



【平心而论】

**观察期条款允许投资方利用观察期去修正投资决策,但观察期满即应承担股权投资应有的风险。凭借这样的投资机制,基金管理人才能逐步引导出资方放弃短期高收益回报的预期,回归长期主义,回归股权投资价值发现的本质。**

# 强化投后管理服务“耐心资本”

——论股权投资协议回购权条款的优化设计

孙维平

就一级市场的股权投资领域而言,如何践行“耐心资本”的理念,让资本回归支持实体经济的本位,将是一项复杂的系统工程。笔者仅从法律条款优化设计角度提出一些建议。

## 回购权条款存在的问题

目前在一级市场股权投资领域,对赌条款和回购权条款是两种常见的投资方特殊权利约定条款,其在投资机制中扮演着关键的角色。

毫无疑问,以特定期限上市为触发条件的回购权条款作为保障投资退出的关键机制,其作用至关重要。然而,现行的回购权条款存在以下问题:

1、导致被投资企业“冲刺”申报IPO。回购权条款通常以特定期限内完成合格IPO为触发条件,这导致被投资企业可能在准备不足的情况下急于申报IPO,以满足投资者的退出需求。这不仅增加了上市失败的风险,也不符合企业和股东的长期利益。

2、触发后投资方退出困难。当企业未能在约定期限内完成合格IPO触发回购权条款时,投资方往往面临回购权执行的难题。一方面,各轮融资方中有任何一家要求回购,都会引起其他投资方的追随,很可能导致众多投资方同时要求回购的情况,被投企业和大股东的现金流很可能捉襟见肘,无力支付回购价款;另一方面,目前完成IPO申报的大多数企业会在申报前与全部投资方就股东特殊权利条款进行自始无效、不可撤销的终止,这直接导致企业IPO失败后投资方主张恢复回购权条款缺乏支撑,被投企业与投资方陷入潜在纠纷的窘境。

3、回购权条款可能导致投资方放松项目选择和投后管理要求。回购权条款作为一种结果导向的、兜底性的投资方退出机制,可能使投资方在项目选择和投后管理上放松要求,过度依赖回购权条款的保障退出,而非通过主动的价值发现、积极的投后管理来实现投资增值。

整体而言,目前以回购权为代表性条款的一级市场股权投资机制过度依赖项目在可预见期限内的IPO退出。就底层逻辑来说,这反映了一级市场股权投资的投机倾向。短期

内追求IPO退出的投资逻辑不仅加剧了投资项目风险,也不利于培养投资方对于企业长期价值的关注,与“耐心资本”的理念背道而驰。

## 观察期条款的含义及创新点

笔者认为,现有的回购权条款可以借鉴、吸纳对赌条款中投后估值调整原理的优点,在设计、优化后尝试替代目前以特定期限上市为触发条件的回购权条款。笔者将其称为观察期条款。

所谓观察期条款,是指在投资后的约定期限(后文称“观察期”)内,投资方有权就约定的投资方关注事项(后文称“观察事项”)进行追踪观察。观察期满,如观察事项验收不通过的,投资方有权要求被投资企业或原股东按照约定的回购价格回购其股权。

与目前市场上常见的回购权条款相比,观察期条款在回购义务人、回购价格、回购期限等方面的差异不大,其创新性具体体现在以下三个方面:

1、设置观察期,允许投资方在观察期内进行追踪观察。例如,各方可在投资协议中约定,投资完成交割后的12个月为观察期,投资方有权在观察期内要求被投资企业就观察事项提供证明材料、列席被投资企业董事会/经营会议、安排第三方机构对被投资企业进行跟踪尽调等。观察期后的一定期限内,投资方就观察事项进行验收,验收不通过的,则投资方享有回购权。如被投资企业不能配合追踪观察正常进行的,则视同观察事项验收不通过,投资方有权要求回购。观察期的期限以6个月到36个月为宜,如果观察期约定过长,不仅影响被投企业的IPO申报,也会降低观察期条款的有效性。

观察期内追踪观察的权利在形式上类似于扩大化的股东知情权,该设计将赋予投资方在观察期内深度考察公司经营情况、控制投资风险的可能,使得投资方获得项目落实投后管理的抓手。

2、就观察事项进行研究、谈判,形成具有针对性、高质量的观察事项约定,是观察期条款发挥作用的关键。目前的回购权条款多以特定期限内完成合格IPO为首要触发条件,辅之以被投资企业实际控制权变更、被投资企业破产清算等负面触发情形。与

之相区别,观察期条款需要由投资方与被投资企业就观察事项进行深入的研究和谈判,结合行业情况、项目情况进行定制。

观察事项的意义在于对冲企业经营的不确定性风险和投融资双方信息不对称导致的风险。观察事项大致可以围绕两个方面展开:一是哪些标志性事项能够使得投资估值模型获得支撑。例如,特定研发项目在观察期内应取得的阶段性研发成果,特定生产项目完成建设达产,特定产品或业务进入特定市场、获取特定客户的订单等。此外,常规对赌条款中结果导向的经营业绩指标,或者特定行业的关键价值评判维度(如互联网行业的月活跃用户数,创新药行业的药品N期临床试验时间,线下连锁经营行业的门店数、流水额等)均可纳入其中。二是哪些事项将使得被投资企业的投资价值发生重大折损。例如,投资尽调发现的重大问题不能在观察期内妥善解决,观察期内企业出现影响持续经营能力的重大诉讼、仲裁、行政处罚,重要经营资质到期不能续期,观察期内被投资企业新增资金占用、对外担保、不公允的关联交易及同业竞争等。

相比于回购权条款中的回购触发情形,观察事项的约定更侧重于被投资企业未来商业价值的具象化实现。

从某种程度上看,观察期条款可以说是业绩对赌条款、投后声明与承诺条款与回购权条款的融合,但其相对特殊性在于,凭借定制化的观察事项约定与回购权的强制执行力结合,起到对被投资企业实现既定商业目标的监督、督促作用,并通过更短的触发周期设置(观察期以投资交割后的6-36个月为宜)提高回购权的可实现性,以保障投资方有更大概率在项目实施未发生重大不利变化的情况下及时获得退出的权利。

一个值得讨论的问题是,观察事项的约定是否必须为客观事实,是否可赋予投资方脱离客观事实基础的单方面决定是否回购的权利。可以预见的是,一旦投资方获得了单方面决定是否行使回购权的权利,其对被投企业的干预力将无法得到合理限制。另外,在投资方获得单方面决定是否回购权利的情况下,会计处理上能否确认为权益工具,投资的性质是股权投资还是债权投资,是否符合基金监管要求等,一系列问题都将前所

未有面临挑战。

3、结合新公司法,提高投资方退出的可靠性。今年7月1日正式施行的新《公司法》第八十九条规定,公司的控股股东滥用股东权利,严重损害公司或者其他股东利益的,其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权。公司因此情形收购的本公司股权,应当在六个月内依法转让或者注销。

如果运用得当,该条款可能赋予投资方一种新的回购退出路径,即除了原股东回购(股权转让)、被投资企业回购(减资)之外,由被投资企业回购,但在未来六个月内依法转让或者注销。

结合上述《公司法》规定,观察期条款可增加回购权实施的保障性约定如下:实际控制人、控股股东应采取一切合理措施保证投资方观察期条款相关权利的实现。如控股股东滥用股东权利,致使投资方无法实现观察期条款相关权利的,为严重损害投资方股东利益的行为,投资方有权按照《公司法》第八十九条第三款的规定,要求公司按照合理的价格收购其股权。

当然,目前市场上的回购权条款也可借鉴上述约定增加退出保障性约定,但需要关注的是,在现有的以特定期限内完成合格IPO为触发条件的回购权机制下,被投资企业的各轮融资方往往统一约定上市期限和回购权利,一旦上市失败,很容易导致众多投资方的回购跟踪,任何一家对被投资企业行使回购权或提起诉讼,都将导致其他投资方跟随回购、起诉,被投资企业的实际履约能力将大打折扣。观察期条款则不存在这一问题,因而其增加上述退出保障性的约定更具有实际意义。

## 观察期条款的作用分析

如果能在实务中得以运用,观察期条款有望发挥如下作用:

1. 强化投后管理。对投资方而言,观察期机制大大强化了投资方的投后管理权利,保障投资方能够及时把控项目风险,并享有一定期限内修正投资决策的可能性;对被投资企业而言,观察期机制将监督、促使被投资企业按照既定的商业目标努力经营,实现企业的良性发展。
2. 激发投资活跃度。观察期条

款帮助投资方和被投资企业在价值判断存在较大不确定性的情况下完成投资交割,投资方锁定较低的估值,被投资企业获得宝贵的早期融资,不确定性风险交由观察期条款去平衡、控制。

3. 提高投资质量。围绕观察事项研究和谈判将敦促投资方与被投资企业在投资时充分尽调、深入交流、研究发掘项目的真实投资价值,避免盲目投资、跟风投资的倾向。

## 观察期条款的意义

笔者在工作中多次遇到项目IPO失败后触发回购权的情况,被投资企业往往会无奈抱怨回购权条款的合理性;上市成功投资方就分享上市红利,上市失败就按固定收益率退出,把损失都推给企业和原股东承担,这样还是股权投资吗? 还是企业家不够具有契约精神呢? 直到今年“耐心资本”的提出,这个疑问的答案才在笔者心中逐渐清晰。

观察期条款的内在逻辑是,资金是具有时间价值的,完成交割后投资资金就在产生资金成本,如果被投资企业不能通过IPO为股东获得确定期限内的高收益回报,资本就应当退出,因为只有在退出不成功的前提下,资本才能去完成其尚未完成的使命,即寻找更佳的投资标的,继续谋求确定期限内的高收益回报。可想而知,在如此追求利润最大化的资本逻辑下,基金募集来的必是抱有快速收益预期的短线资金,投资的也是将IPO作为目标而非发展路径的企业。投资方也好,被投资企业也好,没有一片雪花是无辜的。

观察期条款允许投资方利用观察期去修正投资决策,但观察期满即应承担股权投资应有的风险。凭借这样的投资机制,基金管理人才能逐步引导出资方放弃短期高收益回报的预期,回归长期主义,回归股权投资价值发现的本质。至于资金的时间价值问题,对不起,只能在价值排序中劣后考虑。因为在这片土地上,我们需要资本但不需要资本主义。资本,即便是“耐心资本”,也只是服务实体经济、实现中国式现代化的工具。

(作者系国浩律师(上海)事务所合伙人律师)

# 通胀数据割裂增大日本央行升息不确定性

张锐

今年3月终结了持续八年的负利率并将基准利率导入正道后,日本央行再度加息的猜想声不绝于耳,只是日本央行对市场的回应始终呈现出较为保守的基调,而且实际上也推迟了加息的时间。按照日本央行行长植田和男在最新一次货币政策例会后的表态,日本央行将视数据变化情况实施加息,这表明日本央行加息的方向没有改变。然而,一些关键数据尤其是通胀数据的割裂,可能令日本央行接下来对加息举棋不定。

不同于“失去的30年”中日本物价始终呈现出通缩状态,最近两年日本CPI(居民消费价格)演绎出了步步高升的新气象,直至2022年12月达到4%的同比增速峰值后开始回落,至今年5月份降至2.8%,但CPI已连续33个月同比上升,且连续26个月超过日本央行2%的通胀控制目标;与此同时,剔除新鲜食品价格后的核心CPI增速也从2023年1月4.2%的峰值回落,至今年5月份下行至2.5%,连续第33个月同比上升,且连续26个月保持在或高于央行2%的目标。按照日本央行的测算,2024财年日本核心通胀预期值为2.8%。物价总体升温和关键指标升速,物价上涨的持续时间和持续强度,都构成了对日本央行进一步加息的推力。

按照价格传导路径,通货膨胀分为内生性通胀与输入性通胀;按照作用功能,通货膨胀又分为需求拉上型通胀与成本推动型通胀。那么日本目前的通胀究竟属于什么类

型? 疫情发生后,全球供应链遭遇冲击,国际范围内正常的货物运输配给渠道被打断,而疫情之后的这两年,俄乌冲突、中东冲突等地缘政治危机连绵不断,各类大宗商品价格持续上涨,而日本自身资源本就十分贫乏,加之日元近两年大幅贬值,进口产品成本飙升,并最终必然传导至国内消费终端。因此,日本本轮通胀主要表现为输入性通胀或者成本推动型通胀,且这一局面截至目前还没有明显改观。

日本政府喜闻乐见国内通胀情势的明显改善,同时通胀的延续也代表日本已经完全走出了长达30年的通缩阴影。但问题是,日本政府所期待或者需要的并非输入性通胀和成本推动型通胀,而是内生性通胀与消费拉上型通胀,因为只有后者才能对经济增长形成正向关联,而前者则会产生不小的负反馈,比如抬高通胀成本,压制消费预期与消费动能等。也正是如此,日本央行一直在倡导劳动力价格或者说企业服务价格—商品价格之间的循环,即通过工资上涨增大消费,以消费需求拉动商品物价上涨,而不是相反的方向。

眼下看,日本国内服务业通胀似乎露出了改善的蛛丝马迹,集中表现为,继3月份企业服务价格创下过去10年来的最快涨幅后,接下来的三个月该项目价格出现持续回升,只是需要注意的是,在3月份实现2.1%同比升幅的基础上,随后三个月的企业服务价格增幅分别为1.7%、1.6%与1.5%,边际递减趋势较为显著;而更值得警惕的是,6月份的服务业PMI(采购经理人指数)猛降至49.8,

两年来首次跌破50荣枯线,东京银行的分析报告指出这一结果主要是因服务企业向用户转移价格上涨成本的失败所致,同时意味着后续服务业价格并不具备持续上涨的韧性。

如前所指,服务价格通胀主要由工资价格的上涨力量来支撑和驱动,换言之,如果工资上涨幅度尤其是实际工资涨幅足够承受住企业的价格转移成本,此时服务价格的上涨便具备了有效性基础,就此,日本首相岸田文雄一直在倡导和鼓励企业提高最低工资以及员工总体工资水平,而且成效不错。资料显示,经过“春斗”谈判,去年日本企业的工资水平上涨3.6%,创下三十年来的最大涨幅,而今年的“春斗”谈判更令人鼓舞,相关企业员工工资再获超5%的平均涨幅,受到影响,5月份日本名义工资达到10个月来最高水平。

照常理,工资涨了,腰包鼓了,消费者理应增加消费,但问题是,我们所看到的上涨工资只是名义工资,并非相对于通货膨胀的实际工资。去年日本劳动者平均名义工资为32.98万日元,同比上涨1.2%,但与此同时日本国内CPI同比上涨3.1%,创下41年来的新高,二者相较,实际工资下降1.9%,及至今年4月份,日本劳动者当月名义工资上涨2.1%,同期CPI上涨2.9%,最终实际工资下降0.8%,且为连续第25个月下降,持续时间为历史最长,这一结果也充分说明,截至目前日本国内工资价格与服务价格之间其实并没有生成较为显著且紧密的因果关联。

之所以出现工资价格未与服务价格匹配共振的结果,首先源于日本

国内工资的上涨存在着较为明显的结构性失衡。一方面,参与“春斗”谈判的企业都是日本总工会联合会的成员,但拥有工会的日本企业仅占21.2%,其中仅16.3%的工人加入工会,且加入日本总工会联合会的会员占工会会员人数约七成,这样,“春斗”工资谈判的红利仅能覆盖部分企业的员工;另一方面,根据日本财务省的调查数据,今年虽有63.1%的中型及中小企业提升了基本工资,数量较2023年度增加8.8个百分点,但在涨幅幅度方面,超过5%涨幅的大企业占比达到53.8%,但中小型企业则只有24.4%,而关键是中小企业占了日本企业总量八成以上的比重,其工资涨幅面积与涨幅度的有限性,无疑拉低了全国的工资水平。

不得不指出的是,工资价格的上涨必然带动企业成本的上升,因此,为了控制成本尤其是劳动力成本,近年来日本企业大量招收非正规员工,此类员工不仅工资水平比正式员工要低,平均劳动时长也更短。统计数据显示,2010年日本非正规员工就业人数为正规模员工的0.52倍,2023年该比例已升至0.59倍,伴随着非正规就业录用比例的增加,其平均工作时长增速持续下降,至目前降至-0.4%,全日本员工的工资增长幅度也由此拉低。

与企业基于成本控制从而压扁了工资实际涨幅的现象并行,企业利润空间尤其是中小企业利润空间的狭窄也制约了工资价格的上升水平。根据日本财务省统计,去年日本大企业的营业利润率约为5.6%,中小企业仅为1.9%,且由于市场竞争激

烈,中小企业用于劳务费的支出往往更多,以反映企业人工费用占比的劳动分配率指标衡量,目前日本中小企业的劳动分配率约为79%,显著高于大企业的56%,这种情况下,中小企业都不愿意通过加薪来招聘新的员工,工资价格的增量上升力度由此受到极大抑制。另根据日本学者的最新测算,日本企业的工资减价率,即劳动力边际产品收入与工资的倍数,约在1~1.1之间,意味着企业每增加一个劳动力的所带来的边际收益大约是付出工资的1~1.1倍,即劳动力带来的边际收益和成本相比并不大,企业因此更愿意保留利润,而不是增加人力资本支出。

既然全国性名义工资的涨幅有限,加之相对于通胀的实际工资连降,消费自然就很难获得刺激。数据显示,今年一季度日本个人消费环比下降0.7%,不仅连续4个季度呈负增长,而且也是金融危机以来最长时间的负增长,虽然接下来的4月份消费支出出现同比增长,但经季节性因素调整后,依然产生了1.2%的支出环比负增幅。不仅如此,在5月份消费者信心指数下降至36.2且出现两年多来最大降幅后,日本6月家庭消费者信心指数进一步走弱,另外,目前日本居民的消费倾向比10年前还要低,也显示未来消费趋势可能更不稳定,同时也进一步说明,工资价格—服务价格—商品价格的循环机制在日本尚未形成,而只要新的通胀动能没有清晰出现,日本央行继续加息之锤就不会轻易落下。

(作者系中国市场经济学理事、经济学教授)



【锐眼看市】

**目前日本居民的消费倾向比10年前还要低,也显示未来消费趋势可能更不稳定,同时也进一步说明,工资价格—服务价格—商品价格的循环机制在日本尚未形成,而只要新的通胀动能没有清晰出现,日本央行继续加息之锤就不会轻易落下。**