

上市公司 资产托管经营的 制度经济学分析

一个隐性合约的视角

刘世峰 著

中国社会科学出版社

上市公司 资产托管经营的 制度经济学分析

一个隐性合约的视角

刘世峰 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司资产托管经营的制度经济学分析/刘世峰著. —北京:
中国社会科学出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5004 - 9369 - 3

I. ①上… II. ①刘… III. ①上市公司—资产管理—研究
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 236219 号

责任编辑 周晓慧
责任校对 林福国
封面设计 毛国宣
技术编辑 李 建

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京君升印刷有限公司

装 订 广增装订厂

版 次 2010 年 12 月第 1 版

印 次 2010 年 12 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 1/32

印 张 7

插 页 2

字 数 173 千字

定 价 22.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前言

当研究与兴趣偶遇的时候，也许是写作最顺畅的时候。

2006年，我在书店闲逛的时候，偶然发现劳动经济学领域的一本论文集中关于“隐性合约”的一篇文章很有趣，便买下它仔细研读，同时也搜集了一些其他学者关于隐性合约的研究。这些研究虽然都是关于解决就业和工资问题方面的论述，但从中也发现了该理论解释企业决策及管理过程的能力，恰好当时我对财务管理十分热衷，发现上市公司的资产托管行为是强制披露事项，考虑到资料的可获性，便决定以上市公司财务报告为突破，将资产托管行为的合约分析作为研究对象。期间，搜集了国内50多家上市公司的资产托管合约及相关信息，分别对托管合约中的受托资产价值条款、托管收益的分配条款、托管经营过程中双方的权利义务条款以及托管合约的有效期限条款进行了分析。令人高兴的是，这些合约中确实出现了“全权托管”、“无偿托管”、“无期限托管”以及“资产置换”等“非常规条款”，证实了当初决定的正确性。

中国学者一个比较有成就的方面就是对国有企业的讨论。当时关于国有企业改革的争论集中于“烂掉”还是“贱卖”的问题，制度经济学理论的代表一般坚持“贱卖”，考虑的是资本的效率问题。在写作本书的过程中笔者也试图对国有资产经营问题

进行研究。从托管经营的角度来看，产权暂时处于搁置状态，但效率可以得到提高，值得尝试。至于隐性合约问题，则是任何关注国有资产流失问题的学者不愿看到的现象。虽然从资本公平的角度来看，这些条款代表着资产流失或者暗箱操作，但正如汪丁丁所言：“当制度无法选择的时候，就没有机会成本，更无所谓交易费用。”当改革的制度供给不足的时候，交易费用便全部由社会承担。笔者支持汪丁丁的观点，但仍然希望能在资产管理制度创新方面做些努力。

本书写就之后，笔者经常会发现一些当初没有发现的问题，但还是希望拿出来与大家分享，哪怕是对读者产生一点点的启发，也远胜于束之高阁。

刘世峰

2010年3月

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 托管经营模式研究的理论意义及实践价值	(1)
第二节 文献简要回顾	(4)
一 国内外有关资产托管经营的理论研究现状	(5)
二 有关托管双方行为特征的研究	(6)
三 有关托管经营模式的实证研究	(8)
第二章 资产托管经营的理论基础	(11)
第一节 资产托管经营的内涵	(11)
一 资产托管经营的定义	(12)
二 托管经营的形式和内容	(18)
三 托管经营合约的实现过程	(22)
第二节 资产托管现象普遍存在的原因	(28)
一 非对称信息的存在	(29)
二 托管双方的风险偏好	(30)
三 经营能力的差距	(31)
四 受托资产的专用性	(32)
第三节 资产托管的理论基础——现代信托理论	(33)
一 现代信托机制的发展历程	(34)

二 托管合同与信托合同的异同	(35)
第四节 资产托管的实践基础——委托代理理论	(38)
一 委托代理问题产生的基础	(39)
二 资产托管经营过程中的委托代理问题	(41)
第五节 托管经营理论解释的创新——隐性合约理论	(43)
一 隐性合约理论的基本思想	(43)
二 隐性合约的执行机制	(44)
三 隐性合约理论与资产托管经营	(45)
第三章 模型构建：资产托管经营的经济学分析	(47)
第一节 资产托管经营的制度经济学解释	(48)
一 资产托管经营的契约分析	(49)
二 资产托管经营过程中的交易成本分析	(51)
三 托管经营与企业边界扩展	(52)
第二节 经济分析模型的构建	(54)
一 受托人行为可以监督的情况	(54)
二 受托人行为不可监督的情况	(64)
第三节 影响托管双方行为的制度因素分析	(73)
一 资产转让过程中的阻力	(74)
二 外部兼并和收购失败的风险	(76)
三 资产重组的准备工作	(77)
附录 3—1 非负约束和不等式约束下的最优化问题 ...	(79)
附录 3—2 存在概率分布的条件极值问题	(80)
第四章 上市公司资产托管经营合约的案例分析	(82)
第一节 有关受托资产价值的约定	(83)
一 一般合约中关于受托资产的内容	(83)

二 上市公司托管协议中与受托资产相关的 特殊约定	(85)
三 小结：没有“必要”的约定	(90)
第二节 托管过程中双方权利和责任的安排	(91)
一 委托方享有的权利和承担的义务	(92)
二 受托方的权利和义务	(93)
三 受托方权利的约束机制	(98)
四 小结：全权托管与内部约束机制的缺失	(102)
第三节 托管合约中关于托管经营收益的分配	(103)
一 托管合约中有关收益分配的基础	(104)
二 双方托管收益分配的模式	(108)
三 关于无偿托管的特殊约定	(117)
四 小结：灵活的分配机制	(120)
第四节 上市公司托管合约的稳定性	(121)
一 托管合约中有效期限的相关规定	(121)
二 影响合约稳定性的关键因素	(124)
三 小结：灵活的期限安排	(128)
第五节 上市公司资产托管合约的基本特征	(129)
一 托管合约的不完全性	(129)
二 隐性契约的存在	(132)
三 隐性契约的自我履行机制	(136)
第六节 资产托管合约的其他条款	(139)
一 转委托条款	(139)
二 委托合同的变更与解除条款	(141)
三 争议解决机制及违约条款	(144)
四 当事人认为需要约定的其他条款	(147)

附表 4—1	没有对受托资产价值作出规定的 托管合约	(149)
附表 4—2	部分股权托管案例	(150)
附表 4—3	部分托管有效期限案例	(151)
附录 4—1	华能国际与华能集团和华能电力 托管协议的部分内容	(152)
第五章	国企改革过程中的托管经营模式	(165)
第一节	国有企业托管经营模式的发展	(165)
一	德国国有企业托管经营的经验	(165)
二	中国国有企业托管经营的发展	(167)
第二节	国有企业托管经营的特殊性	(169)
一	资产托管经营的主体	(169)
二	资产托管经营的客体	(171)
第三节	资产托管经营与其他资产管理形式的区别	(173)
一	企业托管经营与承包经营的异同	(173)
二	企业托管经营与租赁经营的异同	(177)
第四节	中国国有企业托管经营模式	(179)
一	部分托管, 辅业托管模式	(179)
二	不改变产权归属的经营性托管模式	(180)
三	改变产权归属的过渡性托管模式	(180)
第五节	国有资产托管经营过程中存在的问题	(181)
一	国有企业托管经营的现实意义	(181)
二	国有企业托管经营中存在的问题	(183)
第六章	解决资产托管经营存在问题的政策建议	(186)
第一节	改善资产托管模式的微观政策建议	(187)

第二节 改善资产托管模式的宏观政策建议	(188)
一 组建国资经营公司,主导关键性 国有资产托管业务	(188)
二 引入一级市场竞争——招标竞价机制	(191)
三 发展托管资产证券化模式	(192)
四 完善资产托管经营中介机构的建设与引导机制 ...	(194)
 第七章 结论	(197)
一 主要结论	(197)
二 几点建议	(200)
 附录 托管合约及相关信息来源	(202)
 参考文献	(207)
 后 记	(213)

第一章

导 论

第一节 托管经营模式研究的理论意义及实践价值

本书的研究内容限定为非金融类资产托管，目的在于将全书的讨论对象——资产托管——与普通意义上的托管，尤其是金融类资产托管区分开来。所谓金融类资产托管是指以货币或者其他金融类资产作为托管对象的托管形式，如资金托管、国债托管、证券托管、社保基金托管等。这类托管的客体一般为货币符号，没有“物质性”的资产存在，而本书中讨论的则是以现实生产性企业为依托的有形实体的托管，如企业部分资产的托管，或者整个企业作为被托管对象的托管形式。

本书研究的核心内容在于对企业资产托管经营模式产生的原因及托管经营过程中双方签订的合约进行深入分析，这些内容均是目前国内外研究的薄弱之处。虽然国外学者对于托管理论的研究已经十分深入，而且涉及的领域也十分庞杂，但是我们发现，国外的研究有一个共同的特征，对于实践的研究多以案例分析和可控制的实验为基础，这些研究将托管视为已经存在的现象，并在此基础上研究托管的结构、组成要素以及各个要素之间的关

系，忽视了托管这种现象存在或者发生的原因，对于环境的分析也仅局限于环境各个要素如何影响托管的效率。

在国内，自 20 世纪 90 年代以来，国内大量的学者对托管经营模式做了研究和分析，并有针对性地提出了许多解决问题的建议和对策，却很少有人对相关理论做深入的探讨，即使是实践经验的总结，也仅仅依靠少数企业的个案经验，很少对资产托管模式做大规模的调查取证工作，更少有人对资产托管过程中的双方协商过程以及相关合约做过分析。

本书将研究领域扩展至托管的背景和原因分析以及合约安排等内容，这将深化托管经营领域的基础理论研究，弥补国内外理论研究的不足，而且可以为中国国内学者对托管理论和合约分析的进一步研究工作做出铺垫，推动有关托管理论的发展和完善。将托管及其合约纳入制度经济学框架进行研究，运用制度经济学原理和合约理论对托管行为做出分析，摆脱长期以来托管研究所依赖的委托代理模型和博弈论模型的限制，拓宽了托管研究的理论视角和研究方法。

在研究过程中，笔者深入分析了 50 余份来自上市公司的托管合约以及大量上市公司公告于官方（证监会及证券交易所）指定媒体的信息，从中归纳出上市公司在进行资产托管经营过程中的缔约过程及一些特别的合约条款对于托管双方的现实意义。从这个角度来看，本书拓展了在资产托管经营研究领域中的视野，将系统的案例分析模式引入托管经营研究方法中来，用以引导经济模型和经济理论的构建，同时也验证了现有经济模型的解释能力，将理论模型和托管实践有效地结合起来。

虽然中国上市公司通过国有股减持以及股权分置改革降低了一部分长期以来国有股一股独大所造成的负面影响，但是上市公司内部仍然普遍存在着严重的关联交易现象，在市场经济环境

下，上市公司与其关联方之间形成的相容利益集团，是由契约安排所形成的一种成本节约机制。这种利益的相容性使关联交易的达成条件与市场上独立各方达成交易的条件有所不同，由于非对称信息的存在，关联方集团能够比其他市场交易主体拥有更多的交易信息。这种信息的非对称性导致关联方交易可以为关联方带来一定程度的竞争优势。但同样我们也看到上市公司及其关联企业之间利用这种信息上的优势攫取不正当的利益，甚至不惜破坏规则和竞争机制。通过大量的案例分析，笔者深入探讨了上市公司托管经营模式的特征及其一些关键合约条款的意义和背景，希望能够有效地引导上市公司有关资产托管经营模式的开展，规范资产托管经营过程中所出现的各种问题，寻求资产托管经营模式在解决上市公司资产重组、产权改革等问题过程中发挥作用的有效途径。

中国国有企业改革进程虽然进行了相当长一段时间，但是由于一些根本性的问题没有得到解决，各种改革方式均受到一定的限制，兼并、收购、破产都将涉及企业最终财产权的转移，可能损害有关地方政府、部门的利益。地方政府考虑到自身的利益因素，各种软预算约束现象时有发生，行政干预也在所难免。另外，从改革成本和投入的角度来看，兼并、收购、破产拍卖、股改等改革方式都存在着一次性投入较大的问题，其中既有收买企业时的资金投入，还有未来企业改造中的资金投入。从某种程度上讲，这些投入严重地限制了国有企业改革的进程，甚至导致国有资产在这个过程中承受着无形的消耗或者贬值。在这种情况下，资产托管模式暂时搁置了产权转移的问题，有效地或者说是暂时解决了巨大的改革费用问题，同时又能有效地规避托管方未来收购企业的经营风险，成为改革实践过程中行之有效的方式之一。然而资产托管不能完全替代其他的改革模式，它只能在其他

模式无法达成目标，或者存在巨大障碍时，作为一种备选模式。其原因在于资产托管过程同样也会出现许多问题，如前所述，责权不清、文化无法融合、形式主义作风严重，一管就死，等等。本书试图对国有企业改革过程中的托管经营过程做进一步深入分析，希望能够找到中国改革实践过程中影响托管双方行为的制度性因素，促进国内托管信用及相关法制的建设与发展，为进一步规范上市公司行为和国有企业改革的发展奠定良好的制度基础，并通过对国有企业改革过程中托管经营行为模式及其障碍的分析，进一步规范和促进托管经营的实施，使其更有效地发挥作用。

第二节 文献简要回顾

针对托管经营的研究在中国兴起于 20 世纪 90 年代初期，但是在欧洲和美国，这种企业经营方式已经存在很长时间，国外学者对于信托和托管的研究较早。托管模式普遍被用于军事、政治、社会、经济等各个领域。关于其理论和实践应用方面的问题也有深入的讨论，概括地讲，有关托管行为的法律研究成果远远超过其在经济学方面的成就。在托管的理论基础方面，研究成果很多，主要关于两个方面：一个是托管行为的理论框架和范畴问题以及托管所涉及的三方责任和关系问题，另一个则是托管三方的行为特征问题。而在托管经营的实践研究领域，也是主要集中于两个方面：一个是普通意义上的托管经营问题，另一个则是有关对国有企业托管经营问题的研究。

下面是本书所涉及的关键领域及在该领域内已有的一些研究成果和最新的进展。

一 国内外有关资产托管经营的理论研究现状

托管的英文表述为“Trusteeship”，起源于信托，属于信托范畴。资产托管在欧美国家已普遍存在，起初只是有实力的大型企业集团输出管理、技术或品牌，对经营不善的中小企业进行托管或并购，使其成为自己旗下的实体企业的一种经营模式，后来则涌现出许多专业的管理公司，对达成合作的企业实施有偿的经营性托管。本书所要讨论的就是这种资产和企业的托管经营问题，也称作“资产委托管理”、“资产委托经营”等。

针对资产托管经营的基础理论研究主要涉及托管过程中的一些基本问题，在这个过程中许多学者将其作为独立的经济现象加以研究，内容包括托管过程中双方的权利、责任以及行为特征，托管经营收益的分配问题，托管合约的安排。如卡卡巴泽(N. Kakabadse)、卡卡巴泽(A. Kakabadse)和库兹明(Kouzmin, 2003)三人对全英国范围内的106名养老金托管人做了面对面访谈，调查有关托管受托人的角色、责任及其贡献的问题；鲁塞尔·D. 奈尔斯(Russell D. Niles, 1960)详细论述了受托人违反信托(托管)义务的法律 responsibility，同时，也讨论了各种条件下，受托人在实施委托经营过程中所获得的各种利益的归属问题；在法律对受托人权利的限制性规定方面，格罗什(D. Grosh, 1974)认为英国法律详细规定了若干个指导性的投资领域，以及受托人自行决定投资领域的资产比例，而美国并没有这些规定。相反，美国只提出了“谨慎人假设”(prudent man)，最大限度地保护受托财产不会贬值或者被侵害。

另外，也有人认为资产托管只是信托的一种表现形式，从严格意义上讲并不是一种独立的经济现象，认为托管责任只是若干种信托责任的一种，以托管形式存在的信托，其信托义务的核心

是受托人全部权利的行使必须以受益人的利益为基础，禁止在托管权利行使过程中出现受托人的利益与受益人的利益相冲突的现象。如斯科特（A. Scott 等人 et al.，1936）详细论述了在各种情况下托管经营可能出现的一些问题，包括如何避免受托人为了自身利益而损害受益人权益的方法；如何规避和禁止受托人自有资产和业务与受托经营资产相互竞争的问题；受托人购买托管资产过程中如何保持独立性和补偿受益人利益的问题；如何在受托人没有或者没有完全支付对价情况下保护委托人和受益人利益的问题等。

受托人在履行受托责任过程中的独立性问题也受到许多人的关注，如受托人用受托资产购买自有资产，或者利用信息优势同时为两家独立的委托人进行交易，等等。这个过程表面上是如何保持受托人的独立性问题，实质上却是委托人和受益人的利益保护问题。

二 有关托管双方行为特征的研究

关于人的行为特征的研究始终是经济学研究的核心内容，而明显具有委托代理特征的托管经营模式也是学者们研究的重点领域之一。

托管过程中存在三个当事人：委托人、受托人和受益人，其中受益人可以是委托人也可以不是委托人。埃里克·拉斯穆森（Eric Rasmusen，1997）以中央银行和大法官为例来探讨受托人的行为特征，他认为独立的中央银行和大法官更像是托管过程中的受托人，而不是委托代理关系中的代理人。

也有学者对信托及托管行为做了心理学分析。在信托产生的信用基础方面，从托管的委托人角度来看，信任以及信托行为和目标产生于委托人对受托人的能力、道德和正直禀性的观察，而

产生信任及其行为的倾向性则取决于有关受托人可信赖的信息是否明确而且对称；如果这种关于信任的信息是非常明确而且对称的，则委托人的委托倾向性就会变成现实的信托（或者托管）行为，反之则会降低信托（或者托管）行为产生的概率（H. Gill & K. Boies, 2005），所以构成这种信息强弱的环境对于信任及托管行为的产生至关重要，研究的重心应该倾向于这种环境的分析和调查，而不是单纯地对其行为进行分析。

人们普遍认为信息不对称情况下信托或者托管双方将降低采用这种方式管理资产的可能性（Julian Franks, Colin Mayer, Luis Correia da Silva, etc., 2000），资产管理公司的失败在于信息的不对称以及大量存在的欺诈行为，而不是市场的系统风险。由此必须采取适当措施限制受托人的行为及其权利，而要研究和规范这些限制性措施，提高其效率，必须关注那些潜在的制度性因素，如资产管理公司的性质、所有权、规模，法律对某些行为的限制，等等，而且不能一味地强调投资者保护而忽视了资产管理公司的市场竞争能力的提高，最优的选择在于寻找一个二者的平衡点。

另外，人们有时候会过度强调托管在现代经济生活中的积极作用，却忽视了其运行过程中的信息不对称及相应的风险问题（S. Goell, G. Bell and J. Pierce, 2005）。当时频繁出现的美国上市公司丑闻恰恰为这种观点做了佐证。受托人在执行信托（托管）责任的时候，委托人的意愿并不是最终的标准。P. Keenan 就曾经以案例分析的形式讨论了一个顺从的受托人如何在委托人的劝说和指使下，违背托管合约，共同侵害受益人的过程。

但是有些学者的研究表明，二者并没有严格的相关性，如乔治·科里切利（Giorgio Coricelli）、路易斯·冈萨雷斯（Luis