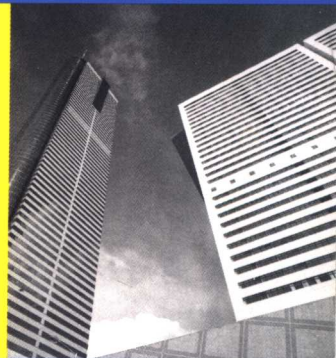


ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI KONGZHIQUAN FALU WENTI YANJIU

Quexian yu Gailiang

张圣怀 著

# 中国上市公司 控制权法律问题的研究 ——缺陷与改良



法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI KONGZHIQUAN FALU WENTI YANJIU

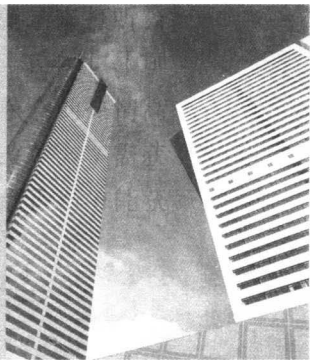
Quexian yu Gailiang

D922.291.914/41

2007

张圣怀 著

# 中国上市公司 控制权法律问题的研究 ——缺陷与改良



法律出版社  
LAW PRESS·CHINA

## 图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司控制权法律问题研究:缺陷与改良/张圣怀著.  
—北京:法律出版社,2007.5  
ISBN 978-7-5036-7302-3

I. 中… II. 张… III. 上市公司—公司法—研究—中国  
IV. D922.291.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 048454 号

©法律出版社·中国

责任编辑/刘伟俊

装帧设计/汪奇峰

出版/法律出版社

编辑统筹/法律出版社上海出版中心

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

责任印制/陶松

开本/A5

印张/7 字数/156 千

版本/2007 年 6 月第 1 版

印次/2007 年 6 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆分公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

苏州公司/0512-65193110

书号:ISBN 978-7-5036-7302-3

定价:20.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

## 序

当张圣怀博士将他的这本著作放到我面前时，作为导师，我感到由衷的喜悦。欣喜之余，提笔为序。

2003年，张圣怀博士考入我门下攻读民商法博士学位，主要从事公司法和证券法的研究。其实早在上世纪90年代初，当中国的资本市场刚刚步入正轨，他就开始从事公司法和证券法方面的研究和实务工作了，入学之时，他已是这个领域颇有名气的律师，可以说他亲历了中国证券市场的发展。

攻读博士学位期间，他注重理论联系实际，在自己既有的实务经验的基础上展开理论研究。他密切关注中国证券市场的发展，在研究学习的同时，还担任着多家上市公司的法律顾问，并且承办了相当多的公司改制上市、重组的法律业务。本书是作者在其博士论文的基础上修改而成，冶多年丰富的实务经验及潜心的理论研究于一炉，尤其凝练了其对中国上市公司运行实际的法律思考，可谓作

者的心力之作。

上市公司控制权问题是我国上市公司法人治理结构完善过程中的一个极为重要的法律问题。对这个问题的研究可以从两个角度来进行,其一,动态的研究,即对控制权的转移、流动领域的研究,这种研究重点关注的是控制权应如何转移、流动才符合公平、正义、高效的理念。目前,我国民商法学界对上市公司控制权的研究主要集中在对这方面的研究,这种研究俗称“并购”问题研究,其目的是解决控制权转移的操作性问题。其二,静态的研究,即把控制权当作一个细胞的解剖性研究,这种研究要面临的核心问题是,什么是我国上市公司控制权的合理结构?我国上市公司控制权的主要弊端是什么?如何遏制这种弊端?张圣怀博士在本书中的研究即为静态研究。实事求是讲,这种研究在我国民商法学理论界还不多见。由此,这种研究就显得十分珍贵。对上市公司控制权的两方面的研究都是必要的,但我认为,静态的研究是基础性研究,它应成为动态研究的本源。

上市公司的控制权是上市公司最具影响能力的股东所享有的、基于相对应的股份占有而对公司命运的决定权。实际上,对于“控制”的理解,不仅仅限于控股股东对于上市公司的控制,甚至还包括控股股东对于中小股东的控制——法律层面或者非法律层面的,因此,才会出现控股股东和中小股东之间的冲突以及冲突的协调问题。书中关于上市公司控制权的法律问题的论述实际上不外乎两个层面的论述,一是,上市公司整体的外部环境,即政治、经济、法律制度环境。我国的社会主义公有制决定了国有上市公司股权的高度集中、一股独大的基本格局,而整个社会的市场经济体制以及相应的法律制度环境建设的不配套,导致了控股股东滥用控制权侵害中小股东的利益。二是,上市公司内部的制度架构,即治理结构的设置与完善。我国原有公司治理结构的不健全使得中小股东缺乏

有效的利益表达和救济机制,不完善的法律制度成为恶化控股股东“剥夺”中小股东的“帮凶”。因此,我们亟须建立适应我国上市公司具体情况的公司治理结构。作者在书中从两个方面提出了诸多制度完善的路径,一方面,从股权结构的角度,如通过相关法律方式实现某些领域的国有股减持,来实现公司股权分布的均衡;另一方面,则是在具体的制度上,如:独立董事制度完善,中小股东的权利保护制度的完善等,来强化对于控股股东的制约。

法律可能并非是包治百病的良方,但是任何制度性问题的解决都离不开法律,我国上市公司控制权所存在的问题也是如此。如果这本凝聚着张圣怀博士心血的专著能够为解决我国的上市公司控制权所存在的缺陷并且完善相关的法律调控发挥些微的作用,想必张圣怀博士以及包括我在内的关心他的老师和友人都会心感欣慰的。

林 嘉

2007年初春于人大宜园

## 提 要

已有的对上市公司控制权法律问题的研究多是动态性研究,即对控制权的形成与转让过程的研究(俗称“并购”问题研究),本书的研究是静态性的研究,即把“控制权”当作一个细胞的研究。

控制权的法律基础是公司的股份,控制权的市场价值是控制权人对他入出资资产的控制能力。正确识别上市公司控制权,必须善于正确识别隐形控制、实际控制人、一致行动人等控制权的表现形式。

单一化的国有投资主体、权利的高度集中和非流通性是我国上市公司控制权的三大基本特征。我国上市公司特殊股权结构的形成根源于我国的政治制度、法律环境和股票发行上市的行政管理体制。股权的高度集中并非中国的发明专利。在我国,上市公司控制权较高程度上集中于国有持股人手中,较之于股权高度分散,并非弊大于利。我国上市公司目前面临的基本矛盾并非股权分置,而是

控股股东与中小投资者的利益冲突,冲突的根源在于控股股东对中小投资者的法律剥夺和非法律剥夺。

各国公司治理的理论,主要有制度安排说、相互作用说、决策机制说、组织结构说。本书作者认为,公司治理的实质是一种目标的追求,就我国上市公司而言,公司的基本目标应当是:(1)全体股东利益的最大化;(2)各类股东尤其是中小股东利益和地位获得充分的保护;(3)公司的可持续发展。

公司治理模式主要分为英美模式与德日模式。英美模式的外部环境是:股权分散、所有权与经营权明显分离、证券市场发达;德日模式的外部环境是:股权集中、所有权与经营权分离不明显、证券市场不发达,企业融资主要依靠银行借款。公司治理模式的演变越来越具有同化、互相补充的趋势。

我国公司治理法律制度的主要缺陷是:(1)没有建立完善的中小投资者权益保护机制;(2)没有建立高级管理人员经营激励机制;(3)没有建立完善的公司法人否认制度。我国上市公司股权高度集中的事实决定了内治型公司治理是我国公司治理模式的基本选择,内治型公司要求上市公司必须建立健全法人治理的基本结构即三会制度。

我国上市公司股东大会制度存在的问题主要表现在三个方面:(1)关于股东大会的职权范围。我国上市公司股东大会职权越来越具有宽泛的趋势,应当缩减股东大会职权,扩大董事会职权。(2)股东大会审议通过的基础是出席股东大会股东所持股份数额的过半数或1/3,而不是公司总股份的一定比例,这是一种实用主义的做法,对保护股东的利益不利。没有程序的严格要求,就没有权利的正当保护。(3)中小投资者没有参与股东会并行使表决权的热情,其主要原因是控股股东控制着股东会的内容与结果;便利中小投资者参与股东会决策的法律机制不完善。完善股东大会制度,主要应



从三个方面着手:(1)完善类别股东分类表决制;(2)减少股东大会的议事范围;(3)完善股东大会表决权代理制度。

我国上市公司董事会构成的实践是股东(主要是控股股东)选择董事的服从性、忠诚性的实践。选择服从、忠诚而忽视创造力,本质上就是选择低效。董事的选择标准应当是忠诚性和创造性并举。

独立董事充分发挥作用应当具备三个前置条件:(1)独立性。指独立董事发挥监督作用时其身份的独立性,其实质是与控股股东及公司高级管理人员在利益方面的独立性。(2)公允及善良意识。公允及善良意识的本质是法律意识和道德意识下的思想修养。对侵害他人利益及社会公共利益在认识上的敏锐性以及对此种侵权行为的及时和正当揭示与制止,是这种意识的核心。(3)履职能力。包括三方面:专业技能、时间保证、健康状况。

我国应当建立和完善独立董事的对抗权法律制度。该种对抗权只有在控股股东及公司高级管理人员滥用了权力、损害或可能损害公司全体股东尤其是中小投资者和社会相关利益者时才能运用。独立董事的对抗权主要包括:(1)知情权;(2)揭示权;(3)制止权;(4)诉讼权。

转变我国上市公司独立董事不发挥作用的局面的两个基本假设:(1)独立董事的全部或过半数从中小投资者中产生(或由中小投资者推荐产生);(2)独立董事不直接从上市公司领取报酬,而是从类似于“独立董事协会”的机构中领取报酬。

限制国有股弊端,亦可以直接从减持上市公司国有股入手。除中共中央《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》所提出的国有经济需控制的四类领域外,其余领域的国有股权均可减持。适用于我国上市公司减持国有股的方式主要有:回购、管理层收购、股权转让、股权再融资、股权转让和可交换债券。

与任何经营实体一样,上市公司的运作离不开“债”的存在。为

防止控股股东通过作为债务人的上市公司对债权人正当利益的损害,应建立和完善下列制度:(1)控股股东与作为债务人的上市公司对上市公司的信息披露的连带责任;(2)债权人对债务人向他人继续重大举债的无异议制度;(3)借鉴发达国家的经验,引入银行对上市公司的相机治理制度。

上市公司同样具备适用公司法人格否认制度的可能性。下列情形下,司法审判人员可以考虑适用法人格否认制度,由公司控股股东对公司债务承担连带责任:(1)人员混同;(2)主要财产混同;(3)虚假出资;(4)股东大会形骸化;(5)业务混同;(6)以逃避债务为目的的资产处置行为。对于公司从事违法行为是否可以适用法人格否认制度,应区别不同的情况对待。

追究与不追究公司控制权人责任的两难处境,客观上为公平原则的法律适用留下了必要的空间。双方均有过错和双方均无过错,但导致的结果是债权人单方面的利益损失时,公司控股股东应以其历史上从该公司获得的收益向债权人进行必要的补偿。这种补偿机制又称控股股东对债权人的获利回吐。

**关键词:**控制权;上市公司;治理

## Abstract

Most of the researches on the corporate governance in publicly held corporations are focused on the dynamic studies, namely studies on form of the Controlling Authority and the process to transfer the authority (also called research on Merge). This work mainly concentrates on the static study of Controlling Authority.

The legal base of Controlling Authority is stocks of enterprises. The market value of Controlling Authority is the ability of controller to control the investments by others. In order to identify the Controlling Authority of publicly held corporations rightly, it is necessary to identify the form of behaviors, such as the actual controller, concerted actors and so on.

Three characters of Controlling Authority of publicly held corporations are: simply stated investments, highly centralization of rights and non-negotiability re-

spectively. Our special equity structures of publicly held corporations in China are subject to our special political system, legal environment, and administration system of stock issuing.

The highly centralization of equities is not the patent of China. As a matter of fact, most of equities are held by state companies, it is better than the highly decentralization of equities.

Recently, the basic contradiction of equity allocation in publicly held corporations is the conflict of interests between the holding shareholders and the minority shareholders, not the allocation of stocks. The conflict consists in the deprivation from minority shareholders by holding shareholders in the ways of legal deprivation and non-legal deprivation.

Theories on corporate governance in various countries are as follows: system arrangement theory, reciprocity theory, decision-making theory, framework theory. Author considers that, the nature of corporate governance is to pursue the aim. In view of Chinese publicly held corporations, the basic aims are: (1) Maximum interests of shareholders in whole. (2) Full protection of all shareholders, especially minority shareholders. (3) Sustainable development of companies.

Mainly, the modes of corporate governance are classified as follows: Anglo-American style and Germany and Japanese style. The external environments of Anglo-American style are as follows: decentralization of equity, distinct separation of ownership and management, developed security market. The external environments of Germany and Japanese style are as follows: centralization of equity, inconspicuous separation of ownership and management, developing security market, corporate financing relying on bank loan.

Main bugs of corporate governance in China are: (1) The mecha-

nism of protection of minority investors has not yet been commendably established. (2) The mechanism of encouragement to directors and officers has not yet been commendably established. (3) The mechanism of piercing corporate veil also has not yet been commendably established. The fact of highly centralization of equity in publicly held corporations results in the style of corporate governance: inner governance. The companies with inner governance must establish the basic framework of the sound corporate governance, namely three meeting systems.

Three main problems of general meeting system in publicly held corporations are: (1) The limits of general meeting's functions and powers. The functions and powers are being more and more general and simply. It is necessary to reduce the general meeting's powers and enlarge board's powers. (2) The decisions are subject to 1/3 or half of the equity holding by the attended shareholders, not subject to the 1/3 or half of the equities holding by all the shareholders. It is a sort of pragmatic way, but not suitable to protect the shareholders. (3) There is no any passion for minority investors to take part in general meeting to make a vote. It is result from the general meeting controlled by holding shareholders. How to form reasonable general meeting system is subject to three points as below: (1) Consummate the vote system in term with different kinds of shareholders. (2) Decrease the discussion scopes of general meeting. (3) Consummate the voting system of general meeting.

In practice, the selection of directors in the board is mainly line with obedience and loyalty. On the other hand, the standards of selection on basis of obedience and loyalty are to abandon high efficiency and creativity, and to choose low-efficiency. The standards of loyalty and creativity should be focused on equally.

Three standards to play the role of independent directors effectively are: (1) Independency. The nature of the independency is to govern the board and companies because of their independent status in the companies. (2) The sense of fairness. The sense of law and morality are built on the base of fairness. The core of such sense is that people should be sensitive on preventing the infringement of other's interests and public interests. (3) Ability of performance. The abilities are including professional knowledge, time and health.

We should establish and consummate the legal system of Interference by independent directors. As long as the holding shareholders and directors and officers abuse their power and do harm to company, minority shareholders and relevant bodies, the independent directors shall exercise the right to interference the holding shareholders and directors and officers. The interference including: (1) The right to achieve companies' information. (2) The right to report. (3) The right to deter. (4) The right to litigate.

Two methods to help independent directors to perform their roles in publicly held corporations: (1) To select the all or half of independent directors from the minority investors (or recommend independent directors by minority investors). (2) The payments to independent directors are not come from publicly held corporations, but from an organization like independent directors association.

How to reduce the disadvantages of state-owned equities is subject to reduce state-owned equities in publicly held corporations directly. The methods to reduce the state-owned equities are: Purchase Back, MBO, Financing, Transferable Equity, and Convertible Bond.

Like any other companies and organizations, it is necessary for the

publicly held corporations to run the business with debts. In order to avoid the event that the holding shareholders, as the creditor of the public company, make use its controlling status in public company to do harm to other creditors of public company. It is necessary to form the system as follows: (1) Holding shareholders and the public company shall take liabilities jointly and severally in connection with transparency. (2) The system of unanimity in terms of further large debt by the debtor. (3) Picking and absorbing from developed countries the experience, namely governance on publicly held corporations by banks.

The possibilities of establishing and applying piecing corporation veil in publicly held corporations. In the following cases, the judges can take system (Piercing the corporation veil) into effect. And mean while the holding shareholders shall take the liability jointly and severally in terms of company's debts. The cases are as follows: (1) Mixed personnel. (2) Mixed main assets. (3) Inveracious investment. (4) General meeting in vain. (5) Mixed business. (6) The behavior of assets disposition on the purpose of welching.

Whether or not to impose the controller's liabilities is left the necessary room on basis of applying the principle; fairness. In the event of loss of interests of the creditors unilaterally, the holding shareholders should compensate the creditors' loss. The compensation also is called pay back to the creditors from holding shareholders.

**Keyword:** Controlling Authority; Listing Company; Governance

# 目 录

## 导 言 / 1

## 上篇 对缺陷的探索与思考 / 9

### 第 1 章 控制权性质与控制权表现形式 / 11

#### 1.1 控制权性质的识别 / 13

##### 1.1.1 控制权的法律性质 / 13

##### 1.1.2 控制权的政治性质 / 14

#### 1.2 隐形控制 / 17

#### 1.3 实际控制人 / 19

##### 1.3.1 协议转移 / 20

##### 1.3.2 股权托管 / 22

#### 1.4 一致行动人 / 24

### 第 2 章 中国上市公司控制权成因与利弊 分析 / 29

#### 2.1 控制权状况及其成因 / 29



- 2.1.1 中国上市公司控制权形成的政治环境 / 31
- 2.1.2 中国上市公司控制权形成的法律环境 / 32
- 2.1.3 特殊股权结构与计划指标 / 35
- 2.2 中国上市公司控制权存在的基本问题的争鸣 / 36
  - 2.2.1 股权分置论 / 36
  - 2.2.2 对中小股东的利益剥夺 / 38
  - 2.2.3 所有权与行政权的混同 / 40
- 2.3 理性地看待中国证券市场 / 40
  - 2.3.1 中国上市公司控制权的合理性分析 / 40
  - 2.3.2 中国上市公司控制权的基本弊端分析 / 44
- 2.4 改良是中国上市公司的基本国策 / 60
- 第3章 中国上市公司治理及其模式选择 / 62**
  - 3.1 公司治理的内涵与争鸣 / 63
  - 3.2 各国公司治理法律制度概要 / 65
    - 3.2.1 概述 / 65
    - 3.2.2 英美模式公司治理法律制度 / 66
    - 3.2.3 德日模式公司治理法律制度 / 71
    - 3.2.4 公司治理法律制度评价 / 75
  - 3.3 我国的上市公司治理法律制度及其评价 / 79
    - 3.3.1 公司法及其评价 / 79
    - 3.3.2 我国现行证券监管规则及其评价 / 89
  - 3.4 我国上市公司控制权与公司治理模式的选择 / 98
    - 3.4.1 决定公司治理模式选择的基本因素 / 98
    - 3.4.2 内治型公司治理是我国公司治理模式的基本选择 / 99