

*On Structural Risk Control
of the Listed Companies
in China's Stock Market*

*A Key Legal Control the Structural Risk
of the Listed Company*

上市公司风险的结构控制研究
——以法律控制为核心

王建平/著



法律出版社
LAW PRESS CHINA

F832. 51/87

2007

上市公司风险的结构控制研究

——以法律控制为核心

*On Structural Risk Control of the Listed
Companies in China's Stock Market*
—A Key Legal Control the Structural Risk of
the Listed Company

王建平/著



法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

上市公司风险的结构控制研究 / 王建平著. —北京:

法律出版社, 2007. 12

ISBN 978 - 7 - 5036 - 8207 - 0

I. 上… II. 王… III. 上市公司—风险管理—研究

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 020197 号

© 法律出版社·中国

**上市公司风险的结构控制研究
——以法律控制为核心**

王建平 著

责任编辑 刘文科

装帧设计 李 瞻

开本 A5

印张 18.25 字数 532 千

版本 2007 年 12 月第 1 版

印次 2007 年 12 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 法学学术出版分社

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

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

书号:ISBN 978 - 7 - 5036 - 8207 - 0

定价:46.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)



作者简介

王建平，男，陕西咸阳人，民法学硕士，经济学博士，四川大学法学院教授，四川大学民商法研究中心主任。主要从事民商法、证券法、减灾法和循环经济法等研究。近年来承担国家社科基金《证券交易中的民事责任问题研究》、国家教委“九五”规划项目《民法方法论研究》、教育部优秀年轻教师基金项目《上市公司比较研究》、司法部《上市公司破产的法律问题研究》、四川省教育厅《证券欺诈的法律问题研究》、《循环经济法律问题研究》等。主要著作有《上市公司风险的结构控制研究——以法律控制为中心》（专著）、《公司章程研究》（专著）、《民法方法论研究》（专著）、《民商法前沿问题研究》（专著）、《减轻自然灾害的法律问题研究》（专著）、《证券市场风险的法律规制》（主编）、《合同法实施中的陷阱与风险防范》（主编）、《民法学》（主编）、《合同法教程》（副主编）等三十多部，在《中国法学》、《法学家》、《法学》等CSSCI期刊上发表论文九十余篇。担任中国法学会民法学研究会理事、中国法学会环境资源法研究会常务理事、中国法学会商法学研究会会员，四川省民法学经济法学研究会、四川省国际经济法学研究会副会长，成都市人大常委会立法咨询员等。

目 录

导论	1
----------	---

上篇 上市公司结构风险的形成

第一章 上市公司的内部结构风险	35
第一节 上市公司组织结构变革的必然性	35
一、公司上市及其组织结构变革	35
二、引起上市公司组织结构变革的外部因素	40
三、引起上市公司组织结构变革的内部因素	44
第二节 公司上市状态的组织结构性演化	50
一、公司上市时的组织结构性急迫变更	50
（一）管理者管理功能变革	50
（二）管理者个体管理行为的知识化	53
二、已上市公司组织结构的内核基本上稳定不变	54
（一）企业组织系统调整	54
（二）管理者个体行为的有限限制	55
（三）公司成员的道德行为	56
（四）独立董事的独立效用	57
三、特别状态下公司组织结构的改变	59
（一）上市公司行为模式变化的特殊自变量	59
（二）股东人数与行为记录	62

(三)公开性要求	63
第三节 股份与股东构成风险	65
一、从企业股到国家股、国有法人股	65
二、股份的非同股,因而不能同权	68
三、一股独大的股东,并不是强股东	70
四、股东结构的风险性	72
(一)委托代理关系的缺陷导致股东大会失灵	73
(二)上市公司股东大会民主决议机制失效	75
第四节 董事会构成与风险	78
一、国有董事及董事会的产生	78
二、董事双重身份关系的处理	80
三、董事会结构的严重缺陷	81
(一)股东对董事的产权激励机制	82
(二)上市公司的委托代理机制	83
四、独立董事不独立的风险	83
五、经营董事介入与否,均是风险	86
六、董事行为的变异——谋私与渎职	87
第五节 监事会的构成、职能发挥与风险	89
一、监事会职能疲软的风险	89
二、独立监事进入监事会的风险自控	93
三、监事会职权设立的法律缺陷	95
第六节 经理结构与上市公司风险	96
一、内部人控制与经理结构缺陷	97
二、经理人双重行为的冲突性与一致性	99
三、经理人风险	102

第二章 上市公司的外在结构性风险(一)——经济、 政治、文化、法律等结构因素带来的风险	105
第一节 影响上市公司的经济、政治结构性风险	105

一、国有企业体制缺陷与风险	105
二、国资管理的体制缺陷与风险	111
三、政治体制缺陷与风险	116
第二节 影响上市公司的文化结构性风险	117
一、“无知投机”风险	118
二、扭曲的财富观	120
三、贱商文化	121
四、诚信的缺失	123
第三节 证券政策风险	127
一、发展证券市场的指导思想	127
二、证券市场发展与规范之间关系的处理	133
三、经营亏损的上市公司的对待	137
四、股权分置的政策选择	139
第四节 上市公司面临的法律风险	142
一、执法不严与法律法规效力的销蚀	142
二、法律被“游戏”	144
三、我国证券立法的形式完善与法律基础背离	145
第五节 影响上市公司治理的权责结构风险	148
一、分权结构与风险	148
二、分义结构中的风险因素	152
三、分责结构与风险要素强化	159

第三章 上市公司的外在结构性风险(二)

——监管风险	165
第一节 监管与监管体系的风险性	166
一、证券市场监管与上市公司风险的形成和引发	166
二、证监会与证券交易所定位的偏差	168
三、证券业协会自律监管功能薄弱	171
四、证券监管法律资源不足的风险	177

第二节 监管措施缺陷的风险诱发性	187
一、监管措施不足与监管效果不佳	187
二、监管措施缺陷的风险诱发性	189
三、证券民事责任追究缺失与监管风险的放大	192
第三节 监管措施缺陷	196
一、监管措施出台与证券市场指数的负相关关系	196
二、监管措施运用的风险诱发性的来源	202
三、监管措施运用负效应的背景——“证券市场黑化”	208
四、监管不当与风险放大	210
五、监管政策摇摆对监管效力的影响	213
第四节 监管职能的错位——抑市、托市与误市	215
一、“灭火式”的直接干预与烧火式的托市不灵	216
二、国有股减持政策出台的误市	217
三、股权分置的改革与股市风险	219

中篇 上市公司风险的聚集与释放

第四章 上市公司风险的显现化(一)——以四川长虹

巨额坏账处理为例	227
第一节 影响四川长虹运作的内外部因素	228
一、董事长兼任总经理与个人对上市公司的绝对控制	228
二、公司守法素质不够与外部监管不力	230
三、行政干预对四川长虹经营决策的干扰	232
第二节 “不听话”的上市公司	233
一、法人股转配违规上市流通	233
二、不设立独立董事	235
三、委托理财中的违法行为	238
第三节 国际贸易中的违法与巨额坏账的发生	240
一、对美贸易中巨额应收款的发生	240

二、四川长虹董事会与监事会不作为	241
三、倾销行为招致的损害	247
第四节 虚假的信息披露	250
一、虚假信息披露的泛滥	250
二、四川长虹的虚假信息披露	252
三、信息隐瞒的损害	256
第五节 四川长虹坏账影响的消除	259
一、变革体制与修改章程	260
二、清理 Apex 公司账款	263
三、股份结构的变革	264

第五章 上市公司风险的显现化(二)——以 *ST 托普

违法担保及处置为例

第一节 国有股份受让与买壳藏疑	271
一、长征机床出让国家股份	271
二、业绩掺水与虚假的整合	273
三、上市公司结构不变与壳资源的利用失效	276
第二节 担保行为风险	277
一、托普软件为什么担保	277
二、公司风险的形态转换	281
三、巨额担保导致诉讼“群”发	284
第三节 诉讼“群”化恶梦	286
一、密集违法担保向诉讼群化迁移	286
二、群化诉讼中的诉讼损失	292
三、重大案件对法律风险的放大	299
四、董事会与独立董事的声音	305
五、监事会化解公司行为风险不力	310
第四节 *ST 托普“圈钱”行为与结局	314
一、热衷“圈钱”与空手道终结	314

二、造系的痼疾与宿命	317
三、退市成为定局	318

下篇 上市公司风险结构控制的改进

第六章 上市公司风险的内部控制	325
第一节 上市公司治理组织架构的完善	326
一、股权结构改革	327
二、切实保证股东大会最高权力的行使	330
三、进一步落实与强化董事会的职能和作用	335
四、真正落实监事会职责	339
五、建立管理层人员有效选聘、激励与约束机制	341
(一)管理层人员的有效选聘	341
(二)管理层人员的激励措施	342
(三)管理层人员的约束机制	343
第二节 权利与义务、责任“三分”约束的实现	345
一、上市公司权利、义务、责任三分的基础	347
二、责任划分与责任成本的承担	350
三、责任追究的一例——股改承诺兑现的责任落实	357
第三节 质询必答与回复制度	363
一、股东质询权的性质及其实现的障碍	364
二、股东质询权的实现	367
三、股东质询答复的效用	368
第四节 公司侵权与股东诉讼	370
一、公司侵权的发生	372
二、股东利益易损性及其防范	374
三、股东诉讼的有限性	377
第五节 违法高管人员罢免与解聘制度	381
一、董事、监事罢免	382

二、总经理与经理人员的解聘及其民事责任的追究	389
三、部门负责人辞职及其民事责任的追究	392
第七章 上市公司风险的外在控制及其法律支持	395
第一节 彻底实现政资分离与健全国有资产管理体制	397
一、规范和健全国有资产管理体制,实现政资分离和国有出资人到位	397
二、建立对国资委和政府行为的有效监督	399
第二节 监管体系的重构	402
一、中国证监会权力配置的调整	402
二、中国证监会与证交所之间的监管分权	404
三、行业协会自律监管的实现与强化	414
四、证券中介机构自律监管的改进	418
第三节 对上市公司治理的规范与“准则依赖”的克服	423
一、股东通过股东大会行使权力的保障与分类表决的推行	427
二、董事会、监事会履行职能的规范与约束	434
三、对股东信息披露的监管和法律保障	440
四、克服信息披露监管中的准则依赖	446
第四节 独立董事制度有效性的保障与外部监事的设立	450
一、独立董事来源的控制	450
二、独立性保证的法律责任与利益机制	452
三、外部监事的设立	458
第五节 保荐人制度的完善	461
一、保荐人制度对上市公司全方位监督	462
二、冷淡处理保荐人与诚信“外挂”有效性的疑问	465
三、保荐责任与保荐人立法	468
第六节 上市公司的巡查与整改	470
一、日常监督检查——监管落实的重要一环	470
二、给上市公司巡查以法律强制效力	472

三、巡查后整改的监督	478
第八章 股改后风险的法律 responsibility 结构控制	488
第一节 股权分置改革路径发现不足	490
一、非流通股流通权赎买依据的法律性	491
二、股改承诺的法律效力	495
三、股改承诺效力的保障与维持	498
四、承诺履行监督的法律依据	500
第二节 股权分置改革的瑕疵与补救	502
一、从法规角度观察到的股改“创新瑕疵”	503
二、股改与利益相关者的利益平衡	505
三、股改成果保护与司法救济	507
第三节 股改后风险的法律 responsibility 控制	509
一、《股票条例》中证券法律 responsibility 结构的不合理	512
二、《公司法》、《证券法》修正中法律 responsibility 结构的变化	515
三、调整充实后的证券民事 responsibility 规定	524
四、柔性证券法律责任的化解风险功用	530
五、发挥 responsibility 控制在防范与化解股改后风险中的作用	532
参考文献	541
跋	567

导 论

一、研究上市公司结构风险意义

(一) 现实意义

当政治、经济、法律和文化等因素,成为一个国家或者地区证券市场产生、发育和运行的结构性变量,尤其是当其中包含着某些无法从历史上的证券市场产生、发育和运行加以参照的结构性变量时,就使得这个国家或者地区的证券市场的产生、发育和运行,在路径选择、路径固定和路径依赖,上市公司的组织变革,以及整个证券市场利益相关者利益关系调整的法律资源效用等方面,成为具有无可比性的特例。

20 世纪 80 年代初^①以来,中国证券市场的产生、发育和运行,被当做社会主义市场经济试验的手段。为使国有企业转制,将国企改革困难、问题乃至包袱卸掉,证券市场就作为一项新的事物进行大规模的探索。实践过程中,我国证券市场上投机盛行,市场操纵屡见不鲜,道德底线极差,证券市场成为了上市公司挖空心思加以利用,借以筹集资本的廉价资源。在我国特殊条件下产生的上市公司内部和外部的种种结构性矛盾导致上市公司风险的滋生、聚集和强化,威胁着我国证券市场、金融体系和整个经济的健康成长。

为规范上市公司行为和证券市场运作,国家制定了一系列的政策和法规,它们成为了规范上市公司行为,提高上市公司质量,督促公司承担社会

^① 中国证券市场的开端,以 1981 年公开发行“中华人民共和国国库券”为基本标志,然后是 1983 年 7 月,我国第一家股份制企业——宝安县联合投资公司创立,并开创了中国股票发行的先河,出现了中国最初的股票。

责任的主要根据。但是,这些政策和法规仍有待完善。在本书中,作者试图通过上市公司内外部结构矛盾的系统分析,研究我国上市公司风险形成和强化的原因,其组织变革和外在控制的困难之所在,上市公司治理结构路径固定的危害性,以及法律法规外在干预实际效用的有限性,^①法律责任结构设计的不合理性,证券法律责任重心向证券民事责任转移,对于打破上市公司不良路径依赖——外在控制僵局的必要性,在此基础上,提出控制和化解上市公司风险的途径与对策。

(二)理论意义

虽然,经济学界对我国证券市场风险已有大量研究,但是,明确把证券市场风险作为结构性事物,并以上市公司为核心,进行其风险结构控制研究的著述,并没有发现。因而本书的研究具有不同的角度和侧重,可以在一定程度上弥补现有研究的某些不足。本书研究的理论意义在于:

1. 强调了证券市场风险的宏观控制必须建立在上市公司个体风险控制的基础上。证券市场风险的核心是上市公司风险,本书对上市公司风险形成过程中各种矛盾及其相互联系的分析,对揭示证券市场风险形成、聚积和强化的机制提供了新的思路。

2. 本书对导致上市公司风险的公司内部、外部各种矛盾及其作用的分析,揭示了上市公司风险的结构性,进而论证了上市公司风险控制的基本途径在于结构控制。

^① 在法学界,有一个基本的理论假定,就是,法律法规或者规范性文件,一经发布,即具有法律效力或者法律意义上的约束力。这种法律约束力,表现在三个层面上,一是对于规范对象——行为人的法律行为的约束力,告诉行为人什么可以做,什么不能做,对于不能做的行为,做了之后,应当承担什么不利的法律后果;二是对于法律关系的规范,法律效力的表现是对合法关系的确认和保护,对违法关系的否认与责任追究,或者支持合法一方的责任追究请求;三是对于社会秩序,即法律规范所希望的社会运行有序状态的维护。但是,这个假定本身,在经济学角度看来,是有问题的。那就是,法律法规或者规范性文件的实际法律效力,取决于当事人的利益选择和判断,在守法成本与违法收益(即违法成本——含被追究法律责任的可能性)比较选择之间,当事人如果基于利益的考量,而选择追求违法收益,并得不到社会的或者立法者、执法者或者司法者的有力干预的时候,法律效力的实际效力与理论效力之间,就存在差别和区分。其法律效力的有限性,就表现为不能有效地控制和干预某些违法行为,以及有效地引导相关的失范行为等。

3. 把证券市场和上市公司的监管放在结构控制的总体中考察。本书的研究指出,外部的监管和干预对上市公司产生什么样的影响,决定于公司的结构,同时也受社会经济、政治和文化结构的影响,批评了以为仅仅依靠大量规范和外在干预规则的供给就能控制上市公司风险的谬误,指出了保证监管有效性的关键在于注重结构控制,首先是上市公司治理结构的完善和企业内部控制机制的建立。

二、证券市场风险研究成果的综述

(一) 证券市场风险的研究

中国证券市场风险的研究,往往以从股票市场的风险角度进行者居多。在这方面,代表性的成果颇多。《中国股票市场风险研究》(吴世农等,中国人民大学出版社 2003 年版)是主要代表作之一。此书对中国股票市场风险的论述分为六篇,即第一篇股票市场系统性风险研究概述,第二篇中国股票市场投资组合规模—风险—收益的关系研究,第三篇中国股票市场收益和风险及其影响因素研究,第四篇中国股票市场系统性风险的特征研究,第五篇中国股票市场系统性风险预测模型的比较研究,以及第六篇中国上市公司财务困境风险的预测研究。

《中国股票市场风险研究》使用计量经济学方法,对于股票市场系统性风险选用了估计模型,确定了市场组合、收益率的时间段、交易频率,以及市场态势的影响,对系统性风险的特征进行了研究,并分析了系统性风险系数的修正和预测。

作者的研究中,按照研究对象,将中国股票市场的风险分为市场投资风险和上市公司风险。而在研究上市公司风险时,则按照上市公司风险的类型,将其分为经营风险和财务风险。其中,经营风险主要受行业特征和宏观层面因素的影响,并非上市公司完全可控的风险;财务风险主要受上市公司财务政策影响,属于上市公司可控的风险(吴世农等:《中国股票市场风险研究》,中国人民大学出版社 2003 年版,第 V 页)。

除专门著作外,对证券市场风险的论述还散见于有关证券市场问题研究的各种论著中,所涉及内容有:

1. 中国证券市场的特殊性和高风险。

中国证券市场发展的阶段性特征在于,它仍然处于“新兴加转轨”阶段,在此阶段市场基础比较薄弱,风险防范和化解的自我调节机制尚未完全形成。因此,这种转轨市场必然具有高风险。

我国“新兴加转轨”式证券市场的特殊问题,还具有其他国家证券市场发育过程中不曾发生过的问题。其中,最具有中国特色的要害问题,是中国旧经济体制弊端的持久影响。

学者认为,作为转轨经济过程中,中国引入资本市场的制度安排,对于上市公司的出现,不是古典企业制度发展的自然结果,而主要是在否定、改造计划经济企业制度的过程中,被嫁接到企业中去,并被赋予改革国有企业的使命。为了不动摇公有制的主导地位,在股份化过程中采用“增量”发行方式,并且在股权结构安排上引入国有股、法人股和公众流通股,其中国有股处于绝对控股的地位。在这种特殊的股权结构下,上市公司在实践中形成了严重的“内部人控制”;另一方面,过于集中的股权结构使控股大股东可以方便地侵害广大中小股东的利益(施东晖:《中国股市微观行为理论与实证》,上海远东出版社2001年版,第31~32页、第261页)。

转轨时期,国有上市公司“内部人控制”的形成,是国有企业的管理体制变革不完全到位和国有资产管理体制很不完善的结果。国有企业经营者尚未职业化,经理市场还有待培育和发展,也有重要影响(陈佳贵、杜莹芬、黄群慧:《国有企业经营者的激励与约束——理论、实证与政策》,经济管理出版社2001年版,第113~114页)。因此,促进证券市场规模运行,防范市场风险成为一个艰巨而长期的任务。

2. 上市公司风险严重性及其对证券市场的影响。

上市公司风险是证券市场的核心风险,其严重性在于,这种风险,在发生层面上,具有普遍性特征,即遍及各个上市公司当中,严重危害证券市场的基础——社会诚信体系。同时,其危害之一在于,它直接影响股东利益的实现。也就是,我国上市公司由于制度上的缺陷和不完善,其税后利润可以不分、少分,进而变成账面上数额巨大的应分利润(卢静、包育红:“制度安排对上市公司盈余管理行为的影响”,载《商业研究》2007年第4期),严重损害股东收益利益或者分红派息权利的实现。

上市公司制度缺陷下发生的违法偏好带来的风险十分突出。上市公司对外担保行为很普遍,而违规担保多,金额居高不下,使很多上市公司的担保风险远远超过其自身承受能力,导致上市公司退市乃至破产(郑庆华、王小华:“上市公司对外担保财务风险防范研究”,载《浙江金融》2007年第1期)。这种风险妨碍证券市场的健康运行,而对上市公司自身则是致命的。

3. 市场交易主体行为对证券市场的影响。

市场交易主体的守法行为,可以促进资本市场的规范化和持续发展,市场主体的违法违规行为,则对证券市场的发展起到破坏作用,阻碍证券市场的规范化。比如,控股股东凭借其控股地位,肆意侵占上市公司资源,大量占用上市公司的资金,导致其资金流失,已经成为危及上市公司生存和发展的首要风险(蒋剑平:“上市公司‘资金占用’对信贷风险管理的影响分析”,载《农村金融研究》2006年第5期)。继而,成为对证券市场具有极大破坏力的行为。

又如,作为控制权的外部市场重要组成部分的敌意收购行为,虽然对改善公司治理结构有积极意义,但是,因为这些控制权交易行为中的敌意存在,以及所包藏的不良用心,而直接影响企业经理人的行为动机(周春生:《融资、并购与公司控制》,北京大学出版社2005年版),导致许多职业经理人更容易采用内部人控制的做法,从上市公司中谋取不当利益或者通过大股东控制等手段,侵占上市公司资产。

至于证券公司在自营业务方面,擅自挪用客户交易结算资金,以他人名义开立多个账户为自己进行证券交易,甚至充当“庄家”,与其他机构联手操纵市场,或与上市公司勾结进行内幕交易,损害投资者利益等,更是常见病和多发病(庞介民、王庆仁:“新兴加转轨条件下中国证券公司的风险成因及监控”,载《经济研究》2003年第12期)。

4. 证券中介机构与证券市场风险。

证券中介机构的中介行为,事关证券信用的真实性与合法性,其不当行为带来的风险值得重视。

证券公司作为重要中介机构,其守法程度不高,被证券业界、理论界和监管层高度关注。证券公司由于资本不足与其融资上受到政策限制,常采