

SSER Research

上 证 研 究 法 制 专 辑

《上证研究》2003 年法制专辑

- (1) 上市公司资产重组与股份转让若干法律问题研究
- (2) 证券交易所管理市场职能的法律性质研究
- (3) 证券纠纷仲裁方案设计
- (4) 证券纠纷集团诉讼制度研究
- (5) 上市公司重整法律制度研究
- (6) 独立董事制度研究：以权利、义务和责任为中心
- (7) 上市公司退市法律问题研究
- (8) 上市公司收购法律制度若干问题研究
- (9) 外资介入上市公司并购的法律问题研究
- (10) 上市公司管理层收购的法律问题研究

上 证 研 究

二〇〇三年 法制专辑

上海证券交易所研究中心

江苏工业学院图书馆
藏书章

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

上证研究. 2003 年. 法制专辑 / 上海证券交易所研究中心编. —上海: 复旦大学出版社, 2003. 7
ISBN 7-309-03645-X

I. 上... II. 上... III. ① 证券交易-资本市场-研究-中国-2003 ② 证券交易-法规-研究-中国-2003
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 039703 号

上证研究(二〇〇三年法制专辑)

上海证券交易所研究中心

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 徐惠平

封面装帧 孙 曙

总 编 辑 高若海

出 品 人 贺圣遂

印 刷 句容市排印厂

开 本 787×1092 1/16

印 张 18

字 数 483 千

版 次 2003 年 7 月第一版 2003 年 7 月第一次印刷

印 数 1—2 000

书 号 ISBN 7-309-03645-X/F·784

定 价 34.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

上证研究

为促进证券市场研究、推动中国证券市场的市场化、规范化进程、加快证券市场的改革与创新，为领导层提供决策支持，上海证券交易所不定期印刷出版《上证研究》。我们的宗旨是：为中国证券市场研究提供一个高水平的发表平台，为证券业内的研究交流提供一个聚集点。我们提倡，用国际规范的方法，以严谨意识和求实精神，深入研究中国证券市场发展的重点、热点和前沿问题。我们希望，通过大家的共同努力，《上证研究》能够发表一系列优秀的研究成果，为中国证券市场的发展提供独立、理性、前瞻性的政策建议和实施方案。

征稿简则：

(1) 本出版物征求证券市场及相关领域的理论研究、实证分析及政策探讨等论文，并以研究中国证券市场为重点。来稿一般以2万字为限，格式和文献写法可参照《经济研究》撰稿标准。

(2) 论文需要清楚地提出问题，对所研究之问题的理论和现实背景有清楚的描述。

(3) 论文的主要结论基本正确，论证严密，符合经济学的逻辑。我们鼓励作者在研究中采用数学推导和计量分析，但更重要的是论文中的经济思想和政策意义。

(4) 论文必须文字通顺、结构严谨。论文的文章结构必须规范化。即一篇论文一般来说需要包括提出问题、文献综述、建立模型、理论推导、经验检验等几个主要部分。

(5) 论文的研究应该具有一定的前沿性，在已有的知识存量上引入新的观点、新的方法或新的证据。论文也可以对证券市场研究的某一领域或某一专题进行深入的理论和文献综述。

(6) 稿件刊登后，赠送当期《上证研究》5份，并列入《上证研究》赠阅名单。

(7) 欢迎采用E-Mail投稿，地址为：wylu@sse.com.cn，dhshi@sse.com.cn，不能用E-Mail投稿的作者邮寄稿件时请附上WORD文档的磁盘。

上证联合研究计划对外公开招标

上海证券交易所（以下简称“上证所”）实施的“上证联合研究计划”是上证所推动中国证券研究机构以及法律界合作与交流的一种新尝试。在社会各界的支持和共同努力下，已顺利开展了五期（含法制系列），取得了一批令人关注的研究成果。为进一步推动证券市场研究，动员和整合社会研究资源，提高上证联合研究计划课题选题与招标的透明度和开放度，提升研究质量和效率，上证所面向国内外（包括国内外证券公司、基金管理公司等专业机构、高等院校及研究所、证券投资咨询公司、会计师事务所、律师事务所等中介机构）公开征集研究选题和进行课题研究招标和费用招标。

上证联合研究计划分两个部分：金融证券类和法律类。申请者须提交该候选课题的研究申请书和具体的研究计划，内容包括研究范围、研究意义、已有研究基础、研究提纲、预期研究成果、课题组成员简介、研究进度安排、研究方式、研究经费安排等。上证所将根据申请方的研究实力和研究计划确定中选课题及承接方。

申请机构可在上证所公共网站上（<http://www.sse.com.cn>）下载申请表格，也可通过电话、传真及电子邮件等方式与上海证券交易所研究中心取得联系。

金融证券类联系人：张卫东，刘遯，卢文莹

联系电话：68800094，68806273，68800095；传真：021-68813828

电子信箱：wylu@sse.com.cn，wdzhang@sse.com.cn，tlou@sse.com.cn

法律类联系人：郭洪俊，周平

联系电话：68811396，68801417；传真：021-68812933

电子信箱：hjguo@sse.com.cn，pzhou@sse.com.cn

上海证券交易所

主	编	朱从玖		
副	主	编	方星海	胡汝银
编	委	施东晖	刘 逖	傅 浩
		卢文莹	王风华	张卫东
本辑执行主编		周勤业	陆文山	

目 录

上市公司资产重组与股份转让若干法律问题研究	1
华堂律师事务所课题组	
证券交易所管理市场职能的法律性质研究	29
北京大学光华管理学院——上海证券有限责任公司联合课题组	
证券纠纷仲裁方案设计	55
证券纠纷仲裁制度方案设计课题组	
证券纠纷集团诉讼制度研究	77
上海市第一中级人民法院课题组	
上市公司重整法律制度研究	101
申银万国证券股份有限公司课题组	
证券违法行为处罚制度研究	123
证券违法行为处罚制度研究课题组	
独立董事制度研究：以权利、义务和责任为中心	143
海通证券研究所——德恒上海律师事务所联合课题组	
上市公司退市法律问题研究	167
华东政法学院课题组	
上市公司收购法律制度若干问题研究	191
德恒律师事务所——海通证券研究所联合课题组	
外资介入上市公司并购的法律问题研究	213
华东政法学院公司法研究所——上海海华永泰律师事务所联合课题组	
上市公司管理层收购的法律问题研究	235

广东正信和律师事务所课题组

上市公司董事责任与处罚 257

中国政法大学——新疆证券有限公司联合课题组

上市公司资产重组与股份转让 若干法律问题研究^{*}

华堂律师事务所课题组

1	对资产重组概念的研究	2
1.1	资产重组概念泛化的原因探析	2
1.2	境外成熟市场有关资产重组的概念	3
1.3	对上市公司资产重组涵义的整合	3
2	股权委托管理的法律问题研究	5
2.1	股权委托管理行为法律困境分析	6
2.2	股权委托管理行为的法律定性	9
2.3	股权委托管理行为的规制途径——表决权信托方式	9
3	上市公司协议收购中的非流通股股东权益保护问题研究	11
3.1	非流通股股东的法律地位分析	12
3.2	协议收购对其他非流通股股东的影响分析	13
3.3	协议收购中控股溢价分析	14
3.4	非流通股股东权益保护的法律对策	15
4	关联重组中的法律问题研究	16
4.1	关联重组的表现形式	16
4.2	关联重组的弊端和原因分析	17
4.3	各国对关联重组法律规制的分析	18
4.4	我国立法规制关联重组行为的侧重点	20
5	上市公司董事会反收购行为法律问题研究	20
5.1	董事会的反收购措施	21
5.2	对董事会反收购行为的法理分析	22
5.3	国外对董事会反收购措施的规制模式	23
5.4	限制董事会反收购行为——我国的选择	25

• 课题主持人：李相启

课题研究与协调人：上海证券交易所 郭洪俊、程建宏

课题研究员：肖金明、孙广亮、柳磊、倪浩嫣、张鹏、吴建中

随着我国证券市场的日益发展,上市公司资产重组逐渐成为优化资源配置的重要途径。由于资产重组历史不长,因此实践中遇到的法律问题疑问和难题较多,直接影响到资产重组的运作方式及效果。本课题选择中国上市公司资产重组中出现的五个法律问题进行分析研究,分别是上市公司资产重组概念,股权委托管理的法律问题,协议转让中其他非流通股股东的保护问题,关联重组的法律规制问题,上市公司董事会反收购措施的限制问题,力图提出完善相关法律制度的建议。

1 对资产重组概念的研究

1993年9月开始的深宝安通过二级市场举牌收购延中实业事件虽然是新中国证券史上第一例成功的上市公司并购案,以现在的眼光看是一桩“重组”题材的经典演绎,但当时人们普遍称之为上市公司收购,并未因此催生“资产重组”的概念。资产重组一词在我国最早出现于1995年^①,随后风靡中国证券市场,它有时是化腐生肌的灵丹妙药,点石成金的魔棒,有时是欺世盗名、偷天换日的遮羞布,人们只是不假思索地使用这个词,泛指所有与上市公司收购、兼并相关的经济活动。目前,市场上所用的“资产重组”的概念已被市场约定俗成为一个边界模糊、表述一切与上市公司重大非经营性或非正常性变化的总称^②。我们姑且称之为对资产重组概念的泛化。资产重组概念的泛化,使得我们难以准确地描述资产重组现象,难以精确地统计资产重组事件,难以正确地评估资产重组行为。

1.1 资产重组概念泛化的原因探析

1.1.1 对资产概念的泛化

资产是一个会计实务领域的概念,狭义上的资产是企业资产负债表中的资产,包括流动资产、长期投资、固定资产、无形资产、递延资产和其他资产。从法律意义上说,资产是企业拥有或者控制的能以货币计量的经济资源,包括各种财产、债权和其他权利(《企业会计准则》第三章第22条)。资产与企业的关系以拥有或者控制为标志。拥有或者控制是企业对资产享有权利的标志。拥有是享有财产使用权和财产所有权的标志;控制是享有财产使用权的标志。既不拥有,也不控制的各种财产、债权和其他权利,不能作为企业的资产。资产要能以货币计量,不能以货币计量的经济资源不是资产。

目前专家学者、业内人士、社会公众及媒体所广泛提及的资产重组中的“资产”的涵义则远远超出了上述内容,它泛指一切可以利用并为企业带来收益的资源,其中不仅包括了企业的经济资源,也包括了人力资源和组织资源(即企业的管理结构和制度结构)。但是,人力资源与组织资源只是一种资本要素和制度安排,而不是企业拥有和控制的财产和权利,也不能以货币计量。把人力资源和组织资源称作“资产”,更多情况下是一种形象的比喻,尽管在资产重组中往往导致人力资源的重新配置和企业管理结构和制度结构的变迁,但他们只是资产重组伴生的重要现象,不能仅仅因为资产重组导致了这样的结果就将其列为资产的概念范畴。把资产的概念大而化之也使得资产重组的概念随之无限扩大甚至走形,如果人力资源是资产的话,把大规模的人员调整当作资产重组的一部分,那么上市公司聘用经理人员的行为算不算资产重组?如果组织资源是资产的话,把公司内部机构的调整当作资产重组的内容,那么上市公司引入独立董事算不算资产重组?两者之间只有量的差别,而没有质的区别。

1.1.2 国内有关资产重组的规定语焉不详

国内有关资产重组的涵义并不统一。就我国现行的法律法规而言,没有专门的关于资

① 洪银兴:《资本市场:结构调整和资产重组》,中国人民大学出版社2002年版,第110页。

② 伐木人:“资产重组的深层次思考”,载《中国证券报》1999年1月11日,第8版。

产重组的法规,但是在中国证监会、财政部、国家税务总局等部门发布的法规或规范性文件中对资产重组的有关问题有所涉及。但并未涉及资产重组的概念,均着眼于存在交易行为的企业外部重组,从不同的角度对资产重组的方式进行规范,使用的名称极不统一,随意性较大,列举的方式也不周全,关于所涉及资产的量的规定也不明确甚至有些混乱,这些都为资产重组概念的泛化敞开了较大的口子。

1.1.3 对资产重组层次的混淆

资产重组可以发生在宏观、中观和微观三个不同的层次。宏观层次上的资产重组就是在全社会范围内进行的资产重组,十五届三中全会提出的对国有企业实施战略性改组,就是需要对整个国有存量资产进行流动和重组。中观层次上的资产重组就是某一地区、某一行业内部的资产重组。微观层次上的资产重组就是企业内和企业之间的资产重组,它是前两个层次的基础,上市公司的资产重组就是微观层次上的资产重组。

实践中人们提到资产重组的时候,它的语义往往在三个层次间飘忽、游走,将三个层次混为一谈,不能确切地肯定是指什么范围内的重组,这也导致资产重组概念的泛化。

1.2 境外成熟市场有关资产重组的概念

在以私人企业为广泛基础的西方市场经济国家,资产重组集中表现在企业层面的兼并和收购,翻开西方经济管理词典和相关文献,我们难以发现“资产重组”或“资本运营”等词汇。国外和香港地区与资产重组相关的概念是 M&A,这是一个内涵十分丰富的概念,主要包括:

Merger: 物体之间或权利之间的融合或相互吸收,通常融合或相互吸收的一方面在价值或重要性上要弱于另一方,融合或吸收之后较不重要的一方不再独立存在。香港《公司收购与合并守则》中文本将 Merger 译为“合并”。

Acquisition: 获取特定财产所有权的行为,通过该项行为,一方取得或获得某项财产,尤指通过任何方式获取的实质上的所有权,译为“收购”。

Consolidation: 合并行为或合并后的状态,指两个或两个以上的公司合并为一个新设立的公司,即 A 公司与 B 公司合并成为 C 公司,也译为“合并或联合”。

Take Over: 取得控制权或经营权——并不限于绝对的财产权利的转移。香港《公司收购与合并守则》中文本将 Take Over 也译为“收购”。

Tender Offer: 公开收购要约或标购,指一个公司向另一个公司的股东提出购买他们所持有的该公司股份的要约。这种要约有时会附有要约人所能接受的股份最高与最低价格,通常以报纸广告的形式或以统一邮件的形式向该公司的所有股东发出。标购的目的在于获取后一公司的控制权。在该公司抵制收购的情况下,这种标购也常用于夺取该公司的经营权。

Amalgamation: 不同种类间,或不同因素、团体、协会、联盟或公司间的联合,以形成一个同质的整体或体系。

由此看出,作为企业并购的资产重组已成为西方市场经济国家由来已久、通常出现的一种经济现象。就我国目前的情况而言,企业并购和资产重组还是两个不能完全重叠的概念,前者强调企业之间的资产重组,后者还包括企业内部的结构调整。

1.3 对上市公司资产重组涵义的整合

1.3.1 资产重组的主体

资产重组的主体是资产的拥有者、控制者或渴望拥有者、控制者,如(1)上市公司,在上市公司内部进行资产结构调整、重新配置的活动中,上市公司自身是此类资产重组的惟一主体。(2)股东,在股权转让、并购的活动中,上市公司的股东和受让方或收购方共同构成资产重组的主体;在与上市公司之间进行的资产交易活动中,上市公司的股东和上市公司共同构

成资产重组的主体。(3)收购人,任何情况下都是资产重组的主体。(4)债权人,在特定情况下,债权人可能成为资产重组的主体,如在上市公司股份回购、剥离资产、合并、分立等情况下,在实施债务重组的情况下,等等。(5)政府,作为国有资产的代表的時候,政府是资产重组的主体。

有些机构虽然能对资产重组行为和效果起到重要影响,但它对资产重组中的资产不拥有所有权或控制权,所以不能当作资产重组的主体,如法院或仲裁机构,政府以社会管理者的身份出现的时候,参与资产重组的中介机构等等。

1.3.2 资产重组的客体

资产重组的客体是指资产重组行为所作用的对象,即资产。

资产是产权的载体,资产的本质是产权,产权是财产权在经济学上的习惯用法。现代产权理论认为,产权是“一组”权利,经常以复数形式出现,具体包括财产的使用权、收益权、转让权,当这些权利集为一身时,就是完全的产权或相当于所有权,产权的具体内容就是设在资产上的权利。

我们认为,作为上市公司资产重组客体的资产,在上市公司收购层面上是指上市公司股东所持有或控制的上市公司的股权,在上市公司资产重组层面上是指上市公司资产负债表上因重组活动而发生变化的资产。

1.3.3 资产重组的内容

资产重组就是资产的拥有者、控制者对资产的分布状态进行新的组合、调整、配置的过程,或对设在资产上的权利进行处置的过程。由此可以把资产重组分为基本的两种类型,即资产结构的重组和资产权利的重组,前者因发生在公司内部,也叫内部重组,后者因存在交易的对方,资产重组行为发生在多个主体之间,所以也可称外部重组。

内部重组因为只是对资产的物理分布进行调整,不与外部发生关系,更多地体现为上市公司自身内部的行为,法律、法规一般也不从外部对其施加影响。至于上市公司内部人力资源和组织资源的重组,因为重组的客体并不是资产,所以不能称之为资产重组。

只有资产权利的重组即外部重组才是最为狭义的资产重组,所以说,上市公司资产重组的概念从法律上来讲包含以下内容:必须有两个或两个以上的权利主体参与;权利主体的资产之间发生交换或者转移行为,资产上的权利被实质性地重新设定和组合;重组行为所涉及的资产必须达到一个最低的比例或数量,能够导致当事人承担报告、披露等义务。这个最低的比例或数量,涉及股权的,以《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》规定的“上市公司已发行的股份的百分之五”为宜。涉及资产的,以两个证券交易所上市规则所规定的收购或出售资产总额或交易金额占上市公司最近一次经审计的总资产或净资产总额10%以上;或收购、出售资产相关的净利润或亏损的绝对值占上市公司最近经审计的净利润或亏损绝对值10%以上,且绝对金额在100万元以上的为宜。

1.3.4 资产重组的方式

基于不同的经济目标与法律环境,各国的投资银行家和律师设计出了丰富多彩的购并重组方式,比较典型的包括分拆、割股上市、协议收购、招标收购、委托书收购、管理层收购、杠杆收购、股份回购、吸收合并、资产剥离、资产置换等。这些方式已大多在我国证券市场上付诸实践。

我们可以把资产重组方式主要分为股权类重组和资产类重组^①两类,股权类重组包括协议转让、要约收购、合并、分立、司法裁决、公开拍卖、股权托管、股份回购、其他非交易过户等方式;资产类重组包括资产的收购、出售、剥离、资产置换、托管经营、资产赠与、债务豁免

^① 在这里,为了表述的方便,资产的概念比前面有所收缩,把股权分离出来。

等方式。股权类重组基本是公司购并层面的重组,和境外资产重组的方式是一致的。资产类重组是比较有中国特色的重组方式。一般情况下,在一个完整的资产重组案例中,股权类重组是资产类重组的前奏。

综上所述,我们认为,应该完善相关立法,并做好法律、法规之间的衔接工作,统一资产重组的概念,明确其实质内容,并借鉴国外关于收购、兼并的概念、涵义,把上市公司资产重组的主体、客体、内容、方式予以限定,同时,加强监管措施,打击“虚假重组”和“报表重组”。上市公司资产重组的概念应限定在,指上市公司投资者对持有或控制的上市公司股份进行处分并至少履行《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》规定的相关义务的行为,上市公司与交易相对人进行资产交易或对设在资产上的权利进行重新设定并至少履行证券交易所上市规则规定的相关义务的行为。

2 股权委托管理的法律问题研究^①

自2000年下半年以来,财政部基本停止了对国有股股权向民营机构转让事项的审批,国有主体之间的股权转让审批节奏也明显放慢,股权委托管理的案例骤增,齐鲁软件(后更名为浪潮软件)、济南百货、ST化机、PT闽东、ST康赛、美亚股份、东百集团等重组中的国有股转让纷纷采取这种办法,2001年4月,更是出现了宁夏恒力钢铁集团有限公司关于公开征集宁夏恒力钢丝绳股份有限公司股权转让(受托管理)人的惊人之举。2001年4月发生的东盛集团受托管理中国光大集团(总公司)所持有的丽珠集团国有法人股的案例,甚至已经没有了转让的目的,看起来好像只是为托管而托管^②。当然,选择股权委托管理的方式进行收购有时也有战略投资者的策略原因。战略投资者通过股权托管提前介入上市公司管理,可以降低调查成本,就像“试婚”,一旦认为不合适可以方便地退出。最主要的是可以提前进行各种整合,做好实质性重组的各项准备工作。如西南药业的收购方太极集团就是先期取得了股权的委托管理权,为新股东与上市公司的资产整合争取了时间,为其可持续发展打下良好基础。选择股权委托管理还有一种情况是拟转让的股份权利存在瑕疵,因为转让方拟转让的股份存在限制转让的情形,在限制转让的情形消除以前,受让方先通过股权委托管理的方式介入上市公司的经营管理。如康赛实业持有的康赛集团的股权暂处于质押或冻结状态,受让方珠海天华同意大股东康赛实业在该部分股权解质或解冻后逐步过户给珠海天华,在股权过户未完成期间,康赛实业同意将该部分股权委托珠海天华管理。

股权委托管理虽然在一定程度上突破了国有股转让的限制,成为资产重组中的一个创新之举,但是在具体操作中,股权委托管理协议当事人双方是根据《民法通则》和《合同法》的规定订立的委托合约,所体现的是委托代理关系,实践中证明这件“外衣”明显不合身,存在很多障碍和漏洞。

^① 在研究和分析股权委托管理行为中的法律问题的时候,本部分主要考察了四个案例,分别是济南市国资局将持有的部分济南百货的国有股份的权利委托给华建电子行使,中国光大(集团)总公司将持有的丽珠集团的国有法人股的权利委托给东盛集团行使,华通集团将持有的湖北车桥的全部国有法人股的权利分别委托给北京嘉利恒德房地产开发有限公司和坦博风险投资有限公司行使,麦科特集团将持有的部分麦科特广电股份有限公司的国有法人股权利委托给上海北大青鸟企业发展有限公司行使。

^② 2002年4月22日,中国光大(集团)总公司发布公告,称于2002年4月12日与西安东盛集团有限公司签订了《股权托管协议》,将所持丽珠集团12.73%的国有法人股托管给东盛集团。东盛集团对托管股权行使托管权利直至双方一致商议终止本托管事项之日终止。托管的目的是维护国有资产的利益,维护投资者的权益,增进股东之间、股东与公司及公司管理层和员工的联系和协作。该托管没有股权转让前提。

2.1 股权委托管理行为法律困境分析

2.1.1 委托代理合同本身具有相当的不稳定性,对双方当事人保护力较弱

在委托代理关系中,被代理人取消委托或者代理人辞去委托,都是单方民事法律行为,无需征得对方同意即发生法律效力,代理即告终止。《合同法》第410条规定:“委托人或者受托人可以随时解除委托合同”。在股权托管合同中,合同双方当事人均享有任意终止权,这就使得股权托管对双方的约束力有限,期间存在很多不确定因素,任何一方都可能中途退出。在济南百货重组中这种现象表现得比较突出。2001年4月29日,济南市国资局与华建电子签署《股权委托管理协议》,济南市国资局将持有的济南百货32 162 245股国家股的股权委托给华建电子行使,托管期限自签署当日至该股份实现过户为止,委托华建电子行使的权利是除该等股份的处置权和收益权以外的一切其他股东权利,包括但不限于出席或委托代理人出席股东大会权、投票表决权、质询查询权、提案权等。但事实上,华建电子并未真正亲自有效行使过该等受托权利。在2001年5月22日召开的济南百货2001年度股东大会上,济南市国资局亲自出席并行使全部国家股股权的表决权,事实上撤销了对华建电子的委托,终止了一年前签订的股权委托管理协议。这一切都是在幕后进行的,股权委托管理协议是为何终止以及如何终止的,双方讳莫如深,并不像当初签订委托管理协议时那样大张旗鼓地公之于众,这虽然是双方合意的结果,但难保不存在哑巴吃黄连的一方。

2.1.2 代理人按照自己的意志行使权利的事实与委托代理关系中代理人须按照委托人的意志行事的原理存在矛盾之处

《民法通则》第64条第2款规定:“委托代理人按照被代理人的委托行使代理权”。《合同法》第399条规定:“受托人应当按照委托人的指示处理委托事务”。在委托代理关系中,代理人(受托人)以被代理人(委托人)的名义实施民事法律行为,被代理人对代理人的代理行为承担民事责任,这就要求代理人在从代理活动的过程中要体现被代理人的意思,按照被代理人的指示行事。但是在股权委托行为中,委托方一般都是对受托方概括性授权,默示或明示由受托方按照自己的意志行使权利^①。这种放任性授权已经突破了民法与合同法意义上对代理关系和委托合同的规定,直接影响委托代理关系的合法性与委托合同的法律效力。

2.1.3 存在多个受托人或托管部分股权的情况下,表决权的行使有难以自圆其说的障碍

在我们考察的几个股权委托管理的案例中,多数都有股权转让的前提,转让方和受让方为了规避30%的要约收购点,要么是只转让接近30%的部分股份,要么是转让方将所持有的上市公司的全部股份分别转让给多个受让人,当然,多个受让人之间没有关联关系,也没有证据证明它们是一致行动人或采取过一致行动。作为股权转让前的“热身”,股权委托管理也作了同样的处理,于是出现了同一股东的表决权被分割行使的情形。股东不论是法人或是自然人,应该是一个理性的“人”,行使作为一个股东的权利的时候,他的意思是明确的、单一的,不能是混乱的、矛盾的。对股东大会的某一项提案,在行使表决权的时候,要么是赞成,要么是反对,要么是弃权,不能以一部分股份投赞成票,以一部分股份投反对票或弃权票。在部分托管的情况下,如所有的委托管理协议默示或明示的,受托人可以按照自己的意志行使表决权,委托人持有的那部分股份如何行使表决权就成了问题。如果做出和受托人

^① 济南市国资局与华建电子的《股权委托管理协议》规定:华建电子有权根据《公司法》、本公司章程及《股权委托协议》的有关规定行使除该等股份(受托管理的股份——笔者注)的处置权和收益权外的一切其他股东权利,包括但不限于出席或委托代理人出席股东大会权、投票表决权、质询查询权、提案权等。华建电子可依其自身的意志行使有关股东权利。——《山东济南百货大楼(集团)股份有限公司提示性公告》,载2001年5月8日《上海证券报》;麦科特集团与上海北大青鸟企业发展有限公司的《股权托管协议书》规定:乙方(指受托方——笔者注)依照受托管理的股份额按自己的意思行使表决权。——《麦科特光电股份有限公司关于股权转让和股权托管的提示性公告》,载2002年7月25日《中国证券报》。

同样的意思表示,那是谁的意志?如果是委托人的意志,委托管理合同就成了多余;如果是受托人的意志,谁是谁的代理人就成了问题。如果做出和受托人不一样的意思表示,那岂不是直接否定了所谓的委托管理协议。在存在多个受托人的情况下,如所有的委托管理协议默示或明示的,每个受托人都可以按照自己的意志行使表决权,如果各受托人之间没有关联关系,也没有一致行动的约定,他们各自必然有不同的利益和目标,这种不同的利益和目标也必然会体现在对表决权的行使结果上。如果他们对同一表决事项恰好做出同样的意思表示,我们可以假定它们代表了委托人的意志,但这种可能性远不如各自针锋相对的可能性大。如果各自的意思表示不同,且不论谁背叛了委托人的问题,我们只需问一问,这种错乱的意思表示是否有效,因为不管有几个受托人,股东只是委托人一人。

《股份有限公司国有股权管理暂行办法》第22条规定,明确为某一持股单位持有的国有股股权,不得分割为若干部分委派一个以上的股东代理人分别行使。这个规定更是给多数国有股股权委托管理中受托方权利的行使造成了不可逾越的政策障碍。

2.1.4 托管费用的含糊其辞使得股权委托管理行为的法律定性更加模糊

《合同法》并不禁止无偿的委托合同,但是“价款或者酬金”也是《合同法》规定的书面合同的法定条款之一,也即是说,即便无偿的委托合同,也应在“价款或者酬金”条款项下明确约定。在几乎所有的股权委托管理协议里都回避了受托人的报酬问题。中国光大(集团)总公司与东盛集团的托管协议竟然约定受托方向委托方交付巨额托管风险抵押金,如果真的把它当作委托代理行为的话,这真是匪夷所思的本末倒置的怪事。在济南市国资局与华建电子的托管协议里虽然约定受托股权派生的股息红利作为华建电子行使该等股权的报酬和费用,但是这与济南市国资局保留受托股份的收益权的约定明显矛盾。在诸多委托管理协议里,都约定由受托方充分享有受托股份对应的所有股东权利,包括收益权。也许双方都心照不宣地认为或者可以解释,收益权就是代理的报酬,但是,若基于一个真正的委托合同,根据《合同法》第404条的规定,受托人处理委托事务取得的财产,应当转交给委托人。这就意味着无论受托方如何“充分”享有受托股份的收益权,他也既不可能真正拥有收益权,也不可能以收益权作为代理的报酬。在委托代理关系中,收益权是不能委托他人享有的,《股份有限公司国有股权管理暂行办法》第25条规定“国有法人股股利由国有法人单位依法收取。”这也意味着股票的收益权也是不能委托他人行使的。之所以出现这么多没有对价的股权委托管理协议,根本的原因是绝大多数的股权委托协议只不过是股权转让协定的一个不得已的“副产品”,受托人已经以股权受让人的身份支付了拟受让股权的对价,接下来几乎是以所有者的身份行使股东权利。代理都当得不真,报酬问题更无从谈起,由此可以看出所谓的股权委托管理合同的虚伪和虚假。

2.1.5 股权委托管理行为的委托双方以及第三人——上市公司的利益都处于风险之中

代理的概念涉及代理人、被代理人和第三人,任何代理都存在一个三边关系:代理人与被代理人之间的代理与被代理关系,代理人与第三人之间的实施民事法律行为关系,被代理人与第三人之间的民事权利义务承受关系。三边关系实际涉及两个民事法律关系,一是代理人与被代理人的内部民事法律关系,一是被代理人与第三人的外部民事法律关系。在股权委托管理合同中同样也存在这么一个三边关系:股权托管方、受托方和上市公司,由于实践中股权委托管理合同的缺陷,其中涉及的民事法律关系远较一般的委托代理复杂。受托方可以按照自己的意志行使权利,使得委托方实际上退出了这个三边游戏,三方简化为两方,委托人与受托人的内部法律关系,委托人与上市公司的外部法律关系都变得模糊不清,受托人与上市公司的关系得到了强化。实践中大量的股权委托管理合约极大地歪曲了委托代理关系的本来含义,也给当事人各方的利益都带来极大的风险。

对委托方来讲,因为委托合同的存在,无论如何都无法推卸他对第三人的责任,如果受托人在托管期间造成第三方利益损失,第三人完全能够追索到委托方。在正当的委托代理行为中,这是正常的,也是委托人可以预见的后果,因为受托人是以委托人的名义,根据委托人的指令与第三人发生关系,由此导致的法律后果当然由委托人承担。但在目前多数股权委托管理行为中,受托人被授权依照自身的意志,从维护自身的利益出发来行使对第三人——上市公司的权利,由此导致的法律后果却要委托方直接或者连带承担,对委托方来讲,为非因自己的意志,非为自己的利益而产生的法律后果——多数情况下是不利后果“买单”,多少是有些冤枉的。

对受托方来讲,这个委托代理关系是极不稳定的,一方面他要面对委托方随时终止委托合同的风险;另一方面,他还要面对委托合同被意外终止的风险,如因为委托人不能偿还到期债务,其所持有的上市公司的股权被司法冻结和强制转让;再一方面,他还要面对委托合同“无疾而终”的风险,在多数以股权转让为前提的股权委托管理行为中,托管期限都是不明确的,一般约定为“托管日至完成股权转让,实现股份过户为止”,这是建立在股权转让一定能够获得批准的乐观的假定基础之上的,但是如果事与愿违,股权转让的申请被否决,情况又会怎样呢?恐怕这所谓的委托管理也必然会无疾而终。一旦出现上述情况,如果受托人在托管期间过于乐观和“投入”,为拯救上市公司的财务危机或改善上市公司资产质量,与上市公司进行了大量司空见惯的“自我牺牲”式的资产重组,那么他的这些努力八成要付诸东流,也难免不出现各种纠纷。当然,受托方的实际控制人地位可以使他方便地规避这种风险,或者把风险转嫁到第三人上市公司身上。

对第三人——上市公司来讲,在股权转让或委托管理的安排中,它更像是旧时一个必须遵从父母之命的待嫁的姑娘,对自己的命运没有自主权和选择权,不管是“嫁人”还是做“童养媳”,不管对方是如意郎还是中山狼,它只有认命的份儿。在目前发生的股权委托管理行为中,上市公司的利益只是在个别委托合同中得到象征性的关照,如“受托人有义务本着合法及勤勉尽责的原则行使和管理受托股权”,“受托人应尽到善良管理人之注意义务”^①。在绝大多数的股权委托管理行为中,受托人获得股权代理权的同时,也获得了对上市公司的实际控制权,根据委托合约和资本多数决的原则,受托人拥有了对上市公司的最广泛的权力,从控制股东大会到控制董事会和经理层,它可以操纵上市公司的一切事务,只要它愿意。在这个畸形的合约中,受托人对委托人没有义务,它的权力没有制约;受托人对第三人——上市公司几乎没有义务,它的权力没有风险。在这种情况下,上市公司的资产负债表成了不设防的城市,有谁能阻止受托人利用自己的实际控制人地位通过所谓的资产重组来盘剥上市公司呢?虽然我们值得庆幸的是这种现象还没有发生,或者准确地说还没有暴露,但因为机制的存在,注定了这种现象的不可避免^②。

① 见“中国光大(集团)总公司关于托管丽珠医药集团股份有限公司国有法人股股权的公告”,载2002年4月22日《上海证券报》。

② 麦科特集团与上海北大青鸟的股权托管行为引起了广州证管办的关注,经对有关文件进行审核,广州证管办注意到,麦科特集团与北大青鸟签订的股权托管协议不尽完善,对委托方和受托方的权利、义务的规定不完全对等,未明确委托方在托管期间负有对受托方行为关注、监督和及时制止受托方不恰当行为的权利义务,这一漏洞容易造成受托方一旦不当行使对上市公司的控制权而难以追究相应责任的情况,引发公司风险。针对上述问题,广州证管办及时向麦科特公司所在地惠州市政府有关负责人作了通报,提请该市政府予以重视,注意规范麦科特股权转让和托管行为。此后惠州市政府经过认真研究、协调,麦科特集团于8月7日与北大青鸟解除了此前双方签订的《股权托管协议》,从而避免了北大青鸟在股权托管期间侵害麦科特公司利益的可能。这在一定程度上反映了监管部门的担忧。——据广州证管办《监管工作信息》,见中国证监会内部网2002年9月5日“最新部室公告”。

综上所述,委托代理合同这件“外衣”已经罩不住股权委托管理这个无拘无束的“躯体”了,股权委托管理的内容和方式已远远超出了委托代理的范畴。在委托代理的关系下,各方当事人的利益都会面临风险,尤其是上市公司的利益被侵害的风险更大,受托方利用自己的实际控制人地位通过资产重组的方式掏空上市公司资产、占用上市公司资金易如反掌。对越来越多的股权委托管理现象应引起有关部门的关注并加以规制。

2.2 股权委托管理行为的法律定性

股权是股东权或者股东权益的简称,泛指公司给予股东的各种权益或者所有的权利,具体的是指股东基于股东资格而享有的从公司获取经济利益并参与公司管理的权利。股东权包括股东与财产有关的各种权益和企业内部经营管理的各种权益,是集财产与经营两种权利于一体的一种综合性的新型的独立的权利形态。

按照股东行使权利的目的不同,可以将股东权利分为自益权和共益权,这也是公司法理论对股东权最基本的分类。自益权是指股东以从公司获取经济利益为目的的权利或者股东以自己的利益为目的而行使的权利。自益权包括:股利分配请求权、剩余财产分配请求权、新股认购优先权、股份买取请求权、股份转换请求权、股份转让权、股票交付请求权、股东名义更换请求权和无记名股份向记名股份的转换请求权等。共益权是指,股东以参与公司的经营为目的的权利或者股东为自己利益的同时兼为公司利益而行使的权利,共益权包括:表决权、代表诉讼提起权、股东大会召集请求权和召集权、提案权、质询权、股东大会决议撤销诉权、股东大会决议无效确认诉权、累积投票权、新股发行停止请求权、新股发行无效诉权、公司设立无效诉权、公司合并无效诉权、会计档查阅权、会计账簿查阅权、检查入选人请求权、董事监事和清算人解任请求权、董事会违法行为制止请求权、公司解散请求和公司重整请求权等等。前者主要是财产权,后者主要是参与公司经营管理的权利。

在股权委托管理契约中,委托人只是对处置权、收益权等自益权有所保留,而无一例外地都把共益权则全部许可给受托人行使。我们前面已分析到,对于股权的两种权能,自益权,包括收益权是无法委托他人行使的,只有共益权才能成为委托的标的。事实上,也只有共益权才是受托人真正在乎的,对受托人而言,通过共益权的行使,主要是行使出席或委托代理人出席股东大会权、投票表决权、提案权等,根据资本多数决的原则,获得了对上市公司全部的实际控制权。这项权利虽然似乎是派生的,但却是最重要的一种权利,正是这项权利才使得共益权有了实际的意义。如果我们不考虑股权委托管理的变相转让因素,假定那些掩耳盗铃般的股权委托管理协议所强加给我们的暗示成立,即委托方授权受托方以自己的意志行使受托权利,受托人的意志就是委托人的意志,那么股权委托管理行为更接近于信托行为。在股权委托管理的状态下,股权所包含的两项基本权能——自益权和共益权已经分离,共益权已经事实上转移到受托人手中;根据托管协议,受托人最大限度地依照自己的意志行使共益权,这是建立在委托人对他的充分信任的基础或者说假设上的。《中华人民共和国信托法》第二条对信托的定义是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。可以说股权委托管理行为是更接近信托法对信托的定义的,与民法对委托代理的定义貌似神离。

2.3 股权委托管理行为的规制途径——表决权信托方式

从发生的股权委托管理案例分析,绝大多数是发生在国有股的转让过程中,其中最主要的原因是规避国有股转让的繁琐而漫长的审批程序。这似乎同时给我们提供了解决股权委托管理本身以及可能造成的麻烦的答案,那就是重启国有股转让的大门,并且简化审批手续和环节,缩短转让实现的时间。但情况不会这么简单,我国现行的国有股权管理制度自有它深层次的产生背景和存在理由,我们不能肯定对该制度的改革是否能够改到不需要审批的