

暨南金融文库

WOGUO SHANGSHI GONGSI GUQUAN TUOGUAN
YU GONGSI KONGZHI YANJIU

我国上市公司股权托管 与 公司控制研究

刘东辉 著



中国金融出版社

F279.2
L602

暨南金融文库

本书为教育部优秀博士论文专项基金项目(200403)、广东省普通高校人文社科重点研究基地创新团队项目“中小股东权益保护体系研究——基于内部治理与外部治理结合的视角”(08JDTDXM79003)和暨南大学人才引进项目“基于公司治理结构的中國股市投资者保护问题研究”的研究成果。

我国上市公司股权托管 与公司控制研究

刘东辉 著

F279.2

L602



中国金融出版社

策划编辑：王杰华

责任编辑：戴早红

责任校对：张志文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司股权托管与公司控制研究 (Woguo Shangshi Gongsi Guquan Tuoguan yu Gongsi Kongzhi Yanjiu) / 刘东辉著. —北京：中国金融出版社，2009. 8

(暨南金融文库)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5141 - 0

I. 我… II. 刘… III. ①上市公司—股权—管理—研究—中国②上市公司—公司管理—研究—中国 IV. F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 118380 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 170 毫米 × 228 毫米

印张 14

字数 210 千

版次 2009 年 8 月第 1 版

印次 2009 年 8 月第 1 次印刷

印数 1—1590

定价 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5141 - 0/F. 4701

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



暨南大学金融研究所和
金融系经费资助

序

金融作为现代经济运行的神经中枢，其体系结构及运行质量对一国经济发展和居民生活的影响越来越重要。相应地，金融学作为经济学科桂冠上一颗最耀眼的明珠，已经成为上至国家领袖、下至平民百姓的必修课程。

中国在迈向市场经济的进程中，面临着经济体制的转轨和发展模式的转型，金融体制的改革与发展成为这个过程中重要的核心环节。这既需要我们认识并顺应经济系统和金融体系的演进理性，又需要决策者的调控与规制建设。全方位、多层次的问题摆在我们面前，其广度，其深度，其复杂性，远比发达经济体成长过程中所经历的要深刻。

成立于1906年的暨南大学是中国最高华侨学府。始有暨大，便有商科。1918年，应南洋华侨的需要，暨南大学开设商科。马寅初、王亚南等经济学家曾先后执教于此。1958年暨南大学在广州重建，汇集蔡馥生、赵元浩、黄德鸿、张元元等一批在经济学和金融学界颇有名望的专家学者。

伴随着中国的改革开放，依托地缘优势和侨校优势，暨南大学的金融学科不断成长、不断壮大。暨南大学金融学科点历史悠久，其前身是1925年创办的银行理财学。1978年暨南大学复办后即受香港中国银行集团委托在国内率先开办了国际金融专业，并于1979年开始招收本科生，此后又陆续设置货币银行学专业、证券投资学专业、保险学专业，1998年根据教育部的统一要求并



称为金融学专业。1983 年开始招收硕士研究生，1998 年获博士学位授予权，1999 年开始接受博士后进站科研人员，2003 ~ 2006 年连续被评为广东省重点学科，2003 年成为广东省名牌专业，货币银行学课程和国际金融学课程先后于 2003 年和 2006 年被评为广东省精品课程，2005 年校金融研究所被评为广东省人文社科重点研究基地，2007 年被评为国家重点学科，为学校金融学科的进一步发展提供了新的、更高的平台。暨南大学金融学科点自建立以来，始终全面贯彻党的教育方针，坚持“从严治校，从严治教，从严治学”的办学思想，从侨校的特色出发，不断深化科研与教学改革，在科研管理、课程体系、教学管理、教学手段等方面为造就适应经济发展的高素质金融人才进行了有益的探索。经过二十多年的建设和发展，本学科在学术队伍、科学研究、人才培养、学术交流、为政府决策提供咨询服务、为地方经济及企业发展提供服务等各方面都取得了显著成就，学术水平和研究成果在全国有着重要影响，在全国金融学科中具有较强的影响力，在华南居于领先地位，被《金融时报》誉为“华南地区金融教学科研的一个重要重要基地”。

金融学在近三十年来发展迅猛，正在形成宏观金融理论和微观金融理论并行发展的趋势。一方面，金融的宏观问题或宏观金融问题越来越复杂，传统的金融基础理论可能面临着深刻的挑战，需要重新思考和研究这些基础性理论。具体到我国金融学当前的发展，存在如下一些重要研究方向：比如以规范研究与实证研究相结合，研究我国货币政策问题，包括货币政策的目标、货币政策传导机制、货币政策效应等；研究我国实体经济与金融市场发展是否协调，金融市场、金融技术的发展如何促进或制约实体经济的发展，从而为金融市场假设提供政策决策支持。

另一方面，金融研究越来越呈现出微观化的趋势。具体到我国金融学当前的发展，存在如下一些重要研究方向：例如，从制

度缺陷入手研究投资学和金融资产定价问题；从金融制度层面研究金融机构的成本、效率和风险问题，进行制度创新；又例如，法和金融结合的研究，使得金融体系的形成与发展具有突破性进展，深化了金融学研究的内涵，拓展了金融学研究的外延等。也就是研究新兴市场的理论，将心理学、社会学、法学等多学科的研究成果纳入金融学的研究框架中，从而形成新的金融理论。相关研究在国内尚处于起步阶段，还需要结合中国经济金融发展的实际，深入地进行大量的基础理论和实证研究。

与此同时，从金融学研究方法的发展趋势来看，呈现出数理分析化和交叉性两大主要趋势。数理分析化趋势以理工领域的最新发展很快应用到金融领域为标志；交叉性趋势则以制度分析、行为分析和心理分析在金融领域的广泛应用为标志。另外，工程与实验方法也被引入金融学，金融工程与金融实验得以快速发展。

暨南大学金融学人在全方位、多层次地研究与探索。为了记录暨南人把握时代机遇、迎接现实挑战的努力与汗水，为了反映暨南园金融学科的建设水平，为了记录暨南人面对改革与发展所展现的经济学智慧、创新意识与开拓精神，为了反映暨南园对我国经济金融发展、粤港澳经济金融繁荣所作的贡献，我们特此设立了《暨南金融文库》并予以出版。该文库涉及国际金融与金融产业组织、资本市场与公司金融、微观金融理论与实证、现代金融理论与政策等方面的内容，结合金融全球化和我国金融开放改革的实际，在探索中国货币、金融理论体系和政策体系方面出版了一批研究成果。力争在国际金融理论、华人华侨资本与国别金融、国际金融热点和前沿问题的研究方面，结合中国实际，探索中国涉外金融理论、制度及运作问题；力争从微观层面研究资本市场运行规律，研究资本市场定价、交易成本、流动性与资产定价之间的理论与经验关系，为规范与发展我国证券市场提供重要



的理论与实证依据；力争在上市公司的竞争优势、长期绩效和成长能力方面，为推动我国上市公司的持续健康发展提供重要的理论和经验依据。

暨南大学校长 胡 军

2009 年 2 月

前 言

股东权利有广义和狭义之分。广义的股东权利泛指股东得以向公司主张的各种权利；狭义的股东权利则仅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经营管理的权利。我国《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第四条规定：“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。”因此，法律规定的股东权利一般指狭义的股东权利。从权利行使目的的角度来看，股东权利分为自益权与共益权。所谓自益权，是指股东以从公司获得经济利益为目的的权利，自益权主要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、退股权、股份转让权、股东名册变更请求权、股票交付请求权等。所谓共益权，是指股东以参加公司经营为目的的权利，或者说是以获取股东个人利益为目的兼为公司利益而行使的权利，该种权利行使所获得的利益使股东间接受益。共益权主要包括表决权、代表诉讼提起权、临时股东大会召集请求权、临时股东代表大会自行召集权和主持权、提案权、质询权、股东会 and 董事会决议无效确认请求权和撤销请求权、公司合并无效诉讼提起权、累积投票权、会计账簿查阅权、公司解散请求权等。

股权托管包括两个方面的含义：一是对股权登记的托管。股权登记托管是指股份有限公司将股份登记的义务委托具有普遍公信力的专门机构履行的一种行为，这些义务包括股份公司股东名册以及其他有关公司股东股份变动、股份权益变更等事项的登记和相关档案管理。二是股东将股权委托给受托人行使，受托人根

据委托合同的授权范围行使股权。

我国目前的股权登记托管体系包括以下三种：

1. 有限责任公司的股权托管。即工商管理部门依据《中华人民共和国公司登记管理条例》（以下简称《公司登记管理条例》）进行的股权登记，这是一种强制性的股权托管制度。对于股权结构相对简单的有限责任公司，采用工商系统的股权登记体系不仅具有法律依据，而且是可行和有效率的。但对于股权结构复杂的有限责任公司，如股东人数超过《公司法》限制的，则单纯依靠工商系统是不够的。部分有限责任公司采用职工持股会或工会的形式来解决有限责任公司因职工股股东分散而与公司股东人数不得超过 50 人规定之间的冲突。但职工持股会与投资基金、企业法人、社团法人和工会组织都有明显的差异，不具有法人资格，不能以自己的名义从事独立活动。职工持股会成员的股份分布情况不能反映在工商部门的股权登记中，存在公信力和公示力不足的问题。这种有限责任公司，包括股份合作制企业，有必要委托专门的托管机构管理其股权。

2. 非上市股份公司的股权托管。按照《公司登记管理条例》的规定，工商部门只登记发起人股份，非发起人股份发生股份流转和变动，往往不能及时在工商部门办理变更登记。中国证监会《关于未上市公司股票托管问题的意见》规定：未上市公司股权托管问题，成因复杂，涉及面广，清理规范工作应主要由地方政府负责。因此，非上市股份公司的股权，特别是非发起人股，委托专业的股权托管机构进行管理非常必要。

3. 上市公司的股权托管。依照《中华人民共和国证券法》第一百六十条的规定，上市公司的股东名册强制托管到证券登记结算系统。根据《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》以及证券监管部门《关于执行〈到境外上市公司章程必备条款〉的通知》的规定，采用直接方式已经实现境外上市的股份有限公司，股东名册包括三部分：存放在公司住所的内资股

股东名册、存放在境外上市的证券交易所所在地的外资股股东名册、董事会为公司股票上市的需要而决定存放在其他地方的股东名册。^①

自2007年以来，股权托管登记业务的发展进入了一个快速发展期。北京市、河北省、重庆市、沈阳市政府于2007年，杭州市政府于2008年下达了非上市股份公司股权集中登记托管的有关通知。而在此之前，上海和天津等地也发文规定国有参控股非上市股份公司必须进场登记，目的就是要规范各地非上市股份公司的股权管理，尤其是要加强国资参股的股份公司的股权管理。

从政府层面看，股权登记托管对促进非上市股份制企业规范操作、建立现代企业制度具有重要作用。它有利于加强对国有资产的管理，防止国有资产的流失；有利于构筑多层次的资本市场，实现产权交易创新。从产权交易机构来讲，这是为产权市场融入多层次资本市场体系开辟的一条自由通道。对企业而言，它有利于规范运作，提高经营管理水平；有利于节省财务成本；有利于拓宽投资、融资渠道，吸引社会资本；有利于扩大企业知名度，为其股票公开发行、上市创造条件。对股东的好处在于，可以有效杜绝私下交易、黑市交易等不规范行为，保护自身利益；方便股权变更，防范欺诈行为；增加股东股权的流动性，拓宽股东的融资渠道；通过股份证明和查询股权信息，减少不对称信息。

从中长期来看，要完善多层次资本市场，产权市场将是未来的重点。建设多层次资本市场，必然要求有包括非上市公司股权托管业务在内的多层次服务体系与之相适应，这也是股权托管在我国各地蓬勃发展的原因。

第二种股权托管是目前我国各地产权交易所在促进非上市股份制企业产权流动，尤其是国资企业进行不良资产重组时普遍使

^① 高永森、郝三平：《股权托管在国资监管中的作用》，44～45页，载《产权导刊》，2008（5）。

用的一种创新工具，部分是基于第一种股权托管基础上的业务拓展。在实践中，与债权托管、资产托管和企业托管一样，股权的委托管理已经在非上市国有和非国有企业资产重组过程中发挥了重要的作用，部分产生了较好的效果。可以预见第二种股权托管将是我国各地产权交易市场规划重点发展的业务之一。

第一种股权托管的完善重点在于政策的制定和具体操作办法的设计，以及实际操作中的行为监督和执行效果评估检查等。尽管各地产权市场具有不同的条件和环境，但是无论对于产权市场，还是股东来讲，股权托管都是一种相对标准化的服务。而对于第二种股权托管，由于各家企业实际情况都有所不同，条件千差万别，因此在现代企业制度和现代公司治理体系下，如何有效实施股权托管，既保障委托股东的利益，又实现受托人的收益，同时保证企业的健康发展，在理论和具体实践上都具有重要的研究意义。目前，学术界对股权委托管理的研究明显落后于实践发展的需要。可能限于公开资料的缺乏，学术界还没有准确评估我国非上市公司股权委托管理的具体绩效的研究成果，对于如何规范与发展的相关研究成果也不多。

在我国非上市公司股权委托管理实践发展的同时，我国上市公司在股权转让过渡期的股权委托管理也获得了迅速发展。自1996年6月29日，鞍山第一工程机械股份有限公司受托管理其母公司所持三家中外合资企业75%的股权之后，我国上市公司股权托管逐渐成为资本市场的重要运作手段之一，特别是在2000年国有股股权转让审批暂停期间，股权托管更是成为股权转让过渡期的重要工具。根据深圳证券交易所、上海证券交易所各上市公司公告，截至2008年底，我国有近1090家上市公司进行了股权托管。但在实践中也出现了很多问题，如有些上市公司利用股权托管经营粉饰业绩或操纵利润，严重的利用托管股权的控制权“掏空”上市公司，严重侵犯中小股东利益等。中国证监会2004年1月7日发布《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问

题的通知》，明确规定之后上市公司控股股东在转移控制权时不得通过股权托管方式，违反法定程序、规避法律业务。

但需要注意的是，中国证监会只是对我国上市公司通过股权托管方式转移公司控制权的行为暂停，股权托管作为上市公司一种资本运营的手段并没有停止，而且仍然在上市公司中频繁使用。例如，2004年1月7日中国证监会发布2004年第1号文件之后，丰乐种业（000713）于2004年10月23日发布公告，公司分别与其控股子公司皖东丰乐种业有限责任公司（以下简称皖东丰乐）和皖南丰乐种业有限责任公司（以下简称皖南丰乐）的对方股东签订了股权托管协议，协议约定来安县种子公司同意将其持有的皖东丰乐30%的股权，宣城市宣州区种子公司、朗溪县农委同意分别将其持有的皖南丰乐12.1%和10.48%的股权，自2004年1月1日至2009年12月31日，共计6年时间内委托给上市公司经营管理。潜江制药（600568）于2006年11月23日发布公告，公司与西安东盛集团有限公司签署了股权转让协议，并约定将其持有的陕西济生制药有限公司的50%的股权托管给上市公司，并由上市公司享有该股权除处置权以外的其他股东权利。S*ST天华（600745）2008年5月29日发布公告，公司与控股股东苏州中茵集团有限公司签署了“苏州莱茵达置业有限公司股权托管协议”，将其持有的苏州莱茵达置业有限公司55%的股权全部委托给上市公司管理。海印股份（000861）2008年5月30日发布，公司与控股股东海印集团就托管其部分下属企业分别签订了股权托管协议，约定海印集团将其持有的四项资产委托上市公司管理。国电南自（600268）2008年11月27日发布公告，公司和国家电力公司签订了股权委托管理合同，南京电力自动化设备总厂同意委托国电南自对其持有的南京南自成套电气设备有限公司70%的股权和南京美康实业有限公司70%的股权进行管理。

上市公司以股权托管作为资本运作的手段，尽管已有很多案例，但是由于上市公司仅仅披露上市公司的整体资料，而对上市

公司属下的部分业务包括股权托管信息披露有限,因此对其进行深入细致的研究与对非上市股份公司的股权托管的研究一样,缺乏可供实证研究的基础。因此,本书以我国上市公司利用股权托管作为公司控制工具为研究对象,重点对2004年1月7日中国证监会《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知》下达之前,即2000~2003年的上市公司在股权转让过渡期股权托管的公司控制行为和绩效进行研究。上市公司是我国各类企业中的精英,通过对上市公司作为控制工具的股权托管的研究,不仅可以为我国上市公司股权托管的规范和发展提供理论支持,而且可以为我国非上市公司的股权托管的开展提供经验及借鉴。

本书在对股权托管和公司控制的理论及实证研究总结回顾的基础上,提出了全书的分析框架,比较分析了国内外股权托管及其相关公司控制行为的实际状况,综合运用信托理论、委托—代理理论、公司控制理论,从现代公司治理的角度,采用信息经济学和博弈论等分析方法,在理论上探讨了股权托管下公司控制的有效性、公司控制权的委托—代理行为特点及其公司治理途径。在实证方面,研究了我国上市公司股权托管下的公司控制绩效及其影响因素,并对利用股权托管“掏空”上市公司的行为进行了实证分析和案例研究。最后,提出了规范我国上市公司股权托管的有效建议。

本书认为,股权托管作为一种公司控制权转移工具,在我国股权转让审批过渡期间,对于解决国有股转让的政策障碍,降低兼并与收购的风险起到了重要作用,同时作为公司控制权的维护手段,也可以在不改变上市公司资产规模的情况下提高公司业绩、调整企业集团的产业结构等,股权托管也成为公司控制权争夺的重要工具。但由于在现阶段我国相关法律法规欠缺、托管契约不完善、相应监管措施不力等原因,股权托管下的公司控制形态具有不稳定和不确定的特点,在股权受托方的控制下,股权托管后的上市公司很容易导致内部人控制的现象,股权托管后公司的经

营业绩并没有因此得到明显有效的改善，以托宾 Q 值表示的股权托管后的公司价值反而较股权托管前的显著降低。不仅如此，在股权受托方监督不力、法律对投资者保护不够的情况下，股权受托方还有充分的动机可能“掏空”上市公司，严重侵害委托方和广大中小投资者的利益。上市公司股权转让过渡期股权托管叫停后，不应采取共管制，而应借鉴国外股权信托的做法，在法律上明确股权托管的定位，制定相关法律细则，健全控制性股东违反义务后的民事责任机制；同时应完善托管契约，以投资者保护为目的，强化股权委托方和受托方控制性股东义务的执行，修正控股股东的表决权，强化股权托管中的信息披露，并健全合理的公司治理结构。

作者
2009 年 5 月

目 录

绪论	1
一、选题依据和研究的意义	1
二、本书的研究目标与内容	4
三、本书采用的研究方法和技术路线	4
四、本书的结构安排	6
第一章 股权托管与公司控制的理论概述	7
第一节 有关公司控制的理论及研究现状	7
第二节 股权托管理论概述及研究现状	21
第三节 现有研究的不足之处与本书的研究重点	39
第二章 股权托管的发展状况及其在公司控制中的应用	40
第一节 国外股权托管的发展状况及其在公司控制中的应用	40
第二节 我国上市公司股权托管的发展状况及其在公司控制中的应用	52
第三节 我国股权托管面临的主要问题	67
第四节 国内外股权托管及其相关行为的比较	70
第三章 股权托管下公司控制的有效性及其公司治理途径	71
第一节 股权托管下公司控制的有效性分析	71
第二节 股权托管下公司控制权的委托—代理行为研究	80
第三节 股权托管下有效的公司治理途径	90



第四章 股权托管下公司控制的绩效及其影响因素的实证研究	95
第一节 股权托管下公司控制形态的概述及研究假设	95
第二节 关于股权托管下的公司经营业绩的实证检验	101
第三节 关于股权托管状态下公司价值的实证检验	111
第四节 股权托管下公司价值影响因素的实证分析	113
第五章 利用股权托管“掏空”上市公司研究	120
第一节 概述	120
第二节 利用股权托管“掏空”上市公司的理论与实证分析	126
第三节 利用股权托管“掏空”上市公司的案例分析	135
第六章 股权托管行为的规范	144
第一节 对证监会停止股权托管后采取共管制的质疑	144
第二节 从法律角度规范股权托管行为的建议	145
第三节 完善托管契约,规范股权托管行为的建议	148
结论	152
附录	155
参考文献	196
后记	205