

# 研究报告

## RESEARCH REPORT

股份全流通后大股东行为变化及监管研究

课题研究员 蔡 奕



深圳证券交易所综合研究所

2007.11.12 深证综研字第 0157 号

## 内 容 摘 要

股权分置改革后，中国证券市场不再存在流通股股东和非流通股股东的界分，而代之以新的股东类别差异。这一深刻的制度性变革直接促使全流通时代大股东的行为发生了嬗变。本报告在广泛收集案例的基础上，以全流通后大股东类别及其行为特征分析为基础，围绕全流通后大股东行为变化的主线，分析了大股东与上市公司、中小股东、机构投资者关系及交易行为的变化，并针对大股东行为的变化提出了引导和监管的对策建议。主要研究内容和观点如下：

1. 大股东根据不同标准有不同分类：依据对上市公司的控制力，可分为控股股东与非控股股东；根据股权性质和股东身份的差异，可分为国有股东和民营股东；在非控股股东中，根据投资目的和期限的差别，可细分为战略股东和财务股东。不同类别的股东其所接受的监管和适用的法律政策存在差异，利益取向也不尽相同，因而其行为模式也各有特点。

2. 股份全流通后大股东与上市公司关系的变化，体现为五个方面：（1）在大股东与上市公司股价变化关系方面，总体呈现出多样化和复杂化的趋势，既有希望“做多”上市公司，抬升二级市场股价的情况，也有大股东希望上市公司股价下跌或在低位运行的情况，还有大股东希望股价保持稳定的情况；（2）在国有股东和上市公司关系变化方面，作大上市公司市值成为国有股东的首要考虑，但是作大上市公司并不等同于做强上市公司，上市公司市值的迅速膨胀某种意义上增加了国有资产流失的风险和可能造成的负面影响；（3）在民营股东与上市公司关系变化方面，民营股东本质上仍以上市公司为获取其利益最大化的主要平台，只是其从上市公司中攫取利益的方式与股改前相比，出现了一定的变化；（4）在关联交易方面，大股东和上市公司的关联交易并不会因大股东股份流通性质的变化而消失，但由于大股东盈利方式和利益取向的变化，关联交易本身也会出现性质、形式和手段上的变化；（5）在上市公司发展方面，上市公司整体上市和大股东资产注入行为增加，但甚嚣尘上的整体上市和资产注入也可能衍生出一些问题。

3. 股份全流通后大股东与中小股东关系的变化，体现为三个方面：（1）大股东和中小股东所持股份不再有不同的价格，双方的利益通过二级市场的股价实现

关联，较之股改前相关度提高；(2) 大股东的获利渠道发生了深刻的变化，由利益掠夺转为作大利益基础，由简单掠夺上市公司和中小投资者转向市场要利益，以单一圈钱为目的的再融资行为减少；(3) 股改后日渐形成中小股东对大股东的市场约束机制，中小股东维权意识高涨，维权手段多元化。

4. 股份全流通后大股东与机构投资者关系的变化，体现为三个方面：(1) 机构投资者提高了二级市场大股东减持的“接盘”能力；(2) 机构投资者以集体博弈和行使投票权的方式影响大股东行为；(3) 一些机构投资者可能与大股东串谋，损害上市公司和中小投资者利益。

5. 股份全流通后大股东交易行为的变化，体现为四个方面：(1) 交易方向由“单向买入”变为“双向交易，以卖为主”；(2) 交易动机趋于多元化；(3) 交易方式间接化，大股东在二级市场的交易可能更多地采取代理人或隐性交易等间接交易方式进行；(4) 在股份计算、交易数量、交易价格、交易信息披露、交易禁止等法律约束方面发生明显变化。

6. 全流通时代大股东的行为变化是客观存在的现象和趋势，简单地肯定或否定大股东的行为变化都是不全面的，必须根据不同情况下大股东的行为变化制定相应的监管对策：

(1) 鼓励引导整体上市，辩证对待资产注入。具体包括：在条件具备的情况下鼓励企业一次性整体上市；加强对注入资产的甄别和审查；建立资产注入的信息敏感期制度，防范和打击与资产注入有关的内幕交易和市场操纵活动；要求大股东实际履行股改承诺，向上市公司注入资产。

(2) 因人制宜，根据不同股东的行为变化特点制定不同的监管策略，针对控股股东、国有股东、民营股东、战略股东和财务股东的特点实行分别监管，确定不同的监管重点。

(3) 加强对大股东交易行为各环节的审查与监管。具体包括：加强对大股东一致行动人的查证；建立认定利用他人账户的辅助判断标准；强化和严格执行对大股东交易的信息披露。

(4) 强化对大股东与上市公司不公平关联交易的监管。具体包括：将关联关系的概念扩大到控股股东能施加重要影响的其他主体；采取更为灵活的关联交易分类监管标准；强化关联交易中控股股东的法律责任，等等。

(5) 针对全流通后国有资产流失的新特点制定相应的监管对策。在确定以二级市场交易价格作为国有股权转让基准的同时,适当参考企业盈利能力、股本规模、转让比例、再融资能力、受让对象、行业特殊性等定价因素,以全面衡量国有股权的整体价值,避免国有资产的流失。同时,强化对国有股权转让违法行为的法律责任和打击力度。

**关键词：**股份全流通 大股东 行为变化 监管

# 目 录

导言 .....	1
一、大股东类别及其行为特征分析 .....	1
(一) 控股股东与非控股股东 .....	1
(二) 国有股东与民营股东 .....	2
(三) 战略股东与财务股东 .....	3
二、股份全流通后大股东与上市公司关系的变化 .....	3
(一) 全流通后大股东与上市公司股价关系的变化 .....	4
(二) 全流通后国有股东与上市公司关系的变化 .....	5
(三) 全流通后民营股东与上市公司关系的变化 .....	6
(四) 全流通后大股东与上市公司关联交易的变化 .....	7
(五) 整体上市和资产注入行为增加 .....	8
三、股份全流通后大股东与中小股东关系的变化 .....	9
(一) 大股东与中小股东利益初步关联 .....	9
(二) 大股东获利渠道的变化 .....	10
(三) 中小股东对大股东行为产生一定的制约 .....	11
四、股份全流通后大股东与机构投资者关系的变化 .....	12
(一) 机构投资者通过二级市场交易约束大股东行为 .....	12
(二) 机构投资者以集体博弈和行使投票权的方式影响大股东行为 .....	13
(三) 一些机构投资者可能与大股东串谋，损害上市公司和中小投资者利益 .....	14
五、股份全流通后大股东市场交易行为的变化 .....	15
(一) 交易方向的变化 .....	15
(二) 交易动机趋于多元化 .....	16
(三) 交易方式间接化 .....	16
(四) 交易法律限制发生变化 .....	17
六、应对大股东行为变化的监管对策 .....	18
(一) 鼓励引导整体上市，辩证对待资产注入 .....	19
(二) 因人制宜，根据不同股东的行为变化特点制定不同的监管策略 .....	20
(三) 加强对大股东交易行为各环节的审查与监管 .....	21
(四) 强化对大股东与上市公司不公平关联交易的监管 .....	22
(五) 针对全流通后国有资产流失的新特点制定相应的监管对策 .....	25
附录 1：影响大股东行为变化的主要因素 .....	27
附录 2：全流通前后大股东行为变化案例 .....	29
参考文献 .....	34

## 导 言

股权分置改革后，中国证券市场不再存在流通股股东和非流通股股东的界分，而代之以新的股东类别差异。这一深刻的制度性变革直接促使全流通时代大股东的行为发生了嬗变，这些变化根据主体和行为可以区分为大股东与上市公司关系方面的变化、大股东与中小股东关系的变化、大股东与机构投资者关系的变化以及大股东交易行为的变化等。本报告在广泛收集案例的基础上，以全流通后大股东类别及其行为特征分析为基础，围绕全流通后大股东行为变化的主线，分析了大股东与上市公司、中小股东、机构投资者关系及交易行为的变化，并针对大股东行为的变化提出了引导和监管的政策建议。

## 一、大股东类别及其行为特征分析

对于大股东，并没有确切的法律和学理定义，但从《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第 86 条关于持股 5% 以上股东必须及时披露的规定来看，持有上市公司 5% 以上的股份是成为大股东的最低标准。依据不同的标准，可以将大股东划分为不同的类别，不同类别的股东其所接受的监管和适用的法律政策存在差异，利益取向也不尽相同，因而其行为模式也各有特点。

### （一）控股股东与非控股股东

依据对上市公司的控制力，可将大股东分为控股股东与非控股股东。控股股东是指直接持有公司股本总额 50% 以上的股东；或者持有股份的比例虽然不足 50%，但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东。非控股股东是指虽持有上市公司 5% 以上股权，但单独或合并或通过一致行动等方式不足以对股东大会决议产生重大影响的股东，因此也可将其称为参股股东。由于对上市公司的控制力不同，控股股东与非控股股东表现出完全不同的行

---

本研究报告结构分为正文和两个附录。其中附录二《全流通前后大股东行为变化案例》由徐正刚博士收集整理。

为特征（参见表 1）。

**表 1 控股股东与非控股股东行为差异**

类别	控股股东	非控股股东
与上市公司利益关联度	拥有上市公司较大权益，与上市公司利益关联度高	拥有权益较少，利益关联度低
公司治理	拥有的表决权和控制力足以影响公司治理，参与公司事务的热情高，可以通过公司治理顺利实现自身利益。	拥有的表决权和控制力较低，虽较中小投资者有更大的话语权（如拥有自己的董事），但不能直接通过公司治理实现自身利益。
获利途径	拥有对企业资产的使用、收益和处置权，可以按照自己的经营目的支配企业资产。可以有效控制企业的盈余分配，也可以在二级市场减持获利，还可以通过大规模的并购重组活动获得利益。	获利渠道较大股东单一，局限于投资财务收益和二级市场资本利得。
股权稳定性	股权稳定，长期持有	股权不稳定，可能在并购活动中易手
受监管程度	与上市公司利益关联，受监管关注程度高	受监管程度低

## （二）国有股东与民营股东

国有股东是指持有上市公司股份的国有企业及国有控股企业、有关机构、部门、事业单位等。民营股东泛指非国有或非国有控股的机构、企业、个人等。由于二者的法律性质和受监管程度不同，相应地在证券市场上的行为特征也有显著差异（参见表 2）。

**表 2 国有股东与民营股东行为差异**

类别	国有股东	民营股东
监管机构	受国有资产管理部门监管，有自成体系的考核指标和考核方式	没有明确统一的监管机构
管理目标	以市值最大化为管理目标，倡导国有资产的保值和增值	以谋取个己利益最大化
股价敏感度	受“所有权主体虚置”的影响，对二级市场股价的敏感度不高	二级市场的股价高低与其切身利益休戚相关
股权稳定性	股权稳定，长期持有，增持减持有严格的程序和要求	股权不稳定，出于各种利益动机可能随时易手
违法违规动机	在二级市场减持牟利或违法违规行为的动机相对较弱	在二级市场减持股份或从事违法违规行为的动机相对较为强烈

### （三）战略股东与财务股东

战略股东与财务股东是在非控股股东中进行的分类，由于不在上市公司中占有绝对控制地位，因此其参股上市公司的动机将影响到其后续的行为表现。战略股东是指与上市公司业务联系密切，以谋求长期战略利益为目的，持股量较大且长期持有，拥有促进上市公司业务发展的实力并积极参与公司治理的机构股东。财务股东指以谋求短期财务收益为目的，持股时间较短，持股比例不大，不实质参与公司经营管理的股东。由于投资上市公司的战略目的和利益取向不同，因此二者在证券市场的行为特征也有明显差异（参见表3）。

**表3 战略股东与财务股东行为差异**

类别	战略股东	财务股东
参股目的	谋求长期战略利益	谋求短期投资收益
持股数量	持股比例较大	持股比例较小
参与公司治理	积极参与公司管理	有多种类型，可能参与公司管理，也可能不实质参与公司管理
股权稳定性	股权稳定，长期持有	股权不稳定，根据二级市场价格变化随时套现谋利
投资方式	集中资金投入少数公司	分散资金投入大量公司
违法违规动机	在二级市场从事减持或违法违规行为的动机较弱	在二级市场减持股份或从事违法违规行为的动机较为强烈

## 二、股份全流通后大股东与上市公司关系的变化

股份全流通后大股东与上市公司关系的变化在控股股东身上体现得最为明显。通常认为，持有公司越多股份的大股东与上市公司的利益就越趋于一致。但在股权分置条件下，这种股权的利益关联被人为地割裂了。大股东无法在二级市场上兑现股价收益，因此对提高上市公司质量，发展壮大上市公司实力并不关心，反而将上市公司作为从二级市场“圈钱”的工具。上市公司通过配股、增发等方式从流通股股东手中圈得大笔资金，再通过关联交易等手段将资金由上市公司转移至大股东。大股东和上市公司的利益割裂使得大股东罔顾上市公司发展，屡屡作出“饮鸩止渴”的掏空行为，不仅损害了中小股东的利益，而且也危及上市公



司的生存发展。

股权分置改革使大股东和上市公司关系重新回到正常的股权利益关联轨道上，由于二级市场股价直接关系到大股东持有股份的市值，大股东和上市公司的利益日益相关，大股东参与上市公司事务的热情高涨。大股东对上市公司股价的关注也可能产生大股东刻意“做多”、“做低”或稳定股价的现象，不同类别的股东在与上市公司的关系方面也可能产生不同的变化，衍生出不同的问题。

## （一）全流通后大股东与上市公司股价关系的变化

全流通后大股东的股份在满足限售条件后可以在二级市场上流通，从而使其对二级市场股价具有较高的敏感度。不同类别的股东关注二级市场股价的动机各不相同，同一类别的股东在不同的公司 and 市场情况下，也可能对股价变化有不同的态度。因此，大股东与上市公司股价关系的变化总体呈现出多样化和复杂化的趋势。根据大股东意愿与股价走势的关系，可以细分为如下三类：

### 1. 大股东希望“做多”上市公司，抬升二级市场股价

不同类别股东“做多”上市公司的动机可能有差异：国有股东可能出于国有资产考核的目的，希望实现国有上市公司市值的扩大；民营股东则可能希望私有财富在二级市场实现迅速膨胀，或希望作高股价后在高位减持牟利；战略股东和财务股东则可能希望通过“低进高出”的方式，实现最大的资本利得。

做多股价的行为和动机还有合法与非法之分：合法的做多包括整体上市、资产注入、增资扩股、高比例送配等；非法的做多则包括市场操纵、虚假陈述、关联交易、财务造假等。值得注意的是，合法与非法的做多与股东的国有或民营身份并不具有必然联系，例如，普遍认为国有股东以整体上市、资产注入等方式做多上市公司是值得赞许的，但不能排除某些觊觎国有资产的主体，通过内外勾结，作高国有上市公司市值，作大“蛋糕”，实现其瓜分或侵吞国有资产的非法目的。

### 2. 大股东希望上市公司股价下跌或在低位运行

在以下情形下，大股东希望股价下跌或至少保持在低位运行：大股东希望在低价位增持上市公司股份；大股东在高位减持套现后希望在低位接回筹码；国有

股东与其他主体相勾结，在国有股权转让过程中，希望以二级市场价格下跌来倒逼转让价格，压低转让价格，谋取非法利益；大股东出于并购重组的特殊目的希望压低股价；在实施股权激励的上市公司，大股东希望以低价授予高管股权，等等。

大股东可以采取多种方式做低股价：大量减持股份；操纵盈余管理；发布利空消息；与其他主体勾结，在二级市场从事操纵活动，等等。

### 3. 大股东希望股价保持稳定

在特殊情况下，大股东希望股价保持稳定，既不希望其过度上涨，也不愿意其过分下跌。例如在以定向增发等方式向上市公司注入资产时，大股东希望股价稳定在增发价附近，如果过度下跌，则大股东和增发对象会遭受损失；如果股价过分上涨，则增发方案被监管机构否决的可能性很大（如高盛入股美的电器、华远入主 ST 幸福相继被否）。又如在借壳上市、重大资产重组或兼并收购的情况下，大股东不希望股价有异动，以免引起监管机构或公众的关注，导致上市、重组或并购方案遭遇波折。

## （二）全流通后国有股东与上市公司关系的变化

股权分置改革的直接后果是消除了上市公司股份的交易机制差异，国有股东的利益与股价直接关联，市值考核的机制使国有股东参与上市公司事务的热情高涨起来，作大上市公司市值成为国有股东的首要考虑。但市值考核机制和国有股东对于股价和市值的过分关注也可能衍生出一些问题：

首先，作大上市公司并不等同于做强上市公司。由于国有资产市值考核的引导作用，国有股东普遍希望通过资产注入、扩张股本、抬升股价来实现总市值的膨胀，于是国有大型公司的 IPO、增发等接踵而至，先后涌现出工商银行、万科、中石油等全球市值第一的银行、地产公司和石油公司。但市值规模的扩大并不当然意味着企业盈利能力和资产质量的提升。以中石油为例，中石油回归 A 股后市值超过埃克森美孚，但其 1117.43 亿美元的总资产远低于埃克森美孚（2190.15 亿美元），其号称亚洲最赚钱的 23.21% 的资本回报率也远逊于埃克森美孚的 33.43%。号称国内行业龙头的工商银行、万科等在业务规模、经营业绩、公司治理等方面也与国际大公司有着较大差距，因此，单纯以市值为主要指标的考核体系不利于

真实反映企业的实力，反而会营造一种虚假繁荣的假象，从而损害上市公司长期发展的动力。

其次，上市公司市值的迅速膨胀使国有资产的蛋糕作大，某种意义上增加了国有资产流失的风险和可能造成的负面影响。上市公司国有资产的流失可能通过多个渠道以多种方式进行：（1）由于所有权虚置，国有股东的职能实际上由国有资产管理部門、国有法人单位、委托持股者等代为行使，这些代理人有其自身的利益考量，在股权转让和置换过程中可能存在代理人越权转让、暗箱操作，损害国有股权益的行为。（2）在其他非国有主体交易或合作的过程中，在激励约束机制不规范、外部监管不完善的情况下，可能出现内外勾结，通过作大市值、低价转让的方式实现国有资产的“乾坤大挪移”。（3）相关主体通过非正常的关联交易，损害上市公司利益，造成上市公司国有资产的流失。（4）通过过度的股权激励和变相的管理层收购方式，实现国有资产向管理层的不公平转移。

在股改之前，虽然也存在着国有资产流失现象，但当时的国有资产无论从存量还是增量都是有限的，资产流失的方式以“交易型”为主，所以国有资产流失的规模 and 影响较为有限。全流通后，上市公司国有资产的蛋糕迅速作大，引来不少觊觎的目光，除了通过交易方式“搬运式”地减损国有资产外，整体股权转让的置换模式也开始出现，在市值膨胀的环境下，国有资产的流失实际上也意味着全民财富的损失，其影响和破坏远甚于股改前。

### （三）全流通后民营股东与上市公司关系的变化

股改后证券市场的扩容与发展催生了独立的职业经理人队伍，许多民营上市公司逐渐摒弃原先的“亲信型”或“家族型”公司治理模式，转而聘用职业经理人担任公司高管，改良了上市公司的治理结构。但民营股东追逐短期利益最大化的特点并没有得到根本性改变，民营股东本质上仍以上市公司为获取其利益最大化的主要平台，只是其从上市公司中攫取利益的方式与股改前相比，出现了一定的变化。

民营股东与国有股东最大的区别在于民营股东对其股份拥有真正的所有权，其可以依其意愿在满足法定条件的情况下自由地行使所有权的占有、使用、处分、收益等各项权能。这决定了民营股东在操纵盈余管理、安排公司人事、选择性发

布信息、关联交易等方面有很大的回旋空间。同时，由于全流通的逐步实现，民营股东不需要通过其他中间媒介，只需要在高位抛售手中的股份便可以获得高额利益。因此，相对于股改前民营股东主要以掏空和侵占谋取利益的方式相比，通过二级市场交易获利成为全流通时代民营股东的主要获利方式。

在没有做空机制的情况下，民营股东通过交易方式获利的前提是做高上市公司股价。民营股东可以通过多种方式做高股价：（1）民营股东通过整体上市、资产注入抬高公司股价；（2）民营股东通过操纵信息披露抬高股价；（3）民营股东以蛊惑交易、抢帽子等方式抬高股价获利；（4）民营股东通过发布特定消息配合其二级市场的减持套现；（5）民营股东通过操纵盈余管理，做高业绩提升股价；（6）民营股东通过交叉持股、互通消息、信息披露配合等手段与机构和其他主体在二级市场上联手从事违法违规行。

概括而言，民营股东通过交易获利的方式本质上仍然属于虚假陈述、内幕交易和市场操纵的传统违法行为范畴，只是其手段和方式随着股份全流通出现了一定的变化。由于民营股东做高股价的方式多元化，其行为与股价变化的因果关系难以查证，从而给监管工作带来了很大的难题。

#### （四）全流通后大股东与上市公司关联交易的变化

股改之前大股东的股份不能在二级市场上直接流通，因此其获取收益的显性渠道只能是股权的协议转让。受协议转让的成本、程序、受让方、流动性等因素的制约，股改前大股东获取股权收益的显性途径并不通畅。在这样的背景下，大股东只能通过关联交易等隐性途径来获取利益。股改前大股东通过关联交易获取利益的模式主要有：上市公司通过大股东销售商品，销售后大股东将货款滞留形成对上市公司的应付账款；大股东将实物资产、无形资产、土地使用权、股权等以高价出售给上市公司；大股东与上市公司之间进行不公平的资产置换或资产重组，从上市公司攫取金钱收益；大股东通过委托贷款或理财的方式从上市公司拆借资金，等等。

股改完成进入全流通时代后，可以肯定，大股东和上市公司的关联交易并不会因大股东股份流通性质的变化而消失，但由于大股东盈利方式和利益取向的变化，关联交易本身也会出现性质、形式和手段上的变化：

1. 资本市场盈利放大作用将刺激大股东通过关联交易等方式向上市公司输送利润，以拉升二级市场股价，获得超额资本利得。

2. 上市公司向大股东增发股份，用以收购大股东资产，成为一种普遍的关联交易模式。增发与收购的“买”与“卖”，形成了双重关联交易，其增发价格、增发时机、资产素质、资产定价、资产评估等诸环节可能存在诸多猫腻，可能形成新型的隐秘的利益输送或掏空模式。

3. 无法通过股改的公司被边缘化，丧失再融资资格，大股东通过关联交易掏空上市公司，再伺机将烂包袱抛给下家或市场的风险可能增加。

4. 通过股改的公司大股东可以关联交易方式操纵公司盈余管理，如在禁售期通过关联交易减少利润，禁售期结束通过关联交易放大利润，从而影响二级市场股价，减持套利。

5. 为了规避公司法和新会计准则对关联交易的规制，大股东刻意将关联交易复杂化、隐蔽化，如增加关联方的控制层次，将原先为直接控制或影响的关联方，转变为由中间企业间接影响和控制关联方，甚至出现表面上没有关联关系的一方或多方中间衔接，使关联交易更加难以辨认。

## （五）整体上市和资产注入行为增加

整体上市和资产注入通常采用定向增发、换股等方式，由于大股东整体上市和资产注入动机的多元化和各个公司具体情形的差异化，整体上市和资产注入对资本市场并不是百利而无一害的。在认识到整体上市和资产注入增加资本市场供给、提高上市公司质量、强化资本市场资源配置功能的同时，我们也应该清醒意识到整体上市和资产注入可能衍生的一些问题。

1. 资产注入成为大股东调节股价，谋取暴利的工具。具体表现在：大股东选择在限售股解禁敏感期内披露资产注入信息，配合其在股价高位套现牟利；大股东在重大资产注入方案公告之前秘密增持股份，在消息大白于市场后减持股份；在增发价普遍低于市价的情况下，大股东可能一边高价减持股份，另一方面以增发形式从上市公司中低价获取股份，此消彼长，获取暴利，如果大股东有足够多的资产，可以以此循环模式从市场获得丰厚回报。

2. 虚假或不公平的资产注入可能损害上市公司和中小投资者的利益。具体表现在：股改期间许多公司大股东除了对价之外，还追加了资产注入承诺，在股改结束后多方推诿不予兑现股改承诺，损害了投资者的期得利益；大股东以资产注入为幌子，大肆张扬，未见动作，待股价全面上涨后偃旗息鼓，若无其事；大股东以不合理的价格向上市公司注入资产或将劣质资产冒充优质资产注入，变相掏空上市公司，侵占上市公司利益。

3. 资产注入可能助长大股东内幕交易和市场操纵的不良现象。由于市场对大股东资产注入的正面预期，大股东可以通过调控资产注入信息发布时机、发布方式、注入的具体资产、注入时间、注入方式、注入价格、报批程序和环节等各个要素，或单独、或与机构勾结、或与高管共谋、或通过代理人 and 代理公司从事内幕交易、市场操纵等违法行为获取暴利。根据天相投资统计数据，自 2006 年初至 2007 年 9 月，发布定向增发公告的上市公司有 365 家，公告前夕 276 家股价出现不同程度的上涨，占比 77.53%；其中 179 家在公告前 2 个交易日涨幅超过 5%。资产注入前夕股价频频异动，说明其间大量存在着内幕交易和操纵市场的嫌疑。

### 三、股份全流通后大股东与中小股东关系的变化

股权分置的弊害不在于股份不能自由流通本身，而在于由此造成的“利益分置”。在股权分置条件下，大股东与中小投资者非但不存在共同的利益基础，而且在许多情况下利益处于对立和割裂状态，由此导致大股东损害上市公司和其他股东的行为屡屡发生。股份全流通最大的变化在于股东获得平等的流通权利，同股同质，同股同权，大股东和其他市场主体的利益日益相关。

#### （一）大股东与中小股东利益初步关联

股改消除了股份分置，大股东和中小股东所持股份不再有不同的价格，双方的利益通过二级市场的股价绑定在一起。二级市场股价上涨则大股东市值增加，小股东账面盈利，二级市场股价下跌则大股东市值减少，小股东账面投资亏损，双方建立了“一荣俱荣、一损俱损”的利益伴生关系。

全流通使大股东关注二级市场的股价变化，可能采取低价增持股份、分红或高价转让少数股份而获益。与股权分置时代不同的是，中小股东利益并没有因此受损，而且还获得部分收益。无论是增持股份还是分红都不减少中小股东的存量财富，且都有助于提高股价，分红更是带来直接的收益。增持股份和分红的方式向市场发送强烈信号，说明公司股票具有投资价值，有助于稳定市场中小投资者的信心，实现大股东和中小股东共赢的局面。

此外，全流通后整体上市和大股东向上市公司注入资产蔚为成风，整体上市和资产注入有助于提升上市公司的整体投资价值，使所有股东从二级市场股价上扬中获得收益。

## （二）大股东获利渠道的变化

在股改前，由于大股东股份不能直接在二级市场流通，协议转让受成本费用、审批程序、受让对象、转让价格、政策限制等局限不可能成为大股东获利的主要渠道，因此大股东将获取利益的重点集中在上市公司和中小投资者身上。股改前大股东获利的典型方式为：（1）通过关联交易从上市公司攫取利益；（2）大量占用上市公司募集资金；（3）通过配股增发等方式从广大中小投资者手中“圈钱”为己所用；（4）通过高比例分红送股从上市公司获得利益。

全流通市场由于环境、条件和政策的变化，大股东的获利渠道发生了深刻的变化，突出表现在如下方面：

1. 由利益掠夺转为作大利益基础。二级市场价格与大股东市值和获利前景休戚相关，大股东不再以“饮鸩止渴”的利益掠夺方式从上市公司和中小投资者身上攫取利益，反而以整体上市、资产注入、技术和销售支持等方式向上市公司输入优质资源，以美化上市公司，推高上市公司股价，作大上市公司市值，获得超额资本利得。

2. 由掠夺上市公司和中小投资者转向市场要利益。股改后大股东和中小股东形成一体化的利害关系，损害上市公司和中小投资者利益的行为可能也从长期和根本上损害大股东的利益。因此，简单从中小投资者手中圈钱、掏空上市公司的做法已不再是大股东主流获益方式，如何增加上市公司市值，抬高上市公司的二级市场股价成为大股东主要关注的焦点。

3. 再融资不再成为纯粹的圈钱手段。股权分置改革后上市公司再融资手段日渐多样化，权证、可分离债券、公司债等新型融资方式粉墨登台，原先的增发、配股等传统方式也发生了质的变化，目的不在于简单的圈钱。这是因为如果再融资的条件不公平或时机不成熟或有损于上市公司的根本利益，其恶果会在较短的时间迅速反映在二级市场股价上，大股东由此获得的收益难以弥补其二级市场股价下跌所造成的损失。因此，大股东在制定再融资方案时往往会审慎权衡，要顾及其对中小投资者和二级市场股价的影响。

### （三）中小股东对大股东行为产生一定的制约

股改后日渐形成中小股东对大股东的市场约束机制，中小股东不再是大股东刀俎下的“鱼肉”，而形成了自主的利益团体，其对大股东不法行为的制约作用由于法律、制度、市场的变革而日渐加强。突出表现在：

1. 市场约束机制的形成。股改后中国资本市场迈入投资者主权时代，投资者手中握有货币选票，拥有对上市公司的定价权和购买权，再融资的价格日益市场化，上市公司的市场表现受投资者行为的影响越来越大。大股东若损害中小股东或上市公司利益，势必遭遇中小股东集体“用脚投票”，股价的下跌最终伤及大股东自身的利益。

2. 投资者关系管理制度的确立。股改过程中及股改之后，上市公司普遍建立了投资者关系管理（Investor Relation Management）制度，建立包括公告、股东大会、网站、说明会、一对一沟通、邮寄资料、电话咨询、广告宣传、媒体报道、现场参观、路演等众多沟通渠道，有助于投资者和潜在投资者及时、准确、真实、完整地获得上市公司信息，促进其对公司的了解与认同。投资者关系管理制度的确立，使中小股东获得了与上市公司和大股东平等交流的机会，一定程度上抑制了大股东选择性信息披露和不尊重中小投资者的行为。

3. 中小股东维权手段的多元化和强化。新《公司法》赋予了中小股东丰富的维权手段，包括：（1）对公司股东大会、股东会决议内容违法的诉权（第22条）；（2）查阅复制公司章程、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告（第34条）；（3）股东大会的召集权（第41条）；（4）异议股东在公司合并、分立、转让、收购、分配等特殊事项要求公司回购其股权的权利（第



75 条), 等等。实践中还丰富和发展了网络投票、中小股东征集投票等新型维权方式。此外, 股改后还发生了“张秋菊诉武汉石油”、“中小投资者诉杭萧钢构”等中小投资者维权案例, 投资者维权意识空前高涨, 这些都形成了对大股东不法行为的有效制约。

## 四、股份全流通后大股东与机构投资者关系的变化

机构投资者是一种特殊性质的大股东, 一般指具有严密组织形态和投资决策管理制度, 拥有较多资金, 在证券市场专事投资的金融机构, 包括证券公司、基金公司、保险公司、养老基金、信托机构等等。机构投资者一般追求长期的投资回报, 采取稳定的投资策略, 一旦持有上市公司股票, 往往具有安定股东的特点, 不似散户那样轻易抛售股票。但机构投资者并不是公司股权的长期所有者, 并不想控制或拥有公司, 其最终的获利渠道是将股票“低吸高抛”, 获取财务收益。这些特点决定了机构投资者与大股东之间既有共通之点, 又有歧异之处, 因此二者的利益存在着微妙的关联。

在股改之前, 大股东对二级市场股价浑然不关心, 大股东与机构投资者基本处于利益分置或对立的状况。大股东对机构投资者在二级市场的作用和表现没有兴趣, 由于一股独大、资本多数决等因素的制约, 机构投资者对大股东的行为缺乏有效的制约。因此, 二者往往各行其是, 在公司治理层面缺乏有效的配合与合作。

股改之后情况有了显著变化, 大股东的股份逐步解禁流通, 大股东与机构投资者一样成为流通股东, 二者在二级市场上初步具备共同利益基础, 同时机构投资者力量的壮大和投资者维权意识的觉醒使机构投资者在公司治理事项上有了更多的话语权, 形成对大股东行为的有效制约力量。大股东和机构投资者的关系就在合作与制衡中发生了微妙的变化, 突出表现在:

### (一) 机构投资者通过二级市场交易约束大股东行为

当前, 我国国有资产的存量十分庞大, 要盘活这些存量, 必须要有足够资本接盘并进行增量调整, 此外大股东出于资本退出、经营战略调整、获利套现等动

机在二级市场的减持行为，也必须有充足的资金吸纳或接盘，否则可能导致二级市场的剧烈动荡，危及资本市场的稳定。

一般认为，大股东减持是不看好公司经营前景，对公司发展缺乏信心的表现，但实际情况未必如此。大股东可能出于资金周转、战略调整、新项目投入等因素急需现金，但不可能通过再融资程序在短期内募得资金，不得不减持股份获取现金。在这种情况下，二级市场若没有机构投资者的接盘，则股价可能出现大幅下挫，既影响大股东的减持进程，也损害了广大中小投资者的利益。

实际上，机构投资者的接盘行为也是对上市公司本身股价的一个估值和评价过程：对于公司基本面不理想，公司缺乏投资价值，大股东纯属减持套现的情况，出于价值投资目的的机构投资者不可能在二级市场高位接收大股东筹码，从而使大股东无法顺利减持；对于公司基本面良好，具备投资价值，大股东正常减持的情况，机构则会加以甄别，根据公司投资价值与股价表现的关系，会出现不同的机构接盘情况，甚至对某些优质公司会出现“越减持越上涨”的踊跃接盘现象。因此，机构投资者的接盘行为实际上是从市场约束层面对大股东减持行为的一种制约。

## （二）机构投资者以集体博弈和行使投票权的方式影响大股东行为

在股权分置改革前，由于大股东持有的大量非流通股客观上形成“一股独大”的格局，机构投资者在二级市场的增持减持行为对大股东的控制地位均无伤大雅，机构投资者在公司治理的角色无足轻重，难以对大股东施加有效的影响。因此，非流通时代的机构投资者只是简单的财务投资者，对改善上市公司治理的作用并不大。全流通时代，情况发生了显著变化，具体表现在：

1. 全流通时代机构投资者的队伍日益壮大。根据中国证监会的统计数据，截至 2007 年 7 月底，基金公司、证券公司、保险公司、QFII 等机构投资者持有 A 股的市值比重高达 44%，比 2004 年股改前提高 25 个百分点。其中，基金是最主要的机构投资者，共有 59 家基金公司管理着 347 只风格各异的证券投资基金，股票方向基金资产净值达到 1.67 万亿元，占 A 股流通市值 31% 左右。机构投资者队伍和力量的壮大，尤其是持有 A 股市值的增加，使基金公司拥有更大的话语权。

2. 机构投资者参与公司事务的热情有所提高。机构投资者对于公司治理的热情与其持股比例的提升是有关的：当机构投资者所持股票比例较小时，其可以在公司经营管理不善时选择退出对该公司的投资；但是当其持股比例较大时，不可能在二级市场顺利出售股份又不影响股价，此时，用脚投票的成本大为上升，参与公司治理则成为一种更为有效的选择。全流通后机构投资者在上市公司的股权比例显著提高，促使其由被动投资者转为公司治理的主动参与者，以集体博弈和投票选择代理人的方式影响大股东和上市公司的决策，为自身谋得最大利益。

3. 股改中的分类表决协商和投票权征集等实践使机构投资者获得了与大股东博弈的丰富实践经验与手段。在股权分置改革中，通过集体协商、类别表决、投票代理、投票权征集等制度实践，机构投资者参与了与大股东的对价商谈，积累参与公司治理的实践经验。2005 年新《公司法》规定的累积投票、少数股东提案权、异议股东请求回购权、关联董事表决回避等制度也为机构投资者参与公司事务提供了有力的法律手段。

### **（三）一些机构投资者可能与大股东串谋，损害上市公司和中小投资者利益**

机构投资者的壮大的确有助于在公司治理环节中形成某种制约力量，但也不能排除在一些情况下机构投资者与大股东形成某种共谋，在信息披露、公司经营管理、二级市场交易和投票表决等事项上相互配合，为实现个己私利而损害上市公司或其他投资者的利益。其实，在股权分置改革过程中，这种现象便已经初现端倪，在股改前开始实行的重大事项类别股东表决制度，本质是为了保护流通股股东在重大事项上的独立决策权，但许多机构投资者通过与大股东的串谋，背叛了其阵营，以表决权优势操纵表决结果，作出了对中小投资者不利的决议。例如在 2004 年首旅股份配股决议分类表决中，在参与投票的中小流通股股东中，有 72.78% 投出了反对票，但持股 227.7 万股的两家机构投资者投出的赞成票却使这份被舆论称为“弱市大圈钱”的决议得以顺利通过。

在健康稳健发展的上市公司中，大股东、中小投资者、机构投资者三者利益可能实现良性互动，但也不排除在一些具体的事项或特殊的时期可能会在各主体间形成利益歧异或冲突。此时，机构投资者的利益取向就相当重要。如果机构投

资者与大股东形成共谋，那么缺乏信息优势的中小投资者无疑成为狩猎场上的待宰羔羊，沦为套牢一族。这种共谋，可能是大股东为了高价减持股份而提出的，也可能是机构投资者为作高股价，作大市值而提出的。

全流通时代常见的机构共谋有：（1）大股东减持股份前夕，公司发布信息，机构配合作高股价，让大股东顺利沽出谋利；（2）在定期报告、送转信息、重组信息、定向增发信息、整体上市或资产注入信息等重大信息披露前，大股东和机构提前布局，静待股价上涨后沽出谋利；（3）大股东通过关联交易等方式操纵盈余管理，配合机构在二级市场谋利；（4）机构通过研究报告、股评等手段为上市公司造势，配合机构自身或大股东在二级市场谋利；（5）大股东或机构以机构共谋操纵的方式为个人“老鼠仓”谋利。

## 五、股份全流通后大股东市场交易行为的变化

股份全流通后，二级市场交易成为大股东谋利的主要和最终手段，大股东在交易方向、交易动机、交易方式和交易法律限制等方面，与全流通前存在质的区别：

### （一）交易方向的变化

股改之前，大股东所持股份不能在二级市场流通，因此大股东股份不能直接在二级市场出售，但并未禁止大股东在二级市场的买入行为，因此大股东在二级市场的交易以买入为主。进入全流通时代，大股东解除限售条件的股份可以在二级市场出售，大股东也仍然可以根据需要在二级市场买入股份，因此大股东在二级市场与其他主体一样，处于买卖自由的状态，但从既有的数据来看，由于我国上市公司的大股东持股比例较高，没有为维系控制权而增持股份的必要，因此除非在爆发并购战的情况下，大股东在二级市场的增持行为较少，交易方向以卖出的减持行为为主。

据统计，我国 A 股市场 2007 年前三季度大股东在二级市场的股份增持量为 54233.6963 万股，股份减持量则高达 440184.7812 万股，减持数量是增持数量的 9 倍，并创下历史新高（参见表 4）。

表 4 A 股市场大股东二级市场交易情况表

项目	增持股份数（万股）	减持股份数（万股）	交易总量（万股）
2005 年前三季度	90026.1678	4224.1918	94250.3596
2006 年前三季度	658434.6748	33202.8758	691637.5506
2007 年前三季度	54233.6963	440184.7812	494418.4775

## （二）交易动机趋于多元化

股改前大股东在二级市场的交易以买入为主，交易动机较为单一，多出于保持或增强其在上市公司的控制权。例如，2006 年邯钢股份控股股东邯钢集团公告称，截至当年 9 月 12 日，邯钢集团已累计增持公司股份 141873567 股，占公司总股本的 5.085%，邯钢集团共计持有公司股份比例达 63.58%。舆论普遍认为，邯钢集团的增持行为意在对抗宝钢集团及其两家全资子公司早先在二级市场大量买入邯钢股份及认股权证的行为。

股份全流通后，大股东的交易动机趋于多元化。从交易方向看，既有以保持和加强控制权为目的的增持动机，也有套现出局或换筹谋利的减持动机；从行为法律性质看，既有依据法律规则以谋取正当利益的合法动机，也有以内幕交易、操纵市场谋取不正当利益的非法动机；从股价动向看，既有“做多”股价以减持套现的动机，也有砸低股价、低位接筹的操纵动机，还有稳定股价以利再融资的抑价动机。交易动机的多元化反映了全流通时代大股东交易行为的复杂性，同样的交易行为，在不同动机的驱使下，可能对市场产生不同的影响。

## （三）交易方式间接化

在股权分置时代，大股东对二级市场股价不具敏感性，因此其在二级市场的交易多以自身名义直接进行，无须假借其他中介，因为其并不担心二级市场的涨跌对其实际利益的影响。但股份全流通后，情况发生了很大的变化，由于大股东与二级市场股价建立了共同的利益关联，其在二级市场的显性交易行为将受到更多关注，对股价具有显著影响，因此大股东在二级市场的交易可能更多地采取代理人或隐性交易等间接交易方式进行。这些方式可能有：

1. 通过上市公司进行交易。由于上市公司管理层由大股东委派，某种程度上

是大股东意志的具体体现，因此大股东的一些交易活动可以通过上市公司的交易行为加以实现。例如，大股东若觉得股价低估，欲提升股价，可通过上市公司以公开市场回购等手段推高股价，其效果与大股东直接在二级市场增持是类似的。

2. 通过一致行动人进行交易。大股东可以通过控股、协议、其他安排，控制或支配与其有利益关联的公司、个人或账户从事间接交易。一致行动人交易可以有效地隐蔽大股东的真实交易意图，规避监管机构的监察，使大股东的战略意图得以顺利实现，或扩大股东的资本利得。实践中常见的一致行动交易有：（1）大股东通过控股的公司从事交易；（2）大股东通过关联公司从事交易；（3）大股东通过其董事、监事、高管从事交易；（4）大股东通过与其存在融资、合伙、合作、联营等关联的组织和个人从事交易；（5）大股东通过其母公司从事交易；（6）通过交叉持股的公司从事交易；（7）大股东通过其他有利益关联的主体从事交易。

3. 利用他人账户进行交易。我国证券交易实行账户实名制，证券法明确禁止利用他人名义的证券交易行为，大股东利用他人账户的交易行为，往往出现在内幕交易、市场操纵等特殊的违法违规情况下。利用他人账户与一致行动人的差异在于，一致行动人是在与大股东的共同通谋下以自身的名义行事，而利用他人账户交易中大股东并未假借他人之手，而是借用他人名义直接从事交易行为。二者同样危害市场的健康发展。

#### （四）交易法律限制发生变化

股权分置改革不仅是一次股份流通制度的变革，而且也是一次法律大变革，为了配合股改的进程，《公司法》、《证券法》及相关规则全面修订，大股东交易股份的法律限制出现了许多明显的变化。

1. 股份计算。大股东的股份数量不再简单以名义持股计算，而是计算其在上市公司拥有的全部权益，包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但股东可以实际支配表决权的股份。大股东及其一致行动人在上市公司拥有的权益应当合并计算。

2. 交易数量限制。股改后大股东非流通股自获得上市流通权之日起，至少 12 个月不上市交易或转让；在上述期限届满后，持股 5% 以上的大股东在 12 个月内出售数量占公司股份总数的比例不超过 5%，在 24 个月内不超过 10%。国有控股

股东在连续三个会计年度内通过证券交易系统累计净转让比例超过上市公司总股本的 5% 或者虽未超过 5% 但会可能造成控制权转移的，需报国有资产监管机构审批。

3. 交易价格限制。大多数情况股东交易均按市价进行，但长期以来我国在国有股协议转让方面遵循“净资产定价”的规则。全流通时代市场化定价的机制已经形成，固化的净资产作为转让定价标准已不合时宜，由于上市公司净资产远低于市价，以净资产计价往往意味着大幅折价转让，造成国有资产的流失。因此，2007 年证监会和国资委联合发布《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》，规定除上市公司重组等特殊情形下，国有股东协议转让上市公司股份应当以上市公司股份转让信息公告日前 30 个交易日的每日加权平均价的算术平均值确认。

4. 交易信息披露要求。2006 年《上市公司收购管理办法》对大股东及其一致行动人持有上市公司股权达到 5%，增减 5%，超过 20%，超过 30% 等情况作出相应的信息披露要求。在下列情况下，中小板公司控股股东、实际控制人通过证券交易系统出售其持有的上市公司股份应当在出售前两个交易日刊登提示性公告：（1）预计未来六个月内出售股份可能达到或超过上市公司股份总数 5% 以上；（2）最近一年控股股东、实际控制人受到本所公开谴责或两次以上通报批评处分；（3）上市公司股票被实施退市风险警示。

5. 交易禁止。中小板公司控股股东、实际控制人在下列情形下不得买卖上市公司股份：（1）上市公司定期报告公告前 15 日内；（2）上市公司业绩快报公告前 10 日内；（3）对公司股票及其衍生品种交易价格可能产生较大影响的重大事件，在该重大事件筹划期间直至依法对外公告完成或终止后两个交易日内。

## 六、应对大股东行为变化的监管对策

全流通时代大股东的行为变化是客观存在的现象和趋势，由于市场环境、政策背景、法律规定的变迁以及大股东自身利益取向的转变，大股东的行为较股改前有了显著的变化。我们必须辩证地看待这种变化，变化本身可能对市场产生积极影响，如整体上市提升了上市公司质量，上市公司独立性的增强完善了上市公

公司治理结构，关联交易的新变化保护了中小投资者利益，等等；但变化也可能给市场造成负面影响，带来新问题，如大股东减持对市场的巨大影响，大股东和机构投资者合谋做多上市公司的负面影响，不合理的资产注入对上市公司和投资者利益的损害，等等。因此，简单地肯定或否定大股东的行为变化都是不全面的，必须根据不同情况下大股东的行为变化制定相应的监管对策。

## （一）鼓励引导整体上市，辩证对待资产注入

整体上市与资产注入是既有区别又有联系的两个概念。整体上市是集团公司将其全部资产或主要经营性资产证券化的过程，最终体现为一家整合上市的上市公司；资产注入一般指控股股东将其资产出售或以一定条件让渡给上市公司，一般不改变上市公司和股东的法律地位。资产注入和整体上市的关系也可以理解为程度和层次上的差别，资产注入不一定必然导致整体上市，但整体上市必定包涵资产注入的环节，由于整体上市的复杂性，许多整体上市的个案是通过多次的资产注入而实现的。

在国外证券市场，整体上市是一种常态行为，受海外交易所禁止同业竞争条款的制约，海外上市的企业大多是企业集团作为整体在交易所上市。与非整体上市相比，整体上市无疑具有优越性：（1）有助于消除上市公司与股东资产、人员、财务、机构、业务不能有效分离的弊端；（2）有助于规范上市公司的经营管理，解决我国资本市场长期存在的同业竞争和不正当关联交易问题；（3）有助于将优质资产注入上市公司，完善上市公司产业链，提高上市公司质量，为上市公司带来业绩增长和估值溢价双重利益。

整体上市环节可能涉及多次资产注入，还存在着不涉及整体上市的资产注入，注入的标的可能是矿产、土地使用权、实物资产、专利商标、专有技术等各色资产，对于林林总总的资产注入，则要细致甄别，制定相应的监管对策。

1. 在条件具备的情况下鼓励企业一次性整体上市。由于以整体上市为目的的资产注入普遍被认为是利好消息，在有条件一次性注入资产整体上市的情况下，许多大股东倾向于将整体上市步伐分拆为多次资产注入，以调节股价，谋取利益。因此，从提高整体上市效率，防止信息操纵的角度考虑，应鼓励有条件的企业通过一次性的资产注入实现整体上市，尤其是大股东本身并无太多优质资产或资产



质量不如上市公司的情况下，更无必要通过多次资产注入实现整体上市。

2. 应加强对注入资产的甄别和审查。虚假或不公平的资产注入可能损害上市公司和中小投资者的利益，因此相关监管机构应建立对注入资产的甄别和审查制度。在以定向增发、换股等方式实施资产注入时应着重审核如下事项：（1）注入资产是否与上市公司主业相关，是否是上市公司长期发展所需要的重要资产；（2）注入资产是否属于同一控制人所有；（3）资产注入的价格和其他条件是否公允合理；（4）资产注入是否能在上市公司中切实产生绩效；（5）资产注入的程序性事项如董事会、股东会、表决回避等是否合法；（6）各类中介机构对资产注入出具的资产评估报告、财务会计报告、法律意见书、财务顾问意见等是否真实、公允、合理。

3. 建立资产注入的信息敏感期制度，防范和打击与资产注入有关的内幕交易和市场操纵活动。从资产注入事项开始洽商、谈判之日起至资产注入信息首次公开止，为资产注入信息敏感期，禁止大股东和相关人员在此期间交易公司股票或泄露内幕消息。如果股价在敏感期内发生异动，可推定资产注入信息被不公平地泄露，监管机构可在资产注入事项审批环节作出相应负面评定，如不予受理、延后审批、附条件审批等，并可启动内幕交易和市场操纵的调查程序。

4. 要求大股东实际履行股改承诺，向上市公司注入资产。股改期间许多上市公司大股东除对价之外，还追加了资产注入承诺，若大股东在合理期间未履行上述承诺，则作为被承诺方的投资者可以追究大股东违反承诺的民事责任。监管机构也可以对大股东施予必要的纪律制裁。

## （二）因人制宜，根据不同股东的行为变化特点制定不同的监管策略

鉴于控股股东、国有股东、民营股东、战略股东和财务投资者等不同类别的股东其行为有着不同的特点，因此在监管上也不能一视同仁，应针对其行为的具体特质进行分别监管。

1. 对于控股股东，监管层应重点关注：（1）控股股东通过操纵盈余管理的方式影响股价；（2）控股股东利用对上市公司的控制力干涉或干扰上市公司的公司治理；（3）控股股东利用不公平的资产注入方式损害上市公司和中小投资者利益；（4）控股股东通过各种方式影响上市公司的资产完整、人员独立、财务独立、机

构独立和业务独立；(5) 控股股东、实际控制人利用关联交易、利润分配、资产重组、对外投资等方式损害上市公司和中小股东的合法权益；(6) 控股股东干涉或干扰上市公司的信息披露或故意隐瞒重大信息或发布误导性信息，等等。

2. 国有股东由国有资产监管机构和证券监管机构共同履行监管职责，二者的监管重点有所不同。国有资产监管机构应重点关注：(1) 国有股东的市值考核和国有资产的保值、增值；(2) 维护国有资产出资人权益，防止国有资产的流失；(3) 督促国有股东积极参与公司治理，完善公司治理结构。证券监管机构应重点关注：(1) 国有股东在二级市场的交易行为是否违规；(2) 国有股东在整体上市和资产注入环节是否存在虚假陈述、信息披露不充分、方案不公允等问题；(3) 国有股东在二级市场的整合并购中是否存在违法行为。

3. 对于民营股东，监管机构应重点关注：(1) 民营股东利用关联交易损害上市公司和其他股东利益；(2) 民营股东通过操纵信息披露从事内幕交易；(3) 民营股东以蛊惑交易、抢帽子等方式从事二级市场操纵；(4) 民营股东通过发布特定消息配合其二级市场的减持套现；(5) 民营股东在公司治理中的“任人唯亲”和“一言堂”问题；(6) 民营股东通过交叉持股、互通消息、信息披露配合等手段与机构和其他主体在二级市场上联手从事违法违规行为。

4. 对于战略股东，监管机构应关注：(1) 以战略投资为名，行投机炒作之实；(2) 战略股东的资质是否符合相关规范的要求；(3) 在定向增发环节战略投资者要求上市公司故意抬高或压低股价；(4) 战略股东在定向增发前后的内幕交易和市场操纵行为。

5. 对于财务投资者，监管机构应关注：(1) 为谋取短期差价利益，财务投资者在二级市场操纵股价；(2) 获取利好信息，提前进驻，或得知利空消息，抢先出货的内幕交易行为；(3) 与其他股东或机构合谋，通过选择性信息披露、发布虚假信息、隐瞒重大信息、不充分披露信息等方式影响股价谋利。

### (三) 加强对大股东交易行为各环节的审查与监管

全流通时代二级市场交易是大股东舞弊和获利的主要途径，因此加强对大股东交易各环节的审查和监管，有助于警示和遏制大股东的违规行为，阻断大股东违法获利的渠道。

1. 加强对大股东一致行动人的查证。我国目前的监察环节还主要集中在公开信息所披露的持股比例上，大股东可能通过代理人、一致行动人和其他关联人员以隐蔽的方式增持或减持上市公司股份，以规避持股比例的信息披露要求。因此，监管机构有必要扩大监管范围，将公司注册资金来源、合同关系、亲友关系、人脉网络、高管交叉任职情况等重要节点纳入监管视野，必要时进行现场检查，以查实与大股东有关联关系的一致行动人的真实情况。

2. 建立认定利用他人账户的辅助判断标准。目前，我国在利用他人账户交易的认定上存在举证上的困难，实践中频发的“老鼠仓”反映了我国在账户监管上的乏力。因此，在立法上有必要建立利用他人账户的辅助认定标准。根据海外的监管实践，在出现以下情节时可以认定行为人利用他人账户进行证券交易：（1）直接或间接提供证券给他人或提供资金给他人购买证券；（2）对他人所持有的证券具有管理、使用或处分的权益；（3）他人所持证券的利益或损失全部或部分归属于本人。

3. 强化和严格执行对大股东交易的信息披露。目前中小板实行的大股东交易信息提示制度，可以逐步推广适用到主板，如预计未来六个月减持股份可能达到或超过上市公司股份总数 5%，或者大股东有不良劣迹曾经受到过交易所、证监会处罚或处分，或者上市公司股票被实施退市风险警示等。这些情况下，大股东违法交易的概率较高或者对市场 and 投资者的影响较大，理应在交易前作出公开提示。公开提示应载明拟交易数量、拟交易时间、拟交易价格区间、交易原因等重要事项。

#### （四）强化对大股东与上市公司不公平关联交易的监管

大股东尤其是控股股东利用关联交易从上市公司榨取利益，始终是大股东获利的一个主要渠道。由于股份全流通和市场监管的加强，不公平关联交易出现了隐性化、隐蔽化和间接化的趋势，大股东往往利用貌似公允实则不合理的定向增发、资产注入、丰厚订单等关联交易，从上市公司直接或间接获取利益。在监管上，应注意上述动向，作出相应的监管安排。

1. 将控股股东作为监管重点，将关联关系的概念扩大到控股股东能施加重要影响的其他主体，具体包括：（1）上市公司主要股东，包括法人和自然人；（2）

控股股东控制或能施加重大影响的法人；(3) 上述法人的董事、监事、高级管理人员及其亲密家庭成员控制或有重大影响的法人；(4) 根据协议或某种制度安排与上述法人、有关的潜在关联人。如此，可以有效查证交易双方的真实关系，避免控股股东利用“壳公司”或其他隐性手段将关联交易“非关联化”。

2. 采取更为灵活的关联交易分类监管标准。目前对关联交易分类监管执行按交易金额分类原则，根据上市规则规定，上市公司与关联自然人发生的交易金额在 30 万元以上的关联交易，应当及时披露；上市公司与关联法人发生的交易金额在 300 万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的关联交易，应当及时披露；上市公司与关联人发生的交易金额在 3000 万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易，除应当及时披露外，还应当聘请具有执行证券、期货相关业务资格的中介机构，对交易标的进行评估或审计，并将该交易提交股东大会审议。

但是，纯粹以交易金额进行的划分不仅不能反映公司规模差异性，而且也容易忽略不同关联交易类型的差异。因此，建议针对关联交易类型制定复合标准，如采购类关联交易采取金额占主营业务成本比例认定；销售类关联交易采取金额占主营销售收入比例认定；股权类关联交易采取金额占股权投资比例认定；其他类型采取金额占净资产比例认定，等等。同时，针对关联人将一笔大单分批签订，将大笔交易分拆进行的特点，可以考虑建立关联交易的累计制度或对同一类型的关联交易采取更为严格的信息披露要求。

3. 强化关联交易中控股股东的法律责任。控股股东等大股东可能是关联交易的重大获益方，因此也必须承担相应的交易风险与法律责任。我国《公司法》等法律已经对控股股东的法律责任作出了原则规定，应在实践中得到细化和强化。

首先，应细化对控股股东关联交易损害的民事赔偿制度。《公司法》第 21 条规定控股股东、实际控制人不得利用关联关系损害公司利益，并规定了相应的民事责任。但这一条款并未规定相应的索赔主体和法律程序，使实践中大量存在的控股股东利用控制权和关联交易损害公司利益的行为得不到有效追究。建议结合《公司法》第 152 条股东代表诉讼的规定，允许中小股东以衍生诉讼的方式直接追究大股东不公平关联交易的法律责任，即连续 180 日单独或累计持有公司 1% 股份的股东可以书面请求监事会向人民法院提起诉讼，监事会收到股东书面请求后拒绝提起诉讼，或者自收到请求之日起 30 日内未提起诉讼，或者情况紧急、不立

即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的，中小股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。

其次，应细化和完善“揭开公司面纱”制度。《公司法》第20条规定，股东不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益；不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益，从而确定了我国对公司人格否认和否定股东有限责任的“揭开公司面纱”制度。这一制度同样适用于上市公司等股份有限公司，目前关键点在于尽快通过最高人民法院司法解释的方式，解决“揭开上市公司面纱”的原告、诉由等操作性细节。

我们建议，根据《公司法》第20条的规定，“揭开公司面纱”的原告应仅限于公司债权人，这里的债权人，既包括民事关系中的各类债权人（契约、侵权、无因管理、不当得利），也包括劳动关系中的债权人（如企业员工），还包括行政管理关系的特殊债权人，如在上市公司偷逃税款或大股东和上市公司通过关联交易造成国有资产流失的情况下，税务机关和国有资产管理部门均可以成为“揭开上市公司面纱”的原告。

诉由即在何种情况下债权人可以援引“揭开公司面纱”制度追究股东的责任，综合国外立法与实践，我们建议司法实践中可考虑如下具体诉由：（1）公司资本显著不足，包括股东抽逃出资的情况；（2）股东对上市公司的不正当控制，如股东利用关联交易损害债权人利益等；（3）利用股东有限责任规避法律或契约义务，如掏空上市公司，转移上市公司资产另立新公司，或违背竞业禁止义务设立与上市公司相竞争的新公司等；（4）股东与上市公司在财务、人格、业务上的混同。

此外，监管机构还可以仿效股改承诺，通过指引和守则等形式倡导上市公司股东在关联交易中作出各种业绩承诺，辅之以相应的履行条件和违反承诺责任。例如，对于控股股东权力滥用的情况，可以在表决回避的基础上制定回购担保制度，消除非公平关联交易对上市公司造成的不利影响，具体方式是控股股东作为关联人在进行关联交易（如带有资产注入的定向增发）时承诺在一定期限内如上市公司业绩不能达到某种盈利水平，应确保回购交易的资产或对公司作出相应补偿。

## （五）针对全流通后国有资产流失的新特点制定相应的监管对策

股权分置改革没有从根本上改善国有上市公司的治理结构，上市公司内外治理结构均存在严重的问题：在内部治理结构中，一股独大和内部人控制现象仍然存在；在外部治理结构中，欠缺对国有资产保值和增值的有效监督和保护制度。全流通虽然使僵化的国有资产流动起来，获得了按市场定价的机会，但同时也使国有资产流失的渠道更为丰富，国有资产流失的数额也更为巨大。以往以实物财富为主的流失可能演变为公司股权的整体移转，以往通过关联交易为主的逐次交易型流失可能演变为国有资产的整体性鲸吞，造成的影响更为严重。

预防和制止全流通后国有资产的流失，定价是关键。全流通后国有股二级市场股价普遍高于净资产，因此按原有的净资产转让标准容易造成国有资产的直接流失。为此，国资委、证监会 2007 年 6 月联合颁布了《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》，确定了国有股权转让按二级市场交易价格进行的基本原则。但在具体操作过程中，国有股权转让可能有多种形式，如通过证券交易系统转让、大宗交易、协议转让、行政划拨、控股股东控制权的间接转让、司法拍卖等。尤其在法律没有明文规定或者不适合运用交易价格作为参照的特殊情形下，如何确定国有股权的转让价格成为棘手的问题。为了避免不法分子从标准的混沌中渔利，在特定情形下有必要参考其他的股权转让定价因素，以全面衡量国有股权的整体价值，避免国有资产的流失。这些定价因素主要包括：

1. 企业盈利能力。股权的内在价值是在净资产的基础上加上未来剩余收益的限制。企业盈利能力越强，其内在价值高于净资产的比例就越高，其转让价格也就越高。

2. 股本规模。一般而言，股本规模小的公司提升盈利水平相对容易，股本扩张潜力大，预期回报较高，而规模大的公司，收购方需要投入的资金较多，进行重组的成本较高。但这一规律对一些行业龙头公司未必适用。因此，股本规模也是国有股权转让定价需要考虑的因素。

3. 转让比例。国内学者的研究表明，转让溢价与转让股份比例存在正相关关系，转让比例低，受让方只能处于从属地位，无法对公司经营和管理施予有效影响。尤其对大型国有企业，控制权的高低与否关系到能够有效控制某一行业的生

产力，其转让溢价应随股权转移比例而呈递增态势。

4. 再融资能力。具备再融资能力的上市公司，其国有股权转让价格要高于不具备再融资能力的上市公司。

5. 转让对象。一般意义上的国有资产流失，是指国有资产流入非国有机构或个人的私囊之中，如果国有股权在国有单位之间的转让，则不涉及国有资产的显性流失（但可能存在效益降低的隐性流失），其定价因素就不显得尤为重要。即使同为非国有受让对象，也可能在资质、资信、中外身份等方面存在差异，应有一个甄别判断的过程。因此，在国有股权受让对象为非国有机构或个人时，应尤其重视国有股权的定价问题。

6. 行业特殊性。对于行业龙头或准入壁垒较高的行业，其上市公司国有股权的价格应高于同等财务状况的其他类型上市公司；对于发展前景较好或国家鼓励扶持的行业，其上市公司国有股权也应较同等条件的其他上市公司存在溢价；对于一些不符合产业导向或濒临淘汰的行业的上市公司股权，则存在“冰棍效应”，可在市场价格基础上作一定的折让进行转移。

以上定价参考因素也是国有资产监督管理机构在审核上市公司国有股份转让工作所应考虑的条件。除定价之外，审核环节还要考虑国家安全、国家有关法律的规定（如反垄断法）、国家或地区的产业政策、国有经济布局、结构性战略调整方向、国有资产保值增值、提升企业核心竞争力等诸多因素，以综合判断股权转让对国有经济和国有资产的影响，作出审批与否的决策。

此外，有关法律法规（如刑法、国有资产管理法、证券法等）应强化对下列违法行为的法律责任和打击力度：（1）未按有关规定公开股份转让信息；（2）转让方、上市公司不履行相应的内部决策程序、批准程序或者超越权限、擅自转让上市公司股份；（3）转让方、上市公司向中介机构提供虚假会计资料，导致审计、评估结果失真，造成国有资产损失；（4）转让方与拟受让方串通，低价转让上市公司股份，造成国有资产损失；（5）拟受让方在上市公司股份公开转让信息中，与有关方恶意串通低评低估上市公司股份价格，造成国有资产损失；（6）拟受让方未在其承诺的期限内对上市公司进行重大资产重组；（7）拟受让方采取欺诈、隐瞒等手段影响转让方的选择以及上市公司股份协议的签订；（8）上市公司股份转让批准机构及其有关人员违反本办法，擅自批准或者在批准中以权谋私，造成国有资产损失。

## 附录 1 影响大股东行为变化的主要因素

影响因素	具体表现
股份的可流通性	<p>股份的可流通性是股份公司和现代企业制度赖以建立和发展的基石，是股份制与生俱来的特质。在股权分置时代，国有股、法人股的流通性被人为地抑制，大股东持有的股份不能在二级市场上直接流通，只能以协议方式在场外转让，当公司良好经营绩效在二级市场股价得到体现时，大股东却不能分享股价上扬所带来的收益，由此导致大股东缺乏“做多”上市公司的热情，甚至于直接或间接从上市公司榨取资源，这是股权分置时代大股东占用上市公司资金、“掏空”上市公司、违规关联交易屡禁不止的主要制度性根源。</p> <p>股权分置改革后，在满足特定条件后大股东的股份可进入二级市场自由流通，从而使大股东和中小股东在上市公司治理环节获得了恒定的共同利益基础。大股东的切身利益与上市公司在二级市场的股价绑定在一起，大股东作大做强上市公司的热情空前高涨，大股东参与公司治理的目标更加明晰，不再局限于从上市公司索取利益，而是寻求从改善公司治理和改良公司经营获取的二级市场股价上涨获取合理收益。</p>
股权性质和股东身份	<p>股权性质决定了股东身份，在实行条块管理的中国资本市场，不同身份的股东其所接受的监管和适用的法律政策存在差异，因而其行为模式也各有特点。最典型的股权性质和股东身份差异体现为国有股东和民营股东的差异。国有股东受国有资产管理监管部门监管，有自成体系的考核指标和考核方式，受“所有权主体虚置”的影响，对二级市场股价的敏感度不高，在二级市场从事减持或违法违规行为的动机较弱；民营股东没有明确统一的监管机构，完全以谋取个人利益最大化为行为准则，二级市场的股价高低与其切身利益休戚相关，因此其在二级市场减持股份或从事违法违规行为牟利的动机较为强烈。</p>
股权结构	<p>股权结构对大股东行为的影响突出体现在大股东绝对持股比例和股权集中度上。绝对持股比例和股权集中度越高，大股东与上市公司、中小股东的共同利益归属就越明确，大股东对上市公司的长期和根本利益的关注程度就越高；反之，绝对持股比例和股权集中度越低，大股东对上市公司的控制力和话语权就越薄弱，大股东的短视和注重眼前利益的倾向就越突出，损害上市公司或中小股东利益或在全流通市场上减持套现的动机就越强烈。</p> <p>此外，相对股权比例和股权制衡程度也可能影响大股东的行为。当大股东之间股权比例相差程度不大时，彼此间可能通过二级市场的并购与反并购措施谋求对上市公司的控制权。当机构投资者持有上市公司大量流通股时，也可能通过行使投票权等方式对大股东的行为施加必要的影响。</p>
公司治理结构	<p>大股东是公司治理结构的参与者，公司治理结构的良莠对大股东的行为也有潜在的影响：</p> <p>首先，董事会和经理层的相对独立性是大股东行为的有力制衡因素。我国公司法等法律要求上市公司与控股股东在资产、财务、人员、机构、业务方面实现完全分离（“五分开”），以保持上市公司的独立法律人格。而“五分开”必须通过上市公司的组织机构加以保障和实现。在相对独立性较弱的上市公司中，公司的人财物事项完全受控于控股股东，董事会和经理层无法独立履行职责，甚至有些人员同时在大股东和上市公司中担任高管，在这样的治理结构下，上市公司可能沦为控股股东的谋利工具。</p> <p>其次，监事会和独立董事的恪尽职守也能实现对大股东行为的有效制衡。监事会和独立董事是公司治理结构中的内部监督机构，根据公司法的规定，监事会可以检查公司财务，监督董事、高管行为，提议召开临时股东会，向股东会提出议案等，根据证监会</p>



	<p>2001 年《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的规定，独立董事有权认可关联交易，对上市公司重大事项发表独立意见，提议召开临时股东会和董事会，提议聘任或解聘会计师事务所，独立聘任外部审计机构等。在实践中，监事会和独立董事能否切实履行上述法定职责，不仅是上市公司治理是否完善的标志，而且也直接制约着大股东及其代理人在上市公司经营管理中的行为。</p> <p>此外，信息披露的透明度可以有效地形成对大股东行为的市场约束机制。信息披露是上市公司治理的重要一环，上市公司有别于一般股份有限公司的最大标志在于上市公司必须在“三公”原则下充分、及时、有效地向投资者披露公司财务和经营信息。信息披露不仅影响着投资者对上市公司的价值判断和投资决策，而且也影响到债权人等相关利益主体的行为。投资者和相关利益主体的行为会形成有效的市场约束机制，通过行使表决权、“用脚投票”、谈判协商或诉讼仲裁等方式直接或间接地对大股东的行为产生约束和制衡作用。</p>
实际股价和内在价值的背离程度	<p>由于大股东具备信息优势，对公司股票的真实价值有更为准确的认识。因此，当实际股价与内在价值发生偏离的时候，大股东可能采取行动影响股价，获取收益。一方面，当实际股价大幅低于内在价值（即股价低估）时，大股东可能通过直接增持股票、通过子公司或者关联公司增持股票、回购公司股票、分红和资产转让等手段来提升股价并获取收益。另一方面，当实际股价大幅高于内在价值（即股价高估）时，大股东可能利用高股价再融资、质押担保、减持股份和通过关联公司或子公司卖空公司股票等方式来获取收益。股价和内在价值的背离始终存在一定的幅度，一般而言，背离幅度越大，大股东从事上述行为的动机就越强。</p>
法制与监管	<p>法制与监管是影响大股东行为的重要外在制度因素。法制包括法律完备性、法律科学性、法律公信力、法律执行力等众多因素，其对大股东行为的影响主要体现在：完备的法律制度有助于形成大股东对自身行为的合理预期，并在法治的框架内行事；科学的法律制度有助于鼓励和引导大股东的正面行为，遏制和惩罚大股东的负面行为，实现证券市场的健康稳定发展；法律的公信和执行程度有助于形成对大股东行为的市场约束机制，使大股东的行为处于市场各方主体的共同监督之下。</p> <p>监管是法制的执行环节，是法律执行力的集中体现，其对大股东行为的影响体现为：信息披露的监管将有效遏制大股东选择性披露和虚假信息披露行为；对内幕交易、市场操纵等违法违规行为的查处将直接增加大股东的违法成本，并对市场上其他试图违法的大股东产生震慑作用；监管力度的加强和投资者保护制度的完善有助于建立和完善对大股东违法行为的司法诉讼机制；对重组并购和关联交易的监管有助于甄别和查验大股东的真实动机，约束大股东的行为。</p>
市场行情和市场环境	<p>市场行情与市场环境决定了股东持股的市值和减持的难易程度，因此对大股东的行为有潜在的影响。一方面，市场行情直接决定了大股东所持有的股份市值，影响着大股东的切身利益，另一方面，市场行情的活跃与否影响着大股东对二级市场的关注程度，市场行情越活跃，大股东减持变现就越容易，大股东对二级市场价格波动的关注程度就越高。此外，在市场行情活跃，市场环境宽松的时期，信息披露的敏感度和活跃度都较高，大股东借机从事内幕交易、市场操纵等违法违规行为的频率显著上升。</p>
并购重组等特殊事件	<p>进入全流通时代后，并购市场日趋活跃，并购重组等特殊事件的发生发展对大股东行为也会产生重要的影响。面对频繁的并购活动和控制权旁落的风险，大股东会采取各种防范措施来加强对上市公司的控制权；并购重组对上市公司可能造成的巨大变化以及由此导致的上市公司股价重估可能激发大股东从事内幕交易、市场操纵等违法行为的动机；在并购重组活动中，大股东可能利用一致行动人、实际控制人等复杂关系来规避信息披露的要求。</p>

## 附录 2：全流通前后大股东行为变化案例

案例	具体情况
洪都航空大股东注入全部经营性资产	<p>2006 年 6 月 19 日,洪都航空(600316)公布股改方案,公司控股股东江西洪都飞机工业有限公司(以下简称“洪都飞机”)将净资产价值超过 2 亿元的经营性资产及负债注入洪都航空作为对价安排,相当于流通股股东每 10 股间接获得 1.81 股的对价。公告称,注入的资产由洪都飞机除对洪都航空的 54.75%长期股权投资外的主要经营性资产及负债构成(总资产约为 13 亿元,净资产评估值总计为 2.18 亿元)。</p> <p>在这一对价方案里,只有资产注入,而没有股权和现金对价。对于许多习惯获得送股和现金实惠的投资者来说,此方案给他们的第一感觉是大股东过于吝啬。“当时第一眼看到这个方案的时候,我也有这种同感,但看了另外一份关联交易公告,才真正明白整个方案真正的核心内容其实在关联交易的公告里面,看了关联交易公告,心里面就踏实了”,一位基金经理表示。基金经理所看重的关联交易公告为 6 月 19 日公布的《江西洪都航空工业股份有限公司关于关联交易的公告》,该公告其实就是对洪都飞机所注入洪都航空的经营性资产的详解。在这次资产注入完成后,洪都航空将消除与控股股东洪都飞机的关联交易,洪都飞机与洪都集团发生的关联交易将由洪都航空承继,按原协议的约定继续履行。</p> <p>负责股改方案设计的海通证券投行部有关负责人表示,“由于军工行业的特殊性,在此次资产注入前,洪都航空只占整个产业链的 30%,一旦完成资产注入,洪都航空的经营性资产就占了整个产业链的 90%,相当于整体上市了。”</p> <p>此外,股改公告还显示,这次关联交易完成之后,洪都飞机只拥有对洪都航空的长期股权投资,没有实际的生产和销售业务。洪都飞机也将在股改完成后按照有关程序予以注销,其持有的股权分置改革后洪都航空 55.29%的股份,将划转到洪都飞机的直接控股股东香港上市公司中航科工(2357.HK)所有。同时,洪都飞机的实际控制人中航二集团公司承诺,其全资和其他控股子公司将不从事与洪都航空主营产品相同的产品竞争业务。</p> <p>可以看出,资产注入方案的实施有利于提升公司核心竞争力,消除洪都飞机和洪都航空之间的关联交易,增强了公司资产的盈利质量和能力。单从经营规模分析,大股东洪都飞机此次拟注入的资产 2005 年度模拟主营业务收入为 4.44 亿元,净利润为 4339 万元。而 2005 年洪都飞机实现的合并主营业务收入 16.01 亿元,净利润 9773 万元,也就是说洪都飞机主营收入的 27.8%,净利润的 44.4%都注入了洪都航空。</p>
中船集团整体上市	<p>沪东重机(600150)由原沪东造船厂(现已与原中华造船厂合并成立沪东中华造船(集团)有限公司)和原上海船厂(现已变更为上船澄西船舶有限公司)共同发起设立,经中国证券监督管理委员会批准,并于 1998 年 5 月 20 日在上海证券交易所上市。</p> <p>公司于 2005 年 11 月 28 日以非流通股股东向流通股股东每 10 股支付 3.2 股对价股份的方式完成了股权分置改革。股改完成后,沪东中华造船(集团)有限公司持有公司 43.25%的股权,上船澄西船舶有限公司持有公司 14.66%的股权。2006 年 11 月 3 日,经国务院国有资产监督管理委员会批准,公司控股股东沪东中华造船(集团)有限公司和第二大股东上船澄西船舶有限公司所持公司“国有法人股”共计 139,853,120 股将无偿划转给中国船舶工业集团公司(以下简称“中船集团”)。中船集团直接持有公司有限售条件流通 A 股共 139,853,120 股,占公司总股本的 53.27%,成为公司控股股东。2006 年 12 月,上述股权转让已在中央登记结算中心办理了股权变更手续。</p> <p>2007 年初,中船集团开始借助沪东重机定向增发实现核心民用船舶主业整体上市。</p>

	<p>2007 年 1 月 29 日,沪东重机宣布,拟向特定对象包括控股股东中船集团、中信集团、宝钢集团、中船财务有限责任公司、上海电气、中国人寿、社保基金等大型国企非公开发行股票,用以收购中船集团、上海电气、宝钢集团等控股或参股的造修船企业资产。这些资产包括了上海外高桥造船有限公司 100%的股权、中船澄西船舶修造有限公司的 100%股权、广州中船远航文冲船舶工程有限公司的 54%的股权;上述用于认购本次发行新股的资产评估值约 90 亿元。其中,控股股东中船集团以资产认购不少于发行总量的 59%。中船集团用以认购此次新股的资产,包括上海外高桥造船有限公司 66.66%的股权,中船澄西船舶修造有限公司 100%股权及广州中船远航文冲船舶工程有限公司 54%的股权。可以看出,这种增发其实就是把中船集团部分资产收购到沪东重机之中,然后向特定对象定向增发,这些特定企业作为股东参股到沪东重机。</p> <p>2007 年 4 月 18 日,沪东重机召开年度股东大会,通过了其控股方中船集团部分优质资产注入公司,并定向增发 90 亿元的上述方案。2007 年 7 月 27 日,沪东重机召开 2007 年第二次临时股东大会,会议通过了公司董事会和监事会换届选举、公司变更名称、修订公司章程等五项议案。随着沪东重机董监事会的换届以及公司名称变更为“中国船舶工业股份有限公司”,中船集团成功借助沪东重机定向增发实现核心民用船舶主业整体上市。2007 年 8 月 1 日,经上海证券交易所核准,证券简称正式由“沪东重机”变更为“中国船舶”。</p> <p>实力雄厚的控股股东向上市公司注入资产实现整体上市,可以使集团公司的优势项目、优势资产、优秀人才向上市公司集中,从而使上市公司的质量得到根本性的提高。随着核心民用船舶主业的整体上市,中船集团将在民用船舶领域更具竞争力。公司预计其利润水平将从 2006 年的 2.67 亿增加到 2007 年的 18 亿元以上。整体上市后,中船集团还提出了“五三一”战略发展目标,即在 2005 年、2010 年分别进入世界造船集团“五强”、“三强”,到 2015 年力争成为世界第一造船集团,从而推动中国成为世界第一造船大国。</p>
大股东向创兴科技上缴违法收益	<p>因减持原限售流通股期间同时买入股票,创兴科技(600193)原第一大股东厦门市迈克生化有限公司,被要求向上市公司上缴其违法买卖股票的收益 10050 元。</p> <p>2007 年 3 月 14 日,创兴科技发布公告称,该公司 3965 万股限售流通股 2 月 16 日解禁后,公司股东迈克生化(减持前持有公司 2880.36 万股限售流通股,占总股本的 17.16%)于 2 月 16 日至 3 月 8 日连续减持创兴科技股票 834 万股,并于 3 月 6 日买入公司股票 15 万股。目前,迈克生化仍持公司股份 21343600 股,占公司总股本的 12.71967%。迈克生化在减持过程中买入公司股票违反了《证券法》第 47 条的有关规定。</p> <p>新《证券法》第 47 条规定,持有上市公司股份 5%以上的股东,“将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益”。应创兴科技董事会的要求,该大股东同意将上述 15 万股本公司股票买卖的收益 10050 元上缴归本公司所有,并承诺将严格遵守《证券法》的相关规定处置剩余股票。</p> <p>减持前,创兴科技前三大股东的持股比例平均仅差 1%,但是原第一大股东迈克生化却于今年 2 月以来分三次通过二级市场出售股票,累计减持 4.45%,退居第三大股东。这种不惜放弃老大地位来抛售股票获利的行为,为二级市场到来的大非解禁高潮敲响了警钟。</p>
广发证券借壳上市涉嫌内幕交易	<p>广发证券的前身是 1991 年 9 月 8 日成立的广东发展银行证券部,成立之初仅有 6 名员工,资本金仅为人民币 1000 万元。1993 年,在“整顿金融秩序”的背景下,广发证券开始脱离广发行,成为独立的券商。在十几年的快速发展中,广发证券成为了国内最重要的券商之一,并成为广东省最重要的金融机构之一,是广东省政府“选定”的“广东证券期货行业龙头企业”。</p> <p>2006 年年初,广发证券筹划借壳上市。2 月,证监会下发通报批评指出,广发证券</p>

	<p>总裁董正青在没有向外界和监管机构如实披露的情况下,以他自己为实际控制人的公司受让了广发证券的股权。3月至6月,延边公路股价出现异动。4月27日,延边公路股价从3.15元一路涨至8.00元附近。6月3日,延边公路因为股价异动而被停牌。9月26日,广发证券公布借壳上市方案。10月11日,S延边公路复牌后又连拉三个涨停。10月20日,股价已翻了5倍多的S延边公路被再次停牌。</p> <p>2007年5月29日,证监会通报广发证券借壳吉林敖东及S延边公路上市信息披露违规,相关人员因涉嫌犯罪已移送司法机关。6月1日,证监会机构部和广东省证监局分别向广发证券提出了四点监管意见和六点要求。广发证券迅速成立了整改小组,并在全公司开展自查工作,同时成立了公司危机应对小组。6月2日,广发证券总裁董正青辞职。6月20日,吉林敖东和S延边公路因为虚假陈述等原因遭到证监会“严惩”,二公司分别被处以30万元和50万元的罚款,相关责任人员也受到了警告和罚款的处罚。广发证券高管涉嫌内幕交易案已进入司法程序,正在接受调查。</p>
三普药业大股东隐瞒定向增发被谴责	<p>2007年3月1日至5日,三普药业(600869)股价在三个交易日内涨幅偏离值超过20%。按规定,三普药业需发布股票交易异常波动公告,披露影响股票交易价格的重大信息。但在三普药业随后向其控股股东远东控股集团有限公司(以下简称“远东控股”)询问相关事项时,远东控股却表示,没有应披露而未披露的重大信息。在股价再次出现三个涨停板后的3月12日,远东控股披露将以定向增发方式将自己旗下的远东电缆、新远东及远东复合技术等资产注入三普药业,并申请因重大事项而停牌。对远东控股前后两次披露的迥异信息,监管部门迅速做出反应。</p> <p>据上海证券交易所调查,远东控股在三普药业股票价格异常波动时,有意隐瞒了远东控股拟以三普药业非公开发行股票方式注资的信息,造成了三普药业的股票价格在2007年3月7日至9日连续三日涨停后才披露上述非公开发行股票的事实。上述行为严重违反了《股票上市规则》,根据有关规定,4月12日,上海证券交易所对远东控股以及实际控制人蒋锡培有意隐瞒定向增发事实进行公开谴责。同一天,三普药业收到中国证监会的《调查通知书》。继杭萧钢构之后,三普药业成为中国证监会稽查二局2007年第二个立案调查对象。</p> <p>此后,在三普药业2007年4月25日召开的第五届第一次董事会会议上,全部董事一致通过了“关于暂停公司非公开发行股票并购买资产方案的议案”。而在此前的3月25日,三普药业四届十八次董事会会议审议通过了以7.95元/股发行不超过7.44亿股股份购买大股东资产的预案。综合各种公开信息可以发现,定向增发这一重大信息,应该是三普药业股价连续涨停的助推器。2006年,三普药业每股收益仅为0.05元,如果购买资产的定向增发完成后,三普药业2007年的净利润将大幅飙升。</p> <p>近期公布定向增发方案的多数上市公司股价大幅攀升,这并不奇怪。然而,在定向增发方案公布前的六个交易日内,三普药业股价却是连续五个涨停。市场人士认为,三普药业在重大事项待公告停牌的前后,其股价已经一飞冲天连续五个涨停,而公司在五个涨停之后才宣称有重大事项公告,表明在公司发布公告之前都有先知先觉的资金介入。</p>
法尔胜大股东“误将”买入作卖出	<p>近日来上市公司频频传出“误买”自家股票的“意外操作”。法尔胜2007年8月1日公告称,公司第一大股东法尔胜集团在减持公司A股股票的过程中,于2007年7月30日因操作人员操作失误,误将“买入股份”作为“卖出股份”,错误买入公司股票30万股,买入价格为7.30元。与此同时,法尔胜发出股东减持公告称,自2007年5月30日至7月30日下午收盘,集团公司通过深圳证券交易所挂牌交易出售“法尔胜”股份848.251万股(占公司总股本的2.234%)。本次减持价格均不低于7元。减持后,集团公司尚持有“法尔胜”股份7782.8761万股(包括在7月30日减持过程中误买入的30万股),占公司总股本的20.50%,仍为公司第一大股东。</p> <p>这两则公告表明,法尔胜公司股东这一进一出在完成它原有的减持预期后,还赚了</p>

	<p>65 万多。而对于一般股民来说,要得知上市公司股价走向,在很大程度上取决于上市公司的公告信息。如果一家上市公司的股东发布减持信息,那么很多股民会认为继续持有该公司的股票前景不乐观,从而进行抛售。因此,由于该公司的失误操作而导致的股价上扬,自然给投资者带来利益的损失。</p> <p>按照《证券法》有关规定,在上市公司持股 5%以上的股东,对所持有的公司股票买进(卖出)6 个月内又卖出(买进),属于违法行为。</p> <p>然而,一些业内人士疑惑,为何这么普通的操作也会出现连续失误。这些大股东拥有大量上市公司股票,应该有专业操盘手运作,而一个专业操盘手怎么可能犯这种简单的操作错误呢?那么,这些大股东买进少数股票,是为了掩护其大量减持的动作,还是另有其他目的?在一些市场人士看来,这段时期,大股东们大打“擦边球”集体违规炒股,很可能是希望在减持大小非的同时稳定股价,防止大量减持引起上市公司股价波动,从而诱发恐慌性抛售。</p>
天津宏峰大股东反复买卖公司股票	<p>2007 年 2 月 7 日,天津宏峰(000594)发布公告,公司第一大股东赤峰市松山区黄金工业公司(以下简称“松山黄金”)在今年 1 月 23 日至 2 月 5 日,分 4 次买入和卖出公司股票,共卖出 898 万股,买进 400 万股。上述出售股票均价为 4.27 元/股,购买股票均价为 4.26 元/股,除去费用,未产生差价收益。</p> <p>调查发现,1 月 23 日,松山黄金以 4.261 元/股平均价格出售天津宏峰股票 804 万股,第二天,以 4.255 元/股平均价格在二级市场购进 243 万股。1 月 30 日,松山黄金再次以 4.271 元/股的平均价格购买 156 万股,2 月 5 日又在 4.383 元/股的平均价位出售了 94 万股。目前,松山黄金减持了天津宏峰 1.17%的股份,尚持有 1.5 亿股,占天津宏峰总股本的 27.67%,仍为天津宏峰第一大股东。</p> <p>松山黄金公司在二级市场的频繁买入与卖出,与当年坐庄者的操作手法并无不同。经过这样大量的反向操作,大股东成功在高位减持 498 万股,而相应的惩罚只是没收此间产生的微薄差价收益。</p> <p>是什么助长了上市公司的违规活动呢?有市场人士表示,股改前,庄家坐庄先要大量建仓,把股价拉起来后再想办法出货。他们或是找券商等机构写推荐报告,或是找上市公司帮忙配合出利好,或是想办法找人接盘。但随着非流通股逐步解禁,大股东开始进入到二级市场中。相比目前市场上的机构投资者,大股东不但占据绝对的信息优势,而且手中握有大量的流通股,信息优势和筹码优势合二为一,使大股东成为具备绝对优势的机构。这样,大股东想要坐庄就简单了。利用他们对上市公司的影响,想出货的时候可以公布利好消息或者利用自身影响力反向买卖,而想打压股价吸货,办法同样也很多。这在很大程度上将改变目前的市场格局,大股东做庄行为可能会逐步成为主导市场走势的一个关键性因素。当市场激励充分但约束不足,监管措施不到位,大股东极有可能发展到身兼东家与庄家的双重角色,从而损害中小投资者利益。</p>
伟星股份:首单大股东减持案例	<p>2006 年 9 月 14 日,伟星股份(002003)发布公告称,大股东伟星集团有限公司截止到 9 月 13 日收盘,已经通过深圳证券交易所挂牌交易出售公司股份 795490 股的股票,占公司股份总额的 1.06%,平均价格为 12.56 元 / 股。随后,市场反应强烈,当日伟星股份的股票一路下跌,全天下跌幅度为 6.04%,为中小板下跌幅度第二名。</p> <p>全流通背景下,伟星股份是第一单大股东在二级市场上减持本公司股票的上市公司,因而,市场对此表现略微有些“恐慌”。申银万国的分析师钱启明表示,“大股东减持是股权自由流动的表现,伟星股份是第一吃螃蟹的人,因此引起波动是很正常,这也是市场不成熟的表现”。他认为,由于过去遗留的一些思想认识上的原因,使得投资者容易进行种种猜测。过去在股权分置时代,法律不允许自己买卖自己的股票,但在全流通时代,股权通过二级市场交换将逐渐被市场接受,变成很平常很频繁的事情。</p> <p>伟星股份的董秘谢瑾琨表示,大股东的减持行为是正常的市场行为,与大股东对公司发展的信心没有任何关系。大股东减持的近 80 万股仅占总股本的 1%,这个减持数量</p>

	<p>既不影响大股东的控股地位，也不影响公司的正常生产行为，对公司的基本面不产生影响。</p> <p>客观来看，大股东减持未必见得就是洪水猛兽，有些情况甚至是投资者收集筹码的好时机，关键还是看投资者对上市公司质地和市场趋势的把握。伟星股份去年 9 月 14 日公告减持当日股价大跌，但其后股价翻倍。</p>
飞亚股份大股东套现，股价不跌反涨	<p>在目前上市公司大小非减持热潮中，市场对飞亚股份(002042)“大非”减持的反应与众不同：尽管公司大股东减持声声急，但减持过程中公司股价不跌反涨，重组预期是支撑公司股价的重要原因。</p> <p>飞亚股份主营棉布棉纱等，由于品种单一售价低，2005 年上市以来利润连续下滑。公司 2006 年实现净利润 63 万元，同比减少 89.3%，若没有 1500 万元补贴收入将亏损。</p> <p>公司大股东飞亚集团原持公司 4554.91 万股，占总股本的 45.55%。飞亚集团承诺，其持有的飞亚股份解禁后，所出售的数量 12 个月内不超过飞亚股份总股本 5%，24 个月内不超过 10%。其中 500 万股于 2007 年 1 月 29 日解禁，由于飞亚集团历史包袱较重，又有不少银行贷款和对外担保，自身也无实质性经营产业。飞亚集团在 2007 年 3 月 15 日前后以 5.56 元/股抛售飞亚股份 100 万股，占总股本 1%。其后 3 月底又披露，计划 4 月 2 日至 13 日继续减持剩下的 4%，所得收益主要归还银行贷款。4 月 3 日至 6 日，飞亚集团每天减持 100 万股，共回笼资金 3529.9 万元，并称，在剩余的限售股今明两年解禁后，可能继续减持。</p> <p>尽管公司经营困难，大股东急于减持，但飞亚股份股价却步步攀升。市场人士认为，这主要是因为飞亚集团的重组消息，公司披露，飞亚集团和实际控制人淮北市国资委与有意飞亚集团改革的重组方正进行接触，但没有确定意向方。此外，根据年报，公司投资 800 万元参股淮北市信用担保有限公司(持股 16%)；投资 1000 万元参股徽商银行(持股 0.5%)；投资 768 万元以优惠价购得 114 亩工业用地，这些今后可能带来一定投资获益。</p>

## 参 考 文 献

1. 广东证监局课题组：《后股权分置时代上市公司中小股东权益保护面临的挑战与对策研究》，2006 年 9 月。
2. 张育军：《后股权分置时代监管、创新与市场发展》，《证券市场导报》，2006 年第 7 期。
3. 刘成彦：《股改后上市公司大股东交易行为的变化与监管研究》，深圳证券交易所博士后工作站出站报告，2007 年 8 月。
4. 曾颖：《股改后控股股东对上市公司的资产注入行为研究》，深圳证券交易所博士后工作站出站报告，2007 年 8 月。
5. 邓建平、曾勇：《大股东控制和控制权私人利益研究》，《中国软科学》，2004 年第 10 期。
6. 史振郭：《上市公司不正当关联交易的监管》，《发展研究》，2006 年 12 月。

---

内部报告 仅供参考  
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

---

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋  
电话：0755-83203511  
传真：0755-83203431  
邮编：518028

---