

上市公司股份代持法律问题研究

——兼论股份代持对信息披露监管制度的
挑战与完善

郑 彧*

摘要:在围绕“信息披露”为核心的证券监管制度设计中,虽然《公司法》、《证券法》和中国证监会的行政规章已经对实际控制人的身份披露有所要求,但在中国证券市场跳跃过西方国家几百年所经历的历史而一下子发展到如今规模的市场背景下,我国证券市场监管制度设计的合理性以及市场主体对于监管规则的尊重都还明显不足,市场主体基于各种各样合理或者不合理的原因而采取股份代持的方式逃避对于“实际控制人”的披露。我国证券市场股份代持的存在不仅损害了信息披露规则自身的权威性和执行力,而且也在事实上损害了证券市场的诚信环境。由此,本文试图从股份代持的类型、原因分析为出发点,结合现有的监管实践对股份代持的法律规制提出几点粗浅的建议。

关键词:股份代持 信息披露 法律规制

在现有的上市公司信息披露监管制度中,《证

* 华东政法大学国际金融法律学院,法学博士。

券法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行并在创业板上市管理暂行办法》、《上市公司收购管理办法》及中国证监会颁布的系列有关信息披露的配套性行政规章或指引^①都明确要求上市公司及收购方对追溯至“实际控制人”的“控股股东”的身份信息进行详细披露,并据此作为监管机关从事后续监管(如禁售期、关联交易)的主体依据。如果考虑到《公司法》第217条有关“控股股东”和“实际控制人”的定义,^②似乎我们已对上市公司“控股股东”和“实际控制人”形成了比较明确的披露规则和监管要求。但问题是,基于两方面的因素,我们往往会发现前述有关“控股股东”和“实际控制人”的信息披露要求和监管目标可能无法得到充分实现:在巨大的社会转型期内,虽然“中国特色社会主义法律体系”已经基本形成,^③但基于中国几千年来“人情社会”传统,整个社会的遵法、守法的意识仍然不强,“上有政策,下有对策”仍是立法者和监管者在完善立法和提高执法效率中所面临的巨大挑战。在证券监管领域,基于守法成本和违法收益的极端不对称,就笔者所知,有不少拟上市公司或收购方意图在上市、收购过程中为逃避法律和监管机关的监管,而以“隐名代理”方式隐身于依据监管规则所披露的所谓“实际控制人”之后而在事实上操控着上市公司,此其一;其二,基于我国在2001年于传统的成文法体系之上引入了

① 比如,《发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》、《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》和《公开发行证券公司信息披露的编报规则第27号——发行保荐书和发行保荐工作报告》都要求发行人应披露其发起人/股东(应追溯至实际控制人)的基本情况。

② 《公司法》第217条第2项规定:“控股股东是指其出资额占有限责任公司资本总额百分之五十以上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额百分之五十以上的股东;出资额或者持有股份的比例虽然不足百分之五十,但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东。”第3项规定:“实际控制人,是指虽不是公司的股东,但通过投资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为的人。”

③ 吴邦国:“形成中国特色社会主义法律体系重大意义和基本经验”,载《求是》2011年第3期。关于中国是否已经初步建设完成具有中国特色的法律体系虽然存在一定的争议,但不可否认的是,经过改革开放30多年来的努力,我们已经在社会经济、政治、文化、军事、行政等各个领域构建起了以宪法、民事法律、商事法律、刑事法律、行政法律、军事法律为代表的一系列法律规范,应该说从成文法的“法律存在”而言,吴邦国委员长提及的“中国特色社会主义法律体系已经基本形成”的观点并不为过。

基于衡平法所产生的普通法系中的信托制度,并在《信托法》中确立了“名义所有权”与“实际所有权”分离的所有权“二元结构”,这使在信托制度结构中,基于所有权的分离,信托受托人在成文法的语境下可以成为“股权”的所有权人(依据信托契约)和股东权利的完全行使人(依据信托安排)。所以尽管存在不认可“信托公司”持有上市公司股份的监管实践,但如果仅仅依据对现有信息披露监管规则的字面解释,在纯粹的信托结构下,基于受托人对于股份的“所有人”和“管理人”身份,其应该被认定为“实际控制人”,上市公司股份的信托人很难在信托法的理论下被认定为上市公司的“实际控制人”或者股份的“所有权人”。由此,在现有信息披露规则没有要求上市公司强制披露信托安排的情况下,不少利益主体试图用“信托”的二元结构掌控对上市公司的控制权并意图躲避披露规则的监管。是此,“隐名代理”和“信托持股”构成了本文所述“股份代持”的两种类型,本文在此不再就“隐名代理”与“信托”在民法意义或信托法意义上的区别再行分述,而统一以“股份代持”指代相关现象。同时,为论述方便,本文亦将以上市为目的的拟上市公司归入本文所述“上市公司”的范畴,在此一并说明。

一、股份代持的类型分析

为更好地论述股份代持存在的问题,我们有必要对目前证券市场上所存在的股份代持进行一下简单的分析,以区分一下不同类型股份代持的法律关系和法律结构。

(一)“委托—代理”方式

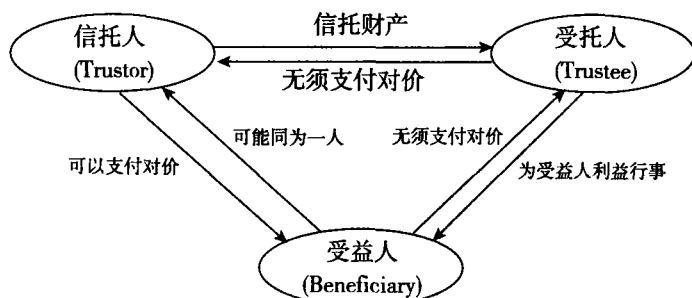
“委托—代理”是市场上存在的最为简单的股份代持关系,它是股份的真实所有权人(或者出资人)不以自己的名义直接持有上市公司股份,而是通过委托合同或代理协议等方式委托他人(代理人)以他人的名义持有上市公司股份,并且在上市公司对外信息披露时只披露该等接受委托而在名义上持有股份的代理人的信息,委托人的身份并不对外进行披露。这种代持关系在本质上是传统民法中的“隐名代理”

关系。因此,从隐名代理所映射的“委托—代理”这一层关系上看,由于“委托—代理”关系的一切法律后果需最终追及于委托人而非被委托人(代理人),故此依照《公司法》对于“实际控制人”的定义,如果某“人”事实上直接或者间接拥有上市公司的控制权益但却通过“委托—代理”安排回避披露义务的话,则此种“委托—代理”的安排明显违背了现有信息披露监管制度中对于控股股东和实际控制人的披露要求,属于故意违法行为。在现实中,实际控制人以“委托—代理”关系委托他人持有上市公司股份的情况比较少,更多的情况是控股股东(实际控制人)基于诸如股份激励或者其他不可公开的原因而接受第三方(如公司员工、供应商等)的委托,并以自己的名义代表第三方持有上市公司股份,或者是公司员工或公司的利益相关方通过名义上与公司不发生关联的第三方在上市前受让公司股份并以该第三方名义持有上市公司股份。

(二)“信托”方式

第二种形式的股份代持是通过以“所有权二元结构”为特征的信托制度而实现。所谓“所有权二元结构”是指在信托制度中,通过信托契约(Trust Deed)而将信托财产的所有权切分为“名义所有权”和“实际所有权”,信托人将信托财产的所有权让渡给受托人,受托人可以以“名义所有权”的身份按照信托安排独立行使对信托财产包括占有、使用、处分、收益等权能在内的一切所有权权利。如同真实所有权人与第三方的关系,受托人就信托财产所作出的处分对于第三方和信托人而言都具有约束力,只不过受托人处分信托财产所获得的信托财产收益应归属于受益人所有。在信托制度下,即使受托人违反信托契约而违背受托人应有的信托义务,只要第三方不是恶意与受托人串通合谋,受托人对于信托财产的处置不可被信托人所撤销(这点与大陆法系民法上的“委托—代理”关系中对于代理人不当处置的法律后果和追及力

效果有所不同),^④信托人只能追究受托人对信托义务违反的信托责任。有关信托的基本架构可以如下图所示:^⑤



基于信托的这种所有权二元结构,在以信托为载体的股份代持中,股份所有人(出资人)将其持有的股份或者出资份额作为信托财产,通过信托方式信托给一个第三方,该第三方以名义所有人持有上市公司的股份并进行披露。通常情况下原本受托人可能是作为普通民事主体的自然人或法人(“民事信托”),也可能是作为商事主体的信托公司(“营业信托”或“商业信托”),但受限於现有中国证监会对于上市公

^④ 在传统大陆法系民法理论中,在排除善意取得的情形下,代理人超越代理权限实施的行为对于委托人而言是不具有约束力的。比如,我国《民法通则》第66条就规定“没有代理权、超越代理权或者代理权终止后的行为,只有经过被代理人的追认,被代理人才承担民事责任。未经追认的行为,由行为人承担民事责任。本人知道他人以本人名义实施民事行为而不作否认表示的,视为同意……代理人和第三人串通,损害被代理人的利益的,由代理人和第三人负连带责任……第三人知道行为人没有代理权、超越代理权或者代理权已终止还与行为人实施民事行为给他人造成损害的,由第三人和行为人负连带责任”。《合同法》第402条和第403条规定“受托人以自己的名义,在委托人的授权范围内与第三人订立的合同,第三人在订立合同时知道受托人与委托人之间的代理关系的,该合同直接约束委托人和第三人,但有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人的除外”、“受托人以自己的名义与第三人订立合同时,第三人不知道受托人与委托人之间的代理关系的,受托人因第三人的原因对委托人不履行义务,受托人应当向委托人披露第三人,委托人因此可以行使受托人对第三人的权利,但第三人与受托人订立合同时如果知道该委托人就不会订立合同的除外。受托人因委托人的原因对第三人不履行义务,受托人应当向第三人披露委托人,第三人因此可以选择受托人或者委托人作为相对人主张其权利,但第三人不得变更选定的相对人”。

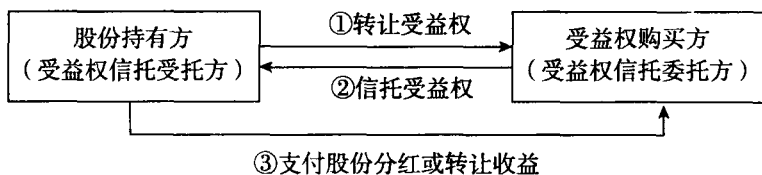
^⑤ 孙义刚、郑彧:“信托制度异化论”,载《法律科学》2009年第4期。

司股东资格的监管要求,无论信托公司通过“自有”还是“受人之托”的方式持有上市公司股份,任何存在信托公司为股东的上市公司要想得到证券监管机关的相关监管批复几乎是不可能的,所以现在市场上多见的信托架构的股份代持多为“民事信托”或者“私募基金”。以信托结构所进行的股份代持主要散见于那些背后的控股股东因为主体资格限制、资质不符等原因而不得已通过信托安排由第三方替代自己持有股权。需要说明的是,尽管存在“信托”的形式,目前市场上所谓的“信托安排”与传统信托结构仍存在不一致的地方,最主要的区别是这种“信托”的代持只是借用了信托的形式,在本质上,信托的所谓“信托人”仍然通过一系列手段控制、决定着“受托人”对于上市公司股份的决策(如表决、选举董事)和处分(如转让、收购)的过程,这与传统信托中由受托人独立管理、决策受托股权是不同的。

(三)“受益权信托”方式

除前述将股权信托外,市场上还存在另外一种以信托“衍生品”名义出现的股份代持方式——“受益权信托”的产品。所谓受益权信托其本身是为了在名义上完全规避有关对“股份所有权”和“股份变动”的争议,而将对股份的占有、使用、收益、处分权能进行分割,单独将股份对应的“受益权”从所有权的权能中剥离出来,形成所谓的“受益权信托”。在这种“受益权信托”产品中,当事人将股份的受益权作为“信托标的”,由原股东向第三方转让针对受益权^⑥的“所有权”。受益权信托产品主要表现为两种形式:第一种形式是原股东将股份转让给第三方后,原股东再以信托的方式替第三方(买受方)在名义上持有股份,双方会通过信托契约关系将股份的受益权转归第三方所有;第二种形式是原股东仍保留股权所有权人的身份,而将股份受益权转让给第三方(买受方),第三方将购买到的受益权仍信托给原股东,原股东作为受益信托的受托人将其以股份所有人名义可从公司获得的股份收益向第三方进行支付。

^⑥ 体现为对股份的“分红权”和“转让收益”。

受益权信托关系图^⑦

这种受益权信托通常存在于控股股东或者其他具有禁售期要求的股东以让渡所谓的“受益权”的方式进行提前套现。

(四)“职工持股会”方式

依据《民政部、外经贸部、国家体改委、国家工商行政管理局关于外经贸试点企业内部职工持股会登记管理问题的暂行规定》所述定义，职工持股会是专门从事企业内部职工持股资金管理，认购公司股份，行使股东权利，履行股东义务，维护出资职工合法权益的组织。职工持股会制度最早来源于外经贸企业的企业改制实践，因为早在1994年国务院即批复同意外经贸股份有限公司进行内部职工持股试点。1997年《民政部、外经贸部、国家体改委、国家工商行政管理局关于外经贸试点企业内部职工持股会登记管理问题的暂行规定》首次明确“职工持股会”的法人地位，上市公司的股东中也开始出现职工持股会。但在2000年，基于民政部办公厅发文取消对于职工持股会的法人登记，中国证监会法律部在2000年、2002年对外和对内的两个复函中主要基于职工持股会因未登记而不具备“法人主体”资格的原因而拒绝对于在股东结构中含有职工持股会的上市公司进行相关申请的核准。^⑧

虽然职工持股会直接持有上市公司的股份，但从法律关系的本质

^⑦ 郑斌：“论我国信托产品法律结构之瑕疵”，载《上海金融》2009年第10期。

^⑧ 在中国证监会“法律部[2000]24号”复函后不久，国务院办公厅批转了一份《国务院办公厅关于外经贸企业内部职工持股会法律地位问题的复函》（国办函[2001]25号），在该复函中，国务院办公厅认为“职工持股会是公司工会内设的专门从事本公司内部职工股的管理组织，不必作专门的登记”。2010年12月27日民政部颁布了《民政部关于清理本部门规章、规范性文件的公告》，公告废止了在“法律部[2000]24号”复函所引用的《关于暂停对企业内部职工持股会进行社团法人登记的函》（民办函[2000]110号）的效力，不再要求职工持股会进行社团法人登记。虽然有此变化，但尚未见到中国证监会就内部职工持股会法律地位的态度有所变化。

来说,职工持股会本身其实是那些真实出资的股东们(反映为公司的内部员工)为持有公司股份而存在的特殊目的载体(special purpose vehicle, SPV)。因此,当中国证监会关闭存在“内部职工持股会”结构的公司上市这道大门的时候,那些在现实中存在职工发行需要又希望上市的公司不得不通过变通的方式实现“全员持股”的需求,此时无非就是以“有限责任公司”或者其他特定自然人替代“职工持股会”而成为特殊目的载体而已(比如,平安集团员工通过新豪时等三间公司事实上行使着“职工持股会”的职能,华为在虚拟股份中也透过华为控股行使 SPV 的职能)。因此,无论是“职工持股会”还是其他承载特殊职能的 SPV 方式,为了在形式上满足中国证监会的审核监管要求,当这些公司需要将 SPV 还原成中国证监会认可的持股结构时,通常会出现两类矛盾:第一类是管理层在上市的名义下,强行将员工持股转让给自己的关联方从而引发被收回股份的员工与公司或其他股东的纠纷;^⑨第二类就是在维持原先持股比例安排的条件下,通过股份代持方式回避证监会的要求,以明知故犯方式违规代持。

二、股份代持的原因分析

(一) 规避法律的限制性要求

1. 回避股份禁售期的要求

根据现有首次公开发行股票(IPO)审核监管要求及相关交易所的上市规则要求,首次公开发行股票前控股股东、实际控制人持有的股份在上市后的3年内不得进行转让(即禁售期为3年),而且发行前1年新认购股份或者是从应当遵守3年禁售要求的股东所受让的股份同样需要遵守3年的禁售期要求,而公司高级管理人员直接或间接持有的股份则需遵守《公司法》的相关规定。为了回避对于控股股东3年禁售期或者对于上市前1年从控股股东所受让股份的限售期要求,控股

^⑨ 林向、李秀中:“剑南春职工股‘被信托’? 工会持股成确权困境”,载《第一财经日报》2012年8月27日第A01版。

股东采取股份代持的方式将部分所持股份从其名下拆分出来,转归他人代持以换取较短期限的股份出售锁定期(lock-up period),而公司高级管理人员则试图在上市前将其从控股股东处可获得的股份奖励以他人的名义持有以回避更长期限的锁定期。

2. 回避关联交易表决程序要求

《公司法》第16条规定“公司为公司股东或者实际控制人提供担保的,必须经股东会或者股东大会决议。前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东,不得参加前款规定事项的表决。该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过”,《公司法》第21条进一步规定“公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益。违反前款规定,给公司造成损失的,应当承担赔偿责任”,同时《公司法》第125条规定“上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的企业有关联关系的,不得对该项决议行使表决权,也不得代理其他董事行使表决权”。依据《公司法》的前述规定,中国证监会颁发了《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规范意见》、《上市公司章程指引》及《上市公司股东大会规则》等监管规范性文件或指引要求上市公司与控股股东(实际控制人)、关联董事发生关联交易时,需遵守相关董事会、股东大会表决程序和回避表决的要求。而为了回避此类关联交易表决的要求,对于拥有众多关联公司的实际控制人而言,通过股份代持安排回避关联交易的表决程序要求则存在现实的内在需求。

(二) 基于非法的目的和意图

1. 逃避同业竞争的监管要求

根据中国证监会《首次公开发行股票并上市管理办法》第19条有关“发行人业务独立”的要求,发行人的业务应当独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争或者显失公平的关联交易,由于有些集团性公司拥有众多产品存在上下游关联关系的附属公司,或者某些控股股东出于分拆某一块业务的需要,为回避同业竞争和“独立性”要求,这些市场主体就会选择以股份代持的方式回避同业竞争的监管要求和信息披露要求。在大多数的情况下,这样的股份代持也会逃避了有关关联交易的监管。

2. 逃避上市公司收购的监管要求

根据现行上市公司收购监管制度,投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%时,应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书,向中国证监会、证券交易所提交书面报告,抄报该上市公司所在地的中国证监会派出机构(以下简称派出机构),通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票,^⑩而且通过证券交易所的证券交易,收购人持有有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时,继续增持股份的,应当采取要约方式进行,发出全面要约或者部分要约。^⑪由此,上市公司收购需遵守相关“信息披露”和“要约收购”的监管规则。而根据“宝延风波”后中国证监会所沿用的监管惯例,我们采取了严格的“阶梯式收购”监管方式,即任何超过5%的股份变动行为都要按照“一停、二看、三通过”的方式^⑫进行,收购方的大额收购意图必须分解为若干步骤,不可一次实现(比如,通过证券交易所的证券交易直接购买10%的股份,必须分解为5%+5%两个步骤完成股份的收购)。^⑬因此,在这

^⑩ 《上市公司收购管理办法》第13条、第14条。

^⑪ 《上市公司收购管理办法》第24条。

^⑫ 所谓“一停、二看、三通过”的方式是指按照“购买至5%——停止收购、进行披露——以5%为限继续收购——再次停止并进行披露——继续以5%为幅度进行收购”的方式从事收购(反之通过证券交易所的减持程序亦然),不可直接就目标比例股份从事收购或者减持行为。

^⑬ “阶梯式监管”最近一个例子是深圳证券交易所对北京嘉利九龙商城有限公司“违规减持”的处罚:嘉利九龙2008年8月20日通过深交所证券交易系统采用大宗交易方式出售中核钛白股份1742万股,占中核钛白股份总额的9.1684%,当日嘉利九龙通知上市公司中核钛白。8月21日,上市公司中核钛白对股东减持情况刊登公告,嘉利九龙也公布了《简式权益变动报告书》公告其减持9.1684%比例股份的情况。但针对嘉利九龙一次性减持9.1684%的行为,深交所认为依据《上市公司收购管理办法》第13条第2款的规定:“投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后,通过证券交易所的证券交易,其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后2日内,不得再行买卖上市公司的股票。”而嘉利九龙在出售中核钛白股份达到5%时,在未及时刊登权益变动报告书情况下继续出售中核钛白股份。上述行为已经违反规定,由此予以公开谴责并限制其减持其余股份三个月的处罚。有关处罚决定可参见《关于对北京嘉利九龙商城有限公司给予处分的决定》(深证上[2008]129号),资料来源:深圳证券交易所网站,载 http://www.szse.cn/UpFiles/cfwj/2008-09-04_00214566.doc,2008年9月5日访问。

样的监管政策下,为了逃避披露义务、要约收购义务和“阶梯式收购”的烦琐,就有市场主体通过股份代持的方式回避其在对上市公司收购过程中所应受到的披露和报告的监管义务。

3. 逃避内幕交易的监管要求

在现有的内幕交易监管体系中,内幕交易监管的核心在于对“内幕人员”利用“未公开信息”而从事交易的行为的查处,其中对于“内幕人员”的界定又是是否构成“内幕交易”的核心和基础性问题。为此,我国在《证券法》、《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》、《上市公司信息披露管理办法》以及沪深两地交易所的上市规则都对“内幕人员”的范围有所界定,其中“持有公司5%以上的股东”(《证券法》)、“发行人、上市公司的控股股东、实际控制人控制的其他公司”(《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》)都是属于禁止从事内幕交易的内幕人员。尽管在这样的监管规则下,仍然有不法主体采取股份代持的方式以回避“内幕人员”身份从而事实上利用内幕信息从事不法牟利活动。

4. 逃避主体资格的合规性要求

不可否认地讲,在中国证券市场不断发展和壮大的背景下,基于资本市场的投资(机)行为相较于产业资本所带来的更为快速、容易的营利,围绕证券市场的上市、并购、重组已经形成了一定的利益链条。在这个链条上,有些主体为了获得巨额非法利益而不得不假借于股份代持持有上市公司的利益,比如,虽然《公务员法》第53条规定公务员不得“从事或者参与营利性活动,在企业或者其他营利性组织中兼任职务”,可在现实中也已出现党政机关公务人员通过股份代持的方式持有上市公司的案例;^⑩为了回避在上市、要约收购和重大资产重组过程中对于实际控制人的监管审查,某些不具备监管部门要求的主体资格条件(比如,不符合证监会、保监会、银监会对于证券公司、保险公司和商业银行的股东资格要求)或者曾经存在重大违法行为可能有碍于上市申请、要约收购豁免或者重大资产重组核准的

^⑩ 仇子明:“大康牧业改制:股权转让连环迷踪”,载《经济观察报》2011年7月25日第022版。

实际控制人也会借道于股份代持进行证券不法活动;此外,某些保荐机构或者保荐人在其保荐的项目中存在参股、入股(甚至要求实际控制人送股)的行为,而为了回避申报过程中的利益冲突也会以股份代持的方式回避合规监管审查。这些不法动机的存在都为股份代持提供了市场的土壤。

(三) 股权激励的现实需要

在民营企业中,越来越多的民营企业为了长期吸引人才而采取股权激励手段奖励和挽留对于企业具有贡献的人员。但是民营企业在实施股权激励过程中又存在自身现实的顾虑,比如,出于对高管忠诚度、对公司价值的考虑,往往不会把激励股份直接授予或让渡给被激励对象。根据我们的经验,民营企业在实施股权激励时往往会设置一些诸如服务时限、公司业绩要求的条件,这些股权激励的条件在公司未上市时不会存在太大的问题,但一旦公司谋求上市,由于现有监管政策是只放行已上市公司的股份激励计划,^⑮对于任何拟上市公司都不允许存在可能导致股份变动的股份激励计划,因此已经实施股权激励方案的这些民营企业就不得不采取股份代持的变通方式来继续实施企业自身的股权激励方案。

(四) 民企海外上市规避审批的需要

除了以上几种股份代持的原因外,在某些寻求海外上市的中国企业中,为了规避《关于外国投资者并购境内企业的规定》(业内俗称“10号文”)中有关“关联并购”和“换股上市”的监管审批,某些中国企业还会在境内或境外采用股份代持方式造成境外上市主体(并购方)和境内运营主体(被并购方)的实际控制人并不关联的假象,以骗取商务部门的并购核准,同时逃避国家外汇管理局《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(业内俗称“75号文”)及其操作规程对于返程投资的境内居民境外投资外汇登记要求。在民营企业以股份代持方式规避10号文和75号文审批及备案

^⑮ 中国证监会已颁布《上市公司股权激励管理办法(试行)》作为上市公司向高级管理人员进行股权激励计划的监管依据;2012年8月,中国证监会又颁布《上市公司员工持股计划管理暂行办法(征求意见稿)》以在股权激励计划之外为上市公司员工合法持股打开另一个出口。

要求的同时,市场上也出现了不少因为股份代持而产生的所有权权属纠纷。^⑩

三、股份代持的法律规制

(一) 立法规定与司法审判的现状与不足

无论是《公司法》还是《证券法》都没有专门针对“股东”一词进行界定,而我国理论界对“股东”通常的解释是“是向公司进行出资并对公司享有权利和承担义务的人”。^⑪ 基于“人资两合”和“资合”属性的学理区别,公司在我国被划分为“有限责任公司”和“股份有限公司”两种类型,对于有限责任公司而言,股东在外在表现形式上通常是进行出资并登记在公司出资证明书上的人,而对于股份有限公司而言则是指持有公司股份的人。

很明显,在没有明确的法律界定的情况下,上述纯粹的学理解释无法准确揭示股权(份)代持状况下的所有权权利归属。由于股权(份)代持的现象和纠纷在现实生活中越来越多,在2011年之前,无论是立法机关还是最高人民法院对于此类代持纠纷并没有明确的回应与说法,因此,地方法院在审理股权(份)代持的纠纷中并没有可供参考的法律依据,各地基层法院基本上都是按照各自对《公司法》的理解自行裁定。而为了规范、统一执法尺度,不少高院在各自管辖范围内就此类问题颁布了统一的指导性意见。比如,《上海市高级人民法院关于审理涉及公司诉讼案件若干问题的处理意见》(沪高法[2003]216号,以下简称《上海高院处理意见》)规定“当事人之间约定以一方名义出资(显名投资)、另一方实际出资(隐名投资)的,此约定对公司并不产生效力;实际出资方不得向公司主张行使股东权利,只能首先提起确权诉

^⑩ 比如,苏州大方特种车股份有限公司的实际控制人就因为境外上市的股份代持与境外股份代持人发生长达三年的诉讼,还身陷牢狱之灾。参见苏龙飞:“一场三败俱伤的借壳交易始末:苏州大方资本劫”,载《新财富》2012年第9期。

^⑪ 有关学界对“股东”的定义可参见范健、王建文:《公司法》,法律出版社2006年版,第282页;赵旭东主编:《公司法》(第2版),高等教育出版社2006年版,第296页。

讼。有限责任公司半数以上其他股东明知实际出资人出资,并且公司一直认可其以实际股东的身份行使权利的,如无其他违背法律法规规定的情形,人民法院可以确认实际出资人对公司享有股权”;而《江苏省高级人民法院关于审理适用公司法案件若干问题的意见(试行)》(以下简称“《江苏高院意见》”)则规定“股东(包括挂名股东、隐名股东和实际股东)之间就股东资格发生争议时,除存在以下两种情形外,应根据工商登记文件的记载确定有关当事人的股东资格:(1)当事人对股东资格有明确约定,且其他股东对隐名者的股东资格予以认可的;(2)根据公司章程的签署、实际出资、出资证明书的持有以及股东权利的实际行使等事实可以作出相反认定的。实际出资并持有出资证明书,且能证明是由于办理注册登记的人的过错致使错误登记或者漏登的,应当认定该出资人有股东资格”、“股东(包括挂名股东、隐名股东和实际股东)与公司之间就股东资格发生争议,应根据公司章程、股东名册的记载作出认定,章程、名册未记载但已依约定实际出资并实际以股东身份行使股东权利的,应认定其具有股东资格,并责令当事人依法办理有关登记手续”。

地方法院的审判案例和审判需求推动了最高人民法院的司法解释工作,2011年1月27日,最高人民法院在总结过往案例基础上颁布了最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》(以下简称“《规定》”),《规定》认为“有限责任公司的实际出资人与名义出资人订立合同,约定由实际出资人出资并享有投资权益,以名义出资人为名义股东,实际出资人与名义股东对该合同效力发生争议的,如无合同法第五十二条规定的情形,人民法院应当认定该合同有效。前款规定的实际出资人与名义股东因投资权益的归属发生争议,实际出资人以其实际履行了出资义务为由向名义股东主张权利的,人民法院应予支持。名义股东以公司股东名册记载、公司登记机关登记为由否认实际出资人权利的,人民法院不予支持”。《规定》还规定“名义股东将登记于其名下的股权转让、质押或者以其他方式处分,实际出资人以其对于股权享有实际权利为由,请求认定处分股权行为无效的,

人民法院可以参照物权法第一百零六条的规定处理”。^⑩

虽然司法审判活动解决了有关股权(份)代持在权属纠纷层面上的法律处理问题,但从前述司法解释和地方高院的指导意见中我们可以很明显地看到,法院在股份代持问题上仍存在明显的不足:

第一,无论是最高人民法院还是上海、江苏两地高院,其对于股权(份)纠纷的指导意见都只针对“有限责任公司”,司法解释和地方高院的指导意见都没有涉及股份公司“股份代持”认定处理问题,由此就无法对法院系统会如何处理上市公司的股份代持纠纷作出一个明确的判断,缺乏对此类纠纷的明确司法预期。对于此种现象,笔者个人猜测原因是:在传统的公司法理论中,“有限责任公司”体现的一个最大的特征是“人资两合”性,即有限责任公司既是资本的组合同又是人与人的组合,股东基于相互的信任而共同组建公司。因此,对于有限责任公司的股权代持而言,如果隐名股东没有取得其他股东的认可,则其“人合”的前提条件就不成立,因而,在《公司法》没有明确界定何谓“股东”的情况下,法院就有必要依据有限责任公司“人资两合”的法理对股权代持行为作出明确的司法解释以为股份代持纠纷提供相应的审判依据。但对于股份有限公司,基于其资合的特性,其出资纠纷相对于有限责任公司的隐名问题在单纯的“资本认定规则”下会显得简单得多。

第二,在对股份公司“资合性”特征的把握下,根据中国法院的审判传统,法院对“资本认定规则”的唯一理解就是“谁出资,谁所有”。在“谁出资,谁所有”的规则下,法院完全可以依照现行证据规则对诉争股份的真实出资人进行证据判定并依据出资证明判定股份所有权的归属。按照这个审判思路,在上市公司股份代持纠纷中,必然的一个法律逻辑推导结果就是躲在幕后的“隐名所有人”或者“信托人”被认定为诉争股份的真实所有人,而这样的认定结果必然与上市公司向公众

^⑩ 《物权法》第106条:“无处分权人将不动产或者动产转让给受让人的,所有权人有权追回;除法律另有规定外,符合下列情形的,受让人取得该不动产或者动产的所有权:(一)受让人受让该不动产或者动产时是善意的;(二)以合理的价格转让;(三)转让的不动产或者动产依照法律规定应当登记的已经登记,不需要登记的已经交付给受让人。受让人依照前款规定取得不动产或者动产的所有权的,原所有权人有权向无处分权人请求赔偿损失。当事人善意取得其他物权的,参照前两款规定。”

披露的所谓“实际控制人”的结果不相符合,那些在股份所有权方面进行虚假陈述的证券市场主体在“谁出资、谁所有”保护下仍可实际享有对于标的股份的经济利益,这样的法律预期并不利于经济法意义上国家对上市公司信息披露的监管效果,更谈不上对于促进信息披露的完整、真实与准确的保护。

第三,作为成文法系国家,无论是司法实践还是法学教育,我们深受大陆法系传统民法严密理论体系的影响。因此原本有关所有权属性的认定都是基于“一物一权”的一元结构模式,^⑨但在2001年通过《信托法》引入信托制度后,我们在传统的一元结构中横空出现了“名义所有权”和“实际所有权”可合法分离的所有权“二元结构”,这就对我们原来对所有权属性的理解和理论体系造成了冲击。实务部门无法正确认识信托的“所有权二元结构”的法律属性,他们更倾向于以传统民法中“委托—代理”关系中的委托人和受托人的关系来看待“信托人”与“受托人”的关系,继而套用民法理论中有关“委托—代理”关系的法律后果来处理信托关系中的信托安排。所以,我们可以很明显地看到,在前述司法解释和各地高院的指导意见中,法院系统是在传统的民法和公司法原理下解释“股权代持”的属性,对于信托项下的股权代持纠纷如何认定并未涉及。

(二) 信息披露监管的规定与不足

如前文所述,我国目前已经引入“实际控制人”的概念对上市公司(包括首次公开发行股票和上市公司收购)的证券发行和交易行为进行监管,比如,《公司法》第217条第3项规定“实际控制人,是指虽不是公司的股东,但通过投资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为的人”,为此《证券法》第54条规定“签订上市协议的公司除公告前条规定的文件外,还应当公告下列事项:……(三)公司的实际控制人”,《首次公开发行股票并上市管理办法》第13条要求“发行人的股权清晰,控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷”,《发行证券的公司信息披露内容与格式

^⑨ “一元结构”模式表现为所有权主体是单一的、排它的,所有权权属仅指向该单一主体,不存在多元的主体(共有关系中的共同人视为所有权的单一主体)。

准则第1号——招股说明书》第61条规定“发行人应披露其发起人(应追溯至实际控制人)的基本情况”;《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》要求律师核查“发起人和股东”(追溯至发行人的实际控制人)的主体存续、股东人数、产权关系等情况,而《保荐人尽职调查工作准则》也要求保荐人在尽职调查中应“通过现场调查、咨询中介机构、走访工商管理部門,以及查阅发行人主要股东(应追溯至发行人实际控制人)的营业执照、公司章程、财务报告及审计报告(如有)等方式,调查或了解以下事项……;控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份重大权属纠纷情况;主要股东和实际控制人最近三年内变化情况或未来潜在变动情况”。基于前述监管法规,证监会在审核首次公开发行股票时对应的监管态度是要求:发行人股权清晰,不能存在委托和信托持股的情况,存在信托持股的,必须清理。根据我们了解,证监会对于信托持股的担心有两点:第一,若允许首次公开发行股票前保留信托持股,则可能变相突破企业上市前股东人数不得超过200人的规定,因为一个信托计划后面可能有几百个投资人;第二,可能助长内幕交易、利益输送等灰色行为,因为无法确认信托计划背后的实际委托人和受益人。但即便存在前述如此严密的信息披露要求,由于在信息披露监管规定以外,法律和司法层面并不禁止股份的代持,相反股份代持会因为民法和公司法的出资规则让“隐身股东”的股份所有权得到法律上的保护和支持,因此市场仍出现了不少游离于证券法信息披露义务之外的股份代持行为,这些股份代持行为正在挑战着信息披露监管制度的权威与执行力:

第一,在现有的监管体系下,虽然对实际控制人的定义和实际控制人的义务(如不能损害公司利益)作出了规定,但现有的披露规则只是要求披露发行人或上市公司的实际控制人,没有要求实际控制人对监管机构和投资者进行进一步的承诺,从而导致在披露关系上,由于只是发行人作为信息披露的义务主体而向证监会和公众进行披露,这样在有关实际控制人信息披露不真实、准确和完整时,投资者很难以契约关系和侵权关系向实际控制人主张权利。即便中介机构在证券业务过程中要求“实际控制人”出具相关承诺,但这种承诺也仅是实际控制人对

于中介机构的承诺,这种承诺仅能作为律师和保荐人自身尽职而可免责的依据,还不能上升到可作为监管机关和投资者对股份代持者和“隐身股东”进行追责的依据,因为在现有合同法、证券法、侵权行为法框架下找不到向这些违法披露者进行追索的直接因果关系和法定关系。

第二,在伊利股份原管理层试图借道金信信托进行管理层收购但终因“挪用公款”的罪名锒铛入狱而结束不成功的 MBO 努力后,^②中国证监会原则上对存在信托公司作为股东的上市公司的行政许可申请采取不予核准的方式进行处理。在 2008 年 4 月由深圳证监局组织的 IPO 辅导企业培训会议所透露的信息也明确显示“不允许委托持股、信托持股,历史上有的,申报前必须落实到明确的个人;有些准备信托计划投资持股的,将不会被允许。公司申报材料后,不宜再发生股权转让,若发生,中介机构重新履行尽职调查责任”。^③在这样的监管思路下,不仅股份代持成为首次公开发行股票实质性障碍,而且为了确保上市公司股份在上市前后不发生变动,那些在私募股权投资中常见的“业绩调整机制”^④因为可能引发上市后股份的调整而必须在上市前处理完毕。虽然监管实践明确堵死了“信托”和“委托”之路,但却纵容了某些市场主体为了躲避监管而想方设法地在形式上满足监管政策和监管要求,故意对于“股份代持”的事实不进行任何形式的披露,这就导致理想的监管目标与现实的监管效果产生预期以外的背离。

第三,市场的合理诉求得不到监管层的合理回应:同样基于股份不变的监管思路,目前证监会并不认可发行人在上市之前的股权激励行

^② 虽然有关案情未经官方报道证实,但郑俊怀等原伊利股份管理层通过国债回购方式向金信信托提供资金,再以金信信托名义收购伊利股份的控股权的事实已经被国内众多财经媒体通过各种渠道和分析所挖掘和报道,信托安排也在金信信托于 2005 年 4 月向呼和浩特市政府下属的国资公司回售伊利股份后得以终结。

^③ 张友、刘振盛:“18 要素定 IPO 成败,股权、占款成终极杀手”,载《21 世纪经济报道》2008 年 6 月 13 日第 14 版。

^④ “业绩调整机制”(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)在国内也称“对赌条款”,简单地讲,它是指私募股权投资(业界俗称的“PE”)在进行企业投资时要求被投资对象或者其实际控制人就公司未来业绩进行的承诺,如果公司业绩达不到协议所述承诺,需要承诺人向被承诺人进行现金补偿或者股权补偿的机制。

为或者股权激励计划,也不支持和保护大股东基于公司利益而对于公司高管所做的“赠股”承诺,有关股权激励计划和员工持股计划必须留到上市后经证监会备案同意后方可实施,这样就留给市场自主的空间非常小。在目前监管方式下,为满足保持控股股东和发行人股份稳定的申报要求,相关利益主体在“正门”无法走通的情况下,只能避开正门而改走“偏门”,管理层和控股股东之间就上市公司股份处置的“私相授受”的行为不可避免地产生了。

(三)关于改进股份代持法律规制的几点想法

在商业社会,法律的实施在于对相关利益主体给予明确的预期,使之同样能够在“成本—收益”的比较中选择对之有利的行动,合理的法律制度和正确的执法活动能够引导市场主体依据法律预期的立法目的从事活动,相反不够完善的法律制度和有失偏颇的执法活动可能引导市场主体走向法律的反面。为此,针对上市公司股份代持不同的原因和结构,本文在此简单罗列一下笔者几点粗浅的想法,为在此问题的进一步讨论提供一个楔引:

1. 改变“谁出资、谁所有”的民法思路,对股份代持的法律后果进行立法限制和司法解释

本质上,证券法属于经济法范畴,是国家基于保证证券市场良好运行而对市场主体及其行为所施加的额外义务,这种国家的外部干预是通过强制信息披露制度予以实现。因此,证券市场信息披露制度的本质在于保持公平、透明的市场环境以便投资者在平等、公平的环境下从事证券交易,这样的目的使证券法有别于传统的民法或者商法的理念,证券买卖的法律后果并不能够完全依从于“买者自负”原则。既然证券监管的目标确保在于对外披露的真实性和有效性,因此就必须确保这种信息披露的效力及违法从事信息披露的法律后果能有效震慑潜在行为人,因为制度对于权利的设定与偏好会对市场参与者的成本产生影响并间接影响市场参与者的行为决定,监管的预期结果将反映在消费者和企业利益集团对监管过程的参与性。^② 在“监管制度既能影响

^② [美]丹尼尔·F·史普博:《管制与市场》,余晖、何帆、钱家骏、周维富译,上海三联书店、上海人民出版社2003年版,第11页。

市场和合作制度发展又会反过来影响不同群体获取政治权力及改变游戏规则能力的情况下”,^⑳如果行为人采取股份代持却不进行披露,且在“谁出资、谁所有”的规则下其对股份所有权仍可受到民法和公司法的保护,我们不难断定任何有关要求市场主体进行强制性信息披露的法律规范的最终执行效果必然不好,有关信息披露的法规可能只成为一个“吓死胆小的,撑死胆大的”的纸老虎。因为在刑法归责要件很难套用在股份代持行为的前提下,如果从事虚假披露的行为人对于标的股份的所有权归属都不会受任何影响,那么可想而知有意主动遵守法律规则的市场主体会有多少。

所以基于通过法律规则设定、引导市场主体决策的设想,对于任何基于非法原因而未进行披露的股份代持,我们建议利用制度设计上的诱导机制以“利益诱导”与“利益碰撞”原则来减少“股份代持”机会。我们关注到江苏、上海高院在处理“隐名股东”的一些特殊做法。比如,上海高院规定“双方约定一方实际出资,另一方以股东名义参加公司且约定实际出资人为股东或者承担投资风险的,如实际出资人主张名义出资人转交股份财产利益,人民法院应予支持;但违背法律强制性规定的除外。一方实际出资,另一方以股东名义参加公司,但双方未约定实际出资人为股东或者承担投资风险,且实际出资人亦未以股东身份参与公司管理或者未实际享受股东权利的,双方之间不应认定为隐名投资关系,可按债权债务关系处理”;^㉑而江苏高院基于登记的主体资格适格性也规定“认定工商登记文件记载的股东以外的人为股东的,不得违反法律和行政法规有关股东身份的禁止或限制性规定”,^㉒我们不妨在民(商)事立法中确认如果当事人以非法目的从事股份代持且未依照法律规范进行披露的,那么就股份代持引发的纠纷,人民法院不应将股份代持认定为一种合法的信托或代持安排,即在股份代持

^⑳ See Louis D. Brandeis, *Other Peoples' Money and How the Bank Use it*, Frederick A. Stokes Company, 1914, p. 27.

^㉑ 《上海市高级人民法院关于审理涉及公司诉讼案件若干问题的处理意见》第2条第2款第2项。

^㉒ 《江苏省高级人民法院关于审理适用公司法案件若干问题的意见(试行)》第29条。

目的和行为违法的情况下不应认定股份代持为一种合法的所有权结构安排,对于委托人(信托人)与代理人(受托人)的关系可以只按照借贷关系进行处理,对于委托人(信托人)有关诉争标的或者标的处理收益请求一律不予支持。

就此,我们建议在证券法或者相关司法解释中导入这样一个规则:“当事人因恶意规避法律而通过委托、信托或其他股份代持方式持有上市公司或拟上市公司股份,且未依据法律、法规或者行政规章的要求向证券监督管理机关或者公众进行如实披露的,有关委托、信托或者其他股份代持的安排无效,各方当事人之间不应认定为隐名投资关系,各方当事人关系按债权债务关系处理。股份代持构成犯罪的,依据刑法相关规定进行处理。”当然,这样的规定需要有两个基本前提:第一,必须是当事人以故意违法为目的进行股份代持的安排;第二,股份代持安排因违法的故意而未向公众或者监管机关披露。我们希望通过这样的制度设计安排来进行重置市场主体对于违反信息披露成本的判断,以这种市场可预期的法律成本和法律责任减少或降低市场主体在信息披露上的违法收益,从而引导市场主体愿意并主动地遵守信息披露的监管规则。考虑到这样设计可能带来的理论上的争议,作为一个过渡方案,在程序上我们认为可以参照最高人民法院目前对于虚假陈述以外的其他证券民事责任所采取“暂不受理”的方式,由最高人民法院出台一个司法解释,要求基层法院对于任何与上市公司相关的股份代持纠纷暂时不予受理,直至法律对股份代持的权属认定予以明确为止。类似的司法解释同样可以起到以司法预期阻止市场主体在信息披露制度下的“明知故犯”,因为这样的制度设计可以使违法主体意识到,任何违反披露规则的股份代持都是具有风险和应当承担经济损失的。

2. 重视市场主体的真实诉求,放松对于股份调整的合约管制

在前述制度设计的基础上,法律或者法院对股份代持的承认规则反过来会要求证券监管部门研究如何完善股份代持的信息披露规则。如前所述,基于对信托背后实际股东人数和实际持股人身份两个方面的顾虑,中国证监会目前在实践中采取的对应监管措施是对于存在股份代持嫌疑的公司一律不予核准放行,这样的监管看似“净化”了市场环境,但实质上却将那些对股份代持存在合理诉求的市场主体推向了

监管的反面。为此,本文的建议是:

第一,在公司法层面推动对公司和公司股东(无论是有限责任公司还是股份公司,也不论是上市公司还是非上市公司)自行设置股权激励方案的认可程度,在不影响公司资本充实并完全遵守会计准则制度的前提下:(1)应该既允许非上市股份公司向激励对象发放限制性股票,^②又应允许有限责任公司回购相应出资额作为股权激励的股权来源;(2)应该允许公司股东依据相应的契约向激励对象有偿或者无偿转让其所持有的公司股权,特别是在拟上市公司中,不能仅仅因为拟上市公司在上市前采取股权激励方案会对上市后的股份结构产生变动而一律否定这些公司的上市诉求。

第二,正确认识“业绩调整条款”的性质,允许控股股东与 Pre-IPO 战略投资者之间的业绩调整约定。目前对于业绩调整条款的指责在于监管层认为该项调整机制违反了股份公司“同股同权”的原则。可如果仔细推究业绩调整的条款,大多数的股份调整发生在大股东和战略投资者之间,这里面除了可能引发的控股股东变更因素以外,如果业绩调整条款已被予以充分披露,基于投资者对于信息披露后发行人价值的预期,我们并不认为这样的业绩调整机制违反“同股同权”的原则,相反它反而是帮助新进股东制约控股股东的利器,成熟市场态度也证明了“业绩调整机制”对于公众公司的必要性。因此,我们并不赞同在“甘肃世恒”案^③后媒体舆论所大肆渲染的“对赌条款无效”的误导性报道,对于这种在中国被俗称为“对赌条款”的业绩调整机制还是应参照境外成熟市场的做法在充分披露(包括业绩条款内容、控股股东

^② 限制性股票(Restricted Share Unit, RSU),最早由美国半导体芯片巨头 Intel 公司推出,它改变了原来股权激励计划只授权期权进行认购的做法,而是直接以公司承担成本的方式授予激励对象一定数额的股份,该等股份在期限届满后可自由交易。中国证监会在《上市公司股权激励管理办法(试行)》中规定了限制性股票的授予,但目前只允许在上市公司中实施,没有推广到非上市公司。

^③ 2009 年 12 月,苏州工业园区海富投资有限公司(以下简称海富投资)与被投资公司甘肃世恒有色资源再利用有限公司(以下简称世恒公司)及其实际控制人香港迪亚有限公司(以下简称迪亚公司),因对赌条款的效力问题产生争议并闹上法庭,兰州市中级人民法院和甘肃省高级人民法院均判决对赌条款无效。近期,世恒公司已经向最高人民法院提起申诉并得到受理。由于这是我国首个人民法院判决对赌协议无效的案例,因而受到社会各方面广泛关注。

变化风险)及强化收购义务的前提下尊重市场主体的选择为妥,因为我们相信对于公司本身运营绩效的监管,政府的外部监管并不会比市场主体之间自我约束的监管来得有效。

3. 坚持“充分披露”的改革方向,对股份代持的信息披露进行分类监管

在现有的法律划分体系下,如果当事人采取“委托—代理”方式进行股份代持,则因为“委托—代理”关系的法律效果需及于委托人,因此就信息披露制度的意义而言,在本文的语境下,以“委托—代理”进行股份代持已经没有任何意义,因为信息披露文件对于“实际控制人”的披露必须披露至委托人。由此剩下的问题就是如何处理信托持股披露问题。为此,本文认为需要在“信托控股”和“信托参股”分类下依据是否为“营业性信托”和“民事信托”进行有区别性的信息披露监管:第一,以信托方式达到对上市公司“控股”程度的,发行人和受托人需全面披露以信托方式控股的原因、股权变化的历史沿革、信托的背景,并就信托人和受益人的身份比照实际控制人的身份披露要求进行全面公开性披露;第二,对于以信托方式达到对上市公司参股而非控股的,则对于“营业性信托”而言,可在信托公司出具专项承诺函确认“信托财产独立”和“信托管理独立”的前提下豁免发行人和受托人公开披露信托人和受益人的信息(但在向监管机关递交的申报文件中需予以披露和说明),如果信托公司不能证明或确认“信托财产的独立性”和“信托管理的独立性”,则必须在向公众披露的信息披露文件中(如招股说明书或者上市公司收购报告书)公开信托人的信息;而对于民事信托而言,正常情况下无论是在申报材料还是公开披露的信息材料中均需披露有关信托人和受益人的信息,由此披露的信托人和受益人身份应作为监管机关从事关联监管的依据(如审查关联交易合规性、是否存在同业竞争等),此等信托身份的披露不应作为上市审核的重点(合理存疑除外)。而且即使存在对于信托人和受益人的披露要求,仍可在制度上给予发行人或收购方申请不予公开信托人和受益人身份信息的豁免途径,在豁免理由充分的情况下,发行人或收购方在获得豁免后仅可在向监管机关报送的申请材料中披露相关信息而不在对外公开的信息披露中予以披露(但必须标注信托的存在)。

4. 改善信息披露的监管细节,落实实际控制人在信息披露义务下的法定责任

虽然现行《证券法》第63条已经规定“发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。同时“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,由证券监督管理机构责令改正,给予警告,处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款”,^②但从现有规定的条文内容与立法背景上看,这两个条款仅可勉强适用于以实质内容审查为核心的核准制的归责安排,现有的条文无法解释在注册制下证券监管机关对发行人虚假注册行为进行行政处罚的法理基础:原本在核准制下,我国证券监管机关对发行人披露文件的内容进行实质性的审查,所以在逻辑上,发行人是针对申请材料内容的真实性而向证券监管机关进行承诺。在证券监管机关对申请内容进行实质审核的条件下,证券监管机关与发行人就申请文件内容是否真实、准确产生了审查与被审查的互动关系,由此使发行人因申请文件的内容而对监管机关产生了确保文件内容真实、准确的法律义务,若发行人违背此等义务,作为审核文件内容的证券监管机关自然有权针对违法的内容而采取《证券法》第193条所规定的处罚,这是证券监管机关对申请材料内容真实性进行实质审核所自然衍生的法律逻辑结果,这种监管有别于注册制下证券监管机关对登记文件的形式审查,发行人并不是因为违反核准申报的程序,而是因为其内容的违法性而遭受证券监管机关的处罚。

但是,如果未来是以“注册制”为改革方向的话,作为行使外部监管职能的证券监管机关,其本身并不对证券市场博弈主体的博弈过程进行“把关”和“调控”,它只承担确保博弈规则得到遵守的矫正职能。在“事前注册、事后保障”的机制设计理念下,原本以“准入审查”为特征的前置型监管方式可以被“违法追责”为特征的后置型监管方式所替代,作为外部监管的政府监管的监管效果应被落实在监管执法的查

^② 《证券法》第193条。

处活动与违法行为法律责任追究的完善之上。由此,发行人不仅仅因为披露失实要对投资者承担契约上的赔偿责任,发行人还需要在注册过程中对行政机关负有真实、准确履行注册程序的义务。注册程序虽然不包含行政机关对发行人注册材料内容的实质审核,但这个程序要求发行人或申请人必须确保其向行政机关递交材料或文件的真实性,这是行政程序施加给行政相对人的法定义务。如果未来发现经过注册的信息披露内容不实,则内容的失实必然说明发行人对注册程序的违反,从而有必要就其对注册行政程序的违法性而施加以向监管机关承担相应法律责任的义务。这才是在以形式审核为主的注册制下,证券监管机关对发行人进行处罚的法理依据,也是我们必须现有法律规定基础上通过立法明确发行人对监管机关法律责任的一个重要原因。

由此,如结合《证券法》现有第63条“发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的提法,为确保注册制下证券监管机关对信息披露义务人虚假注册行为的行政处罚权,我们建议在《证券法》中明确信息披露义务人的以下责任:“发行人在就发行文件向证券监管机关递交注册申请文件时,应就其注册文件的真实、准确、完整性提交完整的承诺。发行人就注册文件真实、准确、完整的承诺或保证应视为发行人为履行注册程序而向证券监督管理机构所承担的法定义务。发行人注册文件内容的虚假、误导或隐瞒都应视为发行人对发行注册程序的违反,证券监督管理机构可对发行人的注册违法行为作出相应的行政处罚。若注册文件存在重大虚假、误导而可能构成证券刑事犯罪时,证券监督管理机构除进行相应的行政处罚外,还应将案件移送有关司法机关进行查处。”^③在此基础上,监管机关就可以要求报送的申报文件应包含申请人控股股东/实际控制人出具的承诺书,要求实际控制人承诺“在申请文件/公开文件中有关控股股东/实际控制人的描述是真实、准确和完整的;对上市公司直接或间接拥有的股份权益拥有完整的所有权,不存在以委托、信托或其他方式委托或接受他人代为持有上市公司股份的情形;

^③ 郑或:《证券市场有效监管的制度选择——以转轨时期我国证券监管制度为基础的研究》,法律出版社2012年版,第255~257页。

在法定及承诺的禁售期内也不会以委托、信托或者其他方式转让股份所有权或者将股份受益权让渡给第三方或代表第三方持有”,由此形成实际控制人与监管机关直接的“监管”与“被监管”的关系。

四、结论

借着改革开放的东风,中国只用了短短 22 年就发展到欧美主要市场花了一两百年才达到的市场规模,沪深两地交易所无论是上市融资额还是交易额均已多年进入全球证券交易所排行榜的前 10 名。伴随着市场的发展,我们的监管制度也在借鉴国外成熟市场的同时不断依据自身的特点而得以改善,中国证券市场法治环境的进步可以说有目共睹。但巨大的市场和监管成就并不代表监管已经至善至美:正是因为中国的市场跳跃过其他市场几百年慢慢累积的历史而一下子发展到今天的规模,因此有关市场规则的合理性以及市场主体对于监管规则尊重都还显不足,甚至还有待提高。而就股份代持而言,目前的法律和监管政策“只有堵,没有疏”,在没有出现可能对股份代持产生明确负面预期的法律规范和司法实践之前,监管部门在制度上管得越严,市场主体基于自身的利益诉求反而越会寻找监管的漏洞来规避法律,从而造成监管规则无法达到“令行禁止”的监管效果,而广泛的、与监管目的背道而驰的监管实践又会使市场主体对于监管规则的认同度和敬畏度不够,使监管制度成为“空架子”、“纸老虎”。因此,在我国证券市场处于“新兴加转轨”^⑩的发展时期,监管的职能就是发现问题并解决问题。我们的监管理念要允许试错,要在发现市场问题并予以引导和纠正的监管的方向中与与时俱进地进行有效监管。监管的终极目标应是达成监管和市场的有效平衡,起到监管制度尊重市场诉求,市场主体尊重制度要求的效果。

^⑩ 中国证券市场属于“新兴加转轨”的提法最早是由中国证监会第四任主席周小川在“2002 年中国证券投资基金发展国际研讨会”上提出。参见周小川:“中国资本市场的机遇与前景”,载 <http://business.sohu.com/91/23/article201602391.shtml>, 2002 年 6 月 18 日访问。