

## 上市公司股份代持的穿透式审判 思维审视及裁判路径重构

钱玉林\* 徐芙蓉\*\*

**摘要:**司法裁判对于上市公司股份代持问题,一般穿透到源头,否定代持协议效力。判决理由偏向于分析“未披露行为”的危害,但判决结果转而得出“未披露的行为”无效,存在理由与结果的错配,同时未考虑到股份代持中的双层关系,规制效果不佳。应以不打破双层关系为原则,将法益保护、行为外部性作为前置考虑因素,针对股份在取得、持有和转让三阶段的不同,确立身份冲突时的取舍规则,公司归入权的引入规则以及发起人的严格绑定规则等新的裁判路径。

**关键词:**股份代持 穿透式 分层假说 协议效力

上市公司股份代持现象涉及公司法、证券法、合同法的交叉适用问题,理论界和实务界关于如何规制,争议较大。目前,从单个部门法领域进行研究论

---

\* 华东政法大学经济法学院院长,博士生导师。

\*\* 华东政法大学经济法学院博士研究生,上海市第二中级人民法院研究室科长。

证的较多,交叉融合论证的较少,出现了研究成果和解释规范无法涵盖问题全貌的现象。司法实践更多是从穿透式审查的角度,追溯到股份代持协议效力这一源头进行规制。这种规制方式缺乏层次性和整体性分析,容易导致适用上的逻辑错乱和法理不清。管见认为,对股份代持进行阶段划分,厘清公司法、证券法、合同法的适用层次,进行一种更系统、更全面的研究,可以为上市公司股份代持问题提供一种新的规制视角。

## 一、穿透式审判思维下的规制模式审视

股份代持的一般表现形态为,资本的所有者有出资的愿望,有股权的期待,但出于某种考虑,选择隐去身份,将他人标识为公司股东。这种情况在现行法中未被明文禁止,但目前的司法实践倾向于穿透到行为源头,以判决股份代持协议无效的方式,对上市公司股份代持行为予以否定性评价。

### (一) 司法实践判决无效的典型情形归纳

2016年《互联网金融风险专项整治工作实施方案》首次提出穿透式监管的概念以来,穿透式理念在多领域被频繁提及。司法作为公权力的一种行使方式,也参与了对资本市场的管控。2019年11月,最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》),这是最高人民法院出台的第九个会议纪要,其中对穿透式审判思维进行了固定和强化,反映出司法价值观对金融监管政策的迎合。通过对近年来的相关案例进行分析发现,司法实践比较典型的规制方式有两种,即将上市公司股份代持认定为符合《合同法》第52条第4项或者是《民法总则》第8条、第143条、第153条的规定,归入到“损害社会公共利益”或者是“违背公序良俗”的理由上,进行无效处理。

情形一:归入《合同法》第52条第4项“损害社会公共利益”之下,<sup>[1]</sup>作出无效判决,并推而广之,形成“上市公司股份代持协议无效”的一般性裁判规则。兹举例以明之,最高人民法院2018年3月在杨某

---

[1] 该条规定:“有下列情形之一的,合同无效:……(四)损害社会公共利益……”

国、林某坤股权转让纠纷案中认为,<sup>[2]</sup>根据《证券法》《首次公开发行股票并上市管理办法》《上市公司信息披露管理办法》等规定,上市公司发行人必须真实,并不允许发行过程中隐匿真实股东,否则公司股票不得上市发行,从而得出“上市公司股份不得隐名代持”的结论。判决中进一步论证,上市公司股份代持必然损害到广大非特定投资者的合法权益,从而损害到资本市场基本交易秩序与基本交易安全,损害到金融安全与社会稳定,从而损害到社会公共利益。之后很多法院直接将“上市公司不得隐名代持”作为当然的前提来适用,涉及上市公司股份代持行为的,一律认定为无效。<sup>[3]</sup>

情形二:归入《民法总则》第153条之下,<sup>[4]</sup>以“违反公序良俗”为由判决无效。譬如,上海金融法院在2019年4月,杉某立身诉龚某股权转让纠纷案中认为,<sup>[5]</sup>公序良俗包括公共秩序和善良风俗。发行人应当如实披露股份权属情况,禁止发行人的股份存在隐名代持情形,属于证券市场中应当遵守,不得违反的公共秩序。双方签订的股份代持协议构成发行人股份隐名代持,违反证券市场的公共秩序,属于违反公序良俗的行为,应认定无效。

综上以观,上述两种情形在论证的前半段,相当于认定了“上市公司股份代持行为”的违法性。但在进行效力判定时,又绕开了违反强制性规定中“效力性强制性规定”和“管理性强制性规定”的识别和论证,通过对“损害社会公共利益”和“违反公序良俗”的论证来完成无效的认定。

## (二) 裁判视角下的法律逻辑考量

裁判过程中,除了考虑判决结果对涉案当事人的影响之外,案件的

---

[2] 最高人民法院:杨某国与林某坤股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书,案号:(2017)最高法民申2454号,2018年3月21日。

[3] 例如,上海市高级人民法院2020年1月在陈某、沈某俊与上海明匠智能系统有限公司、河南黄河旋风股份有限公司等股权转让纠纷中,基本上援用了最高人民法院在杨某国、林某坤股权转让纠纷案中的观点,认为构成违规并对公共利益造成损害的最直接行为是上市主体的不实信批及代持人的刻意隐瞒行为。上市公司股权必须清晰,不得隐名代持股份。

[4] 该条规定,违背公序良俗的民事法律行为无效。

[5] 上海金融法院:杉某立身与龚某股权转让纠纷一案判决书,案号:(2018)沪74民初585号,2019年7月。

辐射效果、可能的潜在影响等都在裁判考虑之列。甚至时代背景、政策导向等,无不影响着裁判的走向。裁判中可能考虑到严格监管的大背景,但对代持协议无效的说理性不强,在为什么归入“损害社会公共利益”和“违反公序良俗”方面,大而化之,一笔带过,缺乏深入的法理分析和逻辑论证。通过只言片语的判决理由,大致可以提炼出如下裁判逻辑:股份代持的状态违反了有关披露的规定,这种违反是一种违法行为,这种违法行为损害了社会公共利益和公序良俗,所以代持协议无效。裁判逻辑背后的考量大抵有三点:

其一,协议不披露是一种对监管的逃避。大部分代持协议在涉诉之前是不公开的,不公开的行为直接违反的是关于披露义务的规定。这类披露义务主要由《证券法》〔6〕《首次公开发行股票并上市管理办法》〔7〕《上市公司信息披露管理办法》〔8〕等进行规定。披露义务在某种程度上是公司股东对公司管理层的一种监管,是所有权与经营权分离状态下的一种平衡。鉴于中小股东的力量薄弱,公权力即证监会等组织介入,代替中小股东行使了部分监管职能。裁判者认为,不披露出资人的状态会逃避监管部门对其进行的监管,那么背后的出资人在逃离监管的状态下,会作出有损公司利益以及其他投资者(公司其他股东)权益的行为,基于这样的预判,从而认定代持协议无效。

其二,影响投资者权益会影响资本市场的稳定。不披露出资人的状态,会导致公司披露的信息不真实、不全面,对于资本市场的非特定投资者来说,其是在信息极度不对称的情况下作出投资决定,这种决定的错误率较高,某种程度上说,是一种误导。大部分投资者是资本市场的弱势群体,如果不设置特定对投资者的保护规则,非常容易被处于强势地位的经营者利用,诱使投资者作出于己不利的行为,进而影响投资者的投资积极性,不利于活跃和繁荣资本市场。

---

〔6〕 《证券法》(2020年)中设专章共10条内容规定信息披露。

〔7〕 第13条规定:“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。”

〔8〕 第21条及第22条规定,持股5%以上股东、控股股东、实际控制人及公司前10大股东持股情况,控股股东及实际控制人发生变化的情况等,应当分别在年度报告及中期报告中进行记载。

其三,资本市场不稳定等同于损害社会公共利益,等同于违背公共秩序。资本市场面向的受众广,且具有不特定性。不特定群体的受损相较特定群体而言,有着更重的公众意味。不特定性是一种安全隐患,会危害金融秩序,进而损害公共利益,违反公序良俗。

总之,目前的裁判基本上都是把“未披露行为”和“未披露的行为”混为一谈,即没有正确区分未披露行为和未披露的代持行为两者的不同性质、不同行为结构和不同违反后果。在上市公司的股份代持关系中,股份代持是一层行为,未对股份代持行为进行披露是另一层行为。判决视角偏向于披露动作本身,对未披露的社会危害性着墨较多。按此分析路径,股份代持行为与资本市场中违反其他披露义务的行为一样,是未披露这一行为损害了社会利益,违反公序良俗。但判决结果转而得出“未披露的行为”即上市公司股份代持行为无效的结论,存在论证理由与论证结果的错配。裁判视角过于偏向披露动作本身,缺乏对股份代持行为的充分论证和分析,判决结论与判决理由脱节,有违法理和事理逻辑。

### (三) 现行裁判思路的不足

《九民纪要》对穿透式审判思维的固定和强化,很难避免一种合理猜测,即司法审判中对这类案件进行了一种先定果后寻因的技术操作。这种操作使得法律沦为政策的工具,不但折损了判决的说理性,也影响了法律的公信力。

首先,穿透式审判违反了法律适用的体系性。披露义务是公权力机关基于保障证券市场良好运转对参与主体及其行为施加的义务。穿透的理念源自金融领域,主要目的是在于发现金融活动的本质,是证券市场参与主体苛以披露义务落空后的主动选择,希冀达成与参与主体履行披露义务一致的结果。这种理念和行为体现的是证券法思维、管理者思维和公法思维。对违反披露义务的正常规制逻辑是,在证券法领域按照监管逻辑进行规制,直接突破部门法界限,穿透到民事法律行为效力层面,违反了法律适用体系,突破了公法与私法之间的边界,欠缺恰当的穿透理由。

其次,穿透式审判错误理解了股份代持情况下的市场风险。资本市场的风险是其与生俱来的特性。风险本身带有中性,即损失和收益

的共生。我们需要防范的并不是市场本身的风险,而是系统性的风险。那么股份代持的行为是否能够带来资本市场的系统性风险呢?系统风险是指对证券市场产生普遍影响的风险因素,特征在于系统风险因共同因素所引发,对证券市场所有的股票价格均产生影响,这种影响为个别企业或行业所不能控制,投资人亦无法通过分散投资加以消除。<sup>[9]</sup> 资本市场的高风险特性本身已经把风险偏好低的投资者挡在门外。判决书认为的,未披露行为会增加资本市场的风险,本身就是一个伪命题。未披露实际出资人并不一定就增加了投资者的投资风险。现实中,只有为数很少的投资者对公司治理问题具有全面而深入的认识。大多数投资者和监管者可能都错误理解了投资者实际上承担的风险。公司的股票价格取决于专业投资者的知识和判断。业余投资者无须知道公司的过多信息,这些未知因素的机制都已经包含在专业投资者确定的股票交易价格中,这些价格自动地保护了无知的投资者。股份价格所蕴含的信息比市场中任何一个参与者知道的都要多。<sup>[10]</sup> 资本市场的投资者在做出投资决策时,基本上不会考虑或者很少考虑公司普通股股东的情况。股份代持对代持公司的股价基本上不会有忽上忽下的过大影响,更不用说对整个资本市场的影响。所以,资本市场上不披露股东行为的高风险性在很大程度上是一种想象的存在。

最后,穿透式审判与公司自治原则有冲突。公司自治是公司制度所坚持的最核心、最基本的价值,是公司当事方应当得到法律确认与保护的一种权利与地位。<sup>[11]</sup> 一般只有存在外部效应的时候,比如,存在环境污染或者商业垄断等情形时,才有司法干预的必要性。试想,一名散户的股份代持状态会对资本市场、对股价产生多大的影响,如果不加区分地对代持行为进行笼统定性,会导致行为本身、行为结果与行为评价的极度不对称。股份代持更多的是代持双方与公司之间的关系,动

---

[9] 参见郑义彬:《中国股市系统风险估值研究》,载《武汉理工大学学报》(信息与管理工程版)2007年第1期。

[10] 参见[美]弗兰克·H. 伊斯特布鲁克等:《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社2016年版,第30~32页。

[11] 参见王怀勇:《公司自治的思想渊源》,载《宁夏大学学报》(人文社会科学版)2009年第4期。

辄以行为有损公共利益为名,而横加干涉,属于司法对公司自治的越界干预,会增加公司的设立成本、影响公司的正常运转节奏。目前的判决没有给出必须干预的理由。

综上,现阶段对于穿透式审判思维的实践运用略显粗糙,先定果后寻因的裁判思路,跳过了多重论证环节,以偏概全,将“未披露行为”违法等同于“未披露的行为”违法,使裁判基础薄弱而不扎实,难免引起非议。需要在厘清股份代持具体情形以及界定股份代持法律性质的前提下,在满足一系列先设条件之后,有所取舍地适用穿透式审判思维。

## 二、以股份为中心的代持情形分析

假如必须等待单个资本增长到修建铁路的程度,那么,恐怕直到今天世界上还没有铁路,但是,通过股份公司来集中资本,转瞬之间就能把这件事完成。<sup>[12]</sup> 广泛化、社会化的资本来源是上市公司制度的本质,大规模的资本集中成为社会发展的推进器。股份公司为了吸引更多的资本注入,需要给资本以期待的对价。这种对价就是公司股份。

### (一) 股份在公司运转中的基础和关键作用

在股份取得阶段,出资人其实是和公司进行了一场交易。对出资人来说,其用资本购买了股份;对公司来说,其用股份购得了资本。股份将出资人对资本的所有权转变为公司股权,将出资人身份转变为公司股东身份。也就意味着,股东身份的取得和股权行使依附于股份。在股份持有阶段,股东凭借拥有的股份数量行使相应权利,并受相应制约。股份转让则是一系列身份利益和财产利益的打包交易。“股东的一切权利根源于股份,随着股份的转移,股东的所有权利也随之转移。”<sup>[13]</sup> 由此可见,股份的产生由出资人的出资行为来启动,经过股份取得、股份持有和股份转让 3 个阶段,形成了资本的闭环运行,如图 1

[12] 《资本论》(第 1 卷),中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局译,人民出版社 1975 年版,第 688 页。

[13] [韩]李哲松:《韩国公司法》,吴日焕译,中国政法大学出版社 2002 年版,第 204 页。

实线箭头部分所示(为体现股份流转的直观性,制作图1)。具体过程为:出资人的出资被公司接纳后,取得股份,在持有股份期间,以股东身份行使股权,经过股份转让行为,交易相对人取得了股东身份,交易相对人取得股东身份的实质相当于出资人通过出资取得股东身份。申言之,出资行为一旦完成,其就进入了公司的资本闭环中,除非公司解散或者破产,不然资本会在其中永续循环。而人的要素处于循环之外,如图1虚线箭头所示。股份将人和公司、资本和股权连接起来,股份的持有人是公司认可的当然成员,股东身份和股权的行使也依赖于对股份的持有。

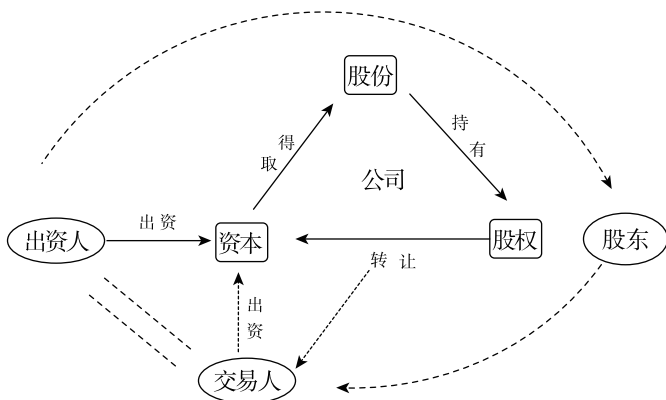


图1 上市公司股份作用

## (二) 股份代持原因的三阶段分析

法律文书中较少提及股份代持原因。理论界关于股份代持原因的分析倒是多有提及,如郑彧在《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》一文中,将代持原因分为四类,即规避法律的限制性要求、基于非法目的和意图、股权激励的现实需要、民企海外上市规避审批的需要。<sup>[14]</sup> 雷金牛在《论公司中隐名投资的法律规制》一文中,将代持原因分为两类,即规避类原因和

[14] 参见郑彧:《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》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第7卷),法律出版社2012年版。



非规避类原因,规避类原因包括规避法律法规、不正当获取优惠待遇等;非规避类原因包括保密真实财产、商业运作考虑和认识偏差等。<sup>[15]</sup>杨姝玲在《隐名出资人主体资格的法律界定》一文中,将代持原因分为三类,即规避对于投资主体的限制、规避对于投资领域的限制、规避对于投资比例和期限的限制等。<sup>[16]</sup>上述分类方式过于随意,各种判断标准杂糅在一起,对于清晰理解代持原因以及进一步对代持进行规制,意义不强。

本文尝试以股份在公司运转中的作用为着眼点,对代持的动因和情形进行更明晰的分类。非规避情形下的代持可能是出于“藏富”的心理,也可能是某种难以归类的偶然安排,这一类型的代持可以称为“非规避型代持”,对其进行法律上分类和评判的价值较小。以下主要围绕规避型代持,即存在规避法律法规或者规范性文件需求的代持,来展开分析。通过图1股份的循环过程可见,股份的取得、持有和转让三个阶段是发生股东与公司、股东与第三人等各种关系的密集阶段,法律法规也是着重对上述3个阶段的各种关系进行了规制。那么,就以这3个阶段为标准,对代持情形进行分类研究,可以突出研究重点,理顺研究脉络,并提出有针对性的规制观点和规制路径。

第一,股份取得阶段的规避。法律会在特定的领域对特定主体的准入行为进行限制,或者对特定主体的经营行为进行限制,被限制主体的出资不会被公司接纳。具体情形分为两类:一是出于国家利益或者社会整体安全的考虑。比如,我国目前对一些关系国计民生的领域如部分农产品新品种的选育、特定矿藏的开采等,限制外商投资企业进行投资。发展改革委、商务部最近6年来,5次修订《外商投资准入特别管理措施(负面清单)》。<sup>[17]</sup>随着我国产业配套能力的增强以及国内

---

[15] 参见雷金牛:《论公司中隐名投资的法律规制》,对外经贸大学2014年博士学位论文。

[16] 参见杨姝玲:《隐名出资人主体资格的法律界定》,载《法律适用》2012年第1期。

[17] 《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2019年版)》,新清单将自2019年7月30日起施行。2019年版的全国和自贸试验区两张负面清单进一步扩大农业、采矿业、制造业、服务业等领域开放,限制措施从6年前的190条缩减至全国版的40条和自贸区版的37条。

市场创新能力的提升,负面清单的范围正逐步限缩。部分外商处于利益驱使,可能采取股份代持的方式进入被限制领域。<sup>[18]</sup>二是出于职业和岗位特性的考虑,《证券法》第43条对此作了概括性的规定,“证券交易场所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员,证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规规定禁止参与股票交易的其他人员,在任期或者法定限期内,不得直接或者以化名、借他人名义持有、买卖股票或者其他具有股权性质的证券,也不得收受他人赠送的股票或者其他具有股权性质的证券”。其中关于法律、行政法规规定禁止的情况,比较典型的是《公务员法》第59条的规定,公务员不得“违反有关规定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”。部分上述人员存在以权谋私的心理,借亲属或他人的名义以股份代持的方式投资。

第二,股份持有阶段的规避。这种情况主要表现为对履行大股东义务的规避。股东在享受股权的同时,因其共同参与了公司这一组织,在考虑公司整体发展的情况下,需要各股东特别是大股东承担一定的义务。这种义务的承担会与股东一味追求利益的情况构成冲突,某些股东会以股份代持的形式来规避这些义务,达到个人利益最大化。比如,法律法规对关联交易有一系列的限制规定,《公司法》第16条对公司为股东和实际控制人提供担保进行了规定;<sup>[19]</sup>中国证监会的《上市公司治理准则》<sup>[20]</sup>《上市公司股东大会规则》<sup>[21]</sup>《上市公司章程指引》<sup>[22]</sup>等监管规范性文件也都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

---

[18] 北京市朝阳区人民法院陈某锋与董某杰股权转让纠纷一案一审民事判决书,案号:(2019)京0105民初48283号,2019年9月19日。

[19] 《公司法》第16条第2~3款规定:“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……”

[20] 参见该准则第六章第一节控股股东及其关联方行为规范中第63~67条的规定。

[21] 第31条第1款规定:“股东与股东大会拟审议事项有关联关系时,应当回避表决,其所持有表决权的股份不计入出席股东会有表决权的股份总数。”

[22] 第79条规定:“股东大会审议有关关联交易事项时,关联股东不应当参与投票表决,其所代表的有表决权的股份数不计入有效表决总数;股东大会决议的公告应当充分披露非关联股东的表决情况。”

序和回避表决的要求。有的股东为了规避上述规定,委托他人代持股份成为其优质选项,以此将自己淡出披露对象的范围,逃避系列行为监管。<sup>[23]</sup>

第三,股份转让阶段的规避。这一阶段的规避主要原因在于突破对于股份转让的限制。股份转让意味着原股东脱离股东义务或者部分脱离股东义务,正常情况下,这种流动是被允许并被提倡。但对某些股东而言,这种自由因应更大的法意被限制。比如,《公司法》第141条对发起人转让股份进行了规定。<sup>[24]</sup>上述股份转让的限制,在于防止发起人利用设立公司谋取不当利益,并通过转让股份逃避可能承担的法律风险。司法实践中,有的发起人为了实现即时上市套利,委托他人代持股份,公司一上市就将股份转让,把公司经营风险转移至资本市场。<sup>[25]</sup>

上述三种不同阶段的股份代持行为,规避的动因不同,损害的法意也有所区别,需要在对股份代持性质进行分层解析的基础上,找寻有效的规制模式。

### 三、分层视角下股份代持关系解析

目前,对实际出资人和被登记为股东的人,大多将其称为“隐名股东”和“名义股东”。这种称谓不够规范。股份代持情形下,哪一方能够被认定为股东尚无定论,“××股东”的说法不够严谨。可以从真实发生的行为状态来考虑,将真实出资的一方称为“出资人”,被登记为股东的一方称为“代持人”更为妥当。在股份代持的情形下,图1中的

---

[23] 北京市第一中级人民法院程某与余某股权转让纠纷再审民事判决书,案号:(2019)京01民再172号,2019年12月26日。

[24] 该条规定,发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起1年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。

[25] 上海市高级人民法院陈某、沈某俊与上海明匠智能系统有限公司、河南黄河旋风股份有限公司等股权转让纠纷民事判决书,案号:(2019)沪民终295号,2020年1月20日。

关系结构被嫁接了一层出资人和代持人的关系,出资人的地位和作用被代持人取代,出资人与公司的距离拉远,其通过与代持人之间的关系来实现参与公司的目的。那么在这种状态下,出资人与公司的关系变得复杂。目前观点多以单层视角对股份代持进行界定,难以揭示股份代持全貌,需要一种新的研究视角来拓展思路。

### (一) 现有学说及不足

关于股份代持的法律性质,学界从单层视角提出了不同的假说。“代理说”认为,以民事主体间的意思表示为角度,通过代理法律关系对股份代持法律问题进行规制。<sup>[26]</sup>“信托说”认为,用信托关系理解股权代持比代理关系更好,不仅可以让信托股权有更加相对的独立性,而且对受托人诚信的要求也更高。同时,从与国际接轨的角度来说,英美国家大都将股份代持认定为信托,所以我国司法与法律应跟上国际形势。<sup>[27]</sup>“共有说”认为,可以借鉴民法、物权法上的共有制度对股份代持问题进行探讨,出资人通过共有人决议不仅能够实际参与公司的运营管理,对股份的管理与处分也享有自己的表决权利,与股份信托制度相比,共有制度能够实现出资人投资公司的最终目的,并且成为股东实现股权的有效途径,因而是保护实际出资人的最佳选择。<sup>[28]</sup>

以上学说角度各异,勾画了股份代持的不同侧面,但似乎又都不够全面和妥帖,难以涵盖股份代持所涉及的全部法律问题。按“代理说”的思路,间接代理情况下,代理人披露被代理人后,被代理人直接取得代理人的法律地位。但在股份代持的情况下,被代理人(出资人)被披露之后,需要受到公司法上关于股东认定的限制,不能代替代理人(代持人)直接成为显明股东,代理的法律逻辑难以涵盖此点。“信托说”只是在“名实不符”的形式上与股权代持关系相一致,是从表象上进行的倒推,没有触及代持的本质。信托需要被信托人较强的专业能力来

---

[26] 参见赵旭东、顾东伟:《隐名出资的法律关系及其效力认定》,载《国家检察官学院学报》2011年第2期。

[27] 参见黄辉:《股东资格与股权转让》,载赵旭东、宋晓明主编:《公司法评论》(2006年第4辑),人民法院出版社2007年版。

[28] 参见陈晨晨:《论共有制度对隐名股东股权的保护——与信托制度比较》,浙江师范大学2012年硕士学位论文。

开展信托事宜,但代持状态下,很多情况是出资人向代持人的借名行为,由出资人自己参与公司决策,完全没有用到信托关系中代理人的专业力量。“共有”一般是对所有权能的所有,各方都拥有占有、使用、收益、处分的权能,而非一方拥有部分权能,另一方拥有另一部分权能,但实际上代持人在很多情况下,并不实际享有股东权益,不能真正参与公司决策,享受股息和红利,只是基于代持协议取得收益。

## (二) 股份代持分层关系假说

综览前文可知,出资之后,资本自行形成一个闭环,与上市公司发生连接的只是代持人。出资人始终处于这一循环之外,通过股份代持协议与代持人发生联系,代持人再通过出资行为与公司发生联系。申言之,股份代持的整个过程由两个主要的行为来完成。行为一是出资人发起签订代持协议的行为,这是发生在两个平等的民事主体之间的法律行为,受合同法规范的约束;行为二是代持人发起向公司出资的行为,这是个体加入组织体的行为,受公司法规范的束缚。由此,可将股份代持的整个过程分为两层,以更好地分析行为的法律意义(见图2)。

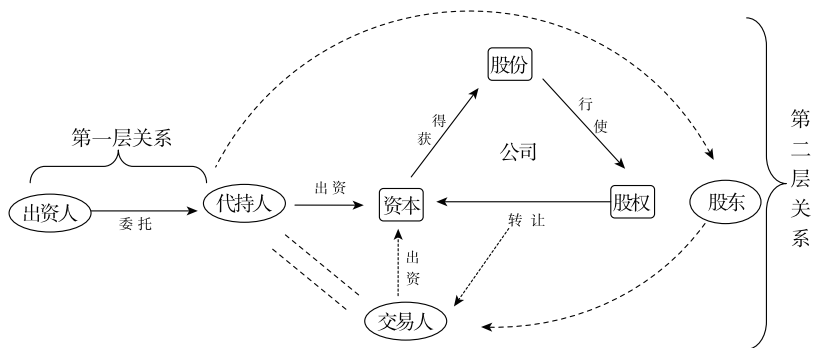


图2 股权代持的双层关系

第一层关系中,出资人与代持人通常以签订股份代持协议的方式达成代持合意。以实践中比较典型的代持协议为例,双方以代持为核心,主要对两个事项进行约定:一是出资人实际出资,代持人被登记为公司股东,股份权益由出资人享有;二是代持人在行使股东权利时,应就待表决事项等与出资人意见保持一致。这样一来,相当于代持人把“名字”借给出资人使用,类似于一种借名登记行为。“借名登记合同

是指当事人约定一方将自己之财产以他方名义登记,而仍由自己管理、使用、处分……在性质上应与委任契约同视,倘其内容不违反强制、禁止规定或公序良俗者,固应赋予无名契约之法律上效力,并类推适用民法委任之相关规定。”<sup>[29]</sup>此时,出资人和代持人之间的关系更类似于代理关系,出资人委托代持人以代持人的名义为一定法律行为,与“间接代理”<sup>[30]</sup>的形态类似。代理规范是一种典型的法律效力归属规范,即行为主体与责任主体分离的规范。首先,从外观形态上看,“以受托人名义”行事,代理人即代持人是以自己的名义参与公司活动,被代理人即出资人在整个活动过程中是隐身状态,是幕后力量,不会被暴露出来。其次,从行为后果上看,“利益归属委托人”,代持人行为的一切后果由出资人承担,代持人参与公司行为的结果表现形式是股份收益,这一收益的归属是出资人,这也是出资人出资的根本目的。可见,间接代理的形态和实质跟委托持股关系的形态和效果基本一致,用代理理论进行规范较为合理。

第二层关系中,对于公司来说,代持人是与公司直接发生一系列连接的人,在参与经营表决的过程中,不论其是出于真意还是代为表意,意思表示出来之后,都是公司股东的当然意思。代持人参与公司事务的权利来源不是代持协议,而是基于持有股份。出资人和公司之间没有直接的联系。出资人通过与代持人之间的协议,在某种程度上会操纵代持人的行为,将其意志渗透进公司经营中,但渗透的基础是与代持人之间的协议,而不是基于股东身份。即便出资人之后获得了公司的分红,也是基于与代持人的协议而享有,而非基于参与公司管理而享有。股份代持的情形下,代持人为公司和外界认可的股东,出资人仍希望保有对股份的持有,但不公示股东的身份,在法律逻辑上行不通。

上述第一层关系是合同法上的关系,第二层关系是公司法上的关系。两层关系之间有一定的联系:第一层关系是股份代持的基础关系、

[29] 赵秀梅:《借名登记合同中的法律问题》,载《国家检察官学院学报》2014年第5期。

[30] 间接代理,指虽为委托人(本人)的计算而以自己名义实施法律行为的代理。参见耿林、崔建远:《民法总则应当如何设计代理制度》,载《法律适用》2016年第5期。

原因关系;第二层关系是股份代持的延伸关系、结果关系。但两者之间更多的是相互独立,分别适用不同的法解释体系。公司法相对于合同法来说,有更多组织法的意味,完全的意思表示行为在公司法领域受到更多的限制,在产生了公司法上的法律效果后,这一效果与引起其产生的合同法行为之间是否还有关联,一个行为的瑕疵是否会对另一个行为产生影响,成为能否穿透审查的关键。前述分析可知,股份代持关系中的两个行为分属不同的部门法领域,不同领域的法在规范对象、规范理念、规范效果方面都存有差异,用A部门法中的规制方式来规制隶属B部门法调整的对象,即用合同法上否定合同效力的方式来规制公司法上股份代持行为,本身就是一种解释混乱,其打破了协议行为与公司法上的后果之间存在的天然壁垒。在资本市场发展到一定程度,商事交易频繁的当下,更适合用无因性理论来解释两层关系。无因性理论适用于股份代持的第一层关系和第二层关系的意义在于:结果行为的效力摆脱了基础行为效力的影响,有利于保护交易安全,维护平和稳定的法秩序。此其一。无因性理论框架内,基础行为与结果行为泾渭分明,法律关系清晰可辨,法律适用上不容易出现混乱,且能给参与者较强的行为预期。此其二。无因性理论减轻了相对人的注意义务和交易成本,有利于鼓励交易,促进经济流转。这对于上市公司所处的资本市场来说,意义重大。此其三。代持人被登记为公司股东之后,这一公示效力不因基础关系的有效与否而受影响,有利于保护资本市场的参与者,鼓励后续交易。公示的公信力不仅是对外界的一种权利宣示,也为权利的保护提供了技术上的支持,公示制度具有权利正确性的推定效力、善意保护效力和风险警示效力,而可以规避权利的冲突,使交易成本内在化。<sup>[31]</sup>

综上以观,在某种行为涉及多个法律关系,特别是多个法律关系归属于不同的部门法调整时,遵循法律的体系性是首要规则,穿透式审查是例外,需要设置明确的适用前提和适用条件。

---

[31] 参见胡智强:《论表决权信托——以小股东利益保护为背景展开的研究》,载《现代法学》2006年第3期。

#### 四、重构上市公司股份代持问题的理论适用逻辑

目前对上市公司股份代持行为的评判,主要表现为对一种载体,即股份代持协议的效力判定上,这种做法让协议本身承载了太多期待,为了迎合这种期待,会扭曲协议本身的特质,且完全偏向了法律的工具性功能,导致合同法向公司法、证券法领域的无序蔓延,引发法律体系性混乱,需要对目前的做法有所纠正,理顺规制逻辑。

##### (一)上市公司股份代持行为是否违法

部分判决中关于上市公司股份代持行为违法的认定过于武断,需要对法律规定进行精细化解析后才能得出结论。目前包括《证券法》在内的法律法规尚无关于禁止上市公司进行股份代持的明确表述。与之相关的,也就是判决中援引最多的规章包括两项。

其一,《首次公开发行股票并上市管理办法》第13条的规定,即发行人的股权清晰,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。目前裁判中一般将此条理解为对股份代持的禁止。其实并不尽然。该规定传递了3个信息点:一是股权清晰。不清晰,是指特定股份属于何人,较难辨别,可能属于甲也可能属于乙。二是并不排斥在上市公司中出现受控股股东和实际控制人支配的股东。这种控制和支配与股份代持的部分效果类似。这是对上市公司实际情况的接纳,反映了规定制定者对客观存在的尊重。三是不存在股权的重大权属纠纷。关于重大权属纠纷的界定,诉诸诉讼应当是其中的重要表现之一。将上述信息点带入股份代持的情境下进行分析,股份代持情况下,登记在册的股东是代持人,这是对股权权属的权威认定,不存在不清晰的情形。有可能的疑惑是代持人受出资人支配,在参与公司事务时代表出资人的意志,但上述规定并不禁止这种情况的出现,而且这超出了法律能够调整的行为边界,即便强行禁止,也难以达到禁止效果。此外,股份代持的双方在大部分情况下对于权属的认识是一致的。只有特殊情况下,如部分股份权属正在诉讼过程中,存在类似这样的情形,才符合存在重大权属纠纷的要求。由此可见,该



条规定不能体现禁止上市公司股份代持的意思。

其二,《上市公司信息披露管理办法》第21条和第22条的规定,即持股5%以上股东、控股股东及实际控制人情况及公司前10大股东持股情况、控股股东及实际控制人发生变化的情况等,应当分别在年度报告及中期报告中进行记载。这条规定其实是一条对披露义务的规定,披露义务的主体是公司,披露的对象限定为“持股5%以上股东、控股股东、实际控制人及公司前10大股东”;披露的内容限定为“持股情况、控股股东及实际控制人发生变化的情况等”。以此来对照股份代持的情况,股份代持的双方都不是披露义务主体,代持的股份也不一定都能满足占股5%以上等量上的要求,所以对于代持协议双方来说,上述规定不存在适用的前提,司法实践中的适用有牵强附会之嫌。再结合《证券法》(2020年)第五章关于披露信息的规定分析。第五章全部条文中,明确披露的义务主体是公司、公司的控股股东、实际控制人、董事和高级管理人员,普通股东也不是信息披露义务人,难以得出禁止上市公司股份代持的意思。

综上以观,“未披露的行为”即股份代持行为并不当然违法,“未披露行为”也不当然违反法律规定的披露义务,要考虑行为主体、占股比例等多种情况进行综合判断。如果说“未披露的行为”即股份代持行为是为了规避对股东资格的限制、对股东义务的逃避以及对股东转让股份的限制,那也只能界定为规避法律,而不宜直接界定为违反法律。

## (二) 规避法律的行为是否必然无效

规避法律的行为并不等同于违法行为。德国司法审判中,规避的法律效果经历过从“一律无效”到“同等对待原则”的变迁。<sup>[32]</sup>在帝国法院时期,普遍认为规避行为一律无效。原因在于当时的规避学说主要认为,规避是具有自己独立立法效果的单独的法律制度。此外,法律规避制度经常被限定在禁止性法律,以至于无效后果是从《德国民法典》第134条<sup>[33]</sup>中得出的。但在一些案件中,尽管不涉及禁止性法律,法院

[32] 参见张新:《论民法视域中的法律规避行为——以“民生华懋案”为例》,载《华东政法大学学报》2019年第3期。

[33] 该条规定,违反强制性规定的法律行为无效。

也判决无效。而从 20 世纪 90 年代初开始,无效理论在德国法院判决中不再被支持。<sup>[34]</sup> 为规避法律而实施的行为是否归于无效,取决于该法律行为的事实构成和规定这些事实构成的规范的解释。<sup>[35]</sup> 避法行为的处理最终都要转化为法律解释和法律补充问题。<sup>[36]</sup>

诚如前述,“未披露的行为”即股份代持行为首先被法院解释为损害社会公共利益或者违反公序良俗,然后在这样的体系下,进行无效判定。除了前文第一部分第三点的论证之外,针对理论上关于“规章和规范性文件的目的在于维护公共利益和公共秩序”的论断,本文认为,基本上任何制度的初衷都在于对社会公共利益和公共秩序进行维护,如果违反规章和规范性文件的规定都可以定性为损害社会公共利益,那么,《合同法》第 52 条第 4 项和第 5 项的规定就存在逻辑上的矛盾,会突破第 5 项的设限,存在随意扩大的可能。正如崔建远教授所认为,《合同法》第 52 条第 5 项<sup>[37]</sup> 只是该条第 4 项的特别法,为避免规范适用上的矛盾,应将《合同法》第 52 条第 4 项作目的性限缩。<sup>[38]</sup>

总言之,法律针对不同类型行为的规范各有其“独立法律含义”,法院应尊重不同规范之间的独立性,尊重当事人对法律规范的信赖和所作的类型选择。<sup>[39]</sup> 应当承认规避法律本身的价值中性,规避行为不等同于直接违法行为。

### (三) 明确无效适用的前提

意思自治是司法领域的基本原则,对意思自治进行否定的最严厉方式便是对行为的无效判定。在规避行为价值中立的前提下,启动无效机制,需要设置几项前提条件,针对上市公司股份代持问题的特性,在认定协议无效之前,首先要考虑探究规制的“法意保护”。具体来说,就是要分析禁止性条款本身所保护的法意,立法者借由这些规定并

[34] 同前注[32]。

[35] 参见[德]维尔纳·弗卢梅:《法律行为论》,迟颖译,法律出版社 2013 年版,第 413 页。

[36] 参见王军:《法律规避行为及其裁判方法》,载《中外法学》2015 年第 3 期。

[37] 该条规定:“有下列情形之一的,合同无效:……(五)违反法律、行政法规的强制性规定。”

[38] 参见崔建远:《合同法总论》(上卷),中国人民大学出版社 2011 年版,第 328 页。

[39] 参见王军:《法律规避行为及其裁判方法》,载《中外法学》2015 年第 3 期。

非旨在阻止这些法律行为的内容或结果,就违反之法律后果而言,其他法律上之效果既为已足(如刑罚、治安处罚及竞争法上之措施等),无须再为私法效果上的处罚。<sup>[40]</sup>“若借名登记契约仅影响课税之计算基准或导致土地登记制度有违真实者,此应属税捐机关是否按实课税或当事人应否承担不真实登记事项风险之问题,不当然得作为否定私人法律行为效力之依据。”<sup>[41]</sup>其次考虑“行为外部性”,外部性越强,启动的必要性越大。私法主体之间的行为效力一般基于双方之间,但如果行为溢出双方,效果波及太广,则需要公权力的适时介入。比如,影响到了国家的经济规制及调控,那么,基于整体利益优先于私法自治的精神,启动无效机制,一方面,避免了个案对整体的破坏;另一方面,无效的法律后果可以强化对禁止性规定意旨的贯彻,进而具有一般预防功能。<sup>[42]</sup>同时,“由于个人受限于知识、远见、技能和实践,组织变成为实现人类目标的有效工具”<sup>[43]</sup>个人通过小部分的投入参与一个组织体,在组织体整体获益的情况下,个人可以获得其小部分投入单独不可能实现的收益,那么在考虑组织整体利益的某些时候,需要被权衡掉部分个人利益。

## 五、上市公司股份代持问题的实践规制路径

上市公司的股份代持涉及两重规制:一是“未披露行为”的规制;二是“未披露的行为”的规制。对于未披露行为,随着资本市场的日趋成熟,对披露机制的理性认识会不断加深。新《证券法》设专章规定信

---

[40] 参见胡坚明:《德国法上违反禁止性规定之法律行为的效力》,载《华东政法大学学报》2018年第2期。

[41] 参见林诚二:《不动产物权变动登记之实与虚——以我国台湾地区借名登记契约之相关问题为说明》,载《北方法学》2014年第1期。

[42] 同前注[39]。

[43] [美]奥利弗·E.威廉姆森:《市场与层级制》,蔡晓月、孟俭译,上海财经大学出版社2011年版,第26页。

息披露内容。<sup>[44]</sup>“当交易在不确定性/复杂性的条件下完成时,交易会变得非常昂贵。”<sup>[45]</sup>对于股东身份的披露要求是便于对资本市场进行管理,防止公司沦为股东个人的盈利工具。如果不披露或披露不完全,则监管的前提就不复存在,本质上是逃避了监管。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在于确保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。<sup>[46]</sup>对于违反披露事项的惩罚措施,证券法本身有两层惩罚机制。第一层是“有行为即有处罚”,只要存在违反披露义务的行为,则适用该法第197条关于处以罚款的规定;<sup>[47]</sup>第二层是“有结果才有处罚”,适用第85条关于赔偿责任的规定。<sup>[48]</sup>

以上仅是解决了对未披露行为的规制,那么,“未披露的行为”及股份代持行为被披露出来之后该如何处理?《证券法》中找不到解决方案,需要结合《公司法》《合同法》等规定综合考虑。如果代持行为不存在规避因素,即“非规避型代持”,依本文第三部分的分析结论,应为合法有效。如果代持行为是“规避型代持”,可以沿用本文第二部分的分阶段理论,并结合“法益保护”和“行为外部性”的过滤,对股份三阶段的代持找寻有针对性的规制方式。

### (一) 股份取得阶段的代持规制:身份冲突时的取舍

股份取得环节采取代持的方式,规避的是两种身份之间的冲突。

[44] 该法第80条罗列了需要披露的重大事件:……持有公司百分之五以上股份的股东或者实际披露人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化,公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务情况发生较大变化……

[45] 同前注[43],第27页。

[46] 参见[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2008年版,第11页。

[47] 该条规定,信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的,责令改正,给予警告,并处以五十万元以上五百万元以下的罚款……

[48] 该条规定,披露信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任。

资本市场的身份限制,是指特定的人不能从事特定的营利活动,否则会产生已有身份与营利身份之间的冲突。比如,相关证券从业人员、公务人员等。目前采取否定协议效力的方式,没有直中要害。既然是身份之间的冲突,那么,通过在身份上施以一定的影响,某种程度上更能达到对特定身份人员进入资本市场的威慑作用。例如,《公务员法》对公务人员从事或者参与营利性活动予以禁止,同时也规定了对违纪行为给予警告、记过、记大过、降级、撤职、开除等处分。如果将规制视角放在对已有身份的影响上,那么公务人员在从事营利性活动时,需要审慎考量,行为情节严重时丧失公务身份,是不是其可以承受的损失。根据《证券法》的规定,证券从业人员违规买卖证券的,将被没收违法所得,并处以买卖证券等值以下罚款。这种规制方式没有聚焦身份,如果从限制或禁止证券从业资格的角度考量,与单纯的金钱惩罚相比,能达成更好的规制效果。且因身份关系而起的问题最终落脚在身份上的处理,逻辑上更为顺畅,无须启动穿透审查来判定合同无效。关于外国人投资特定领域的行为,对外国人这一特定的主体身份,属于一种客观描述,不存在身份处罚的施展空间。从法益保护角度看,外国出资人通过代持人向公司这一组织体输入自己的意志,规避了国家宏观调控经济这一法意,有对国家经济安全造成不利影响的可能,即便很小的可能性也能带来很大的外部性。此种情况下存在进行穿透式审查的必要性,需要追溯到协议源头,对代持人和出资人之间的委托关系进行否定。

## (二) 股份持有阶段的代持规制:引入公司归入权

“一个国家对于防止公司的经理及控股股东掠夺公司投资人利益方面提供了什么样的法律保护措施,决定其资本市场的深度和广度、上市公司股利的分配政策及外部融资等的便捷程度。”<sup>[49]</sup>如果是意图规避股东义务,那么出资人实际享有的权利将超出其本应履行的法律义务,构成权责利的不一致。首先考虑“法益保护”问题。对于股份持有阶段的监管,本质上在于防止个人与公司争利,把本属于公司的利益私入囊中。从保护公司盈利这一法意出发,如果我们想要改变股东的行为,应当通过改变股东行为的外部环境去促使其作出一定改变,而不是

---

[49] 同前注[31]。

直接强制性地要求其改变。股东在股份持有阶段的代持规避,目标是利润最大化,那么,可以通过在某些问题上施加金钱惩罚去影响股东的行为。顺此思路,我们可以找到《公司法》第149条关于董监高的忠实义务规定,董监高违反忠实义务,本质上是把公司作为实现自己私利的工具,股东虽然不存在对公司的忠实义务,因为一般情况下其不参与公司的经营管理。但如果通过违规的股份代持来损害公司利益,谋取私利,本质上跟董监高违反忠实义务的后果相同,可以推定适用《公司法》第148条的规定,将其收入归入公司。这种思路也可以从《证券法》第44条规定中获得印证。<sup>[50]</sup>法效果上对盈利的禁止,可以有效避免事前的规避行为。直接援用《证券法》《公司法》的已有规范进行规制,更符合法理逻辑,更能达到规制效果,不需要穿透到代持协议效力层面。

### (三) 股份转让阶段的代持规制:担保机制的严格绑定规则

公司经营处所的市场影响着其组织结构。上市公司的关键市场是资本市场。其原因在于,成立公司这种上市组织的一种解释是,这样可以更为便利地获取资本。公司所拥有的股份自由转让和股东有限责任特征,使其更容易获得资本的青睐,<sup>[51]</sup>对股份转让环节的限制是一种例外,那么,这种例外有没有道理和法律逻辑?限制股份公司发起人股份转让的目的,是防止发起人利用发起股份公司“圈钱”后向公众投资者转嫁投资风险。而限制公开发行前已发行股份的转让,目的是保持公司上市前后股权结构稳定,防止公司一上市就发生重大股权结构变化。<sup>[52]</sup>考虑到有些不当发起行为的法律后果和法律责任的滞后性,如果发起人在后果实际发生前因转让股份退出了公司,就很难追求其责任,不利于保护他人或社会公众的合法权益。因此,需要在一定时期内

---

[50] 该条规定:上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有百分之五以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员,将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券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。

[51] 参见[美]罗伯塔·罗曼诺编著:《公司法基础》,罗培新译,北京大学出版社2013年版,第1页。

[52] 参见王军:《中国公司法》,高等教育出版社2017年版,第181页。

禁止发起人转让其持有的公司股份。<sup>[53]</sup>

这种限制相当于设定了一种发起人对公司的担保机制,将发起人特定的财产利益与公司存亡绑定在一起,一定期间之内不能将财产利益置换为财产。这是一种对信任机制的保护,在发起人部分转让股份时,虽说发起人的财产被他人的财产替代,公司的总财产保持不变,但新进股东对公司的了解更少,参与公司运营的机会和动力更少,而发起人因为投资额的减少,与公司之间的连接减弱,对公司持久发展的期待降低,不利于公司的长久发展。同时,这种行为存在极强的外部性,在发起人全部转让股份时,1年内完全退出公司,我们有合理怀疑其存在上市套现的心理,此时发起人规避的义务,会损害公司成立的根基,把公司作为私人的谋利工具,并且会导致资本市场的套利心理严重,损害广大投资者的合法权益。此种情况下予以穿透,通过否定出资人和代持人之间的协议效力来达到规制目的,就显得尤为必要。

(编辑:赵宇)

---

[53] 同前注[52],第183页。