

重视无实际控制人公司的监管挑战

丛怀挺* 刘宏光**

学理上认为,所有权与经营权的两权分离是现代公司治理架构的主要特征之一,而股权结构高度集中、“一股独大”是长期以来对我国上市公司治理结构的普遍认识。但从实践观察,变化正在悄悄地发生。近年来,A股市场披露为无实际控制人的上市公司的数量逐年增加、比例不断上升,尤其是代表新兴产业发展方向的科创板,这一现象更为明显。实际控制人不仅是我国公司法、证券法上的一个重要概念,是多项资本市场重要制度的规范对象。^[1]同时,实际控制人也是资本市场上的“关键少数”,在上市公司经营与治理中发挥重要作用。无实际控制人公司的出现,使公司法、证券法中的不少重要制度失去了支点,对以控股股东、实际控制人为规制重心的上市公司监管体系提出了挑战,监管需要做出妥善应对。

* 上海证券交易所员工,法学博士。

** 上海证券交易所员工,法学博士。

[1] 相关规定主要包括《公司法》第20条规定的股东(实际上主要指向控股股东和实际控制人)不得滥用股东权利义务,《公司法》第21条规定的“不当关联交易赔偿责任”,《证券法》第24条规定的“欺诈发行买回义务”,《证券法》第93条规定的“先行赔付义务”等。

一、A股市场无实际控制人公司的兴起

(一) 无实际控制人公司呈增长趋势

中国证监会分别于2001年3月15日和2001年12月10日发布《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第1号〈招股说明书的内容与格式(试行)〉》(2001年修订稿)和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉》(2001年修订稿),要求上市公司在年报中、拟上市公司在招股说明书中披露实际控制人情况,这是证券监管法规对实际控制人的较早规定。后来,在2005年10月《公司法》与《证券法》的联动修改中,实际控制人概念被提升到法律层面,成为资本市场立法的重要制度基础。其后,实际控制人概念被广泛应用到首次公开发行、再融资、上市公司收购、重大资产重组等重要规章或规范性文件中,逐步形成对实际控制人的规制体系。

从早期情况看,无实际控制人公司占比较低,代表公司如万科A、东软集团、中兴通讯等。此后,随着资本市场发展,新上市公司不断增加,资本运作愈加活跃,无实际控制人上市公司逐年增多。从2005年年底到2020年年底,A股市场无实际控制人公司的数量从18家增长到257家,同期A股上市公司总数由1288家增加到4128家,无实际控制人公司的占比由1.41%提高到6.23%,无实际控制人上市公司日渐成为上市公司监管与治理中一个值得关注的现象见表1。

表1 2005~2020年A股无实际控制人公司家数情况

年份	无实际控制人公司数量(家)	A股上市公司总数(家)	无实际控制人公司占比(%)
2005	18	1288	1.40
2006	15	1353	1.11
2007	22	1478	1.49
2008	19	1555	1.22

续表

年份	无实际控制人公司数量(家)	A股上市公司总数(家)	无实际控制人公司占比(%)
2009	35	1653	2.12
2010	48	2000	2.40
2011	56	2281	2.46
2012	69	2435	2.83
2013	86	2437	3.53
2014	107	2561	4.18
2015	123	2784	4.42
2016	143	3011	4.75
2017	157	3449	4.55
2018	172	3554	4.84
2019	218	3757	5.80
2020	257	4128	6.23

资料来源:Wind。

(二) 无实际控制人公司呈现出不同形态

从认定依据看,A股市场无实际控制人公司中,多数公司股权比较分散,无控股股东;也有一些公司虽有控股股东,但由于控股股东上层无实际控制人,进而上市公司被认定为无实际控制人。

从类型化的角度分析,A股市场无实际控制人公司具体可以分为下类型:

第一类是“股权分散型”无实际控制人公司,公司不存在控股股东,且股权结构分散,主要股东各自委派董事且独立决策。这类公司中,单一股东持股比例不高,虽然积极参与公司治理,却都无法单独控制公司。比如,以科创板上市公司芯源微为例,公司股权较为分散,前三大股东持股比例分别为17.06%、12.50%、11.82%,不存在单一股东通过直接或间接的方式持有公司股权比例或控制其表决权超过30%的情形,各方股东无法决定董事会多数席位或对公司进行实际控制。

第二类是“股东制衡型”无实际控制人公司,公司不存在控股股东,主要股东持股份额较大且相互之间比例相当,股东之间互相制衡。这类公司中,单一股东无法单独决定公司事务,但又可以对公司施加重要影响,主要股东之间势均力敌。以科创板上市公司沪硅产业为例,国盛集团和国家集成电路投资基金各自持有公司 22.86% 的股份,并且国盛集团和国家集成电路投资基金之间不存在一致行动关系,公司不存在持股比例超过 50% 的股东,且单个股东依其持有的股份所享有的表决权均不足以对股东大会的决议产生决定性影响。

第三类是“控股股东上层无实际控制人型”公司,公司存在控股股东,但控股股东上层因为股权结构分散或者主要股东势均力敌而被认定为无实际控制人。这类公司中,上市公司虽然有控股股东,但控股股东上层由于股权分散或者主要股东互相制衡而无实际控制人。比如,创业板上市公司金龙鱼,公司控制股东为 BATHOS 有限公司,持有公司 89.99% 的股份,其他股东的持股比例均在 1% 以下。BATHOS 的间接控股股东为丰益国际,持有 BATHOS 100% 的权益,而丰益国际为新加坡交易所上市公司,主要股东 Kuok Khoon Hong(郭孔丰)、ADM、Kuok Brothers Sdn Berhad、Kerry Group Limited 之间持股比较接近,无任一股东能够控制丰益国际。鉴于公司控股股东 Bathos 的 100% 权益由丰益国际间接持有,而丰益国际不存在实际控制人,故而金龙鱼公司不存在实际控制人。

(三) 无实际控制人状态的形成时间分析

从无实际控制人状态的形成时间看,早期多数公司的无实际控制人状态是上市之后形成的,既有基于再融资、股权转让、减持、解除或不再续签一致行动协议等当事人的主动安排而形成,也有基于司法划转、继承等被动原因而导致。但从近年来看,上市时即无实际控制人的公司显著增多。如科创板 20 家无实际控制人公司,其无实际控制人状态均为 IPO 之前形成的,多是在上市之前进行多轮融资而形成了无实际控制人状态。沪主板、深市上市时即无实际控制人公司的数量也处于增长态势,如工业富联、金龙鱼、拉卡拉等均属于上市时即无实际控制人的公司。

二、A股市场无实际控制人公司的特征分析

(一)分板块情况

从分板块情况看,截至2021年4月30日,全部科创板企业共有268家,其中无实际控制人企业包括澜起科技、中微公司、中芯国际、交控科技、心脉医疗、安集科技等20家无实际控制人公司,无实际控制人公司的比例为7.46%。同期沪市主板共有上市公司1603家,其中无实际控制人公司92家,占比5.74%;深市主板共有上市公司1465家,其中无实际控制人公司101家,占比6.89%;创业板共有上市公司947家,其中无实际控制人公司49家,占比5.17%(见图1)。相较而言,各板块无实际控制人公司占比总体差别不大,但科创板无实际控制人公司的比例高于沪市主板、深市主板和创业板。

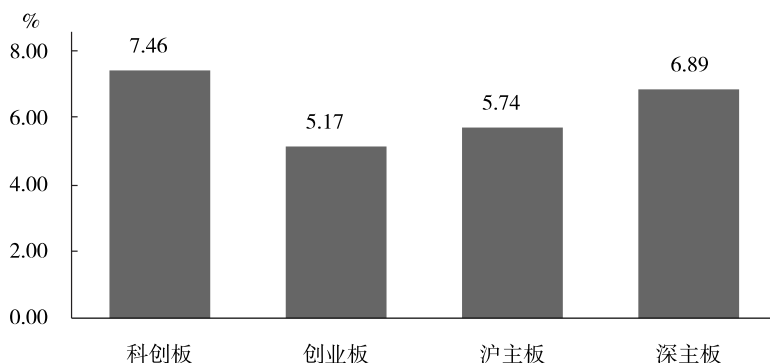


图1 A股市场各板块无实际控制人公司占比情况

资料来源:wind。

(二)行业分布情况

在行业分布方面,无实际控制人公司主要集中在金融业、互联网和软件、通讯及电子设备制造以及生物医药等行业,但不同板块呈现明显差异。沪主板92家无实际控制人公司中,金融业为35家,占比最高,其他占比较高的行业包括化工行业7家、生物医药行业7家、机械设备行

业 5 家,其他 34 家公司行业分布较为分散,涵盖计算机、电气设备、房地产、食品饮料、商业贸易、传媒等领域。深市 150 家无实际控制人公司中,行业分布总体更为分散,占比较多的计算机行业、电子行业、机械设备行业、金融行业、生物医药行业分别为 21 家、17 家、14 家、13 家、12 家,其他主要分布于传媒、化工、电气设备、建筑材料、家用电器、房地产等行业。科创板 20 家无实际控制人公司行业分布较为集中,其中,10 家为半导体相关行业公司,3 家为生物医药行业公司,2 家为新材料行业公司,其余 5 家分别为轨道交通设备、新能源、应用软件等行业公司。总体而言,上述行业分布情况一方面与不同板块的总体特征对应;另一方面,金融、互联网、半导体、生物医药属于技术、资金密集型行业,普遍对外部融资的需求较大,容易形成无实际控制人状态。

(三) 股东特征

从无实际控制人公司的股东来看,多数公司内部有 PE/VC 等专业投资机构参与,不少公司存在专业投资机构委派董事或监事的情况。专业投资机构在科创板的参与更为明显,20 家科创板无实际控制人公司中,绝大多数公司内部有 PE/VC 等专业投资机构股东,同时,绝大多数公司内部有投资机构委派的董事。专业投资机构的介入,一方面能够为公司的发展提供资金支持和管理支持,另一方面也有助于在公司内部形成分权制衡的格局,提高公司治理的规范化水平,符合我们对无实际控制人企业,尤其是对科创领域无实际控制人企业的认识。根据对部分无实际控制人公司的访谈结果,公司普遍认为专业投资机构不单为公司充实了资金,还在战略规划、产业投资、市场开拓、上市计划及资本运作等方面提供建议,为公司提高管理水平和绩效做出积极贡献。同时,在参与董事会决策方面,我们观察到有专业投资机构的派驻董事在上市公司董事会上投出反对票或弃权票,体现了对公司管理的深度参与。

三、无实际控制人公司兴起需要法律作出回应

从 A 股市场整体看,无实际控制人公司占比较小,无实际控制人是公司控制权分配的特殊状态,代表着公司治理权力的分散化,本身是中

性。实际控制人公司的兴起,对以控股股东、实际控制人为规制重心的上市公司监管体系提出了挑战,对学术研究及证券监管提出新的课题。立法与监管中应直面无实际控制人公司日益增长的实践情况,做出有针对性的回应。

(一)完善实际控制人认定规则

实际控制人认定是实际控制人规则体系的逻辑起点,甚至也是上市公司监管体系的重要基础之一。对于实际控制人的认定,现行《公司法》第216条给出了基本的界定,即实际控制人是指“虽不是公司股东,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”。《上市公司收购管理办法》和《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券期货法律适用意见第1号》分别从控制权和控制权变化的角度对实际控制人认定给出操作指引。^[2]然而,现行规则仍然不够明确,学界对此多有批评。从过往监管实践看,上市公司隐瞒实际控制人的情况时有发生,^[3]目前披露为无实际控制人的上市公司中,也不排除存在隐瞒实际控制人的情形存在。

在当前情况下,立法上如何完善实际控制人的认定规则,明确实际控制人的认定主体与程序,值得进一步探讨。尤其是在当前《公司法》修订的背景下,如何完善实际控制人的界定,从定义和列举方面更精准地界定实际控制人,更准确地刻画上市公司的控制权分配状态,使实际控制人浮出水面,避免实际控制人因隐身而逃避相关法律责任,是立法回应无实际控制人现象的首要问题。

(二)落实无实际控制人背景下监管制度

实际控制人制度是我国公司法、证券法上的基础概念,公司治理、发行上市、再融资、并购重组等资本市场重要制度也都围绕实际控制人展开。现行《公司法》《证券法》及下位制度对于董事、监事、高级管理人员

[2] 参见《上市公司收购管理办法》第84条和《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券期货法律适用意见第1号》第2条和第4条。

[3] 证监会近期处罚的*ST斯大案、四环生物案、*ST凯迪案,都体现了强化实际控制人认定、严厉打击隐瞒实际控制人行为的监管态度。

的义务与责任,都有比较明确的规定,总体能够实现无实际控制人状态下对董监高人员的责任规制。此外,在对若干事项的规定上,将第一大股东参照控股股东处理,为监管提供了制度抓手。例如,《科创板股票上市规则》第2.4.9条规定,上市公司第一大股东在执行第二章第四节的减持要求时应当参照适用关于控股股东的规定。这些规定在一定程度上能够解决无实际控制人公司的监管问题。

目前存在的问题主要是,在《公司法》《证券法》的原则性立法下,如何明确董事、监事、高级管理人员的忠实义务和勤勉义务的具体标准,如何进一步激活相关诉讼机制,提高制度的实施效果。^{〔4〕}此外,对于一些专门针对实际控制人的特别制度安排,如欺诈发行回购、先行赔付等,目前尚未考虑无实际控制人的情况,需要进一步研究如何落实的问题。

(三) 完善上市公司收购及收购防御制度

无实际控制人公司中,公司股权结构普遍较为分散,公众股东持股比例较高。后续随着再融资、并购重组、减持等资本运作,股权结构可能进一步分散化,上市公司面临“野蛮人”收购的可能性进一步加大。实践中,为了应对收购风险,部分公司在章程中加入董事提名权限制、分期董事会、“金降落伞”计划、超级多数表决权等反收购条款,^{〔5〕}引发市场对投资者保护的担忧。同时,控制权收购作为一种外部治理机制,虽然可以对管理层形成威慑,督促公司改进经营管理,但不规范的收购行为往往伴随收购双方的激烈角逐,引发股价的巨大波动,甚至影响公司正常经营活动,出现损害投资者利益的行为。

现行《公司法》《证券法》等法律法规对于收购及反收购的规定较为原则,对反收购措施及反收购条款的规制缺少具体可行的规则。在无实

〔4〕 理论上说,在有实际控制人的公司中,主要的委托代理问题是实际控制人与中小股东之间的代理问题,而无实际控制人公司中,主要的委托代理问题是管理层与股东之间的代理问题,这对于判断个案中董事、监事、高级管理人员受信义务的重心和标准具有指引作用。

〔5〕 不少研究者对上市公司章程的反收购条款进行过详细梳理及分类,参见朱奕奕:《我国上市公司章程中反收购条款之法理审视——以15家上市公司章程为分析对象》,载《中共杭州市委党校学报》2017年第2期;陈霖:《上市公司修改章程设置反收购条款的合法性检视与监管探讨》,载《证券法苑》(第19卷),法律出版社2017年版,第97~117页。

际控制人公司数量及占比持续增长、控制权市场进一步活跃的背景下,如何完善上市公司收购制度,确立上市公司采取反收购措施的边界,明确反收购条款的合法性判定标准,细化及落实违法收购的法律责任,实现收购人、上市公司及公众投资者之间的利益平衡,成为越来越紧迫的问题。

(四) 拓宽机构投资者入市及参与公司治理路径

无实际控制人公司的规范,法律与监管是一个方面,市场机制的建设是另一个重要的方面。构建市场机制的核心要义,是通过利益机制、声誉机制督促市场主体履职尽责,自觉维护市场秩序,培育长期投资者是境外普遍采用的方法。长期投资者基于大额、长期持股利益的考虑,不会简单地“用脚投票”,可能采取“积极股东主义”,介入公司事务,在公司治理结构中形成外部制衡与约束。特别是对于无实际控制人公司,机构投资者参与公司治理有更强的意愿和空间,引入长期投资者,并充分发挥机构投资者的功能更为必要。

目前,A股市场的投资者结构仍然以散户为主。根据中国证券登记结算有限责任公司的统计,截至2020年12月末,A股市场投资者账户总数超过17,716万户,其中个人投资者账户总数17,676万户,占比超过99%,个人投资者在二级市场总交易额中的占比超过80%,长期资金参与有限。与境外成熟市场相比,A股市场长期资金的市场占比与参与程度还比较低。对此,我们一方面要拓宽长期资金来源,引导更多长期资金入市,激励更多专业投资机构持股,进一步优化投资者结构;另一方面是督促机构投资者提升专业能力,不断完善机构投资者参与上市公司治理的机制,提高机构投资者参与公司治理的积极性。

(编辑:谢贵春)