

企业 IPO 中的“三类股东”

——从私法和监管角度谈“三类股东”之适格性
戴鑫泽*

摘要:“三类股东”在 IPO 审核中的适格性问题呈现出私法和金融监管法的交叉视角:在私法视角下,“三类股东”具有资产独立性的内部特征和区隔分散之商事登记的外部特征,具备法律实体的基本特征。在金融监管视角下,初步认可“三类股东”之 IPO 股东适格性具有经济分析、法秩序价值、公共政策的意义。然而,实践中“三类股东”自身存在被滥用的风险,应当通过“穿透原则”对“三类股东”予以监管,建议确立“可穿透明晰”“持续存续”“变动冻结”等审核标准。

关键词:三类股东 适格性 穿透原则 IPO 审核标准

一、问题的提出

首次公开发行(IPO)作为一二级市场的桥梁,一直备受资本市场的关注。IPO 审核条件的确定

* 江苏毅达股权投资基金管理有限公司员工。

性及可预测性,对于拟 IPO 企业及整个资本市场的稳定性具有重要意义。有关拟 IPO 企业“三类股东”(契约型私募基金、资产管理计划和信托计划)被要求清理的传闻在业界引发了很大争议,给相关机构和公司造成了较大影响。^[1] 流传的清理原因可归纳为以下几条:(1)“三类股东”系契约,不得作为股东。详言之,契约型私募基金属于私募基金三种形态之一(另外两种为公司型和合伙型),其实质系契约,而资产管理计划和信托计划同样依托合同设立,其实质也系契约。(2)“三类股东”未进行工商登记,无法登记为股东。(3)“三类股东”持股不清晰不稳定,存在权属纠纷风险。由于“三类股东”非工商实体,一般以管理人作为股东进行登记,存在代持情形,持股不清晰不稳定。

“三类股东”的股东资格是一个私法与金融监管法交叉的问题。本文拟首先从“三类股东”的性质出发,从私法的角度厘清有关“三类股东”股东资格的流行误解。其次从金融监管法的角度探讨:第一,初步认可“三类股东”的“IPO 股东”适格性有着经济分析、法秩序、公共政策的合理理由。第二,因为“三类股东”自身存在特殊的风险,需要进行二次审查:(1)应当通过“穿透原则”进行二次审查,在具体审查上金融监管部门有分工;(2)相应金融监管部门对“三类股东”进行“合格投资者”及“资产风险披露”的审查;(3)IPO 审核部门根据具体 IPO 审核标准对“三类股东”的“IPO 股东”适格性进行审查,另特别针对“IPO 股东”适格性审查中的一些难点(“持股不清”“存续期短”“变动较多”“利益输送”),提出相应的审核标准建议(“可穿透明晰”“持续存续”“变动冻结”“严查清理”)。

二、“三类股东”具有“法律实体”的内在决定性特征

(一)“三类股东”实质应系“法律实体”而非“契约”

契约型私募基金实质上应系“基金”,而非“契约”;资产管理计划

[1] 李维:《谈谈拟 IPO 企业“三类股东”清理的内在逻辑》,载《21 世纪经济报道》2016 年 4 月 14 日。

和信托计划实质上应系“计划”，而非“契约”。前述对契约型私募基金性质的表述看上去循环拗口，但却是对流行理解最直接的反驳和回应。根据流行的理解，契约型私募基金系“契约”，资管计划和信托计划同样系“契约”，该种理解犯了以形式代替实质的错误。私募基金有公司型、合伙型及契约型三种形式，但不意味着公司型基金的性质是“公司”，合伙型基金的性质是“合伙”，契约型基金的性质是“契约”。实际上无论是公司型私募基金、合伙型私募基金，还是契约型私募基金，虽然形式区隔，但最终实质的落脚都在“基金”上。相应地，尽管资管计划和信托计划以“契约”的形式来连接，但实质都落脚到“计划”上。因此，“三类股东”作为“基金”/“计划”，就实质而言应该为“法律实体”（或“组织”，下同），下文将对这类“法律实体”进行探讨，以期能够拨开“三类股东”概念上的迷雾。

（二）资产（相对）独立系“法律实体”的内在决定性特征

作为人类行为规范的法律，从逻辑上可以分为组织法和行为法。具体来说，组织法是规定社会组织全体或某一法律制度之纲要及其性质的法；行为法是依据组织而决定行动的法。前者作为行动的基础，预先安排行动的方式结构，并确定其性质和种类，是静态的法；后者以组织为依据，直接关于行动，堪称动态的法。^{〔2〕}具体到本文探讨的问题（从客观的法转换到主观的法的角度），可以说以“契约”为表象的“三类股东”固然规定了“行为”的内容，但更加规定了作为“组织”的“法律实体”。

法律实体之所以（可以）被作为法律上的“人”，主要是因为它们具有以下两个特征：（1）一个被定义的可以委派经理人去签订合同的能力；^{〔3〕}（2）一个可以满足法律实体债权人主张的特定资产池。^{〔4〕}第二

〔2〕 韩忠谟：《法学绪论》，中国政法大学出版社2002年版，第53页。

〔3〕 在股权投资行业，基本模式是“专家管理、代客理财”，而“三类股东”系由基金的投资人委托成立的实体（资产池），然后委托专业的股权投资机构进行投资管理，股权投资行业的“三类股东”天然具有被定义为可以委派经理人（管理人）去签订合同（投资、管理）的能力。法律实体的两个特征中第一个特征比较明显，且第二个特征为核心决定性特征，故此仅对第一个特征作简要说明。

〔4〕 Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, *The Yale Law Journal*, Vol. 110, 2000.

个特征意味着法律实体的资产(至少是部分)独立于法律实体的所有者或管理者拥有的资产,法律实体的债权人优先于法律实体所有者或管理者的债权人对法律实体的特定资产池享有受偿权,该特征构成了法律实体的决定性特征。

基于前述“资产分割”功能学说,有学者认为:“通常,对于非自然人的商事组织/实体,争论的问题是,其成为法律上的‘人’的依据何在?……法律之所以承认公司等商事组织的‘人格’,可视为便利经济活动起见……法律人格在本质上只不过是法律为了保障用于特定目的资产的长期存续而续造。”〔5〕

资产(相对)独立作为“法律实体”的决定性特征,可以说在“三类股东”均有所展现,下面将一一进行探讨。

(三)“三类股东”资产(相对)独立

1. 契约型基金资产(相对)独立

对于契约型基金来说,中国证监会于2014年8月21日颁布并实施的《私募投资基金监督管理暂行办法》第23条规定,私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务,不得将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事投资活动。该规定从部门规章层面规定了契约型基金的财产独立于包括管理人在内的第三方。

契约型基金的资产独立性,除了有前述对管理人等第三方的行为约束规定外,还有托管制度予以保证。根据上文同法第21条第1款的规定,除基金合同另有约定外,私募基金应当由基金托管人托管。尽管托管非强制,但同条第2款另外规定,基金合同约定私募基金不进行托管的,应当在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制,对非托管基金的财产安全性(“独立性”当然系题中之义)保障作出了特别的规定。

2. 资产管理计划资产(相对)独立

目前市场上常见的资产管理计划主要包括:基金子公司资管、券商

〔5〕 李清池:《商事组织的法律构造——经济功能的分析》,载《中国社会科学》2006年第4期。

资管、保险资管,以及银行资管(信托计划实际也属于资产管理计划的一种,但鉴于“三类股东”的表述,此处分开,在下文予以另外讨论)。由于资产管理计划资产独立性属于“通行”规定,以下仅就基金公司资产管理计划、券商资产管理计划进行讨论,其他类型资产管理计划情况类似。

对于基金公司资产管理计划,中国证监会 2012 年 9 月 26 日颁布并于 2012 年 11 月 1 日施行的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第 4 条第 1 款规定,资产管理人从事特定资产管理业务,委托财产独立于资产管理人和资产托管人的固有财产,并独立于资产管理人管理的和资产托管人托管的其他财产。资产管理人、资产托管人不得将委托财产归入其固有财产。同条第 3 款规定,资产管理人、资产托管人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的,委托财产不属于其清算财产。前述规定确立了基金公司资产管理计划资产之独立性。此外,同法第 14 条规定了“强制托管”原则,资产管理人从事特定资产管理业务,应当将委托财产交托管机构进行托管,“强制托管”从制度上确保了基金公司资产管理计划资产之独立性。

对于证券公司资产管理计划,中国证监会 2013 年 6 月 26 日修订颁布并施行的《证券公司集合资产管理业务实施细则》第 6 条规定,集合计划资产独立于证券公司、资产托管机构和份额登记机构的自有资产。证券公司、资产托管机构和份额登记机构不得将集合计划资产归入其自有资产。证券公司、资产托管机构和份额登记机构破产或者清算时,集合计划资产不属于其破产财产或者清算财产。前述规定确立了证券公司集合资产管理计划资产之独立性。此外,同法第 28 条第 1 款规定了“强制托管”制度,证券公司应当将集合计划资产交由取得基金托管业务资格的资产托管机构托管,该规定从制度上保证了证券公司集合资产管理计划资产之独立性。中国证监会 2012 年 10 月 18 日颁布并施行的《证券公司定向资产管理业务实施细则》同样明确了证券公司定向资产管理计划的资产独立性和强制托管的制度保证。

3. 信托计划资产(相对)独立

对于信托计划,中国银监会 2009 年 2 月 4 日修订颁布实施的《信托公司集合资金信托计划管理办法》第 3 条规定,信托计划财产独立于

信托公司的固有财产,信托公司不得将信托计划财产归入其固有财产;信托公司因信托计划财产的管理、运用或者其他情形而取得的财产和收益,归入信托计划财产;信托公司因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的,信托计划财产不属于其清算财产。同法第三章规定了“信托计划财产的保管”,信托计划存续期间,信托公司应当选择经营稳健的商业银行担任保管人。信托财产的保管账户和信托财产专户应当为同一账户。信托公司依信托计划文件约定需要运用信托资金时,应当向保管人书面提供信托合同复印件及资金用途说明。实际上前述“保管”即实质上的“托管”,该强制保管(“托管”)制度强化和保障了信托计划资产的独立性。

综上,“三类股东”实际上都具有“法律实体”的内在决定性特征。“三类股东”所涉及的交易结构复杂、参与主体多元化,并非单纯的“契约”所能涵盖,而是体现为一整套复杂的合同关系,这些复杂的合同关系既涉及内部管理又涉及外部投资,实际上已经上升到“组织法”的层面,并非合同所规范的当事人之间的内部关系所能涵盖的。

三、“三类股东”具有“法律实体”的外在公示性特征

(一) 商事登记公示效果及必要性

商事登记作为一种信息传递和合作博弈的框架体现具有其经济属性,具有提供信息服务、维护市场安全、提高交易效率的经济功能。^{〔6〕}传统民事立法因受以德国和瑞士民法为代表的大陆法系法制模式的影响,将组织体区分为法人和非法人,且以是否登记作为区分的标准。^{〔7〕}

按照传统民事立法,“三类股东”作为非法人组织/实体,不需要进行登记。但从公示必要性的角度来讲,“三类股东”作为非契约的“组织”,登记制度对其参与市场活动、维护市场安全、为其他市场主体提

〔6〕 刘训智:《商事登记制度的法经济学分析》,载《东北大学学报》(社会科学版)2013年第3期。

〔7〕 赵群:《非法人团体作为第三民事主体问题的研究》,载《中国法学》1999年第3期。

供便捷的信息、降低信息搜寻成本、提高市场交易效率,是非常有必要的。

而在当前实践中,“三类股东”的登记不需要额外通过工商登记实现,而是已经区隔分散在各处。对此,“三类股东”的登记仅需作“观念”上的变通即可(详见下文)。

(二)“大一统”登记公示之流行误解

前文提到流行误解中“三类股东”不能成为股东的第二大理由是:“三类股东”未进行工商登记,无法登记为股东。此观点犯了概念性的错误,将“商事登记”,甚至是“民事登记”与“工商登记”完全等同,将我国的民事(商事)主体登记制度误认为是“大一统”的登记制度”。

我国的民事(商事)主体登记制度并非“大一统”于工商登记之下,实际上,商事主体工商登记的范围是民事(商事)主体登记制度很小的一部分,还有很多其他民商事主体登记及其相应登记部门(见下表):〔8〕

各类民商事主体登记管理部门表

序号	机构类型	登记管理部门
01	机关、事业单位、群众团体	国家机构编制部门
02	企业法人、企业非法人、企业分支机构和代表机构、农民专业合作社	国家工商行政管理部门
03	社会团体法人、基金会、民办非企业单位	国家民政部门
04	外国人在华办学	国家教育部门
05	外国驻华新闻机构	国家外交部门
06	组级、村级、乡镇级集体经济组织	国家农业部门
07	公安分局、派出所、车管所、看守所、拘留所	国家公安部门
08	律师事务所、公证处、监狱、仲裁委员会司法鉴定机构	国家司法部门

〔8〕 全国组织机构代码统一社会信用代码数据服务中心:《组织机构对应登记管理部门》,载 <http://www.nacao.org.cn/portal/article?articleId=855331743740952576&nav=convenience&catId=852801987268464640>,2017年2月25日访问。

续表

序号	机构类型	登记管理部门
09	船级社、水上运输机构、港口	国家交通运输部门
10	外国驻华文化交流中心	国家文化部门
11	宗教活动场所	国家宗教事务管理部门
12	各级基层工会、行业工会	中华全国总工会
13	村民委员会	县级人民政府
14	居民委员会	区级人民政府
15	公路收费站	省级人民政府
16	外国旅游局驻国内各地办事处	国家旅游局
17	军队事业单位	中央军委改革和编制办公室

而且,前述登记实际上并非是“万年不移”的规定,也会根据社会经济的变迁、政策规范的嬗变而发生变化。

此外,商事登记的客体范围也存在流行误解。例如,传统认知中将公司股权登记全部归于“大一统”的工商登记,这种认识在有限公司的范畴下尚能站得住脚,而一旦扩展到其他情形,这种认识就存在机械性的错误。对于在全国中小企业股份转让系统(以下简称“新三板”)挂牌的公司而言,股权(股份)的登记公示功能实际归属于中国证券登记结算有限公司北京分公司;对于在上海证券交易所、深圳证券交易所上市的公司而言,股权(股份)的登记公示功能实际分别归属于中国证券登记结算有限公司上海分公司、深圳分公司。实践中,对新三板挂牌公司和沪市深市的上市公司而言,工商登记仅对“发起人”进行登记,而对实际控股股东难以登记且实际上也并未进行登记。

(三) 区隔分散的“三类股东”商事登记

在当前的实践中,“三类股东”的“商事主体登记”实际上是“区隔分散”在各处,具体分析如下:

1. 契约型基金的“商事登记”

证监会颁布的《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》(以下简称《备案办法》)于2014年2月7日起施行,规定由中国证券投

资基金业协会(以下简称“中基协”)办理私募基金备案,该办法在第 11 条同时规定,私募基金管理人应当在私募基金募集完毕后 20 个工作日内,通过私募基金登记备案系统进行备案,并根据私募基金的主要投资方向注明基金类别,如实填报基金名称、资本规模、投资者、基金合同(基金公司章程或者合伙协议,以下统称基金合同)等基本信息。

中基协在 2016 年 4 月 18 日发布了《关于发布私募投资基金合同指引的通知》,在该通知的附件 4《〈私募投资基金合同指引〉起草说明》中,明确了“根据组织形式不同,目前私募基金可以分为契约型基金、公司型基金、合伙型基金”。实际操作中,契约型基金已经在中基协大量备案,且可在中基协官方网站查询相关信息。

2. 资产管理计划的“商事登记”

证监会颁布并自 2016 年 7 月 18 日起施行的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》规定,中基协做好证券期货经营机构资产管理计划的备案管理与风险监测工作,且同时规定了证券期货经营机构不得在资产管理计划完成备案手续前参与股票公开或非公开发行。随后,中基协 2016 年 10 月 21 日颁布实施的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 1 号——备案核查与自律管理》规定,证券期货经营机构应当对资产管理计划的设立、变更、展期、终止等行为进行备案,按时提交备案材料。实际操作中,证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司所管理的资产管理计划已经大量在中基协备案,且可在中基协官方网站查询到相关备案信息。

银行资管计划(个人理财产品)分别实行审批制和报告制。根据银监会 2005 年 9 月 24 日发布并于同年 11 月 1 日施行的《商业银行个人理财业务管理暂行办法(2005 年第 2 号)》规定,商业银行开展个人理财业务实行审批制和报告制。同办法第 46 条规定了审批制:商业银行开展以下个人理财业务,应向中国银行业监督管理委员会申请批准:(1)保证收益理财计划;(2)为开展个人理财业务而设计的具有保证收益性质的新的投资性产品;(3)需经中国银行业监督管理委员会批准的其他个人理财业务。同办法第 51 条规定了报告制:商业银行开展其他个人理财业务活动,不需要审批,但应按照相关规定及时向中国银行业监督管

理委员会或其派出机构报告。

3. 信托计划的“商事登记”

根据银监会2009年2月4日最新发布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》(2009年修订)第7条,信托公司异地推介信托计划的,应当在推介前向注册地、推介地的中国银行业监督管理委员会省级派出机构报告。

根据中国银行业监督管理委员会办公厅2014年4月8日发布的《关于信托公司风险监管的指导意见》(银监办发〔2014〕99号)第2条第2款第5项:优化业务管理。从当年起对信托公司业务范围实行严格的准入审批管理;对业务范围项下的具体产品实行报告制度。凡新入市的产品都必须按程序和统一要求在入市前10天逐笔向监管机构报告。监管机构不对具体产品做实质性审核,但可根据信托公司监管评级、净资产状况、风险事件、合规情况等采取监管措施。信托公司开展关联交易应按要求逐笔向监管机构事前报告,监管机构无异议后,信托公司方可开展有关业务。异地推介的产品在推介前向属地、推介地银监局报告。属地和推介地银监局要加强销售监管,发现问题的要及时叫停,以防风险扩大。

根据前述规定,信托计划在发行前(尤其是在异地推介时),均需要向监管机构报告。

四、“三类股东”内外部特征共同决定其“股东”适格性

(一)“三类股东”内外部特征使其具有“权利义务驻足集散”的能力

从法律规定与实际社会生活有密切联系的角度观察,法律上所确认的权利主体即“人”,包括自然人和法人。“人”之所以能成为权利主体,是因为其具有权利义务驻足集散的能力,即权利能力。这就是说,具有权利义务驻足集散的资格,是权利主体所共同具备的必要又充分的要件。反之,则不能成为权利主体。从这个意义上说,权利能力是属于动的功能,权利主体则属于静的功能,而不是相反。^{〔9〕}这意味着,只要具

〔9〕 赵群:《非法人团体作为第三民事主体问题的研究》,载《中国法学》1999年第3期。

有权利义务驻足集散的能力,能够作为法律保护的利益的载体,即构成了法律(民事)上的主体资格,或至少具有了法律(民事)上主体资格的必要充分条件。民事主体是法律保护的利益载体。至于这一载体是自然人还是自然人的结合,甚至是物,则取决于一定社会对于应受保护的利益的认识。^[10]

资产相对独立构成了“三类股东”法律实体内在特征,该特征使“三类股东”能够(至少相对)独立对外承担义务、享有权利,而商事登记的外在公示性特征,使“三类股东”能够为其他市场参与者认识、鉴别、进行交易。“三类股东”的内外部特征使“三类股东”实际上具有了“权利义务驻足集散”的能力,而并不仅仅是作为行为的“合同”。故能够被认定为法律主体。

(二)关于工商登记“代持”的流行误解

在目前狭隘理解的“商事登记”制度下,“三类股东”的确不能直接进行工商登记,进而登记为股东,这就构成了所谓的“代持”,而“代持”导致了流行误解所认为的“持股不清晰、不稳定”。

实际上“代持”的合法有效性已经得到了司法实践、商事实践的认可。根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》(2014年修正)第24条的规定,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52条规定的情形,人民法院应当认定该合同有效。该条文认可了(在无合同无效情形下)“代持”的有效性,这意味着只要“代持”有效披露,即能够使实际股东的持股权利“清晰”;只要“代持”协议无争议,即能够使持股权利“稳定”。也就是说,“代持”导致持股“不清晰、不稳定”的看法是存在谬误的。

如前所述,“代持”并不影响持股的清晰稳定,但是退一步讲,即便是“三类股东”不通过通常的管理人进行代持,而直接登记为股东,也不存在法律和实践上的障碍。实践中我们看到,“三类股东”可以开具证

[10] 蒋学跃、向静:《合伙作为第三种民事主体否定论大纲——以法人制度的价值与功能为考察线索》,载《法学论坛》2007年第6期。

券账户,对全国中小企业股份转让系统挂牌的公司来说,中国证券登记结算有限公司北京分公司出具的“证券持有人名册”已经可以将“三类股东”直接登记为股东,更不用说在上海证券交易所和深圳证券交易所的上市公司中,存在大量的“三类股东”作为直接股东的情况。

这意味着,将在目前区隔分散的“(商事)登记”下的“三类股东”直接登记为“股东”,只是在观念上存在误解的问题(认为“三类股东”非法律实体、非登记实体)。

(三)“三类股东”之“股东”适格性确认与“IPO 股东”适格性之审查要求

如前所述,“三类股东”之“股东”适格性应当被确认,但是该确认仅系私法(民商法)领域内的股东资格确认。具体到(金融)监管尤其是企业 IPO 情形下,“三类股东”的“IPO 股东”资格并非当然的,因为企业 IPO 系由证监会进行核准,系一行政许可,“三类股东”的“IPO 股东”适格性应当受到 IPO 审核要求的严格审查。此外,上文论述的在私法(民商法)领域内的持股清晰稳定,仅意味着“三类股东”直接持股的权属清晰稳定,但在 IPO 审核角度下,“三类股东”穿透核查以后持股是否清晰稳定是存有疑问的,具体由下文展开论述。

五、“三类股东”之“IPO 股东”适格性的监管初步认可

在分析 IPO 审核中对“三类股东”之“IPO 股东”资格的具体要求之前,从大的(金融)监管层面,我们认为“三类股东”之“IPO 股东”适格性应当获得监管的初步认可。

(一)经济分析角度:认可“三类股东”之“IPO 股东”适格性系降低交易成本的当然选择

新制度经济学派代表人物科斯认为:“市场的运行是有成本的,通过形成一个组织,并允许某个权威(一个‘企业家’)来支配资源,就能节约某些市场运行成本。”^[11]“三类股东”最为常见的领域即股权投资行业,

[11] R. H. Coase, *The Nature of Firm*, *Economica*, New Series, Vol. 4, 1937.

“三类股东”的大量出现符合节约市场运行成本的考虑。

股权投资行业的基本模式是“专家管理、代客理财”，即有人(LP)出钱，有人(GP)出力，LP出钱但不参与管理(或极小限度的参与)，GP管理但不出钱(或仅出极小比例)。在我国法律体系下，股权投资基金可供选择的“组织”类型有多种，如公司、普通合伙企业、有限合伙企业、“三类股东”。然而，在“专家管理、代客理财”的商业逻辑下，股权投资行业的参与者(包括管理者和投资人)对“组织”类型是有所偏好的，不同“组织”类型的好处和成本是不一样的。例如，公司在有限责任、内控制度上有优越性，但相对于有限合伙企业的税收透明体优惠、GP的连带责任等，公司又具有劣势，在实践中，有限合伙企业比公司更符合股权投资商业逻辑，且更能节约运行成本。

我国股权投资行业中，有限合伙企业被大量采用并最终在IPO审核层面被确认，是一个逐步发展的过程。根据2006年修订并自2007年6月1日起施行的《合伙企业法》，有限合伙企业作为符合股权投资领域要求的法律主体形态开始被大量采用，但在当时的证券交易所规定的投资结构范围内并没有有限合伙企业，这就导致了有限合伙企业在其所投资公司上市之后无法开户也无法流转退出的问题。该问题直至2009年修订的《证券登记结算管理办法》施行后才被妥善解决，根据该修订办法新增的第19条第2款：“前款所称投资者包括中国公民、中国法人、中国合伙企业及法律、行政法规、中国证监会规章规定的其他投资者。”至此，有限合伙企业作为拟上市公司股东才不存在障碍。

相比有限合伙企业，“三类股东”没有到狭义“工商”注册的要求，必要的运行费用更小、效率更高，更加符合股权投资行业的要求，是股权投资市场参与者降低交易成本的重要选择项之一(当前市场的发展也反向说明了这一点)。类比有限合伙企业的运用、发展、认可过程，“三类股东”之“IPO股东”资格应当受到监管之初步认可。如果“三类股东”适格性得不到解决，股权投资机构必然抛弃“三类股东”作为投资载体，将重新向公司型私募及合伙基金的形态“回归”，当然也注定使整个行业、市场承担更高的运行成本和代价。

(二) 法秩序之价值: 认可“三类股东”之“IPO 股东”适格性系保持法律统一性的必然要求

现代社会通过法律建构社会秩序,立法者制定法律规则系统,人们依照既定的法律规则行事。法律规则必须具有统一性,即一个国家的法律规则应当具有整体性、一致性,不允许存在法律规则的相互冲突。^[12] IPO 审核规范作为一种行政许可,对资本市场具有重要的影响,其审核规则作为资本市场规则体系中的一环,也应当具有统一性,如此才能维护资本市场的稳定性、资本市场法律的严肃性。以“三类股东”中的契约型基金为例,对其适用的法律规则也应当保持统一性:

首先,契约型私募基金为二级市场投资的主流形式,已经获得法律认可。2013年6月1日施行的修订后的《证券投资基金法》,最早将契约型私募证券投资基金纳入法律体系。除此之外,《信托法》《证券法》等法律行政法规也对私募证券投资基金予以承认并进行监管。

其次,一级及一级半市场契约型私募基金也已获得认可。2016年8月22日,证监会正式发布《私募投资基金监督管理暂行办法》(以下简称“办法”),办法第20条规定,募集私募证券基金,应当制定并签订基金合同、公司章程或者合伙协议。上述“基金合同”“公司章程”“合伙协议”即分别对应了私募基金的三种组织形式:契约型、公司型和有限合伙型。契约型基金作为三大私募基金类型之一,在新三板挂牌公司中大量存在。

总的来说,在法律法规逻辑层面,作为IPO节点两端的二级市场与一级(及一级半)市场均获得认可,作为中间连接桥梁的IPO自然也应遵循法律的统一性、一致性、可预测性,故对“三类股东”(另外两类尤其是“资产管理计划”情况类似,不赘述)适格性予以承认。

(三) 公共政策考量: 认可“三类股东”之“IPO 股东”适格性符合“堵不如疏”的实践要求

清理“三类股东”传闻,导致依法依规形成“三类股东”的新三板挂牌企业无法顺利进行IPO。根据2015年10月16日发布的《全国中小企

[12] 张恒山:《论正义和法律正义》,载《中国法理学精萃》(2003年卷),机械工业出版社2004年版。

业股份转让系统机构业务问答(一)——关于资产管理计划、契约型私募基金投资拟挂牌公司股权有关问题》,依法设立、规范运作且已经在中基协登记备案并接受证券监督管理机构监管的基金子公司资产管理计划、证券公司资产管理计划、契约型私募基金,其所投资的拟挂牌公司股权在挂牌审查时可不进行股份还原,但须做好相关信息披露工作……中国结算发行人业务部核对股份登记信息与披露信息的一致性后,将股份直接登记在资产管理计划或契约型私募基金名下。自该规定发布后,大量“三类股东”投资新三板挂牌公司,并被登记为新三板公司股东。而市场上 IPO 审核要求清理“三类股东”的传闻,使依法依规形成“三类股东”的挂牌企业无法顺利进行 IPO。

清理“三类股东”的传闻,导致了大量的市场交易乱象。新三板做市商制度的引入,使挂牌企业无法控制“三类股东”成为公司股东。而如果新三板企业转板 IPO,则需要根据“传闻”清理“三类股东”,而“三类股东”则会狮子大开口,要求极高的“退出成本”,正是“三类股东”之“IPO 股东”适格性问题造成了这一市场怪胎,且并非个例。^[13]

当法律上实然和应然之间存在不可逾越的鸿沟时,不可能完全从事事实描述推导出价值判断,否则会出现事实情况“绑架”法律判断的风险。然而从监管层面来说,在考虑“IPO 股东”适格性问题处置时,不对该问题“一刀切”,在现行法律体系下将实践和市场的要求部分纳入考虑范围,是符合公共政策考量要求的。

六、“三类股东”的 IPO 股东适格性之监管二次审查

尽管上述论述建议在 IPO 审核中初步认可“三类股东”的“IPO 股东”适格性,但并不意味着任何类型的“三类股东”都可以在 IPO 审核中放行。我们应该看到,“三类股东”作为一种灵活多变、不易监管的组织工具,存在被滥用的风险。“三类股东”在资产管理领域存在不少乱象:

[13] 潘璇:《谈判、敲诈、焦虑、绝望:新三板企业清理三类股东众生相》,载“读懂新三板”,<http://www.dudong.com/post/201706/304506.html>,2017年6月12日访问。

一方面,某些“三类股东”存在多层嵌套、杠杆不清、非法从事资产管理业务等问题,显著加大了金融体系的脆弱性;另一方面,某些“三类股东”存在最终持有人难以确认,份额变动不居,利益输送难以监控等问题,这也是 IPO 审核中的难点。在金融监管层面,对“三类股东”的“IPO 股东”适格性进行二次审查监管,有其必要性。

(一) 强金融监管严控风险:“穿透原则”适用

针对“三类股东”可能存在的金融风险,穿透式监管原则提供了解决这些问题的基本框架。穿透式监管就是透过金融产品的表面形态,看清金融业务和行为的实质,将资金来源、中间环节与最终投向穿透连接起来,按照“实质重于形式”的原则甄别金融业务和行为的性质,根据产品功能、业务性质和法律属性明确监管主体和适用规则,对金融机构的业务和行为实施全流程监管。^[14]具体来说,“穿透原则”包括两个方面:一是从资产端考虑,即识别产品底层资产,最终投向应符合监管规定和合同约定,将相关信息向投资者充分披露;二是从资金端考虑,即识别合格投资者是否为最终风险承担者,防止风险承担和资产类别错配或防止私募产品公众化(一带多)。^[15]

“穿透原则”在不同的监管面向上会体现不同的监管目的。以银行“资产管理计划”为例(其他两类“三类股东”情况类似),在银行监管中的穿透:一方面向产品方向穿透至底层资产以识别资产风险;另一方面往最终客户方向穿透以识别最终风险收益承担者,这两个方面穿透都是为了防止风险的错配与失控,避免高风险产品被出售给低风险承受能力的客户。而银行“资产管理计划”在证券监管(IPO 等)中的穿透:一方面是为了确定拟上市公司的股权结构(尤其是实际控制人认定),明确股权的清晰度、稳定性;另一方面,穿透也有助于发现是否通过“资产管理计划”等规避 200 人红线,以防止出现非法公开募集等行为。

在对“三类股东”的金融监管上,应当予以区分。“三类股东”对应的金融监管部门通过穿透审查“三类股东”的“合格投资者”及“风险资

[14] 苟文均:《穿透式监管与资产管理》,载《中国金融》2017 年第 18 期。

[15] 金融财经:《让我一眼望穿你——华尔街见闻》,载华尔街见闻网, <https://wallstreetcn.com/articles/251090>, 2017 年 6 月 12 日访问。

产信披”,确认“三类股东”作为金融产品是否符合监管要求,此外,具体到 IPO 审核中,证监会通过穿透审查“三类股东”持股是否清晰、稳定,是否存在规避 200 人红线等情形。

(二)对应监管部门通过穿透审查“合格投资者”及“风险资产信披”

针对不同的“三类股东”,对应的金融监管部门通过穿透,以核查最终的投资者是否为“合格投资者”及“风险资产信披”是否到位,具体而言:

“私募基金”(“契约型基金”)的“穿透核查”。根据 2014 年 8 月 21 日实施的《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令第 105 号)第 13 条第 2 款规定,以合伙企业、契约等非法人形式通过汇集多数投资者的资金直接或间接投资于私募基金的,私募基金管理人或私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者,并合并计算投资者人数。但是,符合本条第 1 项、2 项、4 项(社会公益基金、基金业协会备案的投资计划、私募基金管理人及其从业人员)规定的投资者投资私募基金的,不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。

“信托计划”的“穿透核查”。根据中国银监会办公厅《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》(银监办发[2016]58 号)的规定,各银监局要督促信托公司按“穿透原则”向上识别信托产品最终投资者,不得突破合格投资者各项规定,防止风险蔓延;同时按“穿透原则”向下识别产品底层资产,资金最终投向应符合银、证、保各类监管规定和合同约定,将相关信息向投资者充分披露。

“资产管理计划”的“穿透核查”。根据《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(证监会公告[2016]13 号)第 3 条的规定,证券期货经营机构及相关销售机构不得违规销售资产管理计划,不得存在不适当宣传、误导欺诈投资者以及以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益等行为,包括但不限于以下情形:……向非合格投资者销售资产管理计划,明知投资者实质不符合合格投资者标准,仍予以销售确认,或者通过拆分转让资产管理计划份额或其收益权、为投资者直接或间接提供短期借贷等方式,变相突破合格投资者标准。

“三类股东”对应的金融监管机构要求,应当进行穿透,以避免各个金融监管领域(银行、证券、信托)的风险。在其相应的金融监管领域,“三类股东”应该受到“穿透原则”的严格监管并获得相应监管部门的认可或许可,这样一方面能保证投资者合格,另一方面能保证资金的投向符合监管要求。“三类股东”只有在符合相应金融监管部门要求的前提下,才可能作为“IPO 股东”进行适格性审查。或者反过来说,在“三类股东”符合相应监管部门监管要求的情况下,IPO 审核中即可初步推定“三类股东”的合规性、规范性。^[16]

(三)证监会通过穿透审查“IPO 股东”适格性的实践建议

在“三类股东”符合对应监管部门监管要求的情形下,可就 IPO 审核中的特殊要求,如持股清晰稳定、200 人限制等,对“三类股东”穿透核查。IPO 审核中针对“三类股东”的穿透原则适用是原则性的,目前尚未有完整的权威意见,下面就审核中存在的部分争议难点提出相应的实践建议。

1. 持股不清:需能穿透明晰权属

实践中存在部分“三类股东”,如理财计划等,穿透之后系一“资金池”而没有办法将权属划分到特定(个体)主体,这样的“三类股东”不符合 IPO 审核中持股明晰的要求。但如果“三类股东”穿透后能将权益权属对应至特定(个人)主体,则在明确不为规避 200 人红线的基础上,应对其“IPO 股东”资格予以确认。简言之,“三类股东”应能被穿透到最终的国有主体或自然人,以明确向上持股权属的清晰稳定。

2. 存续期短:IPO 审核过程及锁定期存续

实践中,部分“三类股东”存续期短,可能在 IPO 审核过程中就到期,这确实会影响持股稳定性。实际上,就存续期而言,公司、合伙企业等均有存续期且存续期可能较短,但这并不构成其作为“IPO 股东”股东资格之障碍,关键的问题在于在 IPO 审核期间及 IPO 过会后的锁定期结

[16] 现有法规中,已经有体现这样精神的规定,《非上市公众公司监管指引第 4 号——股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》(证监会公告[2013]54 号)规定:“以私募股权基金、资产管理计划以及其他金融计划进行持股的,如果该金融计划是依据相关法律法规设立并规范运作,且已经接受证券监督管理机构监管的,可不进行股份还原或转为直接持股。”

束前其没有到期解散的即刻“风险”。同理,针对“三类股东”的存续期,穿透核查中,应予以注意其是否在 IPO 审核期间及锁定期整个过程存续。简言之,“三类股东”应当在 IPO 审核过程中及锁定期持续存续。

3. 变动较多: IPO 审核过程及锁定期“冻结”

部分“三类股东”穿透以后的份额转让简单,投资者变动较多,这确实会影响持股稳定性。实际上就变动而言,作为拟上市企业股东的公司、合伙企业,其份额在 IPO 审核中同样有可能因为各种各样的因素发生变动,关键的问题在于,这些变动是否合规、频繁、复杂、有潜在争议,有没有实质影响拟上市企业的股权稳定性。同理,针对“三类股东”,穿透核查中,应予以注意 IPO 审核中及锁定期权益变动是否合规、频繁、复杂、有潜在争议,或可要求“三类股东”在 IPO 审核中及锁定期(承诺)“冻结”份额转让。简言之,“三类股东”应当在 IPO 审核过程中及锁定期(承诺)“冻结”份额变动。

4. 利益输送:不因噎废食但严查清理

有观点认为“三类股东”会导致代持及利益输送问题,“三类股东”结构的特殊性确实使得代持更加难以核查、利益输送更为隐蔽。实际上就代持及利益输送问题而言,公司、有限合伙企业等同样可能存在代持及利益输送,关键的问题在于,对代持和利益输送问题进行严格审查,如果发现了要严格清理。针对“三类股东”而言,其主体本身并不存在利益输送问题,不影响其“IPO 股东”适格性。存在问题的是通过“三类股东”进行利益输送的行为,因而确实需要严格穿透核查以排除代持及利益输送。简言之,“三类股东”应受严格穿透核查以排除利益输送。

七、结论

IPO 中清理“三类股东”的传闻实际是基于流行的误解。“三类股东”具有法律实体“资产独立”的内在特征及“登记公示”的外在特征,具有持股资格且持股清晰稳定,因而在私法(民商法)层面,“三类股东”的股东适格性是没有问题的。然而,认可“三类股东”的股东适格性并不意味着企业 IPO 中“三类股东”作为“IPO 股东”的适格性不存在疑问,

金融监管是 IPO 中“三类股东”问题定性的另一个重要考量面向。首先,初步认可“三类股东”的“IPO 股东”适格性是有必要的,有着经济分析、法秩序统一、公共政策考量的需要;其次,“三类股东”本身存在风险,必须让“三类股东”相应的监管部门通过“穿透原则”严格控制“三类股东”作为“金融产品”层面的风险。在 IPO 审核层面,应当在前述“金融产品”监管的基础上更进一步就 IPO 审核要求(主要为持股清晰、200 人红线等)对“三类股东”之“IPO 股东”适格性进行穿透审查,建议确立“可穿透明晰”“持续存续”“变动冻结”等审核标准。当然,正式的审核标准有赖于证监会审核实践的进展及更进一步的(市场迫切期望的)规范性文件的出台。

(编辑:邹露)