

上市公司无实际控制人情况探析*

——基于沪市视角

李祎璐 许鹭嘉 韩松林**

摘要:上市公司控制权是信息披露监管的重点。实践中的控制形态复杂多样,是否具有控制权需结合具体个案情形,综合各种主客观因素进行判断鉴定。实践中出现以各种形式隐瞒控制权的情形,典型为公司对外披露无实际控制人,有关控制权认定的问题在此类公司中表现得尤为突出。本文以此为切入点,在梳理沪市无实际控制人公司基本情况的基础上,重点对该类公司的实际控制状态、认定难点所在及相应监管逻辑做理论和规则探讨。

关键词:上市公司 无实际控制人 控制权 信息披露

一、关于实际控制人的理论共识与立法现状

(一) 实际控制权的性质及特征

权利根据存在形态的差别,可以分为法律上的

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 三位作者均任职于上海证券交易所上市公司监管一部。

权利与事实上的权利。^{〔1〕}法律上的权利,是法律授予或者以法律为依据运作的权利,体现为法律调整下的权利义务关系,如债权法明文规定的合同权利,公司法赋予股东的表决权等。事实上的权利,则是指作为事实存在的权利,它是由于物质上的强力或精神上的影响而形成的对其他主体的实际支配力,它的产生并非来源于法律授予,全凭权利主体拥有的物质与精神上的优势而存在。

公司实际控制权天生是一种事实上的权利,并且只能通过权利主体对公司实施控制的事实才能证明控制权的存在。在典型的大公司中,控制权并非单纯基于控制者的法律地位,而往往是一种实际的权利,它依赖于控制人通过一定比例的所有权、参与公司的经营管理,或者能对公司行为产生重大影响的外部环境等所获得的战略地位。

学界对于实际控制权的具体内容多有讨论,形成普遍共识的主要有三方面:一是任免董事及高管等重要人员的权利,通过人事任免间接实现控制公司;二是支配公司财务资源或日常经营的权利,这是对公司具体实施控制的核心内容;三是决策公司重大事务的权利,这是公司实际控制权的终极体现。^{〔2〕}

(二) 实际控制人的立法现状

现行规则体系中对实际控制人立法包括两方面:一是有关实际控制人的定义;二是对实际控制人的行为规制。

有关公司实际控制人的立法定义主要体现在《公司法》和《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购管理办法》)当中。^{〔3〕}二者关于实

〔1〕 郭富青:《论公司实际控制权:性质·渊源·法律导向》,载《甘肃政法学院学报》2011年第1期;许剑宇:《公司实际控制人法律规制研究》,中国政法大学硕士学位论文,2009年。

〔2〕 王文宇:《控股公司与金融控股公司法》,中国政法大学出版社2003年版,第11页;甘培忠:《公司控制权的正当行使》,法律出版社2006年版,第284页;李建伟:《关联交易的法律规制》,法律出版社2007年版,第25页。

〔3〕 《公司法》第216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。”《上市公司收购管理办法》第5条规定:“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东,可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人,也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权……”

实际控制人的界定一致性较高,主要包括以下几点含义:(1)通过各种形式,如投资关系、协议或者其他安排;(2)能够实际支配公司行为,最终对公司实施控制;(3)主体不限,可以是单位亦可以为个人。具体支配形式复杂多样,包括财务或业务的管理权、重大事项的决策权、董监高等人员的任免权。根据《收购管理办法》第84条列举的有关控制权情形,^[4]现行规则体系下实际控制人的界定基准是表决权,主要控制手段在于对管理层的任免。

关于实际控制人的行为规范,散见于各个层级的法律渊源之中,根据具体性质可分为以下几种类型:

1. 对重大交易的责任。

实际控制人对公司的重大交易负有责任,具体体现在以下两个层面:一是关联交易层面,《公司法》第21条明确实际控制人利用关联关系损害公司利益的,应当承担赔偿责任。二是对外担保层面,《公司法》第16条对公司为实际控制人提供担保的程序及表决权进行规范,要求上述担保事项必须经股东会或者股东大会审议通过,关联股东应当回避表决。^[5]

2. 对上市公司的责任。

实际控制人应当保证上市公司资产完整、人员独立、财务独立、机构独立和业务独立,不得通过任何方式影响上市公司的独立性。例如,

[4] 《上市公司收购管理办法》第84条规定:“有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权:(一)投资者为上市公司持股50%以上的控股股东;(二)投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%;(三)投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任;(四)投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响;(五)中国证监会认定的其他情形。”

[5] 此外,在证券监管规章和相关的规范性文件中列举规定了实际控制人在重大交易方面的几类禁止行为,具体包括:(1)关联人以垄断采购和销售业务渠道等方式干预公司的经营的行为(《上市公司治理准则》第13条);(2)股东及其关联方以各种形式占用或转移公司的资金、资产或其他资源的行为(《上市公司治理准则》第14条);(3)实际控制人违规占用上市公司资金,违规为关联方提供担保,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社会公众股股东合法权益的行为(《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》);(4)实际控制人限期内未清偿或出现新增侵占上市公司资金问题的,有关部门对其融资活动要依法限制,并依法查处上市公司股东、实际控制人利用非公允的关联交易侵占上市公司利益、掏空上市公司的行为(《关于提高上市公司质量的意见》)。

实际控制人需要遵从资本三原则,保证公司资本的确 定、维持与不变,不得协助股东抽逃出资。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)》第 14 条还规定,若实际控制人协助公司股东抽逃出资,应承担连带责任。

3. 关于股份锁定及变动的责任。

实际控制人由于地位特殊,取得或持有股份的成本很低,为维护公司治理结构稳定性,其在股份转让上受到严格的锁定期限制。一是 IPO 中的锁定期,实际控制人直接和间接持有的 IPO 前已发行的股份,受到《上海证券交易所股票上市规则》第 5.1.5 条三年锁定期的限制。二是非公开发行中的锁定期,实际控制人认购公司非公开发行股份的,受到《上市公司非公开发行股票实施细则》第 9 条三年锁定期的限制。三是重大资产重组中的锁定期,实际控制人以资产认购而取得的股份,受到《上市公司重大资产重组管理办法》第 46 条三年锁定期的限制。四是股权激励中的锁定期,实际控制人为激励对象的,受到《股权激励有关事项备忘录 1 号》第 3 条三年锁定期的限制。此外,为防范内幕交易,上交所《上市公司控股股东、实际控制人行为指引》也规定了实际控制人买卖股票的窗口期,禁止其在定期报告前十日、业绩预告或业绩快报前十日内增持公司股份。

4. 关于信息披露的责任。

实际控制人作为能够实际支配公司行为的主体,也负有严格的信息披露义务。一是在上市阶段,《证券法》第 54 条规定,需要明确披露公司的实际控制人。二是在年度报告阶段,《证券法》第 66 条明确,报送并公告年度报告之时,必须在内容中载明公司的实际控制人。三是在重大事件发生时,《证券法》第 67 条规定,实际控制人控制公司的情况发生较大变化时,应当立即向监管机构报送临时报告并予公告。^[6]若实际控制人违反上述信息披露义务,《证券法》明确了其应承担的责

[6] 此外,2006 年修订的《上市公司章程指引》第 56 条规定,股东大会拟讨论董事、监事选举事项时,应当披露其与实际控制人是否存在关联关系。2001 年年底至 2002 年年初,证监会出台的《上市公司股东持股变动报告》《上市公司治理准则》等文件都要求上市公司在其控股股东或实际控制人发生变化时,必须披露控股股东或实际控制人的详细资料。

任,包括连带赔偿责任、行政处罚等。

5. 诚信义务。

由于实际控制人地位特殊,对公司日常经营管理具有重要影响力,除前文列举的各层级法律渊源施加的行为规制外,通常认为其应当善意地控制公司、不得滥用其控制权优势损害公司利益,这统称为实际控制人的诚信义务。当前,我国《公司法》《证券法》尚未直接明确规定实际控制人负有诚信义务,但证监会历年发布的《上市公司章程指引》以及2004年发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等各类文件对诚信义务多有提及。^{〔7〕}此外,《上海证券交易所上市公司控股股东、实际控制人行为指引》、深交所主板、创业板和中小板的规范运作指引均从规范实际控制人信息披露、健全公司治理结构、保护社会公众投资者权益的角度对实际控制人的诚信义务做了全面细致的界定。

二、沪市无实际控制人公司基本类型分析

以沪市为例,根据上市公司披露的信息,截至2017年12月底,无实际控制人公司共63家,总市值约94,336亿元,分别占沪市公司总数的5%和总市值的24%。具体来看,各公司在行业、规模、经营等方面呈现较大差异,公司构成较为多元。行业方面,约四成公司分布在金融业,包括16家银行、5家证券公司以及3家保险公司;21家公司主营制

〔7〕 以证监会2016年修订的《上市公司章程指引》为例,第39条规定:“……公司控股股东及实际控制人对公司和公司社会公众股股东负有诚信义务。控股股东应严格依法行使出资人的权利,控股股东不得利用利润分配、资产重组、对外投资、资金占用、借款担保等方式损害公司和社会公众股股东的合法权益,不得利用其控制地位损害公司和社会公众股股东的利益。”证监会2004年发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》第5条规定:“……上市公司控股股东及实际控制人对上市公司和社会公众股股东负有诚信义务。控股股东及实际控制人不得违规占用上市公司资金,不得违规为关联方提供担保,不得利用关联交易、利润分配、资产重组、对外投资等方式损害上市公司和社会公众股股东的合法权益。控股股东或实际控制人利用其控制地位,对上市公司和社会公众股股东利益造成损害的,将依法追究其责任……”

制造业,涵盖通讯设备制造、医药制造、运输设备制造等九大细分领域;剩余公司则集中在批发零售业、信息技术服务业、建筑业、房地产业、交通运输业和水电业六大行业。规模方面,截至2017年9月30日,63家公司平均总资产达16,024亿元,主要原因在于金融机构资产规模庞大,显著高于平均水平;剔除金融企业外,绿地控股、D公司等房地产企业总资产也超过千亿元,镇海股份、G公司等袖珍公司则不足10亿元。经营方面,2016年,无实际控制人公司业绩呈两极分化趋势:其中大型商业银行和房地产企业经营良好,如工商银行、农业银行、绿地控股盈利分别达2782亿元、1839亿元和72.07亿元;部分壳公司业绩欠佳,如G公司微利0.03亿元,B公司巨亏12亿元。

实际控制权作为一种事实上的权利,普遍存在于公司治理中。从实际情况来看,一个基本认识是作为正常的上市公司,完全缺少能主导支配公司行为并实施控制的主体并不现实,否则公司治理将陷入瘫痪状态,日常生产经营和信息披露会形成僵局,公司无法通过有效的决策机制规范运作。在实践中,不同控制主体对公司控制力的强弱程度有所差异,控制形式表现不一。具体而言,有的表现为绝对控制,即对公司的生产经营、重大决策、人事任免等做出全面安排;有的则表现为相对控制,如通过选派一定数量的董事参与公司日常管理,但不能掌握公司重要的人事任命,无法形成多数控制;对公司重大事项有一定影响力,但不能单方面决定,需与其他相关方达成妥协与制衡。即使是对外披露为无实际控制人的公司,有可能系刻意隐瞒,也有可能是管理层团队控制或政府层面主导但不便披露。根据实践经验,上市公司真正无控制人的情况可能只有控制权争夺的情形。

经梳理总结,沪市披露为无实际控制人的公司基本可以分为以下四类。

一是政府层面对上市公司经营管理有重要影响,但由于各种原因尚未达到法律意义上实际控制的公司。此类公司以大型商业银行为主。银行作为金融业三大支柱之一,对社会经济发展影响重大,属于关系国民经济命脉的重要行业。由政府主导商业银行的经营管理或重大事项决策,有利于国家经济安全和维护社会稳定。从信息披露来看,除建设银行、中国银行等披露实际控制人为国务院国资委或中央汇金外,

部分银行对外宣称无实际控制人,具体又可以细分为两类。第一类是中央政府主管的大型国有银行,如农业银行、工商银行等国有银行,其第一大股东为中央汇金,属中央财政部下企业。第二类是地方大型国有集团或地方国资委主管的股份制银行或城商行。例如,作为一家综合性国有企业集团,招商局集团通过其下属公司合并持有招商银行29.97%的股份并对招商银行施加强有力的影响。又如,北京银行、上海银行均为城市商业银行,地方国资委对其经营管理发挥重要的指导作用,该类银行股权通常较分散,本地区营收占比较大,属地性较强。

二是存在实际控制人但相关方涉嫌隐瞒的公司。此类公司多为壳公司,经营管理不善,主业近乎停滞,违规行为频发,属于监管中的高风险公司。究其根源,在于实际控制人将上市公司视作攫取个人私利的工具,虽享有控制优势但不愿意承担对公司及中小股东基本的诚信义务,对其实际控制人的地位也刻意隐瞒或做虚假披露。A公司、B公司、C公司即为典型案例。

A公司自2007年破产重整以来一直不存在明确的主营业务,多年徘徊在退市边缘,先后经历了6个重组方发起的9次重组,均以失败告终。2014年,顾某通过二级市场增持的方式取得A公司控制权。在顾某控制时期,公司治理即不规范,屡次发生违规增持股份、停牌不审慎、隐瞒实际控制人等多项违规情况。2016年下半年以来,顾某与鲜某达成控制权让渡意向,资本玩家鲜某进入公司,并以“证券事务代表”的身份隐身幕后,利用控制优势为所欲为:对内掏空上市公司利益;对外操纵公司接连实施拒不披露实际控制人身份、拒不披露举牌方的权益变动报告书、拒不配合监管、蓄意泄露未披露重大信息、炮制“1001项议案”等多项公司治理、信息披露方面的恶性违规行为,引起资本市场广泛关注。

B公司原由大股东杨某控制,后杨某持续减持至6.61%,公司对外披露为无实际控制人,实际上杨某仍掌控公司董事会。2016年1月,公司筹划非公开发行,引入孟某控制的某资本系作为战略投资者,孟某及其资本系团队先于持股前入主公司董事会,接掌公司控制权。孟某进入后,公司内控机制失效,孟某绕过董事会和股东大会决策程序,直接控制公司与多家实质上有关联的公司发生大额股权转让交易、购销

业务和资金往来,导致公司 2016 年度内控报告被出具否定意见。然而,在信息披露方面,公司一直以孟某等持股比例低为由,称公司暂无控股股东和实际控制人。

C 公司与 B 公司情形较为相似。C 公司为民营水电企业,股本规模较大,前实际控制人杨某持有原控股股东 MY 实业 10.8% 股权,MY 实业自 2007 年年底不断减持,至 2015 年半年报时完全退出公司。原控股股东退出后,公司宣告其无实际控制人,但公司生产经营仍由原董事会控制了一年多,杨某担任董事长。2016 年 5 月,公司换届选举产生了新一届董事会,杨某团队基本离任。但在公司后续处置资产、债务重组的保壳过程中,多笔交易的对手方与原实际控制人杨某存在密切关联,杨某参与甚至主导公司重大交易的痕迹较为明显。

三是管理层可以施加优势影响,但根据股权结构或信息披露难以认定实际控制的公司。这类公司生产经营正常,业绩稳定,公司治理规范,无明显违规行为。但股权较为分散,具体表现为前几大股东持股比例接近,仅凭股份表决权难以认定大股东的控制地位。公司日常生产经营主要由内部管理层主导支配,或者由管理层施加优势影响。其中,D 公司、E 公司、F 公司较为典型。

D 公司主营房地产业务,因业绩表现良好,近年来频频获得险资青睐。其中,第一大股东 FD 公司自 2013 年 1 月首次举牌公司起,截至 2016 年年底持股比例升至 29.84%;第二大股东 AB 公司自 2014 年 4 月首度举牌公司起,截至 2016 年年底持股比例达到 20.44%。但 FD 公司目前在公司董事会 14 个董事席位中占一席,对公司的财务、业务、人员、组织机构等重大事项的决策无支配权。

E 公司于 2014 年上市,上市时即被认定为无实际控制人。公司股权结构一直处于较分散的状态,截至 2016 年年底持股比例超过 3% 的股东共计 5 名,前五大股东持股比例分别为 11.52%、7.40%、4.40%、3.58% 和 3.25%,任何一名股东单独所持股权均没有绝对优势。其中第一大股东 GC 公司除向公司提名两名董事外,并不干预公司的生产经营活动。第二大股东金某为公司的创始人之一,曾任公司董事长。第三大股东 GD 公司作为财务投资人,于 2011 年 9 月才成为公司股东,既未提名董事也未提名监事。

F公司主营软件技术与服务业,原第一大股东为CY集团。公司在2016年年报中披露,因各股东持股相对分散,不存在控股股东。自2016年12月起,在CY集团等主要股东有减持计划的情况下,为保证公司的治理结构稳定,股东DR公司不断增持公司股份。截至2017年1月,DR公司持股数占公司总股本的11.37%,成为公司第一大股东。但DR公司明确表示无意通过增持股份获取公司控制权,预计其增持计划完成后,F公司仍将保持无实际控制人的结构。

四是处于控制权争夺过程中的公司。该公司由于存在控制权之争,治理结构不够稳定,任何一方可以对公司治理决策、董事会或股东大会决议等施加重要影响,但仅凭单方意志又难以形成绝对控制。加之控制权争夺双方互不承认对方的控制地位,公司对外披露多为无实际控制人。沪市公司中,G公司、H公司当属典型。

G公司于2003年借壳上市,控股股东变更为YX集团,实际控制人为李某。2013年5月起,YS集团以二级市场增持的方式不断买入上市公司股票,并成为与YX集团持股比例相当的并列第一大股东,由此开始了漫长的控制权争夺。在此过程中,除YS集团股东地位基本稳定外,公司第一大股东历经YX集团、JZ公司、ZG公司数次变更,但控制权之争未见明显好转,反而演变成新进股东方与YS集团之间的矛盾,甚至由两方股东选举产生双头董事会,公司治理和信息披露陷入僵局。受股东内斗影响,公司生产经营也不乐观,自2007年以来的10年中,公司扣除非经常性损益后已有9年出现亏损,近年来主营业务收入仅略高于1000万元。

与G公司两大股东长期存在控制权之争不同,H公司则是去年才暴露出管理层与股东之间控制权争夺的苗头。自2017年5月起,公司与第一大股东WE公司在旧改地块的估值上存在重大分歧,WE公司就旧改土地合作事项两次提请董事会召开临时股东大会,并对合作方资质、土地估值的公允性和决策程序,以及公司管理层涉嫌高估值收购进行利益输送等事项提出质疑。为巩固对公司的控制权,公司管理层与相关方签署了一致行动协议,并在公告中质疑WE公司的系列行为影响了公司日常经营,损害中小股东利益。公司上述事项引起市场广泛关注,市场普遍认为第一大股东WE公司与公司管理层存在控制权

之争。双方持股比例已非常接近,后续对相关事项的分歧将进一步扩大。

三、上市公司实际控制人不明潜在问题分析

在证券市场监管中,认定公司的实际控制人,进而明确相应的责任归属,具有重要的规范和实践意义。然而,正是因为实际控制人的外延宽泛,标准富有弹性,有相当的主观判断和自由裁量空间,实际控制人认定过程会存在较多难点。实践中,若上市公司对实际控制人界定不明确,也将带来一些潜在的公司治理问题或合规风险,具体而言包括以下几方面:

一是治理结构不清晰,公司难以规范运作。现代公司治理结构以“所有权一经营权”两权分离为核心。我国《公司法》也规定,董事会应当是公司日常经营管理的中心机构,由股东大会选举产生并对股东大会负责。然而,理想的公司治理结构只是公司法规定的标准模式,实践中公司日常运作方式与控制权配置不一定与立法者设想一致。有的公司董事会主要成员全部由大股东委派,大股东违背分离原则越权对公司实施控制;有的家族企业创始人掌控公司重大事项决策;还有的主体虽然不具有控股股东或董事、高管的身份,但通过合同安排实际享有公司的控制权。

实际控制人概念产生的根本原因就是为了解决立法理想模型与公司治理现实间的差距,对所有缺乏公司法上明确身份但却有能力控制公司并实施了控制行为的主体予以必要的法律规制,以规范公司控制权的正当行使,防范其滥用控制权。

具体到上市公司监管层面,通过界定实际控制人身份并强化监管,对于督促实际控制人严格履行忠实和勤勉义务、提高上市公司质量、谋求公司和全体股东利益具有重要意义。若上市公司实际控制人界定不清,将难以规范控制权的行使,从而使公司治理陷于混乱无序状态,甚至可能导致公司无法有效运作。

二是导致实际控制人规避其应承担的法定义务,权利义务严重不

匹配。权利与义务相统一是基本的法律原则,也是法理学上实质正义观的体现。实际控制人掌握了公司的控制权,处于强势地位,通过支配公司的资源,实质上会影响公司、股东、雇员等其他主体的利益变动,因而其必须履行相应的法定义务。如前所述,我国目前已形成了从法律、行政法规、部门规章到交易所自律监管规则的有关实际控制人的完整规范体系。实际控制人除了负有基本的股份锁定、回避表决、不得通过关联交易损害公司利益的义务外,其在并购重组等具体业务活动中的行为也受相应约束。同时,证券交易所的业务规则文件也从信息披露、规范运作等角度对上市公司实际控制人的相关义务和责任进行了详细界定。除前述法定义务外,学界普遍认为,根据诚实信用原则,实际控制人对公司还应承担信义义务,不得滥用其控制权优势损害公司利益。

有鉴于此,部分上市公司实际控制人虽享有控制权,但为了逃避应承担的法定义务和责任,而故意隐瞒其实际控制人身份,有意造成公司实际控制人不明或无实际控制人的状态,公司日常运营中出现种种有控制无责任的乱象。A公司中,鲜某隐身幕后当证券事务代表,不属于行政处罚和纪律处分对象,却操纵公司实施了“1001项议案”等重大违规行为,市场影响恶劣;B公司中,孟某实际上管控公司,但以不在公司任职、持股比例低为由拒不承认其实际控制人地位,并通过主导公司与关联方发生大额资金占用、关联交易来进行利益输送,公司治理和内控机制沦为形式。此种情况下,实际控制人不明导致无法从规则层面认定法律义务主体,实际控制着公司经营管理的主体却无须受相应责任约束,权利义务相统一的原则无从落实。

三是损害投资者知情权,为不法侵害上市公司利益提供掩护。上市公司控制权状态和实际控制人具体身份是市场关注的重大事项,对公司股价和投资者决策可能产生重大影响。因此,公司应当根据实际情况,及时、准确、完整地对外披露,以明确市场预期。但若实际控制人地位披露不实,或者公司有意隐瞒实际控制人,将造成严重后果。A公司案例中,公司从未就顾某与鲜某之间的控制权转让事项履行信息披露义务,导致公司之后的实际控制状态始终不明朗,并引发了市场的诸多猜测和质疑,严重损害了投资者的知情权,可能对其决策造成误导。

另外,从实际情况看,一些实际控制人不明尤其是恶意隐瞒的公

司,由于难以从其信息披露或股份表决权层面界定实际控制人,实质上为个别主体滥用控制权谋取个人私利或不法侵害公司利益提供便利及掩护。例如,C公司变卖资产、债务重组的保壳过程中,在实际控制人主导下,上市公司的优质资产被转移至体外,壳公司特征明显,持续经营能力基本丧失,公司徘徊在退市边缘。又如,鲜某控制A公司董事会后,公司生产经营停滞,其多项决策均涉嫌掏空公司利益:耗资一亿多元设立与公司主营业务无关的公司;以大额资金在举牌方和监管部门楼上租赁写字楼,置办高额办公用品;对公司重要子公司增资再将该子公司控制权转移至自身麾下;等等。上述行为均造成公司资产的大额流失,背离了全体股东的合理信赖,严重损害了证券市场秩序和中小投资者利益。

四、从无实际控制人公司看实际控制人认定难点及监管逻辑

如前所述,实际控制人判断的主观性造成其认定过程中的诸多难点,这种困难主要体现在两个维度:一是控制权认定标准;二是控制权认定主体。在所谓的无实际控制人公司中,上述两种认定难点体现得尤为明显。

(一) 关于控制权认定标准的分析

尽管现行法律体系对实际控制人的义务责任做出了全面细致的规范,但对于何为实际控制人则较少涉及,相关规则主要体现在《公司法》和《上市公司收购管理办法》中。《公司法》释义部分界定了控制人的概念,明确实际控制人为虽非公司股东,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》第84条则对控制权的判断标准做了进一步细化,从投资者为持股50%以上股东、实际支配表决权超过30%、通过支配表决权能决定董事会半数以上成员选任、依据表决权足以对股东大会决议产生重要影响等四个维度来认定控制权。

由此可见,现行规则体系对控制权的认定,仍是以投资者持有的股份表决权为判断基准,同时考虑表决比例、行使表决权对公司人事任免

或股东大会决策的影响等。以股份表决权作为控制力的判定标准,是一种实用主义的立法方式,实践中便于理解和操作,但相关标准较为单一机械,难以囊括复杂多样的控制机制,也容易被部分控制主体恶意规避。实践中,不同公司治理结构差异较大,控制权除股份表决权外还有多种特殊的表现形式。在不同控制形态下,如何准确地界定实际控制人也给证券市场监管工作带来较大的挑战。

一是部分控制主体恶意隐瞒、拒不披露。这类公司中,在公司对外披露的持股比例和表决权形式上未变动的情况下,相关主体通过股份受让、股权质押、委托表决等协议安排,以及董事会成员的任免调整等已取得对公司的控制权,公司实际控制人发生变更,但公司和实际控制人未对外披露。

例如,A公司案中,鲜某通过其实际控制的某公司与时任实际控制人顾某签订《经营权和股份转让协议书》《表决权委托书》等系列协议,实际获得公司表决权,掌握公司印章、证照,掌控公司董事会等。其对公司的信息披露、设立子公司扩展经营范围、向子公司增资等重大事项具有决策权,可以支配A公司的行为,但拒不披露其作为实际控制人的身份。

又如,I公司案中,原实际控制人何某与QY公司等五方签署一揽子控制权转让协议,何某还将其持有的控股股东30.5576%股权转让给QY公司等五方,并将所持剩余20%股份,为原副董事长向QY公司的借款设定质押担保。何某还其对I公司的股东大会召集请求权、选举罢免董事等权利以不可撤销方式授予QY公司或其指定人员行使,公司董事会主要成员也随之更换。公司实际控制人已由何某变更为QY公司等股权受让方。然而,公司和相关方一直隐瞒控制权转让事项,也从未披露实际控制人的真实情况。

二是公司内部形成管理层控制。前述对外披露无实际控制人的公司分类中,有部分是因股权结构较分散、仅凭股东表决权难以认定实际控制的公司。对这类公司,尤其需要关注的问题是公司内部可能形成管理层控制。

例如,E公司案中,第二大股东金某作为公司曾经的创始人和董事长,表面上其持股比例虽然未达到绝对控制董事会或股东大会表决结

果的程度,但其所在的管理团队对公司的发展规划和经营管理决策发挥着无可取代的重要作用。公司近期筹划重大资产重组,新进入的股东方也将部分表决权委托给金某行使,其影响力得到进一步强化。

又如,F公司案中,尽管DR公司再三表示其无意谋求控制权,但经核实,目前DR公司部分主要董事及负责人同时担任上市公司董监高,DR公司增持股份的行为可能构成管理层收购。

对于上述两类较为特殊的控制机制,已无法仅凭公司的信息披露和对股东表决权的审查来认定实际控制人。此时,对实际控制人的判断需秉持实质重于形式、客观重于主观的原则,以相关主体实际参与公司经营管理、对重大决策施加影响的程度为认定关键,而不论其有无控制的意图或是否对外披露实际控制人的身份。就此,学界已有较多的理论探讨:

有观点认为,实际控制人的判断应坚持两点标准:一是事实上参与了公司经营管理的决策或执行过程,称为“事实控制”标准;二是对于无法证明其是否实际参与公司治理,但对外代表公司行事的人,也应当在善意第三人提出主张时参照实际控制人的规定追究其责任,称为“行为外观”标准。^{〔8〕}也有意见指出,我国公司实际控制人的判断标准是一种实质的支配可能性,可细化为实质主义标准和支配可能性标准:实质主义标准以对公司的生产经营形成实际控制为判断关键,而不考虑实际控制人地位是否具有对外表征或法律授权;支配可能性标准以对公司可能施加决定性影响为审查重点,而不论该主体是否具有控制的意思,是否已行使控制权或从中获利。^{〔9〕}

具体到上市公司监管实践中,可以按照前述“实质的支配可能性”标准,基于实际控制人对公司生产经营、人事任免、治理结构和重大事项决策的影响力等实际情况,对明显隐瞒实际控制人的公司或实际控制人披露明显与事实不符的公司,积极地加以认定。A公司、I公司等案件中,有关方通过签订一揽子控制权转让协议、更换董事会成员以及交接公司印章、证照等,对公司日常经营管理已具有实质的支配可能

〔8〕 叶敏:《公司实际控制人概念辨析》,载《国家检察官学院学报》2007年第6期。

〔9〕 许剑宇:《公司实际控制人法律规制研究》,中国政法大学硕士学位论文,2009年。

性,对公司的重大决策也可以施加强大的影响力。则此时不论公司的信息披露或外观授权如何,基本可以认定公司的实际控制人已完成变更。

另外,对管理层控制的界定也需要摆脱唯股权论的单一立法标准,而是通过考察管理层的实际地位、权限范围和影响力等进行实质判断。管理层控制的根源在于“所有权—经营权分离”的现代公司制组织形式。随着社会分工的专业化、精细化和公司规模不断扩大,股东因时间、精力、经验等方面的限制,需要聘请专业人才对公司实施有效的经营管理。股东通过选举董事、高管等将公司交给合适的管理层托管,管理层按照股东的集体意志忠实地履行职责,对全体股东负有信托责任。若管理层权力过于集中,就可能引发公司治理结构中的“内部人控制”或“管理层控制”。

就上市公司内部的管理层控制而言,由于此种控制是一种事实权力状态,没有相应的法律规范明确界定其形态,实践中也无固定统一的表现形式,可以结合日常监管中对公司的了解,根据公司的股权结构、管理层的任职期限、权限范围、在公司生产经营中发挥作用和影响力大小等,在规则层面上明确并承认公司管理层的控制地位。具体来看,对于某些管理层影响力强大、团队长期稳定、主要核心人员长期未发生变化,而股权较分散、股东层面不承认实际控制也一般不参与公司战略规划和经营管理的公司,基本可以推定其为管理层控制,除非有明显的相反证据证明。例如,前述E公司、F公司的治理结构均具备上述特征,管理层控制的特性较为明显。另外,认定管理层控制后,则应按照权责一致的原则,对管理层施加必要约束,在引导管理层充分发挥专业经营管理优势的同时,防范其滥用控制权侵害公司利益。

(二)关于控制权认定主体的讨论

有关控制权认定的另一难点是由谁进行认定。实践中,一些控制权争议或实际控制人不明状态的产生,往往是由于缺少主动认定的权威裁判机构,其根源即在于实际控制人判断标准的主观性导致相关机构在认定时有所顾忌。如前所述,实际控制人不明将造成诸多风险,包括治理结构不清晰、权责一致原则无从落实、为控制主体损害公司和中小股东利益提供掩护等。因此,即使存在相当的困难,证券监管机构仍

可以在制定规则之外,对一些披露为无实际控制人的公司,根据客观事实和经验做出合理判断,并及时予以处置。

第一,对明显隐瞒实际控制人的上市公司,证券监管机构有必要也有能力做出实质判断,采取相应的监管措施,司法机关也需要对监管机构的专业判断予以充分尊重。有关实际控制人的认定是复杂的公司治理问题,专业性强、时效性高,对认定主体的效率和能力都提出了高要求。尤其是涉及上市公司隐瞒实际控制人的情况,由于证券市场状况复杂,市场环境变化迅速,违规主体隐瞒手法更是花样百出,就更需要强大的机构及时进行判断及处理。笔者认为,与司法机关相比,以证监会及其所属单位为主体的证券监管机构在认定实际控制人方面具有不可替代的优势。

一方面,证券监管机构有充足的专业人才储备,直接面向并了解证券市场,在日常监管中也积累了丰富的工作经验和实践心得,有能力查明真相,对刻意隐瞒实际控制人公司的真实控制状态加以准确判定。另一方面,证券监管机构尤其是证券交易所处在市场前沿,天然地贴近各类市场主体,能够更充分而及时地获得有关市场发展变化的新信息,有效发现违规线索,并迅速做出反应。如前所述,在A公司、I公司等明显隐瞒实际控制人的典型案例中,上交所第一时间向公司发出问询函,要求公司结合相关协议安排和市场质疑等,如实披露控制权状态,明确投资者预期;对公司的虚假披露违规行为,上交所也及时跟进,对相关责任人从重从快处分,以强化事后监管和问责,一系列处置方案得到了市场和投资者的普遍认同。

另外,鉴于上市公司实际控制人的认定往往会涉及公司与投资者或股东之间的诉讼纠纷,实践中不排除证券监管机构的判定结论受到当事人的司法挑战。笔者认为,在司法审查过程中,法院等司法机关应当充分尊重证券监管机构的专业判断,对监管机构有关实际控制人的认定结果给予司法层面的支持,从而维护其独立意见的权威性和据此确定的公司控制秩序的稳定性。反言之,若法院轻易质疑或推翻监管机构的结论,则改变了投资者根据监管机构意见形成的普遍认知,不利于稳定市场预期;甚至可能因控制状态的不确定性导致一些通过隐瞒实际控制人侵害公司利益的恶性违规行为无法得到及时制止,中小股

东的合法权益也难以及时保障。

第二,对控制权的边缘状态,应当以信息披露监管为中心,参照实际控制人的要求督促相关方规范运作,履行忠实勤勉义务。沪市披露为无实际控制人公司中,除部分明显隐瞒外,还有一些公司处在控制权之争中,争夺双方均有意谋求控制地位,但由于其持股比例和影响力较为接近,导致公司治理结构不稳定,实际控制人尚不明朗。

例如,G公司案中,公司原第一大股东JZ公司派驻的董事会实际参与公司经营管理,并掌握信息披露和公告发布渠道,但因其提出的股东大会议案常常被YS集团否决,无法引导公司顺利开展业务,公司脱困转型步履维艰。又如,H公司案中,管理层推进非公开发行事项时遭到竞争对手WE公司的强烈反对,导致其非公开发行方案被股东大会否决,后管理层又通过现金购买方式收购了同一交易标的。上述案例反映的是一种控制权的边缘状态:大股东或管理层因受相关股东阻碍,难以对公司形成绝对控制,尤其是无法主导股东大会表决结果;但其基于持股优势或管理优势,对公司信息披露或重大经营事项也具有相当的控制力,可以通过绕开股东大会等迂回方式实现自身目的。

这种控制权边缘状态的根源在于股东层面的纠纷,属于公司治理的自治范畴事项,囿于监管权限和监管立场,证券监管机构不宜对公司控制状态和股东利益诉求进行实质判断或干预;而应当由交易所信息披露监管为中心,督促争夺双方及时履行信息披露义务,以充分保障投资者知情权。

例如,G公司案中,YS集团提请召开临时股东大会受阻,公司也未对此进行信息披露,上交所向公司发出监管工作函,要求其说明YS集团提议经过、公司处理过程和依据以及对公司正筹划的重组进程的影响等。又如,H公司案中,WE公司对公司旧改地块的估值、管理层利益输送等事项提出质疑后,上交所第一时间发出问询函,就WE公司提议终止旧改合作的原因、土地估值依据、管理层是否隐瞒关联交易等问题,要求公司和有关方补充披露。此外,针对各阶段控制权之争的争议焦点、最新进展、处理过程及后续影响预判等,上交所持续向证监会上报重大事项专报,并同步通报证监局,强化监管协作。

另外,对于控制权争夺双方,尽管其并非控制权终极的、排他的享

有者,无法对公司经营管理形成绝对控制;但鉴于其对公司重大决策仍具有强大的控制力,出于保护公司和中小股东利益的考虑,仍应参照实际控制人的法定义务和行为指引要求,对其进行必要的监管与约束。G公司、H公司等监管实践中,上交所多次发出监管工作函,明确有关方应勤勉尽责地维护全体投资者权益,不得滥用大股东地位损害公司和其他股东利益;并督促双方积极协商、妥善化解矛盾,维护公司生产经营的稳定性,避免因控制权争夺导致公司治理和信息披露陷入僵局,即为具体体现。在上交所的持续督促引导下,H公司近期与WE公司达成和解协议,控制权之争有望解决。

(编辑:姜沅伯)