

上市公司股票代持效力认定反思

——以新《公司法》第140条为视角

林少伟 何伟晖

(西南政法大学民商法学院, 重庆 401120)

摘要：新《公司法》第140条新增上市公司依法披露股东、实际控制人信息的规定，并在第2款为代持上市公司股票设置了禁止条件，但也留下了一定的解释空间。然而，第140条兼具宣示性和禁止性，其开放的转介通道和交错的规范意旨，可能在实践中导致对上市公司股票代持行为一概认定为无效。这种倾向会进一步引发违法行为得利处理上的适法困境。为兼顾证券监管目标与投资空间，可探讨将第140条第2款理解为私法强行法上的义务性规定，保留代持效力的补正机会与治愈可能；在法律适用上，采用合同效力保留与行为性质转换等分析方法，限缩无效认定的范围。建议重点识别非重大的证券信息披露瑕疵情形与股份信托代持，并与当前司法实践中公平分配股票投资收益的立场相衔接。

关键词：代持；效力认定；证券监管；私法自由；股权信托

Abstract: Article 140 of the revised Company Law adds provisions requiring listed companies to disclose information about shareholders and de-facto controllers in accordance with law, and sets prohibitive conditions for nominee shareholding of listed company stocks in its second paragraph, but also leaves some interpretive space. However, Article 140 possesses both declaratory and prohibitive characteristics, and its open-ended referential channels and intersecting normative intentions may lead to a blanket determination that nominee shareholdings of listed company stocks are invalid in practice. This tendency would further create legal application difficulties in handling illicit gains from unlawful conduct. To balance securities regulatory objectives with investment space, it is suggested to interpret paragraph 2 of Article 140 as a mandatory obligation under private law, preserving opportunities for remediation and cure of nominee shareholding validity. In legal application, analytical methods such as contract validity preservation and behavioral nature conversion should be adopted to narrow the scope of invalidity determinations. It is recommended to focus on identifying cases of non-material securities information disclosure defects and equity trust holdings, connecting with the current judicial practice's stance of fairly distributing stock investment returns.

Key words: nominee shareholding, validity determination, securities regulation, private law autonomy, equity trust

作者简介：林少伟，法学博士，西南政法大学民商法学院教授、博士生导师，研究方向：公司法、证券法等。何伟晖，西南政法大学民商法学院博士生，研究方向：公司法、证券法等。

中图分类号：D912.29 **文献标识码：**A

在不同的商事领域，自治与管制的结合方式各有侧重。于公司法而言，国家管制的介入旨在为自治创造更完善的条件；而与交易有关的证券立法则应更为强调两者在政策理念与规范技术上的融合。¹新《公司法》第140条与证券监管的信息披露要求联动，其第2款禁止违法代持上市公司股票的规定尤为引人注目。此前，《公司

法》本身并未直接否认股份代持的效力，有关司法解释主要遵循合同法思路，确立有限责任公司股权代持纠纷的显名化处理规则，其维护公司内部人合性与商事外观主义的意图不言而喻。诚然，上市公司处于证券交易市场的特殊环境，但公司法在本质上仍属于以彰显自由为基调的普通商事关系范畴²，因此，在上市公司股票

代持的问题上，第140条承载的证券监管理念，难免与公司法私法自治的底色形成张力。

一、问题的提出

对于上市公司股票代持协议的效力，我国司法实践早期采取“法无禁止即可为”的立场。例如，在2015年“刘金兰与李旭亮、东莞勤上集团有限公司合同纠纷”一案中，法院认定员工股票代持协议出于双方真实意思表示，且未违反法律、行政法规的强制性规定，故而有效。³此后，司法实践开始将证券监管规定纳入考量，关注股票代持对上市公司治理的影响。在2017年“苏永利与云南高盛联合投资有限公司等合同纠纷”一案中，法院认为单纯由股份转让未登记而形成的代持关系，并未动摇公司股权结构或股东责任，因此不构成对《公司法》与《证券法》的违反。⁴可以看出，此阶段法院仍基于维护商事外观主义的逻辑，认可代持上市公司股票的行为效力。然而，这一立场以2018年“杨金国、林金坤股权转让纠纷”一案的最高人民法院再审裁定为标志发生了转折，各地法院基于证券监管规定的信息披露义务，趋于一致地认定上市公司股票代持协议损害公共利益而无效。⁵

为回应司法实践是否超越立法原意创设裁判规则，新《公司法》第140条将关于上市公司股票代持的司法经验予以成文化。该条第1款吸收《证券法》上市公司信息披露义务的原则性规定，第2款首次明确“禁止违反法律、行政法规的规定代持上市公司股票”。然而，有学者敏锐地指出，第140条并未明确“违法代持”的认定程序与法律后果，而“禁止违法代持”的表述为“合法代持”留下了可能空间。⁶与此条文模糊性形成映照的是，实践中大多数法院并未考察代持安排的基础法律关系及其对公司治理的实际影响，或对投资者造成的损害后果，而是径直以“损害证券市场基本秩序”为由宣告代持无效。在此基础上，法院进一步主张对股票代持活动的投资利益进行“公平分配”，此举被批评为从实质上构成了不当激励。⁷总的来说，第140条虽然在条文上吸纳了证券信息披露制度的监管理念，但其在行为效力认定上的绝对化与在法律后果处理上的模糊化难以自治，若不能解决，可能引发法律适用上的更多质疑。

在2023年《公司法》修订过程中，二审稿新增纳入了旨在“强化上市公司治理”的第140条。在此之前，理论界主要从实证研究、比较法、法经济分析等不同视角反思上市公司股票代持无效的司法认定⁸，在立法动向与学理研究层面并未形成共识。鉴于此，第140条禁止违法代持的立法意图亟待审视，也有必要对司法实践中尊重代持投资自由的可取之处与合理进路加以重新思考。具体而言，存在以下核心问题：第一，如何界定上市公司股票“违法代持”与“合法代持”的范围？第二，第140条中违法代持上市公司股票的效力认定和后果处理会面临何种实践困境？是否揭示了立法设计层面的不足？第三，当监管理念通过此条款嵌入《公司法》时，如何确保第140条的规范适用不与《公司法》既有体系的逻辑与价值取向产生背离？为回答上述问题，本文对新《公司法》第140条开展规范分析，梳理上市公司股票代持纠纷的裁判路径及其争议，厘清第140条规范定位，提出切实的司法适用路径。

二、新《公司法》第140条的规范内涵解构

基于法律文本的开放性，必须对法律解释加以关注。⁹新《公司法》第140条第1款是原则性条款，其第2款是未揭示违反后果的禁止性法律，二者都具有指示参照其他法条之功能。¹⁰在上述看似简单的立法表述背后，理解与适用第140条的难度不容小觑，有必要对其予以内涵解构。

（一）上市公司披露股东、实际控制人信息的义务

第140条第1款规定，上市公司负有依法披露股东、实际控制人相关信息，并确保披露内容“真实、准确、完整”的义务，这与《证券法》第78条一脉相承。因此，作为《证券法》规定的信息披露义务人，上市公司即发行人在第140条的要求下应在首次公开发行股票以及持续经营的过程中依法对股东、实际控制人的身份信息予以披露。但疑问是，第140条是商事法体系化背景下证券信息披露原则在公司法中的具体化重申，还是股东资格认定规则在上市公司语境下的特殊立法产物？

关于第140条涉及的信息披露义务标准，需要结合此前司法实践中上市公司股票代持是否构成虚假陈述的争议焦点来看。¹¹根据最高人民法院《关于审理证券市场

因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第17条，虚假陈述的具体行为类型包括虚假记载，产生重大影响的误导性陈述，以及对应记载事项的重大遗漏等。尽管《证券法》第19条要求强制披露的信息包括影响投资者作出价值判断和投资决策的方方面面，但亦须是“所必需”的信息。如该法第80条与第81条规定，公司上市后持续披露的信息，应当为对“公司的股票交易价格产生较大影响的重大事件”。关于股东、实际控制人方面应予披露的事项，《证券法》明确列举了“持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制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的情况发生较大变化”“公司股权结构的重要变化”“公司的控股股东、实际控制人……涉嫌犯罪被依法采取强制措施”。总之，新《公司法》第140条第1款“依法”二字表明，有关股东、实际控制人的信息披露也应满足《证券法》上“真实、准确、完整”的要求，而重大性作为虚假陈述行为的统合性认定标准，是披露信息构成“重大事件”的衡量依据。¹²

但从目前看来，第140条第1款为第2款的“禁止违法代持”提供了条文内的体系对照。关于实际控制人信息的披露，现实中确有实际控制人借助他人代持对上市公司施加隐蔽性影响，新《公司法》也因此开始强化针对实际控制人的“追首恶”规制¹³，而证券监管实践亦早有“穿透监管”理念。¹⁴关于股东信息的披露，立法者将其必要性解释为上市公司股权结构分散，中小股东无需过高持股即可影响公司生产经营。¹⁵但据此理解，上市公司应当披露的股东信息将不局限于持股达到特定比例的股东，这实际上确立了比《证券法》更为严苛的披露标准。由此观之，第140条第1款为《公司法》规制上市公司股票代持提供了相对独立于《证券法》的理路。

事实上，《公司法》未强制要求股东名册等文件记载的必须是实际出资人，披露代持关系并非登记规则之必要，也非效率原则之优选。¹⁶类似地，在上市公司中，“不产生控制权的股份持有，不存在需要辨别公司股东身份的必要”。¹⁷此外，上市公司通过“证券持有人名册”来确定投资者账户中的持股信息，这与具有股东身份确认功能的非上市公司股东名册存在显著不同：第

一，持有人名册通常只会记载持股数量排名靠前的投资者；第二，发行人须依照证券结算管理规定申请才可以获取持有人名册。¹⁸以上差异揭示了上市公司股东身份识别的独特逻辑，由于资本市场流动性所需的外观主义属性强化，证券持有人更类似于不记名股东的不固定、抽象化的身份存在。这也从根本上对上市公司股东信息披露一般性规定的合理性提出挑战。

（二）“违反法律、行政法规代持上市公司股票”的认定

在“法无禁止即可为”的私法领域，准确界定法律法规对法律行为的管制范围尤为重要。第140条是裁判中处理上市公司股票代持效力问题的经验总结，实践中常有两种做法：第一，依据《民法典》第153条规定判断代持行为是否无效；第二，“违反《证券法》上市公司信息披露义务的规定而无效”。¹⁹

对于法律行为的无效情形，《民法典》第153条高度概括为“违反法律、行政法规的强制性规定”与“违背公序良俗”两种。股票代持的现实情形较为复杂。在申请首次公开发行股票阶段，代持常出于规避实际控制人与控股股东股份禁售期、发行人同业竞争监管、实施股权激励以及境外上市备案核查等目的，也有股份公司在上市公司重组兼并后违规代持；成功上市后，代持则常被利用与规避上市公司日常经营中的关联交易无利害表决程序及证券内幕交易禁止等监管要求；²⁰还有一种常见情形在于，被代持人不符合上市公司股东的主体资格限制，如《公务员法》禁止公务员从事投资活动，《外商投资法》禁止外商投资者投资负面准入清单等其他法律规定的情形。以上代持情形大多与脱法行为有关。²¹脱法行为又称法律规避行为，曾被归为“以合法形式掩盖非法目的”的法定无效情形。但随着《民法典》不再采用此种无效事由，但又未将脱法行为设定为独立法律行为类型，脱法行为是否等同于违法行为而无效，目前并无定论。因此，第一种处理思路虽然辐射面广，足以将各种代持情形涵盖在内，但适用难度也更大。

第二种依据上市公司信息披露义务的裁判思路与《民法典》第153条的背俗情形相衔接。在“杨金国、林金坤股权转让纠纷”案中²²，最高人民法院指出“上市公司……不允许在发行过程中隐匿真实股东”，其理由如下：上市遵守如实披露的义务，披露的信息必须真实、

准确、完整，这是“证券行业的基本共识”；如上市公司不根据证券监管规范披露真实股东，中国证监会其他监管举措必然落空，必然损害广大非特定投资者的合法权益、资本市场基本交易秩序与交易安全、金融安全与社会稳定及社会公共利益。故根据体系解释，第140条两款均对证券监管法律法规有更强的指向性，不仅可涵盖强调重大性标准的证券立法，还包括法院引用的证券监管规范及有关指引，如《首次公开发行股票并上市管理办法》要求“发行人的股权清晰……发行人股份不存在重大权属纠纷”，证监会《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》要求“发行人应当真实、准确、完整地披露股东信息，发行人历史沿革中存在股票代持等情形的，应当在提交申请前依法解除”等。随着《全国法院民商事审判工作会议纪要》（简称《九民纪要》）将合同“违反规章”的效力认定作为公序良俗的转介通道，也有越来越多学者认为，“规章效力层级较低”不再成为阻碍无效认定的理由。²³

因此，相较于《民法典》第153条“法律、行政法规的强制性规定”的表述，《公司法》第140条“法律、行政法规”在效力评价方面有意模糊法律法规的内部类型划分。在解释第2款的转介范围时，证券监管机构制定的具体规则构成广泛意义上的公序良俗——证券市场信息公开原则，从而在法院理解适用第140条时形成了更大的吸引力。

（三）“违反法律、行政法规代持上市公司股票”的后果

第140条并未明确法律后果，如何评价违法代持上市公司股票的行为效力？一般认为，强行性规范具体可分为禁止性规范与义务性规范²⁴，义务性规范仅要求当事人按照法律预设的特定方式行事，故不必然否认违背此要求行事的行为之效力。然而，《民法典》第153条没有采取此种区分，统一以“强制性规定”代指当事人不得约定排除的强行性规范。²⁵第140条第2款是禁止性规定，但由于“禁止违反法律、行政法规代持”采取双重否定表述，这意味着符合法律、行政法规的股票代持行为应被允许，故该条款又具备命令当事人必须采用特定行为模式的义务性规范特征。这就构成了第140条隐含上市公司股份合法代持的现实基础。

参与立法者认为，第140条是效力性强制性规定。²⁶

《九民纪要》第30条区分效力性强制规定与管理性强制性规定，将涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等规定视为效力性强制性规定，从中可看出一种以法益类型为基础的划分思路。学理上，违反私法强行规定将导致法律行为不生效，而非产生违反公法强行法的无效后果。²⁷此处“不生效”之所以能区分于无效，是因为相较于违反公益，应允许违反私益或程序、形式要件欠缺的法律行为经撤销或补正后实现效力消灭或圆满²⁸，而非无效。司法实践将代持上市公司股票违反信息披露原则延伸至背俗无效论证，旨在满足公法强行法的法益保护目标。未来适用第140条的疑难之处在于，作为《公司法》对上市公司股票代持问题的首次回应，其应落入保护商事组织关系的私法领域，促进自治条件，但考虑到其第1款的证券监管意味，将之理解为私人关系中保护公共利益的公法映射也未尝不可。

如此一来，违反第140条第1款本身可能构成无效，但其第2款作为指示性条款打开向不同领域规范转介的通道。如果引致的是私法强行法，当事人可在行为不生效的基础上要求恢复原状，或在消除瑕疵、满足行为要求后使之有效，相关民事合同行为等同于未满足义务性规范的法定生效要件。²⁹只有在违反公法强行法时，股票代持行为才会因更高度度的责难性陷于绝对无效。这也就是在体系解释下，第1款的信息披露义务原则对第2款转介范围的界定产生影响，即指向证券监管方面的效力性强制性规范，进而认定代持行为无效。然而，第2款的文义解释——“允许合法代持”又会消解禁止性规定的无效评价，最后的结果就类似于射出一颗在私法领域中未设靶心的子弹。

由上可知，从违法认定到违法后果，第140条的解释论证存在诸多模糊甚至矛盾之处。为何会出现此种立法目的、法律适用与规范文义之间的罅隙？初步来看，原因与该条以原则性条款和指示性条款的组合形式有关，而此种立法技术运用的背后是复合型的规范意旨。有鉴于此，需进一步考察第140条背后的规范意旨及其对规范适用的影响。

三、新《公司法》第140条的规范意旨与适用困境

第140条旨在规制股东与实际控制人以完善上市公司

内部治理，具体表现为套用证券监管领域的信息披露路径，以禁止性规定强调代持行为不得违背的广泛规范领域。究其背景，新《公司法》在实际控制人问题上的立场与穿透式执法的证券监管理念“一拍即合”，两种规范意旨得以交汇。但通过以下分析可以发现，这两种异质法益在第140条当中没有形成紧密耦合，甚至可能引发无效认定泛化与利益分配不明的适用困境。

(一)第140条适用困境的规范意旨根源

如前所述，2018年“杨金国、林金坤股权转让纠纷”一案中，最高人民法院基于行政监管规范层面的“真实”要求、证券监管共识以及社会公共利益的考虑，得出“上市公司股票不得隐名代持”的解释规则。在类似的司法裁判实践中，有关法律续造活动究竟是恰如其分，还是越俎代庖？这一问题的实质是上市公司外部监管要求与内部治理的平衡，也是新《公司法》在第140条的立法论证上需要反思的核心所在。

制定法计划之内法续造的前提是存在需要法律调整的“漏洞”。³⁰在第140条出台前，法院将股票代持的监管规则作为法律空白的填补材料，有可能在规范意义的解释过程中误入漏洞填补的陷阱，最终超出制定法计划补充新规则。具体而言，信息披露是证券法上为实现信息对称目的而设置的基本要求，较少涉及公司组织、行为或治理之实体内容，也由此区分以公司治理为核心问题的公司法规则。³¹以公司法禁止性规范作为上市公司股票代持规制的入法选择并不妥当，在上市公司股票代持的问题上，如果将其与信息披露要求捆绑，并转移为公司法的立法任务，所产生的新规则必然与公司法原有价值立场有所摩擦。最明显的是，新《公司法》从未对股票代持进行任何约束，《公司法司法解释三》根据原《合同法》第52条，也未对隐名代持给予直接否定性评价，而是允许其他股东过半数同意则可变更登记，此种显名化救济体现出充分保障商事自由的取向。³²既然有限责任公司隐名代持都未被视作绝对无效，作为人合性色彩淡薄、股份流通更为自由且协议治理现象日益增多³³的上市公司，更不应在股票代持的问题上受到组织法的过度限制。

此外，第140条对证券监管理念的运用已超出实现公司治理目的所需的程度，打破了股票代持活动自治与管

制的平衡。由于证券监管执法将股票代持行为界定为不真实、不准确、不完整的，为了避免在上市申请阶段碰壁，拟上市公司会清理股份代持关系以获取证券市场准入资格，以免遭遇责令改正、出具警示函等监管措施乃至罚款等行政处罚。此种监管现实与第2款留有合法代持空间、不愿“限制商事自由”的私法本能背道而驰。至于代持违背股东身份信息披露义务是否冲击公司治理，如隐名股东突然现身可能会导致控制权转移或影响股价波动、侵害投资者利益，则应注意到《证券法》已明确对达到5%以上持股节点的重大变动采取事前披露和表决权限制的规制手段。况且，纵然代持可能影响上市公司治理，但信息披露方式、标准和范围的释明并不是公司法所能承受之重，第140条至多起到宣示作用。因此，第140条之上证券监管与公司治理的两种规范意旨的关系并未如立法预设那般协调一致，这也从一定程度上解释为何其规范表述仅能以高度概括、开放转介的形式呈现。

第140条采用的规制手段与所追求的立法目标之间配置不当，导致其在立法表述上存在极具扩张性的转介空间。尤其是在复合型规范意旨的交错之下，立法与司法不再纠结上市公司股票代持违反的是法律还是包括行政规章在内的法规，反而是一种危险信号，这将上市公司股票代持行为完全推到“公序良俗”的对立面。从长远看，这不仅会过度介入投资自由与公司治理的私人安排，在具体的法律适用方面也会产生如下问题：第一，股票代持无效认定的门槛较低；第二，司法实践未能满足违法所得处理中无效后果的限缩需求。

(二)代持上市公司股票的无效认定泛化

在违法认定上，有学者从实证角度分析了2001—2022年法院与证监会对上市公司股票代持的处理态度，发现法院的判定无效率(60%)高于证监会的行政处罚适用率(32%)。³⁴这说明，我国司法审判上的穿透倾向比证券监管执法要激进。早在第140条出台前，法院就倾向于将上市公司股票代持背后的证券监管目标与公司治理叠加考虑。之后，此种态势极可能不断强化。因为根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉时间效力的若干规定》第3条，新《公司法》施行前当事人签订上市公司股票代持的合同采用履行溯及规则，即其履行行为持续到新法施行后并发生争议的，将适用该法第140条

第2款的禁止性规定。

在第140条出台后，代持上市公司股票的行为效力认定面临着泛化为一概无效的危险。在过去的司法实践中，上市公司股票代持的违法性论证就常被视作一个笼统的信息披露范围问题，其中甚少讨论信息披露违法行为的本质以及重大性标准。越来越多法院将代持上市公司股份未达5%以上的情形也认定为违背信息披露要求。³⁵还有观点认为股票代持属于2019年《证券法》新增的“股权结构的重要变化”情形³⁶，但这将增大股权代持偏离于信息披露重大性标准的任意性。更糟糕的是，法院实践依赖证监会作出的处罚决定来判断违法性³⁷，不利于理清股票代持与操纵市场行为等其他证券违法行为的关系³⁸，也忽视了代持是否对股票价格涨跌产生实质影响，对投资者决策亦无明显的利好或利空意义等实质损害后果的问题。实际上，在仅涉及代持双方投资利益分配的情况下，代持关系在认定协议效力之时已对外公开，是否危及证券投资者保护应另当别论。将协议无效作为反映监管目标的法律后果，更多体现出一种惩罚功能。在首起新三板公司股票代持效力认定的案件中，上海高院采取类比上市公司涉众性的立场³⁹，认为应严格遵守资本市场稳定事关公共利益的审判共识。然而，该案事实有必要加以甄别，案涉公司进入破产清算程序的特殊背景亦是该案中代持股份价值分配影响广大证券投资者及外部债权人利益的重要因素。

可以推测，根据第140条第1款较为宽泛的信息披露原则，“违法代持上市公司股票”的认定大概率会遵循过往裁判思路——将代持行为等同于违反公序良俗而无效。在此过程中，上市公司股票代持的监管实践容易影响法院忽略信息披露违法行为的重大性标准，使得审判推理简单化、空泛化，且欠缺对证券监管规范运用于投资利益处理的必要性考虑，第140条的适用结果将错误地表现为所有上市公司股票代持活动都应被禁止。

(三)违法代持得利分配的适法路径不清

股票代持行为被认定为无效后，司法实践常面临代持关系当事人的利益分配问题，并在其中承认“投资事实”，如最高人民法院在“杨金国、林金坤股权转让纠纷”一案中指出，代持协议无效不会牵连委托投资关系及事实，代持人股东身份及其与其他股东之间法律关系

的效力也未被否认。值得注意的是，此种裁判思路并不是法律行为部分无效的结果。部分无效的适用前提是一法律行为在不改变总体特点的情况下可分割为无效部分与构成另一独立法律行为的部分⁴⁰，这说明部分无效来自对可独立行为的效力肯定，而非评价行为整体追求的利益或目标是否合法。在股票代持中，以代持行为给付与被代持方支付对价构成一份紧密的双务合同，代持通常不是无偿的自愿行为，一旦认定代持无效，有关报酬和投资利益分配、风险分担等剩余约定缺乏独立履行基础，也就不存在当事人合意达成的独立法律行为。因此，部分无效的解释路径并不能充分说明代持无效的获益返还原理。

那么，在绝对化的代持无效认定后，如何从法律上解释对投资利益的事后尊重？这正是在股票代持规制问题上，私法自由与第140条意图实现的公共利益保护之间的艰难调和。⁴¹具体而言，实际出资的被代持人自知法院支持其收回被代持股份的概率极小，因此不会主张显名化或直接向上市公司要求行使股东权利，常见的诉讼请求是主张返还投资本金或以股权转让款、处置款、投资收益等反映股权价值的不同形式款项。由于合同履行后的新增利益并非履行前的原有利益，代持无效后的“恢复原状”无从谈起，无效合同获益返还也存在折价补偿的不当得利说和损害赔偿的缔约过失说等学理争议。⁴²目前，影响最为广泛的裁判做法是综合考虑各方当事人过错、风险承担、经营行为贡献等因素，在当事人之间就代持活动的投资收益进行公平分配。⁴³然而，此种公平分配的裁判实践尚未提供令人信服的说理依据。

作出代表性判决的上海金融法院认为，上市公司股票代持合同无效后，当事人“有得无失”的利益变动形式应采用公平原则⁴⁴，其依据在于最高人民法院2010年发布的外商投资企业纠纷司法解释。⁴⁵既有裁判思路下，第140条包含公共利益保护的证券监管目标会推导出代持无效，但外商投资企业股票的代持无效却包括行政手续欠缺等原因，两两相比，举轻难以明重。在此基础上，司法实践中形成的投资利益分配处理存在诸多漏洞。第一，依据双方当事人过错分配缺乏统一标准。上海金融法院认为，代持方作为上市公司(大)股东具有履行法定披露义务的便利条件，对导致代持无效应承担主要过错。⁴⁶而

北京高院就未特别考虑股东身份,认为双方当事人对禁售期相关法律规定知情,在造成代持无效后果上过错相当。⁴⁷第二,援引诚信原则与管制目标存在矛盾。有的法院基于诚实信用原则认为,约定承担上市失败风险的实际出资人虽不能因违法无效的代持协议获得完全对等的投资收益,但仍可获得大部分。⁴⁸由此,代持方实质上通过司法途径确认股东身份及权利——看似惩罚隐名出资人,但也纵容了代持方“知法犯法”且“合法背信(即违反代持协议)”⁴⁹,此种合同无效的获益返还在客观上削弱了对违法行为的管制。

总而言之,第140条向证券监管以及公法领域的高度开放性,容易导致认定上市公司股票代持无效的门槛过低。上市公司监管实践忽视具体代持活动中当事人的权利义务分配内容,立足于此的第140条也只能从代持关系的规制当中触及上市公司治理的表层,而无法发挥实质性的除弊作用。随着该条在裁判说理中的惯性引用愈加频繁,司法者尊重投资事实、平衡投资利益的正当性基础就越显薄弱,代持协议效力认定与实际投资关系利益分配的效果相互偏离,立法定位的偏差和司法的无所适从将愈加明显。

四、新《公司法》第140条的定位纠偏与适法进路

在公司法“追首恶”理念与“穿透式”证券监管背景的结合下,第140条为大量证券监管规则提供了否定代持上市公司股票行为效力的司法通道。无论是无效认定泛化还是无效后果限制,都增加了交易安排的不确定性。对此,可从规范目的校准与适法路径完善两个层面加以调整。

(一)违反私法强行性规范的无效区分

秉持实用主义立场的公司法律制度蕴含更大的规则续造自由。⁵⁰从2018年“杨金国、林金坤股权转让纠纷”一案开始,司法活动中认定上市公司股票代持违法的立法需求凸显,加上证券市场中社会公共利益保护之必要,第140条的诞生可谓不足为奇。该条内嵌信息披露、禁止代持的监管理念,潜藏维护证券市场秩序的公益目标,顺带追求公司治理的结果,其本质是以社会公共利益之名限制私权行使。对此,在立法定位的理解上,应合理安排社会公共利益的考量方案,开展介入目标、范

围以及可替代性适用测试。⁵¹

首先,在目标层面上应重校第140条的立法价值定位,理清证券监管与商事自由的关系。必须承认的是,公法行为与私法行为之间早已不是泾渭分明,股票代持作为私人之间的法律关系,如若对其施加证券监管手段,就构成契约上的公法限制。展言之,第140条将上市公司、持股人与实际出资人纳入同一版图,考察实际出资人是否会透过持股人对上市公司、投资者决策产生实质影响,显然已超出“代持协议(持股人与实际出资人)”“股东身份认定(证券持有人与上市公司)”两组私法关系的讨论。无论是从利益类型或主体关系来看,都更接近于公法规制,其真实目的是以穿透主体的方式识别监管对象、预防证券违法行为。从法律效果来看,违反契约上的公法限制是构成公法上制裁的原因,此时契约是否产生私法效力则另从民事一般法判断。需要甄别一种较为特殊的情况是“公法与私法的结合”,其创制目的在于平衡私人关系中当事人地位悬殊,国家例外地在一般私法受有裁判保护之外提供公法保障⁵²,违反此种情形既构成公法上的制裁,也不能在私法意义上生效。鉴于此,违反第140条的法律后果不应定位为突破“公法与私法的结合”的绝对无效,尤其是在仅涉及代持关系双方当事人利益分配而无关弱势之第三方实质损害的情况下。

其次,在立法介入法律行为效力问题的范围上,应明确代持既非私法意义上的“意思不真实”,也不必然构成公法意义上的非法。决定民事法律行为效力的核心要素是意思表示的真实合法性,公法行为效力的根本因素是合法性。⁵³一方面,股票代持的实质是规避法律而约定由自己出资但以他人名义行使股东权利或履行义务,但此种脱法行为不等同于虚伪行为,虚伪行为缺乏真实的意思表示,而股票代持是当事人有意违法或规避法律的真实意思。有研究指出,比起《民法典》通谋虚假意思表示的规范,隐名代持的效力判断应优先采用商事外观主义以防止鼓励隐匿行为。⁵⁴另一方面,脱法行为也不等同于违法行为,商事规避行为的效力判定更为复杂,在商事强行性规范体系内,追求效率价值的技术型规则与公益型强行性规范的强制性边界并不相同,前者稳定性低,具备激发商事创新的正外部性潜力,后者以监管必要为边界。⁵⁵但若直奔立法者的规范效力语境或监管者

的执法判罚思维，第140条第2款的引致范围就会扩大到一概禁止代持的各类监管规范。事实上，不少股票代持行为规避的是上市公司治理的内部程序规则，如关联交易表决回避，或是在“损害公共利益”后果之证明上存疑的股权激励代持以及不足以影响控制权的代持。⁵⁶此外，信托型股票代持颇受关注。实践中大多数股票代持为委托代持，其更易被认定为违反信息披露义务⁵⁷，并且难以契合名义股东行使权利的商事外观主义⁵⁸，而信托型代持独特的所有权二元结构，《信托法》亦将受托人(名义股东)是否独立行事视为当事人意思自治事项，故股票信托代持确有更充足的合法理由。

最后，鉴于原则性条款的解释空间较为灵活，可以考虑重构第140条立法模式的理解进路。当前该条第2款表述兼具禁止性与义务性特征，体现出立法者在平衡不同的规范意旨。在明确上市公司股票代持并非绝对无效后，可保留第140条第1款对信息披露义务的接纳，但应将第2款“禁止违反法律、行政法规代持上市公司股票”理解为一种义务性规定模式下的正向行为要求，违反该条款不必然构成违反禁止性规定而无效，而是产生违反私法强行法的“不生效”后果，为违法行为补正、治愈预留空间。例如，证券监管法律法规可承认披露代持关系后隐名投资者对上市公司股东权利内容享有实质利益的私人安排，或允许减持到不足以影响公司控制权的特定股权比例之下认可代持效力。另外，第2款仍保留转介功能，代持行为效力判定参照有限责任公司股权代持的处理思路，交由《民法典》第153条及相关司法解释展开。由表及里，上市公司股票代持效力的问题可以概括为：案涉代持行为构成规避或违反禁止性规定，还是未满足义务性规定中的行为生效要件。

综上所述，将第140条理解为义务性规定，实际上也是在强化公、私法强行性规范的边界，防止上市公司股票代持语境下证券监管实践对民商法适用的侵蚀，使《公司法》对隐名出资的包容立场更为统一。此外，这也有助于将因代持产生的证券监管秩序问题交还《证券法》，后者是采取绝对禁止抑或附条件豁免的立场，有待未来观察。

(二)结合教义法学分析范式的无效限制

应当注意到，确认无效是法律行为制度传达价值评

价与进行秩序调整中较为极端的一种方式，且与当前试图合理分配代持投资利益的司法实践做法难以契合，因而有必要疏解代持无效后果限缩于法无据的困境。

如前所述，第140条的转介性空间难以剔除《首次公开发行股票并上市管理办法》等较低效力位阶法律文件的适用，此前法院援引各类规章或证监会指引性文件的信息披露要求，绝对否认上市公司代持协议效力，以试图揭露“真实”的投资关系。然而，穿透审判意味着无视当事人设计的交易结构并“打乱”制定法规则⁵⁹，且就商事关系而言，代持当事人基于意思自治形成约定后，应鼓励当事人诚信守约，遵守外观主义以维系对第三人的信赖保护。⁶⁰直接否认代持效力而忽视基础法律关系分析，难以回应投资利益保护的限度之问。正确的做法应当是，考虑到商事规避行为的效力判断是一项相当精细的工作，第140条的适用应诉诸《民法典》第153条以及相关司法解释中的行为效力判断规则。《民法典合同编司法解释》第16~17条已明确，无论是违反强制性法律规定，还是违背公序良俗导致合同无效，都应分别考察合同实际履行对社会公共秩序的影响程度、当事人行为的社会后果。由此可见，近年有关司法实践忽略上市公司股票代持关系本质的做法并不合理。未来在具体的裁判说理中，对于第140条法律适用中面临的无效收缩现实需求，可以考虑借鉴民法方法论，将以下两种常见的限缩无效的方法作为具体代持情形中续造法律后果的分析范式。

第一，效力保留。在迎合法律最低容忍程度的前提下，效力保留可实现法律行为效力的维持。⁶¹上市公司股票代持问题亦存在法律容忍限度，此处法律指的是私法与契约上公法限制，不包括《公务员法》与《外商投资法》等国家直接管制的公法领域，容忍范围主要在代持股份不超过证券监管对大额持股变动及实际控制人认定的非“重大性标准”部分，以及实际出资人具有利害关系而由代持股东参与表决的情形。第一种情形的实定法基础已较为充分，《证券法》对依法披露股份增持行动设置持股5%以上的形式标准，而新《公司法》提供兜底性的事实判断，将实际控制人界定为“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”，非上述两类法定主体实施的代持行为不致影响公司控制权变化的，应予以效力保留。第二种情形的出发点是尊重

公司内部对公司利益的判断。关联交易是公司管理者与公司存在潜在利益冲突的情况下，须经公司机关批准程序豁免的经营决策。《公司法》规定利害关系董事回避表决或按照章程由股东会决定，公司为股东提供担保也须以其他股东表决同意为前提。股票代持关系对此类表决权限制的回避效果不应纳入无效认定的情形，因为《公司法》本身设有决议效力判断规则，认定代持无效不仅难以从根本上解决问题，且对受有损害的股东或投资者而言也是一种缓不济急的救济方式。适用效力保留的法律解释方法须以代持协议当事人之间不存在欺诈为前提，关注私人合同目的实现中的真意保护。综合来看，此种解释方法具有参考意义。

第二，法律行为转换。对于无效法律行为具备另一法律行为要件的，当事人可自愿将该无效行为转换为另一法律行为生效。在私法自治的原则下，司法者对于当事人真实意图的推测应当以符合当事人经济利益为底线，“(若)合同的要素比较清晰，超越要素边界的解释不再属于解释的范畴”。⁶²因此，若效力保留等法律解释已无能为力，可考虑在尊重当事人事后意愿的前提下转换民事法律行为。故意违法行为不得转换，除非禁止性条款之目的与此行为不发生冲突，如因缺乏形式要件而无效，或根据法律强制性条款不能实施。⁶³亦即，若违反须以特定方式行事的强制性义务规定，对该行为进行转换所产生的负面效应尚可接受。这便回到禁止性规范与义务性规范的效力区分理论。因此，即便立法未修正现有规范“禁止性”与“义务性”的属性杂糅，在法律适用中也应正视其作为义务性规定的理解定位，承认股票代持的合法空间。此外，我国台湾地区有关行为转换的观点更为激进，认为对需要转化的法律行为无效原因在所不问。⁶⁴法律行为转换最为显著的运用场合是股权信托代持，区别于民事代理的委托人可随时撤销或变更代理权，法院认为代持股东取得信托授权具有确定性。⁶⁵关于股权信托的构成，《信托法》仅将信托合同作为信托成立的书面形式之一，也并未明示信托财产独立性的内涵，学界也倾向于认定财产独立是信托的后果而非成立要件⁶⁶，故代持合同形式或股份归属争议不是否认信托成立的理由。因此，上市公司股票代持行为的转换取决于代持股东是否自主行使股东权利，这是信托区别于委托

代理的核心特征，也属于隐名出资人不干扰上市公司治理的合法范畴。经当事人同意将符合条件的委托合同转换为信托，不仅契合第140条留下的合法代持余地，也有利于回归经营贡献的事实因素，增强后续投资利益分配的正当性。

五、结语

证券监管与上市公司治理的规范意旨交叠并非立法者的凭空创造，而是来源于新《公司法》出台前上市公司股票代持纠纷的审判实践。正因第140条第1款的信息披露义务指向维护证券市场秩序的宏大目标，其第2款对代持上市公司股票的合法化要求便不能仅作字面上的“法律、行政法规”理解，从而使得该条具备了高度开放的转介空间。根据此种逻辑，任何上市公司股票代持都可能被认定为违法无效，但这显然与该条文本本身隐含的合法空间存在矛盾。此外，这种一概转介至证券监管规范的绝对无效化的处理方式，会衍生出双重问题：第一，在违法性认定层面，过度依赖证券执法领域的穿透式监管理念，既有悖于外观主义的商事关系基本特征，也偏离了《证券法》以重大性为核心的信息披露标准；第二，在绝对无效化处理后，法院又转而依据公平原则分配投资利益，此种处理方式使得立法层面对代持的绝对无效化处理与司法层面的部分认可之间，存在价值评价层面的龃龉。

对此，本文认为：第一，在规范认定层面，应厘清第140条第2款在私法层面的强行法定位，为上市公司股票代持的效力认定留有“暂不生效”等缓冲空间，避免无效认定的泛化。实际上，代持行为规制的私法属性更需要公法的克制来彰显。至于证券立法层面是否应转向“披露即合法”或设置豁免条款，虽与本议题关联紧密，但已超出本文范围，有待后续深入探讨。第二，在第140条的规范适用层面，应重点关注股份信托代持等特殊情形，并严格依据信息披露重大性标准的界定，通过效力保留与行为转换的方式限制无效认定的适用范围，防止该条引致的公法范围不当扩张至私人之间和组织内部。诚然，为规制实际控制人干预上市公司治理的乱象，法律对上市公司股票代持活动的监管关注日趋强烈，但股票代持行为在本质上仍属于商事法律关系，在

公司治理体系中, 股东资格认定、表决权行使、决议效力等规则已对代持自由进行了必要限制。相比之下, 简单依照公法理念否认代持效力的弊端更为突出, 其不仅破坏私人自治, 加剧民商事审判领域的合约管制, 还可

能延续与公司法整体价值不符的适法逻辑, 不当限制以商事需求为导向的规范续造空间。 ■

[基金项目: 2025年重庆市教育委员会人文社会科学研究基地项目“公司目的之演进逻辑与模式再造”(项目编号: 25SKJD039)]

注释

1. 参见苏永钦, 民事立法与公私法的接轨[M]. 北京: 北京大学出版社, 2005: 9-11.
2. 参见施天涛, 商事关系的重新发现与当今商法的使命[J]. 清华法学, 2017, (6): 145-146.
3. 广东省东莞市第三中级人民法院(2015)东三法民二初字第1249号民事判决书, 二审维持原判。
4. 北京市高级人民法院(2017)京民初24号民事判决书, 二审准予撤回上诉。
5. 最高人民法院(2017)最高法民申2454号民事裁定书。重庆市高级人民法院(2019)渝民终344号民事判决书; 上海市高级人民法院(2020)沪民终512号民事判决书; 北京市第三中级人民法院(2023)京03民终5884号民事判决书。
6. 参见赵旭东, 周林彬, 刘凯湘, 赵万一, 周友苏, 新《公司法》若干重要问题解读(笔谈)[J]. 上海政法学院学报, 2024, (2): 27.
7. 参见刘迎霜, 股权代持协议的性质与法律效力[J]. 法学家, 2021, (3): 139.
8. 参见董淳博, 在合法与违法之间: 国内法领域法律规避现象的实证研究[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2015: 196-198; 徐佳咏, 上市公司股权代持及其纠纷处理[J]. 中国政法大学学报, 2019, (3): 109; 武焱, 曹霞, 上市公司股票代持的法经济学分析[J]. 财经理论与实践, 2022, (1): 150, 该研究指出将上市公司股票代持的有效认定利大于弊, 即C有效(立法成本)<C无效(司法成本、守法成本、监管成本), P有效(投资积极性)>P无效(投资积极性)。
9. 参见文兵, 解构: 向“他者”敞开的正义[J]. 社会科学辑刊, 2018, (3): 40-46.
10. 参见[德]卡尔·拉伦茨, 法学方法论[M]. 黄家镇译, 北京: 商务印书馆, 2020: 327.
11. 江苏省高级人民法院(2017)苏民终2154号民事判决书; 重庆市高级人民法院(2019)渝民终344号民事判决书。
12. 参见廖升, 虚假陈述侵权责任之侵权行为认定[J]. 法学家, 2017, (1): 138.
13. 关于《中华人民共和国公司法(修订草案)》的说明, 2023年12月29日, 中国人大网, http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202312/t20231229_433993.html.
14. 参见叶林, 吴烨, 金融市场的“穿透式”监管论纲[J]. 法学, 2017, (12): 19-20.
15. 参见王翔, 中华人民共和国公司法释义[M]. 北京: 中国法制出版社, 2024: 194.
16. 参见葛伟军, 股权代持的私法裁判与规范理念[J]. 华东政法大学学报, 2020, (6): 136.
17. 邓峰, 普通公司法[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2009: 673.
18. 参见郑彧, 股东身份识别中公司法与证券法的冲突与调和[J]. 法学, 2025, (2): 131-146.
19. 参见林一英, 周荆, 禹海波, 公司法新旧对照与条文解读[M]. 北京: 法律出版社, 2024: 85-86.
20. 参见钱玉林, 徐芙蓉, 上市公司股票代持的穿透式审判思维审视及裁判路径重构[J]. 证券法苑, 2023, (2): 416-438. 另见中国证监

会行政处罚决定书〔2023〕24号。

21. 参见郑彧, 上市公司股票代持法律问题研究——兼论股票代持对信息披露监管制度的挑战与完善[J]. 证券法苑, 2012, (2): 443-468.

22. 最高人民法院(2017)最高法民申2454号民事裁定书。

23. 参见朱慈蕴, 规避法律的股权代持合同应以不鼓励为原则[J]. 法律适用, 2018, (22): 11-14; 王湘淳, 论我国金融法适应性的实现路径[J]. 中外法学, 2024, (3): 743; 梁上上, 行政规章与合同效力的关系[J]. 中国社会科学, 2025, (3): 79-96.

24. 参见谢鸿飞, 论法律行为生效的适法规范[J]. 中国社会科学, 2007, (6): 126. 本文为了避免混淆, 在论述过程中将强制性规范等同于强行性规范, 下分禁止性规定与义务性规定两类。

25. 参见王利明, 论效力性和非效力性强制性规定的区分——以《民法典》第153条为中心[J]. 法学评论, 2023, (2): 22.

26. 同注19: 85-86.

27. 同注24: 125-130.

28. 参见王泽鉴, 民法总则[M]. 北京: 北京大学出版社, 2009: 457.

29. 参见王轶, 民法典的规范类型及配置关系[J]. 清华法学, 2014, (6): 61-62.

30. 同注10: 466-469.

31. 参见吕成龙, 论证券监管介入上市公司治理的限度[J]. 中国法学, 2024, (1): 226-244.

32. 参见陈景善, 商事自由中的行政监管与司法判断界分[J]. 行政法学研究, 2021, (4): 27.

33. 参见汪青松, 股东协议暗箱治理的公司法回应[J]. 中国法学, 2023, (5): 235.

34. 参见吴越, 蒋平, 论股权代持违反强制性规定之效力[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2022, (2): 208.

35. 江苏省苏州市工业园区法院(2019)苏0591民初7872号民事判决书; 上海市高级人民法院(2020)沪民终512号民事判决书。

36. 参见王莹莹, 《证券法》2019年修订背景下股权代持的区分认定[J]. 法学评论, 2020, (3): 158-169.

37. 重庆市高级人民法院(2019)渝民终344号民事判决书; 广东省深圳市罗湖区人民法院(2023)粤0303民初23730号民事判决书。

38. 江苏省高级人民法院(2017)苏民终2154号民事判决书。

39. 俞佳, 胡晓萌, 新三板挂牌公司股份代持协议效力认定及案涉股份在破产程序中的处理[J]. 人民司法·案例, 2024, (28): 81-85.

40. 参见[德]卡尔·拉伦茨, 德国民法通论(下册)[M]. 北京: 法律出版社, 2013: 635.

41. 同注16: 136.

42. 参见叶名怡, 《民法典》第157条(法律行为无效之法律后果)之评注[J]. 法学家, 2022, (1): 172-190.

43. 上海高院参考性案例第78号: 杉浦某某诉龚某股权转让纠纷一案民事判决书, (2018)沪74民初585号。

44. 参见赵红主编, 上海金融法院典型案例汇编[M]. 北京: 法律出版社, 2023: 29.

45. 最高人民法院《关于审理外商投资企业纠纷案件若干问题的规定(一)》, 法释〔2010〕9号, 第18条规定, 实际出资人与外商

投资企业名义股东之间合同无效的, 名义股东持有股权价值高于实际投资额的, 法院支持实际投资人返还投资款以及合理分配股权收益的请求。

46. 上海市高级人民法院(2022)沪74民终429号民事判决书; 上海市高级人民法院(2019)沪民终295号民事判决书。

47. 北京市第三中级人民法院(2020)京03民初461号民事判决书。

48. 北京市高级人民法院(2023)京03民终5884号民事判决书。

49. 参见许德风, 论合同违法无效后的获益返还[J]. 清华法学, 2016, (2): 74-93.

50. 参见[德]赖因哈德·齐默尔曼, 德国法学方法论[J]. 毕经译, 比较法研究, 2021, (2): 171-172.

51. 参见赵万一, 社会公共利益的私法实现机制[J]. 中国社会科学, 2024, (9): 54-64.

52. 参见[日]美浓部达吉, 公法与私法[M]. 黄冯明译, 北京: 中国政法大学出版社, 2003: 39-41+244-250.

53. 参见江必新, 法律行为效力: 公法与私法之异同[J]. 法律适用, 2019, (3): 3-16.

54. 参见蒋大兴, 超越商事交易裁判中的“普通民法逻辑”[J]. 国家检察官学院学报, 2022, (2): 20-21.

55. 参见林少伟, 洪喜琪, 商事规避行为的效果判定进路[J]. 江西财经大学学报, 2024, (2): 9-12.

56. 上海市高级人民法院(2020)沪01民终10695号民事判决书。法院指出, “本案系争股权比例尚不足上海银行所发行股份的万分

之0.1。在股权的代持方与被代持方均系员工、代持行为远早于公司上市的情况下, 如此微小比例的股权代持情况, 尚不足以构成因披露不实而导致对社会公众利益的侵害, 亦不足以导致双方的代持行为无效。”

57. 同注21: 445-448.

58. 参见刘东辉, 代持股权不得强制执行原则的规范构造[J]. 商业经济与管理, 2024, (8): 2-5.

59. 参见崔建远, 民事合同与商事合同之辨[J]. 政法论坛, 2022, (1): 64.

60. 参见黄海龙, 潘玮璘, 论“穿透式审判”的基本内涵与实践方法[J]. 法律适用, 2023, (7): 3-10.

61. 参见[德]迪特尔·施瓦布, 民法导论[M]. 郑冲译. 北京: 法律出版社, 2006: 504.

62. 潘运华, 论无效民事法律行为转换与解释、补正、确认和部分无效的关系[J]. 南大法学, 2021, (6): 123.

63. 同注40: 646-650.

64. 同注28: 469.

65. 参见蒋大兴主编, 法院中的公司法[M]. 北京: 法律出版社, 2024: 248-253.

66. 参见楼建波, 信托财产的独立性与信托财产归属的关系——兼论中国《信托法》第2条的解释与应用[J]. 广东社会科学, 2012, (2): 242-250; 赵廉慧, 信托财产独立性研究——以对委托人的独立性为分析对象[J]. 法学家, 2021, (2): 117-130.

(责任编辑: 池洋)