

交叉持股的法律规制路径选择与制度设计

蒋学跃¹ 向静²

(1. 深圳证券交易所综合研究所, 广东 深圳 518028; 2. 哈尔滨工业大学深圳研究生院, 广东 深圳 518055)

摘要: 交叉持股作为公司的一种经济行为, 其主要危害对象是公司的债权人、中小股东、资本市场中的公众投资者, 因此各国(地区)一般通过公司法、反垄断法、证券法三个层面对其进行规制, 但由于资本市场的活跃程度、公司治理结构、公司资本制度等诸多方面的差异, 导致在具体规制重点和规则方面存在较大差异。基于我国现实经济环境的考虑, 总体上应该禁止母子公司之间的交叉持股; 对于非母子公司之间的交叉持股应采取限制超额持股一方股权行使的方法; 创设二重派生诉讼; 对公司高管附加超额交叉持股的信息披露义务; 严格限制金融类公司之间以及上市公司之间的交叉持股。

关键词: 交叉持股; 法律规制; 股东权益保护

作者简介: 蒋学跃, 法学博士, 深圳证券交易所综合研究所研究员, 研究方向: 公司法、证券法。向静, 女, 哈尔滨工业大学深圳研究生院博士后研究人员。

中图分类号: DF438 文献标识码: A

Abstract: As a company's economical act, Interlocking-shareholding can injure the interest of company's creditor, minority share-holder and public investors in the capital market, and therefore the countries (region) regulate it through corporate law, securities law and anti-monopoly law. Based on the different corporate governance structure, corporate capital system and development of capital market, there is very different between the systems regulating the Interlocking-shareholding. Considering our country capital market's framework and exterior circumstance, we should forbid the existing of interlocking-shareholding between the Parent and subsidiary companies, limit the exertion of over ten percent shareholding between non- Parent and subsidiary companies, provide the clause of bi-derivative litigation, add the duty of administrators to publish the information of over- interlocking-shareholding, strictly limit the over-interlocking-shareholding of between financial companies themselves and listing-companies themselves.

Key words: cross-shareholding; regulation of law; protection of shareholders' right

交叉持股是经济活动和资本市场中极为常见的现象, 是指公司之间相互持有对方一定比例的股份, 继而相互成为对方股东的情形。公司之间的交叉持股既可以实现企业之间的战略协作、防御敌意收购等积极作用, 但同时也会形成虚增资本、对证券市场助涨助跌、严重的内部控制、非法利益输送等弊端, 而《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》(以下简称《公司法》、《证券法》)以及证监会的部门规章对交叉持股问题尚无明确规定, 由此导致了我国资本市场中的交叉持股所造成弊端无法被规制和矫正, 为保障资本市场的正常秩序, 保护投资者的合法权益, 笔者不揣简陋, 特对此进行研究。

交叉持股的动机与效应分析

一、交叉持股的动机分析

交叉持股作为企业的一种策略, 是控股股东、实际控制人或者管理层为了特定的利益诉求而进行的, 因此, 交叉持股现象的背后必然存在着相关当事人的特定动机。

1. 资金融通。上市公司利用交叉持股可以有效规避自己购买自己股票的限制, 先由上

上市公司成立专门从事投资的子公司，继而由子公司购买母公司的股票以达到稳定或者维持上市公司股价的目的，再以取得的股票向银行进行质押借款，充分发挥了财务操作的乘数效应，实现集团公司内资金的充裕。这一目标的实现是基于子公司购买母公司股票护盘成功的假设，因为越是股价上升，获得质押的贷款就越多，但是在市场低迷股价难以在高位维持时，这种做法会形成恶性循环。此外，利用交叉持股抬高股价，还有利于公司在股价高位时增发以获取更多的资金。

2. 产业布局。借助交叉持股可以有效地实现公司之间的业务协作和整合，实现“你中有我，我中有你”的格局。资本市场中的这样的例子很多，如 2001 年新浪网和阳光卫视就曾经通过交叉持股实现两者在网上和网下媒体的业务联姻与合作，而中信证券曾经也试图通过交叉持股与贝尔斯登实现业务上的跨国协作。

3. 分散风险。对于周期性较强的行业交叉持股也可以实现分散经营风险的目的。虽然一般的多元化经营也可以实现风险分散的目的，但是利用交叉持股分散风险的好处在于其无需通过实际的资金支出，最为典型的就是双方换股的方式实现各自的多元化经营以减少行业周期性的风险。

4. 资本运作。由于交叉持股可以提升单位资本的使用效率，在同一集团企业内利用交叉持股可以实现用较少的资金控制较多的公司，达到“四两拨千斤”的效果，因此交叉持股通常成为资本运作高手的惯用平台。我国资本市场中曾经出现过“中广系”利用母公司与子公司以及子公司之间的交叉持股而成功控制多家公司，并且借此进行频繁的资本运作。

5. 市值管理。借助交叉持股，母公司可以通过子公司买卖自己的股票，以规避现行法律障碍，继而自由买卖母公司的股票，以影响其股价的目的。具体途径是母公司借助子公司炒作其股票以抬高其股价，等到股价到达一定高位时出货以获取投资利益，然后再以投资获利部分继续推升母公司的股价。

6. 关联交易。大股东、实际控制人以及管理层往往以交叉持股为通道进行关联交易，而这种关联交易背后往往是利益输送。其常见方式有以下几种：先将消息透露给相关当事人，由当事人买入母公司的股票，再由子公司来炒作母公司的股价，而子公司炒作股票的资金又是从母公司贷款来的，借此机会将母公司资产转移给其他人员；在母公司大股东被套时，借子公司购买母公司股票，从而使得母公司大股东和内部人士解套。

7. 管理层职位的自我选任。利用交叉持股管理层可以架空股东的表决权，因为按照公司法的规定，一公司对另外公司的股权行使由董事会自由决断，在母子公司交叉持股的情况下，母公司的董事会就会利用交叉持股轻松地将股东的表决权传导给自己，因此会形成事实上完全由母公司的董事会控制两家公司的局面。即使在非母子公司之间的交叉持股，但是相互持股比例在分散股权中占有较大比例时，双方董事会会串通一气，相互“礼让”表决权的行使，使得可以自我维持董事职位。¹通过交叉持股的方式，很可能形成“千年或万年”董事。

8. 盈余管理。两个公司之间的交叉持股可以会计报表上虚增其资本和资产，为公司的举债和融资铺平道路。以 A、B 两个公司为例，假定各自以每股一元发行 1000 股股票，将其筹集资金中的 500 元购买实物资产，另外 500 元现金用于对方的股票投资，此时各方的资本都增加了 500 元，资产也增加了 500 元。这一过程可以无限制地进行下去，8 轮的相互投资后，两个公司的总资产都增加到了 5000 元，两个公司的资本账面价值的合计数及市场资本总额都增加了 10000 元，但是在整个过程中，两家公司根本就没有发生实际的现金流入。^[1]

此外，交叉持股可以在形式上增强公司的债务承受能力。如拥有现金 400 元的两个公司相互投资了 400 元，两个公司账面资产都变为了 800 元，当其中一个公司向外借款 200 元时，企业的债务承受能力似乎明显要优于未进行交叉持股的情形。

利用交叉持股拉抬母公司股价，在操作适当时可为公司获取本业以外的收益，增加公司

总收益的数字。而在操作失误造成股价下挫时，则可以更改投资项目，由短期投资改为长期投资，籍此掩盖投资损失。因为按照会计处理原则的规定，短期投资若出现亏损或盈余减少，必须按照权益法编列，在母公司当期损益表上提列跌价损失，但此时必然会影响股价。若能够将短期投资改为长期投资，则可以将亏损掩盖在资产负债表中，虽然影响股东权益，但是可以暂时蒙骗股东和债权人。

但是这里特别值得关注的是，以上对所谓动机分析只能适用于各方主动形成交叉持股关系的情况，对于在特定情况下的被动形成的交叉持股并没有适用的余地，如甲公司持有乙公司的股份，而乙公司又是丙公司的股东，现在丙公司吸收合并甲公司，则丙公司享有原甲公司的所有权益，包括了乙公司的股份，此时丙公司和乙公司就成为相互的关系。由于被动的交叉持股是非基于公司的本身意愿而形成的，因此这种交叉持股在形成之初没有特定的动机，故被动的交叉持股的危害通常是较轻的，因此各国公司法一般都给予网开一面，以实现股份流动和资产并购的顺利进行。

二、交叉持股的效应分析

交叉持股作为一种企业的一种经营策略，必然会形成相关的效应，其中可以分为积极效应与消极效应两种。

1. 积极效应

(1) 狙击恶意收购。在相互交叉持股之后，由于相互之间持有对方的股份形成一种特有的联盟关系，在遭遇到外部公开市场收购时，这种稳定的联盟关系可以有效阻止敌意收购。这种阻止外部收购主要通过两个方面来实现的，其一是由于稳定的联盟关系，使其股价处于较为稳定的状态；其二，在已经出现敌意收购的情况下，被收购公司可以通过交叉持股方式中表决权传导机制让联盟一方拒绝以收购方的价格向收购者抛售，形成事实上的“白衣骑士”。但是富有讽刺意义的是，在公司相互持股的情况下，由于在股市下跌过程中会形成助跌效应，因此，交叉持股的公司反而容易成为被并购的目标。

(2) 协同优势。通过交叉持股可以在企业之间形成在技术、人事、销售、创新方面形成策略联盟，形成联合协作优势。这种情形可以发生上下流之间，以达到资金、供货、销售网络的合作；也可以发生在水平方向的，可以达到提升规模效率、企业竞争力方面的作用。很多国家的交叉持股问题最早都是基于产业协作的需要而产生的，最为典型的就是日本的例子，其财阀通过相互之间的交叉持股在生产、资金、销售方面产生协作关系。在我国，中信证券曾经于 2007 年底拟通过交叉持股的方式与现已被摩根大通收购的贝尔斯登公司进行战略合作。

(3) 稳定股价。通过交叉持股一方面可以实质上二级市场的流通的份额，另一方面各方之间也可以形成相互协调的机制，通过灵活的买进和卖出来调节二级市场的股价。因此，当二级市场上的股价出现异动时，交叉持股的各方就可以相互护盘，以达到维护股价稳定的目的。

(4) 分散经营风险。企业集团内的交叉持股可以减轻企业收益波动的幅度，使得企业之间共担风险，减轻某一投资项目失败所带来的冲击。因此，交叉持股类似于一种保险机制，确保企业免于一般性的商业风险和行业周期性风险。

(5) 提高单位资金的使用效率。母公司可以通过企业集团内的各子公司之间的交叉持股以及母子公司之间的交叉持股以达到加强相互联系，使得控股公司或实际控制人可以较少的资金控制整个集团公司，由此形成某一“企业帝国”或“金融帝国”，如民营电器制造商正泰集团和显赫一时的“德隆系”都是借助交叉持股形成庞大德公司集团的。

2. 消极效应

(1) 虚增资本。两个公司之间的交叉持股会导致资本虚增，因为此时事实上只是同一资金在两个公司之间来回流动，但每流动一次会导致两个企业同时增加了资本额。例如甲公

司原有 100 万注册资本，再向乙公司定向增发 100 万的股份，同时乙公司也向甲公司增发 100 万的股份。两个公司资本总额增加了 200 万，但事实上等于甲公司与乙公司相互退还了出资，两个公司的净资本根本没有增加。这一情形就违反了大陆法系上的法定资本原则，对公司的债权人产生了严重的侵害。

(2) 诱发内幕交易和关联交易。交叉持股造成两个公司之间的关系更加密切，信息沟通更加及时与频繁，这对于上市公司而言可能造相互成为对方的“内部人”，使上市公司的信息扩散范围更加广泛，由此可能诱发内幕交易。因此，可以说交叉持股制度本身就是内幕交易的温床。^[2]据台湾学者研究，交叉持股一般都伴随着大股东利用资讯优势炒作股票的行为。^[3]

(3) 形成行业垄断。公司之间的交叉持股可以建立策略联盟，维系彼此之间的生产、供销等关系，以强化竞争优势，但同时它可能造成垄断联合，特别是在具有竞争关系横行的公司之间，利用交叉持股可以产生排挤其他竞争对手，牟取垄断利润的行为。此外，因交叉持股而形成的封闭的市场格局，也造成资本市场并购机制无从发挥作用，使得其具有资源调配功能无法实现，继而也无法对管理层形成外在压力，不利于其改善管理效率。

(4) 诱发内部控制。由于一公司对另外一公司的股权属于资产管理范围内的经营行为，因此无论按照哪一个国家的公司法规定，这一股权中所包含的表决权都是由公司的管理层所行使的。那么在交叉持股的情况下，相互交叉持股的管理层为了换取对方管理层的“合作”，往往会将自己持有对方表决权委托给对方管理层代理行使，这就导致彼此的管理层对自己的公司享有一定的表决权，在交叉持股比例不是太高时可能不会产生太大影响，但是在股权分散且交叉持股较高时可能就会形成管理层的自我控制。

特别是这种情况出现在母子公司之间时，情况将更为严重。因为当母公司管理层控制了子公司，反过来子公司对母公司的表决权也是间接受制于母公司的管理层，此时就会形成完全由母公司管理层控制两个公司，而股东的意志无从体现。

(5) 铸就股市泡沫。对于上市公司而言，交叉持股会使得二级市场的股价升降对彼此公司的盈亏产生极大的助推作用，继而形成环环相扣的多米诺骨牌效应。以日本股市为例，交叉持股使得相关企业在牛市中涨幅巨大，三菱重工和新日铁在 1987-1989 年的三年大牛市中，远远跑赢了日经指数，但是据日本彭博社 2008 年 5 月 26 日报道，日本野村控股公司最新统计显示，上一财年（2007 年 4 月至 2008 年 3 月），日本公司相互持股的操作共造成 32 亿美元投资损失。由于东京交易所指数下挫 29%，有 130 家公司宣布证券投资亏损，10 倍于前一财年。

在我国台湾地区，据相关人员统计，自台湾“经济部”宣布子公司买入母公司股票不违法《公司法》后，通过子公司买进母公司股票的 34 家上市公司中有 12 家公司出现了财务吃紧甚至宣布重整的危机。^[4]

我国上市公司在去年的牛市行情中，也出现了因为交叉持股造成股价大幅上扬的现象。以中国平安与中国人寿的交叉持股为例，到 2007 年 8 月中旬，平安共持股国寿 2565.3 万股，占国寿总股本的 0.1%，持股市值达 9.04 亿元；国寿共持股平安 1332.96 万股，占平安总股本的 0.19%，持股市值达到 6.27 亿元。两只股票的股价近两个月中累计涨幅均已超过 50%，其中与其交叉持股的贡献不无关系。就我国目前实施的新会计准则更加容易使得交叉持股式的股权投资泡沫化。因为根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，对于交易性金融资产，取得时以成本计量，期末按照公允价值对金融资产进行后续计量，公允价值的变动计入当期损益。按照这一规定，上市公司进行短期股票投资的，将不再采用原来的成本与市价孰低法计量，而将纯粹采用市价法，此举将使上市公司在短期证券投资上的损益浮出水面，也就意味着这些交叉持股公司面临价值重估机遇。

正是因为上市公司之间的交叉持股会形成这种独特的弊端，各国一般对上市公司的交叉

持股规制远远严格于非上市公司的交叉持股。

(6) 营造过度投机气氛。过高比例的交叉持股会导致上市公司降低对分红派现的需求，因为此时会出现零和博弈，相互分红等于没有分红。为此上市公司必然转会忽略对方的实际盈亏，只关注股价的实际变动，在做出相互具有影响的决策时也尽量降低分红派现的比例。作为弱势群体的中小投资者也只能被迫接受这一策略，从关注转向关注纯粹的股价变动，由此导致整个股票市场的浓厚投机氛围，继而导致市场机制发生扭曲，无法发挥价值发现功能。

海外规制交叉持股的通常做法和启示

交叉持股往往涉及到公司资本结构与公司治理、行业集中、公共投资者保护三个方面的问题，因此各国一般在公司法、反垄断法或公平交易法和证券法三个层面加以规制，限于篇幅，本文仅仅介绍公司法方面的内容。综观各国（地区）的公司法，通常通过持股限制和表决权限制的方式来实现对交叉持股的规制：

一、持股限制

由于各国的资本市场发育程度、公司治理模式以及司法环境之间的巨大差异，关于交叉持股的限制程度，各个国家具有很大的差异性，基本上可以分为三种模式：

1.绝对限制交叉持股。绝对限制交叉持股模式是指不区分交叉持股的类型和持股公司的性质，一律禁止交叉持股。法国法规定如果一公司持有另外一个公司的10%以上股份的话，后者就不能再持有前者的股份，即使是违规持有时也必须在法定期限内转让出去，且在转让前没有任何表决权

2.区分母子公司和非母子公司，只限制母子公司之间的交叉持股。从危害程度而言，母子公司之间的交叉持股远远大于非母子公司之间的交叉持股，特别是相互之间具有母子公司的交叉持股可能会导致严重的内部控制问题，故各国公司法对于母子公司之间的交叉持股都是采取严格规制态度，即使是最为宽松的美国各州公司法也是都是限制母子公司之间的交叉持股的。对于母子公司之间的交叉持股一般都是按照取得自己股份的方法来规制。大陆法系多数国家采用的都是这种模式，如德、日、韩，包括我国台湾地区都属于这一范围，英美法中的英国也是采取这种做法的。这些国家和地区之所以禁止母子公司之间交叉持股，这是因为母子公司之间的控制关系，会导致子公司对母公司持股就等于母公司自己持有自己的股份，因此，在大陆法系各国对于母子公司的交叉持股就将其视为公司取得自己的股份。而按照大陆法系法定资本的原则，除了特殊情况公司是不能取得自己公司股票，否则就违背了法定资本原则。

在共同限制母子公司交叉持股的同时，这些国家和地区在对待何为母子公司的问题上也是存在较大分歧的。韩国法认为一公司对另外一公司持股超过40%才能构成母子公司；而德国、日本和我国台湾地区则将此比例定为50%，同时附加非股份比例标准，即人事安排、共同协议构成控制与被控制关系也可以构成母子公司关系。此外，即使在允许母子公司交叉持股的例外情形中，这些国家通常也对交叉持股的比例作严格限制，如德国《股份公司法》规定不能超过10%的比例，且这部分股权也不能行使股东权利。

3.只限制特定类型公司之间的交叉持股。对于普通的公司之间的交叉持股，包括母子公司之间，美国法也很少限制，这是由于美国法采取授权资本制，对于一公司取得自己公司股份问题适用库存股制度，根本不给予限制，由此也造成了其对待母子公司以及非母子公司之间的交叉持股也丝毫不限制的做法，而只是采取限制表决权的方式。

各个国家和地区对母子公司之间交叉持股规定的比较（表一）

内容 国家和地区	是否禁止	判断母子关系的标准	子公司持有母公司股份的处理
德国	原则上禁止,例外允许	50%持股比例, 并且附加其他非持股标准	无表决权
日本	原则上禁止,例外允许	50%持股比例	无表决权
韩国	原则上禁止,例外允许	40%持股比例	无表决权
我国台湾地区	禁止, 无例外规定	50%持股比例和其他非持股比例标准	无明文规定
美国	不禁止	以实质控制为标准	无表决权
英国	原则上禁止,例外允许	50%持股比例和其他非持股标准	无表决权

二、股权行使限制

在允许交叉持股的情况下,各国又会对其股权的行使做出限制。对于这一问题,也可以分为两种做法:

1. 针对非母子公司的交叉持股股权行使做出限制。这是大陆法系上的做法,因为正如前文所述,大陆法系的德、日、韩为代表的国家只限制母子公司之间的交叉持股,对于非母子公司之间的交叉持股网开一面,但是它们对于持股达到一定比例的部分限制其股权的行使。这其中又有三个问题需要说明,其一是触发限制股权行使的持股比例,各国和地区规定有差异。德国和日本的规定为25%,即一旦被参股企业持有对方超过25%以上股份的,其表决权就要受到限制。韩国法则将其规定为10%,而我国台湾地区则将其提高到1/3的比例。其二,各国和地区对股权行使的限制程度也不同。德国和我国台湾地区只是对超过比例的部分不允许行使股权,而且更为重要的是,这一限制是以超比例持有者不知情为前提条件。以德国为例,根据《德国股份公司法》第328条第2款的规定,如果一公司对交叉持股因为善意而不知情时,即使它对另外一个持股超过1/4比例,只要它履行了《股份公司法》第20条第3款或第21条第1款的规定,向对方做了通知,也可以不受限制地行使股东权;日本和韩国则是将此比例部分的股权统统予以限制,并且不以是否知情为前提条件,但仅仅限制表决权,对于股权其他权益如分红、配股的权利不受影响。其三,限制对象的不同,德国和我国台湾地区限制的是持有超过比例一方的股权行使,而日本和韩国限制的是被持有超过比例一方的股权行使。

各国和地区对于非母子公司之间交叉持股的规制比较(表二)

项目 国别或地区	触发限制的 股权比例	限制内容	限制对象	限制程度	是否以知情 为前提条件
德国	25%	所有权利	超额持股一方	超额部分	是
我国台湾地区	1/3	所有权利	超额持股一方	超额部分	是
韩国	10%	表决权	被超额持股一方	所有部分	否
日本	25%	表决权	被超额持股一方	所有部分	否

2. 只针对母子公司交叉持股的部分限制表决权的行使。这是英美法的做法,它们只是

限制构成母子公司之间的交叉持股部分的表决权行使,对于表决权以外的权利行使以及非母子公司之间的交叉持股的表决权没有任何限制。

我国交叉持股规制的制度构想与建议

一、我国规制交叉持股的制度现状

在现行《公司法》颁布之前,我国的一些规范性文件曾经涉及到对交叉持股的规定。1992年2月,深圳市政府发布的《深圳市股份有限公司暂行规定》中规定,一个公司拥有另一企业10%以上的股份,后者不能购买前者的股份。一个公司拥有另一个企业、公司50%以上的股份,则前者是母公司,后者是子企业、子公司。严禁子企业、子公司认购母公司的股份。一企业获得了一公司股份总额10%以上的股份时,前者必须在十日内通知后者。1992年5月,国家体改委发布的《股份有限公司规范意见》中规定,一个公司拥有另一个企业10%以上股份,则后者不能购买前者的股份。1992年7月通过的《海南经济特区股份有限公司暂行规定》第40条规定:“一个公司取得另一公司10%以上的股份时,必须通知对方。如未予通知,其在另一公司的超额持股,暂停行使表决权。公司相互持股超过前款比例的,后于另一公司通知对方的公司,视为未予通知,其在另一公司超额持股,暂停行使表决权,并必须在6个月内予以处理。”但是在1993年《公司法》颁布后,这些部门规章和地方性规章统统失效,而《公司法》本身又没有对之进行任何规范,2005年《公司法》修订时也没有对之进行补充,导致目前我国法律层面的规范文件对交叉持股问题处于空白状态。

可喜的是,中国证监会近日制定《证券公司设立子公司试行规定》涉及到了这一问题,其第10条规定,子公司不得直接或者间接持有其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司的股权或股份,或者以其他方式向其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司投资。但由于仅仅涉及证券公司,对于其他亟需规范的投资公司和上市公司没有涉及。

二、我国交叉持股规制的纬度和基点

对于交叉持股的规制并不是一个简单的制度移植,而必须是在认清本土制度环境的基础上的重新建构,任何没有经过审慎思考的盲目制度引进只能是适得其反,这恰恰也是新《公司法》之所以对此留下空白的重要原因。对于交叉持股的规制涉及到两个方面,其一在什么样一个既定的环境下设计这一制度;其二,交叉持股涉及到哪些利益的调整。

首先,对于我国交叉持股的规制必须考虑到我国总体上法定资本制的外部环境;并不发达的资本并购市场;相对落后的司法环境和诉讼机制;并没有成熟外部经理人市场和较为自律的中介机构。这些因素的综合作用说明,我们不可能选择英美法那种对待交叉持股宽松规制模式,相反,大陆法系那种限制母子公司之间的交叉持股以及非母子公司之间限制股东权利的行使应该是我们的首选。

其次,在规制的过程中,公司、债权人、中小股东以及其他相关者的利益必须进入规制的视野,同时根据成本收益的估算以协调各方的利益。具体而言,对于公司的利益而言,主要是指交叉持股可以发生正面积极的作用,因此完全禁止交叉持股是不足以取的,即使在母子公司之间的关系,有时为了达到资本并购和融通的需要,也可以网开一面,在例外情况下允许其相互持股;对于债权人利益而言,因为交叉持股主要涉及到资本虚增的问题,因此对于母子公司的交叉持股危害较大,应该着力禁止,但是对于非母子公司之间的交叉持股,由于持股比例较低因而对债权人利益损害较小,此时采用限制其交叉持股不如采取限制表决权的方式更为有利;对于股东而言,交叉持股主要是会产生管理层的自我控制,但这主要出现于母子公司之间,对于非母子公司只需采取限制表决权的方式,而对于这种表决权限制有时也会损害交叉持股中一方股东的利益,如按照日本法规定,一旦一公司对另一公司持股超过

25%，被超比例持股的公司就不能行使表决权，此时误伤了这 25%以外的股东利益，在此问题上也许德国法的规定更为合理，只是限制超额持股一方的权利行使；对于其他利益相关者，主要是指与交叉持股公司处于同一行业的其他企业而言，以及在资本市场中的公众投资者，对于这些主体主要依靠信息披露和反垄断法的贯彻。

三、我国规制交叉持股的具体制度构造

我国应在以下三个层面对交叉持股进行规制：

1. 公司法层面上：

(1) 严格限制母子公司之间的交叉持股，但同时设置若干的例外情形。

对于投资公司和上市公司以外的公司，只限制构成母子公司之间的交叉持股。但是在计算母子公司之间的交叉持股时，必须明确规定子公司对其控制下的公司对母公司持有股份也算作母子公司之间的交叉持股，即母孙公司以及更长链条中的交叉持股都是规制范围。在审查母子公司时遵循现有公司法中的标准，即超过 50%股权和其他构成控制关系的情形在内。

此外，还必须明确规定若干例外情形，即在子公司非主动取得母公司股权时应当是允许。参酌各国立法，在子公司与其他公司合并、从其他公司分立出来而受让母公司的股权、受让其他公司全部营业、参与债务人破产清算而获得的、接受代物清偿而拥有的母公司股权等情形下，应当允许子公司拥有母公司的股权，但是必须在合理的时间内处理，通常规定为 6 个月。

(2) 对于非母子公司的交叉持股，只限制股份公司之间超过比例的股权行使，也采取知情原则为前提。

首先，在公司法中应该将有限责任公司排除在此限制之外，只对股份有限公司超过特定比例的交叉持股进行规制。其次，对于不构成控制关系的公司之间，只限制其股权的行使，而不限相互持股。具体而言，其一，在触发比例上设定为 10%，因为按照我国公司法的规定，这一比例可以自行召集股东大会，故此对其他公司有重大影响；其二，此时只限制超出比例一方的股权行使，对于被持股的一方没有限制；其三，这一限制的前提也设定为其知道相互持股的事实，但举证责任由超额持股一方承担。

(3) 创设二重派生诉讼，保护股东的利益。

在子公司违反规定而取得母公司股票时，应当允许母公司的股东为了子公司的利益对子公司的董事和其他高级管理人员提起派生诉讼，因为此时由于子公司对母公司股票无表决权，因而造成子公司资金的占有和浪费，损害了子公司的利益。

2. 证券法层面上：

(1) 中明确规定公司的高级管理人员对触发超额持股的通知义务和公告义务，同时明确规定违反交叉持股的法律后果。在《证券法》明确规定公司的董事对于触发超额持股时有通知的义务，同时对于公众公司（股东为 200 人以上的）包括上市公司必须予以公告交叉持股的事实。

对于违反母子公司之间的交叉持股的规定，子公司取得母公司股份的相关人员，如董事、监事、高级管理人员承担连带责任。《韩国商法》第 625 条规定，处以 2000 万以下韩元的罚款。为母子公司之间交叉持股规定例外情形，如因为合并或受让其他公司资产或营业时，当不构成母子公司时的交叉持股，后又因为成立母子关系时，应该附加子公司在合理期间（6 个月）处理所持母公司的股份。我国台湾地区《公司法》第 369 条—8 规定，如果公司负责人违反相互持股过程中的通知和公告义务，处以新台币 6 千元以上三万元以下的罚款。

(2) 严格限制投资公司金融类公司和上市公司相互交叉持股。由于投资公司涉及公众投资者的利益保护，为了避免交叉持股而带来的巨大风险，因此有必要限制公开发放信托产品的投资公司相互交叉持股，可以借鉴美国的 3% 的触发比例，即一旦一方对另一方持有超过 3% 比例的股权，后者不能再向前者出资。

对于上市公司而言,相互持股会不仅仅会造成股价助涨助跌,而且会导致严重的内部控制问题,对公众投资人的利益保护不利,因此,有必要将上市公司之间的交叉持股比例限制为5%,即一旦一方持有对方5%比例,另一方就不能再持有对方的股票了。

3. 证监会和证券交易所的实际监管中

(1) 证监会的行政监管。在证监会行政监管层面,主要对上市公司的交叉持股进行信息披露方面的监管、审批金融性企业的交叉持股和关联交易的审查。

首先,贯彻充分披露要求,要求交叉持股的上市公司在会计报表附注中单独披露交叉持股的公司、持股比例、剔除交叉持股影响前后的净利润以及可能的其他影响,引导上市公司充分披露交叉持股的基本情况。中国证监会2007年底发布修订后的《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>》,在对重大事项的披露上,公司应当对持有其他上市公司股权,参股商业银行、证券公司、保险公司、信托公司和期货公司等金融企业股权进行重点披露,包括最初投资成本、持股比例、期末账面值、本期收益、会计核算科目、股份来源等情况。但是没有专门提到交叉持股的信息披露问题。

其次,警惕金融机构的交叉持股,严格限制或审批金融机构与下属公司之间的交叉持股。建议在《证券法》中授权证监会对金融性公司之间的交叉持股的限制可以采取高于法律的规定,同时授权其认定可以豁免的诸多情形。

再次,重点关注涉及交叉持股方面的关联交易审查,防止利用交叉持股进行利益输送。

(2) 交易所的自律监管。首先,结合证监会信息披露的规定,重点做好上市公司年报和半年报中对于交叉持股披露的监管,防止其含糊其辞、避重就轻。

其次,在日常监管中将涉及交叉持股的公司归入统一数据库,对其股价异动进行专门的实时监控,及时发现内幕交易的蛛丝马迹。

参考文献:

^[1] 王妍玲.公司间交叉持股相关问题探析[J].经济论坛,2007(3).

^[2] 刘杰文.法人相互持股:日本证券市场持续危机的根源[J].上海金融,2003(5).

^[3] 陈美娥,罗吉台.台湾交叉持股之经济特征与防范(上)[J].(台湾)会计研究,2000(181).

^[4] 郑富成.母公司取得自己公司股份之研究——兼论母子公司交叉持股[R].台湾政治大学法律研究所2002年硕士论文.66.