

控股股东、实际控制人虚假陈述 责任的实证研究与规制路径

傅 穹* 陈洪磊**

摘要:虚假陈述成为影响资本市场根基的顽疾。目前我国已经形成立体追责体系。然而,隐藏在公司与董事之后的控制股东、实际控制人责任往往被忽略。我国应明确控制股东、实际控制人的诚信义务,树立依法诚信经营的基本规矩;监管者应给出合理的抗辩理由,落实“追首恶”责任的精准打击;关注责任机理的区分独立,完善执法司法体系衔接;重构董事监督义务,健全公司内部监督,增强外部监督与内部监督的合力,推动资本市场高质量发展。

关键词:虚假陈述 控制股东 实际控制人
法律责任 诚信义务

证券法的演进史就是一部证券欺诈与反欺诈、财富掠夺与反掠夺、虚假陈述与信息披露的博弈史。在天使与魔鬼同在的证券市场中,证券信息优势持有者总是小心翼翼地游走在阳光与黑暗之中,

* 吉林大学理论法学研究中心、法学院教授,博士生导师。

** 吉林大学法学院民商法博士研究生。

用尽所有伪装手段避免监管者的察觉以谋求不法横财。中国证券市场30年间,证券违法行为多半以虚假陈述为依托而交织发生。^[1]只有真正打击虚假陈述,作为证券市场基石的信息披露才可能得以落实。虚假陈述行为的多层次主体之中,真正操盘应被惩戒的控股股东、实际控制人,常常隐藏在发行人、上市公司甚至董事、高级管理人员之后,通过隐匿不公允的关联交易,或者不配合履行信息披露义务,侵蚀上市公司利益,损害中小股东权益。由于我国上市公司“一股独大”现象较为普遍,有的公司治理形同虚设。因此,如何压实越界的控股股东、实际控制人的责任,有效填补投资者损失,惩戒、阻却违法者,始终是一道困扰立法者、执法者和司法者的共同难题,而理论与实践恰恰在一定程度上忽视或淡化了对控股股东与实际控制人的责任规制与制度供给。^[2]

证券欺诈向来是我国证券监管的法治重心,但是乐视网、康得新、康美药业虚假陈述等恶性证券欺诈仍然屡禁不止。究其原因,我国法律关于虚假陈述承担责任主体单一化,看似满足了投资者损失的赔偿要求,实则减损了虚假陈述责任主体多层次性的制度初衷,导致控股股东、实际控制人等真正的责任主体难以归位尽责。^[3]因此,从2019年的《证券法》^[4]修订,到2020年的《刑法修正案(十一)》,特别是2021年7月6日中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》(以下简称《意见》),均致力于强化控股股东、实际控制人虚假陈述的法律责任。《意见》是资本市场历史上第一次以中共中央办公厅、国务院办公厅的名义联合印发打击证券违法活动的专门文件,其中第15条明确指出加大对证券发行人控股股东、实际控制人等有关责任人证券违法行为的追责力度。“零容忍”控股股东、实际控制人等“关键少数”的证券欺诈行为,传递了监管层保护投资者合

[1] 参见邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社2016年版,第3页。

[2] 参见杨旭、何积华:《证券虚假陈述民事案件裁判规则研究》,北京大学出版社2018年版;程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任》,人民法院出版社2004年版。

[3] 参见刘磊:《虚假陈述连带赔偿责任分配的价值基础和实现标准》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》(第30卷),法律出版社2021年版。

[4] 由于本文实证研究的基础为行政处罚决定书和裁判文书,而证券监督管理部门和法院适用的多为2014年《证券法》,为便于表述,本文中《证券法》指2014年《证券法》,“新《证券法》”指2020年3月1日起生效的现行法。

法权益的强烈信心,也是维护资本市场秩序、促进资本市场高质量发展的重要保障。

通过立法对控股股东、实际控制人责任规定,可以看到监管趋强的态势,资本市场虚假陈述等违法违规行为的成本显著提高,行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接的立体追责体系已经形成,而且更加重视“追首恶”,让真正做坏事的人直接承担责任。正如最高人民法院专委刘贵祥法官指出,“随着立法的完善,资本市场财务造假等违法违规行为的成本显著提高,行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接的立法追责体系已经形成,这是维护资本市场诚信秩序的内在要求”〔5〕。立法者试图通过严格分层的责任安排、全面系统的民刑行责任配置,建构一个关于控股股东、实际控制人的理想丰满的规制体系,既可以实现保护投资者、惩治违法犯罪活动的微观目的,又能促进推动资本市场高质量发展的宏观目标。然而,是否如规则预设的一样达到效果良好的规制局面,仍需要实践检验。

基于此,本文以2014年以来证券监管部门关于虚假陈述的241份行政处罚决定书以及相关刑事判决书为研究对象,实证观察证券公共执法的现状和不足,并且跟踪上述公共执法后续投资者提起民事诉讼的案件135例,观察私人诉讼运行的实然状态,评估现行立法对控股股东与实际控制人的责任规制效果与责任虚化问题,进而提出相关建议。

一、虚假陈述规制的公共执法实证观察

在证券法的实施中,公共执法必不可少,其可以维护社会公共利益,保证证券市场的效率与公平,我国证券公共执法主要表现为证券监督管理机构对证券违法行为的行政处罚。笔者搜集了2014年以来证券监督管理部门关于证券虚假陈述的行政处罚决定书241份以及相关

〔5〕 刘贵祥:《财务造假是资本市场的“毒瘤”之一要形成“坏事做不起”“不敢做坏事”的震慑效应》,载中证网,http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202103/t20210309_6145470.html,2021年8月3日访问。

刑事判决书,试图从微观层面分析控股股东、实际控制人行政责任与刑事责任的现状及不足。具体而言,这些决定书呈现出以下特点:

其一,行政责任数量少,但呈增加趋势。证监会(包括各省市证监局)对上市公司虚假陈述作出的行政处罚数量逐年增多,在许多决定书中证监会也写明了当事人的实际控制人或控股股东的身份(104份,占比43.2%),但最终在处罚结果中,对实际控制人或控股股东进行直接处罚的案件只有30个,仅占比12.4%。这与证监会的统计基本一致,即有11.76%的案件存在控股股东、实际控制人指使违法的情形,一并受到严厉惩处。^[6]例如,在“乐视网信息技术(北京)股份有限公司、贾某亭等信息披露违法违规行政处罚案”^[7](以下简称“贾某亭案”)中,乐视网连续10年财务造假,致使报送和披露的IPO申报材料、年报存在虚假记载的行为,并且贾某亭、贾某芳履行承诺的披露存在虚假记载、重大遗漏的行为。根据《证券法》第193条的规定,对贾某亭、杨某杰给予警告,并分别处以30万元罚款,同时“贾某亭作为乐视网实际控制人,指使从事上述相关信息披露违法行为,对其给予警告,并处以60万元罚款,合计对贾某亭罚款90万元”。其余绝大多数案件的控股股东、实际控制人则因其担任公司董事长或董事身份而被单一处罚。然而,直接追究控股股东和实际控制人行政责任的案件呈现增长趋势。具体而言,在这30个案件中,2016年1个,2017年5个,2018年3个,2019年9个,2020年10个,2021年2个。这也表明证监会对上市公司控股股东、实际控制人等重点群体监管执法力度的加强,也是对依法全面从严监管要求的深化。

其二,顶格处罚与市场禁入的顶格配置,打击从严。在30个对控股股东、实际控制人进行单独处罚的案件中,证监会对实际控制人处以60万元顶格罚款的有27件(占比90.0%);仅有3个案件(占比10.0%)证监会并未这样操作,但也均高于30万元的最低处罚标准。同样,在这30个案件中,证监会对19个案件(占比63.3%)中的控制

[6] 参见《证监会:严惩五类信息披露违法行为 巩固好实体经济“基本盘”》,载《证券日报》2019年6月6日,A2版。

[7] 中国证监会行政处罚决定书(乐视网、贾某亭等15名主体)(〔2021〕16号)。

股东、实际控制人作出了市场禁入的处罚决定,且采取终身证券市场禁入措施的案件有 15 个,比例高达 50.0%。证监会公示数据显示,2016 年至 2020 年,终身市场禁入 82 人次,占全部市场禁入比例约 28%。^[8]通过对这两个数据的比较,可以发现执法者对信息披露违法相关责任人员进行了“逐出市场”的有力打击,提高了财务造假者的违法成本和执法震慑作用。

其三,抗辩事由难以获得监管部门的认同,往往软弱而苍白。抗辩之一:申辩人没有基于实际控制人身份指使从事信息披露违法和欺诈发行行为。对此,证监会认为,行为人作为公司董事长、实际控制人,全面负责公司经营管理事务,其履职的主要表现就是组织、决策、指挥,对于具体造假业务,可能是直接具体的组织、决策、指挥,也可能是概括性的组织、决策、指挥,不需具体到每一笔造假业务。^[9]抗辩之二:行为人事后采取积极措施,尽量将危害后果降到最低,存在减轻处罚的情节。对此,证监会认为,虽然事后做了一些有诚意的弥补工作,但与其违法行为造成的公司退市等严重危害后果相比,尚不能构成《行政处罚法》第 27 条所规定的法定减轻处罚的理由。^[10]抗辩之三:行为人未授意、指使进行财务造假,财务造假系董事会秘书在未经行为人授权的情况下,领导财务团队自行组织、策划、操作。对此,证监会认为:“肖某亦作为索菱股份实际控制人时任董事长、法定代表人,知悉、授意索菱股份虚增营业收入、体外支付费用,授意、支持通过各种方式筹措资金达到虚增营业收入和体外支付费用的目的,知悉并签署了相关借款、担保及保理合同(协议),我会对其行为认定无误。”^[11]抗辩之四:行为人并未在公司担任董事、监事、高级管理人员等职务,不应将其认定为

[8] 参见《〈证券市场禁入规定(征求意见稿)〉修订说明》,载中华人民共和国司法部网站,http://www.moj.gov.cn/news/content/2021-01/15/zlk_3264616.html,2021 年 8 月 3 日访问。

[9] 参见中国证监会行政处罚决定书(乐视网、贾某亭等 15 名主体)(〔2021〕16 号)。

[10] 参见中国证监会行政处罚决定书(山东龙力生物科技股份有限公司、程某博等 18 名责任主体)(〔2021〕3 号)。

[11] 中国证监会行政处罚决定书(索菱股份、肖某亦等 18 名责任人员)(〔2020〕105 号)。

直接负责的主管人员。证监会也未认可这一申辩理由。^[12] 抗辩之五：公司虚假陈述的出发点不是为了个人盈利,从实际情况看,确实无人得利;这次事情的发生企业本身存在问题,也受整个大环境的影响。证监会同样指出这些申辩理由不属于从轻、减轻或免于处罚的法定事由。^[13]

实证研究发现,最多的申辩理由为:对行为人既以“直接负责的主管人员”的身份处罚,又以“实际控制人”的身份处罚,因此,不能同时适用2005年《证券法》第193条第1款和第3款,否则将会构成双重处罚,违反《行政处罚法》“一事不两罚”的基本原则。针对这一申辩理由,存在两种观点。一种观点认为,“双重身份必然导致双重责任”。例如,在“北京无线天利移动信息技术股份有限公司、钱某耀信息披露违法违规行政处罚案”^[14]中,证监会指出,我国一些上市公司由控股股东、实际控制人出任董事长。一方面,作为董事长,这些人是上市公司内部治理的核心,系对上市公司信息披露事务承担最主要责任的人员。另一方面,作为控股股东、实际控制人,这些人是上市公司外部治理的关键,对上市公司、其他股东与投资者负有诚信义务,对维护上市公司信息披露秩序、保障证券市场规范健康发展承担重要责任。因此,控制股东与董事的双重身份,必然意味着双重义务与双重责任。另一种观点认为,双重身份并不必然导致双重责任。例如,在“湖南千山制药机械股份有限公司、刘某华信息披露违法违规行政处罚案”^[15]中,证监会最终采纳刘某华的申辩意见不再同时适用原《证券法》第193条第3款,而只认定为直接负责主管人员并承担主要责任,对刘某华给予了警

[12] 参见中国证监会行政处罚决定书(广西明利创新实业股份有限公司、林某、唐某等15名责任人员)(〔2019〕148号)。

[13] 参见中国证监会行政处罚决定书(山东新绿食品股份有限公司、陈某1、陈某2等14名责任人员)(〔2019〕55号)。

[14] 中国证监会行政处罚决定书(北京无线天利移动信息技术股份有限公司、钱某耀),〔2016〕81号,与之类似的还有中国证监会行政处罚决定书(凯瑞德控股股份有限公司、吴某模等5名责任人员)(〔2020〕26号);中国证监会行政处罚决定书(乐视网、贾某亭等15名主体)(〔2021〕16号)等。

[15] 中国证监会行政处罚决定书(湖南千山制药机械股份有限公司、刘某华等14名责任人员)(〔2020〕32号)。

告,并只处以30万元的罚款。有学者认为,新《证券法》第197条将控股股东、实际控制人的责任单独列出,并增加了“组织”的行为方式,删去“依据前款”,足以使之与一般责任人员的认定相分离。^[16]问题是,根据“法不溯及既往”的原则,新《证券法》只能适用于施行后发生的法律事实,实践中,仍有大量在新《证券法》施行前发生的虚假陈述行为,其还是应当适用当时的法律。这属于新《证券法》的时间效力问题,具有重要意义,因而有必要对实践中的分歧观点进行明确。

刑法治理,是证券虚假陈述公共执法不可或缺的重要组成部分。通过对“聚法案例”数据库中相关刑事判决书的梳理,发现维护市场法治秩序最后一道防线的刑法,在面对控股股东、实际控制人虚假陈述案件时,显得力不从心。经过检索、筛选,共获得违规披露、不披露重要信息罪刑事判决书2份,分别是“胡某仙案”和“郭某某案”。^[17] 欺诈发行股票、债券罪的裁判文书3份,分别是“欣泰电气案”、“万福生科案”和“金亚科技案”。^[18] 从案件数量上,可以清晰地发现追究控股股东、实际控制人违规信息披露的刑事责任案件数量较少,虚假陈述行政处罚的数量却在上升,“以罚代刑”现象十分突出,而且刑事责任追诉标准较高,存在已达到入罪门槛,但并未予以刑事制裁的情形。^[19] 例如,“胡某仙案”就是法院并未追究实际控制人的刑事责任,而引发当事人自诉的一个典型案例,可是违规披露、不披露重要信息罪并不属于刑事自诉案件的受案范围。从量刑标准上看,刑事处罚较轻,违法成本不高,这也折损了刑法对虚假陈述行为的震慑效果。值得注意的是,《刑法修正案(十一)》提高了证券领域的违法犯罪成本,刑事威慑效果将会大有改善。

[16] 参见冯果、王怡丞:《证券市场虚假陈述中责任人员类型划分的制度逻辑》,载《法律适用》2020年第21期。

[17] 参见浙江省杭州市拱墅区人民法院刑事判决书,(2020)浙0105刑初255号;山西省太原市中级人民法院刑事裁定书,(2019)晋01刑终604号。

[18] 参见辽宁省丹东市中级人民法院刑事判决书,(2017)辽06刑初11号;湖南省长沙市中级人民法院刑事裁定书,(2016)湘01刑更1305号;四川省成都市中级人民法院刑事判决书,(2020)川01刑初323号。

[19] 参见田宏杰:《行刑共治下的违规披露、不披露重要信息罪:立法变迁与司法适用》,载《中国刑事法杂志》2021年第2期。

二、虚假陈述规制的私人诉讼实证观察

“私人执行旨在补偿证券欺诈受损者的损失,构成了对证券违法行为的有力威慑,起到了校正正义的功能,有效弥补了公共执行的不足。”^[20] Rafael La Porta、Florencio Lopez - de - Silanes 和 Andrei Shleifer 通过对 49 个国家证券法对资本市场发展作用的实证考察发现,证券市场的发展不是因为证券法提供了公共监管执法,而是广泛的披露要求和有助于投资者弥补损失的责任机制,这种私人执行更为重要。^[21] 我国民事诉讼中追究控股股东、实际控制人责任的表现并不尽如人意。具体而言,呈现出以下特点:

其一,承担赔偿责任主体单一化,几乎均落在上市公司,而控股股东、实际控制人责任虚化。通过对上文 241 份证监会行政处罚决定书的跟踪,发现后续投资者提起民事诉讼的案件有 135 个,无一例外均将上市公司作为第一被告,上市公司成了责任承担的唯一主体。其中,原告将控股股东、实际控制人作为被告的案件仅有 23 个,占全部民事案件的 17.0%;大多数案件(112 个,占比 83.0%)的原告并未要求控股股东、实际控制人承担责任。^[22] 在 23 个控股股东、实际控制人作为被告的案件中,最终只有 15 个案件的被告被法院判决承担连带责任,这一比例只占全部诉讼案件的 11.1%,相较于证监会的处罚比例更低。然而,控制人作为被告的案例少,并非意味着我国上市公司的控股股东的守法状况较好,可能的原因有二:一是责任的偿付能力因素。目前我国虚假陈述侵权诉讼多以个人小额诉讼为主,投资者一般只需起诉发行人、上市公司就可以获得足额赔偿,无须再追究控股股东、实际控制

[20] 何朝丹:《“虚假陈述证券民事诉讼”法律实效研究》,载徐明等主编:《证券法苑》第 5 卷,法律出版社 2011 年版。

[21] See Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, *The Journal of Finance*, 2006, 61(1): 1 - 32.

[22] 在 135 个民事案件中,还有 15 个案件当事人选择了调解、撤诉或者相关文书并未公开。

人的连带责任。^[23] 二是责任主体对原告的举证责任高低因素。由于发行人、上市公司承担无过错责任,而投资者需要举证控股股东、实际控制人存在过错,对投资者而言,起诉发起人、上市公司最符合成本收益原则。因此,这样的起诉心理和诉讼策略也在一定程度上造成了控股股东、实际控制人责任的虚化。

其二,控股股东、实际控制人身份重合现象严重,仅以董事责任进行间接规制,未必是最佳策略。在 15 个控股股东、实际控制人承担民事责任的案件中,有 14 个公司的控股股东或实际控制人兼任公司董事,最常见的职位为董事长。从法院裁判依据也可看出这一重合现象,在身份重合案件中,法院一般援引的是最高人民法院《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 21 条第 2 款和《证券法》第 69 条第 2 款,这是对发行人、上市公司负有责任的董事承担过错推定责任的规定。借助对董事责任的规范虽可实现对责任人的规制,而且这一路径省却了对控股股东、实际控制人过错的举证,但是这样的间接控制模式可能会遗漏不兼任董事、高级管理人员职务的控股股东、实际控制人。借助董事管道实现对控股股东、实际控制人的规制路径是否为万全之策,可能还有待明确。

其三,与证监会的行政处罚几乎一样,法院对于控股股东、实际控制人的个人抗辩理由认可度不高。司法裁判的样本中,常见的抗辩理由有四:第一,不具有专业知识。答辩人虽然是公司负责人,但并未直接管理公司业务部门与财务部门的信息对接工作,也不熟悉相关财务知识,没有能力发现年报中出现的会计差错问题,主观上并不存在侵害投资者权益的故意和过失。^[24] 第二,不知情。答辩人不参与公司的经营管理,公司高管也不向其汇报公司经营情况,对于公司信息披露所涉违法事项既不知情,也未参与,更不可能发现,因而不存在主观过错,依法应予以免责。^[25] 第三,行政责任不同于民事责任。民事侵权责任构成要件中损害他人利益的过错与行政处罚责任构成要件中违反管理秩

[23] 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017 年第 7 期。

[24] 参见湖南省长沙市中级人民法院民事判决书,(2019)湘 01 民初 3045 号。

[25] 参见山东省济南市中级人民法院民事判决书,(2020)鲁 01 民初 3491 号。

程序的过错,虽有关联却并不完全相同。答辩人被证监会行政处罚,并不等同于其具有证券虚假陈述民事侵权责任的过错。^[26] 第四,已履行内控程序、专业中介机构已确认。答辩人履行职务期间,在对相关文件进行签字确认前,均对公司是否履行内控制度及相关法定程序、是否委托专业中介机构进行仔细确认,在自己的职权以及认知能力范围内对虚假陈述行为及原告的损失不存在故意或过失。^[27] 针对上述抗辩理由,法院一般会直接以证监会行政处罚决定书存在,认为答辩人没有证据证明其无过错,故其提出的抗辩理由不能成立。此种裁判逻辑很大程度上是因为我国证券虚假陈述民事诉讼需要以相关行政处罚或刑事处罚为前置条件,以致影响了民事法官的判断。

三、明确控股股东、实际控制人对公司与其他股东负有诚信义务

传统公司法理论局限于对控制人进行间接规制,传统证券法理论强调通过信息披露规制控制人行为。^[28] 当这些借鉴他国的法律制度面对我国高度集中的股权结构、“形已具而实未至”的公司治理、经济周期波动的宏观因素等形塑的复杂的市场环境时,可能会造成证券法理论在我国的“水土不服”,例如,造成控股股东、实际控制人虚假陈述行为违法成本低、查处难度大等问题。对此,新《证券法》从增加控股股东、实际控制人重大事件的主动告知义务、规定违法发行的连带责任、加重行政处罚以及民事赔偿责任等方面,均作出了更加严格的要求。那么,在强化控股股东、实际控制人虚假陈述违法责任的背景下,是否有必要对作为非传统公司法、证券法上行为主体的他们单独且直接规定一个更为原则性的诚信义务? 笔者对此持肯定观点。

其一,原则性义务是额外监督的替代解决方案。无论是控股股东,

[26] 参见湖南省长沙市中级人民法院民事判决书,(2019)湘01民初3045号;山东省济南市中级人民法院民事判决书,(2020)鲁01民初2517号。

[27] 参见山东省济南市中级人民法院民事判决书,(2020)鲁01民初2517号。

[28] 参见彭鲁军、姜沅伯、周莹盈、滕玉琳:《控制人损害上市公司利益行为之法律规制研究》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第29卷,法律出版社2020年版。

还是实际控制人,大多是借助控股股权或其他控制手段来实现对公司的控制,[29]行使股东权利本身是一个正常的商事活动。公司组织基于团体法逻辑,公司决议的有效作出和效率追求,使公司采取了不同于自然人意思表示的集体决议机制。在公司决议过程中,少数股东的意见难免在一定程度上被吸收甚至忽略,大股东对公司的控制及其因控制权获得溢价在所难免。一切拥有权力的人都容易滥用权力,其可能会牺牲公司及其他股东的利益,以寻求高额的控制者私利。因此,有必要建立对控股股东、实际控制人有效的约束机制。实证研究表明,控制股东未必会以董事身份出现在公司经营层中,而是经常掩身幕后但却实际控制公司。证券市场风云变幻,新型违法活动层出不穷,对其监管难度可想而知,立法者以及公司合同都不可能对其予以细致规定。此时,就需要借助一个更为原则性的规定以其威吓作用代替事先监督,正如同因为刑法为抢劫犯罪行为悬起了“达摩克利斯之剑”,所以银行没有必要对进入银行的每一个人都严加盘查。[30] 公司法和证券法也没有必要对控股股东和实际控制人的每一行为都进行严格监管,同时这也降低公司各主体商谈对这类主体规制的谈判成本。

其二,原则性义务是规制控股股东、实际控制人的漏洞填补机制。虽然新《证券法》扩展了控股股东和实际控制人信息披露违法类型,但也仅限于“组织”“指使”“隐瞒”三种行为,借助原则性义务可以实现对控股股东、实际控制人的宏观调试,避免立法对违法行为规范的挂一漏万。对虚假陈述行为的规制不仅仅限于虚假陈述行为本身,而是应当深入根源性行为,如控制人非经营性占用公司资金、公司违规为控制人提供担保、关联交易转移公司资源等,这些背后行为的出现才导致了控股股东、实际控制人进行虚假陈述,掩盖自身违法行为。因此,立法者有必要从根源上规制控制人滥用控制权损害上市公司利益的行为,以解决违规行为难以全面罗列之难,所以需要原则性义务对立法漏洞进行填补,以实现全面规制。

[29] See Jens Dammann, *The Controlling Shareholder's General Duty of Care: A Dogma That Should Be Abandoned*, 2015 U. ILL. L. REV. 479, 496 (2015).

[30] 参见[美]弗兰克·伊斯布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第92页。

在明确了需要原则性义务对控股股东、实际控制人予以规制后,纵观各国立法,大致呈现两种规制路径:其一,借助事实上董事或影子董事的英国法模式。英国《2006年公司法》第251条规定,影子董事是对公司董事有下指令之权,且董事一般将按照该指令行事之人,并课以影子董事相同于董事的义务和责任,既包括忠实义务,也强调注意义务。我国也有学者主张,当实际控制人以控制公司的方式损害公司利益时,其承担的是事实董事的角色。^[31]其二,控制股东直接承担信义义务的美国法模式。在考量控股股东极可能控制董事会、影响公司经营后,美国法院直接将董事与经理人的信义义务扩展至控制股东,然而,美国法下控制股东原则上并无注意义务和积极管理公司的义务,亦无采取积极作为增加公司股份价值的义务。^[32]对于这一路径,我国多有学者表示赞同。^[33]然而,也有不少学者表示反对,“控制股东信义义务‘移植论’存在方法论误用的缺陷”^[34]。“强要模仿美国公司法,在成文法中引入控制股东信义义务,无异于画蛇添足”^[35]。

事实上,无论是英国法模式抑或美国法模式,都是试图回归到信义法框架来解决控股股东、实际控制人的滥权问题。当移植到我国时,这种解决方式可能会造成“水土不服”,具体而言原因有:一则,股东之间无信义关系。在公司法的架构下,董事、高级管理人员受公司、股东委托,代其管理财产、处理事务,其后果归于委托人。正是这双方主体间委托关系(信义关系)的存在,各国公司法普遍要求受托人将委托人置于自己利益之上,勤勉尽责。然而,股东平等原则是公司法的基础性原则。一股一权,按股东持股多寡决定权力大小,具有天然的正当性。因

[31] 参见郑或:《上市公司实际控制人法律责任的反思与构建》,载《法学研究》2021年第2期。

[32] 参见朱德芳:《事实董事与公司法第223条》,载《月旦民商法杂志》2015年第49期。

[33] 参见王建国:《论我国构建控制股东信义义务的依据与路径》,载《比较法研究》2020年第1期;赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,载《法学研究》2020年第4期。

[34] 靳羽:《美国控制股东信义义务:本原厘定与移植回应》,载《比较法研究》2021年第1期。

[35] 朱大明:《美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性》,载《比较法研究》2017年第5期。

此,平等身份的股东之间并不存在信义关系,自然无须如董事一样对公司和股东负有信义义务。二则,义务过重可能会威胁公司独立人格与营商环境。信义义务既强调无利益冲突的消极义务,也突出为公司、股东最大利益行事的积极义务。若公司股东义务过重,可能会促使控股股东、实际控制人更有意愿且持续控制公司,无视公司独立人格,亦有可能畏惧责任而减少投资。三则,我国缺乏信义法基础,董事信义义务的尝试并不成功。“在缺乏成熟信托法理论和衡平法实践的中国,理论和实务界围绕信义义务内涵和标准展开了无休止争论,成了困扰无数人的戈尔迪乌姆之结。”^[36]我国2005年《公司法》引入的受信义务条款几乎处于“休眠”状态,^[37]董事义务的移植并未在我国落地生根,尚未取得立法预期的理想规制效果,继续借用董事义务体系来规制控股股东、实际控制人可能未必最优。同时,英国法模式强调影子董事的适用要件,必须是持续性、惯习给予指使或命令之人,这其实就放任了控股股东、实际控制人的一次性或偶然为之的指示。

综上所述,笔者认为,对控股股东、实际控制人进行规制体现了全球公司治理的趋同,但具体规制措施应当沿循路径依赖,寻找符合我国的治理策略,即诚信义务,并引入公司股东应善意地为“公司利益”而行事的理念。^[38]首先,诚信义务符合股东平等的基本定位。诚实原则“要求人们在市场活动中讲究信用,恪守诺言,诚实不欺,在不损害他人利益和社会利益的前提下追求自己的利益”。^[39]其本质上是平等主体之间的交易规则,是一种利己前提下的不损人义务,换言之,其具有消极义务的属性,这不同于信义义务所强调的不平等主体间的利他义务。^[40]在公司语境下,股东单纯以股东身份行使表决权时,自可依其

[36] 冯果:《整体主义视角下公司法的理念调适与体系重塑》,载《中国法学》2021年第2期。

[37] 参见朱慈蕴、皮正德:《公司资本制度的后端改革与偿债能力测试的借鉴》,载《法学研究》2021年第1期。

[38] 参见傅穹:《公司利益理念下控制股东诚信义务的本土治理与重构》,载《学术论坛》2021年第4期。

[39] 参见梁慧星:《诚实信用原则与漏洞补充》,载《法学研究》1994年第2期。

[40] 参见范世乾:《控制股东滥用控制权行为的法律规制》,法律出版社2010年版,第99页。

意愿与利益行事,原则上无须考虑其他股东或公司利益。然而,控股股东、实际控制人具有的控制权优势应当以不损害其他股东利益为限。如此,采用诚信原则将会把控股股东、实际控制人等关键少数人的问题聚焦于利益冲突,而非代理成本问题,回归公司法本质。

其次,诚信义务符合我国法律文化环境。诚实信用在我国源远流长,其作为我国民法的内在体系被规定在《民法典》第7条,统领法人、民事权利等章节。《民法典》第132条“禁止权利滥用”是我国民法上规制权利行使的根本条款,是依诚实信用行使权利的反向规定,^[41]且第125条明确规定了民事主体依法享有股权和其他投资性权利,这表明股权作为一项投资性权利,其行使应当以不得滥用为准据,股东应当遵守诚实信用的原则。在民商合一背景下,商事权利应当统一适用民法基本原则与制度,^[42]因此,诚信原则是《民法典》对控股股东、实际控制人权利行使的要求。而且,上市公司现有的法律文本表达中已经有诚信义务的相关规定,例如,2018年修订的《上市公司治理准则》第63条规定,控制股东对上市公司及其他股东负有诚信义务,《上市公司章程指引》(2022年修订)第40条第2款规定,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。采用诚信义务的规定,既是对现有法律体系的遵循,也是对我国法律文化的延续,有利于制度体系的落实,以避免新制度盲目插入造成体系与文化上的扞格不入,降低法官适用的难度。

最后,诚信义务符合我国改革要求。《意见》强调加强资本市场信用体系建设,夯实资本市场诚信建设制度基础,而且明确指出:“在相关法律法规中增设诚信建设专门条款。”采用诚信义务无疑更符合文件相关精神。此外,诚信原则也是《优化营商环境条例》(国务院令872号)的要求,其中第30条指出:“国家加强社会信用体系建设,持续推进政务诚信、商务诚信、社会诚信和司法公信建设,提高全社会诚信意识和信用水平。”本着立法语言使用的一致性与延续性,采用诚信原

[41] 参见于飞:《基本原则与概括条款的区分:我国诚实信用与公序良俗的解释论构造》,载《中国法学》2021年第4期。

[42] 参见王建华:《论我国商事权利的体系化构建》,载《当代法学》2021年第4期。

则或许是最优选择。

四、构建安全港规则与贯彻“追首恶”理念

上述实证研究显示,无论是行政执法还是私人诉讼,对于控股股东、实际控制人的责任抗辩事由,证监会和法院基本上不予支持。在新《证券法》过错推定责任下,相当于直接把发行人、上市公司的违法责任推定给控股股东、实际控制人,这种控制的预设是“一种基于人格混同而非人格独立的‘有罪推定’,与公司法人人格独立的要求冲突”。^[43] 从严打击与加重责任不是全部打击与直接承担责任,而是精准打击和打击违法,应该考虑为善良、诚实的控股股东、实际控制人提供责任上的避风港。换言之,仅仅存在控制并不是承担责任的基础,只有在违法行为中发挥了控制作用,才负有责任。

美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》均规定了控制人责任,明确采用过错推定原则,且规定了“不知情”与“善意行事”两种抗辩事项。《1933年证券法》第15条就“控制人不知悉或没有合理的理由相信存在指控被控制人承担责任据以成立的事实”的情况规定了第一种抗辩,《1934年证券交易法》第20(a)条就“控制权人善意行事且未直接或间接诱致构成违法的行为或构成违法行为的原因”的情况规定了第二种抗辩。事实上,即使增加了抗辩规定,颁布“控制权人条款”的目的也是在于扩大而不是限制证券法项下的责任范围,^[44] 以实现精准打击。为合理摆脱上述责任,作为被告的控制人必须向法庭证明为了预防和终止被控制人的违法行为,其已采取合理措施,已尽合理注意还是不能防止该违法行为的发生。在美国证券法语境下,第一种关于不知情的抗辩,不仅需要控制人证明其不直接了解违法行为的有关情况,而且需要控制人进一步说服法官从其所掌握的有关事实或情

[43] 参见郑彧:《上市公司实际控制人法律责任的反思与构建》,载《法学研究》2021年第2期。

[44] 参见[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第931页。

况来看,没有反映出有违法行为的迹象,没有显示出很可能发生违法行为的倾向,即没有合理理由相信被控制人实施了违法行为。^[45] 其实,对于参与公司运营的控制人而言,如担任公司董事长的控股股东,要想证明其“不知情”还是非常困难的,而不参与公司管理的控制人就相对容易些,因其没有义务管理和监督被控制人。第二种关于善意行事的抗辩,美国证券法实践中除了评估被告的义务外,还关心控制人的动机,即是否可以从被控制人的违法行为中获得经济方面的好处,如果控制人不能得到任何好处,则其关于诚信的抗辩就更为可信。^[46]

反观我国证券法实践,本文认为,证券执法机关和法院在认定控股股东、实际控制人的过错或抗辩理由时,应该给出明确的合理抗辩的安全港规则,不妨考虑控制股东的身份特征下的法定义务与善意行事与否的动机两个方面。如果控股股东、实际控制人存在与公司董事、高级管理人员身份的重合,则当事人试图以不知情、未参与、未授意、不存在主观过错之类的抗辩,就难以获得支持。即使不是同一公司中的身份重合,在关联企业担任核心管理运营职务的控股股东,证监会和法院也应当谨慎采纳,例如,在“广西明利创新实业股份有限公司、林某、唐某等信息披露违法违规行政处罚案”^[47]中,林某作为虚假陈述主体明利股份的实际控制人,同时又担任广西明利集团有限公司的董事长,针对其并未在公司担任董事、监事、高级管理人员等职务,不应将其认定为直接负责的主管人员的抗辩,证监会虽并未对此作出明确回应,但也在决定书中强调,明利集团为明利股份的控股股东,林某作为明利股份实际控制人,知悉明利股份存在关联交易行为,隐瞒、不告知应当披露的信息,构成《证券法》第193条第3款所述指使明利股份从事信息披露违法行为的情形。

控制股东的双重身份是否意味着双重处罚呢?笔者对此持肯定观点,理解该问题的关键是行为人到底实施了几个违法行为。一般而言,控股股东、实际控制人组织、指使、隐瞒行为是基于其所具有的控制权

[45] 参见陈舜:《美国证券法中的控制人责任》,载《证券市场导报》2005年第10期。

[46] 同上。

[47] 中国证监会行政处罚决定书(广西明利创新实业股份有限公司、林某、唐某等15名责任人员)(〔2019〕148号)。

力,而这一权力需要借助董事会决策方能外显,虚假陈述的行为才能从上市公司对外作出,从而影响投资者和资本市场。因此,这两个行为并非难以区分,而是有时间阶段上的前后关系、控制与被控制的区分关系,因此,应当理解为两个可以被剥离的独立行为。从上市公司信息披露违法的角度看,双重身份者的虚假陈述行为不仅触发作为上市公司董事的失职,也触发作为上市公司控股股东、实际控制人的指使或者隐瞒行为。这样就意味着,当实际控制人与董事身份重合时,应当进行双重处罚,这并不违反《行政处罚法》“一事不两罚”的基本原则。这样的处罚原则也符合目前我国全面落实“零容忍”以及依法从严打击证券违法活动的要求。^[48]

对于控制股东辩称其虚假陈述行为不是为了个人盈利,而是受整个大环境影响的抗辩理由,是否应该被采纳呢?笔者认为,并不应采纳。不利的客观环境并不是引导行为人实施虚假陈述行为的正当理由,行为人可以通过鼓励创新、转变经营模式、调整运营思路等多种方式应对企业困境,实现企业在不利的客观环境中的突围。

在实践中,还有行为人主张,公司已履行内控程序、专业中介机构已确认,以证明自己对于虚假陈述行为及原告的损失不存在故意或过失,对于这一抗辩理由,是否应该被采纳呢?笔者认为,若控制股东善意勤勉行事,已经履行内控程序、专业中介机构已确认,那么,不妨将善意行事作为控制股东免责的抗辩事由。按照美国《1933年证券法》的相关规定,首先它取决于某一特定的被告是否为“专家”,其次取决于作为原告一方起诉对象的文件意见中的一部分是否为“专业化的”,当非专家的被告因会计师、律师等专业人士验证或出具的意见中所存在的专业化问题而被起诉时,有关相当注意的抗辩理由要求是最少的。当报告中的非专业化部分成为起诉的内容时,对于专家有更多的要求,而对于非专家同样如此。^[49]

对于上市公司虚假陈述的责任主体的承担顺序,如何安排更为有

[48] 参见马婧妤:《易会满:全面落实“零容忍”要求依法从严打击证券违法活动》,载《上海证券报》2021年7月7日,第001版。

[49] 参见[美]赖瑞·D.索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社2004年版,第178页。

效呢? 法谚有云:“欲使责任有效, 责任还必须是个人的责任。”^[50] 由于虚假陈述的第一责任人是发行人、上市公司, 其承担的是无过错责任, 且如实证考察显示的一样, 投资者几乎无一例外地选择了发行人、上市公司作为首要赔偿人。上述赔偿主体的逻辑实质, 相当于用本就属于股东的公司的钱赔偿了股东的损失, 实际上是由投资者自己补偿了自己的损失, 是对投资者的“二次伤害”。证券欺诈“法律责任体系的设计, 主要基于两个目标: 填补投资者损害和惩戒阻却违法者, 对前一目标的追求不应无节制地凌驾于后一目标。从惩戒阻却违法者着眼, 遏制证券欺诈的关键应是将责任主要配置给其最有可能的实施和受益者——公司董事和高管, 这些人往往正是违法行为的主谋和最大受益者”^[51]。对此, 司法者已经开始尝试进行司法续造, 例如, 因此, 最高人民法院《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》(法发[2019]17号) 明确指出: “在证券商事审判中, 要按照本次改革要求, 严格落实发行人及其相关人员的第一责任。发行人的控股股东、实际控制人指使发行人从事欺诈发行、虚假陈述的, 依法判令控股股东、实际控制人直接向投资者承担民事赔偿责任。”

2021年11月12日, 广州中院对康美药业特别代表人诉讼案依法作出一审判决, 其中判决马某田夫妇及邱某伟等4名原高管人员组织策划实施财务造假, 属故意行为, 依法承担100%的连带赔偿责任(24.59亿元),^[52] 巨额民事赔偿让“首恶”承担应有之责, 有利于强化对资本市场违法作恶者的惩罚和震慑。然而, 从上述规定以及新《证券法》的规定观察, 并未得出控股股东、实际控制人与发行人之间应当按照何种顺序承担民事责任的结论。对于上述司法空白, 深圳市中级人民法院《关于服务保障创业板改革并试点注册制的实施意见》第6条给出了创新性回答, 即“对发行人的控股股东、实际控制人控制、指使发行人虚假陈述的, 依法判令控股股东、实际控制人直接向投资者承

[50] [英] 弗里德利希·冯·哈耶克:《自由秩序原理》(上), 邓正来译, 生活·读书·新知三联书店1997年版, 第99页。

[51] 郭雳:《证券欺诈法律责任的边界: 新近美国最高法院虚假陈述判例研究》, 载《中外法学》2010年第4期。

[52] 参见广东省广州市中级人民法院民事判决书, (2020)粤01民初2171号。

担民事赔偿责任,同时判令上市公司承担限额补充赔偿责任”。可见,只有真正落实“首恶负责制”,才可能最大限度减少因证券欺诈民事诉讼对上市公司及其股东造成的损害,从而强化震慑效应。

五、关注责任机理的区分与衔接执法司法体系

控制股东虚假陈述的民事责任、行政责任以及刑事责任的功能定位不同,三种责任原则上应当有所区分,独立适用。民事责任损害填补的特点,使其明显独立于代表公权机关惩罚性质的行政责任与刑事责任,直接影响民事责任的归责原则与举证责任要求。就归责原则而言,民事责任强调结果责任、严格责任、过错推定责任,以尽可能地为受害方寻找到行为人,从而达到损害填补的目的。行政责任与刑事责任则更加强调当事人的主观过错,尤其是刑事归责方面,过错要件必不可少。就举证责任要求而言,民事责任集中体现了救济正义,举证责任一般为优势证据标准,而行政责任与刑事责任蕴含了惩罚正义,因此证明标准更高,应达到排除合理怀疑的程度,要求公权力机关所认定的事实应当有充分的证据支撑。因此,如果投资者提起民事诉讼,无须等待后来的行政执法和刑事诉讼的结果。与之类似,行政执法和刑事诉讼也应当独立于民事诉讼进行。法院在民事判决中对行为人虚假陈述行为的认定,并不能代替行政执法机关的调查,也不必然会产生行政责任与刑事责任。

在从严打击证券违法活动的背景下,不仅需要关注责任机理的区分独立,更应注重对证券违法活动的执法司法体系的衔接。主要有以下两大路径:一则,建立私人执法与公共执法之间必要的沟通协调机制。当民事判决在公共执法之前时,民事法官如果认定构成虚假陈述的,应当向证券执法机关提供司法建议书,并移送相关证据及线索。可能构成犯罪的,法院应当及时向公安机关移送,同步抄送检察机关,以实现证券违法行为的全面打击。如果公共执法在前,则应当由投资者自己判定是否提起相关民事诉讼,这也是意思自治原则的体现。二则,应当建立起公共执法内部之间的必要沟通协调机制,搭建行政责任

与刑事责任沟通的桥梁。尤其行政责任与刑事责任均代表国家公权力机关对违法行为进行惩戒、威慑,以预防相关行为的发生,因此,二者在相关证据、结论判定等方面应保持相当的一致性,以维护国家公信力。其中,涉及公安机关、证券监督管理部门、检察机关和司法机关之间的联动。根据《意见》的相关精神,应当发挥公安部证券犯罪侦查局驻派中国证监会的体制优势,同时探索检察机关在中国证监会驻派检察的工作机制。涉嫌重大犯罪案件移送公安机关时,同步抄送检察机关,防止以罚代刑。

六、构建董事监督义务与健全公司内部监督

行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接的立体追责体系,是规范控股股东、实际控制人行为的外部监督机制。对控制股东的违法行为进行规制,尚需建立更前端的公司内部监督机制,从而达到事半功倍的效果。董事会作为上市公司内部决策与外部执行的核心机构,控股股东、实际控制人的虚假陈述行为均会通过其向外发布,董事会扮演着协助或参与控制人相关违法行为的关键主体。因此,作为内部人的董事最有条件发现和制约控股股东、实际控制人的虚假陈述行为。

综观世界各国公司法制及实践,都可以看到由董事勤勉义务延伸出的董事监督义务。例如,英国2016年财务报告委员会公布的《公司治理规范》中指出,公开公司董事会应保持健全的风险管理和内部控制制度,监督制度的落实,监督和审查范围应涵盖所有重要事项,包括财务、业务和法令遵循。^[53] 美国法律协会《公司治理原则》第3.02(a)(2)条规定,公开发行人之董事会功能之一即监督公司业务之行为以评估公司业务是否经适当管理;第4.01(a)条规定,董事义务包括在合理的情况下,产生警觉性时有提出安排进行调查的义务。日本公司法上的董事监督义务包括构建有效的公司内部监督检视机制,并使该

[53] See UK Corporate Government Code(2016/04), at 5.

机制有效运行等。^[54]

我国公司法改革在即,可以考虑扩充董事勤勉义务的内涵,增设董事的监督义务,董事负有监督公司事务运作是否合法之义务。“就股份有限公司而言,现代公司治理之发展趋势,一则系逐渐强化董事会之职责,二则系加重董事会之责任,期待董事应有积极作为,避免公司弊端之发生。”^[55]因此,具体到上市公司虚假陈述行为之中,应该对故意或重大过失的董事施加连带责任,进而倒逼董事对控制人违法行为的制约,促使董事转化为“污点证人”,从而实现对控制人违规的有效监控、揭发和查处。^[56]例如,2021年11月12日,广州市中级人民法院在康美药业虚假陈述一审判决中,认定5名独立董事虽“未直接参与财务造假,却未勤勉尽责,存在较大过失,且均在案涉定期财务报告中签字”,共同承担将近1.5亿元的连带赔偿责任。^[57]上述裁判,有利于压实虚假陈述中的控股股东、实际控制人、中介机构乃至董事的责任,充分体现对虚假陈述的“零容忍”态度。然而,域外证券监管经验揭示,对外部董事的约束机制是声誉机制而非连带赔偿,上市公司外部董事的责任赔偿应该设定上限,对外部董事应该施加不同于董事长、内部董事的差异化、有限的责任机制。^[58]我国公司法改革之际,既要扩张董事勤勉义务的内涵,增设董事的监督义务,也要适度限缩独立董事的赔偿责任上限,容有商业判断的保护空间,对这一尺度的合理把握,将是留给我国公司法改革的待定课题。

[54] 参见[日]近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第247~248页。

[55] 王志诚:《董事之监督义务——兆丰银行遭美国纽约州金融服务署裁罚1.8亿美元案之省思》,载《月旦法学杂志》2006年第259期。

[56] 参见蔡奕:《上市公司大股东违规查处法律难点及其监管应对》,载徐明等主编:《证券法苑》第4卷,法律出版社2011年版。

[57] 参见广东省广州市中级人民法院民事判决书,(2020)粤01民初2171号。

[58] See Bernard S. Black, Brian R. Cheffins & Michael D. Klausner, *Outside Director Liability*, *Stanford Law Review*, Vol. 58, 2006.

七、结语

正如美国总统罗斯福每次谈到证券市场时,都要提及布兰代斯的不朽名著《别人的金钱》,并经常引用的那句话,“公开是治疗社会病和产业病的最佳药方。正如阳光是最好的消毒剂,灯光是最有效的警察”。证券市场应当让阳光普照,让诚信闪光,也应当让法案“有牙齿”。“立法(司法)的努力方向应是竭力控制公司对外赔偿责任,将虚假陈述民事诉讼的核心目标定位在打击隐于公司背后的实施欺诈责任人”^[59],切实落实“首恶负责制”,同时完善程序规范,健全责任互相衔接的立体追责体系,促使外部监督与内部监督形成合力,也许是一个可行的改革方案。我国资本市场应该引导树立诚信勤勉的商人楷模,而不是塑造以欺诈而暴富的无良投机者。我们要的是一个好的证券市场制度,而不是一个好的实际控制人;任何一个追逐利润的人,在一个诚信守法的资本市场生态下,在尊崇投资者保护且惩戒违法者的司法环境下,应该且必须是一个遵纪守法的市场人。

(编辑:谢贵春)

[59] 耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期。