

# 上市公司控股股东、实际控制人 信息披露法律责任制度完善\*

李有星\*\* 潘枝峰\*\*\*

**摘要:**控股股东、实际控制人对上市公司经营与运作具有实际控制力。控股股东、实际控制人信息披露制度,直接影响信息披露的真实性与有效性;控股股东、实际控制人信息披露违规的法律责任,直接关系广大投资者的原告资格、胜诉可能性和损失赔偿等权益。我国证券法设定了控股股东、实际控制人的范围界定标准,信息披露制度之原则、标准以及法律责任与豁免等制度,但也存在一些不足。本文在此基础上,对控股股东、实际控制人信息披露制度的完善提出了建议。

**关键词:**信息披露 控股股东 实际控制人 法律责任

## 引 言

瑞幸咖啡财务造假案引发了国内外资本市场的热烈关注。瑞幸咖啡财务造假行为严重违背了证券法对信息披露真实及时的基本要求,不仅损害了中概股在国际资本市场上的声誉,更是给中美两国投资者造成了巨大损失,其信息披露违规行为必然会面临中美两国民事、行政和刑事法律责任的追究。造假事件曝光后,中国证监会对其涉嫌欺诈的行为进行谴责,提出对资本市场上的造假行为“零容忍”。<sup>①</sup> 美国参议

---

\* 本文系国家社科基金重点项目“我国地方金融监管立法理论与实践研究”(19AFX0200)部分成果。感谢四川省社会科学院周友苏团队对本文的贡献。

\*\* 浙江大学光华法学院教授、博士研究生导师。

\*\*\* 浙江大学光华法学院硕士研究生。

① 参见《中国证监会声明》,载中国证监会官网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200403\\_373199.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200403_373199.html),最后访问日期:2020年7月2日。

院于 2020 年 5 月 20 日通过了旨在加强审计审查的《外国公司问责法案》,矛头直指在美国上市的中概股公司。<sup>①</sup> 瑞幸咖啡作为神州系前高管团队再创业的成果,股权结构和投票权结构高度集中,以董事长陆某某为首的高管团队是名副其实的控股股东和实际控制人。<sup>②</sup> 因此,上市公司控股股东、实际控制人信息披露义务与法律责任是瑞幸咖啡案法律适用与制度反思的重点问题。

## 一、控股股东、实际控制人的范围界定

上市公司控股股东、实际控制人对上市公司信息披露行为具有重大影响,其概念范围的准确界定是讨论控股股东、实际控制人信息披露法律责任的前提与基础。本文通过法律检索梳理了各层级法律规范中控股股东和实际控制人的界定标准,如表 1 与表 2 所示。

表 1 法律规范中对控股股东的界定

条文编号	条文内容
《公司法》第 216 条	(二)控股股东,是指其出资额占有限责任公司资本总额 50% 以上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额 50% 以上的股东;出资额或者持有股份的比例虽然不足 50%,但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东
《上海证券交易所股票上市规则》第 18.1 条	“(六)控股股东:指其持有的股份占公司股本总额 50% 以上的股东;或者持有股份的比例虽然不足 50%,但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东”
《深圳证券交易所股票上市规则》第 18.1 条	“(五)控股股东:指其持有的股份占公司股本总额 50% 以上的股东;或者持有股份的比例虽然不足 50%,但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东”

可见法律规范中对控股股东的界定标准较为统一,主要有以下两条:(1)持有的股份占公司股本总额 50% 以上的股东,即绝对控股股东;(2)持有股份的比例虽然不足 50%,但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东,即相对控股股东。

<sup>①</sup> S. 945 – Holding Foreign Companies Accountable Act, 116th Congress (2019 – 2020).

<sup>②</sup> 截至 2020 年 1 月 21 日,董事长陆某某持股 23.94%,投票权 36.9%;CEO 钱治亚持股 15.43%,投票权 23.8%。数据来源为 Wind 数据库。

表2 法律规范中对实际控制人的界定

条文编号	条文内容
《公司法》第216条	“(三)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”
《上海证券交易所股票上市规则》第18.1条	“(七)实际控制人: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。(八)控制:指能够决定一个企业的财务和经营政策,并可据以从该企业的经营活动中获取利益的状态。具有下列情形之一的,构成控制:1. 股东名册中显示持有公司股份数量最多,但是有相反证据的除外;2. 能够直接或者间接行使一个公司的表决权多于该公司股东名册中持股数量最多的股东能够行使的表决权;3. 通过行使表决权能够决定一个公司董事会半数以上成员当选;4. 中国证监会和本所认定的其他情形”
《深圳证券交易所股票上市规则》第18.1条	“(六)实际控制人:指通过投资关系、协议或者其他安排,能够支配、实际支配公司行为的自然人、法人或者其他组织。(七)控制:指有权决定一个企业的财务和经营政策,并能据以从该企业的经营活动中获取利益。有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权:1. 为上市公司持股50%以上的控股股东;2. 可以实际支配上市公司股份表决权超过30%;3. 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;4. 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;5. 中国证监会或者本所认定的其他情形”
《上市公司收购管理办法》第84条	“(一)投资者为上市公司持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”
《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条实际控制人没有发生变更的理解和适用——证券期货法律适用意见第1号》第2条	“公司控制权是能够对股东大会的决议产生重大影响或者能够实际支配公司行为的权力,其渊源是对公司的直接或者间接的股权投资关系。因此,认定公司控制权的归属,既需要审查相应的股权投资关系,也需要根据个案的实际情况,综合对发行人股东大会、董事会决议的实质影响、对董事和高级管理人员的提名及任免所起的作用等因素进行分析判断”

可见法律规范中对实际控制人的界定并不一致,角度不同,内容略有差异又互为补充。在实务中判断特定主体是否拥有公司的控制权,除对公司有直接或间接的股权投资关系外,还应根据具体情况,综合对公司决策和管理的影响力因素进行分析。此外,《上市公司收购管理办法》、沪深两大证券交易所股票交易规则等均将股东涵括到实际控制人中,而《公司法》明文规定实际控制人与控股股东概念互斥。考虑规范

层级的协调与法律用语的统一,部门规章等规范性文件中的界定标准有必要做一定调整。

## 二、信息披露制度之原则、标准与豁免

### (一)信息披露义务的基本原则

为确保证券市场信息资源分配的公平性和均衡性,维护投资者的信心和市场秩序,信息披露义务人应当按照一定的标准衡量和约束自己的披露行为。即信息披露应当有一个基本尺度,依照这一尺度进行披露的,该披露行为有效;违反或未达到该尺度的,披露义务人就要承担相应的法律责任。这一基本尺度就是信息披露制度的基本原则,它源于法律规定,但又不完全等同于法律规定,它是对法律规定的理论抽象和具体解释。<sup>①</sup>

#### 1. 真实披露原则

真实性是信息披露的根本原则,几乎成为信息披露制度的前提性假设。<sup>②</sup>信息披露制度的目的在于使证券投资者能够将有关发行人或上市公司所披露的信息作为判断证券价格和进行投资决策的依据,这必然要求其所披露的信息能够真实地反映其经营成果和财产状况,不得有虚伪记载、误导或欺骗。当然,特定情况下对信息披露的真实性也不能过于苛求,如由于突发环境事件中的信息具有难以获取性、有限性、不确定性和时效性特质,上市公司信息披露内容的真实也具有相对性。<sup>③</sup>

#### 2. 全面披露原则

信息披露的全面性,是指信息披露的有关信息和资料必须全面完整,不得存在故意隐瞒或重大遗漏。信息披露的全面性有质和量两方面的要求。从质的角度来说,披露信息必须是“重大信息”,即能够对证券市场价格造成较大程度影响的重大事件。从量的角度说,披露信息必须足以使投资者作出投资决策。<sup>④</sup>上市公司在信息披露上常犯的错误就是选择性披露,有利信息就加以披露,不利信息就不披露,这显然违反了信息披露的全面性原则。

<sup>①</sup> 参见周友苏主编:《证券法新论》,法律出版社2020年版,第320页。

<sup>②</sup> 参见程茂军:《上市公司信息披露法律规制研究》,中国法制出版社2019年版,第42页。

<sup>③</sup> 参见朱谦:《上市公司突发环境事件在信息披露的真实性探讨——以紫金矿业环境污染事件为例》,载《法学》2012年第6期。

<sup>④</sup> 参见《证券法》第78条。

### 3. 简明披露原则

信息披露的简明性,是指信息披露应当简明清晰,通俗易懂,以便披露的信息能被一般投资者理解。其内容与表达应尽量通俗易懂、浅显直白,不得故作玄虚、语焉不详,或作其他使投资者发生错误判断的陈述,此亦为2019年《证券法》的新增规定。<sup>①</sup>信息披露的简明性并不意味着信息披露可以抛弃用语的专业化和准确化,专业术语或行业术语在表述准确上常具有无可替代性,信息披露义务人应作出便于一般投资者理解的必要解释。<sup>②</sup>

### 4. 公平披露原则

信息披露的公平性,是指信息披露义务人履行信息披露义务时,必须向所有投资者公开披露,让所有投资者可同时获悉同样信息。<sup>③</sup>应当向所有投资者披露,即不得仅仅向证券分析师、机构投资者等披露;针对境内境外两地或多地上市的信息披露义务人,披露信息时应当境内境外同步进行,不能先外后内,厚此薄彼。公平披露是平等获取信息和投资者平等理念的逻辑延伸。

#### (二) 信息披露的“重大性”标准

信息披露是为了支撑市场有效性,如果一切信息事无巨细统统都要披露,则一是证券市场上将充满信息噪声,投资者无所适从;二是现代反不正当竞争和产权理论建立起来的商业秘密保护机制可能土崩瓦解。如前所述,完整的信息披露有“重大性”标准的质之要求,梳理我国相关规范性文件的规定,可知我国采用的是多层次、多元化的“重大性”认定标准。

#### 1. 投资者标准

以理性投资者的判断作为认定信息是否具有重大性的标准。如果一项信息对于投资者的决策确有重要意义,那么该信息就是重大的,必须及时、全面、准确地进行披露;反之,义务人就不需要披露这项信息,即使披露,一般也不承担虚假陈述的责任。<sup>④</sup>其典型代表为新《证券法》第19条,<sup>⑤</sup>《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准

① 参见《证券法》第78条。

② 参见陈甦、吕明瑜:《论上市公司信息公开的基本原则》,载《中国法学》1998年第1期。

③ 参见陈秧秧:《选择性披露的管制与内幕交易法的演变:基于美国公平披露条例的研究》,载徐明等主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第768~797页。

④ 参见李君临:《证券市场信息披露重大性标准探析》,载《特区经济》2007年第11期。

⑤ 《证券法》第19条规定:发行人报送的证券发行申请文件,应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,内容应当真实、准确、完整。

则1号——招股说明书》(以下简称《信息披露内容与格式准则1号》)第3条。<sup>①</sup>2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》也采用了投资者标准,但以“被监管部门行政处罚”为判断前提。<sup>②</sup>

## 2. 证券价格波动标准

当某一项信息公布与否预期会对相关股票的市场价格产生较大波动影响时,该信息即被认定为满足“重大性”标准。该判定标准的出发点是维护证券价格的稳定性,保护中小投资者利益,故适用于上市公司持续信息披露阶段。其典型规范为《上市公司信息披露管理办法》第30条的规定,即发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。

## 3. 发行风险因素标准

鉴于证券市场投资者与发行人之间存在固有的信息鸿沟,投资者对拟上市股票的价值评估和投资决策的作出有赖于初始信息披露的准确性。然而,发行人具有天然的逐利性,其在信息不对称中所处的优势地位使其更具有隐瞒不利信息,瞒天过海冲刺上市的动机。因此,在证券发行上市的初始信息披露阶段,“重大性”标准尤其关注信息是否反映了发行人经营状况、财务指标和盈利能力的风险因素,代表性规范为《信息披露内容与格式准则1号》第27条第1款。<sup>③</sup>

### (三) 信息披露的豁免

信息披露制度需要在资本市场筹资者和投资者之间达致利益均衡,以便既能保护筹资者利益,也能保护投资者利益。信息披露制度的设计目的,主要是保护投资者交易公正,保障证券市场运行稳健,但对市场行为的规制总伴随着一定的成本。在不影响投资者信心和市场安全的前提下,给予部分可靠度较高的上市公司信息披露义务的减轻或免除,可以有效地提高证券市场的效率。

## 1. 发行上市阶段

证券发行登记豁免,是指一国证券监管机关为平衡保护投资者与便利筹资者之

---

<sup>①</sup> 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》第3条规定:不论本准则是否有明确规定,凡对投资者做出投资决策有重大影响的信息,均应披露。

<sup>②</sup> 参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》第85条。

<sup>③</sup> 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》第27条第1款规定:发行人应当遵循重要性原则,按顺序披露可能直接或间接对发行人生产经营状况、财务状况和持续盈利能力产生重大不利影响的所有因素。

间的利益冲突,对于安全度可以保证的证券之发行减轻或免于审核的法律制度。<sup>①</sup> 发行审核之豁免即意味着一定程度上信息披露义务之豁免。目前,我国规定的发行披露豁免主要是《信息披露内容与格式准则1号》第5条规定的保密豁免,国家机密、商业秘密信息等可以申请发行披露豁免。<sup>②</sup>

## 2. 持续信息披露阶段

在公司上市后的持续信息披露阶段,信息披露义务人除严格依法履行信息披露义务外,同样也可以合理利用相关豁免规则,以便在强制信息披露与正常商业经营之间保持良好平衡关系。国务院《股票发行与交易管理暂行条例》第60条规定,上市公司有充分理由认为向社会公布某重大事件会损害公司利益,且不公布也不会导致股票市场价格发生重大变动的,经证券交易所同意,可以不公布。上海证券交易所所有专门的《上市公司信息披露暂缓与豁免业务指引》以规范上市公司信息披露暂缓与豁免行为,督促信息披露义务人依法合规履行信息义务。针对科创板的特殊性,证监会及上海证券交易所还为科创公司量身定制了一套豁免规则,主要包括不确定重大事项披露豁免、调整适用披露豁免、商业秘密披露豁免和红筹企业披露豁免,具体条文详见《科创板股票上市规则》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》。<sup>③</sup>

## 三、控股股东、实际控制人信息披露的现状考察<sup>④</sup>

### (一) 控股股东和实际控制人的信息披露违法数据

中国证监会处罚的违法行为中涉及信息披露违法的占比达61.41%,在1749件案件中,涉及控股股东的为251件,实际控制人的为186件,占比达25%。中国证监会公布的2019年20起典型违法案例中,有6起是涉及控股股东和实际控制人的案件,说明控股股东和实际控制人证券违法行为占比较高并呈增多的趋势。

从近年揭露的违法案件来看,涉及控股股东和实际控制人的案件往往涉及财务造假、欺诈上市等性质比较严重的违法行为,如金亚科技、康美药业、新绿股份的实际

<sup>①</sup> 参见周晓刚:《美国证券发行注册豁免制度研究》,载《证券市场导报》2001年第4期。

<sup>②</sup> 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》第5条规定:若发行人有充分依据证明本准则要求披露的某些信息涉及国家机密、商业秘密及其他因披露可能导致其违反国家有关保密法律法规规定或严重损害公司利益的,发行人可向中国证监会申请豁免按本准则披露。

<sup>③</sup> 参见周友苏主编:《证券法新论》,法律出版社2020年版,第531~352页。

<sup>④</sup> 数据来源为国泰君安数据库,时间跨度为2017~2019年。

控制人财务造假案,保千里、天翔环境实际控制人隐瞒重大关联交易违规案。这些行为往往会给上市公司和中小投资者造成重大的利益损害。

### (二) 控股股东和实际控制人主体属性的数据

控股股东和实际控制人主体属性可以分为法人或自然人,法人可进一步分为企业法人和机关法人等其他法人,企业法人还可以进一步分为国企法人和民企法人等其他法人。在统计的 1300 余家上市公司中,出现“两高”现象:一是自然人作为实际控制人的占比高,达到 57.8% (742 家);二是事业法人和机关法人作为实际控制人的占比高,达到 36.23% (主要为中央和地方各级国资委);与之对应的是企业法人占比很小,仅为 5.92%。

实际控制人中自然人占比高从一个侧面可以回应前述数据得出的第一个结论,即实际控制人违法行为什么占比较高并呈增多趋势。自然人与法人相比,受到的制约相对较小,而且往往具有故意违法的动机,可以从中获得个人收益,实践中财务造假案件多是作为自然人的实际控制人操控所为。如前述 2019 年 20 起典型违法案件中,有 6 起涉及实际控制人的案件均为自然人违法的情形。而其他类型的实际控制人违法行为多为未勤勉尽责的情形。自然人占比高的状况也表明,控股股东和实际控制人违法行为还可能呈持续增长的趋势。

### (三) 第一大股东(控股股东)的持股比例的数据

在统计的 1300 余家上市公司中:第一大股东持股比例达到 50% (绝对控股股东)以上占 17.5%;持股 30% ~ 50% 的占 40.90%,而持股 30% 以下的占比最高,为 41.95%,其中,持股 10% 以下的上市公司有 24 家,其中控股股东和实际控制人为自然人达到 12 家,占比 50%。持股最少的控股股东仅占上市公司股份的 4.31%,这与 2005 年《公司法》《证券法》修订时上市公司普遍为国企控股且“一股独大”的现象有了很大的改变。

第一大股东持股占比的减小的现象,可以从不同角度作出分析。首先,拥有公司资本的少数(甚至不足 5%)居然可以完整地控制公司,是对公司“资本多数决”制度基础的异化。其次,持有资本少数就可以控制整个公司意味着上市公司公众化程度高,也意味着控股股东在实施违法行为时也可以“以小博大”,以较小成本获取巨大的违法利益,如财务造假、“掏空行为”、关联交易和内幕交易等,在巨大利益的驱使下,就有人会为追逐利润而不惜铤而走险。由此也不难理解近年来控股股东和实际控制人财务造假等违法行为不断增多的原因,而且还不排除可能继续增长的发展态势。



也说明新《证券法》关于加大违法成本,遏制和减少证券违法行为相关内容修法的必要性和合理性。

#### 四、控股股东、实际控制人信息披露的法律责任

##### (一) 立法现状

我国已经形成了以新《证券法》和《公司法》为核心,相关行政法规、部门规章和行业标准等规范性文件为补充的多层次的上市公司控股股东、实际控制人信息披露的法律体系。其中,法律和行政法规层次的法律规范确立了基本制度和原则性规范,部门规章和行业标准层次的法律规范对信息披露的内容、形式和程序都作出了科学合理的规定,形成了一套完备的可操作性规范。表3梳理了我国证券市场信息披露制度的基本法律框架。在法律责任方面,主要由《公司法》和《证券法》规定了控股股东、实际控制人违反信息披露义务的法律责任,具体表现为行政责任(《证券法》第197条)、刑事责任(《公司法》第215条、《刑法》第161条)和民事赔偿责任(《公司法》第21条、《证券法》第85条)三种。

表3 信息披露制度法律体系<sup>①</sup>

效力等级	规范名称	发布部门或单位
法律	《证券法》	全国人大常委会
	《公司法》	全国人大常委会
行政法规	《证券公司监督管理条例》	国务院
	《股票发行与交易管理暂行条例》	国务院
	《公司登记管理条例》	国务院
部门规章	《上市公司信息披露管理办法》	证监会
	《证券发行与承销管理办法》	证监会
	《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》	证监会
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》系列	证监会
	《公开发行证券的公司信息披露编报规则》系列	证监会

<sup>①</sup> 资料整理于北大法宝法律法规数据库:<https://www.pkulaw.com/law/>,最后访问日期:2020年7月2日。限于篇幅,并未列出所有相关法律法规,故为不完全整理。

续表

效力等级	规范名称	发布部门或单位
行业规定	《上海证券交易所股票上市规则》	上海证券交易所
	《上海证券交易所会员管理规则》	上海证券交易所
	《上市公司重大资产重组信息披露业务指引》	上海证券交易所
	《科创板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引》	上海证券交易所
	《上海证券交易所上市公司高送转信息披露指引》	上海证券交易所
	《深圳证券交易所股票上市规则》	深圳证券交易所
	《深圳证券交易所会员管理规则》	深圳证券交易所
	《深圳证券交易所行业信息披露指引》系列	深圳证券交易所
	《深圳证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》	深圳证券交易所

## (二)《证券法》修订要点

新《证券法》修订的重要理念是管制方式的调整,通过全面推行注册制来降低证券市场的准入门槛,在放松事前管制力度的同时,强化了事中事后的管制力度。强化管制的举措之一就是加大违法成本,加重相关主体的义务和责任,这也体现在对控股股东和实际控制人的相关规定上。基于投资者保护的目,控股股东、实际控制人作为上市公司的实际决策影响者,新《证券法》在本次修订中进一步强化了其法定义务和民事责任。统计表明,本次《证券法》修改直接涉及控股股东和实际控制人的规定有 10 条,可以概括为以下三个方面的内容。

### 1. 增加控股股东和实际控制人的法定义务

新《证券法》第 51 条将控股股东和实际控制人界定为证券交易内幕信息的知情人,规定其不得利用内幕信息从事证券交易活动。其第 80 条是关于重大事件信息披露的规定,其中规定公司的控股股东或者实际控制人对重大事件的发生、进展产生较大影响的,应当及时将其知悉的有关情况书面告知公司,并配合公司履行信息披露义务。其第 84 条是关于自愿披露的规定,控股股东或者实际控制人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息,但不得与依法披露的信息相冲突,不得误导投资者。其第 93 条则规定,如果采取先行赔付方式的,控股股东和实际控制人为先行赔付的义务人。

### 2. 强化追究关键少数和首恶的责任

新《证券法》第 12 条限制控股股东和实际控制人最近 3 年存在经济刑事犯罪的公司首次公开发行新股。其第 94 条将控股股东和实际控制人增列为股东代表诉讼

的加害人主体,使股东代表诉讼的范围不限于公司法上的董监高,而且包括了控股股东和实际控制人在内。其第 181 条、第 185 条、第 197 条分别将控股股东和实际控制人增列为欺诈发行证券、擅自改变募集资金用途、虚假陈述等违法违规行为的主体,只要在这些违法行为中从事了组织、指使作用的,就要受到法律对该违法行为的处罚。

### 3. 显著加大信息披露的违法违规成本

一是提高对违法行为的处罚数额。例如,新《证券法》第 197 条对虚假陈述负有责任的控股股东和实际控制人从原来罚款 30 万~60 万元,提高到现在的 100 万~1000 万元。另外,还增加了对控股股东和实际控制人的直接负责的主管人员和其他直接责任人员的罚款,实行双罚制,即对控股股东和实际控制人处罚的同时,还要对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员同时处以 50 万~500 万元的罚款。二是改变了责任实现方式,也就是对控股股东和实际控制人追责方式做出调整。例如,第 85 条将控股股东和实际控制人的民事赔偿责任的过错责任修改为过错推定责任;投资者保护一章中规定的在民事追责方式上投保机构的支持诉讼、股东代表诉讼和代表人诉讼(默示加入,明示退出)制度的确立,大大提高了违法者承担民事责任的可能性。

新《证券法》三个方面的修改从整体上加重了控股股东和实际控制人对公司和其他股东的义务,从以前的诚信义务升级为信义义务,使之与公司董监高的义务基本一致。监管者需要严格执法,转变监管理念,把监管的重心从以前的重审批调整到重事中事后的查处,加强对上市公司监督、对违法行为的查处力度,增大违法成本,使其不敢为。上市公司应当完善公司法人治理,加强内控制度建设,强化独立董事和监事会的作用,约束控股股东和实际控制人的行为,使其不能为。控股股东和实际控制人应当规范自身行为,及时了解新《证券法》修改的有关内容,对证券法、证券市场、投资者要有敬畏感,知法守法,勤勉尽责,加强自身行为约束,防患于未然。

#### (三) 信息披露违规行为类型化

当前,上市公司控股股东、实际控制人证券信息披露违规行为较以往更为隐蔽且交织混杂,导致其违法违规行为的识别查处以及法律责任的追究的难度加大。一方面,信息披露违规行为常与操作证券市场、掏空上市公司等行为交织混杂,难以严格区分;另一方面,控股股东、实际控制人有意隐藏身份,通过复杂化、长链条的投票权行使方式瞒天过海,试图逃避监管。上述上市公司控股股东、实际控制人信息披露违

规的新动向给法律适用也带来了一系列难题,例如,违法行为识别查处难度加大、相邻法律的规制与协调。因此,有必要依照《证券法》的规制路径对上市公司控股股东、实际控制人证券违法违规行为 and 信息披露违规行为进行类型化总结。类型化之目的在于,由有关的具体事物中区分出一般的特征、关系及比例,以补充一般概念及其逻辑体系不足以掌握某种生活现象或意义脉络的多样表现形态之不足,因此,类型应当处于个别直观及具体的掌握与抽象概念两者之间。<sup>①</sup> 具体见表4及表5。

表4 控股股东、实际控制人证券违法违规行为类型化

类型	具体行为	《证券法》依据
信息披露类	组织、指使发行人欺诈发行	第24条、第181条
	擅自变更募集资金用途	第185条
	不履行公开承诺	第84条
	组织、指使或者隐瞒导致披露违法	第85条、第197条
市场交易类	短线交易	第44条
	内幕交易	第53条
	操纵市场	第55条
	违规减持	第36条、第186条
公司收购类	违反大宗持股权益变动义务	第63条
	未按规定履行收购公告、发出收购要约义务	第196条

表5 控股股东、实际控制人信息披露违规行为类型化

具体行为	《证券法》依据
组织、指使发行人实施证券欺诈发行	第24条、第181条
从事或者组织、指使擅自变更募集资金用途	第185条
不履行公开承诺	第84条
组织、指使或者隐瞒导致信息披露违法	第80条、第85条、第197条
违反大宗持股权益变动的披露与慢走义务	第63条
未按规定履行收购公告、发出收购要约义务或导致公司及股东受损	第196条

#### (四) 信息披露民事责任的认定

结合上文的法律责任梳理,不难发现,我国现今的信息披露责任追究法律体系,对行政责任的规定较完整具体,刑事责任的定位是惩处违法行为的最后一道防线,而

<sup>①</sup> 参见[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2005年版,第337~338页。

民事责任则仍处于方兴未艾的阶段。民事责任的总体框架已经建立,但在实际追究责任的具体细节上,控股股东、实际控制人民事责任的认定或者说构成要件仍然值得进一步探讨。

### 1. 责任主体与义务范围

控股股东、实际控制人对上市公司日常生产经营及内部运作治理具有实际控制力,因此也成为证券市场信息披露的重点关注对象。控股股东、实际控制人在信息披露事宜中一般扮演两种角色。一种是披露义务人的角色,即本身作为信息披露义务主体通过上市公司渠道进行信息披露。控股股东、实际控制人负有将重大情况告知上市公司,配合上市公司作为主体进行信息披露的义务,<sup>①</sup>以及在作出公开承诺时披露承诺事宜的义务。<sup>②</sup>另一种是披露担保人的角色,在某些情形下控股股东、实际控制人并不是信息披露义务的核心主体,不负直接披露义务,但需对披露文件的真实性、完整性、准确性等承担担保责任。

### 2. 行为类型与损害结果

我国法律上规定的信息披露违规行为包括《证券法》第85条明确规定的虚假记载、误导性陈述、重大遗漏和未按规定披露。未按照规定披露,主要指应当披露而没有披露,在文义上也包括应当在特定的时间、地点,以特定的方式、格式进行披露,而没有遵循相关规定进行披露。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》(以下简称《虚假陈述司法解释》)在上述规定基础上增加了不正当披露作为虚假陈述行为的类型之一。不正当披露是指信息披露义务人未在适当期限内或者未以法定方式公开披露应当披露的信息。<sup>③</sup>损害后果,是指上市公司或投资者因控股股东、实际控制人信息披露违规而遭受的财产性损失,财产性损失的范围应是可度量的、可确定的。在损失计算方面,我国法院系统采取的是“平均价格之差”计算方法,精准捕捉投资者在证券市场上的实际损失。<sup>④</sup>在赔偿范围方面,我国证券法对损害赔偿范围的划定坚持“实际损失补偿”原则,被告应对原告的实际损失进行赔偿,而不以信息披露违规的非法利益为限度,因此具有一定的惩罚性。

---

① 参见《证券法》第80条第3款。

② 参见《证券法》第84条第2款。

③ 参见李有星、潘政:《瑞幸咖啡虚假陈述案法律适用探讨——以中美证券法比较为视角》,载《法律适用》2020年第9期。

④ 参见最高人民法院《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31条、第32条。

### 3. 因果关系与归责原则

因果关系是判断信息披露违规民事责任救济主体及赔偿范围的关键环节。因果关系可分为两个层面。其一,投资者的投资决定是否因为信息披露违规而做出;其二,投资者的经济损失是否因为信息披露违规而导致。<sup>①</sup>就交易上的因果关系而言,《虚假陈述司法解释》第18条规定:“投资人具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系:(一)投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(二)投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券;(三)投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。”就损失上的因果关系而言,《虚假陈述司法解释》第19条以排除的方式,规定了以下情况不具有损失上的因果关系:“(一)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券;(二)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资;(三)明知虚假陈述存在而进行的投资;(四)损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致;(五)属于恶意投资、操纵证券价格的。”<sup>②</sup>

信息披露义务人和信息披露告知人在上市公司信息披露链上的地位、作用和影响力不同,控股股东和实际控制人分别扮演上述两种角色时所适用的归责原则也不同。新《证券法》第85条规定,信息披露义务人对信息披露违规承担无过错责任,无论其主观上是否存在故意或过失,无论违规事项是由其自身原因导致还是其他机构或人员导致;而信息披露担保人承担过错推定的连带赔偿责任,且举证责任倒置。<sup>③</sup>

## 五、控股股东、实际控制人信息披露的制度完善

### (一) 引入控股股东认定的实质穿透式标准

从目前法律规范对控股股东的认定标准来看,主要采用“持股比例+实质影响力”的双重认定模式,但实质影响力的范围仅局限在对会议决议、人事任免两方面,未能涵盖同样具有实质影响力的协议共同控制、活跃股东控制等非典型控股股东。协议共同控制的主要情形有家庭关系、投资关系和一致行动人,该种实际控制模式的真

---

<sup>①</sup> 参见石晓波:《中国证券市场虚假陈述民事责任构成要件研究》,载《中南财经政法大学学报》2004年第1期。

<sup>②</sup> 李有星、潘政:《瑞幸咖啡虚假陈述案法律适用探讨——以中美证券法比较为视角》,载《法律适用》2020年第9期。

<sup>③</sup> 参见《证券法》第85条。

实性和合理性常具有瑕疵,共同控制结构也不稳定。活跃股东控制则,是指在现代公众公司股权高度分散的背景下,分散股东的表决权意愿与能力是存在差异的,少数投资者的持股比例和投票权虽难以对公司施加实质性影响,但他们却能够通过积极的活动、个性化的努力,达到某一事项或某些事项的控制性目的,甚至具有足够的能量推动具有利益冲突的关联交易。例如,短线投资的活跃股东可以公关行动或投票权征集相威胁,向公司管理者施压,要求后者推行能够推高短期股价但无益于公司成长,从长远来看甚至有害于公司的措施。<sup>①</sup>

特定主体可以通过众多并不需要掌握公司大多数投票权的策略来影响上市公司的行动。因此,就上市公司的某一特定决定或政策,如果行为人的态度是决定性的或者举足轻重的,即可认定构成实际控制。实质穿透式标准是视个案而定的,其重心不在于确定相关主体作为实际控制人的长期地位,而在于确定相关主体在某特定事项中满足了控制权标准,从而启动实际控制人标准的追责程序。在信息披露事项中某一主体控制了公司,作出了损害公司和投资者利益的行为,即可超越实际持股比例或传统实质影响力标准,对该主体科以控股股东的监管标准,并追究相应的法律责任。

## (二)精准区分责任主体,靶向差异化追责

上市公司出现信息披露违规,虽然上市公司是信息披露义务人,但其通常仅是背后控制人作恶的工具,追责时应落实到“首恶”。应坚持并完善精准监管机制,区分上市公司与控股股东、实际控制人的责任划分并进行差异化处理,精准执法、靶向执法,减轻对上市公司的二次伤害。以万达信息信息披露违规案为例,万达信息遭原控股股东实控人违规占用资金,上市公司万达信息未及时披露其资金被实际控制人占用构成信息披露违规。但监管机构对原控股股东和实控人史某立案调查,对上市公司仅采取了责令改正的行政监管措施。

就上市公司监管而言,要以促进上市公司可持续发展为目标,以加强公众投资者保护为重点,扭转监管者处罚上市公司后因股价下跌导致的普通无辜股民的“二次伤害”。因此,本文建议将行政监管处罚的重点对象锁定在上市公司背后的真正失信者、违法者(如控股股东、实际控制人、董事与高管),打击上市公司背后的违法者,放开放活上市公司,有助于资本市场的稳定与发展。<sup>②</sup>创新性地差异化认定责任主体,精准确定不同主体的责任分配与补偿,既能有效地震慑控股股东、实际控制人,又能

<sup>①</sup> 参见[美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》(第2版),罗培新译,北京大学出版社2013年版,第417页。

<sup>②</sup> 参见刘俊海:《新公司法的首要使命是什么》,载《检察日报》2019年10月23日,第7版。

合理保护上市公司正当利益,并增强证券市场参与者的信心。

### (三) 构建特殊股权架构下的特别约束

2018年中国证监会发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》,明确允许同股不同权企业在境内市场公开发行上市。特别表决权股东因只需持有较低股权就可取得对公司的控制权,这可能会导致所有权和控制权的进一步分离。同股不同权的结构会给上市公司信息披露带来实际控制人道德风险增加、内部董监事监督机制失效的风险。特别表决权股东因仅凭较少股权就可取得对公司的控制权,将对公司治理形成威胁。拥有控制权但持股较低的特别表决权股东,因其股份在分红等经济利益方面没有特别优势,因而其与普通股东的利益冲突可能会加剧,其为了谋取个人利益而利用手中的控制权损害公司和其他股东利益的道德风险会更大。当特别表决权股东因特别表决权设置而可以控制股东会决议时,独立董事和监事履职和监督都有可能受到特别表决权股东的不正当干扰。<sup>①</sup>

为保障信息披露机制在特殊股权架构下的正常运转,有必要通过制度和司法来规范公司意思自治的边界限制。其一,完善实质管理和信息披露相结合的监管模式。存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的,应于首次公开发行时,在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况,特别是风险、公司治理等信息以及依法保护投资者合法权益的各项措施。<sup>②</sup>其二,禁止特别表决权股东滥用权利,准确界定特别表决权股东权利边界,坚持“控制与责任相一致”原则,在“同股不同权”的同时,做到“同股不同责”。其三,加大对实际控制人关联交易等行为事中事后的监管与审查,对于通过关联交易损害公司利益的控股股东、实际控制人等责任主体,即使履行了法定决议程序也应承担民事赔偿责任。

### (四) 完善法律责任追究机制,引入失信联合惩戒

新《证券法》确立了事前依法注册、事中事后注重监管的强监管理念,其内在逻辑在于鼓励企业入市,但通过扩大责任主体的范围和加大违法成本,实施有效监管,从而实现资本市场法治化、市场化。鉴于此,必须强监管、强执法。但是,在目前法律责任追究机制立法与实务中还存在机制自身缺陷、相互衔接和配套问题。第一,在证券民事诉讼机制和非诉机制方面,存在违法行为的认定标准缺陷、先行赔付追偿程序设计缺失,以及调解协议司法确认程序复杂和诉讼与调解衔接不畅等问题。第二,在证

<sup>①</sup> 参见黄海燕:《特别表决权机制的推进及规范路径》,载《西南金融》2020年第3期。

<sup>②</sup> 参见证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》第7节。



券法律责任追究机制的相互衔接方面,民事诉讼仍然受到行政处罚、刑事判决前置程序的限制,在行政处罚与刑事追诉衔接中的移送规范性和及时性也有待提高。第三,在证券法律责任追究机制的实体法及司法制度配套建设方面,新《证券法》《公司法》对上市公司内外监督制度规定尚不完善,律师、审判人员和调解机构专业化仍显不足。

针对立法和实务中存在的问题,多层次、体系化、系统性的证券法律责任追究机制的完善势在必行。监管理念的强化应当与制度的完善、法律的执行并行,严厉打击相关证券违法犯罪行为。应当着力完善民事诉讼制度和非讼机制,优化不同责任追究机制的运行衔接及其监督。同时,在《证券法》和《公司法》等实体法及纠纷解决机制方面,也应建立健全配套机制。上市公司应当同步强化内部控制与外部监督机制,建立违法投诉公示制度和违法行为检举制度。此外,为了使多层次、体系化、系统性的证券法律责任追究机制能够高效运行,有必要提升律师和调解机构的专业化水平,引入尽职尽责的专家辅助人,建立公正高效的证券纠纷解决联席机制,这些都是必不可少的。

除硬性的法律责任追究机制外,软性的失信联合惩戒机制可以丰富监管与追责的手段与资源,通过诚信约束与失信受限反向激励上市公司控股股东、实际控制人主动地、诚信地履行信息披露义务。2015年,证监会联合国家发展和改革委员会、中国人民银行等21家部委联合发布《关于对违法失信上市公司相关责任主体实施联合惩戒的合作备忘录》,建立起上市公司相关主体违法信息共享和联合惩戒制度,创新监管机制,丰富执法手段,以弥补罚款等传统行政处罚的单一化、简单化的缺点。惩戒措施涵盖限制发债、禁止参加政府采购、外汇行政审批参考等多方面内容。<sup>①</sup>在此基础上,中国证监会可以按照比例原则和程序正当原则将信息披露违规的行为纳入失信联合惩戒制度中。具体来说,可以考虑分为以下两阶段:其一,由上海证券交易所和深圳证券交易所作为第一监管人,收集上市公司控股股东、实际控制人信息披露违规信息,并决定是否纳入失信汇集清单;其二,由中国证监会和各地证监局作为监管机关,制定与信息披露违规行为情节、危害程度相适应的联合惩戒清单,并负责同其他部委、上市公司所在地政府进行信息共享与执法协调。

---

<sup>①</sup> 参见证监会《关于对违法失信上市公司相关责任主体实施联合惩戒的合作备忘录》第3节。