

## 上市公司大股东违规查处法律难点 及其监管应对\*

蔡奕\*\*

**摘要:**在谈及证券市场违法违规现象时,人们常常关注上市公司及其管理层的违规现象,而遗漏了隐藏在上市公司违规后的始作俑者——大股东和实际控制人。近年,上市公司大股东违规呈趋增态势,违规态势也显现出复合化、合谋化、循环化、隐蔽化的趋势,给证券监管带来了新的难题。我国的既有证券立法对大股东违规责任缺乏明确的法律界定,这些法律法规上的缺陷与实践中大股东违规的新变化结合起来,导致对大股东的执法缺乏有效的“抓手”,进而造成大股东违规受罚概率小,违法成本低状况。本文着重对大股东违规查处的法律难点进行了分析,并探讨了在大股东违规新形势下立法、执法、自律监管、公司治理、股东诉讼等方面的法制与监管应对。

---

\* 本报告系证监会稽查局专项委托课题的主要成果。感谢中国证监会稽查局、浙江证监局稽查处、广东证监局稽查处为课题提供了重要的案例和调研资料。本文仅反映研究者本人学术观点,不代表任何机构和个人。

\*\* 深圳证券交易所综合研究所副主任研究员,兼职教授,法学博士。

**关键词:** 大股东 实际控制人 违规查处

根据调研,有相当比例的上市公司违规与大股东或实际控制人的操纵、指使或纵容有着直接关系,而且大股东或实际控制人还有一些独立于上市公司之外的违法违规活动。此外,大股东和实际控制人受到行政处罚的数量又很少。本报告从大股东行为类别及其行为特征的分析着手,在广泛收集案例和深入一线调研的基础上,结合近年大股东违法违规的基本情况,重点分析了当前大股东违规查处的法律难点,并试图借鉴境外大股东监管的有益经验,提出完善我国现阶段大股东监管的法制与监管应对。

## 一、大股东类别及其行为特征分析

基于证券市场上市公司各异的股权结构、所有制形式、公司治理模式,上市公司大股东也有许多不同的类别,各种类别的大股东行为模式与特征存在明显的差异。对大股东类别及其特征的探讨,有助于理解各类大股东的利益取向与违规动机,对大股东违法违规问题的研究具有基础性的理论价值。

关于大股东,并没有确定的法律和学理定义,但从《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第 86 条关于持股 5% 以上股东必须及时披露的规定来看,持有上市公司 5% 以上的股份是成为大股东的最低标准。依据不同的标准,可以将大股东划分为不同的类别,不同类别的股东其所接受的监管和适用的法律政策存在差异,利益取向也不尽相同,因而其行为模式也各有特点。

### (一) 控股股东与非控股股东

依据对上市公司的控制力,可将大股东分为控股股东与非控股股东。控股股东是指直接持有公司股本总额 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。非控股股东是指虽持有上市公司 5% 以上股权,但单独或合并或通过一致行动等方式不足以对股

股东大会决议产生重大影响的股东,因此也可将其称为参股股东。由于对上市公司的控制力不同,控股股东与非控股股东表现出完全不同的行为特征(参见表1)。

表1 控股股东与非控股股东行为差异

类别	控股股东	非控股股东
与上市公司利益关联度	拥有上市公司较大权益,与上市公司利益关联度高	拥有权益较少,利益关联度低
公司治理	拥有的表决权和控制力足以影响公司治理	拥有的表决权和控制力较低,虽较中小投资者有更大的话语权(如拥有自己的董事),但不能直接通过公司治理实现自身利益。
获利途径	拥有对企业资产的使用、收益和处置权,可以按照自己的经营目的支配企业资产。可以有效控制企业的盈余分配,也可以在二级市场减持获利,还可以通过大规模的并购重组活动获得利益。	获利渠道较大股东单一,局限于投资财务收益和二级市场资本利得。
股权稳定性	股权相对稳定	股权不稳定,可能在并购活动中易手
受监管程度	与上市公司利益关联,受监管关注程度高	受监管关注程度低

(二) 国有股东与民营股东

国有股东是指持有上市公司股份的国有企业及国有控股企业、有关机构、部门、事业单位等。民营股东泛指非国有或非国有控股的机构、企业、个人等。由于两者的法律性质和受监管程度不同,相应地在证券市场上的行为特征也有显著差异(参见表2)。

表2 国有股东与民营股东行为差异

类别	国有股东	民营股东
监管机构	受国有资产管理部门监管,有自成体系的考核指标和考核方式	没有明确统一的监管机构

续表

类别	国有股东	民营股东
管理目标	以市值最大化为管理目标,倡导国有资产的保值和增值	以谋取自己利益最大化
股价敏感度	受“所有权主体虚置”的影响,对二级市场股价的敏感度不高	二级市场的股价高低与其切身利益休戚相关
股权稳定性	股权稳定,长期持有,增持减持有严格的程序和要求	股权相对不稳定,出于各种利益动机可能随时易手
违法 违规 动机	在二级市场减持牟利或违法违规行为的动机相对较弱	在二级市场减持股份或从事违法违规行为牟利的动机相对较为强烈

### (三) 战略股东与财务股东

战略股东与财务股东是在非控股股东中进行的分类,由于不在上市公司中占有绝对控制地位,因此,其参股上市公司的动机将影响到其后续的行为表现。战略股东是指与上市公司业务联系密切,以谋求长期战略利益为目的,持股量较大且长期持有,拥有促进上市公司业务发展的实力并积极参与公司治理的机构股东。财务股东是指以谋求短期财务收益为目的,持股时间较短,持股比例不大,不实质参与公司经营管理的股东。由于投资上市公司的战略目的和利益取向不同,因此,两者在证券市场的行为特征也有明显差异(参见表3)。

表3 战略股东与财务股东行为差异

类别	战略股东	财务股东
参股目的	谋取长期战略利益	谋求短期投资收益
持股数量	持股比例较大	持股比例较小
参与公司治理	积极参与公司管理	有多种类型,可能参与公司管理,也可能不实质参与公司管理
股权稳定性	股权相对稳定,长期持有	股权不稳定,根据二级市场价格变化随时套现谋利
违法 违规 动机	在二级市场从事减持或违法违规行为的动机较弱	在二级市场减持股份或从事违法违规行为牟利的动机较为强烈

## 二、近年大股东违法违规的基本情况

### (一) 大股东违法违规的基本类型

我们以近三年违法违规年度报告的案例数据为依据,总结了大股东违法违规的高发和常见类型,其中有些类型为大股东所独有(法律上称为“特殊主体”),如挪用上市公司资金、违反承诺、违规减持、隐瞒持股信息等,另一些类型则是证券市场其他主体都可能涉及的违规(法律上称为“一般主体”),如内幕交易、市场操纵、虚假陈述、信息披露违规。

#### 1. 信息披露违规

大股东的信息披露违规与上市公司的信息披露违规有所不同,一般侧重于与其自身有关的持股信息、并购重组信息、重大交易信息的信息披露违规。近年发现的具体违规类型包括:(1)不及时、不真实披露上市公司注资的信息;(2)不及时、不真实披露对上市公司重组的信息;(3)不及时、不真实披露股权确认的信息;(4)不及时、不真实披露实际控制人变动以及股权变动的信息等。

#### 2. 占用上市公司资金

占用上市公司资金是只能由大股东实施的特殊违规行为,通常有三种类型:(1)“豪夺型”,即直接占用模式,没有契约或交易的表象,直接从账外获取上市公司资金,这在早期的国有上市公司中极为常见(典型案例如“三九医药大股东占用案”);(2)“巧取型”,即关联交易模式,大股东通过与上市公司不公平的关联交易,从上市公司套取资金(典型案例如“德棉股份大股东占用案”);(3)“掏空型”,即并购重组型,一些资本玩家以“重组”为幌子,进入上市公司,掏空上市公司资金(典型案例如“德隆系”、ST长控等案例)。

#### 3. 内幕交易

内幕交易是市场上各类主体均可能涉及的违法活动,但大股东的内幕交易有其特殊性。从既有案例分析,上市公司大股东从事的内幕交易一般与公司的并购重组活动有关,甚至并购重组活动本身就是大股东相关人员策划或参与的(典型案例如ST特力控股股东管理人员内幕交易案)。

#### 4. 市场操纵

从既往查处的大股东市场操纵案件分析,多为非控股股东实施的交易型操纵行为,即直接在二级市场集中资金,通过对敲、对倒或连续交易等手段拉抬或打压股价,吸引投资者跟风而获取非法利益的方式(典型案例如中核钛白和中兵光电大股东市场操纵案件)。

#### 5. 违规交易

违规交易主要指大股东在二级市场违反规定从事股票交易的行为,具体类型包括:(1)敏感期内买卖股票;(2)违反承诺减持股份;(3)在限售期解禁后违反证监会和证券交易所的减持规定;(4)短线交易,即在6个月内反复买卖获利。

#### 6. 公司治理违规

近年大股东在公司治理方面的违规主要表现为上市公司做出重大决策时,没有经过董事会或股东大会的相应决策程序,而由大股东或实际控制人直接做出决策(典型案例如高金食品实际控制人违规拆借没有履行审批和信息披露义务、实际控制人擅自做出重大投资决策)。

#### (二) 近年大股东违规受制裁的基本情况

证监会行政处罚委员会自2006年年底成立以来共审结案件181件,我们将被处罚主体分为上市公司及高管、上市公司股东、证券经营机构、中介机构、其他机构和个人五大类,做了专门的数据统计,以了解上市公司大股东因违规受到监管机构行政处罚的实际情况。

统计结果发现,2007~2009年上市公司大股东受到证监会行政处罚的案件仅有3件,占全部被处罚案件数的2.07%,是上述五大类主体案件中最少的一类(参见图1与图2)。

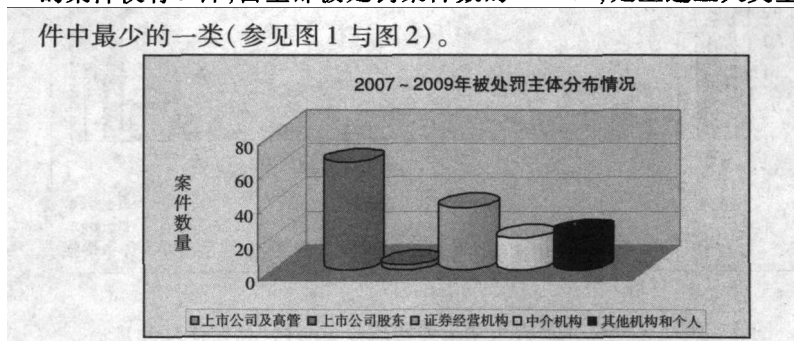


图1 2007~2009年被行政处罚主体数量排列

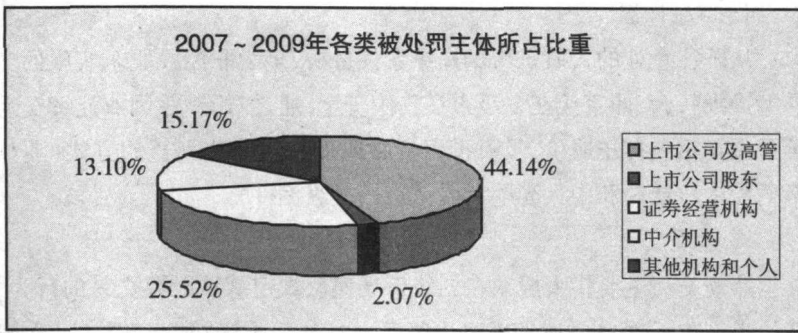


图2 2007~2009年行政处罚主体所占比重分布

深交所自发布《中小企业板上市公司控股股东、实际控制人行为指引》(以下简称《行为指引》)、《深圳证券交易所纪律处分程序细则》等业务规则之后,对大股东的纪律处分有了明确的规范依据。近年来,在中小板领域逐渐加大了对大股东违规的制裁力度,但即使在上述数据中加上近年自律监管纪律处分的数据,大股东的违规被制裁数仍远远少于上市公司及其董、监、高的被制裁数(参见图3)。

统计结果显示,无论是证监会行政处罚领域,还是交易所纪律处分领域,大股东所遭受的制裁压力不大,而且交易所承担了对违规大股东制裁的主要职责。鉴于交易所的纪律处罚多以公开谴责和通报批评等名誉制裁为主,对大股东违规难以形成强大的威慑力。

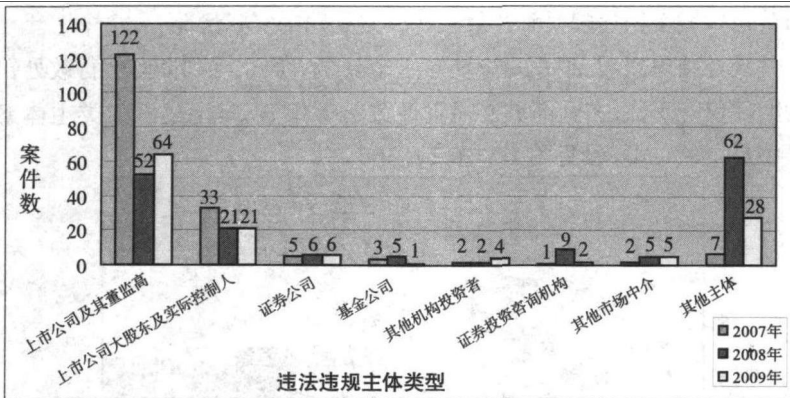


图3 2007~2009年证券市场主体违规数量对比(含纪律处分)

### (三) 近年大股东违规的新动向

全流通市场由于环境、条件和政策的变化,大股东的违规获利渠道发生了深刻的变化,违规大股东减少了直接侵夺上市公司和中小投资者利益的行为,而转向市场要利益,直接从小投资者手中圈钱、掏空上市公司的做法已不再是大股东的主流获利方式,如何增加上市公司市值,利用上市公司的二级市场股价波动获取超额资本利得成为违规大股东关注的焦点。从笔者参与的证监会稽查局组织的浙江、广东、山东、黑龙江等地大股东违规调研情况看,近年大股东违规有如下一些新的特点和变化:

#### 1. 大股东违规的复合化趋向

以往的大股东违规,多以单一违规类型为主,如占用上市公司资金、违规担保、不正当关联交易等,相关的信息披露违规也多为其他的违规行为所导致。但近年爆发的几起大股东违规案件,呈现出复合化的违规趋势,即同一大股东或实际控制人在有预谋的情况下,连续实施了数起不同类型的违规行为。例如,中核钛白和中兵光电大股东连续实施了违规交易、信息披露违规、操纵股价等违规行为;德棉股份大股东连续实施了违规关联交易、占用上市公司资金、未履行临时信息披露义务、定期报告虚假记载等违规行为;高金食品实际控制人实施了违规拆借、未履行审批和信息披露义务、公司治理违规等违规行为。

案例分析中我们发现,同一大股东连续实施的数项违规行为或是互为因果或是互有关联,存在某种必然的逻辑联系。例如,为了实现在二级市场上的股价操纵行为,行为人通过违规交易换取或分散股份筹码;为了掩盖其真实持股情况,行为人力图隐瞒或拖延披露相关信息;为了占用上市公司资金,行为人采取了隐蔽的关联交易;为了延缓占用资金的暴露时间,行为人往往不惜在临时披露或定期报告上弄虚作假。大股东违规的手段有如棋弈中的“先后手”,预谋中的“先手”并非独立行为,而是为“后手”的主要违规行为做准备或打掩护,在一些复杂的案件中,“先后手”形成完整违规链条,加大了查处的难度。

#### 2. 大股东违规的合谋化趋向

以往大股东的违规,主要是一种“自助”式的违规,即通过自己或同一控制下的其他实体来直接实施的违规行为,近年证监会稽查部门在查



处相关上市公司案件时发现,“单打独斗”式的大股东违规正在减少,大股东与其他主体的“合谋”式违规不断增加。

首先,大股东与中介机构存在合谋违规行为。在一些案件中,大股东通过与会计师事务所、律师事务所的合谋,让它们为上市公司出具虚假的财务、审计报告或法律意见书;在涉及资产评估和并购的案件中,资产评估机构与大股东沆瀣一气,虚增或低报评估资产价值,为其后续违规创造条件。

其次,一些金融机构也参与到合谋违规活动中。在地方证监局查处相关案件时发现,银行等金融机构在大股东违规中也有“助纣为虐”的嫌疑。由于大股东往往是当地金融机构的重要客户,与当地金融机构存在千丝万缕的利益关联,因此,一些金融机构不仅帮助大股东隐瞒存款质押、违规担保等事实,而且出具虚假的银行对账单等金融票据协助大股东造假,甚至案发之后有些金融机构还协助大股东转移资金,销毁相关证据。

最后,在二级市场层面,大股东与机构投资者、私募基金等市场参与者存在隐蔽的合谋行为。此类行为常见的包括:(1)大股东减持股份前夕,公司发布信息,机构配合作高股价,让大股东顺利沽出谋利;(2)在定期报告、送转信息、重组信息、定向增发信息、整体上市或资产注入信息等重大信息披露前,大股东和机构提前布局,静待股价上涨后沽出谋利;(3)大股东通过关联交易等方式操纵盈余管理,配合机构在二级市场谋利;(4)机构通过研究报告、股评等手段为上市公司造势,配合机构自身或大股东在二级市场谋利;(5)大股东或机构以机构共谋操纵的方式为个人“老鼠仓”谋利。

### 3. 大股东违规的循环化趋向

违规大股东视其控制下的上市公司为宝贵的“壳资源”,视其实际控制的股份为“筹码”,出现利用“壳资源”虚构重组动作,炮制重组信息,利用“筹码”反复炒作股票的新型违规。在限售股解禁期,此类违规往往达到新高潮。

此类违规的循环化运作路径如下:由于市场上存在“炒重组”、“炒题材”、“炒热点”的风气,违规大股东往往配合其他机构,先低价收集筹码,再利用实际控制下的上市公司炮制子虚乌有的重组消息,待股价到

达高位后套现牟利;大股东和相关机构套现出局后,上市公司宣布重组失败,股价旋即暴跌,大股东和相关机构则伺机在底部接回筹码,另寻热点题材展开新一轮重组。

据调研中了解,这种“可持续”的循环化违规实际成了近年一些大股东和机构的固定“盈利模式”,在每一轮股价循环中,相关利益主体获取的非法收益高得惊人。在一些绩差上市公司中,“重组”成了上市公司的主业,大股东乐此不疲,助长了市场虚构信息,投机炒作的风气,更为重要的是,由于此类违规成本低,违规手段隐蔽,获利丰厚,查处不易,造成越来越多的不法之徒效法其间,严重恶化了市场秩序。

#### 4. 大股东违规的隐蔽化趋向

近年,监管机构加大了对上市公司规范运作的监管力度,大股东和实际控制人很难再以简单直接的手段“赤裸裸”地从事违规行为,违规行为出现了间接化、迂回化、隐蔽化。

以上市公司资金占用为例,以往直接截留使用上市公司资金、私下处置上市公司资产的直接占用模式逐渐退出了市场,取而代之的是各种各样的变相占用手法:通过虚构经营业务、伪造银行单据来转移货币资金,使资金流向“合法化”;通过银行存款、股票等资产质押等手段,将质押所得资金直接或间接流入关联方囊中;通过虚假的票据开具和贴现,实现关联方占用资金“暗箱化”操作,并逃避相关信息披露责任;更有甚者,有些大股东和实际控制人为了预谋占用上市公司资金,预先设立了大量的“空壳公司”,这些公司多以不相关自然人名义设立,表面上与上市公司和大股东毫无关联,从而实现将关联交易“非关联化”的目的。

### 三、大股东违规查处的法律难点

实践中对大股东监管和查处的法律困境,除了与大股东违规狡黠多变的特征有关外,其症结主要在于相关立法上对大股东违规责任缺乏明确的法律界定,这些法律法规上的缺陷与实践中大股东违规的新变化结合起来,导致对大股东的执法缺乏有效的“抓手”,进而造成大股东违规受罚概率小,违法成本低的状况。

### (一) 大股东法律规范的“不完备”状态

我国《证券法》对大股东违规的相关法律条文采用的是“点写法”,即在少数几个条文明确将大股东作为责任主体,而在其他违规样态中不将大股东作为明示的违规主体。明示的少数条文主要集中在短线交易(第47条)、信息披露(第69条)、内幕交易(第74条)。“点写法”的缺陷在于明示的条文中涉及大股东,其法律责任的追究不成问题,但条文中未明确涉及大股东的,如果没有其他法律、法规和规章的具体规定,对大股东责任的追究就存在暧昧之处。

我国《公司法》对解决大股东违规问题也做出了重要的努力,《公司法》总则第20~22条关于大股东造成公司利益损害的法律救济和法律责任的总括性规定(可称之为“泛写法”)本来很有杀伤力,但由于缺乏具体的可操作性条款及司法诉讼环节的掣肘,加之《公司法》作为民商自治法的属性,也不可能从根本上解决大股东违规法律责任尤其是行政责任和自律监管责任的问题。

从立法角度分析,无论是“点写法”还是“泛写法”,都不影响对大股东的监管立法体系的构建。但关键是,在《证券法》和《公司法》之下,对大股东具体法律责任的确立、解释和执行,缺乏明确的法规、规章和规则依据:作为“两法”配套法规的《上市公司监管条例》至今未能出台;在证监会层面的规章和规范性文件中,没有针对大股东违规行为的明确的集中性规范规定;在交易所规则层面,除了深沪交易所的《上市公司规范运作指引》以外,尚未建立起系统覆盖各个板块、所有上市公司的大股东规则体系。

### (二) 大股东法律追责的“不给力”状况

大股东违法成本低,追责力度不够大是助长大股东违规态势的重要原因。大股东法律追责的“不给力”主要体现在:

#### 1. 大股东违规立案查处数少

统计结果发现,2007~2009年上市公司大股东受到证监会行政处罚的案件仅有3件,占全部被处罚案件数的2.07%,是所有主体类别中查处数量较少的一类。加上交易所纪律处分的数据后,查处数量有所上升,但仍与上市公司董、监、高的违规数量有较大差距。据统计,2009年全市场上市公司大股东违规数达21件,与上市公司董、监、高的64件相

比,存在相当差距。

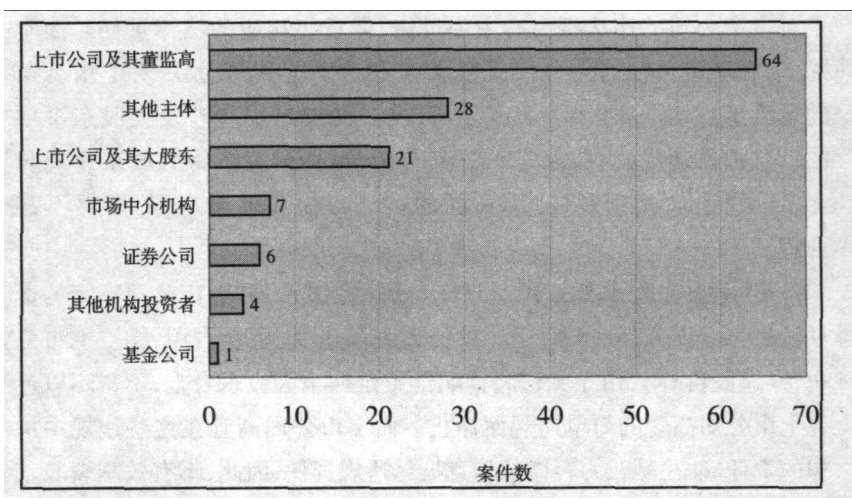


图4 2009年证券市场违法违规主体类别分布图

## 2. 既有的责任追究多止步于前端

一些案件中,本应由大股东和实际控制人承担的责任,由于各种条件的制约,不得不仅仅追究大股东“代言人”——上市公司董、监、高的责任。

## 3. 对大股东实际处罚的力度有限

目前的体制下,交易所承担了对违规大股东追责的主要职责,但交易所纪律处分的手段有限,强制力和约束力不足,需要行政责任和刑事责任的有效追究来强化和升级大股东的法律责任。

### (三) 大股东违规责任划分的“不清晰”状态

大股东通常被称为上市公司的“幕后人”,随着证券市场法制和监管的日趋完善,大股东违规一般不会赤裸裸地体现为掠夺、霸占上市公司资产,而更多地表现为侵蚀、巧取、迂回套取等较为隐蔽的样式。现实中,许多大股东违规是通过上市公司及大股东控制下的董、监、高违规而表现出来的,复杂的大股东违规还牵扯到大量第三方主体如中介机构、金融机构、机构投资者和其他市场主体等,彼此间的关系复杂、微妙,增加了查证和厘清彼此间责任的难度。

受制于法人独立和有限责任的原则,大股东一般无须对上市公司

的违规行为承担法律责任,根据现行的《证券法》规定,必须证明大股东对上市公司的违法行为有主观过错,方承担相应的法律责任。而实际上,在一家典型的完全控股型家族上市公司中,大股东对上市公司的重大事项均了如指掌,上市公司违规(尤其是那些涉及大股东事项的信息披露违规)大股东是难辞其咎的,这种情况下将大股东违规与上市公司违规相割裂,适用不同的举证责任和证明规则,显得不甚合理。

实际上,在监管现实中,大股东(实际控制人)和上市公司高管的责任没有完全界分开来。对于严重的大股东违规(资金占用、掏空上市公司、操纵股价等),由于无法将证明链条延伸至大股东身上,不得不以追究上市公司高管的简单违规而停止。而上市公司高管在这些违规中承担的责任,往往是较为轻微的信息披露违规责任,因此,不有效割裂股东(实际控制人)与高管之间的利益纽带和责任默契,就无法实现对大股东的有效追责。

此外,在大股东违规合谋化、循环化和隐蔽化的趋势下,大股东与中介机构(会计师事务所、律师事务所、保荐机构、资产评估机构)、金融机构(银行、信托公司、融资担保公司等)、其他市场主体(机构投资者、私募基金、短线大户等)的勾结和串谋也呈递增态势。在多主体合谋的复杂违规中,如何抽丝剥茧,清除盘根错节的干扰因素,清晰分辨各类主体的主观过错,有效证明合谋或串谋的存在,准确追究大股东的法律责任,的确是一个棘手的法律难题。

#### 四、大股东违规新形势下的法制与监管应对

##### (一)立法弥补监管“短板”

从立法的周期长短和实际效果考察,可以有“短、中、远”三条立法路径。

##### 1. 短期思路(自律规则)

在中小板《上市公司大股东和实际控制人行为指引》的基础上,深交所在三个板块的《上市公司规范运作指引》中均引入了对大股东和实

际控制人的监管细则。在此基础上,可对相关监管规则进一步细化和深化,如引入国外的“影子董事”制度,要求控制上市公司董事,干预公司决策的幕后大股东或实际控制人承担与董事相同的法律责任;同时,在监管实践中适当加强对违规大股东的自律监管和纪律处分。

## 2. 中期思路(证监会规章)

长期以来,在证监会层面没有建立起对上市公司股东监管的专门规章,制约了对股东违法行为的查处和责任追究效果。近来证监会相关部门也加强了对股东违法问题的调研力度,既有的迹象表明,作为一类独立的受监管主体,上市公司股东不可能完全游离于监管规则体系之外,有必要对其建立一套专门的行政规章。根据《立法法》和《行政处罚法》的规定,证监会有权在《证券法》的框架下,针对上市公司股东违法的问题制定专门的行政规章或规范性文件,将散见在其他法律、法规和规章中的股东违法问题(如占用资金、内幕交易、操纵市场、短线交易、信息披露违规、股份变动违规、公司治理违规等)作集中统一的规定,并施予针对性的罚则。<sup>①</sup>

## 3. 长期思路(证券法、公司法)

完善上市公司股东法律责任的远期举措是要修订完善《证券法》、《公司法》关于股东责任的规定:在《证券法》中增加对上市公司股东行为规范及其法律责任的明确规定;在《公司法》中明确股东不法行为侵犯公司利益时,各方主体(投资者、公司、监管机构)所能采取的救济措施、股东应承担的法律责任及相应的操作性规则。

### (二)健全公司管理层对大股东违规的制约机制

董事会作为上市公司的内部决策和外部执行机构,在整个大股东违规过程中是以“内部人”的身份出现的,其最有条件发现和制约大股东的违规行为,甚至一些董事对大股东违规的脉络是完全知情的。因此,以美国为代表的境外资本市场,高度重视董事会等管理层对大股东违规的制约作用。我国资本市场上之所以出现严重的大股东违规,一定程度上与董事会未能履行“信托责任”,对大股东违规的漠视、放任甚至纵容

---

<sup>①</sup> 根据《行政处罚法》第12条的规定,在法律、行政法规未作规定的情况下,证监会等部委规章可以设定警告或罚款类的行政处罚。

有着密切的联系。因此,健全管理层的自律约束机制是规制大股东违规的法律捷径。

首先,应明确董事在大股东违规中的个人责任,倒逼董事对大股东违规行为的制约。如果大股东通过董事会决议对上市公司进行关联交易、资金占用等违规行为时,根据《公司法》第113条的规定,参与表决的董事理所当然地应该承担责任;而对于故意不出席或无故不参加会议的董事,此时本身就属于没有勤勉尽责情形的“重大失职行为”,监管机构也可以给予处罚;在大股东没有通过董事会决议而采取其他非法手段进行利益输送时,除非董事能够证明自己对公司尽到了“勤勉尽责”,否则也应当承担责任。这种董事在大股东违规中承担个人责任的制度将倒逼董事对大股东违规的监控。

其次,建立“区分归责”的责任轻重分配和减免制度,以促使违规董事转化为“污点证人”,<sup>②</sup>从而实现对大股东违规的有效揭发、监控和查处。董事等公司管理层作为“内部守门人”,在大股东违规的信息获取上具有天然的优势,在大股东或实际控制人操纵或干预董事会从事违规行为的情况下,其违规责任并不是同一的,而有主次之分,建立“区分归责”的责任轻重分配和减免制度可以分化瓦解其内部违规的“同盟”。可以考虑在相关监管规则中规定,一旦董事或其他管理人员在参与或发现大股东的违规后,及时向监管机构举报或报告,或在监管机构调查大股东违规过程中,积极配合查证,提供线索的,甚至转为“污点证人”的,可以减免其相关监管责任。在这方面,国外有不少成功的经验。美国2004年发生的Hollinger控股股东违规一案中,正是原作为违规共犯之一的公司COO戴维·拉德勒(David Radler)的倒戈,使得检方获得了对公司大股东兼CEO康拉德·布莱克(Conrad Black)进行违规指控的关键性证据。

---

<sup>②</sup> 污点证人制度作为一项刑事司法处置措施,在欧美国家的司法实践中应用得较多,我国香港和澳门地区也建立了该项制度,大陆还没有规定污点证人制度。污点证人是较为特殊的一种证人,是犯罪活动的参与者,有犯罪污点,其可以为国家公诉机关作证,以换取免受刑事追诉或减轻、从轻指控的待遇。参见申小红:“污点证人豁免制度研究”,载《法学杂志》2006年第3期。

### (三) 分类监管实现“精确打击”

证券市场过往的案例表明,那些爆发大股东严重违规风险的上市公司,往往是有劣迹前科的公司,或者在信息披露领域,或者在公司治理领域,或者在关联交易领域,长期存在严重的问题。分类监管的目的在于结合证券期货诚信档案和大股东违规或劣迹记录,建立黑名单制度或信用积分制度,同时将行政许可项目或上市公司监管类别加以分级,如行政许可项目可以划分为豁免类、快速类、常规类、暂缓类或禁止类,上市公司可划分为优秀类、良好类、规范类、一般关注类或重点关注类。根据大股东和上市公司的日常表现和违规前科,划分入不同的行政许可类别或日常监管类别加以管理。对于出现大股东、实际控制人违规担保、资金占用或内部治理等严重违规时,中国证监会可以对大股东、实际控制人控制的其他公司的行政许可项目进行冷淡对待,或者在并购重组过程中实行从严审查,甚至实行更为严厉的“一票否决”机制。

此外,大股东违规的特征因公司性质、股权结构等差异而有所不同。如近年的统计分析表明,民营企业大股东的公司治理违规、信息披露违规、占用上市公司资金等情况比较严重,而国有公司大股东在内幕交易、关联交易及相关信息披露等方面的违规比较典型。不同的股权结构模式对大股东违规特征也有影响。对于一股独大的股权结构,其核心问题是控股股东与中小股东之间的利益冲突。而在股权较为分散的结构中,其核心利益冲突是股东与管理层之间的利益冲突。对上市公司实行分类监管能够辅助识别不同类别上市公司大股东的违规风险,从日常监管的角度扶优限劣,助推上市公司大股东规范运作,运用市场力量解决公司治理的缺陷,帮助上市公司做大做强,同时集中力量关注和监管那些存在违规隐患的公司。

### (四) 分化破解“合谋”取证难题

有鉴于大股东违规合谋化、循环化和隐蔽化的新动向,依靠证券行政监管机构和自律监管组织的“单打独斗”很难有效查证违规的证据链,必须与司法机关、其他行业主管部门、各级政府职能部门、行业自律组织、中介机构紧密合作,建立全方位全流程的监管联动机制,才能从根本上厘清大股东违规的复杂脉络,为违规查处提供充分的证据支持。

从法律角度证明“合谋”,一直是个悬而未决的难题。在现行的行



政调查手段下,在不能证明存在明确的协议、通谋和共同故意的情况下,只能依靠资金往来、通讯联络、共同行动等“环境证据”来加以推定。但这种依靠间接证据的推定存在很大的不确定性,这也是为何大股东违规案件查处频率不高的重要原因。

既然外部取证难以突破,监管焦点应转向违法者内部。复合型的大股东违规,往往涉及大股东、上市公司及其高管、会计师、律师、资产评估机构、银行等金融机构等多类主体,这些主体并不是“铁板一块”,而是各有其违规的特殊动机和目的,如能利用其彼此间的矛盾分化瓦解其利益同盟,迫使其中某些主体转化为监管者的“污点证人”,可能会收到“堡垒从内部攻破”的出奇效果。

#### (五) 建立健全股东诉讼机制

成熟市场遏制大股东违规的主要法律途径是司法体制,其中又以股东诉讼机制最为普遍。境外立法尤其是英美法系较少对股东行为做出直接规范,因此无所谓“股东违规”的概念,但股东尤其是控股股东若违背信义义务,滥用股东权利,损害公司利益。符合法定条件的小股东可以拿起法律武器,以股东诉讼的形式与控股股东对簿公堂,要求其承担对公司和受损害股东的赔偿责任。在司法诉讼体制高度发达的国家,股东诉讼机制实际上承担了“私人执法者”的角色,安然、雅虎等跨国公司均遭遇过类似的股东大规模诉讼。

我国对于大股东违规查处,虽说选择了以行政查处为主的路径,但必要的股东诉讼机制仍具有重要的补充作用,突出体现在:股东诉讼的提起与行政调查的发动条件有差异,一般而言,小股东只要认为大股东的行为损害公司利益或自身利益,并符合法定的原告条件,即可向法院提起诉讼,而不论大股东的行为是否违规,即股东诉讼的范围比股东违规行政查处的范围要宽泛;股东诉讼适用一般优势证明标准,股东违规行政查处适用明显优势证明标准,股东诉讼的证明要求较低;<sup>③</sup>行政查处程序集中统一,股东诉讼机制分散灵活,有助于通过股东自治实现对

---

<sup>③</sup> 优势证明标准指负有举证责任的当事人需将其主张之事实证明至存在比不存在更为可能程度。也就是说,某一事实的证据分量和证明力比反对其事实存在的证据更有说服力,或者比反对其事实存在的证据的可靠性更高。参见郝振江:“民事诉讼证明标准”,载《现代法学》2000年第5期。

大股东违规的有效监督,并为行政查处提供有益的线索。

关于股东诉讼,我国《公司法》规定了第 20 条的直接诉讼和第 152 条的衍生诉讼两条途径,但实践中完全没有上市公司直接诉讼的先例,上市公司衍生诉讼也是寥寥无几,以至于有学者质疑上述制度在实践中成了“摆设”。<sup>④</sup> 我们认为,阻碍股东诉讼机制发生效用的症结有三个:

第一,直接诉讼的规定过于笼统,缺乏可操作性。《公司法》第 20 条虽然规定,公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的,应当依法承担赔偿责任,但对如何提起诉讼,诉讼的条件、程序、损失计算、费用承担等均无明确规定。

第二,衍生诉讼的门槛规定过高。《公司法》第 152 条规定衍生诉讼的原告股东条件要达到“连续 180 日持股”和“单独或合计持股 1%”的条件,经测算同时满足这两个条件的中小股东并不多。

第三,司法成本高昂,适格股东起诉的意愿不强。相对于大股东,中小股东居于完全的信息弱势,在法律没有倾斜扶持的情况下,难以获得证据优势,在诉讼经费、时间成本、获取法律专业服务等方面也处于劣势,加之司法地方保护主义的影响,中小股东对提起股东诉讼的前景普遍疑虑重重。

上述制度症结,从根本上需要通过修订《公司法》等相关法律加以解决,但从受案环节放宽对股东诉讼的限制,鼓励中小股东合理维权,并给予起诉股东必要的法律、政策和财力扶持,从判例角度丰富股东诉讼的司法实践,才是建立健全我国股东诉讼机制的当务之急。

#### (六) 完善股东监管技术环节

##### 1. 研究加重对特定大股东信息披露的归责原则

根据现行《证券法》第 69 条的规定,当发行人、上市公司各类信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏时,发行人、上市公司承担无过错责任,负有责任的上市公司高管、保荐人和承销的证券公司承担过错推定责任,而大股东和实际控制人承担的是严格的过错责任。即在现行法制下,对于信息披露违规监管机关必须举证大股东对于信息披露

---

<sup>④</sup> 郑松山:“我国上市公司股东代表诉讼制度面临的困境及对策建议”,载《海南金融》2009 年第 8 期。

违规存在主观过错才能追究大股东的法律责任。<sup>⑤</sup>

虽然上市公司和大股东属于不同的两个法律实体,各自独立地享有权利和承担义务,但在中国特殊的股权结构下,可能发生大股东与上市公司法律人格的“竞合”问题,即一股独大的股东可能把持上市公司的实际经营管理权,使上市公司及其高管完全成为自己控制下的傀儡或工具,在这种情形下大股东实际上是信息披露违规的始作俑者,法律规定大股东承担比上市公司、上市公司高管还轻的严格过错责任显得不甚合理。因此,我国现行法律对所有大股东实行严格过错归责“一刀切”的做法存在一定的问题,也为实践中监管机关追究大股东的法律责任增加了障碍或负担,应该研究针对特殊股权结构或特殊类型公司(尤其是大股东完全控制型上市公司)大股东归责的特殊原则,探讨对其适用过错推定归责的可能性,以从根本上解决难以追究大股东违规责任的法律难题。

## 2. 加大对持股信息披露违规行为的深度追究和现场查证

由于近年监管层对股东持股信息披露的监管一再收严,许多股东和实际控制人采用隐蔽手法通过受控实体或一致行动人迂回并购上市公司股权,以规避法定的信息披露要求。对此类违规仍依靠股东名义和登记股权的形式审查是不足以察觉的,必须引入现场查证方法寻找新进股东与现有股东的蛛丝马迹,如注册资金来源、股权联系、关联交易或其他经济利益往来、董、监、高交叉任职及亲属关系情况,来判断新进股东与上市公司大股东或实际控制人的关联关系,从而辅助认定并购行为及信息披露的合规与否。

## 3. 加强对股东与上市公司间关联交易的甄别与监管

大股东尤其是控股股东利用关联交易从上市公司榨取利益,始终是

---

<sup>⑤</sup> 《证券法》第69条规定,发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。

大股东获利的一个主要渠道。由于股份全流通和市场监管的加强,不公平关联交易出现了隐性化、隐蔽化和间接化的趋势,大股东往往利用貌似公允实则不合理的定向增发、资产注入、丰厚订单等关联交易,从上市公司直接或间接获取利益。在监管上,应注意上述动向,做出相应的监管安排。应考虑灵活理解关联交易,将关联关系的概念扩大到控股股东能施加重要影响的其他主体,具体包括:(1)上市公司主要股东,包括法人和自然人;(2)控股股东控制或能施加重大影响的法人;(3)上述法人的董事、监事、高级管理人员及其亲密家庭成员控制或有重大影响的法人;(4)根据协议或某种制度安排与上述法人、有关的潜在关联人。如此,可以有效查证交易双方的真实关系,避免控股股东利用“壳公司”或其他隐性手段将关联交易“非关联化”。同时,针对关联人将一笔大单分批签订,将大笔交易分拆进行的特点,可以考虑建立关联交易的累计制度或对同一类型的关联交易采取更为严格的信息披露要求。