

## 信息披露违法责任不宜概而论之

吕成龙\*

新《证券法》第 85 条在原第 69 条规定基础上,以“信息披露义务人”替代了原“发行人、上市公司”的表述,并将发行人控股股东、实际控制人承担民事责任的归责原则由过错转向过错推定,以此加强其信息披露违法民事连带责任力度。近年来,我国证券监管机关在对欺诈发行、上市公司信息披露及公司并购重组稽查执法中,日益强调对上市公司控股股东及实际控制人等“关键少数”的精准打击,究其原因,这不仅是基于我国上市公司股权结构现实特点的明智判断,而且与证券监管机关敢于从我国实际国情出发、积极探索“精准执法”的制度创新有密切关系。值得注意的是,最高人民法院早先时候印发的《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》亦曾规定:“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。”<sup>[1]</sup>但遗憾的是,此次《证

---

\* 深圳大学法学院特聘研究员、助理教授。感谢季若望、施鸿鹏、皮正德及张兆函对本文的批评指正,但文责自负。

[1] 《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)。

券法》对控股股东、实际控制人归责原则修改,反倒强化了一种大范围“连坐式”的责任承担形态,更与精准执法的先进理念相去甚远。

### 一、已然:连带责任与精准执法存在理念矛盾

人就其自身所犯的过错,在其理性能够预期或者应当预期的范围内承担责任,不仅是法治现代化的基本原则与考量标准之一,<sup>[2]</sup>而且是大陆法系肇因原则(Verursachungsprinzip)的意涵所在。放眼域外,连带责任依然普遍存在于各主要发达国家,张维迎与邓峰教授认为原因在于法律作为治理结构对信息的依赖使我们无法建立一个完全基于个人责任的社会。<sup>[3]</sup>具体从民事法律关系的角度来看,在“一因一果”或“一因多果”单独侵权责任之下,侵权行为借由因果关系而引致责任后果自无疑义,但在“多因一果”及“多因多果”之多数人侵权行为之中,我们却不容易甄别其中责任成立与责任范围的因果关系。鉴于此,为保护债权人之利益及更好地实现社会公平,连带责任获得了法律上的正当性,债权人可借此向债务人一人、多人或全体主张履行债务,既可以要求不同债务人同时或先后履行,也可以要求全部或部分履行。<sup>[4]</sup>但值得警惕的是,现代社会下债务人之间的连带责任关系不可凭空拟制,且立法立场呈现出日益审慎的特征。譬如,美国各州自20世纪80年代开始逐渐废除或者限制连带责任,<sup>[5]</sup>此后,对连带责任的反思席卷了澳大利亚、新西兰等部分英联邦国家,以期降低对只有很少过错但经济实力较强的被告造成不公结果的危险。<sup>[6]</sup>因此,从法理上看,如何通过经验来发现并通过理性来发展调整民事法律关系,使其在

---

[2] 参见张维迎、邓峰:《信息、激励与连带责任——对中国古代连坐、保甲制度的法和经济学解释》,载《中国社会科学》2003年第3期。

[3] 同上注。

[4] 参见程啸:《侵权责任法》(第2版),法律出版社2015年版,第337~338页。

[5] 参见胡海容:《美国侵权法上连带责任的新发展及其启示》,载《法商研究》2008年第3期。

[6] 参见阳雪雅:《连带责任研究》,西南政法大学2010年博士学位论文。

最少的浪费和阻碍的情况下给予整个利益方案以最大的效果,<sup>[7]</sup>是现代法律作为社会控制手段合法性和正当性基础。是故,理性的反思必须建立在现实的经验基础之上,否则便会成为无本之木。

目前,从我国证券市场信息披露行政责任稽查执法来看,执法机构对控股股东、实际控制人的责任并没有一概而论,而是尝试予以区别对待,主要包括了三种情形:

第一种情况是控股股东、实际控制人指使、授意信息披露义务人进行披露违法行为,如证监会2020年第101号对公准股份及相关人员的行政处罚中,实际控制人韩某文“控制、指使财务人员进行财务造假,虚增公准股份资产和利润”,最终,韩某文作为实际控制人和直接负责的主管人员而分别被处以罚款60万元和30万元,2020年第105号索菱股份案实际控制人肖某亦同样如此。

第二种情况是控股股东、实际控制人作为信息披露义务人的直接负责主管人员被处罚,如在2020年第106号科融环境及相关人员行政处罚案中,毛某丽“在涉案期间对公司的经营管理实际控制,而且其作为董事签署了存在虚假记载的2017年年度报告”,对此,证监会根据《证券法》(2014年修正)第193条第1款予以处罚,但此时其被处罚身份是直接负责的主管人员。

第三种情况是控股股东、实际控制人对信息披露义务人隐瞒应当披露的信息。譬如,在证监会2019年第148号对明利股份及相关人员处罚中,证监会认定林某“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”,构成第193条第3款所述“指使”信息披露违法行为。不过,此种情形与前述两者稍有不同的地方在于上市公司可能确不知悉实际控制人的违法事实。当然,当事人有时亦以不知情为由而进行申辩,如在2019年第120号对天马股份处罚中,天马股份提出信息披露违法乃“控股股东和实际控制人操纵导致,天马股份非刻意隐瞒,没有主观恶意”。

可以看到,证监会在适用《证券法》(2014年修正)第193条进行行

---

[7] 参见[美]罗斯科·庞德:《通过法律的社会控制》,沈宗灵译,商务印书馆1984年版,第50~63页。

政处罚过程中,已注意到对不同情形分别对待,能够区分不同行为人的责任。相较之下,《证券法》(2019年修订)所规定的民事责任却是“一刀切”地追究信息披露义务人、控股股东及实际控制人的连带责任,不免令人担忧由此所导致的责任泛化。

## 二、实然:概而论之的连带责任有违民法法理

诚如王利明教授所言,“在所有调整民事主体人身关系和财产关系的私法规范中,民法典因其内容的完备性、体系的完整性、调整范围的宽泛性、价值的指导性等特点而居于基础性地位”,<sup>[8]</sup>因而,新《证券法》第85条对连带责任的规定需与《民法典》侵权责任规范保持内在协调。因此,在现行的实定法之下,控股股东、实际控制人与信息披露义务人之间究竟是独立的单独侵权还是多数人侵权,是决定构成连带责任与否的关键,而如果是连带责任,则需进一步审视其构成何种连带责任。《民法典》第1168~1172条基本维持了原《侵权责任法》第8条至第12条的规定,其中,共同加害行为、教唆帮助行为、共同危险行为、二人以上分别实施侵权行为造成同一损害且每个人的侵权行为都足以造成全部损害之四种情形下,具备担连带责任的基础。不过,在探讨控股股东、实际控制人责任类型之前,我们首先有必要对控股股东、实际控制人在上市公司治理中的地位和作用进行观察。

根据现行《公司法》第216条规定,控股股东为持有公司股份50%以上或虽不足50%但所享有表决权足以对股东大会决议产生重大影响的股东,实际控制人则是指通过投资关系、协议或者其他安排能够实际支配公司行为的人,证监会2019年发布的《首发业务若干问题解答》进一步规定“发行人股权较为分散但存在单一股东控制比例达到30%的情形的,若无相反的证据,原则上应将该股东认定为控股股东或实际控制人”。不难发现,如果上市公司存在控股股东和实际控制人,则意味着其很容易达致须由2/3以上表决权同意的股东大会特别决议

[8] 王利明:《深刻把握民法典的基础性法律地位》,载《人民日报》2020年7月8日。

事项,甚至由此具备了新《证券法》第 197 条所指的组织及指使违法行为的能力,上述第一种情况正是典型代表。更值得注意的是,从我国目前上市公司的股权特点来看,由于我国上市公司股权集中程度仍然较高,<sup>[9]</sup>进一步加剧了此种不公平的普遍性和严峻性,并放大了新《证券法》第 85 条的现实影响力。据曾斌博士统计,深圳证券交易所 A 股 2200 家公司平均第一大股东的持股比例为 31%,前三大股东平均持股比例为 46%,远远高于美国、日本等国家的股权集中度。<sup>[10]</sup>如此一来,我们虽较少出现美国式董事会中心主义及其所引致的委托代理问题,但股权相对集中的特点很有可能使公司董事会沦为控股股东的牵线木偶,<sup>[11]</sup>甚至是利益输送行为的合法外衣。<sup>[12]</sup>由此而言,实际控制人、控股股东在上市公司治理中重大影响力和控制力,不容小觑。

在此前提下,我们可采取逆证法证明控股股东、实际控制人并非应当承担连带责任:一方面,《民法典》第 1168 条规定了共同加害的责任形式,根据民法学研究,共同加害的前提是加害人之间存在共同故意的意思联络。<sup>[13]</sup>由此,在新《证券法》第 85 条之下,若实际控制人、控股股东需与信息披露义务人承担连带责任,则两者之间必须具备该意思联络,但前述三种情况皆不存在共同故意的意思联络:

其一,第一种情况乃控股股东及实际控制人指使、组织和策划了违法行为,此种情形下上市公司的董事会、监事会和经理如上文所述,其在一定程度上只是控股股东及实际控制人意志实现的工具。换言之,

---

[9] Gur Aminadav 与 Elias Papaioannou 对 127 个国家近 40,000 家上市公司 2004~2012 年股权集中度情况进行研究后发现,美国、加拿大等国家股权结构相对分散,前三大股东平均持股约为 30%。Gur Aminadav & Elias Papaioannou, *Corporate Control Around the World* (April 2019).

[10] 参见曾斌:《全球上市公司股权结构分布与趋势》,载“法经笔记”微信公众号,2019 年 11 月 24 日。

[11] 参见焦健等:《股权制衡、董事会异质性与大股东掏空》,载《经济学动态》2017 年第 8 期。

[12] 参见赵骏、吕成龙:《上市公司控股股东自利性并购的隧道阻遏研究》,载《现代法学》2012 年第 4 期。

[13] 参见王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社 2009 年版,第 355 页;前注[4],第 348 页。

此种看似由公司法人通过其内部组织程序形成而团体意思,<sup>[14]</sup>本质上是控股股东及实际控制人的单独意思,难谓共同故意的意思联络,这也是目前《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》要求法院判令控股股东及实际控制人直接向投资者承担民事赔偿责任的缘由所在。也许有观点认为,此种类似刺破公司面纱的责任承担方式有悖于公司最核心的本质——有限责任,但正如域外 *Walkovsky v. Carlton* 案持异议意见法官所述,无限度容忍股东利用公司形式滥用有限责任特权将导致公众成本的增加,反之,刺破公司面纱也不见得会使公众对设立公司产生恐惧。<sup>[15]</sup>

其二,在第二种情况下,控股股东及实际控制人不见得是有意指使,而可能只是未勤勉尽责。例如,在2018年第79号龙宝参茸及相关人员行政处罚中,实际控制人孙某贤因对“信息披露的真实、准确、完整未勤勉尽责且在招股说明书上签字确认”而被处罚,此种情况多由控股股东及实际控制人(尤其是自然人)未尽到其作为董事的勤勉义务而引发,即便在现行法之下,责任承担的主体也理应为信息披露义务人,作为董事的控股股东及实际控制人应该在《公司法》下承担董事义务及责任,乃至于控股股东信义义务责任,但绝不应是连带责任。

其三,第三种情况若经由稽查执法证明乃由控股股东或实际控制人隐瞒所致,若上市公司已经尽到了足够注意义务,实际上更应当是控股股东及实际控制人的单独责任或者按份责任,同样谈不上因意思联络而引致的共同加害。即便抛开上述理由不论,仅从《民法典》及侵权责任的一般原理来看,共同侵权需要建立在多数人过错(含过错推定)责任的基础上,而新《证券法》第85条对信息披露义务人的归责原则为无过错责任,因此,控股股东、实际控制人无论如何也不能与信息披露义务人在《民法典》之下达致连带责任。

另外,从其他多数人侵权行为类型观察:其一,教唆帮助行为下的“教唆”乃利用言词对他人进行开导、说服,或通过刺激、利诱和怂恿等

---

[14] 参见谢鸿飞:《论民法典法人性质的定位 法律历史社会学与法教义学分析》,载《中外法学》2015年第6期。

[15] *Walkovsky v. Carlton* 223 N. E. 2d 6 (N. Y. 1966).

方法使该他人从事侵权之行为,<sup>[16]</sup>在前述相应情形下,控股股东、实际控制人已亲身从事组织、指使或隐瞒等违法活动,与一般民事语境下教唆他人从事侵权之场景截然不同。其二,《民法典》第 1170 条共同危险行为是指多数人中一人或数人行为导致损害,只因不能确定具体侵权人是谁,故由全体行为人承担连带责任,但就前述三种情况而言,从现有证监会对上市公司、董事、监事及高级管理人员、控股股东及实际控制人的信息披露执法来看,已经在尝试更为精准的责任划分。更为重要的是,根据新《证券法》《上市公司信息披露管理办法》等具体规则,尽管“信息披露义务人”的范围在《信息披露违法行为行政责任认定规则》《上市公司信息披露管理办法》《证券市场禁入规定》以及证监会问答中有所差异,但控股股东、实际控制人、上市公司之间的责任在上述规范中皆是明确的,不存在无法确定侵权人之情形,因而,其无法构成共同危险的侵权责任。其三,同样是基于该原因,《民法典》第 1171 条所指的二人以上分别实施侵权行为造成同一损害且每个人的侵权行为都足以造成全部损害的情形,亦无法证成。因此,就我国发行人及上市公司信息披露违法的情况来看,控股股东及实际控制人扮演着积极且明确的角色,理应成为责任承担的直接主体,而非与上市公司承担连带责任。

### 三、展望:更为精细的信息披露违法责任

面向未来,信息披露违法责任不能概而论之,我们应当更为精细地去考量民事责任的分配问题。从法律经济学的角度来看,汉德法官(Learned Hand)在 *United States v. Carroll Towing Co.* 中提出了经典的汉德公式,即如果损害发生的盖然性是  $P$ ,可能发生的损害的严重程度为  $L$ ,行为人避免损害的负担为  $B$ ,当  $B < PL$  而行为人未能采取避险措施时,则由行为人承担过失侵权的责任。<sup>[17]</sup> 举轻以明重,在发行人及

[16] 同前注[4],第 374 页。

[17] 参见冯珏:《汉德公式的解读与反思》,载《中外法学》2008 年第 4 期。

上市公司信息披露工作中,若公司存在控股股东或者实际控制人,则其避免信息披露违法的成本无疑是最底的,这在前述第一种情况和第三种情况下尤其明显,更遑论这两者往往乃故意为之。而在第二种情况下,控股股东与实际控制人多兼有董事、董事长身份,鉴于其对公司运作具备重大影响力及实际控制能力,他们仍然是最低成本的损害预防者,故其以“直接负责的主管人员”身份承担责任同样是最富有效率的安排,这也是目前证监会实际执法的主要思路。需要说明的是,第二种情况下控股股东及实际控制人承担的是公司法上董事违反勤勉义务的责任,而非第一种和第三种情况下的直接责任,否则,这将实质上导致控股股东及实际控制人成为上市公司任何行为的最终保证人和责任人,这与现代公司治理结构与公司本质将产生内在冲突。

因此,我国新《证券法》第85条应当进行修改,不再设置信息披露义务人与实际控制人、控股股东之间的连带责任,而应在仔细甄别其责任成立与范围因果关系之后,使不同主体在其责任范围内承担应有责任,尤其在前述第一种及第三种情况之下,明确规定控股股东及实际控制人的单独直接责任,这是现代民事法律制度及法治发展的应有之义。当然,在第二种情形下,作为董事的实际控制人及控股股东绝非由此置身之外,信息披露义务人在对外承担虚假陈述民事责任之后,其仍然不能免除内部责任。

申言之,为真正发挥董事信义义务责任追究机制的功能,《公司法》相关条款要予以进一步完善,实现“两条腿走路”:一是加强中证中小投资者服务中心的持股行权工作,鉴于其已经持有上市公司一手的股权,且新《证券法》第94条规定其可以在不受《公司法》第151条限制的情况下为公司的利益以自己的名义向人民法院提起诉讼,可在相当程度上纾解目前上市公司股东集体行动的难题;二是修订完善现行《公司法》股东代表诉讼规定,促进上市公司股东更加顺畅地提起代表诉讼,扭转目前股东代表诉讼因持股时间、数量及举证责任难度等原因导致实施效果欠佳问题,本文认为,比之于投资者保护机构的选择性的



公益救济,这可能更有助于公司治理机制的完善和股东保护。<sup>[18]</sup>除此之外,赵旭东教授新近研究阐述了控股股东对中小股东承担信义义务下的具体方案与机制,尤为值得关注。<sup>[19]</sup>

美国法学家富勒(Lon L. Fuller)曾对法律的内在道德予以经典阐述,其中,法律非矛盾原则和法律可行性原则要求法律规范内在结构不存在逻辑矛盾、规范要求真实可行,<sup>[20]</sup>法律的制定不能完全以片面的实用主义作为出发点,更不能为了应对短期目标而不顾整体的法理。因此,我们应当及时矫正新《证券法》第85条连带责任的规定,尽快消解其与民法法理及上市公司治理现实状况的冲突。

(编辑:谢贵春)

---

[18] 参见吕成龙:《上市公司董事监督义务的制度构建》,载《环境法律评论》2001年第2期。

[19] 参见赵旭东:《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。

[20] 参见[美]富勒:《法律的道德性》,郑戈译,商务印书馆2005年版,第77~95页。