

上市公司实际控制人 法律责任的反思与构建

郑 彧 *

内容提要：目前证券监管采取的“追首恶”方式错误地援用了控股股东信义义务理论，过于强调实际控制人的可追责性，反而在公司治理结构上模糊了实际控制人与上市公司之间应有的责任边界。应在厘清股东信义义务的公司法边界的基础上转换证券法上实际控制人法律责任的理论基础，构建以董事责任为主的追责体系。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，非控股股东可以通过股东派生诉讼追究实际控制人违反董事信义义务的责任。如果此类控制导致了证券法上的违法后果，则实际控制人应作为法定的违法行为人之一承担直接责任。在此区分下，可以借鉴美国法上以反欺诈条款为请求权基础的派生诉讼制度来保障非控股股东的诉权选择。在实际控制人法律责任问题上，应实现公司治理结构的理念矫正与证券违法行为追责的逻辑转换。

关键词：实际控制人 法人人格 信义义务 事实董事 股东派生诉讼

上市公司既要围绕着股东权利的行使和公司治理的规范受到公司法的管辖，也会基于证券公开发行或者公开交易的“涉众性”而受制于证券法的约束，从而在股东权利保护方面存在公司法与证券法的交集与差异。公司法上的控股股东责任强调的是控股股东对于公司整体利益的维护，^{〔1〕}以实现公司所有股东在股东权益上的平等对待。而证券法上的实际控制人责任更多关注的是，不能因为实际控制人对于上市公司的“非法控制”或者欺诈行为而使公众投资者承受所持证券的价值损失。如果没有正确区分实际控制人责任在证券法和公司法上的逻辑差异，只是简单地将证券法上实际控制人的法律责任归结于公司法上控股股东信义义务的延伸，则可能会对我国上市公司法人治理结构的塑造产生负面影响。

* 华东政法大学教授。

本文系2020年度国家社科基金项目“证券发行注册制法律实施机制研究”（20BFX130）的阶段性成果。

〔1〕 公司的控股股东与实际控制人原本是两个独立的概念。前者主要是指直接持有上市公司股份并可构成企业会计准则上“控制”地位的直接股东；后者则是透过对直接股东的股权持有或控制而间接持股的自然人或者法人。通常而言，控股股东责任在字面上仅指直接股东的法律责任，但在“实质穿透”的监管原则下，仅仅描述或者论证直接股东的责任基础并无意义（因为其非常容易通过多重股权结构的设计来规避直接股东的义务）。在此背景下，本文所述的实际控制人责任或信义义务既包括直接控股股东对于公司的法律责任或信义义务，也涵盖了实际控制人透过直接控股股东而对公司间接承担的法律责任或信义义务。

一、从公司独立责任到实际控制人连带责任的监管趋势

在公司法人人格独立的责任逻辑下,1998年证券法并没有涉及实际控制人对于中小投资者或者公司所应承担的法律责任,而是完整地体现了以公司法人独立责任为基础的追责原则,并通过该法第63条建立起了以发行人为责任主体的“法人责任”模式。^{〔2〕}但随着证券市场的发展,实际控制人通过欺诈上市、违规担保、非法转移上市公司资金、非法关联交易等方式掏空上市公司的乱象越来越多。当时的公司法和证券监管虽然也强调股东、公司、董事三者之间的制衡关系,但在法律层面上并未对实际控制人破坏公司治理结构平衡的行为设置明确、清晰的法律后果。2003年《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“虚假陈述若干规定”)也仅是用“可以追偿”这一模糊的表述表明一种不予否定(而非确切肯定)的立场。^{〔3〕}因此,当实际控制人违反上市公司治理结构的要求,指使其控制的公司或董监高从事违法行为时,公司仍需以其自身名义承担该违法行为的不利后果,并且无法从实际控制人处获得赔偿。当公司资产价值由此受到减损时,中小投资者也随之承担了公司股价下跌的损失,从而出现“大股东犯错、小股东埋单”的现象。

在2005年公司法和证券法联动修改中,立法者和监管者开始关注实际控制人对于上市公司进行非法控制的法律责任问题。除了公司法修改时新增第20条明确实际控制人“不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益”(控股股东义务)和第152条“他人侵犯公司合法权益,给公司造成损失的,本条第一款规定的股东可以依照前两款的规定向人民法院提起诉讼”(股东派生诉讼)的救济路径外,还首次将实际控制人法律责任纳入证券法的调整范围,新增了“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”的过错责任条款。^{〔4〕}尽管如此,由于2005年证券法就虚假陈述、误导性陈述或者重大遗漏等证券违法行为分别设定了发行人的法定责任和实际控制人的过错责任这两种不同的归责路径,^{〔5〕}使得对于实际控制人追责的效果并不理想,实践中甚至一度出现只向上市公司追责的实际控制人法律责任虚化的状态。^{〔6〕}

从法律责任分配的效果而言,上市公司虽是法定义务人,但其仅仅是实际控制人“作恶的工具,追责时应落实到具体责任人员,防止广大股东受二次伤害”。^{〔7〕}因此,作为一种利益平衡的补救措施,监管部门开始在中小股东保护的效果目标下推动“追首恶”的证券监管

〔2〕 1998年证券法第63条规定:“发行人、承销的证券公司公告招股说明书、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,存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任,发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。”

〔3〕 “虚假陈述若干规定”第22条第1款规定:“实际控制人操纵发行人或者上市公司违反证券法律规定,以发行人或者上市公司名义虚假陈述并给投资人造成损失的,可以由发行人或者上市公司承担赔偿责任。发行人或者上市公司承担赔偿责任后,可以向实际控制人追偿。”

〔4〕 参见2005年证券法第69条。

〔5〕 参见桂敏杰主编:《〈中华人民共和国证券法〉、〈中华人民共和国公司法〉新旧条文对照简明解读》,中国民主法制出版社2005年版,第68页。

〔6〕 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,《证券市场导报》2017年第7期,第73页。

〔7〕 《投服中心首单“追首恶”支持上诉获胜,大连控股实际控制人被判承担赔偿责任》, <http://www.zqrb.cn/stock/gupiaoyaowen/2019-11-22/A1574429878890.html>, 2021年3月6日最后访问。

方式。比如，在北京无线天利移动信息技术股份有限公司、钱永耀信息披露违法违规行政处罚案中，证监会指出，“作为控股股东、实际控制人，这些人士是上市公司外部治理的关键，……双重身份意味着双重义务与双重责任，仅从上市公司信息披露违法的角度看，既可能触发作为上市公司董事长的失职，又可能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”。〔8〕在凹凸凹信息披露违法违规行政处罚案中，证监会直接依据这种“双重身份理论”，对涉案公司的实际控制人采取了双罚措施：以直接负责的主管人员（法定代表人）的身份罚款30万元，以实际控制人的身份罚款60万元。〔9〕在高鹏、代威证券虚假陈述责任纠纷二审案中，虽然一审判决排除了投资者对于责任主体和责任承担顺序的选择权利，驳回了原告对于实际控制人的索赔诉请，但辽宁高院在二审中支持了中证中小投资者服务中心的观点，即上市公司及主要责任人员、机构构成共同侵权责任，原告有权请求部分或全部连带责任人承担责任，且责任承担顺序无法律限制，判令大连控股的实际控制人应为上市公司的虚假陈述向原告承担实际损害赔偿赔偿责任。〔10〕

为反映前述“追首恶”的监管实践和司法审判立场，2019年证券法进一步将实际控制人的法律责任从“过错责任”转为“过错推定责任”。该法第24、85条关于实际控制人法律责任的要件表述均从“发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的”修改为发行人的控股股东、实际控制人应当与发行人承担连带责任，“但是能够证明自己没有过错的除外”，并在第12条关于公开发行条件的规定中新增了一项实际控制人“最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪”的负面清单要求。然而，2019年证券法仅是在过错推定原则下简单规定了实际控制人与发行人的连带赔偿责任，对于二者之间应按照何种顺序承担民事赔偿责任并未作出直接规定，由此引发了实际控制人责任问题的新讨论，即如何“确立追‘首恶’的民事赔偿责任承担顺序”。〔11〕

二、上市公司实际控制人连带责任的理论误解与厘清

（一）股东信义义务的理论援引

在由实际控制人所主导的上市公司系列丑闻中，不可否认的事实是，发行人、上市公司并不是违法行为的最大受益者，真正遏制证券欺诈的关键应是将责任主要配置给最有可能的违法行为实施者和受益者。〔12〕但如何配置这样的责任，在我国却一直存在理念上的误解，最根本的就是将公司法上对于实际控制人的信义义务要求直接套用在证券法上作为“追首恶”的理论基础。〔13〕通过分析证监会关于上市公司大股东违法违规行为的监管通报可以发现，“追首

〔8〕 参见《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、钱永耀）》（〔2016〕81号）。

〔9〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（凹凸凹金融信息服务（上海）股份有限公司、鲜言）》（〔2017〕51号）。

〔10〕 参见辽宁省高级人民法院（2019）辽民终814号民事判决书。

〔11〕 《民事赔偿先追“首恶”，私募基金应持牌管理》，《证券时报》2021年3月3日第A02版。

〔12〕 参见郭雳：《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》，《中外法学》2010年第4期，第639页。

〔13〕 作为普通法系在信托法的基础上通过判例所确立的衡平法上的系列义务，信义义务的含义并非受制于成文法的逻辑框架。我国2005年公司法虽引入信义义务框架下的董事勤勉义务和忠实义务概念，但并无信义义务的成文法界定。我国早先对于实际控制人信义义务的讨论还是局限于传统民法上的诚信原则，以民法上的诚信义务指代信义义务。因此，若无特别说明，本文所涉及的诚信义务在本意上等同于信义义务，均指向实际控制人对公司所应负的义务。

恶”背后的监管理念是实际控制人对于上市公司负有“诚信义务”。^[14] 监管系统内部也持这一观点,认为上市公司大股东及实际控制人对保护中小投资者利益担负不可违背的诚信义务,大股东、实际控制人应切实履行好诚信义务,共同维护好市场秩序。^[15] 理论界也认为,如果缺乏有效的权力制衡机制,实际控制人为追求自身的利益,通过“代理人”或者“亲自揽权”干预公司日常经营活动进而损害公司以及少数股东利益的事例会层出不穷。^[16] 当那些比私人公司更大规模的公众型公司存在实际控制人滥用控制权而牟取私利的行为时,就难免构成对社会公众投资者的侵害。^[17] 由此推导出需要“加大对公司控制股东或者实际控制人的规制”的基本结论。^[18]

问题在于,我国关于实际控制人诚信义务讨论的语境和内涵均与普通法系控股股东的信义义务大为不同。“追首恶”语境下的实际控制人信义义务指向的是实际控制人对中小投资者(不仅仅是公司)所应承担的义务,因为“立法上已经倾向于对控制股东的行为给予特殊约束,不仅消极地要求控制股东不得为某些行为,还积极地要求控制股东为某些行为”。^[19] 由此,在“实际控制人控制公司”的乱象下,“尊重现实,确立控股股东在公司治理中的主体地位。……明确承认其在资本多数决之下享有的控制权”,^[20] 就成为股东信义义务在我国的一种本土化解释。

类似的理解其实混淆了公司法与证券法上关于股东责任的要求以及股东责任要件的区别,扩张了公司法上股东信义义务的范围,使之被错误地运用到证券监管中,^[21] 从而产生实际控制人责任在公司法路径与证券法路径上的重合与冲突:一方面,基于公司法上有关公司独立性的要求,证监会通过发布《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》等规范性文件,不断强调上市公司在股东、董事、监事层面实现“各司其职,各尽其力”的公司治理结构安排,要求实际控制人不得干涉上市公司独立开展经营活动,对包括关联交易与同业竞争在内的可能损害公司利益的行为树规立矩,这是在公司治理层面力求突破“一股独大”“一股独强”的监管努力。但另一方面,基于传统经营理念上“责任到人”的主体责任意识,证监会在维持上市公司运营稳定的诉求下,又试图寻找在中国的商业语境下能够确保这种稳定性的“责任依靠”,并透过证券公开发行的条件传递出实际控制人应“对公司、对股东”负责的监管冀望,提出了“上市公司及其控股股东、实际控制人、董监高等关键少数担负着自我规范、自我提高、自

[14] 比如,在对三九医药违法违规案的通报中,中国证监会表示,立案稽查是证券监管部门为遏制控股股东损害上市公司、“掏空”上市公司的一个重要举措。控股股东应切实履行对上市公司及全体股东的诚信义务,勤勉尽责,维护公司利益。参见《决不心慈手软,中国证监会查处股市“坏孩子”》, <http://finance.sina.com.cn/y/20010829/101348.html>, 2021年3月10日最后访问。

[15] 参见《中国证监会依法严厉查处上市公司大股东及实际控制人违法减持案件》, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201508/t20150821_283137.html, 2020年3月28日最后访问。

[16] 参见习龙生:《控制股东的义务和责任研究》,法律出版社2006年版,第18页;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2页。

[17] 参见朱慈蕴:《资本多数决原则与控制股东的诚信义务》,《法学研究》2004年第4期,第105页。

[18] 朱慈蕴:《论中国公司法本土化与国际化的融合——改革开放以来的历史沿革、最新发展与未来走向》,《东方法学》2020年第2期,第101页。

[19] 王建文:《论我国构建控制股东信义义务的依据与路径》,《比较法研究》2020年第1期,第95页。

[20] 赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,《法学研究》2020年第4期,第99页。

[21] 对于实际控制人的认定已经成为证券监管部门“监管工作是否成功”“监管是否富有成效”的重要抓手。证监会在IPO发行核准中坚持发行人应该具备“稳定股东结构”的控制权要求。对于那些不存在“实际控制人”的申请人,监管部门会在反馈意见中特别关注无实际控制人状态对于发行人日常决策、运营和管理方面的影响。

我完善的直接责任、第一责任”的要求。^[22]由此，公司法上的股东信义义务被直接提升至证券监管意义上“向中小股东负责”的投资者保护高度，成为“追首恶”的理论依据。

（二）股东信义义务的公司法边界

数百年来公司法发展的历史本质上是在不断强调公司法人人格独立基础上的公司治理结构的改良史。公司治理的核心是通过制度的设计，有效地防止对于公司利益的不法侵害。因此，公司治理在法律上主要表现为关于控股股东、董事、经理等对公司具有控制力之人的权利、义务的规定以及法律责任的追究。^[23]在此基础上，基于外部人与内部人的区别，公司治理结构在整个公司法的历史中呈现出两条既不相同又有交叉的发展路径：一是，对作为外部人的公司股东（特别是控股股东）与公司之间围绕牵制与制约关系而进行的规范与约束；二是，对作为内部人的公司董事、高级管理人员与公司之间权利、义务关系的规范。前者衍生出了股东信义义务要求，后者则产生董事信义义务标准。

信义义务不是基于成文法的明文规定或者合同的约定，而是来源于法官对法律或者合同的解读，是以衡平法的方式确立起对于共同财产利益的一种义务标准，其主要目标是防止义务方在需由权利方承担后果的情形下损害到权利方的财产利益。^[24]在此背景下，董事与公司之间围绕公司财产产生“委托—代理”关系，董事作为公司的代理人控制公司财产，对公司承担普通法上的信义义务。但股东（无论是否是控股股东）完成对于公司的出资义务时，股东与公司、股东与股东之间并不存在财产管理上的“委托—代理”关系。因此，在普通法的语境下，并无控股股东对公司或者非控股股东承担信义义务的衡平法基础。^[25]

事实上，美国各州在成文法层面均无控股股东对于非控股股东承担法定信义义务的规定。^[26]法院对于控股股东与非控股股东之间是否存在信义关系的认定，也是持相当保守的态度。^[27]即使肯定控股股东适用信义义务的要求，对于适用范围也限定得非常狭窄。比如，在 *Windmuller v. Standard Distilling Co.* 案中，法院认为，股东仅仅持有绝大多数股份并不使其成为其他股东的受托人，其在选举董事、对外转让股票时并不受到向其他股东负有信义义务的限制。^[28]特拉华州衡平法院的观点是，当股东投票赞成或反对某项解决方案时，他对拥有独立财产并独立行使财产权利的公司并无信义义务。^[29]实际控制人仅在对提名董事或高管人员负有持续监督责任以及出售公司控制权时，负有谨慎调查义务等极其特殊且例外情况的注意义务，但无需像公司董事那样必须处于高度注意的常态。^[30]由此可知，只有当实际控制人违反公司法人人格独立原则，滥用持股优势操纵董事选举或者对公司事务施加不当影响等

[22] 《多举措推动提高上市公司质量》，《经济日报》2019年11月20日第6版。

[23] 参见王欣新、王斐民：《论公司治理与公司控制人侵权责任的追究》，《政法论丛》2005年第6期，第35页。

[24] See *Wheeler v. Abilene Nat. Bank Bldg. Co.*, 159 Fed. 391 (8th Cir. 1908).

[25] 参见 [美] 汉密尔顿：《公司法》影印版，法律出版社1999年版，第379页；Harry G. Henn & John R. Alexander, *Laws of Corporations and Other Business Enterprise*, 3rd ed., West Group, 1983, p. 653.

[26] See J. A. C. Hetherington, *Defining the Scope of Controlling Shareholder's Fiduciary Responsibilities*, 22 (1) Wake Forest Law Review 10 (1987).

[27] See Steven L. Emanuel, *Corporation*, CITIC Publishing House, 2003, pp. 249–250.

[28] See 106 App. Div. 246 (N. Y. App. Div. 1905); Jerry B. Helwig, *The Fiduciary Duty of Controlling Shareholders*, 7 (4) Case Western Reserve Law Review 469 (1956).

[29] See *Northern Counties Sec. Ltd. v. Jackson & Steeple Ltd.*, [1974] 1 W. L. R. 1133, 1144 (Ch.).

[30] 参见宋从文：《公司控制权正当行使的实证分析》，《法律适用》2009年第4期，第42页。

操控公司经营管理工作时,才会面临被要求承担与公司董事相同的注意义务与其他信义义务的风险。^[31]

在美国公司法上,实际控制人对公司承担法律责任的基础在于,违反对于公司的信义义务而损害到公司的整体利益。但其并不反对实际控制人基于“控制的事实”而获得控制权利益。在 *Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.* 案中,美国法院确立了“控股股东出售控股权的溢价收益并不是对于其他中小股东的‘滥权’”的观点。^[32] 只要不涉及对于公司日常经营活动的干涉(此等事项属于董事职责范围),实际控制人利用持股上的优势对于公司表决施加影响,如更换董事、出售资产、改变公司经营方针等,是可以被法院接受的。由此可见,美国公司法关于股东信义义务的基本逻辑仍是以“公司”为本的衡平法思路,是在公司独立性原则被绝对遵守的前提下,将公司作为独立法人必须行使独立决策权作为公司治理结构运行的价值标杆,并由此衍生出诸如“不得欺诈、排斥中小股东”“不得进行内部人交易”“不得进行不公平自我交易”“不得篡夺公司机会”“竞业禁止”等股东对于公司的信义义务。^[33]

(三) 股东信义义务的证券法含义

在普通法上,代理人、合伙人、董事和高级管理人员、受托人、破产管理人均可纳入信义关系范畴,合同法、公司法、证券法、合伙企业法和信托法等众多部门法均存在信义义务的容纳空间。^[34] 普通法已经形成了以信义关系为中轴的信义法体系,^[35] 不同的当事人可以在不同部门法的信义义务规范下受到更为宽泛的保护。美国 1934 年证券交易法就成为公司或非控股股东有机会摆脱前述公司法上控股股东信义义务的诸多限制条件而寻求证券法庇护的主要工具。

1934 年证券交易法第 10 条和证券交易委员会(SEC)依据该法授权制定的 10b-5 规则弥补了 1933 年证券法第 11 条只对证券买方提供保护的逻辑缺陷,将保护对象覆盖到了证券交易的买方和卖方,使得“公司”本身作为交易的一方也可获得联邦证券法的保护。^[36] 此外,此处使用了“任何”这一可被扩张解释的词语,如“任何手段、骗局或者伎俩”、“任何构成或者可能构成”,使得前述规则可适用的保护场景非常广泛。即便发行人并未同时买卖其所发行的证券,单纯不实陈述也会面临欺诈责任风险。在适用上,其并没有限定在公开交易的场合,无论是通过场内集中竞价方式还是场外报价方式所达成的证券交易,均受这些规则的约束,从

[31] See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *When the Government Is the Controlling Shareholder*, 89 (6) *Texas Law Review* 1321 (2011).

[32] 397 N. E. 2d 387 (N. Y. 1979).

[33] 楼建波等译:《公司治理原则:分析与建议》上卷,法律出版社 2006 年版,第 378 页以下。

[34] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, 71 (3) *California Law Review* 795 (1983).

[35] 参见徐化耿:《信义义务的一般理论及其在中国法上的展开》,《中外法学》2020 年第 6 期,第 1573 页。

[36] 1934 年证券交易法第 10 条规定:“任何人直接、间接利用任何州际商业手段、工具、利用邮递或者利用全国性证券交易所任何设施从事以下行为,均属违法:……(b) 对于买卖于全国性证券交易所注册的任何证券、未进行此等注册的任何证券或者任何以证券为基础的互换协议,违反证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者制定的必要或者适当规则和条例,使用或者利用任何操纵、欺诈手段或者计谋。”参见中国证券监督管理委员会编译:《美国〈1934 年证券交易法〉及相关证券交易委员会规则与规章》第 1 册,法律出版社 2015 年版,第 181 页。10b-5 规则规定:“任何人直接、间接使用美国的州际贸易方式、工具,或者使用邮递或者全国性证券交易所设施从事以下活动,均属违法:(a) 使用任何手段、骗局或者伎俩进行欺诈,(b) 对为了使陈述在当时的情况下不致误导所需的重大事实作不实陈述,或者遗漏了对此等所需的重大事实的陈述,或者(c) 任何构成或者可能构成欺诈或者欺骗的证券买卖行为、做法或者业务经营。”参见本注所引中国证券监督管理委员会编译书,第 2 册,第 129 页。

而构成了管辖美国境内所有证券交易行为的一个宽泛意义的“反欺诈条款”。^[37]

这种宽泛的反欺诈条款意味着，通过证券法的转介，联邦法院有机会将管辖权扩张到原来只由州法调整的公司法上信义义务的范畴。^[38]就控股股东与非控股股东的关系而言，尽管非控股股东可能无法在州法院获得公司法上信义义务的保护，但可能在证券法中找到信义义务的保护基础。比如，联邦法院认为，控股股东在公司管理中的控制力会是一种新形式的“欺诈”。^[39]因此，只要实际控制人确定地对公司的决策机构施加了控制影响，该影响是出于可使控制人受益的“不正当”目的而使用，并且这种使用对公司造成损害，则非控股股东就获得了10b-5规则下的诉权。^[40]这样，公司法上控股股东与非控股股东之间常见的控制权溢价、企业合并、表决权委托等争议，既可适用州层面的公司法，也可适用联邦层面的证券法。

虽然1934年证券交易法第10条和10b-5规则作为反欺诈条款背后的逻辑基础仍是信义法有关信义义务的判断，但无论是在Santa Fe Industries Inc. v. Green案中的明示，^[41]还是在Marshall v. AFW Fabric Corp.案中的暗示，^[42]美国联邦法院都认为，仅是不公正或单纯违反信义义务并不构成对于联邦证券法的违反，相关指控还必须存在欺骗或操纵的根本诉因。仅以违反信义义务为由，依据联邦证券法是不可诉的。^[43]在此前提下，作为一种诉讼的选择技巧，非控股股东既可以考虑依据州公司法，以公司的名义对实际控制人“控制”公司或董事而致的损害行为提起公司法上的股东派生诉讼，也可以考虑以公司的名义提起证券法上的派生诉讼，要求联邦法院对于公司作为交易主体所受的损害提供救济。除此以外，如果非控股股东作为证券交易的一方，其还可以直接援引10b-5规则，从进行欺诈交易的对手方（实际控制人）获得赔偿，并且此种诉讼有机会以证券集团诉讼的方式提起。

三、上市公司实际控制人法律责任构建的中国路径

无论是基于公司法的视角还是证券法的视角，上市公司中小股东保护的路径其实都应是确保公司能够独立地从事运营，不受任何股东的控制，也不代表任何类型股东的利益，从而实现股东平等对待。在此前提下，公司法以公司独立性为衡量标准，通过对“公司利益”的影响这一标准，判断非控股股东是否因为实际控制人的控制而受到损害。证券法则以“保护交易公平”为目标，基于“公众利益”来保护证券市场公众投资者所持有的证券价值不受实际控制人违法行为的侵害。在这种区分之下，上市公司实际控制人的法律责任也存在两种截然不同的建构路径：一种是公司法上建立在公司法人人格独立基础之上的股东个人责任，表现为非控股股东代表公司所提起的股东派生诉讼；另一种是证券法上实际控制人作为法定的违法行为人之一承担直接责任，而非与上市公司各自独立的“连带责任”，体现为涉及群体性利益的集体

[37] 参见汤欣：《美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制——兼论一般性反欺诈条款制度的确立》，载张育军、徐明主编：《证券法苑》第2卷，法律出版社2010年版，第193页，第204页以下。

[38] See *Fiduciary Suits Under Rule 10b-5*, 17 (4) *Duke Law Journal* 791 (1968).

[39] Thomas J. Sherrard, *Fiduciaries and Fairness Under Rule 10b-5*, 29 (6) *Vanderbilt Law Review* 1394 (1976).

[40] See *Schoenbaum v. Firstbrook* (405 F.2d 200 (2d Cir. 1968)).

[41] See 430 U.S. 462 (1977).

[42] See 533 F.2d 1277 (2d Cir. 1976).

[43] See Jeffrey C. Palkovitz, *Rule 10b-5 Developments*, 38 (3) *Washington and Lee Law Review* 903 (1981).

维权行动,如证券代表人诉讼。

(一) 公司法上实际控制人责任的限缩适用

现代公司治理中的所有权与控制权分离已经摆脱了19世纪中叶合股公司因为在法律状态上的不独立而被迫在股东与受托人(董事)之间引入“委托—代理”关系的束缚,公司成为独立法人,拥有自己的财产,独立从事运营。虽然“股票投资者拥有一定的财产权利,……然而实践中,公司不能由股东投票进行直接管理。……股东不应被期望来承担管理公司事务的责任。公司战略和运营的责任往往掌握在董事会以及由董事会选择、激励和必要时更换的管理团队的手中。”^[44]董事(会)中心主义强调董事会是公司意志的来源,决定有关公司经营的一切活动,并由此对董事施加了对公司的忠实义务和勤勉义务。将决策权力和支配权力从出资者手中分离出来分配给董事会,不仅有利于决策程序的程式化以及明确对公司具体行为负有责任的人,而且可以约束公司总裁或主要投资者等可能对公司进行控制者的行动。^[45]

尽管公司通过董事进行决策的公司独立性逻辑是清晰的,但在中国公司治理实践中,董事很大程度上被异化为实际控制人控制公司的“权力代表”,董事会不过是实际控制人对公司控制权的一种延伸。^[46]公司法人人格独立在中国并没有真正实现,而这恰恰是判断实际控制人是否应当向公司承担责任以及如何承担责任的关键。如果公司的法人独立性被破坏,就可以认定实际控制人对于公司的控制,并以控制人的身份盗取了原本属于公司的财产或者利益,从而满足控股股东信义义务的本源。

虽然不排除实际控制人因为“控制”行为而向公司承担信义义务的可能,但在上市公司监管中需要避免那种实际控制人对非控股股东承担公司法上信义义务的理解,或者说,重要的并不在于如何设计实际控制人的“最终担责”机制,而是在公司法的立法和司法实践中真正落实董事责任制度。如果上市公司的董事责任无法真正落实,实际控制人操纵公司经营的弊端就难以根除,所有绕开公司法上的“董事义务”而寻求他方主体责任的做法都只是短期应对之策。在董事责任的框架下,如果实际控制人与董事身份重合,则应首先依据董事责任而非股东责任进行追责。在此基础上,对于那些隐藏于幕后、利用控制权操纵经营管理者按其意旨行事的实际控制人,可以通过事实董事制度实现与董事责任同样的效果。^[47]这种以董事为中心的责任制度将原本在公司法上约束力较弱的控股股东信义义务转换为约束力更强的董事信义义务,不仅适应了大型公众公司集权和决策效率的需要,而且在充分保障股东诉权与董事信义责任机制的配合下,将更符合权责统一的公司法要求,责任追究渠道反而更加顺畅进而更有利于

[44] OECD:《二十国集团/经合组织公司治理原则》,OECD 2016年出版,第17页。

[45] See Margaret M. Blaire, *Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*, 51 UCLA L. Rev. 434 (2003).

[46] 参见邓峰:《董事会制度的起源、演进与中国的学习》,《中国社会科学》2011年第1期,第175页。

[47] 在英国公司法中,事实董事是指任何无论是否有董事之名但却行董事之实的人(See UK Companies Act 2006, Sec. 250-251)。事实董事需要与公司注册在案的董事一样,对公司承担信义义务。在美国法中,有关事实董事的认定与英国大同小异,也是指未经法定程序选举产生但事实上行使董事职责的人(See *Prickett v. Am. Steel & Pump Corp.*, 253 A.2d 86, 88 (Del. Ch. 1969))。在日本公司法中,事实董事也是没有出现在公司的董事名册之中,但在事实上以公司经营者、决策者或者管理者的身份参与到公司经营决策的人。事实董事需要与公司董事一样,对其给公司所造成的损失承担相应的损害赔偿赔偿责任(参见岩原绅作编:『会社法コンメンタール』第3卷,商事法務2014年,第429页,转引自朱大明、[日]行冈睦彦:《控制股东滥用影响力的法律规制——以中日公司法的比较为视角》,《清华法学》2019年第2期,第85页)。

保护中小股东利益，也顺应了专业化经营的世界趋势。^[48]

（二）证券法上实际控制人责任的逻辑转变

正是因为司法实践中存在赔偿责任主体单一化的困境，证券市场监管部门才将完善证券侵权民事赔偿制度作为投资者保护工作的主要突破口。^[49]在由证监会主导的2019年证券法修改过程中，为了实现“追首恶”的目标而在实际控制人的法律责任方面引入了过错推定原则，并由此呈现出实际控制人与上市公司的连带责任。尽管这种追责方式在短期内具有特定的司法威慑力，但对照公司法中实际控制人对公司承担的信义义务可以发现，过错推定责任仍存在明显的逻辑漏洞：第一，在过错推定责任下，证券法直接把上市公司（发行人）的违法行为推定为实际控制人控制的结果，这其实是在法律上提前假定实际控制人对上市公司的控制，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。第二，实际控制人法律责任的过错推定是侵权责任法上连带责任的追责路径，^[50]虽然可能有助于解决投资者“胜诉后无法获赔”的实践难题，但在实际控制人与被控制人（发行人、上市公司）之间会再次产生责任的认定与分配问题。第三，在“追首恶”的监管重心和舆论倾向下，司法机关和监管部门会优先选择具有更多偿付能力的发行人、上市公司或者控制股东来追责，未尽勤勉义务的董事却可能免于责任，因而无法在制度层面真正激励董事勤勉履职，公司法关于上市公司独立经营的要求也就无从实现。

在此问题上，美国证券法的基本经验是：在保护公司法人人格独立的前提下，将所有证券违法行为认定为公司的法人责任；如果实际控制人直接参与或者引发了违法行为，将被视为等同于公司行为而承担证券法上的法定责任。^[51]从归责要件来看，实际控制人的法定责任必须满足以下三个要件：（1）被控制人对于违反证券法的行为负有直接责任；（2）被控制人是由控制人控制的；以及（3）作为被告的控制人的抗辩没有达到法律规定的要求。^[52]由此可以推导出，实际控制人对于违法行为负有直接责任，是归责的前提条件。

在早先的司法实践中，美国法院曾引入传统侵权法中“假如他知道其他行为人构成义务的违反并给予帮助或鼓动的话，……该人应承担责任”的规定，^[53]来追究包括实际控制人在内的其他人的连带责任。由此，连带责任的构成要件包括：（1）存在一个有别于侵权行为的独立错误；（2）连带责任人知道该错误的存在；（3）连带责任人基于其自身的行为或者协助促成了该错误的发生。^[54]其中重要的前提是，存在两个不同的行为，连带责任人的行为促成或者决定了违法行为的发生，因此产生了多个行为指向一个违法后果的“多因一果”的关系。

[48] 参见朱慈蕴、林凯：《公司制度趋同理论检视下的中国公司治理评析》，《法学研究》2013年第5期，第29页。

[49] 参见肖钢：《证券法的法理与逻辑》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》第10卷，法律出版社2014年版，第3页以下。

[50] 民法典第178条第1、2款规定：“二人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任。连带责任人的责任份额根据各自责任大小确定；难以确定责任大小的，平均承担责任。实际承担责任超过自己责任份额的连带责任人，有权向其他连带责任人追偿。”

[51] 证券法上的法定责任是指原告无需借助普通法或者衡平法的转介，可直接通过证券法的规定受到法律保护。如美国1933年证券法第11条直接规定的原告的明示诉权和被告的明示责任，以及1934年证券交易法第10条（b）中原告的默示诉权和被告的默示责任。

[52] 参见陈舜：《美国证券法中的控制人责任》，《证券市场导报》2005年第10期，第4页。

[53] Restatement (Second) of Torts, Sec. 876 (b)。

[54] See Landy v. FDIC, 486 F.2d 139, 162 (3d Cir. 1973)。

然而,在 *Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A.* 案中,^[55] 美国最高法院认为,1933 年证券法第 11、12 条以及 1934 年证券交易法第 10 条 (b) (包括 10b-5 规则) 从来没有明示规定所谓的协谋和教唆的连带责任,由此认定证券法上不存在这种以两个行为共同存在为要件的“连带责任”,证券法上的法定责任应该是直接指向单一行为人的违法事实。因此,如果实际控制人、中介机构等第三人的行为导致上市公司违反证券法的行为,这些行为应该是同一个违法行为,实际控制人、中介机构等应与上市公司不分主次地向投资者承担直接责任。^[56] 实际控制人承担这种直接责任的依据并不是传统侵权法上连带责任构成要件中的“多因一果”关系,而是违法行为与违法责任一一对应的“一因一果”关系,是把不同主体行为的后果一体化而非分别对待的结果。当实际控制人控制公司从事虚假陈述等证券违法行为时,尽管该违法行为是以公司的名义作出,实际控制人也将被视为直接从事了违法行为,而不是“协助公司从事违法行为”。因此,实际控制人承担的是等同于公司责任的主要责任,而非以公司为主、实际控制人为辅的责任。

2011 年 6 月,美国最高法院在 *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders* 案中再次重申了“只有制作虚假陈述的人才需要承担 10b-5 规则下的主要责任”而非连带责任的司法观点。^[57] 由此,就实际控制人在证券法上所承担的法律責任而言,1933 年证券法第 11、12 条以及 1934 年证券交易法第 10 条 (b) 均没有将公司作为实际控制人承担责任的组织屏障,不论是内部控制人还是外部控制人,都要对被其控制的上市公司的证券违法行为承担直接责任。^[58] 这种直接责任而非连带责任的逻辑并非实际控制人基于股东身份而对股东权利的滥用,而是将实际控制人认定为雇用了名义董事进行不法行为的人,其应如同董事一样承担起证券法上的全部责任。^[59] 由此,在尊重公司独立性的前提下,将一项对于公司的法定责任要求引申到对于公司以外的实际控制人的行为约束。

(三) 可能的路径:双重派生诉讼

实际控制人法律责任总体上遵循着以公司法上公司利益为核心和证券法上投资者利益为核心的两种不同路径。然而,美国大多数州对于股东信义义务呈现一种司法的限缩态度,并且否认实际控制人对于非控股股东的信义义务,再加上已有 16 个州为防止滥诉而在股东派生诉讼程序上确立了诉讼费用担保的要求,这就大大限制了非控股股东依据公司法提起派生诉讼的积极性。为了充分保护投资者的利益,美国联邦证券法逐步渗透至“公司利益”这条原属公司法的保护主线,通过援引 1934 年证券交易法第 10 条和 10b-5 规则的联邦诉讼判例,不断扩大了联邦层面对于公司监管的范围,并且拓展到了原来属于州法所管辖的派生诉讼领域,^[60] 由此创造了一个派生诉讼事由受联邦管辖,但需要引入州实体法的原则进行诉讼审理的新的联邦规则体系。^[61]

[55] See 511 U. S. 164 (1994).

[56] 直接责任是指不管违法行为的人数,他们都被当成一类主体而承担同质性的责任。连带责任则属于不同性质的两类责任的合并,可分为主要责任与次要责任。

[57] 564 U. S. 135 (2011).

[58] 参见前引 [52], 陈舜文, 第 4 页。

[59] See S. Rep. No. 47, 73d Cong., 1st Sess. 5-6 (1933); H. R. Rep. No. 152, 73d Cong., 1st Sess. 27 (1933).

[60] 参见前引 [38], 第 791 页。

[61] See Stephen M. Bainbridge, *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider*, 52 (4) Washington and Lee Law Review 1192 (1995).

联邦证券法上的派生诉讼不仅是为了对原告（公司）进行补偿，而且要通过诉讼消除公司财产的代理人、受托人试图为了自己的利益而与委托人进行交易的任何诱因，^[62]从而摆脱了州法对于控股股东信义义务的公司法限制。该诉讼可以在联邦法院系统作为与证券集团诉讼平行的诉讼进行，^[63]非控股股东既可以索赔股票价值减少的损失，也可以同时代表公司追索公司财产利益减少的损失。平行诉讼模式改变了公司法上派生诉讼与证券法上集团诉讼的单一补偿模式，将对公司整体利益保护的因素考虑在内，从而起到一种“阻却”违法的保护效果。^[64]因此，1934年证券交易法第10条和10b-5规则被联邦法官称为影响深远的“联邦公司法”。^[65]

我国公司法通过第21条、第147—152条构建起股东派生诉讼的框架，但受制于诉讼对象、原告主体资格以及诉因等方面的限制，^[66]上市公司的中小股东很难满足派生诉讼的条件。证券法上的代表人诉讼仅是针对特定受损股东的赔偿，其他股东并没有以派生诉讼方式为公司全体股东谋求平等补偿的保护机制。^[67]笔者建议，在证券法中区分实际控制人对特定股东的损害与对公司整体利益的损害两种不同行为类型，赋予不在代表人诉讼的权利人范围的其他公司股东通过派生诉讼的方式，向包括实际控制人、董事在内的直接责任人进行追责的权利，并且该权利不应受公司法上股东派生诉讼有关持股时间、持股数量、行权对象、行权范围的条件限制。在诉讼方式上，考虑到目前证券纠纷案件属于中级人民法院管辖，应当允许其他股东在同一管辖法院提起证券法上的派生诉讼。

结 论

尽管多年以来一直存在是否需要维持公司法与证券法的二元结构的讨论，对于证券法是否应当越过公司法来保护投资者这一问题也是争议不断，但总体而言，我们还是应该认识并尊重公司法与证券法之间的监管边界：一方面，在公司监管的方式上，应该清楚地区分股东、董事、公司三者之间的关系，鼓励通过公司法的责任机制寻求股东之间的利益救济。另一方面，在证券监管的理念上，既不错位也不越位，尤其不能动辄使用公司法或者其他限制私权的方式进行监管，从而在公司治理结构方面形成公司法与证券法之间良好的二元互动结构。目前我国证券监管实践中基于控股股东信义义务理论而采取的“追首恶”方式，使得我们在保护中小投资者的名义下越来越忽视上市公司自身的独立责任，实际控制人对于上市公司的控制可能不但不会减弱，反而会因为其所承担的法律责任的强化而不断增加。

[62] See *Dutton v. Willner*, 52 N. Y. 312, 319 (1873).

[63] See Jessica M. Erickson, *Overlitigating Corporate Fraud: An Empirical Examination*, 97 (1) Iowa Law Review 49, 58 (2011).

[64] See Tom Baker & Sean J. Griffith, *How the Merits Matter: Directors' and Officer's Insurance and Securities Settlements*, 157 (3) University of Pennsylvania Law Review 755, 762 (2009).

[65] See *McClure v. Borne Chemical Company*, 292 F. 2d 824, 834 (3d Cir. 1961).

[66] 参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（五）》第1条；公司法第148、149、151条。

[67] 以康得新造假事件为例，控股股东并未侵占公司资金，却通过造假行为制造“利好消息”，并不断进行股权质押套取资金。然而，在现有的追责逻辑下，只有特定交易区间的投资者才有权基于公司造假而请求康得新及其控股股东承担相关法律责任。因为没有占用资金行为，其他股东无法通过派生诉讼来追回控股股东利用这些虚假信息进行股权质押获取的收益。参见《证监会新闻发言人就康得新退市问题答记者问》，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202103/t20210312_394153.html, 2021年3月13日最后访问。

对于实际控制人的法律责任而言,公司法与证券法的追责逻辑和追责方式并不相同,但核心要义仍是董事所应具备的行动准则和法律责任。在此基础上,董事对公司承担的包括忠实、注意在内的勤勉义务就会延伸到其对招股说明书、财务报告等披露文件的审慎与注意,公司的证券违法行为与董事行为之间的关联性即可产生,证券法关于上市公司的责任自然也可转换为董事的履职责任。突出董事履职责任虽然可能增加董事选任的难度,但这会促成控制股东对于被提名董事控制力的减弱,由此反而能够保障董事在后续履职过程中决策的独立与自主。

在以董事责任为主的证券法追责体系下,对于实际控制人的追责不是建立在其“控制”公司的逻辑层面,而是应该首先考虑其是否通过“董事”这一职务而存在主体身份的重合,通过对实际控制人董事职务(包括事实董事)的认定来追究董事责任,而非对公司的控制责任。在证券执法实践中,建议通过司法解释的方式变通证券法第85条有关“连带责任”的追责顺序,将实际控制人认定为诉讼意义上的“主犯”,鼓励投资者首先对实际控制人追究证券法意义上的董事责任,从而弥补现有跨过公司“追首恶”的监管倾向在公司治理结构上可能产生的法人人格混同的根本性缺陷。^[68]

Abstract: Currently China is incorrectly relying on the fiduciary duty theory in the company law to pursue the liability of the controlling person in securities regulation. Over-emphasizing the role of the controlling person in a list company will blur the liability boundary between the controlling person and the list company in the corporation governance. China should, on the basis of clarifying the boundary of the fiduciary duty of the controlling person of a list company in the company law, change the logical basis of the controlling liability in the securities law. If the controlling person harms the interest of a list company by his control of the company, he shall assume the role as a *de facto* director and be liable for the violation of the director's fiduciary duty in the derivative litigation brought by minority shareholders. Furthermore, if such control leads to the violation of the securities law, the controlling person should be considered as one of the statutory violators who will bear the same direct and primary liability as that of the list company in the class action brought by minority shareholders, without the need for introducing the joint liability theory under the traditional tort law to judge the controlling person's liability.

Key Words: controlling person, legal personality, fiduciary duty, *de facto* director, derivative litigation

[68] 值得关注的是,深圳市中级人民法院在《关于服务保障创业板改革并试点注册制的实施意见》中提到了要探索“首恶负责制”,“尽量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。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”。