

## 上市公司影子董事制度研究

——以规制大股东和实际控制人为视角

蒋学跃\*

**摘要:**信托责任和影子董事是国际上规制大股东(实际控制人)行为的两条主要路径,“影子董事”制度比较契合我国司法环境和资本市场的现实状况。影子董事制度是指针对滥用控制权或恶意绕开公司董事会决策机构作出关联交易、资金占用、违规担保等特定违规情形,大股东或实际控制人必须承担与董事相同的责任。

**关键词:**信托责任 影子董事 实际控制人

### 一、问题的提出——上市公司大股东和实际控制人的规制

虽然,我国法律初步建立起了对控股股东和实际控制人的监管体系,但仍然存在以下问题:其一,部分规范涵盖范围狭窄,无法触及公司治理领域。如《证券法》对于控股股东施加的责任仅仅限于信

---

\* 法学博士、博士后、深圳证券交易所综合研究所法学研究员。

息披露和初始资金使用领域,证券监管机构对于公司治理领域大股东和实际控制人的违规并不享有处罚权限。<sup>①</sup>其二,部分规范过于原则,无法真正适用。如《公司法》虽然建立起了大股东滥用股东权利的责任,但由于是直接移植美国法上的信托责任制度,在追究途径和适用情形方面语焉不详,导致这一规定的虚置,在司法实践领域也从未见大股东和实际控制人因为滥用股东权利而被追诉的。其三,行政监管乏力。虽然大股东和实际控制人严重违规要背负刑事责任,并有可能遭受证券交易所的纪律处分,但由于缺乏上位法的授权,行政监管机构对大股东和实际控制人的违规并无实质性处罚权,只能采取“不接受融资申请”等约束措施,由此形成“两头严、中间松”这样一种失衡的监管格局。

基于上述原因,我国一些上市公司的大股东或实际控制人采取了不直接担任董事职务而身居于公司治理机关之外,凭借持股优势或其他控制关系滥用控制权,侵害中小股东和公司的利益,而他们却处于法

---

<sup>①</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。”第193条规定:“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,由证券监督管理机构责令改正,给予警告,处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告,或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,由证券监督管理机构责令改正,处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的,依照前两款的规定处罚。”第194条规定:“发行人、上市公司擅自改变公开发行证券所募集资金的用途的,责令改正,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员依照前款的规定处罚。”

律责任或监管的“盲区”,监管机构此时只能寻找“替罪羊”,<sup>②</sup>使得处罚和监管缺乏应有的威慑力。反过来,在行政监管宽松的预期下,大股东和实际控制人将会更多地采用这种方式进行利益输送和损害上市公司、中小股东利益的行为,因此我们迫切需要建构新的监管大股东和实际控制人的制度,以保障中小股东的利益和资本市场的长远健康发展。

## 二、规制大股东和实际控制人的路径——信托责任抑或影子董事

基于不同的法律传统和市场环境的影响,境外证券市场在规制大股东和实际控制人的制度上呈现出较大的差异性。一种是以美国为代表的信托责任体系;另一种是以德国、英国为代表的“影子董事”制度,后为日本、韩国、法国所采用。信托责任是指通过法院判例建立起来的一种制度,认为控制股东对中小股东负有严格的信托责任。在1969年的一起案件中,美国加州地方法院认为控股股东不仅不能损害公司的利益,也不能损害中小股东的利益。<sup>③</sup> 总体而言,美国法不太注重控股股东和公司以及中小股东之间的利益冲突,这是因为美国上市公司股权结构普遍处于分散状态,控股股东现象并不突出。此外,美国公司治理结构普遍采取的是“董事会中心主义”,包括控股股东其他主体很难对董事会产生实质性的干预,由此也导致了美国公司法重点关注的是作为纯粹董事的个人责任,而非控股股东。

与此不同的是,另外一些国家普遍采用“影子董事”制度。具体而言就是让虽没有担任董事,却实际行使董事职权的大股东或实际控制

---

<sup>②</sup> 在深交所法律研究小组撰写的历年《证券市场违法违规情况》年度报告中,我们看到大股东或实际控制人的对上市公司资金占用、违规担保以及干预上市公司决策的违规行为的多数案件中,最终受到处罚的大多是上市公司的董事以及其他高管人员,而真正违规的始作俑者却毫发未损,只有德棉股份的控股股东占用上市公司的资金受到深交所的谴责,原因在于深交所颁布了《中小企业板上市公司控股股东、实际控制人行为指引》,建构了对控股股东和实际控制人的自律监管制度。

<sup>③</sup> Jones v. H. F. Ahanson & Co., 1 CALIFORNIA REPORTS, THIRD SERIES 93 (1969).

人必须承担像董事一样的责任,以此弥补监管或规制方面的空白。这一制度在美国以外的地区被普遍采用。

### 三、境外关于影子董事的规定

#### (一) 英国

“影子董事”被界定为这样一个人,公司董事习惯于按他的指示或指挥行事,但不能只因为董事依某人以职业身份提供的建议而行动就主张该人为影子董事。即公司董事习惯于按照某人的指示行动,则该人即为“影子董事”;但如果董事只是依照某人以职业身份所提的建议而行动,则该人不视为影子董事。<sup>④</sup>

但事实上,从英国的司法实践来看,英国法中“影子董事”很少用来解决控股股东对中小股东的利益损害问题,更多地是解决公司处于破产、内部治理瘫痪时,债权人的利益保护问题。相反,英国法院在解决控股股东与中小股东利益冲突问题时更加趋向适用类似于美国法的信托责任的“不公平损害赔偿责任制度”。

#### (二) 德国

对于中小股东的利益保护,德国法更多地是适用一种明确的法律规定,而非缥缈而宽泛的控股股东与中小股东的信义义务,故德国学者认为:“如果使用法律规定的其他措施,就能解决有关冲突,那么,就没有必要将信义义务作为《股份法》的一个基本条款。”<sup>⑤</sup>为了实现这一目的,1937年德国《股份法》特别对控股股东规定了法律责任,以防止股东通过谋求特别利益而损害公司利益,法律也规定了撤销行为的构成要件。根据德国《股份法》第117条的规定,任何利用自己对公司的影响指使一名董事或监事会的成员、经理或一名代办商实施损害公司或股东利益行为的人,对公司负有赔偿公司由此发生损害的责任。除了

<sup>④</sup> 参见赵金龙:“英国法上影子董事制度评述”,载《北方法学》2010年第1期。

<sup>⑤</sup> 托马斯·莱塞尔:《德国资合公司法》,高旭军等译,法律出版社2005年版,第113页。

公司受到的损害以外,如果还对其他股东造成损害的,也必须对受害股东承担损害赔偿赔偿责任。此时,董事会和监事会的成员在违反法定职责范围内与违法行为人承担连带责任。但是,如果股东是在股东大会上通过投票表决施加影响的,或者在合同康采恩中和在合并康采恩中行使管理权的,是不适用这一规则的。

### (三) 法国

法国《商事典》第 246 - 2 条规定,通过其在董事会中的代表积极干涉公司控股股东根据权力不得滥用理论,要承担其事实董事的责任。与此同时,在司法实践中,法国法院在权威的判例罗森布拉姆一案中认为,控股股东作为违反对公司所负法定责任的事实经营者应当承担赔偿责任。本案中,法官本可以适用刺破公司面纱理论追究控股股东责任的,但是法官仍然选择了“影子董事”理论。

### (四) 韩国

长期以来,韩国的股份公司大股东往往直接作出有关公司业务的指示,或参与公司经营,即使是对公司或者第三者造成损害,却没有追究其责任的规定。为此,韩国《商法》在 1998 年专门做了修改,新设第 401 条之 2 规定:“控股股东等利用自己对公司的影响力向董事指示业务,或者以董事的名义直接执行公司的业务,那么就该指示或执行与董事一样承担对公司或第三方的连带损害赔偿赔偿责任。”此外,韩国《证券交易法》第 58 条规定,证券公司的董事、监事因任务懈怠而对第三人承担责任时,一定的大股东也承担连带责任,但是,如果能够证明董事或监事的任务懈怠不是依大股东的要求或同意而进行的,大股东便无须承担责任。

## 四、我国证券市场引入影子董事制度的可行性分析

如前所述,在这两种制度中,信托责任作为一种事后的责任追究机制很难在我国适用。这是因为:其一,信托责任是以普通法及以此为基础的信托精神为背景,本身是虚无缥缈的,必须配以强有力的事后司法个案审查能力,否则信托责任形同虚设。因此,大股东对中小股东承担信托责任在美国从来都没有在成文法中得到明确规定,而是通过判例

建立起来的。这也是大陆法系的日本在引入英美信托责任之后长久以来没有发挥作用的重要原因；<sup>⑥</sup>其二，大股东对中小股东的信托责任即使在美国也仍然存在巨大的争议。正如前文所述，1969年美国加州法院建立起来的大股东对中小股东的信托责任制度，在后来的司法实践中并没有为美国其他法院所追随。相反，在特拉华州最高法院1993年对一案的裁决中，法官明确否认大股东对中小股东的信托责任。<sup>⑦</sup>这一现实固然与美国股权分散而导致的大股东违规并不突出有关，但最为直接的原因还是与大股东信托责任理论本身确实存在虚无缥缈的缺陷有关；其三，利用信托责任仍然会存在监管的真空地带，因为以美国的经验来看，我们至多只能建立大股东对中小股东的信托责任（这一制度本身就勉为其难了），但我们却无法在理论上建立起实际控制人对其他股东以及公司的信托责任。因此，正如有学者所说的，信义义务原则是与我国法律传统及司法制度相冲突的。<sup>⑧</sup>

而影子董事制度并不存在上述障碍，因为它是一种标准化的事先规制方式（无须借助事后的个案司法裁决），更加契合我国证券市场的行政监管和自律监管体制。此外，它还可以很好地与我国现有公司法制度衔接。因为，我国《公司法》第149条已经将董事的义务和责任制度成文化，如果我们将控股股东或实际控制人纳入到董事范畴的话，则可以解决法律适用的困境，使不论是司法裁判者还是监管机构都有明确的法律条文可以对控股股东或实际控制人的违规行为进行有效的监管。

## 五、我国引进影子董事制度的风险与难点分析

### （一）徒增概念的风险

根据奥卡姆剃刀定理，“如无必需，勿增实体”。影子董事制度似

---

<sup>⑥</sup> 事实上，我国《公司法》第20条第2款也是采用了这一规定，但从来没有在司法实践中使用。

<sup>⑦</sup> Nixon v. Blackwell, 626 A. 2d 1366 (Delaware Supreme Court 1993).

<sup>⑧</sup> 参见范世乾：《控股股东滥用控制权行为的法律规制》，法律出版社2010年版，第157页。

乎是一种新的概念和制度体系,是否会在没有增加监管效率的前提下徒增烦琐的概念,这是一线监管人员最大的担心。而事实上,我们主张引进影子董事制度的目的,不仅仅在于在现有的监管困境下开拓新的监管路径,更是为了实现大股东和实际控制人监管框架的范式转换。目前,作为自律监管机构的深交所最先在中小板创设的“大股东和实际控制人行为指引”规则,实际上就是在不自觉的情况下将原来适用董事的责任和规则移转到大股东和实际控制人的身上,这种监管创新非常值得称道。但由于缺乏具体价值和原则的指引而导致在制度构建过程中存在一定程度的不足。因此,创设影子董事制度主要是为了便于我们建构新的监管框架以及监管手段,并且自觉地在这一路径的指引下进行系统性的制度构建。

## (二) 认定的困难

一项制度的成功与否,主要看它如何区分违法者和守法者,如果这种区分微乎其微,那么法律的威慑力就会丧失殆尽。<sup>⑨</sup> 而如果一旦我们在立法上无法作出这一区分,就有可能折损证券市场的效率,而法律比市场更容易面临“功能失效”的问题,因为没有什么力量能够自动纠正运行偏差的法律机制。同样,影子董事制度也不是为了遏制大股东或实际控制人正常的获利行为,而是遏制某些不受欢迎的违法行为。在影子董事制度中恰恰遭遇到区分正常获利和违法行为区分的难题,这也许是日本法到目前还没有在立法上作出明确规定的的原因。因为学者发现,影响日本公司管理的非法律性规则很多,典型情况是,日本企业的大股东的影响力是以非正式的方式展现的。<sup>⑩</sup> 日本的金融机构和产业企业的大股东往往通过社长会(The President's Council)这样的组织相互交流,凭借默契达成一种共识,而这样的共识是具有约束性的,尤其对实际经营的总经理。但社长会不是一种正式的机制(即便其影响往往超过正式机制),而仅仅是一种社交活动,社长会上不进行任何

<sup>⑨</sup> 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第321页。

<sup>⑩</sup> Curtis J. Milhaupt, *Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance*, Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 190 January 10, 2001.

投票,参加者也不相互发布指令,要认定控股股东“支配”公司的事实,在法律上很难成立。<sup>①</sup>因此,这要求我们在整个制度设计过程中必须将影子董事的界定作为整个制度核心来对待。

### (三)与现有制度的协调问题

影子董事制度引进的难点还在于它与现有制度的协调问题。由于影子董事的核心思想是承认大股东和实际控制人实际“决策人”的地位后,让他们承担与董事一样的责任,以解决“责任主体”缺位的问题。如果此时一切都必须突破现有制度的框架,那将显得得不偿失。因此,我们必须从现有法律和制度框架入手来进行相应的制度设计。从我国《刑法》第169条“大股东或者实际控制人指使上市公司董事、高级管理人员”的表述来看,其立法思想就是“影子董事”的思路。同时,以大股东和实际控制人的责任承担为例,由于我国《公司法》第149条已经对董事的忠实义务作出了明确的规定,此时只需借用这一规定即可。

## 六、我国上市公司影子董事的制度设计

### (一)适用对象

基于影子董事是为了遏制控股股东和实际控制人滥用控制权的考虑,我国影子董事仅适用于大股东和实际控制人,其他人如注册会计师等滥用影响力导致公司决策损害了公司或中小股东的利益,不能适用影子董事制度。

### (二)影子董事的认定

事实上,我们的影子董事制度并不准备解决公司治理中所有的问题,只是解决控股股东和实际控制人绕过公司治理决策机制,代行董事会的权力并由此导致责任主体的缺失问题。由此出发,根据我国证券市场中的现实状况,可将影子董事分为两类:一种情况是我国证券市场

---

<sup>①</sup> Craig La Chang, Nature v. Nurture: Evolution, Path Dependence and Corporate Governance, *Arizona Journal of International and Comparative Law Spring*, 2001, p. 8.



中比较突出的上市公司内部决策机制瘫痪,此时若大股东或实际控制人没有召开董事会,而是直接动用公司的盖章(通常是通过公司的董事长),为自己提供担保、借款、挪用上市公司资金以及关联交易,此时大股东和实际控制人就应该承担董事一样的责任,并且此时是结果责任,即一旦有这种行为,即认为他们是影子董事。

另外一种情况是大股东和实际控制人虽然通过董事会决策,但是在关联交易、担保、借款的决策程序中,没有出现董事回避的现象,此时也认定为大股东和实际控制人为影子董事,与参与决策的董事一起承担责任,但此时实行过错推定制度,即允许大股东和实际控制人举证证明自己没有对董事会进行不正当干涉以及决策程序本身是公正的,以此摆脱属于影子董事的指控。

此外,为了避免误伤正常行使决策权的大股东和实际控制人,我们应该对影子董事的定义加上消极的规定,如果仅仅是因为一般性的监督公司管理、为选举董事而投票,就不必承担责任,此时是肯定不能纳入到影子董事的范畴,这也是国外关于影子董事的共同规定。<sup>⑫</sup>

### (三) 影子董事的引入步骤与监管框架

影子董事制度的法律框架涵盖了交易所的自律监管、证监会的行政监管和民事责任的承担三个层面。

#### 1. 交易所的自律监管

由于交易所的自律监管权限来自于与被监管主体之间的协议,只要控股股东和实际控制人与交易所签订了承诺书后,交易所的各种自律监管规范就可以适用。目前,深交所在原有中小板《大股东和实际控制人行为指引》的基础上,分别颁布了三个板块的《上市公司规范运作指引》,其中的第四章“大股东和实际控制人行为规范”中已经将大股东和实际控制人纳入到监管范围,在关联交易、公司治理等领域已经将控股股东和实际控制人纳入影子董事的范畴进行监管,已实质上建立起了影子董事的自律监管模式。由于深交所已经实质上建立起了对大股东和实际控制人的行为监管框架,未来只需在此基础上稍加推进

---

<sup>⑫</sup> 参见 Marcus Lutter, *Limited Liability Companies and Private Companies*, in 公司法的剖析。

即可。具体而言,就是在三个板块的《上市公司规范运作指引》的“大股东和实际控制人行为规范”一章中,重点强调“在大股东、实际控制人没有通过董事会决议占用上市公司资金、关联担保和关联交易的情况下,大股东和实际控制人承担像董事一样的责任;在为大股东和实际控制人提供担保、关联交易、借贷活动中,如果董事会中代表大股东和实际控制人的董事没有实行回避的,此时大股东和实际控制人与作出决议的董事一起承担连带责任,但大股东和实际控制人能够提供确凿证据证明交易是完全公正的除外”。此时,交易所可以使用谴责、通报批评等自律监管措施。

## 2. 证监会的行政监管

中国证监会的行政监管需要明确的法律授权。目前,我国《证券法》只是授权中国证监会在控股股东或实际控制人在上市公司信息披露违规和擅自改变募集资金用途时,如果存在指使行为的,可以给予行政处罚。因此,未来只有在修改《证券法》时增加证监会对控股股东、实际控制人在公司治理过程中充当了影子董事时的监管权力,才能真正使得行政监管有法可依。

在此之前,为了使得证券交易所的自律监管能够发挥威慑功能,建议立法规定证监会对于大股东和实际控制人一旦因为充当影子董事而被交易所纪律处分的,可以列入黑名单,一定期限内不接受以该类大股东和实际控制人控制的公司再融资或 IPO 申请。

## 3. 民事责任的承担

我国《公司法》第 20 条第 2 款规定:“公司股东滥用股东权利给公司或其他股东造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”但是,正如上文所述,“何为滥用股东权利”并无明确的规定,因此,未来我国《公司法》应该将控股股东或实际控制人成为影子董事的情形明确规定为“股东滥用股东权利”的具体情形之一,此时股东承担与董事一样的责任,即《公司法》第 149 条的规定,完全适用于控股股东或实际控制人。在控股股东和实际控制人控制的董事没有回避的情况下,作出决议的董事和大股东以及实际控制人对公司和其他股东承担连带责任。