

主 办

中国法学会证券法学研究会

证券法律评论

公司法修改：为资本市场高质量发展提供制度保障

主编：郭锋

本卷执行主编：蒲海涛 邢会强

2021年卷

SECURITIES LAW REVIEW

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

主办

中国法学会证券法学研究会

证券法律评论

公司法修改：为资本市场高质量发展提供制度保障

主编：郭锋

本卷执行主编：蒲海涛 邢会强

2021年卷

SECURITIES LAW REVIEW

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

证券法律评论 (2021年卷)

主 办：中国法学会证券法学研究会

主 编：郭 锋

本卷执行主编：蒲海涛 邢会强

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目（CIP）数据

证券法律评论. 2021年卷/郭锋主编. —北京：中国法制出版社，
2021. 5

ISBN 978-7-5216-1847-1

I. ①证… II. ①郭… III. ①证券市场-研究-中国②证券法-研究-
中国 IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆CIP数据核字（2021）第075989号

法律资料分享，docsriver.com

策划编辑：李小草 韩璐玮（hanluwei666@163.com）

责任编辑：吕静云

封面设计：李宁

证券法律评论（2021年卷）

ZHENGQUAN FALÜ PINGLUN (2021 NIAN JUAN)

主编/郭锋

经销/新华书店

印刷/

开本/710毫米×1000毫米 16开

印张/29.5 字数/489千

版次/2021年5月第1版

2021年5月第1次印刷

中国法制出版社出版

书号ISBN 978-7-5216-1847-1

定价：138.00元

北京西单横二条2号

邮政编码 100031

传真：010-66031119

网址：<http://www.zgfzs.com>
66070084

编辑部电话：010-

市场营销部电话：010-66033393

邮购部电话：010-66033288

（如有印装质量问题，请与本社印务部联系调换。电话：010-66032926）

《证券法律评论（2021年卷）》 编辑委员会名单

（以拼音为序）

程合红 冯果 付彦 甘培忠

巩海滨 郭锋 郭文英 侯东德

黄辉 蒋大兴 李东方 李有星

刘燕 卢文道 罗培新 施天涛

宋晓燕 邢会强 徐明 杨东

于腾群 周伦军 周友苏

序言

《证券法律评论》现由中国法学会证券法学研究会主办。中国法学会证券法学研究会是经中国法学会批准，于2008年12月6日在北京成立的从事金融、证券、期货及相关领域法学研究的全国性学术研究机构，主要由国内从事证券法学教育研究的理论工作者，证券立法、司法、监管实务部门专家，证券市场从业人员组成。研究会的组建，得到了全国人大常委会法工委、最高人民法院、中国证监会、中国法学会、中国证券业协会、中国期货业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所等有关部门的指导和支持。研究会的宗旨是：团结和组织全国证券法学界的法学工作者、法律工作者及证券业相关人士，促进证券法学理论与实践的研究，开展证券法学的学术交流活动，为推进依法治国、发展社会主义市场经济、促进社会主义现代化建设事业服务。研究会在中国法学会领导下，自主开展学术研究和学术交流活动。

中国法学会证券法学研究会从2008年成立至今，每年都成功举办了年会。2008年12月6日至7日，由中央财经大学法学院主办了“中国法学会证券法学研究会成立大会暨改革开放30年与中国证券市场法治建设论坛”；2009年6月27日，与上海市高级人民法院、华东政法大学、上海证券交易所上海联合举办了主题为“金融危机背景下金融发展与金融法治研讨会”的2009年年会；2010年5月6日至7日，与深圳证券交易所在深圳联合举办了主题为“多层次资本市场建设与投资者权益保护”的2010年年会；2011年10月27日至28日，与湖南省人民政府金融办等在长沙联合举办了主题为“国家竞争力与区域性金融中心建设

——环长株潭城市群‘两型社会’试验区的金融发展与创新论坛”的2011年年会；2012年6月15日，与四川省人民政府金融办、四川省社会科学院等在成都联合举办了主题为“国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设”的2012年年会；2013年4月22日，与北京大学法学院等在北京联合举办了主题为“中国资本市场法治化20周年纪念论坛”的2013年年会；2014年5月10日，与武汉大学法学院等在武汉联合举办了主题为“全面深化改革背景下《证券法》的修订与完善”的2014年年会；2015年4月18日，与清华大学法学院等在北京举办主题为“国家治理现代化背景下的证券法治体系建设”的2015年年会；2016年4月22日至23日，与浙江大学光华法学院、浙江大学互联网金融研究院在杭州联合举办主题为“注册制改革背景下的中国证券市场法治建设”的2016年年会；2017年4月28日至29日，与上海财经大学法学院在上海联合举办主题为“新理念新使命新变革证券法修改与中国资本市场法治建设”的2017年年会；2018年6月28日，与中国人民大学法学院在北京联合举办主题为“新时代中国金融市场基础设施法治体系建设”的2018年年会；2019年4月20日，与西南政法大学高等研究院和民商法学院在重庆联合举办主题为“数字经济时代的证券市场法治变革与创新”的2019年年会；2020年9月26日，与中国政法大学民商经济法学院等在北京联合举办主题为“新《证券法》：开创中国资本市场新时代”的2020年年会；2021年，拟与深圳证券交易所、腾讯金融研究院等在深圳联合举办主题为“公司法修改：为资本市场高质量发展提供制度保障”的2021年年会。

在历次年会上，研究会的各位理事、证券法学界和实务界的参会代表均提交了精心准备的论文，为我国证券法治建设积极建言献策，有力推动了我国证券法治的进步，为证券法的修改和完善贡献了智慧和

力量。每次年会后，研究会均将会议论文汇编成册，公开出版，与知识界、实务界、社会公众分享与会者的理论观点。但以前出版的年会论文集，主要反映当年的年会主题，书名不一致，不能很好地形成证券法学研究会的学术品牌，也不利于读者、研究者进行较为系统的文献收集、整理与参考。鉴于此，中国法学会证券法学研究会研究决定，从2014年开始，将每年的年会论文统一编入书名为《证券法律评论》的连续出版物中。现在呈现给读者的中国法学会证券法学研究会主办的《证券法律评论（2021年卷）》，即2021年年会的参会论文精选。

需要说明的是，《证券法律评论》最早由我创办于2001年9月，当时是由我担任所长的中国人民大学金融法研究所主办，我任主编。从2001年到2005年，共出版了四卷，其中第四卷由中央财经大学法学院、中央财经大学财经法律研究所主办，中央财经大学证券法研究中心编辑，我任主编。后来因创办和主编《金融服务法评论》，考虑到证券法的内容已经纳入金融服务法中，《证券法律评论》没有再续编。《证券法律评论》2014年卷至2021年卷的编辑出版，使得《证券法律评论》在新的时期得以延续和传承，在此特别感谢中国法学会证券法学研究会使其重新焕发生机。

中国证券市场法治建设任重道远。中国证券法学研究面临机遇和挑战，任务艰巨，使命光荣。理论研究成果既是对实践的反思、批判和经验总结，也是对未来的思考、为未来指引发展方向。在全面深化改革、全面依法治国背景下，中国法学会证券法学研究会的全体同仁，定当齐心协力，努力办好《证券法律评论》，为建立和完善中国特色

社会主义证券法治体系不懈探索，为繁荣我国证券法学理论研究添砖加瓦、贡献智识。

是为序。

中国法学会证券法学研究会会长 郭锋

2021年4月于北京

- **【公司治理】**
 - 上市公司独立董事法律责任的美国法经验及其借鉴
 - 上市公司“董监高”责任在《公司法》语境下的反思与重构
 - 新《证券法》背景下上市公司董监高义务的制度构建
 - 上市公司董监高异议声明制度研究
 - 论中国上市公司监事会制度功能强化
 - “大股东中心主义”的中国经验与《公司法》改革进路
 - 上市公司控股股东“掏空”行为的《公司法》规范
 - 论上市公司实际控制人的认定
 - 公司法修改视域下公司实际控制人民事责任制度的完善
 - 双层股权结构与公司法修改
- **【收购、清算与关联交易】**
 - 上市公司间接收购的公司法规制必要性以及路径研究
 - 《民法典》下清算及有限责任公司清算义务人主体再界定
 - 不当关联交易民事责任制度的体系化探究
- **【证券交易】**
 - 散户参与型市场的投机性价格异动与监管应对
 - 论浑水式做空的法律规制
 - 做空机制保障信息披露有效性的法律路径研究
- **【投资者保护】**
 - 证券法与公司法互动视角下的内幕交易民事责任
 - 我国证券投资者保护补偿基金的构建浅探
 - 虚假陈述民事诉讼前置程序去留之辩
 - 我国证券市场“长臂管辖”法律问题研究
 - 资产管理人受信义务的类推解释及其履行
- **【中介机构民事责任】**

- 债券欺诈发行中介机构民事责任的若干问题思考
- 证券虚假陈述连带赔偿责任分配路径论
- **【证券纠纷解决】**
 - 论我国先行赔付制度的完善
 - 论证券先行赔付追偿实施机制的构建
 - 先行判决在群体性证券侵权纠纷示范诉讼中的运用
 - 示范诉讼：现实选择与程序完善
- **【其他】**
 - 证券公司行政接管制度研究
 - 中国知识产权证券化的实践考察与制度需求

【公司治理】

上市公司独立董事法律责任的美国法经验及其借鉴

邢会强^[1]

内容摘要：在美国，独立董事被称为“外部董事”。美国证监会很少对外部董事进行处罚或提起诉讼，外部董事在美国很少承担自负的财产性民事责任。从发展过程看，外部董事在美国几乎零风险的现状是历史形成的，内含了各种政治力量的均衡。外部董事的这种“低报酬—低风险”的机制是适当的，无论是报酬还是惩罚，都不宜提高。外部董事的津贴比起高管的巨额薪酬来讲，不足挂齿，但却具有独立性和极高的声誉。高薪但默默无闻的高管和低薪但深孚声望的独董，都是公司治理中的独特环节。强行将二者拉平，无论是在薪酬还是在义务、责任方面，都将对公司治理机制造成重大伤害。在中国《证券法》大幅提高处罚幅度的情况下，应区分独立董事与其他董事，建立不同的注意义务标准和责任认定逻辑。

关键词：外部董事 独立董事 虚假陈述 行政处罚

我国的证券执法实践表明：独立董事与其他董事负担同等的义务、承担同样的责任。在上市公司虚假陈述中，独立董事遭到处罚是非常常见的，已经见怪不怪了。在《证券法》2019年修订后，处罚的幅度

得以大幅提升。在原《证券法》下，独立董事的最低处罚幅度为3万元。而根据2019年修订后的新《证券法》第197条，如果上市公司未披露有关信息，负有责任的独立董事将会受到20万元到200万元的罚款；如果上市公司披露了信息但有虚假陈述的话，负有责任的独立董事将会受到50万元到500万元的罚款。而独立董事的津贴却没有同步提升，这就使得独立董事的风险陡然加大。独立董事在我国已成高危职业。如果证券执法者继续按照既有的责任认定逻辑和处罚模式对独立董事进行处罚，将会导致一大批有名望的独立董事退出市场。他山之石，可以攻玉。美国的证券监管素以严格著称。在美国，独立董事被称为“外部董事”。美国对外部董事的责任认定和惩罚遵循了何种逻辑和模式呢？这或许可以为我国提供有益的借鉴。

一、美国证监会很少对外部董事进行处罚或提起诉讼

美国2002年通过的《萨班斯法案》第302条仅要求上市公司CEO（首席执行官）和CFO（首席财务官）保证向美国证监会（以下简称SEC）提交的财务报告真实可靠，且要求上市公司CEO作出与财务相关的内控有效的声明。《萨班斯法案》并没有要求全体董事保证向SEC提交的财务报告真实可靠。

基于此，尽管可能是年报或季度报告出现了虚假陈述，SEC也不会将全体董事、高管纳入追责范围。比如，在斯迈思案中，在上市公司KIT Digital向SEC提交的年度和季度报告中出现了虚假陈述，但SEC只追责了首席财务官斯迈思。再如，戴尔公司（Dell Inc.）虚假陈述案，这是一起严重的财务欺诈案，所涉及的当事人人数多达6人，但他们均为主要责任人。具体情况是：2010年7月22日，SEC指控戴尔公司

没有向投资者披露公司从英特尔公司收到的巨额排他性付款，以禁止使用英特尔主要竞争对手生产的中央处理器（CPU）。正是这些付款，而不是公司的管理和运营，使戴尔得以实现盈利目标。但戴尔的会计欺诈使它看起来一直在通过公司的管理和运营来达到华尔街的盈利目标，并减少运营费用。在英特尔削减了这些支出后，戴尔没有披露公司盈利能力下降的真正原因，又一次误导了投资者。SEC指控戴尔董事长兼首席执行官迈克尔·戴尔（Michael Dell）、前首席执行官凯文·罗林斯（Kevin Rollins）和前首席财务官詹姆斯·施耐德（James Schneider）在信息披露违规行为中所扮演的角色。SEC指控施耐德（Schneider）、前财务副总裁尼古拉斯·邓宁（Nicholas Dunning）和前助理财务总监莱斯利·杰克逊（Leslie Jackson）在不当会计中所扮演的角色。戴尔在没有承认或否认SEC指控的情况下，同意支付1亿美元与SEC达成和解。迈克尔·戴尔和罗林斯在没有承认或否认SEC指控的情况下，同意各支付400万美元的罚款，并同意签署一项命令，永久限制和禁止他们违反《证券法》第17（a）（2）和（3）条，不得违反或协助和教唆违反联邦证券法的其他规定，以与SEC和解。施耐德在不承认或否认SEC指控的情况下，同意支付300万美元的罚款、83096美元的吐出非法所得以及38640美元的判决前利息，以与SEC和解。邓宁和杰克逊在不承认或否认SEC指控的情况下，同意支付5万美元的罚款，以与SEC和解。在和解中，施耐德、邓宁和杰克逊同意根据SEC《执业规则》第102（e）条发布行政命令，暂停他们中的每一人作为会计师出现在向SEC提交的文件中或在SEC监管的领域执业，施耐德有权在5年后申请恢复执业权，邓宁和杰克逊有权在3年后申请恢复执业权。

历史上，SEC很少对独立董事提起诉讼。SEC的统计表明，从1997年8月到2002年7月的5年间，SEC共进行了227起执法调查，提起了515起诉讼，涉及的当事人达869人，其中，164人为企业，705人为个人。在这705人中，没有一个是独立董事。^[2]“这确认了SEC对独立董事提起诉讼的死亡。”^[3]当然，也有董事被SEC提起了诉讼，但这些董事大都兼任了公司管理职务或同时从事了内幕交易。

《萨班斯法案》通过后，SEC的领导多次在讲话中威胁说要对未尽注意义务确保信息披露真实性的独立董事采取执法行动。^[4]但“雷声大，雨点小”，SEC以言语威胁为主，真正提起诉讼的极少。例如，在2004年的Hollinger公司虚假陈述案中，一位独立董事兼审计委员会委员收到了SEC的“违法行为调查通知”（Wells notices），因为“他竟然允许欺诈行为在其眼皮底下发生”。^[5]然而在SEC接下来提起的民事诉讼中，被起诉的是首席执行官和首席运营官，并没有这位独立董事。在2005年9月的Biopure公司虚假陈述案中，SEC先是向该公司的包括两位独立董事在内的4个人发出了“违法行为调查通知”，然而在SEC接下来提起的民事诉讼中，这两位独立董事均未被起诉，被起诉的是3名高管。^[6]“至今，SEC很少追究独立董事的法律责任，而无论公司的规模大小。”^[7]大棒高高举起，却又轻轻放下，SEC对外部董事依旧呵护有加，显示出其对于加大独立董事惩罚的极为审慎态度。

但如果外部董事明知违法而故意为之，则SEC也会追究外部董事的法律责任。例如，2006年，SEC针对纳斯达克上市公司明镜周刊（Spiegel）3名外部董事提起的一项执法行动。原因是明镜周刊不仅没有提交2001年10-K表格，而且在2002年前三个季度也没有提交10-Q表格。明镜周刊最终在2003年2月提交了表格，而在此前，SEC曾威胁

说要采取强制措施。根据SEC的指控，明镜周刊的董事们所做的不仅仅是监督不力，他们积极直接参与了制作明镜周刊拒绝提交文件的决定，并在明知未提交文件违反证券法的情况下做出了这些决定。律师克里斯蒂安·巴塞洛缪（Christian Bartholomew）撰文指出，SEC对明镜周刊的执法行动应该为SEC对外部董事采取执法行为设定了标准。他认为，执法行动“应限于证据明确且令人信服的情况，即董事在充分了解法律、会计和披露后果的情况下，积极和知情地参与或实质上协助了不正当的披露计划”，“SEC不应仅仅因为董事未能采取行动或干预措施制止管理层的不当行为而秋后算账（pursue backdating actions）”。[\[8\]](#)

在SEC执法中，外部董事受到财产处罚的非常罕见。尽管SEC的诉讼可以要求外部董事因监督失职而受到处罚，但它似乎不太可能频繁地寻求此类处罚。SEC可能认识到，如果在涉及监督失职的案件中对董事采取过激行为，这可能会阻止合格的个人担任董事职务。如果市场参与者对董事的监管失职有记忆，这会使其更加健康。对独立董事的另外一个重要的保护是每次违反行为的民事罚款的最高限额是10万美元。[\[9\]](#)因此，对于许多董事来说，损失的风险主要在于声誉而不是金钱。[\[10\]](#)

二、外部董事在美国很少承担自负的财产性民事责任

美国的证券集团诉讼发达甚至可以说是泛滥。虽然没有具体的数据显示有多少名独立董事被列为了被告，但据美国学者估计，每年有十几起诉讼将独立董事列为了被告。它们大都以和解结案，独立董事偶尔会负有责任，但自掏腰包的责任是极为罕见（extremely rare）



更多法律电子书尽在 docsriver.com 商家巨力书店

的。^[11]还有学者统计了美国20世纪80年代以来的证券诉讼和公司诉讼，发现大部分证券诉讼案件以和解结案，真正进入判决环节的案件大约有20起，独立董事成为被告的只剩下数起了，最后只有1起案件判决独立董事负有责任，尽管如此，也没有导致独立董事自掏腰包；与此同期的上市公司诉讼中，以独立董事违反信义义务起诉的案件数量与证券诉讼案件相差无几，只有4起案件原告赢了独立董事，但只有1名独立董事自掏腰包。^[12]这就是广受关注的1985年Smith v. Van Gorkom案。在该案中，特拉华州的法院认为外部董事未能在批准并购时予以足够的注意，因此判决独立董事在董事责任险外支付赔偿金。

很多集团诉讼被驳回起诉，还有很多以和解结案。自1991年到2004年年底，美国共有3239起联邦证券集团诉讼，其中有1754起案件以和解结案。在这些和解结案的案件中，是很难甄别出外部董事究竟支付了多少赔偿金的。为此，有研究者对原告首席律师、董事责任险的保险人和保险经纪人进行了电话调查，调查发现，只有4起案件的外部董事自掏了腰包予以赔偿，其中就包括广泛报道的安然案和世通案。在世通案中，12名外部董事总共支付了2450万美元的赔偿金。^[13]在安然案中，外部董事总共支付了1300万美元的赔偿金，此外，安然的外部董事还因未能对员工期权计划进行适当的审查而向美国劳工部支付了150万美元。第三起案件是一个秘密和解案件，4名外部董事每人支付了5万美元。第四起案件的外部董事缺乏董事责任险而不得不自掏腰包，具体数额不详。^[14]总之，美国外部董事承担个人责任是很罕见的。

美国学者总结到，在以下情况下，外部董事才可能需要承担自负的财产责任：一是公司的问题足够严重以致公司破产，典型案例是安然