中外法学 Peking University Law Journal
Vol.35, No.1(2023)pp.201－220

独立董事的法律义务与责任追究:国际经验与中国方案

黄 辉*

摘 要 康美药业案具有促使独董勤勉尽责的积极意义,但赔偿责任比例和数额等方面存在改进空间。美国独董义务体系比较完备,可分为四大类,现实中独董很少被追责,主要依赖声誉机制进行激励约束。由于国情存在诸多重大差异,我国不宜直接照搬美国经验。2022年的证券虚假陈述司法解释大幅降低独董民事责任标准的做法值得商榷。一股独大并非我国独董制度的本质缺陷,关键在于完善法律责任体系,其路径不应是限缩独董职责范围,而应优化责任标准,保持适当的责任压力,促使公司选任优秀独董,让其发挥市场信号和公司治理的作用。我国应统筹改革公司法和证券法,健全独董义务体系,适当设定法律责任标准,引入董事责任保险,并以独董从公司所获薪酬总额的5倍作为责任限额,在促使独董勤勉尽责与避免寒蝉效应之间取得平衡。

关 键 词 独立董事 康美药业案 董事义务 证券虚假陈述 董事责任保险

导 言

2021年11月12日,广州市中级人民法院对于康美药业证券虚假陈述民事赔偿案件做出一审判决,首次采用了2019年《证券法》引入的特别代表人诉讼机制,成为中国证券民事责任制度发展中的一个里程碑。[1] 其中,康美药业5名独立董事被判决承担5%和10%的连带

* 香港中文大学法学院讲席教授。本文系香港中文大学Direct Grant资助项目(项目编号:4059056)和国家社科基金课题“证券发行注册制改革法律实施机制研究”(项目编号:20BFX130)的阶段性研究成果。

〔1〕 参见顾华骏、黄梅香等55326名投资者诉康美药业股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案,广东省广州市中级人民法院民事判决书,(2020)粤01民初2171号。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

赔偿责任，对应金额高达 1.23 亿元和 2.46 亿元，远超其任职期间在康美药业所获薪酬，掀起一轮独董的辞职潮，[2]引发社会各界对于独董制度的广泛热议。

2001 年我国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，至今已有二十年。现实中独董功能一直饱受诟病，要求加强独董义务和落实独董责任之声曾经高涨，但在康美案之后，风向突变成如何降低独董义务和责任，并很快促成了 2022 年 1 月 21 日最高人民法院发布《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《2022 司法解释》）。这个急转弯是否妥当？康美案的问题在哪里？独董的义务和责任到底应当如何完善？

我国的独董制度是一个舶来品，主要受到美国和我国香港地区等法域的影响，因此，在检讨我国的独董制度时，有必要从比较法角度进行分析，在综合考量国际经验和中国国情的基础上提出合理的建议。

一、我国独董责任的争议和最近改革

（一）康美药业案：得与失

康美药业案是一个具有里程碑意义的重大案件，在很多方面都产生了深远影响，特别是独董制度。在大方向上，该案具有压实独董责任、促进独董积极履职的正面意义。自 2001 年我国引入独董制度以来，其一直受到激烈争议，独董被贴上“花瓶”的标签而广受诟病。然而，虽然批评声音不断，但独董制度一直带病前行，情况并无太大改观。康美药业案重拳出击，第一次真正让独董切实体会到了责任风险，引发的独董辞职潮有助于将那些没有履职能力、不愿承担责任的花瓶董事淘汰出去，达到独董队伍整体素质提升的有益效果。

实际上，证监会多年来一直在对独董处以行政处罚。本文对于证监会网站上的相关行政处罚决定进行了实证研究。截止 2021 年底，共有约 200 宗涉及独董的行政处罚决定。然后，选取 2020 年作为样本进行了重点研究，主要发现包括：①涉及独董信息披露问题的行政处罚案件有 16 宗，涉及 51 名独董；②罚款数额在 8 万元以上的独董总数为 16 名，占比 31.4%，且有两名独董的罚款高达 20 万元。[3] 鉴于我国独董的年薪平均数约为 8.5 万，中位数约为 7 万，[4]因此，罚款力度不算太小。

另外，法院对于证监会的行政处罚给予了全力支持。根据一名法官的实证研究，截止

---

〔2〕 参见刘凤茹：《新“高危职业”！康美案一审宣判 30 天，65 股独董辞职》，载微信公号“北京商报”，2021 年 12 月 13 日上传。

〔3〕 现实中也有独董由于内幕交易和短线交易等问题而被证监会处罚的案例，但这类案件是独董的个人违法行为，与独董怠于履职的问题有所不同，故在统计中予以排除。

〔4〕 参见任娇、任婉晴：《A 股独董全画像：刷屏辞职背后 有人年薪五百万 有人年薪三百块》，载新京报，https://www.bjnews.com.cn/detail/163780058914561.html，最后访问日期：2022 年 12 月 1 日。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

2019年底,我国共有18名独董针对证监会的行政处罚提起了15起行政诉讼。[5] 在这些案件中,独董的行政处罚包括警告和罚款,最低罚款为3万元,最高罚款为20万,但最终提起这些诉讼的独董无一胜诉。

综上,虽然证监会一直在努力,但行政处罚责任并没有对于独董的履职行为产生太大效果。本文实证研究没有发现独董的相关刑事案件,主要是因为独董通常并不参与公司的日常管理,更遑论故意参与造假。从证券法的执行理论讲,民事责任是一种私人执行机制,对于作为公共执行机制的行政责任具有重要的补充作用。[6] 因此,民事责任就成为了一个加强独董责任的现实路径,康美药业案的出现就有了其必然性和必要性。

当然,康美药业案对于独董赔偿责任的判决比例和数额存在改进的空间,以避免责任过高导致优秀独董人才流失、不敢承担正当履职风险的寒蝉效应。由于康美药业案第一次适用特别代表人诉讼机制,原告股东多达5.2万名,判赔金额高达24.59亿元,而5名独董分别被判决了10%和5%的比例连带责任,导致赔偿数额巨大,超出个人承受范围,也超出了威慑效果所需的数额,确有过苛之嫌。

(二)《2022司法解释》的改革举措及批判

《2022司法解释》回应了近期诸如康美药业案等对于中介机构和独董等判罚责任是否过重的争议,选择在责任标准上进行了大幅放松,以达到降低责任之效。最高人民法院在答记者问中明确指出,通过分别规定相关人员的"过错认定及免责抗辩事由",以避免"动辄得咎"。

第13条规定,过错包括以下两种情形:"(一)行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件,或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布;(二)行为人严重违反注意义务,对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。"过错标准被限缩为故意和严重过失,而一般过失或轻微过失等都将不再引发责任。但是,第2款前面提到"严重违反注意义务",但后面用词是"过失"而非"重大过失",似乎前后矛盾,体现了最高人民法院的纠结心态。

另外,第16条规定了独董的5款免责情形,其中,第2到4款实际意义并不大,因为在那些情形下本就不太可能追究独董责任,现实中也从未出现这种案例,第5款是一个兜底条款,指导意义也不大。第1款规定,"在签署相关信息披露文件之前,对不属于自身专业领域的相关具体问题,借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题的",有实质内容,也有实际意义。但此款有不少值得推敲之处,比如,"自身专业领域"应当如何认定?阅读并信赖审计报告和法律意见书是否就能构成"借助会计、法律等专门职业的帮助"?在"借助"过程中是否需要达到一定的审慎和勤勉程度?相比而言,第17条明确规定了中介机构在"借助"专业意见时

[5] 参见张婷婷:"独立董事勤勉义务的边界与追责标准——基于15件独立董事未尽勤勉义务行政处罚案的分析",《法律适用》2020年第2期,第84页。

[6] See Robin Hui Huang and Nicholas Howson (eds.), *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World*, Cambridge: Cambridge University Press, 2017, pp. 503-504.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

要“审慎核查和必要的调查…形成合理信赖”，明显借鉴了美国的合理信赖抗辩规则，〔7〕因此，从文义上看，独董似乎只需要证明自己通过阅读或问询等方式借助了专业意见，即使“仍然未能发现问题的”，也可以免责。

出现上述问题的一个重要原因是最高人民法院混淆了公司法与证券法在董事义务方面的关系。如后文所述，美国公司法作为一般法，对于董事义务的实质标准是故意和重大过失，但证券法作为特别法，其标准是更为严格的普通过失。最高人民法院实际上是把美国公司法和证券法的标准强行混在一起，以至于出现内在冲突。就此而言，2021 年底的《公司法（修订草案）》第 190 条将董事第三人责任的标准定为“故意与重大过失”是符合国际经验的，〔8〕但作为证券法规则的《2022 司法解释》似乎出台过急，没有进行统筹设计。

如果《2022 司法解释》在执行中将过错标准定为重大过失，独董的民事责任风险将大为降低。实践中，独董故意参与造假的案件基本没有，严重过失的情况也非常罕见，通常都是普通过失。比如，康美药业判决认为，几位独董“过失相对较小”，而在海润公司案中，法院更是明确指出，独董“虽然存有过失，但该种过失是一种轻微过失”。〔9〕因此，在《2022 司法解释》下，上述案件中的几位独董很可能完全免责，康美药业案恐成绝响。后文将要阐述，美国为数不多的独董民事责任案件基本上都是来自《美国 1933 年证券法》第 11 条的一般过失标准。另外，倘若证监会的行政处罚也参照《2022 司法解释》，独董的行政责任也将难以落实。目前我国证监会对于独董的行政处罚案件中，大多数独董都是一般过失。这些独董基本上都满足一般的工作要求，比如，参加了相关会议，阅读了相关材料，甚至还提出过问询和建议。〔10〕

二、国际经验：规则与实践

（一）法律渊源：公司法与证券法

鉴于《2022 司法解释》受到了国际经验的影响，但又存在混淆之处，本部分将对于以美国法为代表的国际经验进行一个系统的梳理。董事义务是公司法的一个核心问题，也是难点问题。实际上，即使在英美法系内部，公司法对于董事义务的体系和标准也存在差异。美国传统

〔7〕《美国 1933 年证券法》第 11(b)(3)(C)。合理信赖要求当事人以审慎和勤勉的态度对待相关的专家意见，因此，当这些专家意见出现“红旗信号”（red-flag，即危险信号或重大异常事项）的情况下，就不能盲目信赖，而需要进行调查核实并采取纠正等措施。

〔8〕值得指出，在英美法系，传统上并不存在专门的董事第三人责任概念，而是董事行为能否代表公司从而法律效果归于公司的问题，包括董事行为归于公司后产生的契约责任、侵权责任和刑事责任，如果董事行为不归于公司，董事就要对第三人直接负责了。参见黄辉：《现代公司法比较研究——国际经验及对中国的启示》（第二版），清华大学出版社 2020 年版，第 124－146 页。这种责任并不是基于一般的董事义务而产生的，当然，在某些情况下，成文法规定了董事的第三人责任，可以视为特殊的法定义务，比如，证券法对于董事在证券市场虚假陈述时向投资者承担责任的规定。

〔9〕参见唐某与唐某、唐某等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书，江苏省南京市中级人民法院，(2016)苏 01 民初 539 号。

〔10〕张婷婷，见前注〔5〕，第 86 页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

上采用董事义务的两分法,包括忠实义务和注意义务,但英联邦国家和地区对于董事义务的类型划分就要精细很多,除了忠实义务和注意义务,还有一些其他类型,比如防止破产交易义务和善意行使权力义务等。[11]

相对而言,独立董事不参与公司的日常经营管理,但又作为董事会成员对于很多重要事项进行讨论和决策,而且,还具有独立性和特殊专业背景等,因此,与普通董事相比,独立董事的义务体系和责任标准更为复杂。美国学者提出了独董义务的四分法,包括忠实义务,注意义务,信息披露义务以及反收购审查中的特别注意义务。[12] 总体而言,这些义务的法律渊源有两个,即公司法和证券法,公司法是一般法,证券法是特别法,后者规定比前者更为严格。

(二)义务体系:四分法

首先是忠实义务,主要是针对董事的自我交易问题。与执行董事不同,独董不参与公司经营管理,在公司通常没有实际权力,因此,独董自己一般不会涉及自我交易,而是作为执行董事和高管自我交易的审查人。关联交易是一个很复杂的问题,一刀切禁止关联交易的做法并不可取,现实中,有些关联交易是不可避免的,甚至还是有益的,所以,通常做法是让无利害冲突方对于关联交易进行甄别审查,而独董就是最佳的审查人员,发挥看门人的作用。[13]

根据美国很多州的公司法,自我交易是推定无效的,除非那项交易能够证明对于公司在事实上是完全公平的。但是,这个"完全公平"的标准并不清晰,不仅是价格公平,还要考虑其他方面,而且,举证责任在于被告,[14]因此,转而采用独董审批机制来替代完全公平标准,以提升交易的确定性。[15] 独董在审批自我交易时负有忠实义务,其关键就是如何保证独董的真正独立,而不仅仅是形式上的独立,因此,法院会对于独董的独立性进行严格审查。

第二是注意义务。注意义务也称为勤勉义务,要求董事在执行职务时谨慎小心,勤勉努力,其标准是客观标准与主观标准的结合。一方面,董事应当达到一个理性人在类似的情况下会尽到的注意标准,因此是一个客观标准;另一方面,如果董事具有特殊专业背景和经验,他的注意义务就可能需要相应提高,从而带有一定的主观标准。对于独董而言,这个主观标准尤其重要,因为独董通常都是高层次的专业人士,特别是在财务、法律和管理等方面。另外,与执行董事相比,独董不参与公司的日常管理,都是兼职性质,因此,他们的注意义务标准也相应有所不同。

需要注意,注意义务已经演化为一个期望性的义务,上述标准并不能用以追究董事责任。

---

〔11〕 参见黄辉,见前注〔8〕,第 192—196 页。

〔12〕 参见弗兰克·H.伊斯特布鲁克等:《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社 2016 年版,第 346—377 页。

〔13〕 参见(美)约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社 2011 年版,第 2—3 页。

〔14〕 See Ams. Mining Corp. v. Theriault, 51 A.3d 1213 (Del. 2012), at 1239.

〔15〕 See Steven M. Haas, "Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor," *Virginia Law Review*, 2004, Vol. 90, No. 8, pp. 2245, 2250—2270.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

为了让董事愿意去承担正当的商业风险，商业判断准则应运而生。[16] 董事在没有个人利益冲突的情况下做出商业决策时，即使最终决策给公司带来重大损失，通常也不会被追究责任，除非那些决策是彻底的不理性。因此，在公司法上，董事的注意义务标准实质上变成了故意和重大过失。

第三是反收购行为审查中的董事特别义务。在敌意收购中，目标公司的董事在对待收购要约时通常面临直接的利益冲突。一旦收购成功，他们很可能就会被扫地出门，失去工作职位，职业声誉也会受到影响，从而有动机去采取各种措施去反收购，即使收购对于公司股东是有利的。另一方面，有时收购要约可能确实不利于公司股东，比如收购价格过低或收购人目的存疑，因此，目标公司董事采取反收购措施是正当的。由于反收购措施的正当性不是简单的非黑即白，需要根据具体情况进行具体分析，故而需要有一个审查机制。

在美国，董事可以先采取反收购措施，但其他相关人有权提起诉讼，检验反收购措施是否违反董事义务。[17] 在美国上世纪八十年代的敌意收购浪潮中，出现了大量此类案件，特拉华州衡平法院在注意义务和忠实义务之外，专门创设了一个针对董事采取反收购措施问题的特别注意义务，采用“中等审查标准”，介于注意义务的宽松标准和忠实义务的严格标准之间。[18] 相对于执行董事而言，独董在敌意收购中的利益冲突问题要小得多。独董都是兼职，薪酬也不是很高，在公司收购后失去独董职位的问题通常不太重要，但毕竟还是有点利益冲突。因此，即使目标公司的反收购措施获得了独董的批准，法院仍然要进行审查，其标准比审查没有涉及利益冲突的董事会决议要严格，但比审查关于自我交易的决议要宽松。

最后是信息披露义务，这也是美国公司法在上世纪八十年代之后逐步发展的一个董事义务，特别是在股东投票和自我交易审查的场合。随着股东积极主义的兴起，美国的机构投资者更多地参与股东大会并进行投票，而决定如何投票需要公司管理层充分披露相关信息。因此，对于董事施加一定的信息披露义务是必要的。但同时由于信息披露是有成本的，而且，如果责任过重，会促使公司进行过度的信息披露，因此，这个信息披露义务的要求不能太高，通常只有达到故意的程度才会追责。对于外部董事而言，他们在信息披露中的参与程度非常有限，因此，他们的信息披露义务就更为宽松。

除了公司法之外，美国证券法也规定了董事的信息披露义务，且更为严格，这也是现实中董事被追责的主要法律基础。《美国 1933 年证券法》第 11 条规定了一级市场股票发行过程中的虚假陈述责任问题，即使董事是过失的，也可以被追责。而且，《美国 1933 年证券法》采用了举证责任倒置的做法，即签字的董事对于股票发行文件的虚假陈述是推定至少具有过失的，而

---

〔16〕 Ibid., pp. 2255－2262.

〔17〕 See Robin Hui Huang and Juan Chen, “The Rise of Hostile Takeovers and Defensive Measures in China: Comparative and Empirical Perspectives,” *European Business Organization Law Review*, 2019, Vol. 20, No. 2, p. 363.

〔18〕 See William T. Allen, Jack B. Jacobs and Leo E. Strine, Jr., “Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law,” *The Business Lawyer*, 2001, Vol. 56, No. 4, p. 1287.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

由董事反证自己进行了“尽职调查”或合理信赖他人意见等进行抗辩。相对而言,二级市场股票交易情形下的虚假陈述责任就要宽松一些。根据《美国 1934 年证券交易法》第 10b 条以及美国证监会(Securities and Exchange Commission,以下简称“SEC”)根据此条制定的 10b-5 规则,只有当董事至少达到重大过失或间接故意的程度,才需要为虚假陈述负责。

显然,无论是在发行还是交易情形下,证券法对于董事信息披露义务的规定都比公司法严格。当然,作为一般法,公司法适用于所有公司,而作为特别法,证券法只适用于上市公司。现实中,绝大多数涉及董事违反信息披露义务的案件都是针对上市公司,我国也是如此,包括康美药业案,这也是目前问题最大,亟需研究的领域。

(三)责任追究:实证发现

现实中,美国独董被起诉违反义务的案件很少,被判决需要承担责任的情况就更少,而最终独董自掏腰包支付赔偿的概率就几乎可以忽略不计。主要原因是,美国公司通常都为董事购买了责任保险,另外,公司章程也经常包括董事的责任豁免条款以及责任补偿条款。

根据罗伯特·汤普森(Robert B. Thompson)和兰德尔·托马斯(Randall S. Thomas)的实证研究,[19]从 1991 到 2004 年,全美共有 3239 宗联邦证券法下的集团诉讼案件,平均每年 230 宗。在 1990 和 2000 两年,特拉华州法院平均每年受理 140 宗公众公司高管违反信义义务的公司法案件。需要指出,该研究没有单独提供独董被告的准确数据,但估计每年应该有几十个左右。这些案件绝大多数最后都是和解。由于和解协议是保密的,因此,不知道这些案件中独董承担的责任有多大,也不知道他们是否自掏腰包支付了赔偿。

伯纳德·布莱克(Bernard S. Black)、布莱恩·切芬斯(Brian R. Cheffins)和迈克尔·克劳斯纳(Michael Klausner)对于独董责任问题进行了一系列研究,[20]发现在 1980 到 2005 年的 25 年期间,在美国针对董事和高管提起的民事案件不少,包括公司法案件和证券法案件。公司法案件以股东派生诉讼为主,证券法案件主要是集团诉讼,后者的年平均数量超过 200,但在全部的案件样本里,最终独董自掏腰包的案件只有 13 件。这些案件中的绝大多数都是和解的。根据案件是基于公司法还是证券法而提起,这些和解案件可以分为两类。在公司法的案件中,基本没有公众公司独董自掏腰包进行赔偿的案例,但有 4 宗证券法的案件存在这个情况,包括广为人知的世通案和安然案。在世通案中,全部独董总共支付了 2500 万美元,而安然案的独董支付了 1300 万美元。第三个案件中的公司已经破产,四名独董各自支付了 50 万美元的赔偿。第四个案件中的公司规模很小,没有为董事购买责任保险。

上述案件中的很少部分最终走到了判决阶段。在证券法领域,只有大概 20 宗针对公众公司董事和高管违反义务的案件。在这些案件中,独董成为被告的情况很少,独董败诉的案件更

---

[19] See Robert B. Thompson and Randall S. Thomas, “The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition Oriented Class Actions,” *Vanderbilt Law Review*, 2004, Vol. 57, No. 1, p. 133.

[20] See Bernard S. Black, Brian R. Cheffins and Michael Klausner, “Outside Director Liability,” *Stanford Law Review*, 2006, Vol. 58, No. 4, p. 1055; see also Bernard S. Black, Brian R. Cheffins and Michael Klausner, “Outside Director Liability: A Policy Analysis,” *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2006, Vol. 162, No. 1, pp. 5, 11.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

是只有一个，且最后这个独董也没有自掏腰包。在根据公司法提起的独董怠于履职的相关案件中，情况也类似。独董被判决败诉的此类公司法案件仅有四个，而只在一个案件中独董最终自掏腰包，就是著名的 Smith v. Van Gorkom。[21] 在该案中，法院认为涉案公司的独董在审批公司的合并交易时没有履行充分的注意义务，虽然独董有责任保险，但判决的责任远超过保险限额，因此，独董自掏腰包支付了 2000 多万美元。

总之，美国投资者针对独董违反义务而提起的民事案件很少，案件绝大多数是和解，但无论和解或判决，独董承担责任的情形极少，而最终独董需要自掏腰包的情形可以说是极其罕见。另外，除了美国之外，无论是英国、澳大利亚还是加拿大等英美法系国家，还是德国、法国以及日本等大陆法系国家，独董承担责任的情况都很少。[22]

除了民事赔偿责任，独董还可能受到 SEC 的监管处罚，但处罚力度很小，现实中案件也很少。一方面，SEC 对于相关人员的罚款数额根据违法行为的性质有所不同，但对于欺诈行为的最高罚款也就是 10 万美元或实际的违法所得。[23] 现实中，独董通常不太可能有违法所得，因此，罚款上限基本上是 10 万美元。显然，其主要效果不是金钱上的惩罚，而是声誉上的损失。另一方面，SEC 可以对于违法人员采取市场禁入措施。[24] 由于美国市场禁入制度本身存在不少问题，总体上 SEC 在现实中适用的并不多。[25] 独董通常不参与公司经营管理，很难达到市场禁入措施的适用门槛。截至 2006 年，SEC 只对一名独董采取了市场禁入措施，而针对独董怠于履职的罚款案例更是一个都没有。[26]

需要指出，美国关于独董法律责任的研究主要集中在本世纪初安然和世通案后的几年，特别是 2005－2007 年，距今已有十多年时间。而在此期间，世界各国的股东诉讼问题有不少新发展，包括实体规则、程序规则和市场结构等，特别是集团诉讼机制的发展。[27] 因此，需要对于董事问责情况进行系统的更新研究。不过，从近期的一些相关研究看，情况变化似乎不大。[28]

三、国际经验的移植与本土资源

（一）为何美国独董很少被追责

如前所述，现实中美国独董被追责自掏腰包的情况非常罕见，从法律角度看，其主要原因

---

〔21〕 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

〔22〕 See Brian R. Cheffins and Bernard Black, "Outside Director Liability across Countries," *Texas Law Review*, 2006, Vol. 84, No. 6, p. 1385.

〔23〕 《美国 1933 年证券法》第 20(d)(2)(C)条；《美国 1934 年证券交易法》第 21(d)(3)(B)(iii)条。

〔24〕 《美国 1933 年证券法》第 8A(f)条；《美国 1934 年证券交易法》第 21C(f)条。

〔25〕 参见黄辉、李海龙："强化监管背景下的中国证券市场禁入制度研究：基于实证与比较的视角"，《比较法研究》2018 年第 1 期，第 76－106 页。

〔26〕 See Black, Cheffins and Klausner, supra note 20, pp. 1131－1135.

〔27〕 See Brian T. Fitzpatrick and Randall S. Thomas (eds.), *Cambridge International Handbook of Class Actions*, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, pp. xvii-xx .

〔28〕 See Huang and Howson (eds.), supra note 6, p. 502.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

有两方面。一方面,美国独董义务体系在适用范围上日益扩张,但同时在标准上逐渐放松。比如,公司法上的董事注意义务标准本来是过失,但通过商业判断准则将其变成了重大过失。[29] 另外,《美国 1934 年证券交易法》第 10b 条和 SEC10b-5 规则对于二级交易市场违法行为的处罚标准也是严重过失。由于独董通常不会出现重大过失,因此,现实中以独董为被告的案件就很少,案件几乎都是一级发行市场上根据《美国 1933 年证券法》第 11 条的普通过失标准而提起的。

另一方面,美国公司通常都为董事购买了责任保险,因此,即使独董被判罚赔偿责任,最终也总是保险公司买单。[30] 而且,公司还经常在章程中规定董事的责任豁免条款以及责任补偿条款等。如前所述,在著名的 Smith v. Van Gorkom 一案中,[31]独董被判定怠于履行注意义务,由于赔偿责任超过保险金额,最终自掏腰包 2000 多万美元。与我国的康美药业案一样,此案当时在美国引起了轩然大波,甚至也出现了独董的辞职潮。作为应对措施,特拉华州紧急修改公司法,允许公司通过章程条款免除董事违反注意义务的责任,除非董事行为缺乏"善意"。[32]

更深层次的问题是,美国很少对独董追责的做法是否正当?其逻辑又是什么?美国学界普遍认为,这种做法是有其合理性的。

首先,将独董的法律责任设定过高不利于鼓励董事进行正当的商业冒险,同时也不利于吸引优秀人才担任董事职位。

第二,独董的整体素质比较高,既"独立",又"懂事",这与美国独董群体的人员构成有关。美国独董主要是来自于商业实务方面的成功人士,已经实现了财务自由,独董薪酬不太可能影响其独立性。

第三,除了法律责任,还有很多其他机制能够促使独董勤勉履职,特别是声誉机制。美国的独董主要是社会精英和成功人士,具备很高的声誉资本,通常都会爱惜羽毛。从委托代理理论看,提升声誉是这些人愿意担任独董并勤勉尽责的主要激励约束机制。[33] 从看门人机制理论看,声誉资本正是独董发挥看门人作用的逻辑基础。[34] 实证研究表明,美国公司由于虚假陈述被 SEC 处罚后,股价通常会显著下跌,其中 24.5%反映了财务造假本身的泡沫挤出,8.8%反映了行政罚款和民事赔偿的金钱损失,剩下高达 66.6%可归因于声誉损失。[35] 同样,

---

[29] See Melvin A. Eisenberg, "The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law," *Fordham Law Review*, 1993, Vol. 62, No. 3, p. 437.

[30] 后文将对于董事责任保险制度进行详细讨论,参见第四(二)部分。

[31] 488 A.2d 858 (Del. 1985).

[32] Delaware General Corporate Law, §102(b)(7).

[33] See Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *The Journal of Law and Economics*, 1983, Vol. 26, No. 2, p. 327.

[34] 科菲,见前注[13],第 3—4 页。

[35] See Jonathan M. Karpoff, Scott D. Lee and Gerald S. Martin, "The Cost to Firms of Cooking the Books," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, Vol. 43, No. 3, pp. 581—611.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

量化研究表明,英国公司由于虚假陈述被处罚后的声誉损失是法律罚款的大概八倍之多。[36]因此,与法律责任相比,声誉损失具有更大的惩罚效果。

最后,独董的功能定位比较理性和务实。美国独董主要是监督功能,但不以成败论英雄,并不要求独董发现公司所有的问题,包括造假行为。由于独董并不参与公司的日常经营管理,因此,如果公司刻意隐瞒相关的造假行为,独董是很难察觉的。注册舞弊审查师协会(Association of Certified Fraud Examiners)的相关研究表明,在全球范围内,查处公司财务舞弊的最主要途径是举报,约占全部案件的43%,第二是公司内部审计,而包含独董制度在内的监督机制发现舞弊案件的比例仅为3%,在所有途径中排名倒数第3。[37]这表明,期待独董去发现所有的公司财务舞弊问题并不现实,但同时也不是说独董可以因为很难发现造假问题就放弃履职,关键是过程而非结果。

(二)我国国情的特殊性

我国目前在独董方面的国情与美国存在很多重要差异,因而不能简单地照搬美国做法,而应当对于董事施加一定的法律责任压力。

首先,市场发展阶段不同。虽然美国也有安然和世通案件等严重的虚假陈述问题,但案件数量很少,证券市场的总体情况比较规范。与美国相比,我国的证券市场乱象频发,累禁不止,需要"乱市用重典"。

第二,社会发展阶段不同。我国处于社会转型期,诚信体系尚不完善,声誉机制作用有限,难以对于独董形成有效的约束。实际上,即使在美国,有些学者也认为,单靠声誉机制无法有效规范董事行为,在某些情况下还是需要施加金钱责任。[38]经济学研究也表明,如果董事没有罚款责任的风险,他们的履职表现会变差。[39]

第三,与美国同行相比,我国独董素质需要大幅提升。独董的素质是其履职的基础,直接影响到他们的"独立"和"懂事"问题。与美国不同,我国独董很多是大学教授。在上证50指数样本股的上市公司中,独董总共213人,教授和研究员合计81人,占比接近40%。[40]虽然学界人士在独立性和专业性方面有一定的优势,但同时也有缺陷。首先是缺乏实务经验,影响决策水平;第二,与学术界的工资水平相比,独董薪酬并不算少,这可能影响独立性;最后,与行业

---

〔36〕 See John Armour, Colin Mayer and Andrea Polo, "Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, Vol. 52, No. 4, pp. 1429-1448.

〔37〕 参见The Association of Certified Fraud Examiners:《2020年ACFE全球舞弊调查报告》,载ACFE China官网,第19页,http://www.acfechina.org/annex/detail-19,最后访问日期:2022年12月1日。

〔38〕 See Holger Spamann, "Monetary Liability for Breach of the Duty of Care?" *The Journal of Legal Analysis*, 2016, Vol. 8, No. 2, pp. 337, 359; Geoffrey P. Miller, "A Modest Proposal for Fixing Delaware's Broken Duty of Care," *Columbia Business Law Review*, 2010, Vol. 2010, No. 2, pp. 319, 335.

〔39〕 See James Andreoni, William Harbaugh and Lise Vesterlund, "The Carrot or the Stick: Rewards, Punishments, and Cooperation," *The American Economic Review*, 2003, Vol. 93, No. 3, pp. 893-894.

〔40〕 参见彭珂怡:"实证分析中国独立董事制度的有效性及改进",《现代商业》2020年第16期,第132页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

人士相比,声誉机制对于学界人士的约束效果可能更差。这不是因为学者不在乎声誉,而是他们主要关心学术声誉,独董履职问题给他们带来的声誉损失并不大。

因此,在我国的国情下,尽管学界人士是一个不错的独董来源,但目前比例过高,需要进行适当调整。从这个意义上说,独董辞职潮并不是坏事,而是一次独董队伍的自我清洗和提升,这需要通过法律责任的压力才能完成。法律责任发挥作用的方式并不是一定要实际上追究了责任,也可通过法律责任的潜在风险去促使公司选任声誉好、独立性强的独董。美国经验就是如此,后文将进一步阐述。

四、我国独董责任的完善:定位与构建

如前所述,在《2022 司法解释》下,我国的独董民事责任风险已经大为降低,同时又缺乏美国那些对于独董的非法律性约束,因此,康美药业案恐将前功尽弃,花瓶董事现象可能涛声依旧。独董责任到底应当如何定位和构建,有必要从理论依据和具体措施两方面进行探讨。

(一)完善独董责任的理论依据

中国独董不"独"的问题是一个顽瘴痼疾,长久以来,很多人将原因归结为独董的任命机制,即中国存在"一股独大"问题:独董是由大股东控制的,包括提名和选举等环节,自然很难独立于大股东,而大股东也不会花钱找别人来真正地监督自己。[41] 这个观点乍看似乎有道理,但将视野放宽一点,就会发现更深入的问题:第一,这个"花钱找别人来监督自己"的利益冲突情形是独董特有问题吗?第二,这个情形只存在于中国的独董身上吗?

第一个问题的答案是否定的,即这个"花钱找别人来监督自己"的利益冲突情形并不是独董特有,而是普遍存在于公司治理中的各种看门人职业,比如,审计师、律师、保荐人等。包括独董在内的几乎所有看门人机制的一个共同点是,他们都有很高的市场声誉,都是公司的控制人聘请来监督自己的。根据看门人理论,看门人接受聘请就是同意与公司绑定,以自己的声誉为公司背书,通常不会为了短期利益而牺牲自己的长期声誉,因此,虽然自己从公司那里获取报酬,但并不会无原则地听从公司指令。[42] 在某些情况下,与客户同流合污的短期收益大到超过长期的声誉损失,那么,看门人机制就可能失灵,这时就需要通过法律责任去提高看门人

---

〔41〕 比如,李建伟:"论我国独立董事产生机制的重构",《法律科学》2004 年第 2 期,第 67 页;汪青松,罗娜:"独董独立性谜题与机制独立性再造",《证券市场导报》2022 年第 3 期,第 43 页;刘纪鹏:《独董制度本质缺陷在于"一股独大" 呼吁建立"独董公会"》,载新浪财经,https://finance.sina.com.cn/stock/stockzmt/2021-12-24/doc-ikyakumx6137670.shtml,最后访问日期:2022 年 12 月 1 日。鉴于一股独大问题,学者提出了各种限制措施,比如表决权回避、表决权打折和限制股东持股比例等,还有建议官方或半官方的机构甄选和任命董事,比如证监会、交易所、投服中心和相关协会等。这些措施违背一股一权的股份多数决原则、甚至是基本的市场规律,将带来巨大的代理成本,且域外也无先例(美国和我国香港地区有一些独董协会,但它们本质上只是联谊会之类的民间社团,并无决定独董的任命和报酬等权力),因此,笔者不赞同上述建议,限于篇幅不展开论述。

〔42〕 科菲,见前注〔13〕,第 5-8 页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的违法成本。虽然审计师等行业也存在“花钱找别人来监督自己”的利益冲突情形，但这些职业仍被广泛接受，发挥重要的看门人作用，而此逻辑同样适用于独董。

第二个问题的答案也是否定的。实际上在美国，由于公司股权高度分散造成了内部人控制问题，独董的选任基本控制在执行董事等内部人手中，从而也存在“花钱找别人来监督自己”的情形，与中国独董的大股东控制情形有殊途同归之处。然而，为何美国的公司内部控制人没有像中国大股东一样去花钱聘请一群“忠诚的废物”充任独董呢？

为了回答上述问题，需要先梳理一下美国独董的制度功能及其发展。美国独董制度在二战之后日益重要，上市公司的独董比例不断上升，从上世纪五十年代的22%一路攀升到2005年的74%，〔43〕这不是出于法律的硬性规定，而是公司的自我选择，其主要动因来自于法律责任的压力。

首先，二战之后美国经济高度发展，关联交易大量出现。由于关联交易有利有弊，不宜一刀切禁止，需要具体情况具体分析。法律要求关联交易“完全公平”，但此标准很不确定，因此，公司就让独董审批关联交易，增强其正当性。然后在八十年代，敌意收购大量出现，反收购措施也应运而生，与关联交易一样，反收购措施对于公司也是利弊交织，因此，目标公司也让独董对于反收购措施进行审批。九十年代之后，随着互联网经济的兴起，公司高管的薪酬结构发生重大改变，股权薪酬的比例大幅增加，从1992年到2000年，互联网公司的该比例从34%飙升到83%，其他公司也从25%上升到59%。〔44〕这种股权薪酬有助于激励员工，但又会导致薪酬过高，侵蚀股东利益，从而引发股东诉讼，因此，公司让独董进行审批，以避免诉讼风险。

本世纪之初，期权等薪酬机制过度使用，公司高管通过虚假陈述影响股价，以便更好行权，最终爆发了安然和世通等大案，促使美国制定《萨班斯奥克斯利法》，大幅加强独董的功能，让其负责审计师的聘任等事宜。2008年全球金融危机后，美国再次制定《多德弗兰克法》，对于薪酬委员会的独董提出了更高的独立性要求，以更好地发挥看门人作用。

可见，从关联交易到反收购措施、薪酬问题，最后到信息披露，独董的功能越来越多，公司对其需求也越来越大，独董数量和比例也越来越高。公司不仅需要任命更多的独董，还需要任命更好的独董，因为独董作为“看门人”，以自己的声誉为担保，一方面为公司的上述行为增信，让市场相信其正当性，从而降低交易成本；另一方面在法律纠纷中，从程序规则上为公司行为背书，让法官认可其正当性，从而让高管等人免责。为了达到这两个目的，公司高管等内部控制人有动机去任命声誉好、独立性强的独董，否则，花了钱去养一群声誉低、独立性弱的独董，并不能真正发挥作用。比如，市场对独董不认可，质疑公司相关交易的合理性，将导致公司股价不振；法院对独董不认可，质疑其审批的程序正当性，将导致公司相关交易无效，相关人就需

〔43〕 See Jeffrey N. Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950－2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices,” *Stanford Law Review*, 2007, Vol. 59, No. 5, pp. 1465, 1539－40.

〔44〕 See Kevin J. Murphy, “Stock-based Pay in New Economy Firms,” *Journal of Accounting & Economics*, 2003, Vol. 34, No. 1, pp. 129, 132－33.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

承担责任。

美国特拉华州是美国大多数上市公司的注册地,其公司法被誉为美国公司法的标杆。但实际上特拉华州公司法并没有明文要求设立独董,而是公司主动选择任命独董,以应对法院诉讼审查的压力。[45] 另外,虽然纽交所和纳斯达克等规定了独董的独立性要求,但这些都是最低标准,形式上的符合并不一定保证独立性。现实中,法院会对独董的独立性在具体案件中进行具体审查,因此,形式上符合独立性要求的独董可能不被认可。比如,在最近的 In re Ezcorp Inc. Consulting Agreement Derivative Litig.一案中,法院就对于控股股东一手任命的独董提出了质疑。[46] 简言之,独立性需要个案认定,具有动态变化的相对性,[47]形式上独立的董事可能会被法院认定为实质上不独立,故而公司需要去任命那些独立性更强的独董,以满足法院审查。

因此,美国公司通常不会花钱去养一群"忠诚的废物",因为那样的独董无法成为真正的看门人,无法为公司消除法律风险。另外,美国独董还有重要的市场信号功能,即公司聘请了声誉高的独董能够让市场对于公司更有信心,从而提升其股价。这个信号机制反映了独董的各种制度功能,包括主要的监督功能,以及顾问或咨询功能。独董具有专业背景和实务经验,能够为公司提出有价值的意见,而且更易获得公司控制人的尊重和接受,从而促进公司规范运作和提升经营管理水平。此功能已经获得越来越多的实证研究支持,[48]也有学者把某些顾问功能视为一种特殊的监督功能,即"内控监督"。[49]

然而,独董信号机制的强弱取决于市场机制的有效度。虽然我国证券市场已经取得很大进步,但有效度仍然不足,独董还难以作为看门人通过信号机制给公司带来收益。理论上,越好的独董应当能够向市场传递更积极的信号,但现实中我国独董在这方面的效果都很弱。公司控制人对于独董的功能认识偏颇,通常都是为了满足监管要求而找人充数而已。从这个意义上讲,我国独董其实连"花瓶"的作用都未达到,毕竟越贵的花瓶有更好的装饰效果。

相对而言,法律责任机制能够更快建立和直接发挥作用,以提升市场机制的有效度。由于担心法律责任,公司控制人有压力去任命更好的独董,从而消除诉讼风险,同时促进管理水平。当然,法律责任机制的有效运行需要中小投资者提起更多的诉讼,让法院去审查独董是否真正独立和勤勉尽责,从而倒逼公司控制人去任命声誉高、独立性强的独董。

---

〔45〕 对于美国独董角色的详细讨论,参见前文第二(二)部分。

〔46〕 No. 9962, 2016 WL 301245 (Del. Ch. Jan. 25, 2016), at 11.

〔47〕 参见姜鹏:"独立董事相对论",《中外法学》2015 年第 6 期,第 1529 页。

〔48〕 See Anup Agrawal and Charles R. Knoeber, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, Vol. 31, No. 3, p. 377. 另外,有些独董还能发挥其他资源支持作用,包括政治资源等,但此作用的争议较大。See Anup Agrawal and Charles R. Knoeber, "Do Some Outside Directors Play a Political Role?" *Journal of Law and Economics*, 2001, Vol. 44, No. 1, p. 179; 参见叶青、赵良玉、刘思辰:"独立董事'政商旋转门'之考察:一项基于自然实验的研究",《经济研究》2016 年第 6 期,第 98 页。

〔49〕 Gordon, supra note 43, pp. 1465, 1539—40.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(二)完善独董责任的措施建议

1. 限缩职责范围,还是优化责任标准?

上文表明,“花钱找别人来监督自己”的利益冲突情形并不是中国独董制度的特有问题,而是看门人机制的一个普遍特征,域外也同样存在。其解决之道就是完善法律责任,促使独董勤勉尽责。有学者早在2008年就指出:“在上市公司提供的独立董事津贴不够充分,又不必为独立董事购买责任保险的情况下,仍然有许多人愿意担任独立董事,这恰恰说明:诉讼风险可以被忽略。”[50]长期以来,我国独董问题的主要矛盾是法律责任的威慑力不足,而康美药业案正是对此问题的一个积极回应,只是有过苛之嫌。但如后文所述,这属于技术性问题,进行微调即可。然而,《2022司法解释》矫枉过正,选择了降低独董责任标准的应对方法,难以促使独董勤勉履职。

有学者提出了降低独董诉讼风险的另一个思路,即限缩独董的职责范围。其出发点是,我国独董的职责太宽,既包括需要独立董事和普通董事共同参与的董事会一般事项,又有独立董事的专管事项。[51] 在此基础上,有学者进一步将我国独董称为“全能型内部董事”,认为独董“不具备成为全能型公司内部董事的主客观条件”,比如履职时间,从而提出将独董的职责范围限缩在监督公司控制权私人收益。[52]

上述思路值得商榷。一方面,我国独董真是“全能型内部董事”吗?在职务定位上,独董是非执行董事,主要工作就是出席独董专门委员会、董事会和股东大会,审议相关事项,并不负责公司的日常经营管理。而且,在出席这些会议时,独董的主要职责就是监督,并不需要“履行公司内部董事的全部职责”。有独董经验的人都知道,那些会议审议的事项都是执行董事和高管已经做了很多前期工作,形成了比较成熟的提案。独董根据文字材料和会议讨论进行审议监督而已。怎会出现“独董在权利、义务及责任方面全面超越公司内部董事”的情况?

另一方面,公司控制权私人收益问题当然是独董监督工作的一个重要内容,但如果将独董职责限缩至此,未免过窄。公司控制权私人收益问题主要体现为关联交易,因此,有学者提出,“将独立董事的功能限定在抑制控制股东滥用控制权,特别是监督和制止控制股东利用关联交易损害公司和股东利益方面,而不是放在保证信息披露文件的真实、准确与完整上面”。[53]然而,现实中,如果公司主动提交关联交易给独董审查,通常都不会有大问题。出问题的情况主要是公司隐瞒关联交易或提供虚假的交易信息,而这就变成了信息披露问题。因此,现有案例中,鲜见涉及独董审查关联交易不当,绝大部分都是涉及信息披露问题。[54] 而这正是目前

〔50〕 方流芳:“独立董事在中国:假设和现实”,《政法论坛》2008年第5期,第115页。

〔51〕 参见方流芳,见前注〔50〕,第113页。

〔52〕 参见曾洋:“重构上市公司独董制度”,《清华法学》2021年第4期,第156页。

〔53〕 参见邢会强:“上市公司虚假陈述行政处罚内部责任人认定逻辑之改进”,《中国法学》2022年第1期,第244页。

〔54〕 参见前文第一部分。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

我国独董制度的痛点和难点,即公司造假问题高发,但独董又很难发现。如果独董对此问题不再承担监督之责,试问独董还有什么存在意义?

独董责任的改革方向应当是优化责任标准,而不是限缩职责范围,不能让独董躺平在责任小、工作少、但意义不大的舒适区。审查关联交易只是独董职责之一。鉴于信息披露问题的重要性和困难度,其更应成为我们的关注重点,将其排除在独董职责之外无异于对独董功能的阉割。域外经验表明,独董在监督信息披露方面的功能日益重要,美国独董案件通常都涉及证券发行和交易的信息披露问题。[55] 当然,责任风险要适度,关键在于责任的标准和追究。评价独董不能只看结果,变成简单粗暴的"签字即罚"逻辑,而应关注其在履职过程中是否达到相关的义务标准。如前所述,美国独董很少自掏腰包承担责任在其国情下是有合理性的,但我国情况不同,需要对于独董保持一定程度的责任压力,促使他们勤勉履职,也有理由和勇气去对抗公司控制人。[56]

2. 引入责任保险和责任限额:法经济学分析

上文显示,法律责任对于促使独董勤勉尽责非常重要,但法律责任也是一把双刃剑,可能会导致寒蝉效应。那么,如何取得平衡呢?一个建议是,在保持民事责任压力的同时,引入责任保险。

对于责任险的一个疑问是,既然责任保险旨在让独董免责,为何不直接通过降低责任标准而免除独董的责任呢?与直接免责不同,责任保险并不是完全让独董免责,而是有合理的适用范围,以避免道德风险。首先,责任保险原则上不能覆盖刑事罚金和行政处罚,其主要适用于民事责任。[57] 第二,即使是在民事责任中,董事责任保险通常也不覆盖故意违法行为。[58] 第三,即使责任保险让独董免于赔偿责任,独董也会有其他损失。比如,独董会遭受声誉损失,而且,独董为了处理诉讼事宜需要花费时间和精力等。另外,实践中责任险通常都有一定的免赔额度,[59]因此,独董在免赔额度内还是要自掏腰包,以保持合理的责任压力。

更重要的是,责任险的制度收益不仅有合理保护独董,而且能够有效监督独董。实践中,保险费的计算公式是:保险费=每次事故赔偿限额×基准年费率×费率调整系数。[60] 在出售保险产品时,保险公司有动机也有能力去收集公司和董事的相关资料,或让公司和董事提供相关信息,然后进行具体的风险评估。而且,保险公司还会持续进行跟踪,根据投保人是否有

〔55〕 参见前文第二(三)部分。

〔56〕 2022 年 3 月,深圳莱宝高科技股份有限公司独立董事、北京大学法学院教授蒋大兴请求公司出资聘请注册会计师协助其审阅会计年报和半年报,理由就是"鉴于最近法院和证监会对独董责任的严格追究",并在此请求被拒绝后,出具了无法保证该公司 2021 年年报质量的意见。

〔57〕 参见中国银保监会 2020 年《责任保险业务监管办法》第六条。

〔58〕 参见天册(深圳)律师事务所:《上市公司董责险白皮书》,第 18—19 页。

〔59〕 同上注,第 10 页。

〔60〕 参见天册(深圳)律师事务所,见前注〔58〕,第 10—12 页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

理赔记录、风险水平、预期赔付率等进行保费的动态调整。[61] 这实际上是引入了一个监督独董的市场机制，同时也有积极的信号功能，即投资者可以根据独董的保费高低去判断其履职能力，并由此判断公司的投资风险。与独董薪酬相比，独董保费的信号功能更强大，因为前者往往跟公司行业有关，比如银行等金融机构的独董薪酬普遍较高，[62]而后者是跟独董的履职能力和责任风险直接挂钩。最后，责任险在保护独董的同时，还保留了法律责任的威慑性。[63] 与直接免除独董责任不同，责任险仍然是独董承担责任，只不过保险公司进行赔付而已。而且，保险公司的赔付最终也会通过保费转嫁到公司头上，促使其聘任优秀的独董，以降低保费的成本。

紧接着的问题是，虽然责任险有制度收益，但也有成本，能否将独董的义务规定清楚，让他们避免责任风险从而节约保费呢？这个想法很好，但不现实。几百年来，起源于英美法系的董事义务在英美法系都没有完全法定化，迄今仍然是通过判例法进行规定。一方面，董事注意义务的标准只能进行原则性规定，无法将其履职勤勉的要求一一列举。而且，规则也需要具体情况具体分析，依赖于“具体的案件事实”。[64] 另一方面，列举方式可能导致董事义务形式化的问题，即在形式上完成所有的规定动作，但实质上对于公司利益未必有提升。而且，列举方式过于僵硬，可能会限制董事义务的发展，无法适应千变万化的市场情况。如前所述，美国的独董义务除了传统的注意义务和忠实义务之外，还从上世纪八十年代后逐步发展出了审查反收购措施的特别注意义务和信息披露义务。当然，我国可以借鉴域外经验努力完善董事义务体系，但目前要想通过成文法完全清晰地规定董事责任，既不可能，也不可取。

至于责任保险的成本问题，与独董相比，保险公司能够以更低成本去承担不确定性的责任风险，因此，责任保险制度是符合法经济学成本收益原则的。从比较法看，这也是国外多年摸索和发展出来解决独董责任问题的经验。上世纪六十年代，美国法院开始允许股东根据联邦证券法起诉董事，导致董事诉讼风险大增，因此，美国各州纷纷立法鼓励公司为董事购买责任险；八十年代之后，美国相关诉讼更是飙升，促使董事责任险日益普及。[65] 实际上，当前我国独董责任面临的问题类似于六十年前的美国，理应可以借鉴美国经验引入责任险。

当然，独董责任险制度也在不断发展，我们需要按照国情选择和设计自己的模式。比如，

---

〔61〕 在安然和世通案件之后，美国董事责任险的费用大幅上升，对于高风险的科技行业，保费竟然直接翻了 5 倍，而且，保险公司会对客户进行更多的问询。See Katrina Brooker, “Trouble In The Boardroom Being a director use to be so much fun. Not anymore.” *Fortune*, May 13, 2002.

〔62〕 参见许盈：《大数据拆解 A 股独董！博士占比超四成，最高年薪超 540 万！证监会也有新动作》，载证券时报网，https://news.stcn.com/sd/202111/t20211130_3917560.html，最后访问日期：2022 年 12 月 1 日。

〔63〕 See Tom Bakert and Sean J. Griffithtt, “Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors’ & Officers’ Liability Insurance Market,” *The University of Chicago Law Review*, 2007, Vol. 74, No. 2, p. 487.

〔64〕 2000 到 2005 年一系列针对迪士尼公司董事的诉讼就是实例，see Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000), at 248－49; In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005), at 693; In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003), at 275.

〔65〕 Black, Cheffins and Klausner, supra note 20, p. 1055.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

美国董事责任险在上世纪九十年代之前主要是一个“全家桶”式的保险模式,涵盖公司的所有董事和高管,设定一个年度总额。安然和世通案件后出现了很多专门针对独董责任的保险产品。[66] 2022 年 1 月 7 日,证监会发布了新版《上市公司独立董事规则》,明确规定“可以建立必要的独立董事责任保险制度,以降低独立董事正常履行职责可能引致的风险”。[67] 这是一个正确的改革方向。

然而,董事责任险还是一个新鲜事物,制度建设和市场培育都需要时间。2022 年 1 月 20 日,北交所上市公司美之高发布公告,公司关于《购买公司及董监高责任保险》的议案被小股东否决,这是北交所首家准备购买董监高责任险的公司。[68] 因此,作为一个配套措施,建议我国借鉴相关域外经验,引入责任限额制度,对于独董的赔偿责任设置一个上限。这既可以有效惩罚有过失责任的独董,又不至于责任过高导致寒蝉效应。而且,责任限额制度也便于计算和控制公司购买董事责任保险的成本,[69]促进责任保险机制的推广运用。

从比较法的角度看,美国一些州的公司法设定了董事赔偿数额的上限。比如,弗吉尼亚州公司法规定最高数额是 10 万美元和年薪之间的较低者,但如果独董存在故意,则不受此限。[70] 我们可以借鉴其限制董事责任的原则,但不能照搬责任限制的数额标准,在我国的国情下,上述数额标准不足以对独董产生充分威慑。本文建议,赔偿数额以独董在其违反义务的公司获取的薪酬总额的 5 倍为限,主要原因如下。

首先,与境外不同,我国独董有硬性的任期限制,最长是 6 年。根据法经济学的“最后期间”理论,独董在任期将满时懈怠渎职的可能性会大幅上升,因为不管工作表现如何,都不能继续担任独董。如果独董此时违反义务而承担赔偿责任,其在公司收取薪酬可能已有多年,因此,罚款基数不能仅是年薪,而应是其获取的薪酬总额,以避免出现违法后仍可能保有薪酬收入的情况。另外,独董在一家公司任职越久,对其了解就越多,履职能力也更强,但同时也越容易丧失独立性。以薪酬总额作为罚款基数的方法可以促使独董在任职期间一直勤勉尽责,有始有终,作为看门人站好最后一班岗。

第二,我国独董可以最多同时在 5 家公司担任独董。理论上讲,可以假定独董的行为模式是一致的。因此,在一家公司违反义务的独董可能也对其他公司违反义务,只是没有被发现而已。根据法经济学,最优的惩罚数额是违法行为造成的净损害除以其被成功发现和检控的概

---

〔66〕 See Stephen J. Weiss and Shannon A. G. Knotts, “Do Independent Directors Need IDL Coverage?” *Directors & Boards*, 2005, Vol. 29, No. 3, p. 12.

〔67〕 《上市公司独立董事规则》第 29 条。

〔68〕 参见全月:《欲购董监高责任险 小股东 100 股否决》,载财新网,https://finance.caixin.com/m/2022-01-21/101833176.html,最后访问日期:2022 年 12 月 1 日。

〔69〕 还可以考虑对于责任保险金额进行一定限制,比如,德国股份公司法第 93 条规定,保险金额应当是董事造成损失的 10%到其年薪的 1.5 倍之间。German Stock Corporation Act (Aktiengesetz), § 93.

〔70〕 VA. CODE ANN. § 13.1-692.1 (2021).

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

率所得到的结果。[71] 该理论意味着，损害赔偿金应该总是净损害的某个倍数，因为现实中的发现和检控成功率肯定小于1。而证券虚假陈述行为的隐蔽性很强，有些可能永远都不会曝光，所以，以独董任职的最多公司数量作为一个大概的倍数是目前最好的做法。另外，这个处理方法能够促使独董去正确评估自己的能力、时间和精力而决定担任独董的公司数量，并且慎重挑选任职的公司，从而增强独董与公司之间的双向选择机制，让独董发挥事前的监督功能和市场信号功能。

需要指出，薪酬总额的5倍是独董赔偿责任的上限，法官应当具体案件具体分析，运用自由裁量权在此限度内确定一个适当的数额，而不是机械地在所有案件中都采用同一个倍数值。在进行差异化处理时，法院既要看案件的不同类型，也要注意诉讼机制的不同类型。

如前所述，公司法与证券法对于独董的义务和责任应当区别对待。作为一般法的公司法相对宽松，而作为特别法的证券法更为严格，毕竟证券法的调整对象是上市公司，涉及的法益更为多样和重大。而且，即使在证券法中，证券发行和证券交易中的虚假陈述责任也应当区别对待。如前所述，《美国1933年证券法》第11条和《美国1934年证券交易法》第10b条分别规定了证券发行和交易的虚假陈述责任，前者比后者严厉很多。从法经济学看，这个区别是基于违法行为的成本与效益分析，即是否存在“有效益的违法”(efficient offenses)。[72] 简言之，法律将某些信息披露行为界定为“违法”，其目的不是为了完全地消除那些行为，而是让作出那些行为的人去承担自己行为的相应成本，避免负的外部性，在此基础上选择具有最大净收益的策略。在证券发行场合，不存在“有效益的违法”，没有任何理由去进行虚假陈述或遗漏陈述，而且不存在获取利益的第三方，公司的发行收益与投资者的损失基本匹配，因此，必须全面精准打击虚假陈述行为，包括过失案件，产生所谓的“无条件威慑”(unconditional deterrence)。[73] 与此相比，在证券交易场合，股票是在投资者之间交易，有些投资者由于公司的虚假陈述受损，而有些却从中获益，公司虚假陈述导致的投资者收益与损失大致相抵，使得净损害很小。而且，防范、发现和起诉违法行为的成本高昂。因此，实现最优赔偿责任的法经济学逻辑就是，过滤掉那些轻微过失的案件，聚焦故意或重大过失的案件，并在这些案件中使用一个净损害的倍数值计算损害赔偿额，以反映被过滤掉的轻微案件的社会损害，从而以最小的成本获得最大的法益。

最后，赔偿责任的设定还需要考虑诉讼机制的不同类型。实际上，康美案中独董责任过高的一个主要原因是，责任比例直接适用了先前一些案例的做法。在2016年海润公司案中，[74]三名独董被判决在原告损失数额的10%范围内承担赔偿责任。由于原告损失的数额

---

[71] See Gary S. Becker, “Crime and Punishment: An Economic Approach,” *The Journal of Political Economy*, 1968, Vol. 76, No. 2, p. 169.

[72] See Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Optimal Damages in Securities Cases,” *The University of Chicago Law Review*, 1985, Vol. 52, No. 3, pp. 611, 614.

[73] Ibid., p. 621.

[74] 参见唐某与唐某、唐某等证券虚假陈述责任纠纷案，江苏省南京市中级人民法院民事判决书，(2016)苏01民初539号。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

是 7628.23 元,因此三名独董的责任限额实际上只有 762.8 元。审理该案的南京市中级人民法院综合考量了独董的“身份角色、知情程度和主观态度、职责相关性、专业知识背景等因素”,最终“酌定”被告独董对原告股东损失在 10%范围内承担赔偿责任。这一逻辑也体现在 2016 年协鑫集成公司案中。[75] 然而,康美案中的法院机械地适用了以前的责任比例,没有意识到该案在诉讼机制上的重大不同。确实,如果康美案还是适用以前的普通代表人诉讼机制,独董赔偿金额就会少很多,也就不太可能会引发争议。

康美案第一次适用了特别代表人诉讼机制,产生了巨大的原告损失总额,理应对于判决比例进行适当调整。这个调整实际上是技术性的,可以具体案件具体分析,法院有充分的“酌定”空间。比如,如果 5%太高,可以考虑降为 1%甚至更低,对于当事人产生足够的威慑效果即可。在法经济学上,最优的损害赔偿额是能够诱使那些承担赔偿责任风险的人在行为时恪尽适当的注意义务,而过高的赔偿额无法产生这种激励,甚至会让人直接放弃相关行为。而且,由于超出支付能力可能产生反向的激励,让人选择更为严重的违法,最终导致社会整体的净损失扩大。[76] 在这方面,我国香港地区的法院有一个裁判原则,要求罚款符合当事人的支付能力,[77]值得内地借鉴。

五、结　论

康美药业案是我国证券民事责任制度发展的一个里程碑事件,其中 5 名独董被判决巨额赔偿责任更是引发了社会各界对于独董制度的热议。总体而言,该案具有促进独董积极履行职责的正面意义,但对于独董赔偿责任的判决比例和数额存在改进的空间,应避免责任过高导致寒蝉效应。

美国等域外经验表明,独董义务体系涉及公司法和证券法。随着市场的发展,独董义务体系也在不断扩展,以便适用不同的场景,包括传统的注意义务、忠实义务、审查反收购措施的特别注意义务以及信息披露义务。实践中,独董很少被起诉追究责任,被判决需要承担责任的情况就更少,而最终独董自掏腰包支付赔偿的概率接近于零。由于国情差异,我国不宜直接照搬美国的经验。美国对于独董责任的宽松态度在其国情下是有合理性的,特别是美国独董群体的总体素质已经很高,能够比较自觉地勤勉尽责。而且,除了法律责任之外,声誉机制能够有效地约束独董。然而,我国证券市场乱象频仍,声誉机制作用有限,独董群体尚不成熟,因此,需要保持一定的法律责任压力。

---

〔75〕 参见陶明与崔少梅、倪娜、谢文杰、协鑫集成科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,江苏省南京市中级人民法院民事判决书,(2016)苏 01 民初 2066 号;原告张彬与被告协鑫集成科技股份有限公司、谢文杰证券虚假陈述责任纠纷一案,江苏省南京市中级人民法院民事判决书,(2016)苏 01 民初 2071 号。

〔76〕 See George J. Stigler, “The Optimum Enforcement of Laws,” *Journal of Political Economy*, 1970, Vol. 78, No. 3, p. 526. 反向激励的例子是,假设撒一个小谎的惩罚是剥夺撒谎者的全部财产,那么,倘若一个人无法避免撒谎的话,他的理性选择就是撒一个弥天大谎,因为这样做与撒小谎的惩罚是一样的。

〔77〕 HKSAR v Du Jun, [2012] HKEC 1280.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

但是，《2022 司法解释》使得独董的民事责任风险大为降低，甚至低于美国，此做法值得商榷。实际上，美国就是通过民事诉讼和法律责任的潜在威胁去促使公司选任声誉高、独立性强的独董，让独董发挥市场信号和责任保护的作用。一股独大不是我国独董制度的本质缺陷，完善独董责任的方向不应是限制其职责范围，而是优化责任标准。建议我国统筹协调公司法和证券法的改革，构建完善的独董义务体系，维持一定的法律责任压力。同时建立责任保险制度，并以独董从公司所获薪酬总额的 5 倍作为责任限额，在促使独董勤勉尽责与避免寒蝉效应之间取得一个平衡。

Abstract: The Kangmei Yaoye case has the positive effect of encouraging independent directors to work with care and diligence, but the compensatory liability, both in absolute terms and as a percentage, warrants reconsideration. The duties of independent directors in the US are relatively complete and can be divided into four categories, but independent directors have rarely been held liable, because reputational mechanism plays an important role. China should not directly copy the US experiences, as China's local conditions are very different from those in the US. The recent judicial interpretation on civil liability for securities misstatements significantly reduces the liability risk for independent directors, which seems to have gone too far. The issue of single large controlling shareholders is not a fatal problem for the independent director regime in China, and the key issue is the perfection of legal liabilities. It should be done through optimizing liability standards, rather than narrowing down the scope of monitoring work for independent directors, so as to encourage listed companies to appoint better independent directors, allowing the latter to function as market signals and protection mechanisms from legal liability. It is suggested that China coordinate the revision of company law and securities law, improve the duty regime for independent directors, set a proper standard of liability, establish director liability insurance, and limit the liability to five times the total remuneration received by the independent director from the company, with a view to encouraging fulfillment of care and diligence while avoiding chilling effects.

Key Words: Independent Director; Kangmei Yaoye Case; Directors' Duty; Securities Misstatements; Director Liability Insurance

（责任编辑：邓　峰）

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net