

证券虚假陈述董事勤勉尽责抗辩的适用

章鲁涛*

摘要:我国证券法律对董事承担虚假陈述责任采过错推定原则,但具体案件中董事应如何提出抗辩证明自身并无过错,相关法律尚付阙如。案例研究发现,我国实践中董事存在几类常见的抗辩理由,但法定抗辩体系及判断标准的缺位致使抗辩制度形同虚设。在《证券法》修改后责任强度大幅增加的情况下,如何精准细致地认定责任,同时保障董事的抗辩权利,显得尤为重要。对此,美国《1933年证券法》下确立的董事勤勉尽责抗辩体系可资参考。我国亦可确立相应抗辩体系,转变监管思路。

关键词:董事虚假陈述责任 勤勉尽责抗辩 过错推定原则 证券执法

我国《证券法》及《信息披露违法行为行政责任认定规则》(以下简称《认定规则》)分别规定了董事在上市公司信息披露违法违规行为中对上市公司民事责任的连带赔偿责任和其个人的行政责任,同时均规定,董事能够证明自己“没有过错的除外”。此类规定确立了我国董事承担虚假陈述责任的过错推定原则,即董事可以通过提出自身已勤勉尽责的抗辩,证明自身不存在过错,从而免于承担相应责任。但在实践中,董事可以提出哪些抗辩证明其已勤勉尽责,同时,法院及相关监管机关在审查董事是否达到勤勉尽责的标准时又应该考虑哪些因素,仍有待进一步探讨。

* 华东政法大学国际金融法律学院法律与金融专业2018级硕士研究生。本文受华东政法大学国际金融法律学院肖宇副教授的悉心指导,特此表示衷心感谢。

一、我国实践中董事的抗辩

(一)我国董事的抗辩理由

1. 既有规则确立的抗辩理由

2011年,证监会发布了《认定规则》以指导信息披露违法行为的行政责任认定。依据该规则,董事至少可提出如下两类抗辩理由。

其一,“异议”抗辩。《认定规则》规定,“当事人对认定的信息披露违法事项提出具体异议记载于董事会、监事会、公司办公会会议记录等,并在上述会议中投反对票的”,可以认定为不予行政处罚的考虑情形。^①

值得一提的是,2019年修订的《证券法》亦新增了董事等义务人可以在其书面确认意见中对所披露的信息发表异议并陈述理由的规定,同时明确发行人(或董事可以申请发行人)应对此予以披露。^②对此,有学者指出,该款规定应当理解为对异议抗辩增设了一项法定披露的要求,即如欲援引异议抗辩免责,则董事除依上述《认定规则》所规定的在董事会会议中提出异议并投否定票外,还应当陈述理由并予以披露。^③

其二,“举报”抗辩。《认定规则》规定,“对公司信息披露违法行为不负有主要责任的人员在公司信息披露违法行为发生后及时向公司和证券交易所、证券监管机构报告的”,也可认定为不予行政处罚的情形。^④

2. 实践案例中董事自发提出的抗辩理由

本文检索了2010年以来证监会调查处理的380例上市公司虚假陈述案件(包括行政处罚决定、市场禁入决定、行政复议决定),总结发现,我国实务中较常见的董事抗辩理由主要包括如下3大类。

第一,不知情抗辩。不知情是董事常援引的抗辩,一般辩称其对相关事实并不知情,因而对案涉虚假陈述或重大遗漏并无故意和过失。具体理由包括:违规披露内容

① 参见《信息披露违法行为行政责任认定规则》第21条第1项。

② 《证券法》第82条第4款规定:“董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的,应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由,发行人应当披露。发行人不予披露的,董事、监事和高级管理人员可以直接申请披露。”

③ 参见彭冰:《董监高不保证信息披露的真实性?——解读〈证券法〉第82条第四款》,载微信公众号“北京大学金融法研究中心”2020年4月29日, https://mp.weixin.qq.com/s/_HOb4oATJSEQUzwCW6SSWQ。

④ 参见《信息披露违法行为行政责任认定规则》第21条第3项。

并非属于其工作范围,无法接触违规信息披露文件;^①未实际参与公司日常运营,不知悉涉案事实,也不具备知悉可能性;^②实际控制人、控股股东或其他董事有意隐瞒,虽已尽到审慎注意义务,仍然无法发现违法行为;^③等等。

第二,信赖抗辩。对他人的信赖也是董事频繁引用的抗辩之一,主要包括两种情形:对已审计财务报告的信赖和对公司其他董事、高管等相关人员的信赖。相较而言,前者比后者更为常见。

第三,调查抗辩。为证明已勤勉尽责,董事也会依据其在任职期间的履职情况提出其已作出某些调查、履行某些勤勉义务。例如,在审议年度报告的董事会上就相关事项进行了关注、询问;^④在年度报告审计工作中与审计师进行沟通,对某些项目进行了分析性复核;^⑤向董事长、董事会秘书发出电子邮件,就信息披露、评估影响等事项提请关注;^⑥在年度报告编制过程中多次督促相关人员反馈意见,并就审阅发现的问题要求会计主管人员逐一作出说明;^⑦等等。

(二)董事抗辩的思索

综观所有检索案例,可以明显感受到的是,我国实践中董事的抗辩理由被采纳并最终得以免除或减轻责任的情形少之又少,甚至可谓“全军覆灭”。事实上,在检索到的380例案件中,约9%案件中的相关董事都提出了抗辩,仅有1例案件中一位独立董事的抗辩被全部采纳并成功免责,^⑧仅有2例案件中独立董事的抗辩被部分采纳,在认定其有责的同时减轻处罚。^⑨

案例总结发现,导致这一现象的主要原因主要有二:一是客观上董事提出的抗辩理由质量普遍不高,大多数董事仅一味强调其不知情、基于对他方的信赖或已作出了部分调查工作,却未能阐明其此类抗辩的合理性基础;更有甚者声称已勤勉尽责,却无法就此提供任何证明或依据。二是在当前对信息披露从严监管的政策导向下,^⑩监管方对董事的抗辩理由更倾向于采取审慎和保守的态度。

① 参见《中国证监会市场禁入决定书》[2020]9号、《中国证券监督管理委员会行政复议决定书》[2020]5号。

② 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2020]17号。

③ 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2020]26号、[2019]141号。

④ 参见《中国证券监督管理委员会行政复议决定书》[2020]4号。

⑤ 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2017]38号。

⑥ 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2018]117号。

⑦ 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2016]88号。

⑧ 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2011]38号。

⑨ 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2011]38号、《中国证监会行政处罚决定书》[2018]39号。

⑩ 参见徐昭:《证监会:始终保持从严监管高压态势》,载《中国证券报》2017年5月13日,A01版。

深入反思这两方面的原因,不难发现,其根本症结在于我国法定抗辩体系及法定判断标准仍有待完善。目前,我国证券法律仅规定董事能够证明自己没有过错的可不承担相应责任,但并未就董事举证无过错时的抗辩理由及其合理性标准作出进一步规定。一方面,这难以为董事提出有效的抗辩提供规范的指引;另一方面,其也造成了监管上的困难,使监管方难以对董事的抗辩理由作出详细深入的剖析和检视,以致最终对具体案件中董事责任的判断造成影响。

二、域外董事的勤勉尽责抗辩

美国《1933年证券法案》(以下简称1933年法案)是美国联邦层面最重要的证券法律之一,主要规制一级市场的发行行为。在上市公司欺诈发行的责任认定方面,该法案为包括董事在内的可能被告(发行人除外)提供了法定的抗辩理由。其中可普遍援用的是董事的勤勉尽责抗辩(due diligence defense)。

(一)董事勤勉尽责抗辩的法律依据

事实上,“勤勉尽责抗辩”的概念多见于学者和实务人士的论述之中,1933年法案中并未明确提及此概念,而是分别散落于几个条文之中。总结而言,勤勉尽责抗辩包括三类具体抗辩理由,即合理调查(reasonable investigation)、合理信赖(reasonable reliance)以及合理注意(reasonable care)。其中,前二者的法律依据为1933年法案第11(b)(3)条,后者为同法第12(a)(2)条。

1. 1933年法案第11(b)(3)条

1933年法案第11(b)(3)条项下包含两项勤勉尽责抗辩理由,包括合理调查和合理信赖,并可按其表述分为两种抗辩形式:合理调查抗辩为积极式,即“经过合理调查,有合理的理由相信陈述是真实的且不存在重大遗漏”;合理信赖抗辩为消极式,即“没有合理的理由相信陈述是不真实的且存在重大遗漏”。两种抗辩的具体适用与责任人是否为专家,以及陈述内容是否为专业内容密切相关,见表1。

表1 1933年法案第11(b)(3)条项下合理调查、合理信赖抗辩的具体适用

项目	非专家	专家
专业部分	没有合理的理由相信该部分陈述是不真实的且存在重大遗漏(合理信赖;消极式)	经过合理调查,有合理的理由相信该部分陈述是真实的且不存在重大遗漏(合理调查;积极式)

续表

项目	非专家	专家
非专业部分	经过合理调查,有合理的理由相信该部分陈述是真实的且不存在重大遗漏(合理调查;积极式)	
官方机构部分	没有合理的理由相信该部分陈述是不真实的且存在重大遗漏(合理信赖;消极式)	

同时,第 11(c)条随后指明,调查和信赖的“合理性”(reasonableness)应当以“一个谨慎的人管理自己财产”(a prudent man in the management of his own property)的标准来衡量。这一解释确立了合理性的“一般理性人”标准。

2. 1933 年法案第 12(a)(2)条

1933 年法案第 12(a)(2)条包含一项合理注意抗辩,即如果董事能够证明其对于虚假陈述或重大遗漏并不知情,且即便尽到合理注意也不可能知情,则董事可以免于承担相应责任。

与 1933 年法案第 11(b)(3)条项下的合理调查、合理信赖抗辩不同的是,合理注意抗辩并不对专业或非专业部分作出区分,也未对合理注意的标准作出如前者“一般理性人”的类似解释说明。美国实务中对合理注意的标准是否与第 11(b)(3)条的合理调查、合理信赖标准一致曾有所争议,^①目前美国学界主流意见倾向于认为前者标准应当低于后二者,美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC)也对此作出认可。

(二)美国司法及实务有关董事勤勉尽责抗辩的实践

尽管 1933 年法案确立了合理性的“一般理性人”标准,但仍属较为模糊化的立法处理,勤勉尽责抗辩中调查、信赖以及注意的合理性到底如何认定,仍然是值得探讨的问题。

1. 司法实践

(1)“艾斯科特诉巴克里斯建筑公司案”:剖析勤勉尽责抗辩的先导性案例

1968 年“艾斯科特诉巴克里斯建筑公司案”(Escott v. BarChris)^②是对勤勉尽责抗辩进行深入分析并作出判决的先导性案例。BarChris Construction Corporation(以下简称 BarChris)是美国一家从事保龄球道建造及安装的企业,其债券投资者以

^① 参见[美]莱瑞·D.索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社 2004 年版,第 188~189 页。

^② Escott v. BarChris Const. Corp., 283 F. Supp. 643, 12 Fed. R. Serv. 2d 588, 2 A. L. R. Fed. 86 (S. D. N. Y. 1968).

BarChris 此前债券发行存在欺诈为由提起集体诉讼,请求损害赔偿。该案被告人数相当庞大,其中包括 9 位公司董事[5 位在公司担任管理职位的内部董事(inside director)及 4 位外部董事(outside director)]。法院后认定 BarChris 所提交的信息披露文件中均存在错误信息。在厘定除发行人 BarChris 外其他被告的相应责任时,9 位被告董事均依 1933 年法案第 11(b)(3)条向法庭提出了勤勉尽责抗辩。法官分析了每一位被告的抗辩内容,最终仅对 4 位外部董事(非专家)就专业部分内容的合理信赖抗辩作出认可。该案判决在如下几个方面对董事勤勉尽责抗辩的考察提供了具体思路。

第一,合理调查的具体要求。BarChris 案的一个重要贡献,在于其对合理调查提出了较细致的要求。

其一,调查应以验证陈述真实性为目的。对于外部董事奥斯兰德(Auslander)、罗斯(Rose)以及柯尔曼(Coleman)对非专业部分存在的虚假陈述提出的合理调查抗辩,法院予以驳斥,指出就时间和目的而言,3 位外部董事的大部分调查都是在其成为董事之前作出,目的是调查 BarChris 的信用和发展前景,以决定 BarChris 是否是其愿意合作的公司。同时,对于奥斯兰德和罗斯,其在成为董事后所作的“调查”也仅只是询问一两个“概括性”(general)的问题,获得一些模棱两可的信息,法官认为这种概括性的、不够具体的询问远不构成合理的调查。由此,在法官看来,合理调查应当是为核验某些陈述的准确性而作出,且不应流于形式,或仅轻信公司高管等作出的概括保证或陈述。

其二,调查应重质量而非数量。^① 外部董事格朗(Grant)同时是一位职业律师,其提出合理调查抗辩,举证日记中记录了其为准备注册文件及其他附带文件花费了 205 小时的工作时间。然而,法官认为其起草的文件中除了某些必要的修改,其余大部分内容均摘取自以前的募债书,故其所作调查仅是简单的“剪切粘贴工作”(scissors and paste-pot job)而已,并未显示其作为一个专业法律顾问应有的职业注意。由此,法官认为,合理调查并不仅止于付出一定工作量,更须具有较高质量,并须符合人们基于调查人的资质、智识而对其赋予的期待。

第二,信赖基础的考察路径。对于合理信赖抗辩,确定信赖是否合理的一个关键问题是,董事有无知晓虚假陈述或重大遗漏的可能?而这种可能性又取决于董事了

^① See Ernest L. Folk, *Civil Liabilities under the Federal Securities Acts: The BarChris Case; Part I: Section 11 of the Securities Act of 1933*, Virginia Law Review, Vol. 55, p. 34 (1969).

解和掌握的信息是否充分:董事知道的信息越多,越不可能不知晓文件存在问题,则当其提出合理信赖抗辩时,其予以信赖的基础越不合理。那么,如何考察董事是否获知了相关信息?对此,“BarChris 案”判决提供了可参考的路径。

其一,如果一位董事对公司日常经营参与越多,则其所了解的信息越丰富,就越不可能有合理的理由信赖一项事实上虚假的陈述是真实的。这一原则首先体现在“BarChris 案”判决对内、外部董事的不同态度上。“BarChris 案”被告的 9 位董事中,4 位外部董事(非专家)就专业部分提出的合理信赖抗辩均被法院认可,而仅有一位内部董事的类似抗辩被认可。外部董事相对于内部董事来说,对公司事务参与程度较低,可获知的信息相对较少,故在考察合理信赖抗辩时,法院对内部董事苛加了更严格的合理性标准。此外,即使面对同为内部董事的被告,法院的态度也会因各董事在公司事务参与程度上的差异而有所不同。对于密切参与公司经营的董事,法院对其具有合理信赖理由所设置的证明责任标准相当高;与此相对,有限参与公司经营事务的董事证明责任则相对较低。

其二,由董事的某些特定行为可以推定其已经获知某些信息。例如,若董事出席了详细讨论公司事务的董事会议,则可认定其必然知晓公司各项相关事态的发展情况;若董事曾对他人在某项交易中的处理方式作出过特别评价,亦可推定其对该项交易的相关事实有较深了解。

第三,合理性标准的理解。对于 1933 年法案第 11(c) 条确立的“一般理性人”标准的理解,“BarChris 案”提供的思路是应主客观相结合。

“合理”首先是一个客观的标准。法官预设,一个抽象的一般理性的董事应当然具备支持其处理职业事务的一定能力和素养,至于具体案件中各董事的智识、能力到底如何,则在所不问。例如,公司主席比托洛(Vitolo)及副主席普格利斯(Pugliese)在抗辩中提及自己“智识有限”,因而对虚假陈述并非有意为之。但法官在审理过程中并未将此作为考虑二人的信赖是否合理的因素。由此,即便董事确能证明其能力智识有限,法院也不会因其达不到一般理性人的水平而允许其承担更少的勤勉义务。

相反,如果一个董事具备特殊能力,使其本人对公司日常事务有更好的认知,同时也使人们对其寄予更高的信任和期待,则这种主观上的个体差异将会被法官考虑在内,要求其较一般理性的董事更加勤勉尽责。例如,对于公司董事兼首席财务官基尔舍(Kircher)提出的其对专业部分内容的合理信赖抗辩,法院予以驳斥,并强调其作为一名注册会计师,对公司相关事务理应具有完全的了解。对于此类董事,法官在判

决议中特别指出,一个有智识的董事绝不能够袖手旁观,然后把责任全部推脱给其他人。在此意义上而言,此类董事的合理性标准实质上比普通董事更高。

(2)其他司法判例对“BarChris 案”的借鉴和发展

作为先导性判例,“BarChris 案”判决的许多裁判思路,尤其是对内外部董事合理性标准的区分,对此后类似案件的裁判产生了较大的影响。

第一,内部董事的合理性标准较外部董事更高。在 1971 年“菲特诉利斯科数据处理设备公司案”(Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.)^①中,对于 3 位内部董事被告就被诉 Leasco 公司的欺诈发行提出的勤勉尽责抗辩,法官重申 BarChris 案的裁判观点,强调内部董事须达到更高的合理性标准。因为内部董事对公司事务和具体交易有更为深入的了解,法律期待他们作出比外部董事更为全面的调查,以使其能够信任或反驳信息披露文件中的结论。

值得一提的是,在美国,通常而言,内部董事被认为是同时属于公司董事会和管理层成员的人,而外部董事则被认为是那些除作为董事会成员之外不以任何其他身份与公司有关联的人;但迄今为止,美国立法及执法机关始终未对二者的概念作出明确的定义和界分。^② 这为法院在具体案件中依据案情认定孰为内部董事孰为外部董事,并据此分配责任留下了自由裁量的空间。事实上,在前述“菲特诉利斯科数据处理设备公司案”涉及的 3 位内部董事中,有 1 位董事仅是在公司无任何管理职位的外部法律顾问,但鉴于其与公司的密切关系,法官认定其实质上已是内部董事,在地位上与其他 2 位内部董事无异。这表明,某些看似“外部”的董事并不能当然获得外部董事地位从而主张更低的合理性标准,相反,法院可以根据案件事实作出其认为恰当的认定。

第二,“红旗”信息与外部董事的信赖限制。“世能公司案”(In re WorldCom, Inc. Sec. Litig.)^③对外部董事的信赖作出了一定限制,是“BarChris 案”后法院就外部董事责任问题判决思路的一次重要发展。2002 年,美国通信巨头 WorldCom Inc. (以下简称 WorldCom)的股东提起集体诉讼,诉称该公司此前的债券发行文件存在虚假陈述。法官在判决中提出“红旗”(red flag)信息的概念,将之解释为:将使一个管理

^① Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 93163 (E. D. N. Y. 1971).

^② See William K. Sjostrom, *The Due Diligence Defense under Section 11 of the Securities Act of 1933*, Brandeis Law Journal, Vol. 44, p. 572 - 573 (2006).

^③ In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 93137 (S. D. N. Y. 2005).

自己财产的谨慎的人对注册文件产生疑问的信息。判决随后指出,该案中 WorldCom 的 E/R 比率(费用占收入之比)显著低于同类公司,这一信息足以引起一个管理自己财产的谨慎人的注意,应当被认定为“红旗”。

WorldCom 的一位外部董事辩称,其作为外部董事,勤勉义务相对较少,经其此前对财务报告的定期阅读,并未发现任何值得特别关注的问题,且财务报告已经会计师审计,故其对此可以合理信赖。然而法院对此未予认可,指出该名董事在通信行业有较久的从业历史且是该行业的专家,对其而言,WorldCom 明显低于行业平均水平的 E/R 比率应当能够成为引起其特别注意的“红旗”信息。这一“红旗”的存在足以质疑这位董事信赖的合理性,此时其有义务对相关数据的真实性作出询问和调查。

此一判决表明,外部董事虽然较内部董事更有合理信赖的理由,但这种信赖并非盲目。如果一份文件中出现了“红旗”信息,则即使该份文件经过独立第三方的鉴证或确认,外部董事也应保持合理怀疑,作出进一步调查,直至得到满意结果。

“WorldCom 案”判决尤其是“红旗”概念的提出冲击了“BarChris 案”以来普遍受到认同的外部董事合理性标准更低的观点,在美国法律实务界引起了不小争议。为使“红旗”能够更准确地运用于实践,实务界对“红旗”的概念作出进一步界定:一是某一信息是否构成“红旗”是一个事实问题,故并没有一个统一的认定标准,而须在具体案情中作出判断;二是“红旗”的定义范围不可过于宽泛,应与“一般事件”有显著差异,否则任何事实都能被解释为“红旗”信息,就失去了该概念在认定调查或信赖合理性中的价值,甚至诱发滥诉。^①

(3) 资产证券化案件中的特别考量

随着资产证券化的发展,近年来证券化过程中的信息披露违规案件逐渐增多。对于此类案件中相关董事的勤勉尽责抗辩,美国法院在前述已有实践基础上形成了一些特殊考虑。

一方面,由于证券公司的业务较为专业,在考虑相关董事是否勤勉尽责时,可将行业标准和惯例作为衡量因素之一。^② 另一方面,在认定证券化发行中虚假陈述的责任人时,应当穿透特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV),直接追究真正发行人及相关董事的责任。因为大多数证券化实务中 SPV 的设立是为实现发行和破产隔

^① See Gary M. Lawrence, *In Search of Reasonableness Director and Underwriter Due Diligence in Securities Offerings*, Securities Regulation Law Journal, Vol. 47, p. 239 – 240 (2019).

^② See *Mass. Mut. Life Ins. Co. v. DB Structured Prods.*, 110 F. Supp. 3d 288 (D. Mass. 2015).

离之目的,SPV 仅是没有独立员工的“消极实体”(passive entities),因此,不可仅因相关证券是由 SPV 发行而将之认定为 1933 年法案下的发行人。相反,“法定发行人”^①(statutory issuers)应当是事实上负责上市发行并获有最多与基础资产相关信息的实体,^②而该实体的董事等其他信息披露义务人也不得以 SPV 为“壳”逃避相关责任。

2. SEC 的实践

作为美国证券市场的主要监管者,SEC 发布的文件对判断董事勤勉尽责的合理性具有重要指导意义。

(1) 176 规则及其发展:明确影响合理性考量的数种情形

1975 年,SEC 组建了公司披露咨询委员会(Advisory Committee on Corporate Disclosure)负责支持公司信息披露相关事项,其中就包括检视董事勤勉尽责之合理性。在 1977 年发布的报告中,该委员会特别明确了其认为影响合理性考量的数种情形,这些情形后来被 SEC 予以修改和采纳,并规定在 SEC 的 176 规则(Rule 176)中。目前,176 规则指明了在决定除发行人外的其他人的行为是否达到 1933 年法案第 11(c)条项下的标准,从而构成合理调查或合理信赖时,可供考虑的 8 种相关情形,包括:①发行人的类型;②证券的类型;③该人的类型;④当该人为管理人员时,其承担的管理职责;⑤当该人为董事或提名董事时,是否与发行人存在其他关系;⑥对管理人员、雇员和其他因职责而知悉具体事实的人的合理信赖;⑦当该人为承销人时,承销协议的类型,该人的作用以及对发行人相关的信息的可获得程度;以及⑧如有自他处引证的事实或文件,该人在提交申请时对所援引的事实或文件是否负有责任。^③

(2) 415 规则及其影响:暂搁注册中对合理性的特别考量

1982 年,SEC 在 415 规则中规定了“暂搁注册”(shelf registration)制度,该制度允许符合条件的公司为其今后两年所有可预期的证券发行预先到 SEC 办理“暂搁注册”手续,对于“暂搁”的证券,公司可以自主选择在最有利的时间发行上市。^④在此制度下,公司无须为此后的每一次证券发行准备独立的招募书,只需及时更新现有资料即可,发行准备时间和成本均得缩减。

由于公司随时可能决定发行“暂搁”的证券,董事履行义务的时间较一般传统证

① 在资产证券化业务中,应当是接收、购买资产池并将之转换或出售给发行实体的“存放人”(the depositor who receives or purchases and transfers or sells the pool assets to the issuing entity)。See 17 CFR § § 229.1101,230.193.

② See Fed. Hous. Fin. Agency v. Nomura Holding Am., Inc., 68 F. Supp. 3d 439, (S. D. N. Y. 2014).

③ See 17 CFR § 230.176.

④ 参见秦毅:《美国证券交易委员会 415 条款及其启示》,载《金融参考》1999 年第 8 期。

券发行大大缩短,这使董事在提出勤勉尽责抗辩时面临重大挑战。对此,许多实务人士纷纷提出,在衡量董事勤勉尽责的合理性时,如有采用暂搁注册方式的,应作出特别考虑:鉴于暂搁注册中履行义务确有时间上的困难,不宜机械地要求相关董事须达到普通证券发行程序中的合理性标准。SEC 也对此作出回应,认可采用暂搁注册方式的发行人的董事在履行义务时可以更为依赖前期已经作出的尽职调查,更为信赖公司的管理人员、雇员和其他因职责而知悉具体事实的人等。

3. ABA 的实践:明确董事在公开发行中的角色定位

除 SEC 外,美国律师协会(American Bar Association, ABA)也是为董事合理履行勤勉尽责义务提供指导的重要组织。ABA 出版的《公司董事指南》(*Corporate Directors Guidebook*)对包括公司董事的勤勉尽责义务在内的多项职责问题作出讨论,并吸纳了许多适用的实践惯例。该书对董事在公开发行中的责任作出了明确定位,指出在此过程中,董事的首要责任是使自己确信,在信息披露方面,公司已经合理设计、制定并应用了适当的内部控制以确保注册文件(或其中引证的其他文件)的真实和完整;^①而如何具体实施这些内部控制则是公司管理层的责任。因此,基于职责分工,不应期待董事对公司递交给 SEC 的定期报告中的基础事实均作出独立的验证。^②

4. 小结

综上所述,在董事的勤勉尽责抗辩方面,美国的司法和实务实践有如下几个特点。

第一,有鉴于 ABA 的实践,董事在证券发行过程中的义务是有边界的。理论上,董事(会)在信息披露中的职责主要有两方面:一是建立良好的内部控制,包括建立有效的信息传递机制,从而确保基础信息能够及时传递到董事(会);二是及时了解传递来的信息,并对引起注意的信息保持关注。^③在此意义上,无限度地要求董事对披露的所有信息作出独立验证是不现实也是不合理的。故而,董事对虚假陈述或重大遗漏

^① See Section of Business Law American Bar Association, *Corporate Directors' Guidebook*, ABA Publishing, 2011, p. 119.

^② See Ibid. at 49.

^③ See Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, University of Pittsburgh Law Review, Vol. 51, 1990. 另参见张巍:《做一天和尚撞一天钟,董事岂有不担责?》,载微信公众号“比较公司治理”2019年5月15日, <https://mp.weixin.qq.com/s/5vcagDZWMC3LDK94Rps2IQ>。此外,我国《企业内部控制基本规范》亦有相关规定,例如,第12条规定:“董事会负责内部控制的建立健全和有效实施……”第40条第2款规定:“重要信息应当及时传递给董事会、监事会和经理层。”

漏承担的责任也应有所限制。

第二,有鉴于“BarChris 案”,在判断董事调查、信赖的合理性时所使用的“一般理性人”标准,应是一个主客观相结合的标准。这一标准与普通法上对董事勤勉义务的履行标准^①如出一辙。事实上,从另一个角度来说,对注册文件的合理调查本质上也是董事的勤勉义务之一,因此,对这一标准的理解可以参照普通法上考察董事勤勉义务时所遵循的主客观相结合的思路。

第三,有鉴于各司法案例及 SEC 的 415 规则带来的特别考量,在考虑董事勤勉尽责抗辩的合理性时,尤为重要是“情境化”(context)的思考方式。所谓情境化的思考方式,是指应对合理性的探讨置于具体的案情之中,根据案件事实以“弹性的阶梯式(sliding scale)标准”^②作出判断,而不是削足适履,以一个机械不变的标准衡量所有情形。具体而言,一个“情境”包括四个构成要素:(1)交易情境(transactional context),指交易性质,如传统的 IPO 注册发行或是速报式的暂搁注册发行;(2)职位情况(positional context),指被告在发行过程中承担的角色,如内部董事或外部董事;(3)环境情况(situational context),指发行人及其业务的规模和复杂程度、相关人员的经验和技能,以及尽职调查后已获知的基本信息;(4)时间情境(temporal context),指进行尽职调查的时间流程,以及在该段时间内既存的行业惯例或实践。^③由此,每一次证券发行的情境在这些要素方面均有独特性,判断是否合理的标准也应灵活多变。目前,情境化思考的重要价值已得到美国绝大多数组织机构和实务人士的普遍认同。

(三)域外经验的参考

可以看出,我国实践中董事自发提出的不知情抗辩、信赖抗辩及调查抗辩,与美国 1933 年法案下的合理注意抗辩、合理信赖抗辩和合理调查抗辩有相似之处。但其根本区别在于,合理注意抗辩强调经过合理注意后仍然不知情,合理信赖抗辩强调没

① 英国早期判例法采用一种主观的判断标准来判断董事是否尽到“一般勤勉义务”,考虑董事的个体差异,认为董事勤勉义务履行与否应根据董事个人实际拥有的技能和智识进行判断。此后英国又出现了与主观性标准相对应的客观性标准,要求董事均须具备他的职位所要求的必要的技能和知识水平。在此之后,英国在主客观标准的基础上逐步形成一种主客观兼顾的双重标准。在英国 2006 年《公司法》中,对董事的勤勉义务作出如下规定:“(董事应该)行使合理谨慎、技能和勤勉的义务。(1)公司董事必须行使合理的谨慎、技能和勤勉;(2)这是指具备以下内容的合理勤勉人将行使的谨慎、技能和勤勉——(a)从一个履行与公司相关之董事所履行的职责的人处可以合理期望的一般知识、技能和经验,并且(b)董事具有的一般知识、技能和经验。”参见葛伟军译:《英国 2006 年公司法》,法律出版社 2008 年版,第 106 页。

② 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》,载徐明等主编:《证券法苑》第 2 卷,法律出版社 2010 年版,第 196 页。

③ See Gary M. Lawrence, *In Search of Reasonableness Director and Underwriter Due Diligence in Securities Offerings*, Securities Regulation Law Journal, Vol. 47, p. 196 (2019).

有合理的理由相信不真实,合理调查抗辩则强调董事须经过合理的调查。换言之,美国实践中的勤勉尽责抗辩,其最终的落脚点并非在于董事是否知情、能否信赖或有否调查,而在于董事的这些理由是否“合理”,也即董事应是在善尽其义务之后仍然不能知情或仍然决定信赖,或其所作的调查已确实足够、充分。

事实上,在此方面,我国证监会也持类似观点,并已作出了许多有益探索。例如,对于不知情抗辩,证监会就曾指出,“作为董事、监事和高级管理人员,应当了解并持续关注上市公司的生产经营情况、财务状况和已经发生或者即将发生的重大事件及其影响,应当主动调查、获取决策所需要的资料,积极问询,提出质疑,提供建议,不知情、不了解、未参与不能成为免责事由。相反,在正常履职的情况下,不知情、不了解、未参与恰恰是其未勤勉尽责的证明”。^① 对于信赖抗辩,证监会则强调,作为上市公司董事,“即使借鉴其他机构或者个人的专业意见,也要独立承担责任。不能以其他机构或者个人未发现、未指出为由,请求免除其主动调查、了解并持续关注公司情况、确保公司所披露信息真实、准确、完整的义务”。^② 对于调查抗辩,证监会也认为仅简单质询而无实质监督措施,或在询问后未作进一步核实或采取其他有效调查措施而直接接受管理层或审计机构的解释,或发现问题后未能持续关注督促完成整改等,都未能达到勤勉尽责的合理标准。^③

遗憾的是,证监会虽然已就此形成了一定的监管方向和考察思路,但未能将之上升为体系化的规范要求。对此,我国至少在如下两个方面可进一步完善。

1. 建立法定抗辩体系,明确合理性标准

一方面,可以将目前实践中董事自发提出的不知情、信赖及调查抗辩规范化,另辅之以《认定规则》中确立的“举报”抗辩以及“异议”抗辩,建立我国的法定抗辩体系。同时,明确建立“一般理性人”的合理性标准,并参照主客观相结合的考察思路将其应用于具体案件。

另一方面,在立法方式上,结合我国法律环境,可通过出台相关司法解释对《证券法》第85条的具体适用予以补充,或在下位法规中另行增设相关规定,列举抗辩理由。此外,也可通过由最高人民法院或证监会发布指导案例的方式,将具体案例中董事自发提出的抗辩理由予以归纳总结,分类公布。

① 《中国证监会行政处罚决定书》〔2017〕97号。

② 《中国证券监督管理委员会行政复议决定书》〔2018〕49号。

③ 参见《中国证监会市场禁入决定书》〔2020〕9号、《中国证券监督管理委员会行政复议决定书》〔2019〕3号、《中国证监会行政处罚决定书》〔2011〕38号。

2. 转变监管思路,树立“情境化”思维

若勤勉尽责抗辩在我国予以设立,则法院及证监会等监管机关在调查处理相关案件时,其裁判理念和审理方法都须随之跟进。尤其是,在《证券法》修改后责任强度已有所增加的情形下,执法实践如仍一味强调严厉打击、严格处罚,对已善尽义务的董事来说恐失之过严。作为证券信息披露制度的一个重要组成部分,责任制度旨在促进而不是阻碍信息披露。过严的责任不仅难以落实,而且会挫伤董事信息披露的积极性,甚至导致宁愿选择沉默而不予披露,最终对投资者乃至整个证券市场的发展造成影响。

对此,有必要转变监管思路:一方面,应“坚持公正原则,保障董事的申辩权”;^①另一方面,更应树立情境化的思维,以案发当时的信息为基础来判断某一案件中董事是否已经勤勉尽责,避免“唯结果论”。

三、结 语

应当看到,证券法上的责任制度必须达到这样一种平衡:既要让受到侵害的投资者得到合理赔偿,又要避免给被告的正常商业活动带来不必要的负担。^② 责任制度建立的目标具有多元性,作为“老虎之牙”,保护和赔偿投资者固然是责任设置的基本目的,但其追求并不仅止于此。合理认定和分配董事的责任,一方面,能够维护董事的主动性,鼓励其更为积极地履行信息披露义务,披露更多有价值的信息,提高市场效率;另一方面,亦得以吸引更多优秀管理人士从事董事职位,提升上市公司内部治理,最终提高整个市场的价值。

^① 杨未未:《论我国上市公司虚假陈述的董事责任》,载《市场周刊(理论研究)》2016年第3期。

^② 参见翁晓健:《证券市场虚假陈述民事责任研究——美国证券法经验的反思与借鉴》,上海社会科学院出版社2011年版,第86页。