

# 《证券法》第82条第4款 董监高“拒绝保证声明”的法律效力

——动态解释论的视角

梁晨颖\*

**摘要:**《证券法》第82条第4款为《证券法》2019年修订时的新设条款。该条款在文义射程内存在多重解释可能。《证券法》第82条第4款中董监高“拒绝保证声明”的法律效力不可一概而论,单一的解释方法难以涵摄复杂多变的具体情境,有必要引入动态解释论的路径,差异化地解释不同情境下董监高“拒绝保证声明”的法律效力。首先应考虑董监高对是否同意披露的表决情况,发布“拒绝保证声明”,但投票赞成披露的董监高,不可免除对信息披露文件的保证责任。发布“拒绝保证声明”的同时,陈述理由并投票反对披露的董监高,原则上可免除责任。发布“拒绝保证声明”并弃权表决的情境则较复杂,待进一步结合董监高职务、专业知识等因素,作出动态化认定。最后,对仅具有有限管理权并因合理信赖直接管理人员之汇报而赞成披露的董监高,保证责任的免除不以作出“拒绝保证声明”为条件。

**关键词:** 证券法 保证义务 信息披露 董监高 勤勉义务

## 一、问题之提出

2020年4月24日,深圳市兆新能源股份有限公司(以下简称兆新股份)公布的年度报告<sup>①</sup>引发各界热议。年报中,兆新股份董监高集体发布拒绝保证年报真实、准

\* 复旦大学法学院民商法学硕士研究生。

<sup>①</sup> 参见兆新股份《2019年年度报告》2020年4月20日, [https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2\\_AN202004231378515007\\_1.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202004231378515007_1.pdf)。

确、完整的声明,拒绝承担连带责任。据年报,董监高集体签署“拒绝保证声明”的缘由为连续负盈利的财务状况、评价负面的审计报告,以及违规担保、高利贷等法律风险。但令人费解的是,在全体董监高发布“拒绝保证声明”的同时,近3/4的董监高对年报披露投赞成票,剩余3位副总则声明对报告无法发表意见并弃权表决。

兆新股份的年报公布后,深圳证券交易所迅速反应,要求兆新股份对董监高发布“拒绝保证声明”的原因及年报中披露的违规担保、高利贷等问题作出回应。<sup>①</sup>深圳证监局责令兆新股份重新编制年报。中国证监会也作出表态,指出“上市公司董监高对年度报告内容行使异议权,并不当然免除其勤勉尽责义务”。<sup>②</sup>

兆新股份事件一石激起千层浪,引发社会各界的激烈讨论。事实上,尽量董监高集体对年报作出“拒绝保证声明”确属首例,但董监高的此类行为绝非个例。自2015年起,ST博元、田中精机等上市公司的董监高均对定期报告作出过“拒绝保证声明”。仅以2019年为例,董监高作出“拒绝保证声明”的案例已有10余起之多。

既早有先例,缘何本次兆新股份事件引发热议?究其根本在于2019年修订的《证券法》加入的第82条第4款。该款规定:“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。”那么,董监高发布“拒绝保证声明”后,能否援引《证券法》第82条第4款主张免责?如果不可,第82条第4款的意义为何?如果可以,第82条第4款能否作为独立的免责条款?除发布“拒绝保证声明”外,是否存在其他免责条件?对上述问题的回应要求对第82条第4款本身及其涵摄范围作出法律解释。就文义射程而言,《证券法》第82条第4款存在3种可能的解释路径。

其一,董监高的“拒绝保证声明”得以成为免除其对证券发行文件及定期报告所负保证义务的免责事由。也就是说,董监高作出“拒绝保证声明”本身得构成对勤勉义务的履行,倘发生违法违规信息披露之情形,作出“拒绝保证声明”的董监高可援引《证券法》第82条第4款抗辩,无须承担连带赔偿责任。

其二,《证券法》第82条第4款仅为对前3款中董监高保证义务的补充,并非但书性的责任豁免条款,不发生免除董监高连带赔偿责任的法律效力。该解释的逻辑

<sup>①</sup> 参见深圳证券交易所:《关于对深圳市兆新能源股份有限公司的关注函》,中小板关注函[2020]第329号、中小板关注函[2020]第336号、中小板关注函[2020]第343号。

<sup>②</sup> 《关于兆新股份年度报告相关事项的声明》,载中国证券监督管理委员会官网,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202005/t20200515\\_376495.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202005/t20200515_376495.html)。

在于,第82条前3款明确了上市公司董监高对证券发行文件及定期报告的真实、准确、完整所负的保证义务,第4款则在前3款的基础上进一步规定,董监高对报告真实性有权提出异议、要求披露,并负有对异议理由的说明义务。第82条第4款的实质在于对前3款中保证义务的补充及释明,而非独立的但书性责任豁免条款。

其三,《证券法》第82条第4款为相对独立的责任豁免条款,然免责条款所涵摄之范围,则须结合董监高投票情况、职责范围等具体情形综合判断。沿此路径,“拒绝保证声明”本身不可作为绝对的免责依据,董监高得否凭借“拒绝保证声明”主张免除连带赔偿责任不可一概而论,而须结合具体情形进行差异化认定。

以上三种解释路径均在《证券法》第82条第4款的文义射程之内。对《证券法》第82条第4款,存有多重解释可能。多重解释路径的竞合可能导致行政执法及司法实践的不确定性,增加违法违规信息披露的责任认定难度,甚至对资本市场造成错误导向,诱发系统性金融风险。因而,亟待厘清《证券法》第82条第4款的解释路径,明确董监高“拒绝保证声明”的法律效力。本文基于解释论的视角,运用目的解释、体系解释等法律解释方法,兼考虑法理等因素,以期澄清《证券法》第82条第4款文字疑义,解析董监高“拒绝保证声明”的法律效力,以增强公众投资者保护,提高上市公司质量,优化诚信、公平、普惠的资本市场环境。

## 二、《证券法》第82条第4款的立法趣旨及体系关联

### (一)《证券法》第82条第4款立法趣旨之探究

王泽鉴先生谓,法律解释之要旨在于对立法趣旨之探求。<sup>①</sup>文义射程远近,应依立法趣旨而定。<sup>②</sup>欲知立法趣旨,则应探求待解释条文在今日法秩序中的意义,兼考虑立法者在法律创设过程中的意向。<sup>③</sup>《证券法》第82条第4款为2019年《证券法》修订时新增设条款。修订过程中,前三次审议草案均未出现第82条第4款,该款在最后一次审议时加入并通过。因无相关公布的立法解释,因而,对于立法者增设第82条第4款之缘由,唯有结合此次《证券法》修订的整体思路、《证券法》的客观目的及其他相关条文加以揣测。

<sup>①</sup> 参见王泽鉴:《法律思维与民法实例:请求权基础理论体系》,中国政法大学出版社2001年版,第142页。

<sup>②</sup> 参见王泽鉴:《民法总则》,北京大学出版社2014年版,第57页。

<sup>③</sup> 参见[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第198~199页。

此次《证券法》修订的目的为解决金融领域,尤其是资本市场领域违法成本过低、虚假信息充斥、中小投资者信心匮乏等问题,以资打破虚拟经济的自我循环,引导资金流向信息透明、财务公开、高管勤勉尽责的实体经济企业。<sup>①</sup> 随着市场经济的发展,民众投资需求及企业融资需求不断攀升。然而,资本市场谣言充斥、乱象不断。公司财务造假频频出现,导致投资者信心匮乏,公平、诚信精神不彰。为解决资本市场长期存在之乱象,《证券法》在修订中加强监管、执法力度,大幅度提升违法者的失信成本。加大对违法违规信息披露的处罚力度是修订亮点之一。<sup>②</sup> 具言之,《证券法》通过提高违法违规信息披露处罚上限、扩大信息披露监管范围,强化违法违规信息披露的责任认定规则等方式加强信息披露的保障机制。信息的公开、真实、透明是资本市场的“定海针”,也是投资者信心的“强心剂”。信息披露的真实、完整、准确能够为广大公众投资者作出理性的投资决策提供保障,并引导资金流向有实力、有担当、有潜力的实体经济企业。

就《证券法》的客观目的而言,《证券法》制定主要为规范资本市场秩序及保护投资者权益。<sup>③</sup> 资本市场健康发展的关键在于信息监管和透明度,而保障强有力信息监管及充分透明度的主要措施即真实、准确、完整的信息披露。因此,完善信息披露规则是规范资本市场秩序的前提。此外,对弱势群体的倾斜保护是行政监管的基本原则。相较机构投资者,公众投资者在信息、专业能力上处于“双重弱势”,具有内生的易损性。公司高层易于利用资金、信息、专业知识、公司控制权等方面的优势与便利条件,违法输送利益,侵害公众投资者权益。<sup>④</sup> 为纠正该先天不平等,《证券法》在制度设计中强化发行人及其内部控制人责任,倾斜保护公众投资者权益。

根据《证券法》的立法目的与此次修订的逻辑可知,完善信息披露保障、加重发行人及其内部控制人责任、强化中小投资者保护是《证券法》的整体价值导向。将董监高依据《证券法》第82条第4款所作“拒绝保证声明”解释为董监高的绝对免责事由无异于免除董监高对信息披露文件的保证责任,与《证券法》的立法目的相悖。而《证券法》第82条第4款究竟是对第82条前3款之补充,抑或为相对独立的免责条款,仅分析《证券法》立法趣旨,尚不足以明确,仍待运用其他法律解释方法。

① 参见刘俊海:《〈证券法〉修订完善资本市场治理》,载《中国金融》2020年第2期。

② 参见郭雳、马孝彬:《〈证券法〉重装上阵地 资本市场再出发》,载《银行家》2020年第3期。

③ 参见《证券法》第1条。

④ 参见罗红梅、朱红祥:《公众投资者利益保护法律问题浅析》,载《武汉金融》2011年第8期。

## (二)《证券法》第 82 条第 4 款的意义脉络及体系关联

法律条文之间休戚相关,当个别条文在文义射程内存有复数解释可能时,通常可由意义脉络推知其在具体情境下应为何解。<sup>①</sup> 解释《证券法》第 82 条第 4 款应从条文本身出发,分析其在《证券法》整体脉络中的具体含义,并分析《证券法》外相关规范,使《证券法》第 82 条第 4 款与证券监管法律体系逻辑契合、事理一致。

对《证券法》第 82 条第 4 款的体系解释首先应关注该条文本身,即《证券法》第 82 条前 3 款的规定。第 82 条前 3 款规定发行人的董监高对信息披露流程的及时、公平及所披露信息的真实、准确、完整负保证义务。在对《证券法》第 82 条的修订中,不仅将董事明确列入保证义务人,还将证券发行文件加入董监高签字保证的范围。可见,《证券法》第 82 条进一步强化董监高信息披露义务,并加重其对信息披露文件的保证责任。倘将新增的第 82 条第 4 款解释为对董监高保证义务的免责条款,不但架空了第 82 条前 3 款对保证义务的规定,且与第 82 条的整体脉络存在体系冲突。

其次,将《证券法》第 82 条第 4 款置于新《证券法》整体脉络中,依据同一规则间条文的休戚相关性,推断第 82 条第 4 款之含义。《证券法》整体特点有三。其一,注册制的全面推行及后端保障规则的健全。在注册制下,监管部门不再对公司的营利能力、投资价值“把关”,只要发行人满足上市条件及信息披露要求,即可上市发行,由投资者依据所披露信息自主评估风险,作出投资决策。<sup>②</sup> 在注册制背景下,信息披露的真实、准确、完整、及时意义重大,因而《证券法》在全面实施注册制,降低证券发行门槛,精简证券发行条件的同时,构建“以充分信息披露为基础、以审慎形式审查为核心、以重典治乱为后盾的注册制规则体系”。<sup>③</sup> 其二,对违法行为,尤其是违法违规信息披露义务的强化。譬如,《证券法》将控股股东、实际控制人对虚假陈述的责任认定规则由过错责任改为过错推定责任,并提高对信息披露义务人中直接责任人员的罚款额度。其三,相关责任内部的责任区分。以《证券法》第 197 条为例,该条在对违反信息披露义务的处罚中,分列“直接负责的主管人员”及“其他直接责任人员”,体现责任区分理念。

最后,除《证券法》本身外,证券监管相关的司法解释、行业规定等规范均在广义上构成证券监管法律体系的一部分,与《证券法》逻辑一贯、体系关联。董监高对信息

<sup>①</sup> 参见[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆 2003 年版,第 204~205 页。

<sup>②</sup> 参见邓建平:《新〈证券法〉的五大亮点》,载《财会月刊》2020 年第 6 期。

<sup>③</sup> 刘俊海:《〈证券法〉修订完善资本市场治理》,载《中国金融》2020 年第 2 期。

披露文件的签字及保证义务在《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《披露办法》)、《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(以下简称《证券处罚纪要》)等数项规范中反复出现,且多次强调董监高所负保证责任较诸其他责任人更为严格,采过错推定原则。<sup>①</sup> 具体判断上,《披露办法》指出,须有“充分证据”证明已经履行勤勉尽责义务方可免除赔偿责任。“充分”之判断标准为何? 目前未见细化说明,但就常理而言,仅作出“拒绝保证声明”难以构成已勤勉尽责的“充分证据”。此外,在董监高保证责任的具体认定中,数项规范均体现出根据董监高所任职务与违法行为的关联程度在其内部进行差异化责任区分的理念。譬如,《披露办法》第58条规定:“上市公司董事长、经理、董事会秘书,应当对公司临时报告……承担主要责任。上市公司董事长、经理、财务负责人应对公司财务报告……承担主要责任。”《证券处罚纪要》指出,在证券行政处罚中应结合违法行为与董监高履职的关联程度认定责任。《刑法》第160条规定,证券欺诈发行的直接责任人员应承担刑事责任,区分直接责任人员与非直接责任人员的责任承担。对于非直接责任人员的董监高,仅对违法违规信息披露承担民事责任,而作为直接责任人员的董监高则可能受到行政处罚或被追究刑事责任。

### 三、《证券法》第82条第4款的法理基础:董监高勤勉义务的内涵、边界及审查标准

#### (一)董监高勤勉义务的内涵、标准及边界

《证券法》第82条中董监高保证义务的法理基础在于其对公司及投资者的勤勉义务。在传统公司法视阈下,董监高勤勉义务的对象为公司,仅在例外情况下延伸至股东。<sup>②</sup> 而在证券法视阈下,董监高勤勉义务的范围则应扩展至投资者。董监高对证券发行相关信息披露文件的保证义务,为其勤勉义务在证券法视阈下的具体履行方式之一。投资者无法参与公司经营,对公司经营情况、财务状况等信息知之甚少。且公众投资者普遍缺乏财务、法律等专业知识,可能陷入信息及专业知识水平双重不对称的窘境。与之相较,董监高不仅居于法人运营核心,还是具体信息披露行为的实施

<sup>①</sup> 其他规范参见《公司债券发行与交易管理办法》《上海证券交易所关于认真贯彻执行新〈证券法〉做好上市公司信息披露相关工作的通知》《深圳证券交易所关于认真贯彻执行新〈证券法〉做好上市公司信息披露相关工作的通知》《信息披露违法行为行政责任认定规则》等。

<sup>②</sup> 参见施天涛:《公司法论》(第3版),法律出版社2014年版,第400页。

主体,对公司事务有更高的参与度及掌控力,更能保证信息披露的真实、可靠、完整。<sup>①</sup>同时,对董监高个人苛以信息披露的保证义务及连带赔偿责任能够对其产生法律威慑力,有效督促董监高勤勉义务之履行。该立法逻辑在《证券法》2006年修订后的证券执法实践中得到证明。为督促上市公司及时、按期披露年报,《证券法》2006年修订时将未按期披露年报的责任主体从发行人延伸至个人,此后上市公司再未出现未按期披露年报的情况。<sup>②</sup>因此,董监高对信息披露文件承担保证义务既是董监高应尽之职责,亦是根除上市公司财务造假乱象的有效手段。但随之而来的问题是,董监高的保证义务是否存在一定的边界或免责事由?如是,则其边界为何?得否允许董监高通过“拒绝保证声明”免除保证义务?厘清董监高保证义务的边界对究明董监高“拒绝保证声明”的法律效力尤为重要,而该边界的厘定须回归《证券法》第82条第4款的法理基础,即董监高的勤勉义务。

《公司法》第147条原则性地规定了董监高的勤勉义务,但对其内涵、边界、审查标准等均缺乏细化规定。勤勉义务肇始于美国法上的注意义务(duty of care)。探寻我国法语境下的勤勉义务之含义,有待溯本求源,分析美国法中注意义务之内涵与审查标准。美国法中注意义务的审查标准有以下几点。<sup>③</sup>其一,善意标准(in good faith)。善意虽为主观评价,但通常由外在行为加以推断。譬如,倘若董监高明知年报所载信息不实却仍赞成披露,则应承担责任。其二,处于相似职位的普通谨慎人所应尽之注意(with the care that ordinary prudent person in a like position would exercise under similar circumstance)。该标准的实质是过失原则客观化。<sup>④</sup>在具体审查中,法官会考虑董监高在公司所任职务,对经理、全职董事等核心管理人员苛以更高的注意义务。并且,对具备特定专业能力或担任专业性职务的董监高,亦会提高在其对应专业领域的注意义务标准。譬如,如果会计出身的独董或财务总监声称无法判断财务报表的真实性而弃权表决,则可以推定其存在失职。此外,该标准允许外部董事等远离公司日常事务之高管在合理信赖的前提下凭借经理、会计、法务等具体负责人员所提供的信息作出决策。<sup>⑤</sup>其三,合理地相信是为公司的最佳利益(reasonably believe to be in

① 参见王红一:《也谈上市公司“董监高”的异议》,载《检察日报》2020年5月20日,第7版。

② 参见贺锐晓:《证券发行董监高签字制度立法论——以公司信用类债券发行文件为切入点》,载《东方法学》2020年第3期。

③ MCBA, § 8.30, § 4.01 of PCG.

④ 参见施天涛:《公司法论》(第3版),法律出版社2014年版,第415页。

⑤ MCBA, § 8.30(b)(e).

the best interests of the corporation)。该标准要求董监高以符合公司最佳利益之方式履职,但排除以触犯法律为代价帮助公司追求经济利益。具言之,该标准要求董监高审慎编制、审议报表并作出是否同意披露的表决。为规避个人责任而一概拒绝保证报表真实或明知报表有误却依然赞成披露,均违背为公司最佳利益要求。前者可能导致公司股价骤跌,后者虽为公司带来短期经济利益,却可能使公司陷入更大的法律风险。概言之,董监高的勤勉义务要求义务主体在善意基础上,以处于相似职位的普通谨慎人所应尽之注意为客观标准,兼考虑个体经验、职务及专业知识,为公司最佳利益而行事。

## (二) 勤勉义务标准在保证义务认定中的具体适用

根据《证券法》第85条的规定,董监高对违法违规信息披露的责任认定原则为过错推定,董监高须证明已尽勤勉义务,方得免除保证责任。在信息披露文件的编制、披露、审议中,对董监高是否已勤勉尽责,未有详细、明确之判断标准。在行政执法及司法实践中,须将抽象的勤勉义务标准适用于保证义务认定的具体情境。

董监高为法人运营核心,理应对公司财务、法律等重要事务具备较高的参与度与掌控力。同时,作为公司高层的董监高本身即信息披露流程,即信息披露文件的编制、审阅、披露的实施及掌控主体。勤勉尽责的董监高应对年报等信息披露文件的内容,如公司盈利或亏损情况、是否存在高利贷等,具有基本的评判能力。对于真实性存疑之信息,则应发表异议、陈述理由,并投票反对该信息的披露。换言之,在待披露信息真实性存疑时,董监高表达异议、详述理由及投票反对披露的行为共同构成勤勉义务之履行。孤立的“拒绝保证声明”本身不能视为已尽勤勉义务。在兆新股份事件中,近3/4的董监高在作出“拒绝保证声明”的同时,自相矛盾地同意年报披露。他们既然认为信息有误,缘何又赞成“带病”信息流入市场,误导公众投资者决策?其举动有悖善意原则,遑论勤勉尽责义务之履行,不能免除保证责任。另有三位副总发布“拒绝保证声明”,声称对年报“无法发表意见”并弃权表决。然而,公司基本运营、财务状况等信息属勤勉尽责之董监高应知晓范围,对其一无所知本身即未尽勤勉义务之表征,此三位副总仍须承担保证责任。

但是,由于年报等信息披露文件涉及面广泛,不乏会计、法律等行业的专业术语。对于专业性较高的信息披露文件,要求不具备专业背景且从事人事、党务、宣传等非专业职务的董监高判断文件所载信息的真实性略显强人所难。<sup>①</sup>因此,在认定董监高

<sup>①</sup> 参见贺锐晓:《证券发行董监高签字制度立法论——以公司信用类债券发行文件为切入点》,载《东方法学》2020年第3期。

的保证义务时,应在预设董监高对年报等信息披露文件具有评判能力的基础上,兼考虑董监高的经验、职务及专业知识,进行差异化地责任认定。对于部分专业性较强的会计、法律类文件,应允许不具备相应专业能力且不从事相关职务的董监高弃权表决并主张免除保证责任。并且,职工监事、外部董事等人员一般不参与公司日常事务,职能履行主要依赖于执行董事、经理等直接管理人员及法务、会计等专业人员的汇报,对其苛以与直接管理人员相同的保证义务有悖公平原则。在保证责任的具体认定时,应关注董监高的实际职务,对处于下层或管理权狭窄的管理人员,相对放低义务标准。<sup>①</sup> 在部分高层恶意造假的情况,若职工监事等不参与公司经营的人员因对经理等直接管理人员的合理信赖而作出保证,也应认为其已尽勤勉义务,不存在过错,不追究赔偿责任。

值得注意的是,董监高的怠惰及对他人的过分信赖无法成为免除保证责任的根据。担任董监高职务本身就意味着肩负相应责任。身处国外、事务繁忙、患病、年迈等个人原则均不能构成免除董监高保证责任的有效抗辩。在“弗兰西斯诉联合杰西银行案”(Francis v. United Jersey Bank)中,被告是一家再保险经纪公司的董事,年迈、酗酒的被告无心公司事务,对公司资金被挪用视而不见,法院判决被告违反注意义务。<sup>②</sup>并且,尽管职工监事等不直接参与公司经营的人员在一般情况下仅可依赖经理等直接管理人员或会计、法务等专业人员的汇报作出判断,法律仍要求其尽到谨慎的监督及判断义务,盲目轻信他人无法免除其保证责任。此外,在控制股东、实际控制人等少数人员完全控制公司,其他董监高对公司运营全无插手余地的情况下,作为“傀儡”的董监高不可通过作出“拒绝保证声明”或弃权表决等行为主张免责。此时,勤勉尽责的董监高应选择以诉讼等方式积极作为或主动辞职,而非虚挂名衔。

#### 四、《证券法》第82条第4款的法益衡量

法律之解释,宛如正义女神之天秤,各方利益陈列其上,冲突易生。为重建法律秩序,回复天秤稳定,须令一种或多种权利作出让步。于此,解释者有待衡量各方利益,作出平衡裁断。探究《证券法》第82条第4款董监高“拒绝保证声明”的法律效力,亦应考虑不同解释路径可能带来的对董监高、投资者、上市公司各方法益之影响,

<sup>①</sup> 参见施天涛:《公司法论》(第3版),法律出版社2014年版,第396页。

<sup>②</sup> Francis v. United Jersey Bank, 432 A. 2d 814 (N. J. 1981).

对经济、社会之效应,一并加以斟酌,作出法益衡量。

首先,《证券法》第82条第4款涉及董监高风险承担与公众投资者保护的平衡。一方面,由于年报信息涉及面极广,任一环节的疏漏都可能构成虚假陈述,在现行的“双罚制”背景下,董监高可能成为“高危行业”。<sup>①</sup>并且,证券发行文件在发行人保证真实性的基础上,又经会计师事务所等中介机构的多重审查,董监高签字保证的实质作用并不明显。<sup>②</sup>但另一方面,较诸在信息、专业知识水平处于“双重弱势”的公众投资者,处于法人核心地位的董监高能够参与发行文件的编制、审议、披露,更有能力也更应该承担较严苛的责任。而对于董监高因疏忽等原则可能面临的巨额赔偿,则可通过责任保险等方式解决。

其次,该条文之解释须在公司发行效率与资本市场股价波动间进行法益衡量。就公司发行效率而言,严格限制董监高通过“拒绝保证声明”免除保证责任可能延误公司上市,带来巨大的经济损失。北京康得新复合材料股份有限公司也曾发生董监高集体发布“拒绝保证声明”的情况。由于公司内部权力更迭,年报披露前正值董事换届,新董事对此前公司事务不甚了解,无法在短时间内完成相关披露文件的审阅,又因为公司上市在即,故而作出“拒绝保证声明”并同意年报披露。该事件看似属于董监高由于客观原因的“无奈之举”,但本质仍是董监高的失职。在董监高无法及时审阅年报,保证信息真实性时,应申请延期披露并暂停公司上市。诚然,公司暂停上市可能导致资金断流,带来经济损失,但若允许“带病”信息贸然披露,则可能为公众投资者甚至整个资本市场带来灾难性的后果。美国在虚假陈述责任认定中适用“欺诈市场假设”(fraud-on-market presumption)推定投资者对虚假陈述的信赖。该假设认为,绝大多数公众可获得的信息会反映于市场价格的波动,故投资者对虚假陈述的信赖可由其对市场价格的信赖推定。<sup>③</sup>同理,一旦允许董监高通过“拒绝保证声明”免除保证责任,可能导致“带病”信息在资本市场散布,不但会误导信赖年报的公众投资者,还会导致资本市场股价波动,有损资本市场的正常秩序。

最后,对《证券法》第82条第4款之解释应考虑法律的社会效应。投资者信心匮乏,上市公司诚信不彰是我国资本市场乱象之根源。《证券法》之根本在于规制资本市场中的不法行为,重振投资者信心。董监高对信息披露的保证责任是信息披露真

<sup>①</sup> 参见熊锦秋:《董监高可能成为高危行当》,载《董事会》2019年第6期。

<sup>②</sup> 参见贺锐骁:《证券发行董监高签字制度立法论——以公司信用类债券发行文件为切入点》,载《东方法学》2020年第3期。

<sup>③</sup> Basic, Inc. v. Levinson, 485 U. S. 247 (1988).

实性的“安全阀”,一旦允许董监高仅通过“拒绝保证声明”轻易免除保证责任,会导致《证券法》第 82 条第 4 款成为董监高的责任“保护伞”,助生董监高懈怠之风。届时,董监高集体发布“拒绝保证声明”的年报充斥资本市场,中小投资者又该如何判别信息真伪?如何作出投资决策?

## 五、《证券法》第 82 条第 4 款董监高“拒绝保证声明”的法律效力分析:动态解释论之适用

### (一)“拒绝保证声明”对董监高的法律效力

《证券法》第 82 条第 4 款规定,董监高对无法保证真实、准确、完整的证券发行文件和定期报告,可以作出“拒绝保证声明”并陈述理由,但该条款未明确“拒绝保证声明”对董监高的法律效力,即作出“拒绝保证声明”能否免除董监高对信息披露文件的保证责任。在《证券法》第 82 条第 4 款的文义射程之内,董监高“拒绝保证声明”的法律效力存在多重解释路径之竞合,亟待通过法律解释方法之运用,探寻最为妥当之解释路径。然而,在不同情境下,对“拒绝保证声明”最妥当的解释方法并非恒定,难以采单一的解释方式理解“拒绝保证声明”的法律效力。有必要引入动态解释论的路径,根据不同情境动态化、差异化地解释“拒绝保证声明”的法律效力。

首先,对于在发布“拒绝保证声明”的同时,投票赞成披露的董监高,不可免除其对信息披露文件的保证责任。“拒绝保证声明”体现董监高对信息真实性之异议,赞成披露包含对待披露信息之认可。无法保证信息真实性,却赞成信息披露,逻辑难以自洽。董监高为规避自身责任而弃公司信誉、投资者利益于不顾,不仅有悖善意原则,而且有违勤勉义务,不可援引《证券法》第 82 条第 4 款免除保证责任。

其次,对于在发布“拒绝保证声明”的同时,陈述理由并投票反对披露的董监高,原则上可以免除其对信息披露文件的保证责任。董监高具有审慎编制、审阅信息披露文件之义务,在履职过程中,若发现不实或带有误导性之信息,应及时发表异议并要求更正。在董监高已对可能的“带病”信息表达异议并反对披露的情境下,已尽到勤勉义务的,可以免除其对信息披露文件的保证责任。

再次,董监高发布“拒绝保证声明”并弃权表决的情境则较为复杂。有学者认为,在中国传统语境下,弃权本身就是对“反对”意图的含蓄表达,弃权表决已经反映出董

监高对“带病”信息的否定。<sup>①</sup>但是,在中国传统文化中,对于沉默、弃权等不作为,在不同情境下既可能解释为委婉、含蓄地反对,也可能解释为默许。将弃权表决理解为反对披露过于牵强,可能对公众造成误导。在发布“拒绝保证声明”并弃权表决的情况,对“拒绝保证声明”法律效力的认定存在弹性,应结合董监高专业水平及所任职务等动态化认定。对于部分专业性较强的会计、法律类文件,应允许不具备相应专业能力且不从事相关职务的董监高弃权表决并主张免除保证责任。此种思路与证券监管法律体系逻辑一贯。<sup>②</sup>对于其余董监高,则不应允许其通过发布“拒绝保证声明”并弃权表决的方式逃避责任。在董监高有能力或应当有能力审阅报告并作出判断时,弃权本身即不勤勉履职之表征。

最后,在董监高未作出“拒绝保证声明”并投票赞成披露之情境,也可能产生保证责任的免除。是否免除保证责任的关键在于是否履行勤勉尽责义务。职工监事等处于相对边缘地位、仅具有限管理权的人员,无法直接接触公司财务、法律等核心信息,对报表信息真实性的判断依赖于经理、执行董事等直接管理人员的汇报。在直接管理人员蓄意隐瞒的情况下,如果职工监事等不直接参与公司经营的人员已尽到审慎审查义务,但因对经理等直接管理人员的合理信赖而作出保证承诺并赞成披露,也应认为已尽勤勉义务,不被追究赔偿责任。

## (二)“拒绝保证声明”对公司的法律效力

就《证券法》第82条第4款文义而言,该款规定的是董监高对信息披露文件的保证义务及在无法保证真实性时可能的责任免除条件,原则上并不产生对公司的直接法律效力。但在兆新股份事件中,对于董监高集体“拒绝保证声明”并同意披露年报的行为,证监会不但声明董监高的“拒绝保证声明”不构成勤勉尽责义务的履行,而且要求兆新股份重新编制年报。已表决通过的年报被证监会“打回”,其依据为何?可能的揣测是,由于“无法保证真实性”与“赞成披露”之间存在逻辑悖反,所以证监会按照常理推断,董监高发布“拒绝保证声明”以体现出对待披露信息之异议。即使董监高投票赞成年报披露,也应根据“拒绝保证声明”推断其反对年报披露之意图。因此,证监会将其视为董监高对年报披露投反对票,年报未通过表决,故责令兆新股份重新编制年报。

<sup>①</sup> 参见黄江东、刘子凡:《上市公司董监高“不保证声明”不具有免责法律效力》,载《第一财经日报》2020年4月27日,A12版。

<sup>②</sup> 譬如,《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》指出,董监高保证责任的认定应考虑违法行为与董监高履职的关联程度。

将董监高作出“拒绝保证声明”视为反对披露之表示,既符合是否作出“拒绝保证声明”与是否赞成披露之间的一般逻辑关系,也可以防止“带病”信息流入市场,误导公众投资者。<sup>①</sup>不过,值得注意的是,董监高作出“拒绝保证声明”的实质既可能是董监高明知信息“带病”却试图逃避应负责任,亦可能是董监高限于自身职务或专业能力确实无法作出保证。因此,对于董监高“拒绝保证声明”对公司的法律效力,不应过分追求统一解释,也可采动态解释方法,根据具体情境推断董监高作出“拒绝保证声明”背后的“反对”或“弃权”之真实意图。

## 六、结 论

兆新股份事件激起社会各界热议。该事件持续发酵之缘由,在于《证券法》在2019年修订时增设的第82条第4款。《证券法》第82条第4款规定,董监高无法保证待披露信息的真实、准确、完整的,应当发表异议并陈述理由。但对于董监高依据第82条第4款所作“拒绝保证声明”的法律效力,未有明确规定。就文义射程而言,第82条第4款中董监高“拒绝保证声明”的法律效力存在复数解释路径之竞合。通过对《证券法》第82条第4款立法趣旨、体系关联、法理基础等方面的分析,并衡量各方利益,可以发现,对于《证券法》第82条第4款,单一、静态的解释方法难以应对复杂多变的现实情境。此时,坚持遵循传统解释方法不仅会导致法律适用僵化,亦可能带来不公正、不合理的法律效果。有必要引入动态解释论的路径,差异化地解释不同情境下董监高“拒绝保证声明”的法律效力,以规制资本市场乱象,提高上市公司质量,引导资本流向,打造诚实、公正、共赢、普惠的资本市场环境。

---

<sup>①</sup> 参见熊锦秋:《推出合格年报是董监高勤勉义务的必然要求》,载《证券时报》2019年5月10日,A03版。