

## 论上市公司董事信息披露异议制度的功能回归<sup>\*</sup>

陈 晨<sup>\*\*</sup>

**摘要:**新《证券法》第82条第4款结合原有规则,首次在法律层级之高度确立信息披露异议制度,新《上市公司信息披露管理办法》回应实践需求,进一步对其进行具象化描绘。信息披露异议制度既是董事发声的渠道,其亦具有规范性功能的色彩。董事对异议规则之偏解误读、董事约束与激励机制失衡等因素诱致董事“不保真”乱象。实践乱象治理应于细化和完善现行规则、把握董事免责要求与法定勤勉义务间之价值平衡以及塑造制度运行配套环境等多方发力,以呼唤信息披露异议制度的功能回归。

**关键词:**信息披露异议 《证券法》第82条  
兆新股份 董事免责 勤勉义务

---

\* 本文由作者硕士学位论文修改而成,指导老师为武汉大学法学院冯果教授。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

\*\* 武汉大学法学院2021届硕士研究生,现任职于上海证券交易所。

## 引言

2020年3月1日,新《证券法》正式实施,亮点之一在于新设“信息披露”专章,该法第82条第4款吸收早在2004年实施的沪深交易所《股票上市规则》以及2007年实施的《上市公司信息披露管理办法》中关于董事信息披露异议之规定,并将上述规则<sup>[1]</sup>正式上升到法律层级之高度。新《证券法》第82条第4款被视为首次在证券法层面上正式确立上市公司董事信息披露异议制度。<sup>[2]</sup>2021年3月18日,证监会发布新修订的《上市公司信息披露管理办法》,其亦结合实践经验,在新《证券法》的基础之上对信息披露异议制度进行针对性的完善与细化修改,并对信息披露异议制度的内涵进一步予以丰富。<sup>[3]</sup>

上市公司信息披露是资本市场的生命线,真实、准确、完整的信息是市场有效运作的前提和基础,在我国股票发行注册制改革的时代潮流之下,信息披露的核心地位更为彰显。上市公司董事负有法定的勤勉义务,其应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整,信息披露异议制度亦旨在提升上市公司信息披露的质量。但是,伴随信息披露要求的趋严以及信息披露义务的强化,证券市场上亦涌现出多起上市公司董监高对信息披露“不保真”的闹剧。

---

[1] 2004年实施的《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》规定董事不能保证公告内容真实、准确、完整的,应当在公告中作出相应声明并说明理由。2007年实施的《上市公司信息披露管理办法》规定董事对定期报告内容的真实性、准确性、完整性无法保证或者存在异议的,应当陈述理由和发表意见,并予以披露。

[2] 新《证券法》第82条第4款的内容为:“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] 新修订的《上市公司信息披露管理办法》于2021年3月18日颁布,于2021年5月1日起施行,新《上市公司信息披露管理办法》的修订亮点之一则为针对性完善信息披露异议制度。参见证监会官方网站:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202103/t20210319\\_394493.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202103/t20210319_394493.html),2021年3月19日访问。

2020年4月24日,上市公司深圳市兆新能源股份有限公司(以下简称兆新股份)<sup>[4]</sup>披露2019年年报,公司在任的全体董监高均发表异议声明,称无法保证公司年度报告的真实、准确、完整,并不同意承担任何个人或连带责任。此举一出,立刻引发各方高度关注。4月24日晚,深圳证券交易所(以下简称深交所)中小板公司管理部发出关注函,<sup>[5]</sup>4月26日,深圳市证监局对兆新股份采取责令改正措施,称兆新股份董监高行为“违反法律法规相关规定,挑战了资本市场信息披露制度的严肃性,市场影响恶劣”。<sup>[6]</sup>同日,深交所发文,称“(兆新股份)董监高的异议行为不代表其已经勤勉地履行职责,不等于其可以免除责任,对于未忠实勤勉履行义务的,本所将依法依规严肃处理”。<sup>[7]</sup>证监会于5月15日发文称:“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。兆新股份董监高本次出于免责考虑所作出的行为,违背了信息披露的基本原则、破坏了信息披露秩序,性质恶劣。”<sup>[8]</sup>

“兆新股份案”作为新《证券法》确立信息披露异议制度之后的全体董监高异议“第一案”,将信息披露异议的法理之争再次推向风口浪尖。以“兆新股份案”全体董监高对上市公司年报“不保真”现象为代表,已然暴露出上市公司董监高滥用和曲解信息披露异议制度所导致的实践乱象。该等乱象反映出公司治理实践与信息披露异议制度为董事提供发声渠道及提升信息披露质量等功能的背离,亦反映出董事异议、董事法定勤勉义务以及董事免责之间的关系亟须厘清,这促使本文

[4] 2020年4月24日,兆新股份发布《关于公司股票交易被实行退市风险警示暨停牌的公告》表示:公司股票自2020年4月27日起被实行“退市风险警示”处理,股票简称由“兆新股份”变更为“\*ST兆新”。

[5] 参见《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250号),载 <http://reportdocs.static.szse.cn/UpFiles/fxklwxhj/LSD00225654313.pdf>, 2021年3月19日访问。

[6] 参见深圳证监局官方网站: [http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/ztl/ssgsjgxx/jgcs/202004/t20200426\\_374466.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/ztl/ssgsjgxx/jgcs/202004/t20200426_374466.htm), 2021年3月19日访问。

[7] 参见深圳证券交易所官方网站: [http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20200426\\_576451.html](http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20200426_576451.html), 2021年3月19日访问。

[8] 参见中国证监会官方网站: [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), 2021年3月19日访问。

从功能角度深入解读信息披露异议制度的设计初衷以及新《证券法》第82条第4款的立法本意,以探求公司治理实践中上市公司董监高“不保真”的现象本质以及信息披露异议制度被扭曲、异化的深层诱因。针对该等深层诱因提出相应的对策以呼唤信息披露异议制度的功能回归和制度优化,是信息披露异议制度研究的重要命题。

## 一、上市公司董事信息披露异议制度的设计初衷与规范意旨

### (一) 信息披露异议制度的内涵厘定

对于信息披露异议制度的内涵厘定是研究的基础性问题,什么是信息披露异议制度?首先,应从规则的文义解释角度来看,2004年实施的《上海证券交易所股票上市规则》及《深圳证券交易所股票上市规则》规定,董事“不能保证”披露之信息真实、准确、完整,则应当“作出相应声明并说明理由”;2007年实施的《上市公司信息披露管理办法》以及新《证券法》规定,董事“无法保证”披露之信息真实、准确、完整或“有异议的”,应当“发表意见并陈述理由”;而2021年5月起正式实施的新《上市公司信息披露管理办法》则进一步规定,董事“无法保证”披露之信息真实、准确、完整或“有异议的”,应在董事会审议时投反对票或弃权票,并“发表意见并陈述理由”。从前述法律规则的文义解释来看,信息披露异议制度,是指董事无法保证披露之信息真实、准确、完整时,应作出异议声明,同时发表意见并陈述理由。

而后,从目的解释的角度来看,则存在对于信息披露异议制度内涵不同的解释路径。一种解释路径是:实践中存在董事不同发声之需求,但个别主体把控发声渠道,使董事会涉及重大信息披露时表面上往往发出“一个声音”,故而需要通过一种制度将公司内部的不同意见体现出来,信息披露异议制度则是一种为董事提供异议渠道的规则设计。另一种解释路径是:信息披露异议制度是董事异议时的一种行为规范和披露要求,是规范异议披露的规则设计。对于信息披露异议制度的内涵理解可能伴随实践而发生目的解释路径的选择。有实践需求才有制度生长的土壤,而信息披露异议制度的缘起也正是为回应公司治理

实践的现实需求,董事异议渠道的匮乏推动信息披露异议制度的出现,而信息披露异议制度为董事开辟异议通道后,又在实践中面临着被滥用之风险,使监管机关趋于强调其规范功能。信息披露异议制度既是董事异议和发声的渠道,其又带有行为规范性的功能色彩,需要结合实践需求对其制度内涵予以理解。

另外,本文的语境限定为上市公司董事的信息披露异议制度,不包括上市公司的监事以及高级管理人员。一方面,虽然在新《证券法》第82条第4款的立法表述中,上市公司董事、监事及高级管理人员均被赋予相同的信息披露异议要求,但是上述三类主体在上市公司治理实践中的地位、作用以及信息披露义务的具体履行方式和主体责任存在较大差别,<sup>[9]</sup>故不宜概而论之。另一方面,董事会作为“夹层代理”理论<sup>[10]</sup>中最为关键的中间环节,是上市公司治理极为重要的组织机构,也是公司多重代理环节的“第一环”。<sup>[11]</sup>同时,在证监会发布的《上市公司章程指引》中,“管理公司信息披露事项”亦作为上市公司董事会的一项职权被予以列明,由于董事会被视为上市公司信息披露义务的具体承担者,<sup>[12]</sup>且董事会的内部人员构成存在较为特殊的类型化因素,故而选取上市公司董事作为信息披露异议制度的研究对象,具有更为广泛意义上的理论和实践价值。

---

[9] 2020年10月,国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》指出,提升上市公司信息披露质量,完善公司治理制度规则,明确上市公司董事、监事和高级管理人员的职责界限和法律责任;完善违法违规行认定规则,办理上市公司违法违规案件时注意区分上市公司董事、监事、高级管理人员等个人责任。

[10] 蒋大兴教授在其《公司董事会的职权再造——基于“夹层代理”及现实主义逻辑》一文中指出,中国公司的组织构造是由股东会、董事会和经理层三者形成的一种“夹层结构”,董事会居于股东会和经理层之间,成为一种“夹层机构”并具有决策者和执行者的双重身份。中国公司对于上述三者的职权设计表现出三位一体、层层负责、夹层监督的代理构造,处于居中地位的董事会,无疑是公司经营中极为重要的一环。

[11] 参见蒋大兴:《公司董事会的职权再造——基于“夹层代理”及现实主义逻辑》,载《现代法学》2020年第4期。

[12] 参见程茂军、徐聪:《投资者导向信息披露制度的法理与逻辑》,载《证券市场导报》2015年第11期。

## (二) 回应信息披露异议的规范需求

### 1. 非规范性异议减损信息披露的效率

信息是证券市场效率的核心要素,证券市场高效、稳健运行的关键在于减少信息成本以及提高信息的有效性,<sup>[13]</sup>而信息披露的非规范性则会极大地减损证券市场资源配置的效率。不真实的或者自相矛盾的信息是没有效率的,其使市场和投资者付出过高成本以获取信息及判断其有效性。<sup>[14]</sup>

根据信息披露异议规则的要求,董事在“不保真”时,需要“陈述理由”和“发表意见”,而上述“不保真”案例中,上市公司董事的异议在多数情况下其实是“非规范性”的。所谓异议的“非规范性”,从内容来看,董事在“不保真”时需要声明异议并解释不予保真的具体原因,但现实情况却是大多数董事对异议作出的解释或不明所以,或轻描淡写,其并没有对所提的异议事项核实清楚,没有对异议所针对的问题之根本成因进行分析,更没有对该问题的处理和整改情况予以交代,似乎只是“发现问题”,却并不关心问题“从哪来”又应当“到哪去”。从结果来看,董事的“不保真”声明对最终解决问题之目的而言犹如隔靴搔痒,不切要害。董事的异议在敲响警钟的同时却并没有帮助市场和投资者真正了解问题症结,反而使局面更加复杂,监管机关和投资者“一头雾水”,似乎是将风险扔给了投资者,而自己却准备撇清关系,如此必然会引发市场动荡和监管处罚。

非规范性的异议所带来的是瑕疵异议、无效异议,其既不能达到提升信息披露质量之目的,更不能作为董事已勤勉尽责的证据。就信息效率而言,董事的非规范性异议占用监管机关和投资者的注意力资源,但其异议声明却对市场和投资者获取完整、全面的关键信息并无所助益,非规范性异议实质上是在减损信息披露的效率。

### 2. 董事责任趋严且异议通道阻塞

董事会作为上市公司信息披露义务的具体承担者,其集体责任建

[13] 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2007年版,第5页。

[14] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, Virginia Law Review, Vol. 70, 1984.

立在每一位董事的个体责任之上,<sup>[15]</sup>上市公司董事应当遵循其法定的勤勉义务,对披露的信息负有保证责任,上市公司董事亦是信息披露市场监管的重点关注对象。

以上海证券交易所(以下简称上交所)为例,根据公开信息,上交所发出纪律处分和监管关注函件涉及上市股东董监高的数量自2018年至2020年连续3年上升,2018年至2020年的数据分别为462名、533名、556名,呈逐年增长趋势。另外,上交所2018年全年公开认定22人不适合担任上市公司董监高。其中,对违规性质极其恶劣的5名责任人公开认定终身不适合担任上市公司董监高。2020年,上交所公开认定不适合担任以及终身不适合担任上市公司董监高的数量分别增至47人和6人。<sup>[16]</sup>

可见,在董事责任趋严的态势之下,上市公司董事也成为一项“高危职业”。上市公司董事在证券市场的规则框架和监管高压之下承受着较大的履职压力。而在对上市公司董事课以信息披露异议之义务的同时,也应当在制度上为其提供信息披露异议的指引和通道。

在责任重压之下,出现诸多对披露信息“不保真”的现象,其虽有董事妄图逃避责任、权力滥用之嫌疑,但是该等现象也客观反映了在公司治理的集体决策程序中可能存在关于信息披露的不一致意见,而这种意见也体现了公司治理对异议披露渠道的制度需求,<sup>[17]</sup>但是在公司治理实践中,董事发表异议却并非易事。

董事会运行中的非理性因素往往导致董事会会议上很少出现“异议者”“合而不议、议而不争”多为常态。<sup>[18]</sup>一方面,在公司治理失范

[15] 同前注[12]。

[16] 参见上海证券交易所官方网站文章:《上交所通报2018年沪市上市公司信披违规处理情况》,载 [http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20190118\\_4711882.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190118_4711882.shtml)、《上交所通报2019年沪市上市公司信披违规处理情况》,载 [http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20200110\\_4982723.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20200110_4982723.shtml)、《上交所通报2020年沪市上市公司信披违规处理情况》,载 [http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20210115\\_5303703.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20210115_5303703.shtml),2021年3月21日访问。

[17] 参见刘燕:《关于财报不保真的法律思考》,载《财务与会计》2020年第15期。

[18] 参见朱羿锟:《董事会运行中非理性因素的法律规制》,载《中国社会科学》2015年第8期。

的环境中,部分董事或面临“一言堂”之下的异议压制,或碍于熟人社会关系规则下所谓的“治理和谐”,从而导致有口难言、异议“难产”。<sup>[19]</sup>另一方面,在实践中,外部董事可能在参加董事会会议之前并未实质参与决策事项的讨论,故而获取的信息相对有限,同时碍于会议时间控制,其可能在会上也并无充足的时间对相关事项进行仔细地斟酌和讨论,故而亦难以进行实质性的异议表决。<sup>[20]</sup>在信息披露核心地位愈为凸显的背景之下,上市公司董事的义务强化、责任趋严,但是“一言堂”、熟人社会关系规则之下公司治理失范的内部环境以及外部董事治理脱离和信息匮乏之下的选择性沉默,均使董事虽然有相对明确的信息披露异议规则之指引,但依然缺乏信息披露异议的内生动力或外部条件。

市场需要听到不同的发声,异议的正确表达和及时披露才可以更好地促进信息披露的真实性和全面性。上市公司董事缺乏信息披露异议的内生动力或外部条件的现实情况,也对立法发挥信息披露异议制度的指引和激励作用提出更高的要求。

### (三) 分辨信息披露异议的性质特征

#### 1. 信息披露异议性质之辨

信息披露异议的性质之辨,不同的分析角度可能得出不同的结论。站在董事的角度,信息披露异议规则为其提供了对外表达不同意见的机会和通道,也在日益趋严的监管威慑下给予董事一种“自保式”发言的权利,即有效异议可能在结合其他勤勉尽责证据因素的情形之下成为董事予以援引的免责事由,故而信息披露异议似乎带有“权利”的表象和内容。

有观点认为,新《证券法》第82条第4款是在为董事行使“信息披露异议权”提供法律层面上的支持,即法律应在要求董事承担信息披露保证义务的同时,保障其对外发表不同意见的“话语权”,以体现“权

---

[19] 参见杜兴强、殷敬伟、赖少娟:《论资排辈、CEO任期与独立董事的异议行为》,载《中国工业经济》2017年第12期。

[20] 同前注[11]。



利义务相一致”的原则。<sup>[21]</sup>同时,若上市公司内部治理失控或存在“一言堂”、董事压制等情况时,对信息披露事项持有反对意见的董事的确需要异议的渠道,对董事而言,信息披露异议的确带有“权利”的意义,即可以在一定程度上保障其对信息披露事项发表异议的权利。但是,上述“异议权”是否意味着信息披露异议对于董事而言仅为一种“权利”?

从监管的角度来看,信息披露异议似乎更具有规范性的“义务”性质。一方面,从文义解释的角度来看,“权利”是指法律赋予权利人有权决定自身或要求他人作出或者不为一定行为的权益,权利人可以自主决定是否行使权利或者放弃权利。而根据《证券法》的规定,由于董事负有勤勉义务,在董事无法保证信息的真实、准确、完整时,其“应当”发表意见和陈述理由,可见,董事在无法保真的情形下必须发表异议声明并陈述理由,即董事必须对其发现的瑕疵信息有所作为,而无法由董事自主选择是否对瑕疵信息提出异议。这种要求似乎更符合“权力”的定义,即在行为主体职责范围内的一种支配力量,谓之职权。<sup>[22]</sup>故本文认为,信息披露异议规则虽客观上给予了董事异议的通道,但并不是赋予其异议“权利”,而是鼓励其积极行使带有职责色彩的“权力”。<sup>[23]</sup>

另一方面,从目的解释的角度来看,对于上市公司董事而言,信息披露异议规则的确为其发表异议提供了法定的渠道和方式,也客观上产生了保障董事“话语权”的效果。但是正如前文所述,为董事畅通信息披露异议之通道并非立法的出发点,而仅仅是手段,其最终落脚点则是在于通过为董事发表异议提供通道保障其“话语权”而使其更好地履行信息披露的义务,立法目的实则强调和延伸董事信息披露的义务。

---

[21] 参见岳久博:《新证券法视角下董监高行使上市公司信息披露异议权的合规之道》,载 <https://mp.weixin.qq.com/s/6XlWFP9pX2gT0YJpQKwx2Q>,2021年3月19日访问。

[22] 参见王亮:《董事会中心主义的法律模式构建——以中国公司治理为研究视角》,西南政法大学2017年博士学位论文。

[23] 参见王怡丞、左进玮:《独立董事的信息披露监督定位与勤勉义务研究》,载《金融监管研究》2020年第12期。

## 2. 信息披露异议规则解读

对于《证券法》第82条第4款之解读,同时应当结合信息披露异议的性质来理解,从立法和监管机关的角度以及从董事的角度出发可能对规则存在不同的解读。董事将新《证券法》第82条第4款视为保证义务的但书条款,认为其给予了董事“不保真”的权利;而监管机关和学界的主流观点<sup>[24]</sup>则认为,该条款应当从体系解释的角度出发,与前三款的立法态度保持一致,是对董事信息披露义务的延伸与强调,而非但书性的豁免。如果从“权利”解释路径出发将第4款理解为前三款的但书,则将直接架空前三款对董事披露信息的保证义务,实质上与前三款的内容相冲突。<sup>[25]</sup>同时,从结果导向来看,如果第4款是一种特殊的例外规定,董事履职就显得相当简单,公司无须负责任地制作报告,而只需到期披露无所谓真假的报告,同时附随董事的“不保真”声明即可。如此一来,董事保证信息披露真实、准确、完整的法定义务将成为空谈,故此种理解应当是不可取的。

而“义务”的解释路径则更符合体系解释的逻辑,即第1款和第2款是要求董事对信息披露的文件签署书面意见,即审议通过相关信息披露文件;第3款是明确董事签字行为即代表董事承担保证信息真实、准确、完整的责任;第4款则表达如果董事无法“保真”,则应当通过发表意见并陈述理由的方式来对异议事项予以进一步披露。<sup>[26]</sup>

所以,从体系解释的角度来看,新《证券法》第82条第4款是对前款的延伸,即在董事无法保证信息披露真实、准确、完整或对其存有异议的情形下,董事必须书面发表意见并陈述理由。这种发表意见并陈述理由的方式,实则是董事应当、必须履行的义务,而并不是对其相关

---

[24] 包括彭冰、刘燕等学者均赞同应从体系解释的角度来理解《证券法》第82条第4款,彭冰教授认为该款规定不是但书性豁免,而是对董事和监事投反对票时的披露要求;刘燕教授认为将该款解释为赋予公司董监高不保真披露的权利不符合《证券法》第78条以及第82条前3款下财报保真的体系解释,同时也架空了董监高对股东的信义义务。

[25] 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4款》,载北京大学经济法研究所官方网站,<https://www.economiclaw.pku.edu.cn/xzzz/1325693.htm>,2021年3月19日访问。

[26] 同上注。

责任的豁免。该条款是说明董事异议的处理方式与披露要求,而不是指董事可以不再就所披露信息的真实、准确、完整性负责。在异议情形下,董事必须通过发表意见并陈述理由的程序和方式,来证明已符合勤勉尽责的要求并履行了相关法律法规和规章制度所规定的义务。所以说,董事可以成为“异议者”,但此前提应当是董事切实履行勤勉义务之后的对外发声,其在陈述异议理由的同时也应当说明其在解决相关问题时勤勉尽责的具体表现。比如,董事及时对异议事项进行核查,或主动要求问题相关责任人员予以整改,采取补救措施,并跟进处理进度和情况等。<sup>[27]</sup>

#### (四) 发挥信息披露异议的功能价值

##### 1. 提升信息披露质量与完善公司治理机制

信息披露异议制度的突出价值即为提升上市公司信息披露的质量。信息披露异议制度要求董事“发表意见”和“陈述理由”,而“没有调查就没有发言权”,信息披露异议制度所提出的“陈述理由”之要求实质上也是对董事进一步了解和调查异议事项问题所在的要求,董事需要在宏观“勤勉义务”的概括性范畴之下把握微观的、具体的行为实践方式。<sup>[28]</sup>

“陈述理由”的立法表述犹如海上的冰山一角,而藏在海面之下的还有原因调查、问题解决以及风险评估等一系列的深层要求。从立法和监管的角度来看,其要求董事在对信息存疑时对相关问题进一步跟踪处理,“陈述理由”其实是对董事信息披露义务的延伸,即要求董事进行问题调查之后将相关信息进行补充披露。

信息披露异议制度有利于为完善上市公司治理提供倒逼机制。一方面,信息披露异议制度鼓励董事在公司内部决策中发表不同意见,该制度有利于激励董事打破公司治理的“一言堂”以及熟人社会关系规则下的“一团和气”,董事会内部不同意见的出现和妥善处理是公司内

---

[27] 参见张歆:《上市公司高管“自恣”年报“不保真”声明不应“保免责”》,载《证券日报》2019年8月29日。

[28] 参见史春玲:《独立董事出席会议与发表意见:合规性履职还是有效性履职》,载《财会月刊》2020年第14期。

部治理进步的重要表现。<sup>[29]</sup>另一方面,信息披露异议制度将倒逼公司完善决议程序中的异议处理环节,即建立或完善听取少数董事意见以及妥善处理异议的机制和流程。另外,信息披露异议制度也可被视为上市公司的一种内部监督机制,董事表达异议或对议案投反对票是其对董事会及公司运营进行监督的一种具体行为表现。<sup>[30]</sup>在治理失范的上市公司中,公司内部的监督机制极有可能形同虚设,董事沦为“应声筒”“橡皮印章”,<sup>[31]</sup>而信息披露异议制度在一定程度上有利于通过监督机制之效用促进公司治理和约束与平衡。<sup>[32]</sup>

## 2. 开拓董事抒意通道与引导董事勤勉尽职

信息披露异议制度为董事公开发表异议提供了法定的制度通道。在治理失范的公司之中可能存在董事压制的情形,如若没有法定的异议通道,部分董事的不同意见可能遭遇“难产”,即使其在董事会上提出异议也可能仅在董事会决议或会议记录中记录而不对外披露,甚至被“选择性忽略”或予以非规范的口头回应。而信息披露异议制度要求董事公开告知市场与投资者其对于相关信息的质疑。有效的信息披露在于鼓励信息披露义务人敢于“讲真话”,有效的公司治理则是允许持有不同意见的“异议者”通过便捷畅通的渠道来表达其意见。<sup>[33]</sup>信息披露异议制度有利于打破董事会对重大信息披露事项永远“一个声音”对外的现象,在法律层面为董事“直抒胸臆”开拓了法定通道,使董事有机会将其异议对外公布。

信息披露异议制度的重要价值之一即引导和鼓励董事勤勉尽责。一方面,信息披露异议制度为董事对信息存在异议时进一步履行信息

---

[29] 参见朱羿锟:《董事会结构性偏见的心理学机理及问责路径》,载《法学研究》2010年第3期。

[30] See Jiang W., Wan H., Zhao S., *Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 29, 2016.

[31] 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。

[32] 参见祝继高、叶康涛、陆正飞:《谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?》,载《经济研究》2015年第9期。

[33] 参见蒋大兴:《谁能“保证”公司年报的真实性?——法律设计与治理实践的距离有多远》,载北京大学经济法研究所官方网站,<https://www.economiclaw.pku.edu.cn/xzzz/1325311.htm>,2021年3月19日访问。

披露义务和勤勉尽责提供了正向引导和行为规范。信息披露异议制度明确董事作出异议行为的形式和程序要件,其要求董事对于无法保证的事项应当在书面确认意见中作出异议声明,即要求将异议意见以文字形式书面记录于可供考证的文件之中,同时要求董事“陈述理由”。

另一方面,信息披露异议制度激励董事对其无法保证的事项提出异议,积极主动地履行勤勉义务,做公司内部的“吹哨人”。信息披露异议制度为董事主张其勤勉尽责提供了证成思路,也激励着董事积极主动履行其信息披露义务。在《证券法》层面,虽然董事发出异议声明并不代表其勤勉尽责,但是其异议行为在一定程度上亦可与勤勉尽责的评判标准有所挂钩。可见,信息披露异议制度有利于引导和激励董事“勇于”提出异议并“勤于”调查和解决问题。

### 3. 警示市场风险与维护投资者利益

信息披露异议制度是保障董事对外警示上市公司市场风险的重要途径。一般情况下,在传统意义上“董董相护”的环境中“异议者”在董事会中并不多见,且非赞成票往往会对董事产生不利影响。<sup>[34]</sup>如若董事会内部出现不可调和的矛盾,抑或事态已经发展到需要个别董事对外发表异议声明来表示不满或意图撇清责任,便极有可能反映出公司内部治理的混乱或者管理层的内部斗争。

信息披露异议有利于引起公司内部管理层的警觉,最理想的结果就是公司在董事提出的异议之中及时发现相关问题,并在相关负责人和提出异议董事的共同调查之下,给予提出异议董事一个合理的解释和答复以消除其异议。而最不理想的结果则是公司董事会内部斗争激烈或公司治理机制已然失灵或僵局,部分董事的异议意见无法在内部得到核查与解决,那至少可以在信息披露异议制度的保障之下将相关问题公之于众,引发投资者的警觉和关注,帮助投资者敏锐感知上市公司的潜在风险,<sup>[35]</sup>提供投资者赖以作出投资决议的关键信息,为投资者理性决策提供支撑。信息披露异议制度有助于发挥信息披露对于市

[34] 参见刘琳晨、陈暮紫、吴武清:《独立董事的高管背景与“独立性”——基于董事会投票的经验证据》,载《南开经济研究》2019年第6期。

[35] 参见郑志刚、胡晓霖、黄继承:《超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为》,载《中国工业经济》2019年第10期。

场和投资者的基石性作用。

## 二、上市公司董事信息披露异议制度的实践偏离之深层诱因

### (一) 现行规则表述的模糊性与保守性

#### 1. 未明确董事投票性质与异议效力之关系

新《证券法》确立信息披露异议制度给予董事提出异议的通道,但在立法中并未明确董事在提出异议时应当对审议事项投赞成票、反对票抑或弃权票,而不同的投票性质与董事异议的效力密切相关。

其一,董事对披露信息作出异议声明同时投反对票的。董事在对无法保真的信息声明异议同时投反对票,当反对票在董事会决议中占多数时,议案没有被审议通过,未经审议通过的年报不得公开披露。<sup>[36]</sup> 当反对票是少数时,发行人披露报告,少数董事投反对票并发出不保真声明,其实应当被视作一种公开举报的行为,再结合其发表意见和陈述理由的具体情况,若符合对于勤勉尽责的要求,其实可以获得一定的免责空间。<sup>[37]</sup> 故而,董事对无法保真的信息决议事项投反对票,履行了信息披露异议之义务,积极阻止带有瑕疵的信息向公众披露,防止虚假信息误导投资者,其态度明确、行为一致、逻辑自洽,<sup>[38]</sup> 其作出的异议应当视为有效。

其二,董事对披露信息作出异议声明同时投赞成票的。当董事对披露信息有异议并声明不保证信息的真实、准确、完整,但同时又在审议披露该信息的议案时投出赞成票,即意味着董事放任可能存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的信息提供给市场和投资者,明显违背了董事对于信息披露的勤勉义务,前后行为逻辑矛盾,难以自洽,应当予

---

[36] 2021年3月19日发布的新《上市公司信息披露管理办法》第16条第1款明确规定:“定期报告内容应当经上市公司董事会审议通过。未经董事会审议通过的定期报告不得披露”。

[37] 同前注[25]。

[38] 同前注[21]。

以禁止。<sup>[39]</sup> 在“兆新股份案”中,<sup>[40]</sup> 董事对年报“不保真”同时又对披露该年报投赞成票的矛盾行为已实质上表示董事会未审议通过年报,更遑论对外披露。<sup>[41]</sup> 故而后续披露行为亦为违法披露,附着于披露文件中的董事异议也可理解为无效。对于“不保真”的同时又表决赞成报告披露的董事,即使其作出异议声明不承担责任,本身就证明其并未尽到勤勉义务,“不保真”更不会成为免责事由。

但是也有观点认为披露的信息即使有瑕疵,也胜过不披露,即认为信息披露“有总比没有好”,即使是瑕疵的信息也至少可以向资本市场和投资者传递部分信息。<sup>[42]</sup> 但是本文认为,将判断信息真假的风险转嫁给投资者,使本就在“信息不对称”环境中处于弱势地位的投资者更为被动,有违资信息披露效率性原则以及资本市场保护投资者的基本要求。

其三,董事对披露信息作出异议声明同时投弃权票的。董事在表决时对议案投赞成票或反对票,可以明确判断其对于“带病”披露的是非态度,但弃权票却是一个态度暧昧的中间地带,<sup>[43]</sup> 投弃权票是否在一定程度上可体现董事勤勉尽责? 一方面,董事会决议是否通过取决于赞成票数占总数的比例,弃权票与反对票均可以起到阻碍董事会决议通过的作用。从结果的角度来看,投弃权票和投反对票的董事一样

---

[39] 参见王艺楠:《探究董监高信息披露异议现象——兼评〈证券法〉第82条第4款》,载北京大学金融法研究中心, <https://mp.weixin.qq.com/s/8cdOU86oa0v3YMgiSv4i3g>, 2021年3月25日访问。

[40] 深圳证监局于2020年4月26日作出《深圳证监局关于对深圳市兆新能源股份有限公司采取责令改正措施的决定》,其指出:“董事会、监事会审议同意公布公司2019年年报,但董事、监事均不保证年报内容真实、准确、完整,上述两项意见存在明显不一致的情况。兆新股份董事会、监事会实际上仅对是否披露公司2019年年报形成决议,并未审议通过公司2019年年报,已违反《证券法》第78条、第79条的规定。”

[41] 参见叶林:《少点奇葩甩锅,多点勤勉尽责》,载《证券日报》2020年4月27日。

[42] 缪因知教授认为,对投资者而言,“不太靠谱的财报”一般来说仍然能构成对公司情况最乐观的估计,在我国缺乏实质做空机制的“单边市”下,不是完全没有参考价值;而“根本不披露财报”等于完全让外部投资者完全陷入黑暗,信息不对称更为严重,对市场的消极意义更大。参见缪因知:《董监高“不保证披露文件真实”,如何应对》,载《经济观察报》2019年5月20日。

[43] 参见张昊、李震东:《论董事责任的豁免机制》,载《重庆工商大学学报》(社会科学版)2006年第4期。

都阻止了“带病”信息的披露。但另一方面,也有观点认为弃权票是不积极履行董事义务的表现,其本身的“不作为”就已表明董事未尽勤勉义务。<sup>[44]</sup> 上述争议亦要求立法明确董事投弃权票与异议效力之间的关系。而现实情况是,新《证券法》均未明确在董事提出异议的同时,应当投赞成票还是反对票?也未明确赞成票、反对票与异议效力之间的关系,以及弃权票这一中间地带对于异议效力的影响,使实践中董事得以“钻空子”,乱象频出。

## 2. 未明确董事“陈述理由”的认定标准

新《证券法》规定信息披露异议的程序和披露要求是发表意见并“陈述理由”,如此其实仅仅规定了形式要件,却没有规定实质要件,即立法只规定董事异议的形式是发表意见和“陈述理由”,但没有明确信息披露异议制度中董事应当“陈述理由”到什么程度,没有明确何种形式的“理由”才会被监管和司法机关所接受。在立法对“陈述理由”之认定标准未予明确的背景下,董事也就容易产生侥幸心理。法律只要求董事陈述理由,却未明确陈述理由的标准,那么陈述理由也容易沦为形式,部分董事在作出异议声明的同时对于理由陈述部分含糊其词、随意搪塞、推诿扯皮,往往导致长篇大论的“无效说理”抑或轻描淡写、不切要害的寥寥几笔,与立法提升信息披露质量的目的背道而驰。

信息披露异议制度允许董事提出不同意见,但是也要求必须将其认为的事实和理由予以陈述,应当求真,而非仅质疑。<sup>[45]</sup> 当前规则的保守性与模糊性使董事对于“陈述理由”应当以何种形式、到达何种程度其才可被认为是已“勤勉尽责”并不具有清晰的认识,立法者留下较大的解释空间,需要从具体案件的监管态度中推定其对于“陈述理由”的理解维度。<sup>[46]</sup>

结合董事“不保真”案例中董事提出异议时陈述的理由,可见,会计师事务所对审计报告出具非标意见、董事因任职时间较短、未提前收到相关资料而不了解公司具体经营情况等理由,均未被监管机关所采

[44] 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。

[45] 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。

[46] 同前注[31]。



纳,即此类型的“理由”并不是有效的、充分的,更无法成为证明董事已勤勉尽责的证据。本文仅结合案例从反面推断出个别的“无效理由”,那么究竟何种理由才是有效的、充分的、可以真正符合提升信息披露质量要求的“合格理由”?仍有待立法予以正面明确。目前亦主要通过证券监管态度或司法裁判观点来对“陈述理由”的程度和认定理由“有效、充分”之标准进行类型化的提炼,而对于董事如何有效、充分地“陈述理由”仍无法从立法层面获得具体的行为指导。

## (二) 董事约束与激励之间的失衡

### 1. 董事勤勉义务加重

董事的勤勉义务也被表述为“善良管理人的注意义务”,即董事以善良谨慎的人在相同或类似情形下之标准对公司事务尽心尽责,负有认真、谨慎地管理公司事务之义务,<sup>[47]</sup>其作为一种过程性义务,贯穿于董事管理公司的全过程。<sup>[48]</sup>信息披露异议制度是对董事勤勉义务的延伸和强调,其为董事异议提供了行为规范,即要求董事应保证公司所披露信息的真实性、准确性、完整性,无法保证时须“发表意见并陈述理由”。在信息披露异议制度之下,董事的勤勉义务不仅是在最终的披露环节,而应当贯穿于信息的收集、分析、归纳、披露、核查工作的全过程,<sup>[49]</sup>故而在董事对信息发现问题并提出异议之后,必须进一步对问题事项进行调查以充实支撑性“理由”的具体内容,其均为信息披露异议制度延伸出的对董事勤勉义务更为沉重的要求。

同时,董事勤勉义务的边界在信息披露领域具有模糊性。正如前所述,从立法和监管角度来看,董事的信息披露异议并不代表董事“已勤勉尽责”,若未尽勤勉义务则亦不存在董事免责。董事异议与免责之间缺少一道桥梁,董事应当在异议时“陈述理由”至何种程度,才可被评判为“已勤勉尽责”,从而获得适当限度内的免责?这一标准立法

[47] 参见武彬:《董事违背信义义务的责任限制研究》,华东政法大学2018年博士学位论文。

[48] 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》,载《法律适用》2020年第2期。

[49] 参见杨为乔:《微评:兆新股份12位董监高声明能否免责?》,载《董事会》2020年第5期。

和监管都未给出明确的答复。对于董事的约束立法和监管已变现从严态势,而对制度对于董事的激励却远小于约束,董事的约束与激励机制逐渐趋于失衡的状态。

另外,立法对于董事信息披露违法责任实行“过错推定”的归责原则,<sup>[50]</sup>即只要发生信息披露违法行为,则推定董事主观上存在过错,除非其能够证明自己已勤勉尽责。<sup>[51]</sup>但是在目前的监管实践中,信息披露的归责原则已有所偏离。董事在信息披露领域的法定过错推定责任似乎存在结果导向的严格责任倾向,董事举证抗辩难以被监管机构采纳,董事免责的情况更屈指可数。

勤勉义务是董事的法定义务,公司未为董事履职提供便利、董事客观上不知情、信赖中介机构意见等这些在域外被普遍承认的免责事由均无法被我国监管机关所认可。<sup>[52]</sup>对于董事而言,信息披露责任的“过错推定”归责原则是法定存在的,但通过信息披露异议制度来获得“自证清白”的证据似乎也是“难于上青天”,监管实践对于董事的严格责任倾向可见一斑。如此归责原则的偏离也将在规范证券市场信息披露秩序的同时加重董事负担、打击其履职积极性,进一步提升公司的治理成本。<sup>[53]</sup>

## 2. 适度免责通道受阻

董事免责具有法律的现实基础,我国法律赋予了董事正当免责的机会,我国《公司法》第112条基于商业判断原则直接出现了“异议免

---

[50] 《证券法》第85条规定“发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员,应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”

[51] 参见甘培忠、周淳:《上市公司定期报告信息披露违法董事责任认定研究》,载《北方法学》2012年第3期。

[52] 参见傅穹、曹理:《独立董事勤勉义务边界与免责路径》,载《社会科学》2011年第12期。

[53] 同前注[51]。

责”的立法表述。<sup>[54]</sup> 虽然《证券法》并未直接对董事免责予以表述,但是《证券法》第 85 条的规定客观上亦为董事免于承担责任提供了一种路径安排。在信息披露违规处罚的监管实践中,也存在对提出合理申辩理由的董事进行处罚减免的情况。本文亦多次强调,虽然信息披露异议制度的立法目的不在于董事的责任豁免,但却不可否认其的确产生了为董事提供免责通道的客观效果。

根据前文可知,过错推定原则的法定适用是董事免责的一个渠道,董事在董事会上的异议行为可能成为其“自证清白”的证据。而现实情况却是,监管责任认定从严,监管机关往往认为董事的异议声明中没有体现其对公司经营、财务状况等方面质疑的调查,以其未尽勤勉义务为由对董事的申辩不予采纳。<sup>[55]</sup> 董事适度免责通道受阻,导致对于董事的约束有余、激励不足,董事迫切希望获得免责的空间,但单独依靠《证券法》第 82 条的信息披露异议制度已然无法产生免责的效果,“异议且反对”仅作为董事的履职方式而存在,不代表董事“已勤勉尽责”,更不是其免责的充分或必要条件。<sup>[56]</sup>

董事责任趋严但却未疏通适当的免责渠道,存在董事责任豁免的现实需求与免责通道受阻之间的矛盾冲突。“陈述理由”认定标准不清,董事归责的严格责任趋向,均使董事缺乏正当的免责引导,董事约束和激励的关系已然失衡,成为“不保真”乱象兴起的助推器。

### (三) 相关配套设施的衔接不畅

#### 1. 披露规则对定期报告披露时限的强制性要求

我国证券市场存在严格的定期报告按时披露之强制要求。《证券

[54] 《公司法》第 112 条规定:“……董事应当对董事会的决议承担责任。董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程、股东大会决议,致使公司遭受严重损失的,参与决议的董事对公司负赔偿责任。但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的,该董事可以免除责任”。需要注意的是,《公司法》第 112 条和《证券法》第 85 条具有本质上的差异,前者基于董事的商业判断原则而免于对决议的损害负责,后者并非基于董事异议并反对“带病”披露而免责,而是由于董事确已对信息披露事项尽勤勉尽责。

[55] 参见欧阳珍妮:《“最奇葩年报”可否自行免责?——对“ST 博元违规年报事件的法律分析”,载顾功耕主编:《公司法律评论》(第 16 卷),法律出版社 2016 年版。

[56] 参见王怡丞、左进玮:《独立董事的信息披露监督定位与勤勉义务研究》,载《金融监管研究》2020 年第 12 期。

法》及相关市场监管规则对于上市公司信息披露及时性的刚性规定使如若上市公司未按时披露定期报告将会引发多方面的责任。首先,上市公司未在法定期限内按时披露定期报告将立即引发证监会的立案调查以及交易所公开谴责等监管后果;其次,上市公司未按时披露定期报告将会面临停牌处理、退市风险警示处理,甚至最终引发公司被终止上市的后果;最后,上市公司未按时披露定期报告的相关责任人将被采取责令改正、监督谈话、警告以及被认定为不适当人选等监管措施。<sup>[57]</sup>

董事“不保真”乱象的兴起存在外部压力的推波助澜,董事在作出异议声明的同时对定期报告审议投出赞成票,看似逻辑矛盾但其实是董事经过“成本考量”和“利益博弈”之后作出的行为选择。附着非规范异议的“带病”披露可能会遭到监管问询,但是延期披露则必然会立即被立案稽查,所有董事无差别承担延迟披露之责任,并随之引发退市风险。<sup>[58]</sup> 董事为避免定期报告不能按时披露以及由此导致的退市风险,便在“不保真”的同时又对定期报告投赞成票允许其披露,在“带病”披露可能受罚和不披露必然受罚的权衡之下,董事不得不铤而走险来“赌一把运气”。<sup>[59]</sup> 可见,我国对定期报告严格的披露时限的强制性规定,使得定期报告一旦被延期披露则致使公司和董事承担不利后果,信息披露异议制度的配套措施未与其进行良好衔接。

## 2. 公司内部治理机制失范与异议审查缺位

公司内部治理机制失范将严重影响董事的正常履职。一般来说,在董事会中不太容易见到“异议者”,反而在内讧严重、管理层腐败以及管理混乱等情形下容易出现异议。<sup>[60]</sup> 并且在公司内部斗争严重的情形下,对相关事项持有反对意见的异议董事在内部治理失范的环境中也难以在各方不予协调配合的情况下展开深入的调查。以兆新股份

---

[57] 参见林蔚然:《加强对上市公司年报信息披露的监督》,载《审计观察》2020年第11期。

[58] 同前注[42] 缪因知文。

[59] 同前注[25]。

[60] 例如,\*ST秋林董事作出异议声明的事由为公司董事长和副董事长对于子公司的经营超过董事会的授权范围,且两人处于失联状态,公司内部控制存在缺陷。\*ST华信董事作出异议声明的事由为公司董事长权力被架空,其不参与日常经营活动,没有权力和途径去获悉公司情况以及违规担保合同用印未经董事长批准等。

为例,公司股权结构较为复杂,由于股东势力变化导致董监高人员变动频繁,复杂的股东结构和一波三折的董监高改任均反映出公司内部治理机制的失范。

另外,公司异议审查的缺位也是“不保真”乱象频频出现的原因之一。例如,针对部分董事提出由于在董事会召开之前未收到相关资料而不了解公司具体情况的“理由”之时,如若公司内部存在针对董事异议的内部预先处理机制或前置异议审查流程,则当董事作出此类“站不住脚”的“理由”,首先应当在董事会内部将提供材料这样的“流程类”问题予以解决,而非直接以异议附加理由的方式向投资者公布。<sup>[61]</sup>另外,“不保真”的乱象集中体现在“陈述理由”的“无关痛痒”,异议审查的缺位导致公司内部对于董事提出的异议没有一个专门的机制或部门对其予以牵头调查和处理,无法对相关问题进行实质上的分析和解决,同时反馈给市场和投资者的也只能是庞杂或混乱的非关键信息,违背信息披露异议制度的立法初衷。

### 三、上市公司董事信息披露异议制度的功能回归与优化路径

#### (一) 完善及细化规则以保障信息披露异议之有效性

##### 1. 明确董事之行为立场与投票性质

新《上市公司信息披露管理办法》就近年来证券市场发展面临的新情况以及自2020年3月施行新《证券法》以来显现出的新问题,结合信息披露监管实践,提出应着重解决上市公司董监高在定期报告披露时集体发表异议声明的突出问题,<sup>[62]</sup>并针对性地提出董事提出异议同

[61] 参见吴小评:《“会前沟通”:独立董事履职本土化探疑》,载《法学评论》2014年第4期。

[62] 《上市公司信息披露管理办法》修订说明中指出:“近年来,随着资本市场的改革发展,上市公司信息披露监管面临一些新情况、新问题。2020年3月1日,新修订的《证券法》正式施行,信息披露的有关制度也需要通过《信披办法》来贯彻落实。……二是着重解决信息披露监管中面临的突出问题。针对个别上市公司滥用自愿披露‘蹭热点’、董监高在定期报告披露时集体发表异议声明等突出问题,需要在《信披办法》中作出针对性安排……”

时应当在董事会审议定期报告时投反对票或弃权票。<sup>[63]</sup> 新《上市公司信息披露管理办法》正是对新《证券法》施行以来以“兆新股份案”为代表的“不保真”实践乱象的有力回应,其对进一步规范证券市场信息披露秩序具有现实意义。

新《上市公司信息披露管理办法》对董事投票之性质作出了明确规定,限缩董事“钻空子”的空间,对于促使董事明确其行为立场具有显著的积极意义。<sup>[64]</sup> 另外,作为部门规章的新《上市公司信息披露管理办法》为董事异议提供了具体的行为指导,但出于信息披露异议规则体系一致性和连贯性的考虑,作为资本市场根本大法的《证券法》也应当在结合新《上市公司信息披露管理办法》施行后的远期公司治理实践情况,在法律修正或修订之时伺机将“异议且反对”的行为规范明确写入其中,以此对信息披露异议制度规则进行整体的细化和优化。

## 2. 细化信息披露异议“陈述理由”之认定标准

新《证券法》第82条第4款仅要求董事信息披露异议应“发表意见并陈述理由”,但并未明确“陈述理由”之认定标准。新《上市公司信息披露管理办法》在新《证券法》的基础之上进一步细化董事异议同时投反对票或弃权票的行为准则,但同样也未对“陈述理由”做细化规定。

对此本文建议,应当遵循“陈述理由”之实质性、完整性、有效性原

---

[63] 2021年3月19日,证监会发布修订后的《上市公司信息披露管理办法》,指出:“……完善定期报告制度,明确定期报告包括年度报告和半年度报告,针对性完善上市公司董监高异议声明制度,要求董事、监事无法保证定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的,应当在董事会或者监事会审议、审核定期报告时投反对票或者弃权票……”详见证监会官方网站, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202103/t20210319\\_394493.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202103/t20210319_394493.html), 2021年3月21日访问。

[64] 但也有学者对新《上市公司信息披露管理办法》中明确规定董事异议同时投反对票或弃权票的“全盘性”规定提出质疑。其认为董事异议的程度有轻重之分,包括完全否定、基本否定、将信将疑以及只对特定部分内容存有异议等,而“全盘性”要求董事必须投反对票或者弃权票,实际上压缩了董事表达异议的空间,如此规定之下董事则无法选择对定期报告整体的“原则上赞成”而仅对部分内容存有异议。新《上市公司信息披露管理办法》明确规定董事投反对票或弃权票将董事置于水火不相容的“二选一”境地,剥夺了董事对定期报告在总体赞成的前提下提出对部分内容异议的可能性。如此“全盘性”和“一刀切”将使董事承受巨大的压力。参见缪因知:《新〈披露办法〉时代的董监高如何表示异议》,载《经济观察报》2021年3月29日。

则。首先,董事在异议时陈述的“理由”应具有“实质性”,即应当是切中问题要害的,是对发现及解决异议事项之问题有实质性意义的。例如,以“在职时间短或长期休假”而不了解公司经营情形的“理由”显然在“实质性”要求下苍白无力。

其次,董事在异议时陈述的“理由”应当是完整的、连贯的、有逻辑递进的,需将董事作出异议声明的原因完整呈现。例如,董事以公司被出具保留意见的审计报告作为“理由”,则应当在“理由”中说明审计机构对公司哪些具体方面出具了保留意见以及为何出具保留意见?是什么原因造成该等问题以及该等问题可能会对投资者产生何种损害或影响?公司是否采取积极措施应对问题或董事认为应当如何应对相关问题?上述内容均可考虑作为“陈述理由”之具体要求,对异议事项问题“抽丝剥茧”地“陈述理由”也是董事勤勉尽责的应有之义。

最后,董事在异议时陈述的“理由”应当具有有效性,有效性的关键则在于董事的“作为”体现,即从结果角度来看,董事的“理由”可以向市场和投资者明显表现出其对于异议事项问题的主动分析和解决的积极作为,即董事提出的“理由”应当可以体现其为探求和解决该问题所“做出的努力”和付出的实际行动,而非仅以一句句云淡风轻、事不关己的“不了解”“未参与”“信赖中介机构的审计结果”将董事勤勉尽责之要求置于空谈。

故而本文认为,“陈述理由”之标准应当以实质性、完整性、有效性为原则,关注董事“陈述理由”对于异议事项的实际意义,以及该“理由”的陈述是否形成了从“发现问题”到“分析问题”,再到“解决问题”的逻辑闭环。在立法技术上将“陈述理由”予以细化,可以考虑进一步要求董事说明其“究真”的过程,即对相关异议事项问题主动调查核实、检查监督的措施和取得的成果等。<sup>[65]</sup>

## (二) 把握法定勤勉义务与董事免责要求间之价值平衡

### 1. 搭建有效异议和董事免责间之逻辑桥梁

证监会在新《上市公司信息披露管理办法》的修订说明中指出,董监高保证定期报告内容真实性、准确性、完整性的责任不仅因发表意见

[65] 参见熊锦秋:《上市公司信披还需细则跟进》,载《金融博览(财富)》2020年第8期。

而当然免除,其最终是否需要承担责任,关键在于是否已勤勉尽责。<sup>[66]</sup>由监管解读可知,董事根据信息披露异议制度作出的有效异议并不当然产生董事免责的效果,而搭建有效异议和董事免责之间的逻辑桥梁的关键一环则在于对董事“勤勉尽责”的判断。对此,本文提出探索“异议—尽职—免责”之逻辑推演路径的相关建议。

从董事角度来看,“异议—尽职—免责”之逻辑推演路径的关键在于异议行为作为董事的一种积极“作为”,需要充分体现其勤勉尽责,如此才可搭建起有效异议与董事免责间之桥梁。有效异议在一定程度上可以体现出董事履行勤勉义务之努力,但是否达到足以免责的程度还需要根据具体情形加以识别。<sup>[67]</sup>故而董事在作出异议之时应当着重向市场和投资者体现下述内容。

首先,董事已持续关注与深入了解公司经营事务,包括董事现场和亲自出席董事会会议、对公司实施必要的有效监督、在自身能力范围之内主动发现和及时揭露信息披露中存在的问题。<sup>[68]</sup>需要注意的是,关注和了解公司事务并非要求董事事无巨细地掌握每项经营事项与环节,而是在影响公司重要生产或交易活动、对外投资等重大事项上予以充分的知情和持续的关注,这也是董事参与董事会并审议相关重大事项的前提和基础。<sup>[69]</sup>同理,董事作出的异议也不应是不明所以、不知缘由的随意否定,其应当是建立在董事对于其质疑事项相关背景充分

---

[66] 2021年3月19日发布的新《上市公司信息披露管理办法》第16条中明确规定:“董事、监事和高级管理人员按照前款规定发表意见,应当遵循审慎原则,其保证定期报告内容的真实性、准确性、完整性的责任不仅因发表意见而当然免除。”另外,证监会在该管理办法的修订说明中指出:强调董监高发表意见应当遵循审慎原则,不得滥用异议声明制度。其保证定期报告内容真实性、准确性、完整性的责任不仅因发表意见而当然免除,其最终是否需要承担责任,关键在于是否已勤勉尽责。

[67] 参见杨为乔:《微评:兆新股份12位董监高声明能否免责?》,载《董事会》2020年第5期。

[68] 参见张红、石一峰:《上市公司董事勤勉义务的司法裁判标准》,载《东方法学》2013年第1期。

[69] 参见赵骏:《董事勤勉义务研究:从域外理论到中国实践——以行为法经济学为视角》,载《浙江学刊》2013年第2期。



了解的基础之上的。<sup>[70]</sup>

其次,董事已审慎进行调查与核实,并及时要求公司与相关责任人员采取有效应对措施,督促公司予以纠正相关问题以尽量消除异议事项对于市场和投资者的不利影响。<sup>[71]</sup> 董事对于异议事项的调查应当具有实质性,例如对于某关联交易的正当性存疑,则董事在调查过程中应关注其公允性,不仅进行内部调查,还展开外部核查,现场走访考察、询问内外部交易对接人员以及调研同行业中的交易公允价格等,或者董事在客观上无法亲自进行调查时投入合理的时间和精力推动调查程序来积极“作为”。<sup>[72]</sup>

最后,董事已在前两者的基础之上有效表达意见并及时公布理由。即按照新《证券法》第82条第4款之要求“发表意见并陈述理由”,将上述事项内容以清晰、明确的形式及时向市场和投资者公布。当董事的异议行为可以体现上述“尽职”效果之时,将为其主张免责增添筹码,有助于其在勤勉尽责的基础之上寻求免责,以达到董事约束与激励之平衡。

## 2. 坚持“过错推定”的归责原则

我国法律明确规定对董事信息披露违法行为实施过错推定的归责原则,即法律赋予了董事通过“证明自己没有过错”以免于承担违规信息披露的民事责任或行政责任的法定途径。过错推定归责原则,其实也是约束和激励董事间平衡之体现,即在规范董事信息披露行为的同时也通过给予其免责机会来引导和激励董事勤勉尽责。但从目前的监管实践来看,董事约束和激励的平衡被打破,监管对于董事的归责原则

[70] See Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, University of Pittsburgh Law Review, Vol. 51, 1990.

[71] 在《中国证券监督管理委员会上海监管局行政处罚决定书》(沪[2016]1号)中,监管机关对“监管义务”作出过较为明确的描述,可以作为董事的行为准则予以参考。其指出,上市公司董事的监督义务既包括督促上市公司依照法律、法规规定和监管部门要求建立并完善信息披露制度,也包括通过日常履职和检查督促公司切实执行有关规则,还包括能够及时发现公司在信息披露上存在的问题、及时督促公司改正,对拒不改正的要及时向监管部门举报。

[72] 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》,载《法律适用》2020年第2期。

似乎有严格责任的趋向,董事提出的理由越来越难以被监管机关所接受,上市公司董事已然成为“高危职业”。

对此,本文建议,一方面,应当始终贯彻过错推定作为法定的归责原则,对于董事提出的申辩理由及相关证据,司法和行政监管机关在评判时应当注重董事过程性的积极作为,给予其全方面、分阶段的过程性评价,而非仅以其异议行为从最终结果上来看是否解决了董事提出的异议事项所针对的问题为评价标准。<sup>[73]</sup>如若董事可以就其在调查核实过程中的积极作为予以举证,则司法机关及证券监督管理机构应当根据其勤勉尽责程度对部分行为的价值予以肯定,并作为处罚或裁量的依据,<sup>[74]</sup>避免以结果“抹杀”董事在核查解决问题及促进定期报告真实、准确、完整披露过程中所做出的努力。

另一方面,从董事举证的方式来看,在以书面、正式证据为主要形式的基础之上,也应当根据董事实际履职情况适当承认履职函件、内部意见、发言记录等多元化的非书面、非正式文件等形式作为其在提出异议并核查的过程中积极履职的证据,司法和行政机关在认定证据与董事勤勉义务关联性之时应当结合公司运营的实际情况以及董事获取信息的客观能力等因素综合考虑,让董事感受到通过提出异议并在自己能力范围之内展开调查并澄清理由是真真切切可以获得减责或免责效果的,从而激励其在“过错推定”的归责原则之下,努力对异议事项予以充分关注以收集“自证清白”的证据,如此亦有利于平衡约束董事与激励董事之间的关系。

### 3. 综合考量董事类型与董事免责之个案特征

董事作为公司管理责任的承担主体,不同类型董事的行为效果与责任边界不尽相同,对于问题的发现能力和追踪解决能力亦存在差别,故而应当对其课以差异化的义务和履职要求,以更好地鼓励董事“力所能及”地勤勉尽责,把握约束与激励董事之间的平衡。<sup>[75]</sup>

---

[73] 参见吕成龙:《上市公司董事监督义务的制度构造》,载《环球法律评论》2021年第2期。

[74] See Anne Nees, *Who's the Boss? Unmasking Oversight Liability the Corporate Power Puzzle*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 35, 2010.

[75] 同前注[42], 缪因知文。

一方面,信息披露异议制度要求董事对于无法保证真实、准确、完整的信息作出异议声明并陈述理由,但是如若董事已经在自身能力范围之内作出最大程度的努力而依然在客观上无法或无法在短时间内调查、核实问题并有效“陈述理由”之时,则不宜强求其对于披露文件承担证券规则层面之责任,<sup>[76]</sup>而应当综合考虑董事所处的客观环境、异议及有效“陈述理由”所具备的客观条件以及董事实际的异议能力,对董事履职情况与勤勉程度进行综合考虑及个案分析。

另一方面,应当树立类型化思维以区分董事类型,就董事类型之区分是否影响其异议能力予以明确。本文建议,对于董事信息披露异议的义务要求及违规异议行为的责任追究应当按照董事是否实际参与公司经营而分为内部董事与外部董事<sup>[77]</sup>,避免对董事类型不加区分的泛化规制。例如,独立董事、非执行董事以及职工董事,其一般不直接参与公司经营,对会计财务情况等重要公司经营状况可能缺乏充分的了解,<sup>[78]</sup>但是其作为董事应当履行信息披露异议制度所要求的职责,对存疑事项提出异议并说明理由,而由于未实际参与公司经营,故可能无法在“陈述理由”部分做到实质性和完整性。根据当前的监管实践,外部董事主张其未实际参与公司经营、不了解公司经营状况等理由难以被采纳,但实际上外部董事又的确面临着这样的客观情况,在履行信息披露异议之义务时存在现实困境。一方是专职专业、可以实际参与公司经营和接触公司核心事务并收取优厚薪资的内部董事,另一方则是难以获取全面信息、游离于日常管理之外的外部董事,如若对两者科

---

[76] 同前注[42],缘因知文。

[77] 我国法律法规中不存在对于“内部董事”和“外部董事”的分类,但是证监会在行政处罚中实质认可了此分类标准。例如,在《中国证券监督管理委员会行政复议决定书(徐某民)》([2010]27号)中,证监会指出“……但考虑到当时作为外部董事在违法行为中的地位、案发后督促公司采取纠正、补救与整改措施,在公司经营方面履职尽责等情节,对事先告知的处罚幅度进行了调减……”可见,监管机关认为外部董事在上市公司治理中是一种外部性的角色,且对于其施加的注意要求和处罚标准应当略低于内部董事。

[78] 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。

以相同程度的尽责要求和注意程度可能产生实质上的不公。<sup>[79]</sup> 故应当正视外部董事所面临的客观条件,而不宜超出其所处的实际情况来对外部董事履职结果予以过分苛责。<sup>[80]</sup>

### (三) 塑造内外配套环境以推动制度长效运行

#### 1. 配套适当合理之延期披露规则

我国存在严苛的、强制性的定期报告信息披露时限要求,若无法按时披露则必然面临证监会立案稽查以及交易所的公开谴责之威胁,其导致董事往往抱有“成本考量”和“风险选择”的侥幸心理,将“及时披露”的价值置于“保真披露”之前,在利益权衡之下铤而走险。故而,调整目前较为严苛、僵硬的定期报告披露时限之相关规则,配套适当、合理之延期披露规则具有现实紧迫性。

对此本文建议,一方面,从宏观来看,定期报告披露时限之相关规则应当予以调整,对于上市公司因董事作出异议声明且核查、解决异议问题事项确需单独时间等特殊原因而未能及时披露定期报告的,应当给予上市公司信息披露的适当宽限期以及董事免于承担延期披露之责的空间。<sup>[81]</sup>

另一方面,从微观来看,具体延期披露规则的设计,在形式上可以参考《上海证券交易所科创板股票上市规则》之规定,在时限安排上则可以参考域外做法。在披露形式方面,我国《上海证券交易所科创板股票上市规则》第6.1.4条规定,上市公司可以以“董事会专项说明”的形式披露定期报告经董事会审议未通过的具体情形。<sup>[82]</sup> 针对董事

[79] 参见马一德:《公司治理与董事勤勉义务的联结机制》,载《法学评论》2013年第6期。

[80] 但也有学者提出相反的观点,其认为外部董事的职责已决定了其本来就难以了解公司经营情况,但是法律亦赋予例如独立董事参与董事会决议、进行调查核实、独立聘请第三方机构协助调查以及出具独立意见等权利,以保证其能够勤勉尽责。虽然独立董事作为一种理想中的制度在显示履职中存在客观困难,但其并不能“自甘花瓶”,更不可以据此主张责任豁免。参见前注[72]。

[81] 同前注[17]。

[82] 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第6.1.4条规定:“上市公司董事会应当编制和审议定期报告,确保按时披露。上市公司不得披露未经董事会审议通过的定期报告。定期报告未经董事会审议或者审议未通过的,公司应当披露原因和存在的风险、董事会的专项说明以及独立董事意见。”

提出的部分异议事项,亦可考虑以披露“董事会专项说明”的形式针对该部分问题予以先行披露,暂且代替整体定期报告的披露,给予公司内部一定的调查和处理时间,并最终将董事针对的异议事项之详尽成因、调查、处理情况在定期报告中再一并披露。在时限安排方面,可以参考美国关于暂缓披露年报的规定,美国允许上市公司提交 12b-25 表申请年度报告和季度报告暂缓披露,即公司在特定的宽限期内披露信息依然将视作按时披露。<sup>[83]</sup> 我国可以借鉴的是,上市公司在披露期限内可以向证监会提出暂缓披露的申请,由证监会作出批准决定并在结合公司暂缓披露申请理由的具体情况指定适当限度内差异化的宽限期,公司在宽限期内披露则仍视为按时披露。如此,便可以缓释董事“赶着”披露年报的压力,避免董事产生“不敢”投反对票的心理负担以及对未按时披露信息招致处罚的后顾之忧,从较大程度上避免董事非理性的“成本考量”和“利益权衡”。

## 2. 探索建立信息披露异议内部自纠和外部反馈机制

上市公司作为信息披露的第一责任人,从公司内部对董事信息披露异议的合法合规性及其“陈述理由”的有效性进行把关,是提升自身信息披露质量的内在要求。对此本文建议,一方面,探索建立信息披露异议内部自纠程序,其关键在于完善上市公司内部预警系统及异议审查机制,强调公司董事会对于异议事项内部审查的前置性。

内部自纠程序具体的操作方式为:其一,可以是董事会自行就异议相关问题展开内部调查,也可以由董事会另行聘请其他中介机构进行居中调查与核验,并针对此前可能存在保留意见或无法发表意见的事项另行作出结论,再由董事会予以独立分析和判断。<sup>[84]</sup> 其二,监事会作为公司治理结构中的“监督者”,应当在信息披露异议内部自纠程序

---

[83] 根据美国的股票交易规则,上市公司申请延期提交定期报告需要提交 12b-25 表,如若申请人就延期披露事项按照规定正确提交表格,则定期报告将被视为在宽限期内提交。“This form is required by Rule 12b-25 (17 CFR 240.12b-25) of the General Rules and Regulations under the Securities Exchange Act of 1934.”详见美国证券交易委员会官方网站,<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interps.htm>,2021年3月20日访问。

[84] 同前注[41]。

中积极作用例如检查公司财务数据的真实性等,就董事会或中介机构的调查工作予以参与、协助与监督,以履行其法定职责。其三,提出异议的个别董事作为问题的“发现者”,应当在其坚持异议并将“理由”写为书面意见之前,参与到公司针对该异议事项的内部前置的异议审查程序与处理机制中去,如此才可以让提出异议的董事在异议经过公司内部审查与处理问题之后依然无法消除之时,在“陈述理由”部分“有话可说”。

另一方面,探索创设投资者反馈机制与异议效果评估模型。信息披露异议制度之目的即为提升信息披露质量,其亦应当成为倒逼上市公司提升内部治理水平的长效机制。故而在董事提出异议并对外披露之后,公司不应止步于异议已有效作出或已按照法律法规对外披露,还应当对异议披露之后市场和投资者对其的反应以及异议引发的效果进行考量。

跟踪投资者反馈和建立评估模型即可视为收集信息和分析信息的两个阶段。其一,公司应当持续跟踪信息披露异议对外公布之后对市场和投资者所产生的外部效果,建立良性的异议反应和异议收集循环机制。其二,公司应当建立科学分析信息披露效果之评估模型,评估董事具体的异议行为对于公司治理和信息披露质量的改善效果。具体要求总结即为公司应当对异议公布后的外部效果进行跟踪监测和评估分析,判断何种程度的异议及“陈述理由”可以引发较好的信息披露效果。此后如若再次出现董事异议,也可参照前次的效果分析情形进行优化与调整,为董事作出异议提供可参考的标准和行为模式,从而减少董事不规范的信息披露异议行为以及市场中的“不保真”乱象。

#### 四、结语

新《证券法》第82条第4款首次在法律层级的高度确立了信息披露异议制度,时隔1年,证监会于2021年3月发布新《上市公司信息披露管理办法》,其在新《证券法》的基础之上进一步明确董事异议同时应对董事会审议报告时投反对票或弃权票,并强调董事“保真”责任并

不仅因异议而当然免除,其对于以“兆新股份案”为代表的“不保真”实践乱象中所暴露出的仍待明定之问题作出了针对性的回应。可见,信息披露异议规则正伴随上市公司治理实践中的新变化和新要求不断更新、完善和细化,上市公司董事信息披露异议制度的功能定位亦日趋清晰。

上市公司董事信息披露异议制度旨在提升信息披露质量,其设计初衷在于为董事提供发声之渠道并进一步提高对董事信息披露的要求。同时,信息披露异议制度在客观效果上亦可实质上起到推动完善公司治理机制、引导董事勤勉尽责与警示市场风险及维护投资者利益之价值作用。而被立法机关给予厚望的“好制度”,却在公司治理实践中被扭曲异化和肆意滥用,被偏解误读为对董事保证信息真实性、准确性、完整性之法定责任的豁免,进而使董事“不保真”之闹剧屡屡上演。规则表述的模糊性、监管环境趋严下董事约束与激励机制失衡以及信息披露异议制度相关配套设施衔接不畅等问题,则是导致公司治理实践与法律规则预设之偏离的重要因素。对此,首先,应当在实践层面对现行规则予以完善、细化,通过明确董事投票性质及其行为立场和细化“陈述理由”之认定标准以追求信息披露异议的有效性。其次,应把握董事法定勤勉义务与董事免责要求之间的关系,并坚持董事责任认定的“过错推定”归责原则以及综合考量董事类型与董事责任认定的个案特征,以追求董事约束和激励之间的价值平衡。最后,应探索建立上市公司信息披露异议的内部自纠与外部反馈机制,在信息披露异议的事前和事中阶段,通过完善上市公司内部信息披露预警系统、设置信息披露异议审查之前置程序等方式强化内部自纠;在董事信息披露异议的事后阶段,通过持续跟踪信息披露异议市场及投资者反馈、建立信息披露异议效果之科学评估模型等方式对信息披露异议的市场效果进行持续跟踪和综合分析。

上市公司董事信息披露异议制度的研究根植于公司治理实践,其制度发展的方向为不断追踪和回应资本市场改革发展过程中在信息披露领域所涌现的现实问题。伴随时代发展,信息披露之现实问题可能会有所差异,但完善信息披露监管规则、提升信息披露质量与增强信息披露监管的有效性将是信息披露异议制度研究的长期命题。

(编辑:韩励豪)