

曾祥慧

◎ 著



# 强责任 时代

---

新证券法时代的上市公司监管与治理

---

翔实的数据和丰富的案例  
资本市场实务工作者和研究者的案头书

中国法制出版社  
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

## 图书在版编目 (CIP) 数据

强责任时代：新证券法时代的上市公司监管与治理 /  
曾斌，金祥慧著. —北京：中国法制出版社，2022. 8  
ISBN 978-7-5216-2751-0

I. ①强… II. ①曾… ②金… III. ①上市公司-监  
督管理-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2022) 第 115061 号

策划编辑：赵 宏

责任编辑：陈晓冉

封面设计：周黎明

---

## 强责任时代：新证券法时代的上市公司监管与治理

QIANG ZEREN SHIDAI: XIN ZHENGQUANFA SHIDAI DE SHANGSHI GONGSI JIANGUAN YU ZHILI

著者 / 曾斌 金祥慧

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市紫恒印装有限公司

开本 / 710 毫米×1000 毫米 16 开

版次 / 2022 年 8 月第 1 版

印张 / 22 字数 / 260 千

2022 年 8 月第 1 次印刷

---

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5216-2751-0

定价：79.00 元

北京市西城区西便门西里甲 16 号西便门办公区

邮政编码：100053

网址：<http://www.zgfs.com>

市场营销部电话：010-63141612

传真：010-63141600

编辑部电话：010-63141835

印务部电话：010-63141606

(如有印装质量问题，请与本社印务部联系。)

# 推荐序

## 注册制时代资本市场的新机遇新挑战

自2020年新《证券法》正式生效以来，资本市场深化改革迈向新的阶段，其中最引人注目的无疑是证券发行注册制的落实推进。推行注册制有助于提升市场包容性，扩大资本市场直接融资，畅通企业融资渠道，促进要素资源向具有潜力领域协同共聚，加快创新资本形成。正因如此，全面推行注册制将对中国资本市场深化改革、企业投融资体制改革、金融服务实体经济等多个方面带来重要影响，也使得资本市场优胜劣汰的功能得到更好发挥，进而推动经济高质量发展。

据证监会的最新数据，从2019年到2022年3月底，在注册制下发行上市共计649家公司，其中科创板404家，创业板245家，合计占新增上市公司的55%；战略新兴行业上市公司增加893家，总数已达2165家，占上市公司家数的4成以上；境内上市公司共4782家，总市值80.7万亿元，规模稳居全球第二；上市公司家数和市值与2018年底相比分别增长33.4%和85.3%；实体上市公司利润占规模以上工业企业利润的比重，由2018年的近4成增长到目前的约半数；上市公司缴纳的税费，相当于全国税收收入的1/4，上市公司在国民经济中的支柱地位更加彰显。

注册制改革对我国企业来说，既是机遇，也是挑战。全面注册制的核心是加强信息披露和全方位监管，这意味着证券监管机构将更加关注上市公司的合法合规运营，加大证券违法违规行为的追责力度，并压实“关键少数”的法律责任。对企业来说，则要在个体层面不断强化控股股东、实

际控制人，特别是上市公司董事会及其他高管成员的规范意识，持续做好董监高的合规治理培训，提高财务报告质量，优化内部控制体系建设，形成敬畏法治和尊重上市公司治理规则的良好氛围。

提高对中介机构的监管和处罚力度，也是注册制的必然要求。申言之，在注册制下，企业的披露文件不会受到实质性审查，这就要求中介机构能够切实承担起“看门人”的责任。资本市场是我国资源配置的关键场所，而信息披露的全面、准确和完整则是资源有效配置的重要前提，因此中介机构应敬畏法律、尊重市场，在业务开展过程中勤勉尽责，在市场竞争中以更高的服务质量取胜。在我看来，在新《证券法》下，中介机构必须始终秉持职业操守，始终坚守专业性和独立性，做到“有所为”和“有所不为”。“有所为”，是指中介机构应当勤勉尽责、恪尽职守，严格依照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务；“有所不为”，则要求证券机构严守保密义务和存档义务，严禁泄露投资者的个人信息，并确保出具的文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，同时杜绝内幕交易、利用未公开信息交易、进行虚假陈述或信息误导等证券违法违规行为。

具体到律师事务所，首先，我们要进一步强化对新《证券法》的学习，严格遵循新增义务和禁止性规定。其次，律师在发表法律意见时，要履行必要的核查验证程序，在获取足以支撑的证据材料后审慎作出判断。最后，律师事务所应加强内部风控管理，强化内部审核把关，强化执业规范的合规培训。

新《证券法》实施下的“强责任”要求已经成为我国资本市场改革和监管的主要方向，在这个意义上，曾斌博士团队的新书可谓恰逢其时。本书从规则、案例、数据三个方面对新《证券法》进行全面的解读，对证券法律实施和上市公司最新规则进行了全面梳理，针对新法实施后的“首例”案例进行剖析，对信披违规处罚、内幕交易、董监高责任险等最

新问题也提供了观察视角。全书既具有学术理论高度，又包含了一线实务经验，是一本非常难得的兼具理论和实务型的著作。

浙江天册律师事务所是中国首批获得证券从业资格的律师事务所，一直深耕资本市场，先后服务上百家公司在境内外上市。曾斌博士团队加入天册深圳分所后，为天册资本市场和证券业务注入了新鲜力量，丰富了天册服务资本市场的专业领域。曾斌博士既有经济学和法经济学的本科和博士学习经历，对《证券法》和资本市场有着深刻的理解和长期研究，又有在深交所多年从事监管的实务经验，是一位难得的复合型、研究型、实务型专才。此次他携新书嘱我作序，我以为幸，并欣然应允。

章靖忠

浙江天册律师事务所主任

第九届中华全国律师协会副会长

2022年6月

### A 股强责任时代下的几点思考

近日，康美药业特别代表人诉讼案件（以下简称康美案）一审判决出台，巨石落地，一石激起千层浪。

康美案是新《证券法》实施以来按照《证券法》第95条第3款提起的第一例特别代表人诉讼，是由中证中小投服中心作为代表人起诉的第一例案件，其创造了最多原告人数（52 000余人）、最大民事赔偿金额（24.59亿元）的证券民事赔偿诉讼新纪录，是中国证券市场投资者保护制度发展历史上一项具有里程碑意义的事件。

#### A 股强责任时代的来临

新《证券法》自2020年3月1日实施以来，围绕全面提高违法违规成本、从严打击证券违法的决心和力度已逐步显现，A股强责任时代来临。

2021年7月，中国证监会通报了适用新《证券法》进行虚假陈述信息披露违规处罚的三宗典型案例（宜华生活、广东榕泰、中潜股份），分别对实际控制人、高管等处以250万元至450万元不等的行政罚款，“信披违规60万”处罚的历史一去不复返。

回到康美案，广州市中级人民法院对康美药业作出的一审判决中，上市公司需承担24.59亿元的民事赔偿，同时对包括实控人马某田在内的21

<sup>①</sup> 本文主要部分发表于2021年11月17日“法经笔记”微信公众号。

名有关责任人以及审计机构明确了相应的责任承担比例。其中，实控人马某田等6人承担100%，广东正中珠江会计师事务所及其合伙人、签字会计师杨某蔚承担100%；其他的董监高分别承担20%、10%、5%不等的责任，其中独立董事江某平、李某安、张某承担10%连带责任（约2.46亿元），独立董事郭某慧、张某1承担5%连带责任（约1.23亿元）。

根据有关公告，广东省佛山市检察院于2021年10月27日对马某田以犯违规披露、不披露重要信息罪、挪用资金罪、操纵证券市场罪，向佛山中院提起公诉。2021年11月17日，佛山市中级人民法院对马某田等12人操纵证券市场案公开宣判。马某田因操纵证券市场罪、违规披露、不披露重要信息罪以及单位行贿罪数罪并罚，被判处有期徒刑12年，并处罚金人民币120万元。2022年1月10日，广东省高级人民法院维持原判。由此可见，证券市场违法违规的立体追责体系已经形成。

行政处罚金额大幅提升、代表人诉讼制度逐渐成熟、刑事违法刑期提高三个制度性优化的基础，切切实实对证券市场的违法违规行为提供了充足的弹药，宣告A股强责任时代的来临。

### 康美案后独董还能“独善其身”吗？

根据康美案判决，6名独董承担超过亿元的赔偿，这对于任何一个自然人而言都是“灭顶之灾”。

2022年8月16日是中国独董制度诞生21周年的日子，20年来这一制度几乎没有任何变化，但是责任却陡然提高到常人无法承受的地步。笔者此前撰文指出，当前的独董制度面临着几对典型的矛盾：较低的综合收益和较高的职责之间的矛盾；较低的话语权和较高的社会期望之间的矛盾；较低的参与性与较高的专业素养要求之间的矛盾。这一判决对整个独董制度而言又是一次巨大的震动，当然也再次提供给我们一个观察和思考的重要机会。

针对康美案对独董的处罚，笔者认为还是值得为独董说几句话的，特

别是我国独董制度的运行已经陷入了难以回转的境地，如果不从整体上解决制度设计，单纯去苛责独董或者处罚独董，最终只会导致“劣币驱逐良币”。独董面临着以下几个方面的现状。

第一，独董缺乏足够的履职激励，以沪深两市 2021 年年报的数据来看，独立董事平均年薪约 9.3 万元<sup>①</sup>，多年来上涨幅度有限，随着整体物价和房价等的提升，一年 10 万元左右的独董薪酬对于较高素质的专业机构专家而言已经缺乏足够的吸引力。

第二，独董的知情权保障不足。对于上市公司的独董而言，参与公司治理的第一前提是了解公司具体的经营状况，但是独董时常反映缺乏了解公司信息的渠道，也出现了多起独董因为知情权无法得到保障而辞职的案例。

第三，独董的履职时间和履职要求不甚明确，目前独董最多兼职数量是 5 家，如果按照目前每年每家上市公司平均召开 10 次董事会来计算（5 次为现场召开），每年一名兼职满 5 家的独董有 25 个至 30 个工作日需要参与到本职工作以外的上市公司会议和考察中，还不包括对相关文件和报告的审议时间，同时由于缺乏具体的履职要求，独董尽责目前只能依靠自觉。

以上这些问题追根溯源是独董制度在我国的适用性问题。独董制度起源于美国，从 20 世纪 50 年代起，美国上市公司独董占比已超过 50%，到 2019 年美国标普 500 上市公司的董事会中独董占比超过 85%，并且有大量上市公司的独立董事占据了公司董事会的绝大多数，这一治理现状与美国的股权结构（第一大股东平均持股比例约为 10%）状况密不可分，也和公司治理各项配套制度密不可分。

---

<sup>①</sup> 参考资料：《证券日报》记者综合同花顺 iFinD 及东方财富 Choice 数据统计显示，截至 2022 年 3 月 24 日，沪深两市共有 420 家上市公司披露了 2021 年年报，共有 1274 位独董共计获得 1.18 亿元津贴，人均津贴 9.3 万元。https://finance.sina.com.cn/tech/2022-03-25/doc-imewiwss7969458.shtml? finpagefr=p\_114，最后访问日期 2022 年 7 月 7 日。

反观 A 股市场，相关制度规定上市公司独立董事占比不低于 1/3，而 A 股上市公司第一大股东平均持股比例超过 30%，在股东大会平均参会比例不足 50% 的情况下，大股东在上市公司有绝对的话语权，独立董事选聘几乎完全掌握在大股东手中，此时独立董事是“被花瓶”的，很多时候难以撕下脸面去跟提名他们的大股东进行“抗争”，把“维护中小股东利益”的使命寄希望于独董显得过于理想化。

### 董责险能否成为救命解药？

康美案判决出炉，随之而来的是关于董责险的话题再次成为热议，到底怎么买、值不值得买、买了能不能保？这些都是上市公司最关心的话题，因为有风险存在的地方的确就有保险分散的必要。

中国 A 股董责险到底是个什么情况呢？笔者对 2019 年末新《证券法》出台后上市公司董责险购买披露的公告（共 442 家上市公司）进行了统计，A 股上市公司购买董责险的保费支出主要在 30 万元至 50 万元，保额大致在 5 000 万元至 1 亿元左右，总体而言，费率处于比较低的状态。

从国际上董责险的覆盖率而言，境外的上市公司董责险覆盖率几乎是 100%，而平均的保险费率已经达到 15% 左右，远远超过了 A 股的水平。可以预见的是，随着康美案的判决以及整体的违法违规成本提高，未来董责险在 A 股市场一定还有非常大的发展空间。但是，具体分析目前董责险在 A 股市场发展缓慢的原因可能有以下几个方面。

第一，保险条款复杂，大多数为外文翻译，无法满足 A 股市场的实际需要。目前，A 股董责险条款大多为上市公司在境外上市时购买的英文版本董责险的直接翻译条款，语境和措辞方面与 A 股市场的实际情况存在一定差异，导致很多上市公司因为看不懂条款而不敢买。当然，目前国内也有个别保险公司推出了符合 A 股语境的保险条款，并进行了一定的优化，效果仍有待观察。

第二，实际赔付案例少，难以形成良好的示范效应。由于对董责险的

购买和赔付等情形不属于强制披露的范畴，因此即便有公司真正获得了董责险赔付，可能也出于各种原因而不愿意披露，但是从笔者了解的情况看，过去 20 多年来，赔付案例极少。没有赔付案例会导致上市公司对于董责险购买后赔付的信心不足。

第三，长期以来违法违规成本较低，且被查处和发现的概率较低，上市公司购买动力不足。实际上，在新《证券法》颁布之前，上市公司董监高的履职风险即便存在，大多也只是声誉风险，实质的金钱损失太少以至于不值得用一个相对复杂的董责险进行分散。

随着强责任时代的来临，笔者认为董责险必须得到上市公司的重视，同时保险公司也必定会进行一定的优化。简言之，董责险对于故意违法犯罪或重大过失造成的损失是不保的，但是董责险在美国得以广泛采纳有两大制度因素：第一，美国的诉讼法律费用是上市公司遭遇违法违规后极大的一笔开支，而购买了董责险可以在公司被调查之日开始即享受由保险支付法律服务费用，帮助公司进行相应的调查和抗辩工作；第二，美国大多数证券违法行为都是通过和解进行结案的，因此保险公司对于非故意造假形成的民事赔偿通常都会给予赔付。

回到 A 股市场，以康美案为例，目前董责险赔付的一大障碍在于，大多数的民事赔偿都以中国证监会行政处罚为前提（至少在特别代表人诉讼案件中仍采用行政处罚前置），而在行政处罚决定书中，通常会将包括独董在内的非执行董事认定为存在重大过失等情形，且由于存在行政处罚，导致触发董责险的除外条款。因此，笔者认为，A 股市场董责险未来一定要进行改造，应当突出保险公司对违规发生后法律服务费用的提供，同时对非故意违法的责任人员进行赔付的明确约定。

但在总体制度规范不变的情况下，独立董事们会选择辞职吗？辞职以后，制度不改，上市公司又去哪里找更多的独董呢？这或许只是公司治理、证券监管总体变革时代的一个缩影而已。

2022年3月，新《证券法》实施满两周年，在制度和实践层面得到全面落实，涉及注册制、信息披露、投资者保护、上市公司收购、证券违法处罚、特别代表人诉讼等首创制度依次落地，为资本市场改革发展奠定了良好的法制基础。本书围绕新《证券法》实施以来的配套制度与监管实践，以上市公司为核心视角，以数据和案例为依托，期待为资本市场的实务工作者和研究者提供参考。

本书为浙江天册（深圳）律师事务所资本市场争议解决团队的集体智慧结晶，参与本书写作和策划的成员包括金祥慧、董胜堂、景海蓉、黄捷、方荣杰。

本书为实务工作之余的学习与梳理，难免挂一漏万，敬请各位读者批评指正。

是为序。

曾 斌

2022年6月于深圳

## 缩略语表

简称	全称
全国人大	全国人民代表大会
全国人大常委会	全国人民代表大会常务委员会
最高院	最高人民法院
最高检	最高人民检察院
中国证监会	中国证券监督管理委员会
地方证监局	中国证券监督管理委员会地方监管局
深交所	深圳证券交易所
上交所	上海证券交易所
北交所	北京证券交易所
投服中心	中证中小投资者服务中心有限责任公司
中国结算	中国证券登记结算有限责任公司
证券业协会	中国证券业协会
《证券法》(2019年修订)、 新《证券法》	中华人民共和国证券法(2019修订)
《证券法》(2014年修正)	中华人民共和国证券法(2014修正)
《证券法》(2005年修订)	中华人民共和国证券法(2005修订)
旧《虚假陈述规定》	《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(法释〔2003〕2号)
新《虚假陈述规定》	《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》(法释〔2022〕2号)

# 目 录

## Contents

第一章 新《证券法》实施的制度优化与实践	1
第一节 新《证券法》修订概述	3
第二节 本次修订带来的影响	6
第二章 新《证券法》实施的治理案例与监管案例	49
第一节 新《证券法》实施后“首例”案例汇总	51
第二节 新《证券法》实施后上市公司典型违规案例	115
第三章 新《证券法》实施的上市公司监管制度调整	147
第一节 公司治理	149
第二节 信息披露	166
第三节 合规交易与股份变动管理	173
第四节 交易与关联交易	181
第五节 募集资金管理	197
第六节 股份回购	202
第七节 承诺事项	205
第八节 员工持股计划	207
第九节 停复牌	208
第十节 投资者关系	210
第十一节 社会责任	213
第十二节 信息披露考核评价	216
第十三节 现金分红	219
第十四节 分拆上市	221

第十五节 重大资产重组 .....	222
<b>第四章 新《证券法》实施背景下的内幕交易监管</b> .....	227
第一节 2021 年内幕交易行政处罚概况 .....	229
第二节 内幕信息的类型分析 .....	235
第三节 内幕信息形成时点的认定 .....	242
第四节 内幕信息违法主体的类型 .....	247
第五节 非法获取内幕信息的途径 .....	264
第六节 罚没比例 .....	265
第七节 陈述与申辩 .....	267
<b>第五章 新《证券法》实施背景下的董监高责任险制度</b> .....	273
第一节 董责险简介 .....	276
第二节 上市公司购买董责险的审议披露要求 .....	276
第三节 董责险的保险期间 .....	278
第四节 董责险的投保人 .....	279
第五节 董责险的被保险人 .....	282
第六节 保费、保额及费率情况 .....	284
第七节 保险保障内容 .....	289
第八节 免责条款 .....	295
第九节 索赔发生制 .....	296
第十节 被保险人通知义务 .....	298
第十一节 董责险购买与信息披露评级的关系 .....	298
第十二节 董责险购买与违规情况的分析 .....	300
第十三节 境内董责险案例 .....	301
第十四节 董责险合同条款示例 .....	304
<b>第六章 新《证券法》实施后的未来展望</b> .....	317
<b>后 记</b> .....	334



## 第一章

# 新《证券法》实施的制度优化与实践





## 第一节 新《证券法》修订概述

### 一、新《证券法》修订草案的审议过程

新《证券法》修订历时多年，数易其稿，围绕新法的学习和贯彻实施是当前的一项重要工作，本部分着重从《证券法》立法和修订历程出发，简要介绍与本次修法有关的历史和立法步骤，以及对《证券法》属性的几点思考，作为理解新《证券法》修订背景的参考。

从本次修法的历史看，《证券法》修订经历了一个较长的周期，证券法律或者说金融市场的法律均有一个特点，即都经历了“先发展，后规范”的过程。例如，美国《证券法》和《证券交易法》是分别在1933年和1934年颁布的，距今不足100年的历史，但如果按照1792年纽交所诞生之日算起，美国证券市场在100多年的历史中并未受到统一的《证券法》的规制。我国资本市场经历了相似的历史，A股市场的历史可以从1990年沪深交易所分别开市交易作为起点，但我国的第一部《证券法》的制定始于1993年，在1997年亚洲金融危机爆发、各方呼吁加强金融监管的背景下，到1998年底才正式获得通过，并于1999年7月1日正式实施。

本次《证券法》的大修，主要是在2005年大修版本（自2006年1月1日起正式实施）基础上进行的，本次修法是对过去近15年证券市场相关发展和规范制度的吸收。严格来说，本次《证券法》修订是从2011年起进入前期评估工作，到2013年正式纳入了第十二届人大的立法规划，历时六年才正式通过。

任何一项法律的修订都是一次多方充分博弈的过程，既要考虑基础性制度的完善，也要应对在实践中产生的新问题、新情况，往往需要综合短期和远期、成本和收益、理论和现实等多维考虑。例如，本次《证券法》