



李峰：康美药业案对中国上市公司治理的影响



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李峰



11月12日，广东省广州市中级人民法院宣判，康美药业应向52037名投资者赔偿约24.59亿元。此判罚引发各界热议，尤其受关注的是康美药业5名前职及在职的独立董事，被判罚承担赔偿金额约3.69亿元的连带责任。

康美药业案判罚对于督促上市公司独立董事勤勉尽责，加强上市公司治理等方面具有相当的积极作用，此前有不少文章已经论述过。本文主要分析康美药业案对中国资本市场和上市公司治理可能带来的不经意后果 (unintended consequences) 和影响，以及上市公司独立董事制度改革

的迫切性和必要性。

争议的焦点

对独立董事的判罚是否过重

个人行为一般与其行为期适用的法律和监管制度所隐含的预期收益和风险相匹配。康美药业涉及在 2016-2018 年期间的年报中存在虚假陈述，而新《证券法》是 2021 年 3 月 1 日起正式施行的。康美案在判罚时，是否要考虑旧证券法下对董监高处罚相对更低这一因素进行裁量？本案在判罚时似乎与一般司法实践的“从旧从轻”原则相背。

A 股上市公司独立董事的薪酬通常在每年 10 万元左右。与海外的独立董事不同，A 股的独董通常不持有股份，以固定薪酬为主。相对于千倍于年薪的亿元判罚而言，独立董事的薪酬水平显然存在严重的权利义务不对等的问题，所谓“操着卖白粉的心，挣着卖白菜的钱”。

需要说明的是，康美药业目前已经在破产中，从目前的公开信息看，虚假陈述案件中所涉及的 20 多亿赔偿已经列入了其破产债权，康美药业公司很可能会将所有的 20 多亿予以赔偿。若如此，那么本案中独立董事的连带责任可能无需实际赔付。但无论是否实际赔付，判决所代表的法律指向依然是明确的。

“勤勉尽责”的边界

独立董事对上市公司及全体股东负有诚信与勤勉义务。但是，何谓“勤

勤勉尽责”？勤勉尽责的边界并不清晰。例如，独立董事在履职时依赖专业中介机构的报告作出决策，是否符合勤勉尽责的要求？

康美药业案判决书中写道：“前述被告作为董事、监事或高级管理人员如尽勤勉义务，即使仅分管部分业务，也不可能完全不发现端倪。”但是，对于财务信息的质疑，并非一个 0-1 变量，非黑即白。财务报告的编制和披露过程中，涉及大量的会计估计与假设，即使是专业的机构也往往会对同一会计假设做出不同的判断。如果独立董事经过独立分析和思考后，做出的判断使其并未识别虚假陈述，或者发现一定端倪但是认为财报总体可以接受，如何判定其未勤勉尽责？对于非财务背景的独立董事而言，虽然其在案涉定期财务报告中签字，但是由于其专业背景所限，是否存在尽管其已经勤勉尽责，但是还是未能发现造假的可能性？

因此，对于是否勤勉尽责的判定，严重依赖于“只要勤勉尽责，即能发现财务造假”这一相对模糊的评判标准，导致在司法裁判和相关行政处罚决定时存在较大争议。

损失核定是否合理

证券价格的波动受到较多的系统性和非系统性风险的影响，并且很多因素与虚假陈述并无相关性。在合理保护投资人损失的同时，法院应当在科学研究的框架下，尽可能地将侵权行为以外的其他风险因素导致的损失扣除比例等进行测算。上海金融法院及其他一些地方法院已经在多个判例中对与虚假陈述无关的系统性和非系统性风险因素导致的损失进行核算并

扣除，相比而言，这样的司法实践更具备借鉴意义。

康美药业案的后果

判决妥当与否有待二审法院进一步厘清，我们姑且置上述的争议点于一边，来探讨康美药业案对中国资本市场和上市公司治理可能带来的不经意后果。

独立董事供给下降

尽管最近有很多文章宣称康美药业案引发了独董辞职潮，但是统计数据显示，到目前为止独立董事辞职潮尚未出现。

	2021.11.14-19 (事件后 6 天)	2021.11.7-12 (事件前 6 天)	2020.11.15-20 (一年前同期)	2020.11.08-13 (一年前同期)
独立董事 辞职人数	58	58	65	49

康美案件广州中院正式宣判日（2021.11.12）作为事件日

目前尚未出现独董离职率的大幅上升，可能有以下几个原因。首先，广州中院的判决并非终审，大多数独董在等待二审结果，处于观望之中。其次，董事辞职需要内部沟通及流程，尚需一定时间。第三，独董仓促辞职，可能会带来逆向选择的推断，让外界误认为所任职公司有不利情况，所以一些独董希望在届满时选择不连任，而非立即辞职。

可以预见，康美药业案将对中国上市公司独立董事的参与度带来深远

影响。此案的判决结果带来的独立董事权利义务的严重不对等，或将极大地打击专业人士就任独立董事的意愿和积极性，长期性地影响独立董事的供给。

独立董事履职效果可能走向另一极端

独立董事勤勉尽责的目标是维护公司整体利益，尤其要关注中小股东的合法权益不受损害。因此，独立董事制度既有保护中小投资者的责任，但同时也有支持上市公司正常运转和良好发展的责任。

作为外部董事，独立董事们没有股权激励，其报酬相对内部董事较低。康美药业案的极端判罚，将使独立董事们的关注点聚焦于对自身的保护，甚至以牺牲对公司健康发展为代价。在现代企业中，董事会的决策本身就面临着复杂商业环境中的重大不确定性。康美药业案可能导致独立董事在履职时过度投反对票，从“橡皮图章”转为“杠精董事”，从一个极端演变成另外一个极端。试想，如果独立董事为了自保，对于所有的议案都投否决票，那么上市公司的正常运转将无法得到保障。若不幸言中，康美案对独立董事履职的影响有可能会类似于南京彭宇案对社会大众搀扶老人行

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29878

