

虚假陈述连带赔偿责任分配的价值 基础和实现标准

刘 磊*

摘要:我国法律关于虚假陈述责任主体的规定具体分明,不过未能掩盖适用中责任承担主体单一化的状况,导致真正的虚假陈述责任主体难以尽责,证券中介机构未能发挥“看门人”作用。虚假陈述共同侵权的责任分配,须参酌各主体在虚假陈述行为中的作用力及知情程度等因素。虚假陈述连带赔偿责任的终局承担者应当以控股股东、实控人及董事等内部人员为主,证券中介机构的责任承担应根据过错状况区别对待,此外连带赔偿责任的分配也亟须司法实践的回应。

关键词:虚假陈述 信息披露 注册制 责任分配

有效的信息披露是资本市场健康有序发展的保障,也是证券法实施的基本立足点。而虚假陈述则是我国资本市场最为突出的违法违规问题。围绕着虚假陈述责任体系的构建是证券立法的重点,

* 中证中小投资者服务中心有限责任公司副总经理。本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

也是法律适用的难点。2019年《证券法》拓宽了虚假陈述连带赔偿责任的范围,并在控股股东、实际控制人的归责原则上予以强化。不过就既往虚假陈述赔偿责任的法律适用效果而言,不甚理想,难以充分实现现行证券立法保护投资者合法权益与阻却并惩戒虚假陈述行为实施的制度功能,存在改进的空间。在2019年《证券法》已全面实施制度的背景下,合理分配虚假陈述责任主体连带赔偿责任的范围,对于追究真正责任主体的最终责任、保障信息披露制度有效实施以及全面推进注册制改革都极具意义。本文尝试在梳理、剖析我国现行法律规范及司法实践关于虚假陈述连带赔偿责任的规定与适应的基础上,在既有共识性学理分析的前提下,提炼归纳虚假陈述连带赔偿责任分配的考量因素,进而探索虚假陈述中各主体的责任边界。

一、法律规范关于虚假陈述责任主体的规定:确定性与类型化

总体而言,我国关于虚假陈述责任主体的规定是较为明确的,而且不同层级的法律规范体系为规制虚假陈述责任主体提供了依据,并且确定了类型化、多层次的责任主体。

我国虚假陈述责任主体包括信息披露义务人和不得进行虚假陈述的责任主体。^{〔1〕}信息披露制度作为证券法的核心制度,有效的信息披露是促进证券交易的不二法门。因此,建构有效的信息披露制度、化解信息不对称以降低证券交易成本就成为证券法的核心命题之一。正因如此,“证券法在很大程度上可以说就是公司信息与成本节约法”。^{〔2〕}我国《证券法》围绕着信息披露制度的构建,明确了以信息披露义务人为核心的虚假陈述责任主体。除此之外,还包括不得进行虚假陈述行为的义务人,这主要是指证券交易场所、结算机构、证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员,还有传播媒介等主体。虽然这类主体并非

〔1〕 参见李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》(重印本),人民法院出版社2015年版,第236页。

〔2〕 许德风:《欺诈的民法规制》,载《政法论坛》2020年第2期。

《证券法》所明确规定的信息披露义务人,但由于该类主体的地位及职务原因,《证券法》亦要求其不得作出虚假陈述或信息误导行为。^[3]

2019年《证券法》完善了关于虚假陈述民事责任的规定。其中,作为虚假陈述责任主体核心的信息披露义务人可以分为以下几类:第一,发行人与上市公司。发行人作为信息披露第一责任人,肩负着保障信息披露真实、准确、完整的首要职责。而且发行人的信息披露义务贯穿于证券发行阶段及持续信息披露阶段,并在归责原则上承担无过错责任。第二,与发行人相关的人员。包括其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员等。这类主体可以说是控制公司的人与公司内部人员,因其对公司控制或经营管理之责而应该对公司勤勉忠实,对虚假陈述承担过错推定责任。第三,保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员。证券的公开发行,须聘请证券公司为保荐人,保荐人为证券发行出具保荐书。其中,保荐人及参与证券承销的证券公司均应诚实守信、勤勉尽责,对相关公开发行文件进行核查。否则将面临与发行人承担连带赔偿责任的不利境地,其在虚假陈述中的过错形式亦为过错推定责任。第四,证券服务机构。这主要是指会计师事务所、律师事务所、资产评估机构以及从事证券投资咨询、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构。证券服务机构在证券发行、上市及交易相关活动中以受托人身份而存在,应当勤勉尽责,对所出具文件依据的资料内容进行核查验证,确保依其职责所出具文件的真实性,若其出具文件存在虚假陈述,将与委托人一并承担连带责任,除非能证明自己没有过错,这里的委托人主要指发行人及上市公司。^[4]

作为证券立法的补充,在司法解释层面,最高人民法院于2003年发布的《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》(以下简称《虚假陈述若干规定》)第7条从诉讼被告

[3] 参见《证券法》第56条。基于维护证券市场的有序发展,《证券法》原则上禁止任何单位和个人编造、传播虚假信息或者误导性信息来扰乱证券市场。

[4] 参见《证券法》第85条、第163条。

的角度列举了七类主体可以作为虚假陈述行为人。^{〔5〕}就法律技术方法而言,相较于《证券法》较为分散的规定,司法解释以列举加兜底条款的统一规定更为明确具体,也更为科学合理。诚然,《证券法》作为资本市场的基本法律规范,需要兼顾整体证券制度体系安排,不可能将虚假陈述主体事无巨细地一一列举。不过,在主体范围上有所变化的是,《虚假陈述若干规定》将发起人作为虚假陈述行为主体,后续《证券法》修订中对此并未吸收保留,未将发起人作为虚假陈述行为主体。因为发起人是公司设立中的概念,公司成立之后,发起人将退出或转化为股东,如果仍处于对公司的控制地位,其完全可以被控股股东或者实际控制人的概念所吸收。^{〔6〕}此外,证监会发布的系列部门规章以及交易所发布的系列行业规定等法律规范性文件均对相关主体依法履行信息披露义务及不得有虚假陈述行为进行规定,由此构成了我国关于虚假陈述责任主体的不同层级的法律规范体系。

综上,可以说随着我国《证券法》的修订,辅以司法解释、部门规章以及行业规定等多层级法律规范性文件的规定,我国法定虚假陈述责任主体是类型清晰且层次分明的。法律采取多层次责任主体的制度设计,其目的在于:为投资者提起虚假陈述民事赔偿诉讼提供了尽可能多的选择,在发行人、上市公司无力赔偿的情况下,可以其他虚假陈述责任人作为被告来实现救济保障;此外,虽然确立了不同层次主体在一定情况下承担连带赔偿责任,但不同责任主体的归责原则却不尽相同,虚假陈述行为作为一种特殊的证券侵权行为,体现了符合侵权责任法的归责要求。^{〔7〕}不过些许遗憾的是,上述法律规范尚未对虚假陈述各主体之间的连带赔偿责任范围作出规定,这会加大法律适用及法律解释的成本,导致虚假陈述责任规定在司法实践中的适用困境。

〔5〕 七类主体分别为:(1)发起人、控股股东等实际控制人;(2)发行人或者上市公司;(3)证券承销商;(4)证券上市推荐人;(5)会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等专业中介服务机构;(6)上述第2~4项所涉单位中负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员以及第5项中直接责任人;(7)其他作出虚假陈述的机构或者自然人。

〔6〕 参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2019年版,第165页。

〔7〕 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年第7期。

二、我国虚假陈述责任主体承担的司法现状及不利后果

(一)我国虚假陈述责任主体承担的司法现状:差异性与单一化

司法数据表明,有较大体量的虚假陈述纠纷案件进入司法程序。^{〔8〕}在虚假陈述责任主体的承担形态上,总体来看,会出现两种截然相反的裁判结果:第一,虚假陈述责任主体承担连带赔偿责任,不会去区分虚假陈述责任主体之间的内部责任承担或者以内部责任分担不属于本案审理范围为由,令其另行处理。^{〔9〕}第二,判定部分责任主体承担补充赔偿责任,比如,资产评估机构、独立董事等责任主体在一定比例范围内承担补充责任。^{〔10〕}不过,该类裁判结果较为罕见,司法实践仍以第一种为主流。

此外,我国虚假陈述责任主体承担的另一个不容忽视的现状是“承担责任主体的单一化”。^{〔11〕}有学者曾以 1575 份判决书作为研究样本分析虚假陈述诉讼情况,结果发现涉案的 44 名被告中,43 名被告主体

〔8〕 笔者在北大法宝数据库上以“证券虚假陈述责任纠纷”为案由进行检索,相关民事案例与裁判文书达 27,000 多份,案件审理法院涉及中级人民法院、高级人民法院及最高人民法院三个层级。当然,由于虚假陈述纠纷多为涉众纠纷,代表人诉讼在司法实践中应用的匮乏,很多案件事实与法律适用雷同,为不同投资者作为原告对同一被告提起的诉讼。

〔9〕 该类代表性案件可参见陈某华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案判决书,载《最高人民法院公报》2005 年第 11 期;上海市高级人民法院:上海大智慧股份有限公司、杨某佳等与王某松、董某军等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2018)沪民终 33 号,2019 年 12 月 10 日。

〔10〕 该类代表性案件可参见深圳市中级人民法院:梁某宇、苏某迅等与江苏保千里视像科技集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷民事判决书,案号:(2018)粤 03 民初 3866 号、3867 号、3869 号,2019 年 11 月 25 日;南京市中级人民法院:张某与协鑫集成科技股份有限公司、谢某杰证券虚假陈述责任纠纷民事判决书,案号:(2016)苏 01 民初 2071 号,2018 年 5 月 10 日。

〔11〕 杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017 年第 7 期。

为上市公司,而责任主体为个人的仅为1名。^[12] 还有学者以2013年至2015年连续三年的虚假陈述司法判决为研究对象,结果发现共计16家上市公司被1193名投资者诉至法院的案件中,共有6家上市公司对1057名投资者承担民事赔偿责任。其中,仅有14名投资者获得了上市公司董监高与上市公司承担连带赔偿责任,其余均为上市公司单独承担责任。这一现象出现的原因主要在于大多数投资者未将上市公司以外的主体列为共同被告或者对其单独提起诉讼,司法机关在作出个案判决时当然也不会去主动追加其他责任主体。^[13]

上述实证情况已经较为充分说明了在虚假陈述诉讼实践中,存在较为普遍的责任主体单一化的现象。对此的一个可能性解释是:通常情况下在民事诉讼中,原告在起诉时对被告加以确定,只要满足《民事诉讼法》第119条之规定“有明确的被告”的前提条件即可。而原告在乎的往往是被告的偿付能力,若被告具有偿付能力,尚未达到资不抵债的程度,出于诉讼成本和诉讼效率的考量,原告更愿意选择单一责任主体作为被告来提起诉讼,而法院也会尊重原告的选择。并且在有关虚假陈述诉讼的规范文件中,本着被告赔偿能力与提高诉讼效率的考量,甚至对将中介机构、控股股东、董监高与上市公司一并列为共同被告使其承担连带赔偿责任都持极为谨慎的态度。^[14] 这也反映出了《证券法》、司法解释等虽然提供了制度供给,但法律制度的具体适用并未达到应有的效果。

(二) 上述司法现状造成的不利后果

实践中,虚假陈述责任主体承担的单一化违反了法律规范所明确

[12] 参见徐文鸣、莫丹:《证券虚假陈述投资者损失的理论模型与实证研究——基于有效市场假说》,载《广东财经大学学报》2019年第6期。

[13] 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年第7期。

[14] 《中华全国律师协会律师办理证券虚假陈述民事赔偿诉讼业务操作指引》第28条规定,虚假陈述民事赔偿诉讼的被告主体类型较为广泛,但不同主体承担民事赔偿责任的免责要件不尽相同。出于保障原告合法权益、提高庭审效率、节约双方诉讼成本的考虑,如果第一被告为上市公司或者其他具有充分赔偿能力的主体,原告代理律师在确定被告时,应谨慎考虑是否将中介机构、控股股东、董监高等一并作为共同被告。

的责任主体多层次性的制度功能,虽然可能在偿付上满足了投资者损失的赔偿需求,但却难以追究相关责任主体的民事责任。将会造成如下不利后果:

第一,使控股股东、董事等真正的责任主体难以归位尽责。虚假陈述实践中,存在行政处罚认定的主体数量远超过实际承担民事赔偿责任主体数量的现象。比如,在大智慧信息披露违法案中,大智慧公司通过多种违法方式,共计虚增 2013 年度利润 1.2 亿余元,证监会对大智慧责令改正,给予警告,并处以 60 万元罚款;对其董监高等 14 名责任人员给予警告,并处以 3 万元至 30 万元不等的罚款;对张某虹等 5 名责任人员采取 5 年证券市场禁入措施。立信会计师事务所(以下简称立信所)和北京中同华资产评估有限公司(以下简称中同华)在开展审计业务和资产评估业务中,因未能勤勉尽责,立信所及其直接负责的注册会计师、中同华及其直接负责的资产评估师分别被处以相应处罚。^[15]而在随后投资者起诉大智慧公司的系列虚假陈述纠纷案中,仅有大智慧公司与立信所对投资者承担连带赔偿责任,其余主体则并无涉及。^[16]虽然说民事诉讼与行政处罚各自独立,并无必然联系,但很多法院在虚假陈述民事诉讼违法事实的认定上仍是以行政处罚为依据,民事责任主体与行政处罚认定主体的过分悬殊会架空《证券法》关于虚假陈述多层次民事责任主体规定的制度功能。而且控股股东、实际控制人等逃脱处罚,其操纵上市公司实施财务造假等违法违规的现象仍会频发。在法人制度层面,公司作为拟制法人,在上市公司决策中,真正的责任主体一般都是董监高等自然人主体,这些真正的责任主体如果脱离民事责任的追究,单靠几万元到几十万元的行政处罚,相较于动辄上亿元甚至数亿元的财务造假,仍显得力不从心。而且如果仅让上市公司来承担责任,并不能真正实现虚假陈述民事赔偿责任的功能,投资者作为上市公司的中小股东,受损的仍然是投资者,财富无非

[15] 参见《证监会对大智慧等 4 宗违法违规案件作出行政处罚》,载 <http://www.cankaoniaoxi.com/finance/20160722/1241853.shtml>,2020 年 5 月 18 日访问。

[16] 比如,上海市高级人民法院:上海大智慧股份有限公司、杨某佳等与王某松、董某军等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2018)沪民终 33 号,2019 年 12 月 10 日。

是在投资者两个口袋之间来回转移。^[17]

第二,证券中介机构未能勤勉尽责,没有起到相应“看门人”的作用。可以说,在法律规范层面,关于证券中介机构的责任形态一直都比较明确,而且学理上关于证券中介机构违反职责对外承担责任的应然性也几无争论。虽然在行政执法层面,关于中介机构被处罚的情况常年可见。但无论本文的统计还是其他学者的观察,可以说,“在我国的虚假陈述民事赔偿诉讼中,证券公司、会计师事务所、律师事务所等证券服务机构承担赔偿责任的案例可谓屈指可数”。^[18]如果证券中介机构不能在虚假陈述司法实践中承担起应有的责任,虚假陈述责任追究的威慑作用将难以发挥,保障信息披露制度有效发挥功用的一大屏障也将丧失殆尽。

在虚假陈述责任承担的民事诉讼中,为避免司法实践走向严重偏离证券法律制度的正轨,上述情况有待解决。

三、虚假陈述责任分配的规则机理与考量因素

(一) 虚假陈述责任分配的规则机理:特殊共同侵权下连带责任的分配

其一,数人的虚假陈述行为是共同侵权行为。关于虚假陈述的责任性质,早期学理上存在违约责任与侵权责任之争,但随着理论研究的深入和司法实践的发展,现今认为虚假陈述的责任性质系侵权行为已无太大争议。^[19]无论是交易阶段还是发行阶段,虚假陈述均符合侵权行为的构成要件,当数个行为人参与虚假陈述,则行为人承担的就是共

[17] 参见黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第986页。

[18] 杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年第7期。

[19] 无论是主流理论层面,还是实践层面,基本上都已肯定虚假陈述民事责任的性质为侵权责任。可参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2019年版,第219~220页;李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》(重印本),人民法院出版社2015年版,第266~269页。

同侵权下的连带责任。虚假陈述行为破坏了《证券法》信息披露制度所建构起的维护资本市场公开、公平、公正的公共秩序。而信息披露制度是证券法的核心制度,它要求信息披露义务人在证券发行和交易活动中贯彻公开、公平与公正的原则,2019年《证券法》也通过设置信息披露专章来着重强调首次发行信息披露和持续信息披露。多个主体所从事的虚假陈述更是会危及证券法的核心制度,侵犯投资者的知情权,是一种共同侵权行为。

其二,虚假陈述连带责任的承担方式:以比例责任承担为原则,以等额责任承担为例外。立法设置连带责任的制度逻辑在于当部分责任人丧失责任承担的能力时,该部分责任无法偿付的风险应由其他责任人来承担。^[20] 虚假陈述连带责任分配是一般意义上共同侵权连带责任内部分配在《证券法》这一特别领域的映射。当《证券法》未对虚假陈述连带赔偿责任的内部分配进行规定时,虚假陈述行为应回溯到共同侵权下连带责任的内部分配中去寻找依据。具体而言,对外,共同侵权下的连带责任是一种整体责任,不分份额,它意味着各个共同侵权行为人均有义务向受害人赔偿全部损失,受害人有权在共同侵权行为人中选择一人、数人或者全部来赔偿其损失;对内,我国现行法明确了共同侵权连带责任份额的承担以比例承担为原则,以平均承担为例外。^[21] 当然,比例原则具有相当合理性,是根据行为人的过错及危害来分配责任的方式,平均承担是一种退而求其次的折中选择。

其三,虚假陈述行为的共同侵权是一种特殊的共同侵权行为,具有不同于传统共同侵权行为的特质。这是因为信息披露作为证券法确立的独特制度,为商事法领域一种典型的行为,其公众性的特点决定了虚假陈述行为的特质。“商行为是职业行为,其环节众多且一般是一对多或多对多的行为,因而程序特别是正当程序理念就非常重要”。^[22] 而信息披露作为商行为,具有典型的一对多特点,各责任主体在公司相

[20] 参见张新宝:《民法分则侵权责任编立法研究》,载《中国法学》2017年第3期。

[21] 参见《民法典》第178条第2款。

[22] 陈醇:《后民法典时代的商法制度空间》,载 <http://mp.weixin.qq.com/s/zqM62N3SEfVEBMtys0U3A>,2020年6月15日访问。

关内部程序中的表现是其行为正当性与否的重要依归,^[23]也决定了其是否参与虚假陈述行为以及参与程度。另外,发行人或上市公司与其他主体存在不同的法律关系,这种复杂性也决定了虚假陈述共同侵权行为特殊性。

(二) 虚假陈述责任分配的考量因素

虚假陈述责任分配实则属于侵权责任之间责任份额的确定。“共同侵权责任份额的确定在司法实践中属于法官自由裁量权的范畴,若要将其清晰明确进行量化运算则几无可能,也不存在严格详细的适用规则”,^[24]这是共同侵权责任份额确定即虚假陈述侵权责任分配的痛点。考虑到虚假陈述责任的特殊性,本文认为若要其有章可循,虚假陈述责任分配既要考量侵权法中的过错与原因力因素,也要参酌证券法规则视域下责任主体信息披露法中的具体情节。

其一,过错程度与原因力的考量。这个是侵权法领域的共识,同时也为司法实践中所认可。过错与原因力因素考量,是侵权法领域关于连带赔偿责任分配的基础性法则、一般性共识。虽然两个因素孰轻孰重有所争论,但只是侧重点和程度的区别。最高人民法院在关于《虚假陈述若干规定》的条文释义中就指出:“在虚假陈述共同侵权责任的承担中,确定共同加害人责任份额的基本要求,是各共同行为人主观过错程度和行为的原因力,将这两个因素综合判断,确定各共同加害人各自的份额。”^[25]该释义及方法的理论基础来自主流侵权法学说对连带赔偿责任最终责任比例分担的表述,借用了侵权法领域连带责任的内

[23] 比如,发布定期报告等披露文件一般须经公司内部相关决议审议,《证券法》第82条第4款即规定,董事、监事和高级管理人员对证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性提出异议的,应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由。

[24] 王竹:《论数人侵权责任分担原则——对〈侵权责任法〉上“相应的”数人侵权责任立法技术的解读》,载《苏州大学学报》2014年第2期。

[25] 其具体方法是:(1)确定整体责任是100%;(2)确定各行为人主观过错在整体过错中的百分比,按照故意重于重大过失,重大过失重于一般过失的标准,分别确定各行为人各自所占过错比例的百分比;(3)确定各行为人的行为对损害发生的原因力,亦用百分比表示,即全体行为人的行为总和是100%,各行为人的行为所占百分比;(4)某一行为人的过错百分比与行为原因力百分比相加除以2,即为该行为人的责任份额。参见李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》(重印本),人民法院出版社2015年版,第289页。

部分配路径。这种标准的量化方法看似机械,但实际上同等考量了过错和原因力的地位,对于司法实践中最终确定侵权行为人的责任份额具有很强的指导意义。^[26]虽然在虚假陈述司法实践中,少有关于连带责任内部责任分配的案例,但司法机关还是认可以过错和原因力来划分共同侵权连带责任的内部责任份额分担。比如,在“高某、代威证券虚假陈述责任纠纷案”中,在涉案虚假责任主体的认定上,二审法院认为,“共同加害人和共同危害行为人对外承担整体责任,不分份额,对内应依其主观过错程度和行为的原因力不同,对自己的责任份额负责”。^[27]

其二,责任主体在信息披露违法中的作用、知情程度、职务职责及专业背景等因素。如果说《民法典》是规制虚假陈述连带责任内部分配的一般法则,那么《证券法》则是规制虚假陈述行为连带责任分配的特殊规范。不过由于证券立法规则制定的简约,难以从《证券法》文本中直接寻找答案,需要借助其他证券规范性文件来阐释并经由司法实践来进行推动。^[28]比如,在信披违法行为的行政责任认定中,执法机关通过综合考虑责任人员在信息披露违法行为发生过程中所起的作用、知情程度和态度、职务职责情况及专业背景等因素来认定其责任大小。^[29]虽然行政责任与民事责任为不同性质的法律责任,有不同的适用规则,甚至行政责任的证明标准还要高于民事责任。但虚假陈述民事诉讼中,司法机关对案件法律事实的认定多以执法机关的处罚决定为客观依据。基于此,上述因素可为虚假陈述连带赔偿责任的分配提供适用参考。虚假陈述民事诉讼中,对于特定责任主体,比如,独立董事,司法机关在被告的责任承担上会综合考量“责任主体的身份角色、知情程度和主观态度、职责相关性、专业知识背景、担任独立董事的获

[26] 参见王竹:《论数人侵权责任分担中最终责任份额的确定方式》,载《法商研究》2020年第6期。

[27] 辽宁省高级人民法院:高某、代威证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2019)辽民终814号,2019年11月7日。

[28] 当然,这也是各国共同侵权制度发展所面临的共同性问题,其发展“均是透过解释论经由司法实践来推动的。”参见叶金强:《共同侵权的类型要素与法律效果》,载《中国法学》2010年第1期。

[29] 参见《信息披露违法行为行政责任认定规则》第19条。

益金额等因素”^[30]来作出最终责任承担的认定。

综上,可以说对于虚假陈述的责任分配,《民法典》为《证券法》建立起了制度链接,提供了基点,同时也为证券法律规范关于虚假陈述责任分配规则的完善发展预留出了大量制度空间。

四、虚假陈述责任分配实现的路径探索

(一)注册制下信息披露主体的义务承担

当前,注册制的全面实施逐步开启,继上海证券交易所设立科创板并试点注册制改革后,2019年《证券法》将既有注册制实践予以制度化、体系化,系统修订证券发行制度,明确证券公开发行的注册制,并将注册制的理念思维贯穿始终,并为全面推行证券发行注册制改革预留了法律空间。近期,证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则,制度反哺于实践的效率可观。2019年《证券法》实施注册制对信息披露制度进行了优化,为建立高质量的信息披露制度提供了契机。注册制背景下,各信息披露主体的义务承担具体如下:

其一,发行人承担着全方位、全阶段的信息披露义务。具体而言,(1)在所有依法应当披露的信息资料中,无论是证券发行申请文件还是定期报告、临时报告等信息披露资料,发行人应当充分“披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,信息内容应当真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。这是证券法关于发行人履行法定信息披露义务的一般性要求。^[31](2)全阶段体现在无论是首发阶段、融资阶段,还是持续监管阶段以及重大资产重组阶段,发行人作为信息披露义务的第一责任人,均应该依法依规、真实准确、完整履行信息披露义务。对此,证监会层面

[30] 南京市中级人民法院:张某与协鑫集成科技股份有限公司、谢某杰证券虚假陈述责任纠纷民事判决书,案号:(2016)苏01民初2071号,2018年5月10日。

[31] 参见《证券法》第78条。

的部门规章及交易所层面的行业规定等规范性文件是为其具体规范依据。^[32] 将发行人作为信息披露第一责任人,其合理性在于发行人作为公司法人,“独立于股东的财产制度和权责清晰的管理人制度是其具有独立法人人格的核心要素和最大表征”,^[33]就此来看,发行人是披露信息的掌握者、公布者,在信息披露中起着决定性作用。而注册制作为触及基本制度的改革,体现了证券发行上市阶段的包容性,一定程度上公司今后发行证券将会更为便利。为化解证券市场本身存在的信息不对称和非均衡等问题,2019年《证券法》突出发行人的信息披露义务要求是其应有之义。正如尚福林先生所言,“注册制的基本运行逻辑是让发行人在符合基本发行条件的基础上,以投资者需求为导向,真实准确完整地披露信息;投资者则根据发行人披露的信息审慎作出投资决策,形成合理价格,从而更有效发挥市场在资源配置中的决定性作用。让这套机制发挥作用,最关键的核心在于真实、准确、完整、及时的信息披露”。^[34]

其二,团体组织法视野下发行人内部人员信息披露中的保证义务。信息披露中,发行人内部人员主要指董事、监事、高级管理人员等责任主体,这种保证义务源于董监高等责任人员的具体职责,根植于董监高对公司所负有的忠实义务和勤勉义务。在公司团体组织内部,董监高等责任主体系基于公司选举、委派或者聘任等法律关系而产生的,因公司及股东的信任而取得经营管理权,应当依法依规依章为公司利益最大化服务。勤勉义务要求董监高应当以善良管理人的注意来管理公司,避免公司、股东的利益受到不必要损害;忠实义务则要求董监高与公司及股东利益冲突时,董监高不得为了自己利益而损害公司及股东利益。这是我国《公司法》的基本要求,也是实现公司治理良性运转的根基。基于此,当发行人披露的信息可能影响到股东、公众利益及资本

[32] 比如,《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》等对发行人作为第一责任人均有规定。

[33] 徐强胜:《我国公司人格的基本制度再造——以公司资本制度与董事会地位为核心》,载《环球法律评论》2020年第3期。

[34] 尚福林:《推进信用体系建设 对资本市场造假“零容忍”》,载 http://www.xinhuanet.com/finance/2020-05/26/c_1126032474.htm,2020年6月10日访问。

市场秩序时,董监高应当在证券发行文件和定期报告等披露文件中签署书面确认意见,“保证发行人及时、公平地披露信息,所披露的信息真实、准确、完整”。^[35] 如对披露文件有异议的,应当在确认意见中指出并披露出来。

对于控股股东及实际控制人而言,其承担的主要是一般情形下的信息披露义务及特定情形下的配合披露义务。虽然单就控股股东及实际控制人的身份,难说其是发行人的内部人。然而,基于资本多数决的公司治理一般准则,公司控制权往往或明或暗地掌握在控股股东及实际控制人手中。鉴于其与发行人的特殊关系,除了履行一般性的信息披露义务要求外,在重大事件发生中需要配合公司履行信息披露义务。^[36]

其三,委托关系中的证券中介机构须在信息披露中勤勉尽责、恪尽职守,履行特别注意义务。证券中介机构主要包括《证券法》上的证券服务机构以及承担保荐、承销职责的证券公司。证券中介机构可以说是发行人的外部人,与发行人之间系委托关系。除了作为受托人依约履行义务外,鉴于其特殊职责,《证券法》亦要求其承担相应法定义务。资本市场作为专业技术程度颇高的市场,对信息供给有着天然的需求,而投资者又极为依赖中介机构出具的文件,可以说证券中介机构是连接发行人与投资者之间的桥梁,是化解信息不对称的重要保障。因此,中介机构应保证与其专业职责范围相关文件的真实、准确、完整,履行其作为专业人士的特别注意义务。

综上,信息披露的相关规范要求各主体在信息披露中归位尽责、切实履行义务,这样才能真正释放证券法律制度的功效、注册制改革的活力。当然,违反义务是责任承担的前提,虚假陈述责任分配需要结合各主体在注册制下信息披露义务的承担来进一步审视。

(二) 信披主体虚假陈述的责任边界

经由前述分析,在虚假陈述责任分配谱系中,虽然不同责任主体对外承担着连带赔偿责任,但在应然层面,无论从侵权行为责任承担还是

[35] 具体可参见《证券法》第82条。

[36] 具体可参见《证券法》第80条。

证券法信息披露义务承担角度,不同责任主体在最终责任人的承担形态上应当有所区别。故厘定不同主体的责任边界对于虚假陈述责任分配正义价值的实现极为重要。

1. 发行人与控股股东、实际控制人

2019年《证券法》将控股股东、实际控制人在虚假陈述中的归责原则强化为过错推定责任,相当程度上减轻了原告的举证负担。就发行人与控股股东、实际控制人之间的责任分配而言,本文认为,在特定情形下,控股股东、实际控制人在最终责任的承担上应当为第一顺位的责任人。首先,在特定情形中,控股股东操控着发行人的信息披露,应当履行直接的信息披露义务。虽然控股股东在公司治理中主要体现为“资本多数决”规则下的控制权,未必会亲力亲为参与公司的实际经营。但“在一般发行或持续信息披露中,由于控股股东可以控制上市公司的经营活动包括信息公开活动,因此在特定情况下要履行直接的信息公开义务”。^[37] 比如,在大庆联谊虚假陈述案中,上市公司大庆联谊公司的实际控制人联谊石化总厂以上市公司名义实施虚假陈述行为,囿于原告仅起诉上市公司,虽然法院认为上市公司与实际控制人之间的责任分配或转承关系,属另一法律关系,不在本案审理范围,但法院认可上市公司可依据《虚假陈述若干规定》第22条第1款的规定向实际控制人行使追偿权。^[38] 此种情形最终还是应当由实际控制人来承担赔偿责任。其次,如果控股股东操纵上市公司实施虚假陈述行为,实际上是将上市公司“工具化”,将其作为被告有着《公司法》与《证券法》的双重依据。而且鉴于我国特殊国情,多数上市公司系由国企改制而来,信息披露中的虚假陈述多由母公司操纵配合来完成,将控股股东或者实际控制人作为诉讼中的被告,符合公平原则,并且此时《公司法》第20条关于法人人格否认的规定就有了适用依据,其可以与《证券法》第85条关于控股股东、实际控制人过错责任标准的规定形成互

[37] 陈洁:《上市公司及相关主体违反公开承诺的民事责任分析——以虚假陈述型违反承诺为中心》,载《法律适用》2013年第10期。

[38] 参见《陈丽华等23名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案民事判决书》,载《最高人民法院公报》2005年第11期。

补与借鉴,^[39] 共同来规制控股股东、实际控制人的责任承担。最后, 改变虚假陈述的责任承担顺序, 由控股股东、实际控制人来承担第一顺位的责任, 有利于将责任落实到人。落实控股股东的赔偿责任, 能够避免财富转移现象的发生, 对操纵上市公司进行虚假陈述行为的控股股东产生威慑作用。实践中, 投资者保护机构提起的证券支持诉讼, 按照追责“首恶”的原则, 以上市公司实际控制人为第一顺位被告, 上市公司为次级顺位被告来提起诉讼, 实际上就是通过厘清虚假陈述责任主体顺序来追究虚假陈述真正实施人的责任, 完善上市公司治理。^[40] 比如, 在大福控股虚假陈述案中, 二审法院已经认可上市公司的实际控制人可作为第一顺位的被告来对受害人承担赔偿责任, 而上市公司和其他责任主体承担连带责任。^[41] 因此, 本文认为, 当控股股东、实际控制人与上市公司共同实施虚假陈述行为, 基于控股股东的特殊地位及其在虚假陈述中的过错及损害产生的原因力, 应当由控股股东、实际控制人来承担最终的赔偿责任。在证券诉讼实践中, 应为第一顺位责任人。

2. 发行人与内部人员

董事、监事、高级管理人员不仅是发行人的内部人员, 也是信息披露中承担着特定职责的法定直接责任人员。^[42] 虚假陈述中的核心主体是发行人, 而发行人作为公司组织, 其内部管理核心主体又为董监高。因此, 如何实现发行人与董监高之间的虚假陈述责任分配值得深思。当然, 董监高作为内部主体, 其承担着不同的职责, 每个主体的具体情况又有所不同, 限于篇幅, 本部分仅以董事为分析对象来探讨发行人与内部人员的责任边界。

董事作为法定直接责任主体, 其承担连带赔偿责任范围的边界在哪呢? 对外, 其与发行人承担连带赔偿责任的归责原则为过错推定责

[39] 朱锦清:《证券法学》, 北京大学出版社2019年版, 第166页。

[40] 《为中小投资者提供“权利救济”支持诉讼坚持追责“首恶”》, 载 <http://finance.sina.com.cn/roll/2019-01-16/doc-ihqhqcis6630038.shtml>, 2020年5月15日访问。

[41] 辽宁省高级人民法院: 高鹏、代威证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书, 案号: (2019)辽民终814号, 2019年11月7日。

[42] 参见《证券法》第85条。

任,这个无须赘言。其内部责任承担的边界,本文认为,董事应当是虚假陈述连带赔偿责任分配中的主要终局承担者。^[43] 因为首先,除了考虑过错和原因力因素外,董事等内部人员的责任边界应当以其忠实勤勉尽责为依归,反映在信息披露中,就是对“公开文件的真实性进行了主动调查和核实”。^[44] 董事承担连带责任的基础不是一般共同侵权,而是基于职务因素的侵权,这种勤勉尽责是过错因素在公司证券法领域延伸的具体体现,也是其承担责任的基础。董事在信息披露中须履行常态化延续性的保证义务。其次,从制度经济学角度来审视,“公司作为一种契约,其特别之处在于工人、经理及企业家等人力资本因素的参与”。^[45] 董事当然是公司中重要甚至独特的人力资本,通过参与董事会决议进而发挥经营管理职责来配置公司内部的生产要素,把控公司交易或者公司对外行为中的风险及不确定性。在上市公司的信息披露中,保障信息披露的真实,避免虚假陈述带来的责任风险是董事发挥其人力资本因素的应有体现。最后,从法律制度功能角度来看,虚假陈述的法律责任体系主要基于弥补投资者损失与阻止违法者加害行为而设计,就后者而言,遏制虚假陈述等证券欺诈行为的关键在于将责任主要分配给违法行为的实施者和受益者,而董事和高管往往就是虚假陈述的主要实施者和受益者。^[46] 在董事连带赔偿责任的终局承担上,甚至有学者直接建议:“基于公司治理及公司行为均由占据董事职位的人作出的现实情况,在追究证券虚假陈述侵权责任时,董事应当履行第一赔偿义务,董事的提名人股东承担第一补充赔偿义务,公司承担最后

[43] 在此需要说明的是,在我国公司法律制度框架内,董事可分为非独立董事与独立董事,虽然两者的义务并无显性区别,但考虑到独立董事作为外部主体的特殊身份,可能在虚假陈述中的过错、原因力及参与程度有限,使其对发行人虚假陈述行为承担连带责任或者主要的终局责任,可能会加重其履职风险,造成义务与责任的不对称,其责任承担形态需要结合具体的情形来认定。因此,该部分所称董事为作为公司内部人员的非独立董事。

[44] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2019年版,第156页。

[45] 周其仁:《市场里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约》,载《经济研究》1996年第6期。

[46] 参见郭雳:《证券欺诈法律责任的边界——新近美国最高法院虚假陈述判例研究》,载《中外法学》2010年第4期。

补充赔偿义务。”^[47]虽然说由董事来履行第一赔偿义务突破了现有制度规则关于发行人作为信息披露第一责任人的规定,但是毫无疑问反映出了董事承担虚假陈述连带赔偿终局责任是实现法律制度规制功能的客观必然要求。

3. 发行人与证券中介机构

2019年《证券法》实施后,压实证券中介机构“看门人”职责是市场的主旋律,当然也是落实注册制的保障。证券中介机构是发行承销、审计、资产评估及法律服务等领域的专家,应当在其职责范围内对公开的文件负责。其是否勤勉尽责,关系到资本市场秩序的预期与稳定,落实其责任符合注册制改革中保护投资者的价值取向。同时,证券中介机构作为市场稳定发展及信息披露的承担者,如果不明就里,使其承担过重的责任,则证券中介机构会面临执业和滥诉的风险。因此,聚焦发行人与证券中介机构的责任边界,通过适当的虚假陈述责任分配机制加以引导和优化,对于激励证券中介机构恰如其分地履行职责就显得尤为重要。

证券中介机构作为受托人,除了应对公开文件履行专业层面的注意义务外,其开展尽职调查等履职行为的一大特点是其工作开展需要发行人的全面配合。因此,本文认为,证券中介机构是否与发行人存在共同意思联络及其具体过失形态决定了其责任的最终承担。首先,如果证券中介机构与发行人存在共同的意思联络,故意参与或者明知仍配合发行人实施虚假陈述行为,那么两者存在共同侵权行为,应当共同承担连带赔偿责任。其次,如果证券中介机构不存在与发行人的共同意思联络,但却存在过失,那么应当以其过失形态来厘定其责任边界。具体而言,其一,如果证券中介机构存在重大过失,未能勤勉尽责,证券中介机构亦应与发行人承担连带赔偿责任。因为“证券中介机构的注意义务是其职业团体特性所要求具有的知识水平、专业技能和业务水平,这种高度专业性的工作包含着大量技术性规则,主要以精神和智力

[47] 孙光焰:《董事证券虚假陈述职务侵权责任制度的重构——以公司治理为视角》,载《法商研究》2010年第4期。

判断为核心内容。因此,违法即视为过失”^[48]。如果说证券中介机构主观上存在重大疏忽,如会计师事务所,从审计工作底稿上查验出其违反基本的审计程序,导致其未发现相应问题,那么其对发行人的虚假陈述行为也难辞其咎,也应当承担连带赔偿责任。^[49]其二,如果证券中介机构只是一般过失,在最终责任的承担上,则应根据其过错及参与程度认定其承担相应比例的补充赔偿责任。这实际上是根据证券中介机构烦琐的工作特点和时间成本来考虑的,实现义务与责任的平衡,保障其能够充分履职尽责,履行注意义务,又不过分承担超出其职责范围的责任,走向适得其反的结果。正如司法实践中,法院会根据“资产评估机构行为的过错程度、虚增估值占比、对市场的影响及其与原告所遭受损失的因果关系等因素”,^[50]酌定其对上市公司因虚假陈述行为应赔偿原告损失的一定比例来承担补充赔偿责任。

五、结语

在注册制已全面推行的情势之下,如要发挥信息披露对维护资本市场秩序的有效性,虚假陈述连带赔偿责任的分配需要厘定。而责任如何分配也是一种博弈,如果责任主体单一,责任承担不到位,则乱象丛生,难以从根源上阻止责任主体的违法行为;如果所有主体一并追责,责任承担过重,则会丧失制度规则应有的激励作用,会抑制相关主体的行为。在虚假陈述行为的规制上,唯有通过合理的连带责任分配,才能确保公平与效率、激励与约束的实现。当然,这一问题也亟待司法实践的回应,正如此前学者呼吁的,“一并处理侵权之诉和连带责任人之间的责任分配之诉,既可以解决连带责任人的内部责任分担问题,也

[48] 程啸:《侵权责任法》,北京大学出版社2015年版,第280~283页。

[49] 参见杨志国、李阿敏:《会计师事务所虚假陈述民事赔偿责任承担方式研究》,载《中国注册会计师》2019年第9期。

[50] 深圳市中级人民法院:梁某宇、苏某迅等与江苏保千里视像科技集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷民事判决书,案号:(2018)粤03民初3866号、3867号、3869号,2019年11月25日。

不妨碍对赔偿权利人的保护,同时还能够减少诉累,节约诉讼资源,提高司法效率”。^[51] 如果司法实践能与现有规则形成良性互动,不仅能够提供足量的实证样本,也能够发挥其对虚假陈述责任分配规则完善的正向激励作用。

(编辑:邹莹)

[51] 彭真明:《论会计师事务所不实财务报告的民事责任——兼评上海大智慧公司与曹建荣等证券虚假陈述责任纠纷案》,载《法学评论》2020年第1期。