证券虚假陈述民事责任划分的机理与梯级构造

摘要：现行《证券法》及相关司法解释虽然对虚假陈述中各违法主体的功能定位已予基本预设，但灵活的商事实践背景下，虚假陈述民事赔偿诉讼中仍存在结果导向式追责、责任主体单一、责任量化不精细等裁判难点。解决问题的前提要点在于明晰各违法主体的问责机理、廓清各违法主体的责任认定规则，以供给司法实践以相对清晰的裁判进路。相比于法定保证义务与信义义务理论，过失侵权下的注意义务理论更能妥适解释证券虚假陈述中各违法主体承担民事责任的因由。在此理论基础上，法院宜确立肆阶梯级的裁判构造，首先采取“合理人”标准并结合各违法主体的实际能力客观化其勤勉尽责表现，完成“是否有责”的一阶判断；其次，根据过错大小、原因力比藉等因素认定各违法主体的责任形态及范围，完成“责任大小”的二阶判断。

关键词：虚假陈述民事赔偿　过失侵权下的注意义务　责任认定　责任形态　责任范围

证券虚假陈述行为是资本市场违法行为的典型形式之一，亦是严重损害证券投资者合法权益的易发多发行为。依法追究证券虚假陈述中相关违法主体的民事责任，是投资者权利救济的主要途径之一。自2019年新《证券法》颁布以来，理论界关于证券市场虚假陈述侵权行为的研究愈发精细化。例如，“五洋债案”中凸显的中介机构责任问题、“康美药业案”中凸显的独立董事责任问题等，均引发了诸多讨论。这使得虚假陈述民事赔偿诉讼中各违法主体的责任划分问题成为当前证券市场虚假

本文系中证中小投资者服务中心研究课题“虚假陈述民事赔偿诉讼中各违法主体的责任划分研究”的研究成果。

西南政法大学公司治理法律研究中心研究员，民商法学院博士研究生。

袁琳

陈述行为的研究重点。2022 年初，最高人民法院发布了《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》（以下简称“《虚假陈述司法解释》”），其第五章对“责任主体”进行了专门规定。诚然，该司法解释在一定程度上强调了虚假陈述民事

规定承担过错原则。当然，后三类责任主体的主、次地位在具体场景中根据各自的过错程度、因果关联程度等因素还将产生主次位序的变化。

（二）司法中责任划分的实践难点

在“北大法宝”以“证券虚假陈述责任纠纷”为案由进行检索，可得到 53 505 条检索结果，其中包括公报案例、典型案例等 46 条检索结果，有效案件数为 15 件，统计如下：

表 1　北大法宝“虚假陈述”典型案例统计表

（统计数据截至 2022 年公司）

序号	案 件 名 称	审结日期	责任主体及判赔比例
1	C[illegible]H 公司证券公司证券虚假陈述责任纠纷案	2022.3.21	上市公司、承销商承担连带赔偿责任，未明确赔偿比例
2	487 名自然人投资者诉五洋建设集团股份有限公司等被告证券虚假陈述责任纠纷案	2022.1.29	上市公司、上市公司的控股股东、承销商、会计师事务所承担连带赔偿责任，律师事务所、资信评估公司分别在 5% 和 10% 的范围内承担连带责任
3	肖某与某控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	2022.1.27	上市公司承担赔偿责任
4	刘某等 41 名投资者诉[illegible]海洋公司证券虚假陈述责任纠纷案	2021.12.16	上市公司承担赔偿责任

续 表

序号	案 件 名 称	审结日期	责任主体及判赔比例
9	许霞、叶小乔等与上海中毅达股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	2020.4.17	上市公司承担赔偿责任
10	方正科技证券虚假陈述责任纠纷案	2020.1.13	上市公司承担赔偿责任
11	刘某等诉甲公司及鲜某、恽某证券虚假陈述责任纠纷案	2017.5.18	上市公司及其董事承担连带赔偿责任，未明确赔偿比例
12	顾某诉甲公司证券虚假陈述责任纠纷案	2016.8.26	上市公司承担赔偿责任
13	谭鸿杰等与佛山电气照明股份有限公司虚假陈述纠纷案	2015.5.14	上市公司承担赔偿责任
14	周福彩诉云南云投生态环境科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	2014.11.6	上市公司与其董、高承担连带赔偿责任，未明确赔偿比例
15	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	2004.12.21	上市公司、上市推荐人和主承销商承担连带责任，未明确赔偿比例述

关键作用，①承销商负责对披露材料进行全面核查，会计师负责核实财务数据等。其中，中介机构职责还存在高度交叉重叠，存在发行

情形下股东与董监高之间存在直接信赖的关系，限制董监高对股东承担信义义务不利于防止董事滥权行为的发生及中小股东权益的保护。因此，美国公司法在坚持传统理论的同时，作为例外规定要求董事在事实上存在信赖关系的特定场合直接对股东负有一定的信义义务。① 在信息披露场景中，公众投资者多为中小股东，在获取公司信息、市场信息方面存有壁垒，应当予以倾斜和保护。此外，投资者对公司信息披露文件的信赖大多来源于对签字董监高的信赖。因此，信息披露中董监高应当对股东承担信义义务，虚假陈述情形下未能证明已尽勤勉义务的，应当对投资者损失予以赔偿。

3. 过失侵权下的注意义务理论

有学者提出证券虚假陈述中违法主体因过失行为承

信赖关系，且后者享有控制或影响公司事务的权力，同时存在滥用优势的风险，符合前述信义关系的界定。但是，对于证券服务机构、承销机构等，他们管理控制的不是公司财产，而是信息，故难以成立信义关系。相反地，根据过失侵权注意义务理论中的可预见性标准，无论是发行人董监高，还是证券服务机构、承销机构、保荐机构等，均对投资者负有注意义务，即注意采取措施避免信息披露不真实、不准确、不完整等损害投资者利益。所谓的“可预见性”就是指被告只对他所能合理地预见到的，由于他的行为处于危险之下的原告负有注意义务，而且受害人所受的损害必须是任何一个正常人都可以预见到。[①] 证券虚假陈述中，各违法主体应当能预见其低于一般注意程度审查信息披露文件的行为将可能诱生发行人虚假陈述行为，进而损害投资者利益。故而，在此类范围内各违法主体应承担违反注意义务的过失侵权责任。

（二）虚假陈述民事责任

最后，相比于法定保证义务与信义义务理论，以过失侵权下的注意义务理论来解释证券虚假陈述诉讼中各责任主体对于广大投资者负有的“勤勉尽责”义务显然在逻辑上更为自洽。该过失侵权下的注意义务具有一定的解释合理性，其一，其不以信赖或者保证为前提或要件，故不存在法定保证说与信义义务说存在的偏狭性问题。其二，证券虚假陈述的规定参考了普通法系中的相应规定，后者的制度机理即为过失侵权理论，该理论提出注意义务已经成为个体应尽的法律义务，即个体必须承担的在行使任何可能伤害别人的行为之前必须考虑伤害发生可能性的义务，以防对他人造成损害。[①] 故而，该理论可适用于各种证券虚假陈述法律责任之中，只要各违法主体行为可能造成风险损害并引致损害，即可能负有相应的注意义务。当然，由于不同责任主体的专门知识、技能、职能等不一而同，故负有的注意义务程度、已尽勤勉的客观化表现等亦有所差异。在过失侵权下的注意义务机理的解析下，有助于进一步研究证券虚假陈述中各违法主体的责任认定规则及责任划分规则。

三、证券虚假陈述中民事责任划分的梯级构造

（一）责任认定规则阶梯

1. 勤勉尽责的认定标准

由于各违法主体承担虚假陈述责任的法理基础是过失侵权理论下注意义务，则勤勉尽责成为责任认定的实质因由，各违法主体的勤勉尽责标准成为各自是否已履行职责义务的重要判定依据。

在过失侵权下的注意义务理论中，勤勉尽责标准应采取“合理人”标准或称“理性审慎人”标准（reasonable men or person）。具言之，即为一个合理人在相同或相似条件下应采取的行为标准。对此，部分学者提出存在特别注意义务与一般注意义务，实践中证监会、最高人民法院和证券交易场的相关规范也强调证券服务机构及其从业人员应当对本专业相关的业务事项履行特别注意义务，对其他业务事项履行一法律义务的清楚地

指应当符合特殊职业团体中一个合理人在相同或相似条件下所应采取的行为标准。

同时避免因对信息披露义务主体施加过于严苛的要求而导致其怠于履责，典型如通过不发表意见、不参会等避免承担相应的责任。

2. 可供司法认定的客观化表现

在主客观相结合的勤勉尽责认定标准基础上，有必要对各违法主体的勤勉尽责标准予以客观化，以提高司法裁判的可操作性及一致性。换言之，要将各违法主体的勤勉尽责内容转化为立法或司法中具体化的职责义务，进行精细化设计，回应精准问责的规制需求。对此，《虚假陈述司法解释》在第四章过错部分对各违法主体的勤勉尽责体现进行了较翔实的规定，但仍待进一步解释、廓清下述几个问题：其一，第14、15条仅对发行人董监高的勤勉尽责体现进行概括性表述，有待结合实践中各自职权、地位等予以细化。其二，中介机构在专家部分、非专家部分的审核方面是否须尽相同的注意程度，“合理审查”与“合理信赖”的内容与程度仍然是立法与实践中模糊不清的内容，亟待疏通问题堵点及难点。其三，对于公司重大资产重组的交易对方等违法主体，如何避免结果导向型追责而合理量定其注意内容尚待论证。此些问题的回答皆与各违法主体的角色功能定位息息相关，需要结合相关规范要求与实践常情常理予以考辩。

值得注意的是，《虚假陈述司法解释》第二条明确取消行政前置程序，同时第四章规定，在过错认定的过程中，人民法院应当按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件，参考行业执业规范规定的工作范围和程序要求等内容。对此，有必要澄清监管规范、行业规范在虚假陈述民事赔偿诉讼中的作用，或阐析行政责任与民事责任之间的关系。诸多学者认为民法与行政法属于不同部门部门法，其法律责任的预设立场不同，是故具体构成要件不同，规则之间不能混淆适用

571号案中，法院认为：“上市公司及其董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员受到相关行政机关的行政处罚，

带赔偿责任、补充赔偿责任以及按份责任。早期司法实践基本采取连带赔偿责任方式，或将发行人列为唯一赔偿主体，或判定若干违法主体负有赔偿责任但未明晰赔偿比例，引致执行难点。在中安科、五洋债、康美药业等案件中，法院在司法裁判中应用比例连带赔偿的责任划分规则（即按份责任），但其中的责任份额划分依据合理性问题引致学理及实践热议。笔者认为，在权责一致与罚过相当理念下，《证券法》第 85 条和第 163 条对各违法主体的连带责任赔偿要求无疑需要根据实践情形予以限缩，即参考民事侵权连带责任的行为类型，从主观过错和行为原因力两个层次区分不同情境下各违法主体的责任形态及责任份额。虽然商事侵权与民事侵权肇始逻辑不同，但商事侵权之所以广泛应用连带责任是为达“化解信息不对称”

在 券

，

者

信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失”

层次中,投资者基于对信息披露义务人的信