上市公司董监高民事赔偿责任划分的司法逻辑与完善思考

周秦达*

摘要：证券虚假陈述民事赔偿案件中，董监高责任认定正由身份化整体追责转向以过错程度和原因力为基础的精细化裁量。通过梳理2021年至2025年典型判例，本文归纳全部连带、比例范围内连带和责任豁免的三级结构，分析职务职责、主观过错、原因力及履职合理性四个核心裁量维度，并针对裁判尺度差异、勤勉尽责标准模糊和首恶责任穿透不足，提出优化事实查明、细化过错审查和强化裁判说理的建议。

关键词：证券虚假陈述　董监高责任　比例连带责任　勤勉尽责　司法裁量

随着新“国九条”的深入实施与资本市场“长牙带刺”监管理念的贯彻，对上市公司财务造假等行为的综合惩防体系加速构建。司法实践对董事、监事及高级管理人员民事赔偿责任的认定，在2022年《新虚假陈述司法解释》的规范下，已显著转向依据过错大小与原因力进行精细划分的“比例责任”模式。本文通过系统梳理2021年至2025年的典型司法判例，发现当前司法实践已形成“全部连带—比例连带—责任豁免”的三级责任认定体系，并在裁量中综合运用职务层级、主观过错、因果关系强度及履职合理性四大核心维度。研究进一步揭示，当前精细化追责仍面临裁判尺度不一、“勤勉尽责”标准模糊、投资者维权效率低与责任穿透困难等挑战。本文建议从优化事实查明次序、细化过错审查标准、规范裁判文书说理等方面系统施策，切实把“追首恶”贯穿审判全过程，压实控股股东与实际控制人首要责任，精准界定各层级董监高履职边界，实现责任划分的过罚相当与裁判尺度的统一均衡，切实维

* 中证中小投资者服务中心维权事务部资深经理，本文仅代表作者个人观点，与所供职单位无关。

护资本市场法治秩序与投资者合法权益。

一、司法实践已形成“全部—比例—豁免”的三级责任认定体系

当前,司法机关在审理证券虚假陈述民事赔偿案件时,对于董监高民事赔偿责任,以证券法第85条确立的过错推定为归责基础,以《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“新虚假陈述司法解释”)第13条(过错之形态界定)、第14条(董监高过错审查要素)、第16条(独立董事免责要件)、第20条(控股股东/实控人组织指使责任及追偿)与第23条(责任分担)为主要裁判依据,逐步构建起层次分明、宽严相济的三级责任认定体系。[①] 司法解释起草者指出,证券法第85条“突破了传统民法关于职务行为免于对外承担个人责任的原则”,其规范目的在于以连带责任强化投资者保护;具体责任仍应结合过错程度、原因力及履职情况判断。[②]

(一)全部连带责任:对“首恶”与核心责任人的严厉惩戒

本文所称“首恶”,并非严格的法律概念,主要是指在虚假陈述中发挥组织、策划、指使或者实际控制作用的源头责任人,通常包括组织、指使上市公司实施虚假陈述的控股股东、实际控制人。与直接参与造假的董事、高级管理人员相比,“首恶”的突出特征在于其对造假决策和实施过程具有支配作用。其责任依据主要是新虚假陈述司法解释第20条。根据该条,投资者可以直接请求组织、指使造假的控股股东、实际控制人赔偿;上市公司已经承担赔偿责任的,也可以向其追偿。

“全部连带”作为最严厉的责任形式,其适用逻辑聚焦于行为人的核心作用与重大主观恶性,主要适用于虚假陈述行为的组织者、策划者(“首恶”)及存在直接、重大过错的核心执行者。司法实践对此类主体的认定标准清晰且严格。

从相关案件的责任认定思路看,对在虚假陈述中发挥组织、指使作用的实际控制人、控股股东,以及直接参与造假的核心责任人,责任判断着重考察其对违法行为的支配作用、参与程度和主观过错。这与新虚假陈述司法解释第20条关于控股股东、

① 参见《中华人民共和国证券法》(2019年修订)第85条;《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)第13条、第14条、第16条、第20条、第23条。

② 林文学、付金联、周伦军:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2022年第7期。

实际控制人“组织、指使”实施虚假陈述之责任配置相契合,体现了对违法行为源头的“零容忍”,旨在精准打击财务造假生态链的核心环节。①

全部连带责任的相关裁判体现出共同取向:对于直接组织、实施虚假陈述的责任人,责任范围可及于上市公司应赔偿损失的100%,不因其具有不同职务名称而当然减轻。责任认定的关键,仍是其对造假决策与实施过程的实际作用。②

(二)比例连带责任:实现“过罚相当”的主流精细化工具

近年来,证券虚假陈述案件趋向于采用“一定比例范围内承担连带责任”的裁判方式。其基本含义是,相关责任人并非就投资者的全部损失承担连带责任,而仅在上市公司应赔偿总额的一定比例范围内承担连带清偿责任。例如,某董事被判在总赔偿额的5%范围内承担连带责任,意味着其对投资者承担责任的最高限额为总赔偿额的5%。不同责任人的比例可以相互重叠,比例相加不一定等于100%,因此这种责任不同于各责任人分别承担固定份额的按份责任。

需要注意的是,比例范围内的连带责任并不能直接以《民法典》关于连带责任人内部份额和追偿的规定作为依据。内部份额解决的是责任人对外赔偿后的内部最终分担问题,而比例范围内的连带责任限制的是责任人对投资者承担责任的外部范围。严格而言,这种责任形式是证券虚假陈述司法实践为兼顾投资者保护与过罚相当而形成的裁判创新。其与传统连带责任、按份责任均不完全相同,法律依据、责任性质及比例确定方法,目前仍存在争议。在实践中,法院通过精细裁量,构建了差异化责任梯度。

粤传媒案中,总经理赵文华一审被判全额连带,二审调整为50%范围内连带;陈广超一审被判全额连带,二审维持原判。其他案件中,同一公司不同岗位的责任划分也呈现差异:是否知情、是否参与具体实施以及是否负有直接信息披露职责,均影响责任比例的确定。相关裁判中出现6%、2%、1%等不同连带比例,体现了对具体履职行为的分别评价。新三板某乙公司案同样体现了这一逻辑:副总经理江因参与度较高被判50%连带,而其他外部董事刘、王则被判5%连带。这种裁判模式,实质上是在

① 参见广东省深圳市中级人民法院(2021)粤03民初2361号民事判决书、广东省高级人民法院(2022)粤民终2092号民事判决书、最高人民法院(2023)最高法民申1383号民事裁定书;青海省西宁市中级人民法院(2020)青01民初448号民事判决书、青海省高级人民法院(2021)青民终189号民事判决书;湖南省长沙市中级人民法院(2024)湘01民初817号民事判决书。

② 参见广东省广州市中级人民法院(2022)粤01民初2179—2180、2764—2768号民事判决书、广东省高级人民法院(2023)粤民终5932—5933、5942—5946号民事判决书;江苏省南京市中级人民法院(2021)苏01民初1739号民事判决书、江苏省高级人民法院(2023)苏民终1020号民事判决书。

共同侵权连带责任框架内，引入了按份责任的考量因素，是对传统连带责任制度的重大发展与创新，彻底改变了过往责任“连坐”的粗放局面。张志旺据此主张：“违反忠实义务的承担完全连带赔偿责任；违反勤勉义务的承担部分连带赔偿责任。”这一观点为比例连带责任的分层适用提供了国内法解释路径。①②

值得注意的是，在上述“粤传媒案”中，法院不仅对上市公司董监高课以责任，亦判令财务顾问、会计师事务所、律师事务所及评估机构等资本市场“看门人”（Gatekeeper）在各自过错范围内承担比例连带责任。这标志着司法实践已将责任追究的链条延伸至整个信息披露生态，强化了对“看门人”失职行为的民事惩戒，与旨在督促中介机构勤勉尽责、防范欺诈的监管与学术理念深度契合（Coffee Jr，2004）。③

表 1　粤传媒案比例连带责任判例（节选）

判决文书号	案 件 名 称	被　告	身　份	责任比例
（2021）粤 01 民初 1274 号	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案（一审）	广东广州日报传媒股份有限公司	发行人/上市公司	—
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案（一审）	赵文华	董事、总经理	100%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案（一审）	陈广超	副总经理、董事会秘书	100%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案（一审）	叶玫	香榭榭丽实际控制人	100%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案（一审）	乔旭东	香榭丽股东	100%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案（一审）	东方证券承销保荐有限公司	财务顾问	30%连带

① 参见广东省广州市中级人民法院（2021）粤 01 民初 1274 号民事判决书、广东省高级人民法院（2023）粤民终 4999 号民事判决书；成渝金融法院（2024）渝 87 民初 600 号民事判决书、重庆市高级人民法院（2025）渝民终 354 号民事判决书；山东省高级人民法院（2024）鲁民终 72 号民事判决书。粤传媒责任结果另见公司公开诉讼公告，2024 年 8 月 31 日，https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-08-31/doc-incmntaw2857891.shtml。新三板案件公开文书见威科先行：https://law.wkinfo.com.cn/judgment-documents/detail/MjAzOTU3NTUzNzc。

② 张志旺：《证券虚假陈述中董监高的“内部人”民事责任》，载《投资者》2022 年第 3 期（总第 19 辑）。

③ 参见 John C. Coffee Jr.，“Gatekeeper Failure and Reform：The Challenge of Fashioning Relevant Reforms，” 84 Boston University Law Review 301，301—364（2004）。

续 表

判决文书号	案 件 名 称	被 告	身 份	责任比例
(2021)粤 01 民初 1274 号	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(一审)	中天运会计师事务所	会计师事务所	30%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(一审)	北京大成律师事务所	律师事务所	10%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(一审)	北京中企华资产评估有限责任公司	资产评估公司	10%连带
(2023)粤民终 4999 号	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	广东广州日报传媒股份有限公司	发行人/上市公司	100%
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	赵文华	董事、总经理	50%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	陈广超	副总经理、董事会秘书	100%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	叶玫	香榭榭丽实际控制人	100%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	乔旭东	香榭丽股东	100%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	东方证券承销保荐有限公司	财务顾问	30%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	中天运会计师事务所	会计师事务所	30%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	北京大成律师事务所	律师事务所	5%连带
	粤传媒证券虚假陈述责任纠纷案(二审)	北京中企华资产评估有限责任公司	资产评估公司	5%连带

数据来源:根据粤传媒公开披露的相关诉讼公告整理。①

① 参见广东省广州市中级人民法院(2021)粤 01 民初 1274 号民事判决书、广东省高级人民法院(2023)粤民终 4999 号民事判决书;山东省青岛市中级人民法院(2025)鲁 02 民初 778 号民事判决书。粤传媒公开诉讼公告:2023 年 5 月 19 日,https://roll.sohu.com/a/676936340_115433;2024 年 8 月 31 日,https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-08-31/doc-incmntaw2857891.shtml。

（三）责任豁免：适用门槛较高，举证责任倒置

根据证券法第85条确立的过错推定原则，董监高欲免除责任，负有证明自身已“勤勉尽责”、没有过错的举证责任。实践中，成功免责的案例极少，其抗辩事由多见于“在违法行为发生后才任职”或“已穷尽合理核查手段但仍未能发现舞弊”等极端情形。①

责任豁免的审查，主要围绕任职期间是否涵盖违法行为、是否实际参与相关事项，以及是否提交客观、可核验的履职证据展开。参与会议、提出建议和审阅专业报告等行为，需要结合其具体内容判断能否证明已尽合理注意义务；离职或任职时间短，也应结合被诉行为的发生及持续期间评价。成功抗辩的关键，在于提供能够反映实际履职过程的证据。②

联建光电公开诉讼公告披露，董事长刘虎军被判承担连带赔偿责任。由此进一步讨论合理注意义务的边界，仍应回到证券法第85条的过错推定规则：舞弊行为具有隐蔽性，并不当然证明董监高已尽勤勉义务；董监高仍需以具体履职记录，说明其采取了当时条件下合理的核查措施。对独立董事、监事等履行监督职责的人员，尤其需要结合其职能定位、信息可得性与实际履职过程，避免仅凭签字或身份作同质化归责。③④

对于不承担赔偿责任的裁判结果，应结合责任成立要件和举证情况分别理解。责任比例为0%的结果，并不当然意味着法院已对当事人的全部履职行为作出肯定评价；任职期间、诉讼请求范围以及无过错抗辩等因素，均可能影响裁判结论。⑤

二、法院裁量的四大核心维度：一种多因素的司法衡平框架

法院在划分责任比例时，并非任意裁量，而是基于一套日益清晰、综合考量多重因素的司法衡平框架。此框架主要围绕以下四个核心维度展开，其内在逻辑与公司

① 参见《中华人民共和国证券法》（2019年修订）第85条；《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）第14条、第16条。

② 参见黑龙江省哈尔滨市中级人民法院（2025）黑01民初253号民事判决书。

③ 参见广东省深圳市中级人民法院（2019）粤03民初2196号民事判决书。连带责任结果见联建光电2021年8月14日公开诉讼公告，https://epaper.cs.com.cn/zgzqb/html/2021-08/14/nw.D110000zgzqb_20210814_1-B030.htm。

④ 参见李志刚、邹宇、叶林等：《证券虚假陈述纠纷中独立董事的赔偿责任：案例、法理与制度完善》，载《人民司法》2022年第1期。

⑤ 参见青海省西宁市中级人民法院（2020）青01民初448号民事判决书；山东省青岛市中级人民法院（2025）鲁02民初778号民事判决书。

治理中的“信义义务”(Fiduciary Duty)理论高度吻合,即根据职位所赋予的信义义务内容与强度,来判断其违反义务的过错程度。

(一)职务层级与法定职责:责任划分的静态基础框架

决策层(如董事长、总经理)对公司信息披露负有最终的保证与监督义务,责任最重;关键执行层(如财务总监、董事会秘书)对信息披露的直接编制与审核负有专责,责任次之;监督层(如独立董事、监事)则主要承担核查与监督义务,责任相对最轻。司法实践通过判例不断细化不同岗位的履职标准。相关裁判通过考察不同岗位的实际履职情况,划分差异化的连带比例。例如,未履行积极监督职责的监事会主席被判承担50%的责任,而主要依赖管理层提供信息、履行形式监督的独立董事责任仅为5%,诠释了“权责一致”原则,与英美法系通过判例确立董事“商业判断规则”(Business Judgment Rule)但要求其履行“注意义务”(Duty of Care)的司法逻辑有异曲同工之妙。①

这种基于岗位信义义务内容与强度来分配责任的逻辑,与公司治理的经典理论深度契合。Easterbrook 和 Fischel 在其奠基性著作《公司法的经济结构》中指出,公司法的核心功能在于通过一套默认规则降低交易成本,而信义义务(Fiduciary Duty)正是约束公司代理人的关键机制(Easterbrook and Fischel, 1991)。董事、高管作为公司资源的受托管理者,其义务强度理应与其对公司的控制权和信息优势相匹配。我国司法实践对决策层、执行层和监督层进行责任梯次划分,正是这一经济学原理的法律体现:拥有最终决策权的董事长、总经理被赋予最重的保证义务,而主要履行监督职能的独立董事则承担相对较轻的核查义务,这符合风险与收益、权力与责任相匹配的效率原则。②

进一步而言,Smith 提出的“关键资源理论”为理解不同岗位的义务差异提供了另一个视角(Smith D G. 2002)。该理论认为,信义义务的产生源于一方(受托人)对另一方(委托人)关键资源的控制。在上市公司语境下,董事长、财务总监控制着公司信息披露这一“关键资源”的核心环节,因此其负有的忠实与勤勉义务也最为严格;而独立董事虽不直接控制日常经营信息,但其监督权本身也是一种对公司治理健康这一“关键资源”的间接控制,因此其义务内容更侧重于程序上的审慎与质疑。我国法院

① 关于商业判断规则与董事注意义务,参见 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984); Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872—873 (Del. 1985)。

② 参见 Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1991。

在划分责任时,实质上是在司法裁量中内化了这些理论考量,使“过罚相当”不仅是一个法律原则,也成为一个蕴含经济理性的治理工具。①

(二)主观过错与行为性质:责任认定的动态核心标尺

行为人的主观状态是区分责任性质与量度的关键。法院在裁判叙述中常沿“故意—重大过失—一般过失”的语感区分轻重,但第13条实质上将可追责过错锚定于故意与重大过失两极,所谓“一般过失”在董监高连带责任语境下,实指未达到第14条所要求的合理核验标准、构成对重大义务的懈怠。“故意”参与或“重大过失”(如严重违反基本的注意核查义务)通常导致重责。从相关裁判的责任划分看,对直接筹划造假的行为、明知而配合编制的行为,以及严重违反注意义务的监督失职行为,存在分别适用15%、10%、5%等比例的处理思路。主观过错的差异,应结合具体参与方式和履职事实加以说明,而不宜仅以职务名称替代判断。这种对主观过错的梯度化审查,是侵权法过错责任原则在证券法领域的精密应用。②

(三)因果关系强度:连接过错与损害的定量纽带

法院需审慎评估特定失职行为与投资者损失之间的“法律上的因果关系”及其原因力大小。云投生态案中,法院依据各责任人在造假中的作用力,将责任划分为70%(组织、策划者)、20%(执行者)、10%(监督失职者)三个层次,本质上是将抽象的因果关系理论转化为可量化的裁判技术。相关裁判中亦有适用0.3%较低连带比例的情形,体现了对行为与损害之间原因力大小的考量。该实践与侵权法中的“相当因果关系”理论及“比例责任”理念相契合,相较于美国《1995年私人证券诉讼改革法案》(PSLRA)在某些情况下对所有责任人施加连带责任的规定(Private Securities Litigation Reform Act,1995),我国的比例责任模式在某些方面可能更具灵活性与公允性。③

中美两国在证券虚假陈述民事责任追究模式上的差异,根植于各自不同的市场环境与司法理念。美国PSLRA确立的“比例责任”主要适用于非故意违法行为,且设置了以被告个人责任比例为基础的赔偿上限,其初衷是防止“深口袋”效应导致的外

① 参见D. Gordon Smith, “The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty,” 55 Vanderbilt Law Review 1399, 1399—1497(2002)。

② 参见《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)第13条、第14条;广东省高级人民法院(2023)粤民终4999号民事判决书;上海金融法院(2024)沪74民初199号民事判决书。

③ 参见云南省高级人民法院(2017)云民终401号民事判决书;成渝金融法院(2024)渝87民初600号民事判决书、重庆市高级人民法院(2025)渝民终354号民事判决书。云投生态公开文书见威科先行:https://law.wkinfo.com.cn/judgment-documents/detail/MjAyMzcxMjc2MTQ。

部董事和中介机构承担过重连带责任,以保护市场专业人士的参与积极性。然而,PSLRA 的适用以区分“故意”和“非故意”为前提,在欺诈事实难以绝对界定的复杂案件中,这一区分本身就可能引发争议。相比之下,“比例连带责任”并不以严格区分故意与否为唯一前提,而是将“过错程度”与“原因力大小”作为综合裁量因素,法院可以根据行为人在造假链条中的实际作用(如组织策划、具体执行、监督失察)进行更精细化的比例划分。这种模式避免了非黑即白的责任认定,更具灵活性。①

Sale 和 Thompson 的研究指出,有效的公司披露制度需要在威慑欺诈与鼓励信息生产之间取得平衡(Sale and Thompson,2015)。过严的连带责任可能抑制专业人士担任独立董事,而过松的责任则无法遏制欺诈。我国当前司法实践探索的精细化比例责任,正是试图在这两者之间寻找更优的平衡点:通过对“首恶”课以重责形成强力威慑,同时对过失程度较轻、原因力较小的参与者(如部分独立董事)适用较低比例甚至豁免,以维持公司治理生态的可持续性。这种基于多维度衡量的裁量框架,或许能为全球范围内解决证券集团诉讼中责任分配过严或过宽这一普遍难题,提供一种新的“中国方案”思考。②

(四)履职行为的合理性:责任减免的“安全港”检验

对于不参与日常经营的外部人士,法院重点考察其履职过程是否“合理”。新虚假陈述司法解释第16条(独立董事)、第17条(保荐人、承销商及证券服务机构过错认定)等条款,为其确立了“合理信赖”专业机构意见或已履行特定勤勉行为的免责路径。实践中,应综合考察独立董事、监事是否尽到与自身专业能力相匹配的调查义务、是否基于可靠信息进行判断。乐视网案的公开主文摘录涉及0.5%的较低连带比例,反映了个别责任人的责任范围可以受到限制。对于责任减免的理由,则仍需分别考察任职期间、信息获取条件、异常信号及具体履职证据。“客观上的发现困难”并不等同于“法律上的勤勉尽责”,责任判断应在追究失职与保护善意、勤勉履职者之间保持平衡。③

---

① 参见 Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104 - 67, § 201, 109 Stat. 737 (1995), codified at 15 U.S.C. § 78u - 4(f),其中 § 78u - 4(f)(2)(A)规定明知违法者承担连带责任,§ 78u - 4(f)(2)(B)规定其他被告原则上承担比例责任。

② 参见 Hillary A. Sale and Robert B. Thompson, “Market Intermediation, Publicness, and Securities Class Actions,” 93 Washington University Law Review 487, 487—552(2015)。

③ 参见《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)第16条、第17条;北京金融法院(2021)京74民初111号民事判决书;黑龙江省哈尔滨市中级人民法院(2025)黑01民初253号民事判决书;广东省深圳市中级人民法院(2019)粤03民初2196号民事判决书。境外规则可参见 Companies Act 2006, c. 46, § 174;8 Del. C. § 102(b)(7)。乐视网责任比例的公开主文摘录参见2023年9月24日文章,https://finance.sina.cn/stock/ssgs/2023-09-24/detail-imznukhn5814392.d.html?cid=76707&node_id=76707。

三、当前实践面临的突出挑战：精细化与确定性

精细化追责在彰显司法进步的同时，也在实践中暴露出规则供给与复杂现实之间的张力，影响着制度效果的充分发挥。

（一）裁判尺度存在差异，法律适用的统一性与可预期性有待提升

尽管裁量框架趋同，但不同案件对监督失职责任的比例判定仍存在差异。相关裁判中，既有0.5%的较低比例，也有4%、3%、3%等比例。仅凭数值差别，尚不足以认定裁判尺度不一；仍需进一步比较各责任人的职能、履职过程、信息获取条件与过错程度。对于表面上同属监督失职而责任范围存在差别的情形，裁判说理尤其需要说明其事实基础与评价依据。①

这一差异的成因，可从三个层面分析：其一，法律规则层面，新虚假陈述司法解释仅规定了“过错程度、原因力大小”等原则性标准，未给出具体比例区间或判断细则，法院具有较大的裁量空间。其二，在事实认定层面，对造假隐蔽性、独立董事合理核查能力以及异常事项是否应引起关注的评价，均可能影响“勤勉尽责”的判断。其三，司法技术层面，损失核定方法（如系统风险扣除比例）的差异，也会影响最终赔偿数额。这种不确定性影响了市场，特别是潜在独立董事等外部人士的行为预期，长远看可能与注册制下吸引专业人才完善公司治理的目标产生一定冲突。

（二）关键岗位“勤勉尽责”的司法认定标准仍显模糊

对于独立董事、监事而言，何种程度的调查、质询可构成“勤勉尽责”的“安全港”，实践中缺乏清晰、统一的指引。归纳相关案件的责任审查思路，可以从以下三个方面观察其边界：

其一，时间边界。任职时间短或在违法行为发生后任职，本身并非免责事由。应结合任期内是否存在持续的失实披露、是否参与相关报告审议，以及是否对审计意见和其他“异常信号”作出积极回应，判断其是否尽到合理审查义务。②

其二，行为边界。在发现审计机构出具“否定”意见或“保留”意见后，是否主动质询、督促整改并推动完善内控制度，是评价履职合理性的具体观察点。“勤勉尽责”

---

① 参见北京金融法院（2021）京74民初111号民事判决书；上海金融法院（2025）沪74民初3299号民事判决书（先行判决）。

② 参见山东省青岛市中级人民法院（2025）鲁02民初778号民事判决书；上海金融法院（2025）沪74民初3299号民事判决书（先行判决）。

不仅要求独立董事在审议文件时保持审慎,更要求其在发现异常信号后采取与职责相适应的积极行动。

其三,证据边界。会议纪要、沟通记录、质询函及调查材料等客观、可核验的履职证据,有助于证明履职过程;仅以“不从事日常经营管理”“相信管理层提供的资料”等理由抗辩,难以替代具体举证。“客观上的发现困难”并不等同于“法律上的勤勉尽责”,董监高仍需说明其在当时条件下采取了哪些合理核查措施。

(三)投资者维权效率与责任最终穿透面临现实梗阻

对投资者而言,向众多承担不同比例责任的被告分别求偿,程序复杂、成本高昂。在涉及发行人、实际控制人、不同岗位董监高与中介机构的案件中,责任范围可能同时包括全额连带及5%、4%、3%等不同比例的连带责任。投资者需要分别辨明各主体的责任范围,并在诉讼及执行中协调请求,维权负担由此增加。①

对上市公司而言,司法判决虽厘清了外部责任,但对外赔偿后向有过错个人(尤其是“首恶”)进行内部追偿的案例极少。相关裁判中,既有实际控制人承担全额连带、其他责任主体承担5%连带责任的情形,也有部分董监高不承担责任的结果。此类差异说明,对外责任的认定仍须落实到具体主体;责任主体较多、责任范围不同,也会增加投资者维权与公司后续追偿的复杂性。②

更深层次地看,“追偿穿透”面临三重制度悖论:其一,举证悖论。上市公司对外赔偿后,向董监高追偿时,需证明董监高存在“具体侵权行为”。但对外赔偿判决中,法院通常仅认定“过错推定”下的连带责任,并未具体查明每个董监高的具体侵权行为。这导致追偿诉讼中,上市公司面临“举证不能”的困境。其二,利益悖论。上市公司对外赔偿后,其实际控制人往往仍是追偿对象(如乐视网案中的贾跃亭)。但实际控制人可能已无力赔偿,或已通过关联交易转移资产。上市公司向其他董监高追偿,又可能面临“内部人”的抵制,导致公司治理恶化。其三,激励悖论。上市公司对外赔偿后,是否积极行使追偿权,取决于公司治理结构。如果公司仍由原实际控制人控制,追偿动力不足;如果公司已更换管理层,追偿又面临“历史遗留问题”的复杂性。民事赔偿责任未能有效穿透至最终责任人,削弱了“追首恶”的惩戒与预防效果,也可能产生变相由公司(即全体股东)为个人过错“买单”的道德风险。上述问题固然折射出深层结构张力,但较可操作且审判权可直接驱动的改进,仍

① 参见上海金融法院(2025)沪74民初3299号民事判决书(先行判决)。

② 参见黑龙江省哈尔滨市中级人民法院(2025)黑01民初253号民事判决书。

在于前文所述查明次序的有序化与裁判说理的可检验化，而非诉诸超越审判职能的治理化方案。①

四、完善路径：以追首恶为锚点，提升责任划分的可检验性与可预期性

从前文判例梳理可见，当前司法实践已在全部连带、比例连带与责任豁免的三级体系之上，依托职务层级、主观过错、原因力与履职合理性四维框架，形成趋于精细化的追责轮廓。但裁量仍表现出一定问题，例如同类情节连带责任比例落差偏大，勤勉尽责抗辩审查时有概括化倾向，判决对各被告个体行为形态的区分书写不够充分，进而影响上诉审查与类案参照时的核对效率。对此，应立足于证券法第 85 条过错推定架构与新虚假陈述司法解释已供给的规则，尤其是关于过错审查要素的第 14 条、关于独立董事免责要件的第 16 条、关于控股股东与实控人组织指使责任及追偿安排的第 20 条、关于责任分担的第 23 条等，把裁量过程进一步结构化、证据化、文书化，使比例责任真正成为可复核、可对齐的司法技术。②

（一）理顺事实查明层次，将“首恶”责任认定前置为查明的优先轴心

当前部分案件出现首恶隐身与签字层承压并存，或反之人人打折源头不清，其根源往往不在于规则缺位，而在于对控股股东、实际控制人是否构成组织指使这一核心事实节点，未作为优先查明的轴心来排布举证与质证序列。

首先，宜将组织指使的认定前置为审理事实主轴之一。法庭在证据交换与庭审查明阶段，应围绕涉诉虚假陈述事项，重点组织对资金链路与闭环、关键决策审批轨迹、内部控制是否被破坏、是否存在支配性影响力操控信息披露决策的痕迹证据进行集中举证与质证。对已为生效行政处罚或刑事判决所确认的造假事实与主要组织指使者身份，可依民事诉讼证据规则将其作为具有高度证明力的事实基础导入责任分配框架，从而避免将首恶问题与董监高内部比例问题拖入同一平面的均匀争议。③

---

① 关于发行人承担证券侵权责任后的内部追偿问题，参见云南省高级人民法院（2017）云民终 401 号民事判决书。

② 参见《中华人民共和国证券法》（2019 年修订）第 85 条；《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）第 14 条、第 16 条、第 20 条、第 23 条。

③ 参见《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》（2019 年修正）第 10 条。

其次,在首恶事实轮廓初步钉定后,再将其余被告按功能角色分流处理。对证据指向其亲自参与编制虚假文件、下达造假指令、安排资金循环或阻挠核查取证的,归入较重责任区间。对不直接实施虚假陈述但对公司信息披露负有保证义务,且对可得而知的重大异常未启动最低限度质询与异议留痕的,归入监督失察层,进入比例连带的精细化裁量通道。独立董事、监事依据第16条提出的免责抗辩,则应置于这一分层之后核验,以防止比例技术被误用为新形式的签字层连坐或源头责任稀释。

再次,这一层次化处理的关键不在于提前定性,而在于查明结构有序化:先回答是否有人组织指使、谁处于造假生态链核心,再分层叙述其余人在信息链上各站何处、可控何类材料、遗漏何种核验,从而为责任比例提供事实骨架,亦与第20条所体现的追首恶取向保持逻辑一致。

(二)将过错与勤勉尽责审查嵌入可核验的要素轨道,压缩概括式裁量

当前"勤勉尽责"适用层面的不确定性,更多来自审查方法而非新虚假陈述司法解释第14条、第16条的规范供给不足。

首先,以实质职权与信息可控性而非章程头衔确定基准义务。审理中宜结合任职文件、审批流程、会议签到与发言材料、签发轨迹,判断被告在涉诉虚假陈述事项(如收入确认、关联交易、资金占用或并购标的业绩)的信息链上,属于信息控制者与把关者,抑或程序性监督者,使义务强度差异落到可核验的事实分布上,而非停留在"董事义务一体适用"的观念层面。这一做法与第14条第1款所列审查要素,例如工作岗位和职责中所起作用、取得和了解相关信息的渠道、为核验相关信息所采取措施等实际情况等,在方法论上完全对应。①

其次,将主观过错的梯度判断转为行为痕迹证据的梯度审查,并依据第14条第2款统一排除不充分抗辩。审查重心应从被告是否自称善意,转向可检验的行为记录,例如是否存在支配或指使的行为链证据;对异常信号(如审计机构反复出具非标意见、核心交易对手与现金流明显背离、重大关联交易线索未纳入审议)是否存在零质询、零补充核查要求、零书面追问留痕;是否存在阻挠审计、隐瞒关联方材料等加重因子。仅以不从事日常经营管理、无相关职业背景、信赖管理层或中介意见等作概括性主张的,依第14条第2款不应作为推翻过错推定的独立理由,审查应回到被告是否

① 参见《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)第14条第1款。

提交第 14 条第 1 款所要求的可核验履职留痕这一真正检验点。①

再次，第 16 条第（二）项所塑造的独立董事免责通道，宜围绕“异常信号—积极行动—书面留痕—外向报告”的链条作一致性把握。任职时间短本身不当然免责，关键看任职窗口期内是否对异常信号作出可记录的回应；合理信赖专业意见不等于将核验义务整体外包，而应伴随对关键假设与异常提示的最低限度质询与书面记录；异议通道之启用（书面异议、督促整改、向证券交易场所或监管部门书面报告）应成为免责核验的核心观察点，而非仅凭内心不赞同即进入保护。②

（三）推动裁判文书说理的结构化

比例连带制度的效果不仅取决于当庭如何分比例，还取决于判决这一最终输出物是否把各被告的行为形态与过错依据写清楚。当前部分对外赔偿判决对责任人个体行为形态的区分偏粗，其更直接的问题在于：当事实认定层过于概括时，裁判本身的可检验性、上诉审查的对焦效率以及类案间的说理对齐都会受损；反之，若经审理查明与理由部分对各主体责任路径分别叙述，则裁判的正当性说明更强，也更贴近第 20 条第 1 款所追求的由判决直接对准首恶、减少不必要的程序空转这一制度取向。③

首先，宜在经审理查明或判决理由部分，对各被告的角色形态作区分式叙述：谁的行为更接近组织指使范畴，谁被认定直接参与执行，谁的过错形态属于监督失察，谁因第 16 条举证成立而不构成过错。此种写法不改变实体结论，但能把责任分配从一种综合考量的印象式表达，转为可逐条核对的事实结构，便于上级法院审查，也便于同类案件在说理技术上形成稳定参照。

其次，主文表述宜继续沿用发行人总赔偿额的一定比例范围内承担连带清偿责任之规范格式，并在理由段点明该比例所对应的过错层级方向与原因力考量因子，例如行为距虚假陈述之远近、信息环节可控性、参与持续时间及是否存在加重或补救情节。避免将责任分配压缩为只给一个数字、理由回到综合考量，说理越可追溯，裁判尺度越可能从技术内部趋于收敛，而非依赖地域性直觉。

---

① 参见《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）第 14 条第 2 款。

② 参见《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）第 16 条第 2 项。

③ 参见《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）第 20 条。

再次,在前端证据组织上,可在既有程序框架内更充分运用行政查处与刑事认定事实的证明力权重。对行政处罚决定书、刑事判决已查明的基本违法事实,例如造假存在、主要策划与执行者等,依据民事诉讼证据规则处理其可采信性与证明力,减少当事人在民事程序中就同一核心事实反复拉锯,提升审理效率与认定稳定性。该取向与当前严格公正执法司法、追首恶打帮凶并重的政策导向相一致,且不涉及增设跨部门硬制度,操作上更贴近民事审判的可行边界。①

(责任编辑:沙含　刘霄鹏)

① 参见《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》(2019年修正)第10条;最高人民法院、中国证券监督管理委员会:《关于严格公正执法司法　服务保障资本市场高质量发展的指导意见》,2025年5月15日。