

证券虚假陈述民事赔偿责任追究现状及法律问题研究

王蕊* 回懿**

上市公司信息披露历来是证监会、深圳及上海证券交易所对上市公司监管的重点。近些年来,依法监管、全面监管、严格监管已成体系,这对于维护资本市场秩序起到了积极的作用。只是,对于信息披露违法违规行为的约束,单纯依赖行政监管有其局限性。当前,证券虚假陈述民事赔偿责任的诉讼风起云涌、快速发展,越来越多的市场主体及相关部门成为上市公司信息披露监督、投资人权利保护的参与主体。各类投资人、维权律师、中小投资者服务中心、上市公司、监管部门、法院、仲裁机构、各类调解机构等成为主要参与者,共同促进了证券虚假陈述民事赔偿责任(以下简称证券虚假陈述责任)制度的发展,进一步完善了资本市场的约束机制。

上海锦天城(青岛)律师事务所近年来已参与多起证券虚假陈述责任案件争议解决,有代表上市公司的,也有代表投资人的,还有律师作为调解员参与相关调解,因此更加关注此类争议解决的状况和趋势。通过相关大数据分析,结合实践经验,证券虚假陈述责任争议解决当前大致有如下特征。

一、证券虚假陈述责任诉讼案件急速增长

根据在 Alpha 系统中检索“案由:证券虚假陈述责任纠纷”的结果显示,近几年有关证券虚假陈述的诉讼案件数量和情况大约如图 1^① 所示。

* 上海市锦天城律师事务所高级合伙人。

** 上海锦天城(青岛)律师事务所律师助理。

^① 裁定案件仅统计驳回起诉和原告撤诉两种类型。调解指诉讼调解,2015~2018 各年数量分别 0 件、2 件、1 件、0 件,通知指执行通知,2015~2018 各年数量分别 0 件、0 件、18 件、1 件。

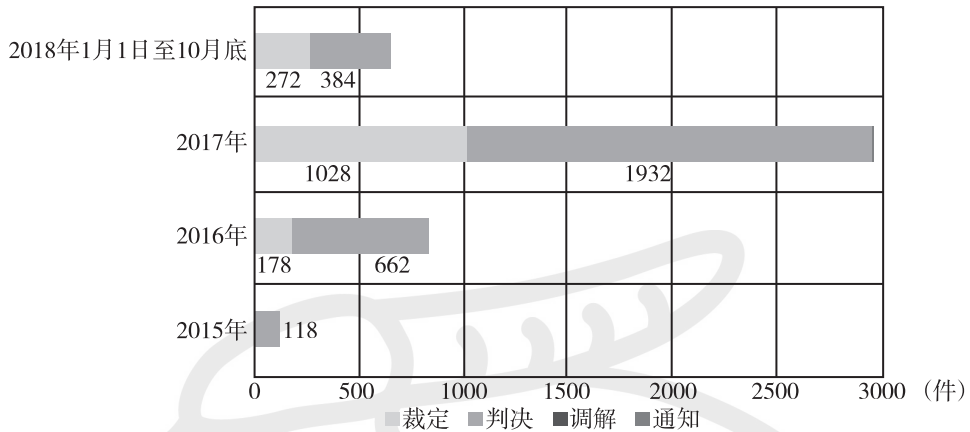


图1 近年来证券虚假陈述诉讼案件数量和裁判情况统计

如图1所示,近年来证券虚假陈述诉讼案件的数量急速增长,2017年呈“井喷”发展,2018年有所回落。股民利用民事赔偿机制维护投资者权益的意识在增强,甚至出现了一些专做此类业务的民事赔偿律师,他们发现上市公司有虚假陈述行为后,主动发动投资者维权并征集投资者授权代理诉讼,采用前期不收费、按赔偿金额的一定比例收费的风险代理模式,推动了民事赔偿责任诉讼的发展。从现有数据看,对于证券虚假陈述案件,相对于裁定及调解,法院判决的比例较高。

根据《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)(以下简称《若干规定》)第11条规定:“人民法院受理虚假陈述证券民事赔偿案件后,受行政处罚当事人对行政处罚不服申请行政复议或者提起行政诉讼的,可以裁定中止审理。人民法院受理虚假陈述证券民事赔偿案件后,有关行政处罚被撤销的,应当裁定终结诉讼。”因此,该类案件法院判决的前提为生效的行政处罚。与该等诉讼相关的证券虚假陈述行政处罚近几年数量变动情况如图2~图5^①所示(数据来源于威科先行)。

^① 地方监管局的处罚主体为各地方监管局,如“中国证监会北京监管局”。有些行政处罚只涉及投资者或上市公司的相关责任人员。

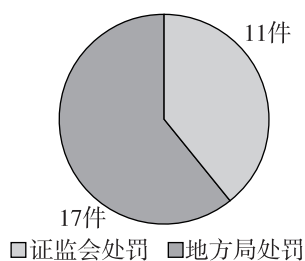


图2 2015年证券虚假陈述行政处罚统计

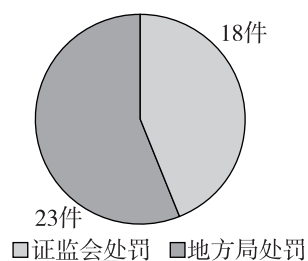


图3 2016年证券虚假陈述行政处罚统计

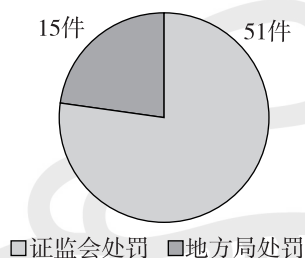
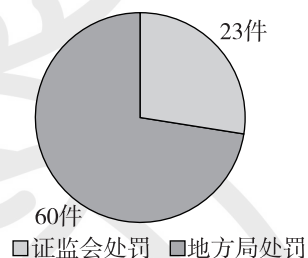


图4 2017年证券虚假陈述行政处罚统计

图5 2018年1月至10月底
证券虚假陈述行政处罚统计

行政处罚数量近几年是上升状态,地方监管部门发挥着越来越重要的作用。虽然从件数看并不太多,但因为被处罚的上市公司投资人众多,而目前没有集团诉讼机制,因此一个行政处罚可能引发的虚假陈述民事赔偿案件数量因起诉主体不同呈现案件数量要远多于行政处罚案件数量的状态。

与该等诉讼相关的证券虚假陈述行政处罚近几年涉及的上市公司数量变动情况如图6所示:

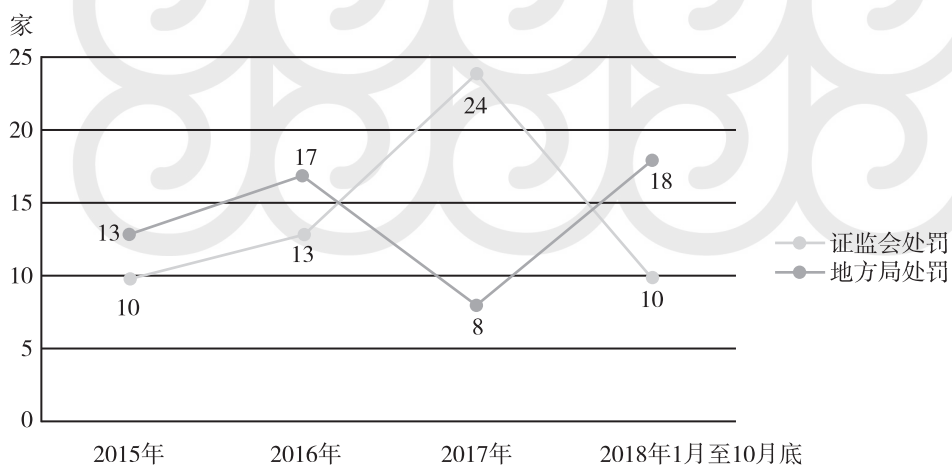


图6 近年来行政处罚涉及的上市公司数量

数据来源:威科先行。

在3000多家上市公司中,行政处罚涉及的上市公司数量并不多,但威慑作用已充分显现,一些大案要案的查处影响巨大,况且目前此类案件的诉讼时效为3年,即因该等行政处罚产生的诉讼案件起诉时间可以持续3年。上市公司、上市公司大股东及其实际控制人所受行政处罚对后续该公司资本运作会产生深远的影响。

二、证券虚假陈述责任案件的裁判情况

(一)案件的主要争议点

1. 虚假陈述行为是否成立

虚假陈述行为的成立是投资者进行民事索赔的前提。

根据最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(法明传[2001]43号)，“人民法院受理的虚假陈述民事赔偿案件,其虚假陈述行为,须经中国证券监督管理委员会及其派出机构调查并作出生效处罚决定。当事人依据查处结果作为提起民事诉讼事实依据的,人民法院方予依法受理”。2015年5月1日,人民法院立案登记制全面实施,根据最高人民法院印发的《关于人民法院推行立案登记制改革的意见》,“坚持有案必立、有诉必理。对符合法律规定条件的案件,法院必须依法受理,任何单位和个人不得以任何借口阻挠法院受理案件”。2015年12月,最高人民法院发布《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》,提出“根据立案登记司法解释规定,因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件”。因此,在立案登记制度改革后,法院对于虚假陈述诉讼案件不再以行政处罚或刑事判决为立案的前置条件,但是对于上市公司及其相关人员的判决还是以生效的行政处罚为准。

根据检索结果,对于上市公司受到了中国证监会及其派出机构的行政处罚的案件,法院不再对上市公司是否构成虚假陈述进行判定。

但也有少数案件[参考(2012)琼民二终字第138号],上市公司仅因为信息披露违规行为受到处罚,并没有明确其行为是否构成虚假陈述。法院根据相关法律规定,对上市公司的违法行为的性质进行了判定。根据《若干规定》第17条第1款规定:证券市场的虚假陈述,是指信息披露义务人违反证券法律规定,在证券发行或者交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。换言之,构成虚假陈述的前提是要“违反证券

法律”，而且要具体针对“重大事件”。根据《若干规定》第17条第2款规定：“对重大事件，应当结合证券法第五十九条（现第63条）、第六十条（现第65条）、第六十一条（现第66条）、第六十二条（现第67条）、第七十二条（现第77条）及相关规定的內容认定。”在判例中，法院会根据上市公司具体实施的行为进行分析，判断其是否针对“重大事件”进行了虚假记载、误导性陈述或重大遗漏等行为，进而判断上市公司的违法行为是否构成虚假陈述。

2. 虚假陈述是否须承担民事赔偿责任

上市公司承担民事赔偿责任需要满足一定构成要件：一为上市公司实施了虚假陈述行为；二为投资人购买了相关的股票并遭受了损失；三为虚假陈述行为与投资者的损失之间存在因果关系。在司法实践中，法官首先需要判定虚假陈述行为实施、揭示或更正的日期，并结合投资者买卖股票的具体日期来判定虚假陈述行为是否与投资者的损失之间存在因果关系。

（1）虚假陈述实施日、揭露日、更正日的认定

根据《若干规定》第20条规定：“本规定所指的虚假陈述实施日，是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。虚假陈述揭露日，是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上，首次被公开揭露之日。虚假陈述更正日，是指虚假陈述行为人在中国证券监督管理委员会指定披露证券市场信息的媒体上，自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。”

根据法院裁判观点[参考(2015)云高民二终字第136号]，虚假陈述实施日为上市公司作出或发生虚假陈述之日，如果上市公司作出了一系列虚假陈述行为，例如在年报、半年报中虚增资产，由于一系列虚假陈述行为内容一致、性质相同，其虚假陈述实施日应为其一系列虚假陈述行为首次实施之日。

关于揭露日和更正日，法院一般将第一次系统、完备地向公众披露了上述重大事件的时间确定为揭露日或更正日[参考(2015)粤高法民二终字第1041号]，二者的区别在于前者为公司主动披露，后者为公司的虚假陈述行为被动公开。在现实中关于揭露日和更正日有两种不同观点：一种是以关于虚假陈述的立案调查公告日为披露日，另一种是以行政处罚的预公告日为披露日。前者主要理由是立案调查公告已对虚假陈述进行了充分的披露，虽然没有最后定论，但基于投资者的理性判断，已达到风险提示的作用。后一种观点除考虑披露的充分性外，还考虑该信息对股价的影响，兼顾价格敏感性因素。该观点，认为若上市公司仅仅公告受到监管部门调查或者

被媒体披露涉嫌违法行为的简短报道并不能引起投资人的足够重视,对上市公司的股价影响不一定大。当上市公司行政处罚預告披露后,相对地会对股价有更大的影响,因此,基于对股价的敏感性,更倾向于以行政处罚的預告日为披露日。

(2)上市公司虚假陈述行为与投资者的损失之间是否存在因果关系

根据《若干规定》第18条规定:“投资人具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系:(一)投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(二)投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券;(三)投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。”

根据《若干规定》第19条规定:“被告举证证明原告有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系:(一)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券;(二)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资;(三)明知虚假陈述存在而进行的投资;(四)损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致;(五)属于恶意投资、操纵证券的。”

根据上述规定,投资人必须在法律规定的时点内买入与虚假陈述直接关联的证券,并因持有或卖出证券发生亏损,才能认定行为与损失之间的因果关系。并且不存在法律规定的免责情形。在判例中[参考(2017)粤民终459号、(2015)云高民二终字第143号],部分投资者因为买入时点不符合上述法律规定而被法院认定虚假陈述行为与损失之间不存在因果关系而败诉。

除了上述情形,在部分案例中[参考(2015)粤高法民二终字第1041号],法院还会根据虚假陈述的类型对因果关系是否成立进行判断。根据裁判观点,从虚假陈述行为对市场走向和投资者判断的影响模式,可以分为诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述。诱多型虚假陈述表现为信息披露义务人故意违背事实真相发布虚假的利多内容信息,或者隐瞒遗漏重大利空内容信息,诱使投资者看多并买入或持续持股;诱空型虚假陈述则表现为信息披露义务人披露虚假的消极利空内容信息,或者隐瞒遗漏重大利多内容信息,诱使投资者在股价相对低位时卖出而遭受损失。对于诱空型虚假陈述,可以根据上述的法定情形进行判断,而对于诱多型虚假陈述,判断因果关系是否成立要根据投资者是否已经享受到消息红利,如果本应享有的红利却因虚假陈述行为受到损害,则上市公司须承担损害赔偿赔偿责任。实践中,因果关系会考虑系统性风险的影响,有时是综合性影响,这对投资者损失计算意义重大。

(二) 投资者损失的计算

根据《若干规定》第19条(见上文)规定,上市公司可以举证证明投资者的损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致,从而减轻自己的赔偿责任。

在司法实践中,通常以大盘、行业板块等指数的波动情况作为判断系统风险因素是否存在以及影响大小的参考依据,而行业板块所受系统风险的影响与涉案股票又最为接近。在判例中[参考(2016)鲁民终1682号],法院会根据自揭露日至基准日期间,大盘、行业板块和涉案个股的变化来具体判断需要扣减的比例,如20%或30%。如果上市公司无法举证证明证券市场存在系统风险,仅根据个股的波动要求减轻赔偿责任,一般无法得到法院的支持。

三、案件的判决和裁定情况

(一) 投资者获赔率较高

近两年案件的判决情况大约如图7、图8所示:

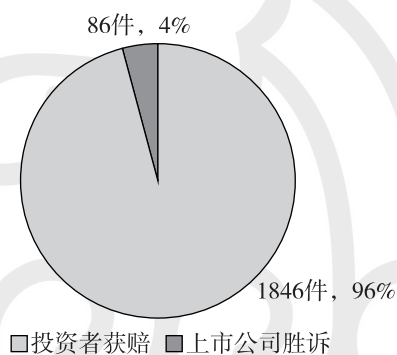


图7 2017年证券虚假陈述案件判决案件结果统计

数据来源:Alpha系统。

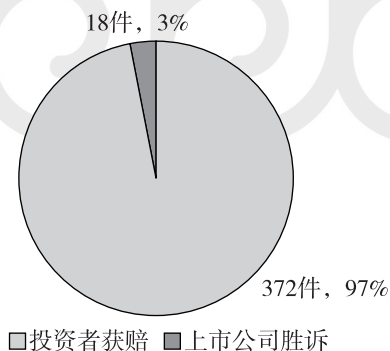


图8 2018年1月至10月底证券虚假陈述案件判决案件结果统计

数据来源:Alpha系统。

根据 Alpha 的数据统计,2017 年判决案件 1932 件约涉及 17 家上市公司,2018 年年初至 10 月底判决案件 384 件约涉及 12 家上市公司。虽然上市公司虚假陈述涉及的投资者数量众多,但由图 7、图 8 可知,近两年来证券虚假陈述案件判决结果 95% 以上均为投资者胜诉,投资者的获赔率较高。投资者获赔的理由主要为:上市公司存在虚假陈述行为,投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券,并在揭露日或者更正日及以后,卖出或持续持有该证券而产生亏损,且亏损与上市公司虚假陈述有因果关系。

而仅有少数案件,上市公司可以免除民事赔偿责任,主要理由为:虽然上市公司实施了虚假陈述行为,但投资人买入或卖出证券的时点不符合法律的规定,投资的损失与上市公司的虚假陈述行为不存在因果关系。

近两年案件的裁定情况大约如图 9、图 10 所示:

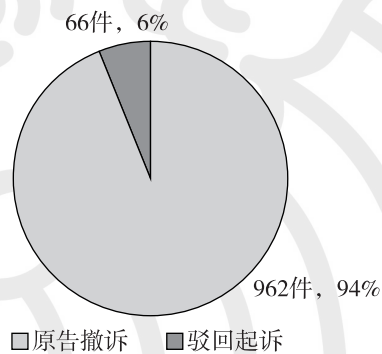


图 9 2017 年证券虚假陈述案件裁定案件结果统计

数据来源:Alpha 系统。

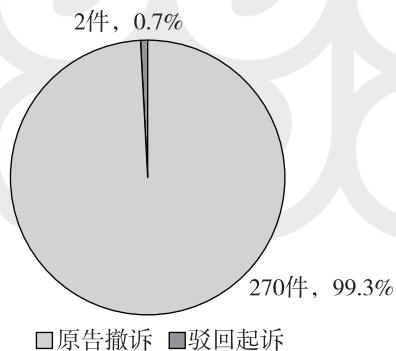


图 10 2018 年 1 月至 10 月底证券虚假陈述案件裁定案件结果统计

数据来源:Alpha 系统。

以上图 9、图 10 中的裁定,大致分为以下几种情况:

驳回起诉主要是因为案件被告(上市公司)并没有收到有关虚假陈述的行政处罚,但是投资人作为原告仍然提起诉讼。法院按现有规定受理相关案件,经审理,程序上没有行政处罚的前置条件,因此,作出驳回起诉的裁定。

原告撤诉数量较多主要是在某一上市公司证券虚假陈述责任案件中,原告众多,因没有集团诉讼的方式,每一投资人的起诉是作为单一案件立案。法院会先审理几件案件,如果结果对投资人原告不利,会导致其他投资人不再缴纳诉讼费,不再继续进行诉讼,因此,法院出具撤诉裁定。

以上这两种裁定结果,无疑会免除上市公司的责任。因此,综合判决案件和裁定案件的统计结果,上市公司不承担赔偿责任的比例是:2017年为37.64%、2018年1月至10月底为43.29%,比例略有上升,但投资者获赔仍然居多。

(二)赔偿主体除上市公司外,已出现承担连带责任的其他主体

根据笔者的检索,除实施虚假陈述行为的上市公司外,案例中已出现要求对虚假陈述负有责任的上市公司的实际控制人、董事[案号:(2017)川01民初1175号]和相关中介机构承担连带责任的判例[案号:(2018)沪民终147号]。

1. 上市公司“董监高”被判决承担连带赔偿责任

上市公司的董事、监事和高级管理人员承担过错推定的连带责任,法律依据为《若干规定》第21条的规定:“发起人、发行人或者上市公司对其虚假陈述给投资人造成的损失承担民事赔偿责任。发行人、上市公司负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员对前款的损失承担连带赔偿责任。但有证据证明无过错的,应予免责。”

以金亚科技虚假陈述案件为例[案号为(2017)川01民初1175号],上市公司金亚科技依据伪造的财务数据对外披露了2014年年报,周某某作为金亚科技实施虚假陈述行为时的董事、董事长,指使他人从事上述违法活动。其未举证证明其无过错,且在金亚科技发布的周某某辞职的公告,周某某称金亚科技涉嫌证券违法违规被立案调查的责任在本人。故应当依据法律规定承担连带责任。法院判决上市公司赔偿投资者损失,并判决董事长周某某对上述责任承担连带赔偿责任。

2. 上市公司中介机构被判决承担连带赔偿责任

中介机构承担连带赔偿责任的法律依据为《若干规定》第27条规定:“证券承销商、证券上市推荐人或者专业中介服务机构,知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述,而不予纠正或者不出具保留意见的,构成共同侵权,对投资人的损失承担连带责任。”

以大智慧虚假陈述案件为例[案号为(2018)沪民终147号],上市公司大智慧披露的2013年年度报告存在提前确认收入、虚增销售收入、虚增利润等严重违法行为,立信会计师事务所作为大智慧2013年财务报表审计机构,出具了标准无保留意见的审计报告。作为专业证券服务机构,对于审计过程中发现的重大、异常情况,未按照其执业准则、规则,审慎、勤勉的执行充分适当的审计程序,对会计原则进行适当调整,对于大智慧公司虚假陈述事件的发生具有不可推卸的重大责任,立信会计师事务所未举证证明其对此没有过错,依法应与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。法院判决维持一审判决,判决立信会计师事务所对上市公司的赔偿责任承担连带清偿责任。

根据上述判例可知,在证券虚假陈述案件中,承担赔偿责任的主体已经不仅仅局限于实施虚假陈述行为的上市公司,对虚假陈述负有责任的上市公司的董事、监事或高级管理人员以及推荐人或专业中介机构,都可能被要求对上市公司的虚假陈述民事赔偿责任承担连带赔偿责任。这一方面对于投资者如何更好地维权提供了启示,另一方面也警示了相关责任人员和中介机构,如果对上市公司虚假陈述负有责任,不仅将受到行政处罚,还会面临民事赔偿,甚至刑事处罚的风险。

四、纠纷化解方式呈现多元化

2018年11月30日,最高人民法院和证监会印发了《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》(法[2018]305号),其中指出:“建设证券期货纠纷多元化解机制,是畅通投资者诉求表达和权利救济渠道、夯实资本市场基础制度和保护投资者合法权益的重要举措。”证券虚假陈述除诉讼这一传统的司法救济手段外,各类能得到司法确认的调解也越来越多地运用到此类争议中,纠纷化解机制呈现多元化。

(一)常见的调解方式

1. 法院诉前调解,是指矛盾纠纷进入诉讼程序前,在人民调解委员会或其他非诉调解组织主持下进行调解,经双方协商解决争议的纠纷解决方式。在虚假陈述责任纠纷的案件中,可以通过诉前调解的方式,让双方当事人直接达成协议,确定上市公司赔偿投资者的金额,一次性解决虚假陈述争议。

2. 中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)的调解:投服中心下设纠纷调解部,负责接受中小投资者的委托,提供调解服务,投资者可以通过电话、网络、邮件

等方式进行申请调解,根据投服中心的统计,通过调解方式,平均7个工作日可以解决一个纠纷,并且有权威调解专家参与其中,为投资者提供了一个更便捷、更权威、更高效的纠纷解决途径。

在实践中,已出现监管部门、人民法院和投服中心等多家单位共同参与调解的案例,这不仅有利于高效率地化解双方矛盾,而且能够有效节约司法资源。

(二) 调解案例

根据最高人民法院发布的证券期货纠纷多元化解十大典型案例,^①某上市公司因未按照规定披露信息和误导性陈述行为,收到了证监会的《行政处罚及市场禁入事先告知书》,拟对其进行行政处罚。之后,多名投资者向法院提起诉讼,要求上市公司赔偿其投资损失。法院受理了该批案件,并委托投服中心调解,通过江苏证监局的指导和调解员的积极沟通,双方仅用1个月左右时间达成和解,投资者撤回起诉。该案成为资本市场上上市公司虚假陈述赔偿案件中首例行政处罚前达成民事调解协议的案例。

根据中国证券报的报道,^②某上市公司实施虚假陈述行为,在对外披露的年报中隐瞒了重大关联交易,受到了证监会的行政处罚。160名投资者对法院提起诉讼,受理法院将该案件委托投服中心调解,上市公司认为调解没有司法判决支撑,与投资者对于损失计算、重要日期认定等问题持有不同意见,投服中心通过向法院汇报,法院对其中有代表性案件进行判决的方式,以及梳理司法判例和整理实务资料的方式,通过耐心的沟通,最终让双方签署了和解协议,上市公司当场赔偿160名投资者850万元,投资者撤回了对上市公司的起诉,双方均对调解结果表示满意。

(三) 调解方式的优点

采用调解方式解决纠纷具有一定的优势:一是信息保密,相比审判公开的特点,调解保密可以让当事人免于将私密信息公之于众。二是快捷高效,法院的诉前调解较诉讼更加快捷、简易,通过双方达成合意的方式一次性解决争议纠纷。投服中心的调解也通过简化的程序为投资者提供快速的纠纷解决方式。目前多主体参与的调解案件,更能够快速、便捷地解决纠纷矛盾。三是可协商,相比于诉讼直接由法官裁判的方式,调解可以让双方当事人充分协商,对赔偿的金额、方式等事项进行约定。四

^① 《证券期货纠纷多元化解十大典型案例》,载最高人民法院网:<http://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-133471.html>,最后访问日期:2019年2月20日。

^② 《投服中心纠纷调解成功率达93% 投资者实际获赔6438万元》,载中国证券网:http://www.cs.com.cn/xwzx/201705/t20170518_5288234.html,最后访问日期:2019年2月20日。

是费用低廉,诉前调解时,当事人无须缴纳任何费用,达成协议后申请法院司法确认的也无须交纳案件受理费,投服中心的调解也不收取当事人的任何费用,有利于降低当事人的纠纷解决成本。

五、投服中心成为投资人维权的一支重要力量

根据投服中心官网及公众号、Alpha 系统、裁判文书网和百度等网站检索显示,近几年投服中心证券支持案件涉及虚假陈述案件共 10 起,其中胜诉 4 起,在审 4 起,立案 2 起。在“匹凸匹”“康达新材”“上海绿新”“安硕信息”证券虚假陈述责任纠纷案件中,投服中心成功帮助中小投资者索赔,挽回投资损失。

投服中心的宗旨是以中小投资者需求为导向,丰富中小投资者行权维权手段,建立多元化纠纷解决机制,完善中小投资者赔偿救济渠道,全心全意服务中小投资者,切实维护中小投资者的合法权益,提升资本市场法治与司法救济等软实力水平。截至 2018 年 8 月底,投服中心共持有 3533 家上市公司股票,累计行权 4757 次(场),持股行权向深度广度拓展。^①

综上所述,国内证券虚假陈述责任追究的常态化、普遍化、程序化已逐步形成,开始影响资本市场的格局,助力于投资者权益的保护,迫使上市公司要充分重视证券虚假陈述对公司的影响,如在上市公司重组并购、破产重整中,民事赔偿责任的大小会对该等行为产生重要影响,提升公司信息披露的质量。

^① 数据源自 2018 年 9 月 26 日投服中心董事长郭文英在“首届中小投资者服务论坛”上的讲话。