

证券虚假陈述民事责任划分的机理与梯级构造*

洪喜琪**

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。在此理论上，法院宜确立双阶梯级的裁判构造，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、原因力比较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。

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赔偿诉讼中各违法主体的责任划分,也细化了各市场参与方的过错认定规则,但这些规则的出台仍颇具“犹抱琵琶半遮面”之感,在实践中仍存在诸多适用难点,需要进一步予以深入的分析,以正确厘定虚假陈述民事赔偿诉讼中各违法主体的责任边界。

一、证券虚假陈述民事责任的划分难点

(一) 立法中各责任主体的功能预设

虚假陈述民事赔偿诉讼中,各责任主体的责任划分同其在发行人信息披露中的功能地位与职责分工等息息相关,应依照信息披露中的作用地位划分主次责任。对此,现行《证券法》及《虚假陈述司法解释》虽然未直接规定各责任主体的功能定位或主次关系,但从职责分工、责任认定等具体规定中可窥见立法对各责任主体的基本定位。

以功能为分界要素,可以将违法主体分为:发行人、发行人内部人、中介机构以及发行人交易方等其他第三人。其中,第一类是发行人,作为信息披露义务主体,其是造成证券虚假陈述的直接违法主体,处于信息披露中的首要地位,且在虚假陈述纠纷发生时,发行人承担无过错责任;第二类是发行人内部人,包括发行人控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等人员,这些内部人在发行人进行信息披露的整个过程中负责制作、审核信息披露文件,保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性,对发行人的虚假陈述行为负有主要责任,现行法规定应承担过错推定责任;第三类是保荐机构、承销商、会计师事务所、律师事务所等中介机构及其直接责任人员,作为证券市场的“看门人”,其负责对发行人信息进行核实、验证与加工,缓解证券市场中的信息不对称问题,为发行人提供证券质量担保,置于信息披露中的辅助地位,对发行人虚假陈述负有次要责任,现行法规定应承担过错推定责任;第四类是发行人的交易对方,包括公司重大资产重组的交易对方、发行人的供应商、客户,以及为发行人提供服务的金融机构等,此类主体与发行人信息披露行为并非直接相关,并未直接参与信息披露文件的制作或审查,但他们所提供的合同、发票、存款证明等成为信息披露文件的佐证,处于信息披露的辅助地位,根据《虚假陈述司法解释》的

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 7 月)

序号	案件名称	审结日期	责任主体及判赔比例
1	G 公司、H 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
5	顾华骏、刘淑君等 11 名投资者诉康美药业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	2021.11.12	上市公司、证券服务机构承担连带责任;上市公司的部分董监高分别在投资者损失的 20%、10% 以及 5% 内承担连带赔偿责任
6	丁某等 315 名投资者诉上海飞乐音响股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	2021.9.29	上市公司承担赔偿责任
7	李某、周某诉中安科股份有限公司等证券虚假陈述民事责任纠纷案	2021.5.18	上市公司承担责任;证券公司在 25% 的范围内承担连带责任;会计师事务所在 15% 的范围内承担连带责任
8	中车金证投资有限公司与江苏保千里视像科技集团股份有限公司、陈海昌、庄敏等证券虚假陈述责任纠纷案	2021.2.10	上市公司、上市公司的控股股东、董事承担连带赔偿责任,未明确赔偿比例

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

在检索所得的案例中,有关虚假陈述民事赔偿的司法实践呈现以下特征:第一,各级法院无一例外均将上市公司发行人作为第一责任人,且近半数为唯一赔偿主体。第二,早期案例中,除发行人外的其他违法主体承担责任的情形下,法院仅判定承担连带责任,未划分赔偿责任比例。第三,三个案件中法院对违法主体的赔偿责任进行了比例划分,但责任划分比例莫衷一是,责任划分考量因素存在差异化。由此可见,尽管《证券法》及《虚假陈述司法解释》对各责任主体的职责分工及责任认定进行了一般规定,但由于实践中各责任主体的职责履行存在交叉重叠部分,引致司法裁判中各违法主体的责任划分难题。包括但不限于:第一,发行人内部人的作用地位相对模糊。一般而言,执行董事负责制作信息披露相关文件,应当负有第一顺位的直接责任暂无疑义。但是,独立董事与监事同属监督职能,应当如何划分其责任次序与责任份额等则争议较多。此外,控股股东、实际控制人的“首恶”认定情形亦不明晰。第二,在我国证券发行中,保荐人、承销商、各中介机构均对证券质量提供担保,则有必要对前述主体的担保有何不同予以解析,如是否是全局担保与局部担保的区别,即保荐机构在证券发行中具有统揽全局、组织协调的

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,存在发行文件大量相互引用、相互担保,引致问责不当、偏失等问题,应当对各自职责定位予以进一步细分。第三,保荐人、承销商、各中介机构的内部人是否应当对外直接承担责任,责任顺位与责任份额等应当如何厘定有待论证。第四,对发行人的交易对方的定位通常是“帮凶”,而在故意串通的情形下,保荐人、承销商、各中介机构等主体也属于“帮凶”,各主体之间是否还需要界分责任顺位有待厘清。

综上,现行法虽然对各责任主体的功能定位、职责分工进行了基本界定,但由于商事活动之灵活性,实践适用中出现责任认定与责任落实难点^②。对此,解决问题的关键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,进而结合实践具象予以个案分析与裁判。这是因为,第一,明晰各违法主体的问责机理是确立各违法主体承担责任的正当性、厘定各违法主体责任认定规则的逻辑基点。基于“义务是责任的前提”这一基本法理,义务属性及义务内容决定责任认定规则、责任形态以及责任范围。因此,需要对各违法主体承担虚假陈述民事赔偿责任的问责机理进行研究,并结合已有的法定保证义务、信义义务等观点予以考辩。第二,法院裁判中存在勤勉尽责裁判标准不同、结果导向式裁判、各主体责任量化不够精细、考量因素单一等问题,主要归因于各违法主体的责任划分规则不统一,包括各违法主体的责任认定规则、责任形态以及责任范围判定规则的不一致。故而,有必要廓清虚假陈述民事赔偿诉讼中各违法主体的责任认定逻辑,以避免同案不同判情形的出现。

二、证券虚假陈述中各违法主体的问责机理

(一) 虚假陈述民事责任的问责机理争辩

1. 法定保证义务理论

《证券法》第82条要求:“发行人的董事、监事和高级管理人员应当保证发行人及时、公平地披露信息,所披露的信息真实、准确、完整。”对此,有学者提出,该条款中的“保证”属于法定保证义务,与《民法典》中的约定保证义务不同,法定保证义务直接

^① 参见湘财证券课题组:《IPO注册制下发行人与中介机构虚假陈述民事责任研究》,载《证券市场导报》2021年第4期。

^② 参见张子学:《优化我国证券执法的三重进路》,载《人民论坛》2019年第8期。

来源于法律规定,无保证范围的选择权,直接在信息披露担保人与因虚假披露而遭受损害的投资者之间产生法律约束力。^① 要求董事、监事和高级管理人员(发行人内部人)承担法定保证义务具有正当性基础:一方面,根据“谁控制风险、谁承担责任”的风险控制理论,^②发行人内部人需审核发行人信息披露文件全部或者部分内容,对披露信息的真实性、准确性以及完整性具有一定控制力,对其科以法定保证义务有助于督促其履行相应职责,同时,亦符合风险控制理论与行为自负原则。另一方面,发行人内部人在信息披露过程中存在以自己的声誉资本担保发行人证券质量的行径,其在信息披露文件上的签字实际上是向投资者表明该信息披露文件的真实性、准确性以及完整性已经过其依法监督,提高了投资者对发行人信息披露文件的信赖程度,故承担法定保证义务是对投资者权益的合理保障。依照该问责逻辑,保荐机构、承销机构,以及证券服务机构同样负有审核及监督发行人信息披露文件真实性、准确性以及完整性的职权,同时以声誉资本吸引投资者信赖,故亦负有法定保证义务。

2. 信义义务理论

许多学者认为信义义务是虚假陈述中发行人董事、监事以及高级管理人员承担民事责任的理论基础。^③ 展言之,首先,信息披露义务是其信义义务的具体内容之一。《公司法》第147条规定:“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。”由此可见,我国《公司法》采取“违反法律、行政法规或公司章程”的客观标准来认定董监高的忠实、勤勉义务,凡法有明文规定者系信义义务的内容之一。由于《证券法》第82条明确规定董监高对披露信息负有审核及签署的义务,产生异议时应当发表意见、陈述理由以及申请披露,故董监高信息披露职权的法律规定表明信息披露义务是其信义义务的具体内容之一。

其次,虽然《公司法》明确规定董监高对公司负有信义义务,并未规定董监高对股东个人承担责任,但董监高在信息披露中对股东承担信义义务是有理可循的。董监高对公司承担信义义务的因由来自董监高与公司之间的信托或代理关系,即基于公司对董监高的信赖而衍生的以保护公司利益最大化为目的的义务。然而,某些特定

^① 李国安:《虚假陈述的监管与信息披露担保——基于虚假陈述民事赔偿责任的若干思考》,载《河北法学》2005年第3期。

^② 刘万啸:《电子通信错误对合同效力的影响》,载《政法论丛》2011年第2期。

^③ 李明辉:《财务报告虚假陈述民事责任问题研究》,载《财会月刊》2005年第1期;李明辉:《论虚假财务报告民事责任的主体——基于诚信义务的分析》,载《财经问题研究》2004年第7期;甘培忠、周淳:《上市公司定期报告信息披露违法董事责任认定研究》,载《北方法学》2012年第3期。

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担民事责任的理论基础是过失侵权下的注意义务理论。^② 按照行为人主观过错类型进行分类,可将侵权行为分为故意侵权行为、过失侵权行为以及适用严格责任的侵权行为。其中,过失侵权行为以行为人违反注意义务为构成要件。《牛津法律大辞典》对“注意义务”的解释为:一个人对他人造成损害后,只有当法院判定被告在当时情况下,对原告负有不为加害行为或不让加害行为发生的法律义务,而被告却未加注意,或未达到法律所要求的注意标准,或未采取法律所要求的预防措施而违反此种义务时,他才在法律上对受害人承担过失责任。^③ 因此,所谓过失侵权下的注意义务实际上是法律强制规定的一种侵权法上的注意义务。

我国《证券法》中有关证券虚假陈述责任的规定中均有“勤勉尽责”等表述,该“勤勉尽责”义务并非信义义务,而是过失侵权下的注意义务。所谓信义关系存在下述特征:第一,托付人对受信人存有较高程度的信赖;第二,当事人对于信赖的存在存有合理的预期;第三,为有效处理事务,受信人获得托付人宽泛的授权。同时,受信人还就其所处理的事务享有决定权或事实上的控制力和影响力;第四,托付人在授权后即陷入受信人可能滥用其优势地位的风险中。^④ 可见,委托或授权,以及享有财产或事务控制权力是信义义务关系成立的关键因素。就公司内部人与投资人之间而言,在信息披露场景中,投资者作为公司的中小股东与发行人内部人之间存在直接的

^① 刘桂清:《股东对董事之直接诉讼——对新公司法第153条法理基础的反思与重构》,载《法学评论》2006年第3期。

^② 邢会强:《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》,载《清华法学》2021年第5期。

^③ 戴维·M·沃克:《牛津法律大辞典》,光明日报出版社1998年版,第137页。

^④ D. Gordon Smith, *The critical resource theory of fiduciary duty*, 55 *Vanderbilt Law Review* 1412, 1412-1415, 1438-1440, 1402-1404 (2003).

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,而且受害人所受的伤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) 虚假陈述民事责任的问责机理澄清

目前学界中较为普遍的三种问责机理均有各自的正当因由,然而,若问责机理未能达致体系性、贯通性,将导致各违法主体行为标准不同、问责不一的局面。由此而言,法定保证义务理论与信义义务理论均存在解释漏洞,而过失侵权下的注意义务理论则能较好地阐释各违法主体虚假陈述民事责任展开的制度逻辑。

首先,并非所有违法主体均对投资者负有法定保证义务。对于公司重大资产重组的交易对方、发行人的供应商、客户,以及为发行人提供服务的金融机构等违法主体,其并非信息披露文件的制定者或监督者,亦非具有审核职能的看门人,要求其承担法定保证责任过于严苛。故法定保证义务说并非所有证券虚假陈述违法主体的问责机理。

其次,信义义务说未能契合所有证券虚假陈述法律关系。第一,大部分违法主体与发行人之间仅具有合同关系,而不具有信义关系。如证券承销法律关系中,当承销商不作为专家顾问时,其与发行人之间不构成信义关系。^② 除此之外,证券服务机构等违法主体与投资者之间并无直接关联,不符合信义关系中的信赖、委托或授权要素,也不存在财产控制或事务控制权限。譬如,中介机构对投资者之间的信赖同投资者与其顾问之间的信赖亦大为不同。第二,信义义务包含忠实义务与勤勉(注意)义务,而显然虚假陈述中的“诚实守信”“恪尽职守”未能解释为忠实义务内容,故虚假陈述民事责任难以一概以信义义务作为责任来源。是故,信义义务未能作为所有违法主体的问责机理。

^① 张昕:《浅析英美法过失侵权之一般注意义务概念、分类及标准》,载《网络财富》2009年第9期。

^② See *EBCI, Inc., v. Goldman Sachs Co.*, 5 N.Y.3d 11 (N.Y.Ct.of App.2005).

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,则是否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般注意义务,但未对两者的内涵、外延与联系予以明确释义。^② 实际上,此种分类是大陆法系学者在继受过失侵权责任是对专业人士注意义务的误译,所谓特别注意义务是

^① 邢会强:《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》,载《清华法学》2021年第5期。

^② 详见《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(证监会公告[2019]2号);《全国中小企业股份转让系统股票向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌规则(试行)》(股转系统公告[2020]65号)第6条。

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。^①“特别”仅指特别场域而已,本质仍是一般注意义务,只是参照系不同。因此,特别注意义务与一般注意义务均是过失侵权下的一般注意义务,两者属性相同。然,由于专家负有高于一般人的知识与技能,故其注意标准应当高于一般人的注意标准,但也仅指涉本职业团体的一般标准^②。同理,虽然各责任主体均具有注意义务,但各责任主体的“合理人”客观标准因本团体或共同体的知识、技能水平等各不相同而具有相对高低。如英国在 *Dorchester Finance Co Ltd v Stebbing* 案中提出执行董事不同于非执行董事的勤勉标准。^③从职权、角色、信息渠道、作用、专业能力、薪酬等因素来看,发行人内部人存在界分勤勉标准程度的必要性。一般而言,监事勤勉标准应当低于董事、高管,股东监事应当负有高于职工监事的勤勉标准,而独立董事与监事的勤勉标准高低仍存有争议。除此之外,不同中介机构之间的勤勉标准高低亦有差异化,一般而言,保荐机构或保荐人作为全局保证人,应当负有高于其他中介机构的勤勉标准。法院在进行责任划定时,结合各责任主体的实际能力进行精准问责。

除了将“合理人”标准作为勤勉尽责认定的客观标准之外,还有必要同时结合信息披露义务人个人实际具有的知识和经验,循就高不就低的标尺考量责任主体的义务履行情况。即借鉴英国《公司法》规定的主客观相结合标准认定各义务主体是否已尽勤勉。一方面,以客观标准为基础,有助于解决单一主观标准下同一职位不同人员之间可能产生的不公平要求;另一方面,通过结合主观标准,可对能力水平更高的责任主体科以更高的勤勉要求,符合权责相当的理念。^④

在过错程度方面,目前各国立法例规定不一,日本等国家所采的善良管理人标准要求故意以及一般过失均为未尽注意义务的主观体现,而英美法系国家则一般仅要求故意和重大过失才构成未尽勤勉。《虚假陈述司法解释》第13条对过错的界定是故意与过失,其中,过失是指一般过失还是重大过失仍有待进一步明确。对此,我国大部分学者赞同后者观点,一方面,第13条对于过失的表述是“行为人严重违反注意义务,对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失”,其中“严重违反”应当视为是重大过失的具体表现;另一方面,基于合理平衡自由决策与风险规制的目的,

① 刘燕:《“专家责任”若干基本概念质疑》,载《法学研究》2005年第5期。

② 本文仍以特别注意义务与一般注意义务进行表述,但不代表两者属性不同,仅代表不同的注意程度或标准

③ *Dorchester Finance Co Ltd v. Stebbing* (1989) BCLC 498.

④ 曹兴权、洪喜琪:《证券虚假陈述中监事民事责任研究——兼论〈证券法〉第85条的适用》,载《北方法学》2021年第5期。

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。这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辨。

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,或阐释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。具言之,在责任规则上,行政责任是为了监管以维护市场秩序,责任范围、责任形态主要考虑行为对社会的危害性,遵循比例原则。而民事责任是一种损害赔偿、救济填补措施,依照损失填补原则。在责任构成要件上,民法与行政法均涉及主客观条件的判定,但是基于立法目的的不同,行政责任旨在惩罚违法行为,而民事责任旨在实现损害救济,是故两者在主观要件上要求不同。行政责任的主观构成除了违法性要求外,还要求有责性,即主观恶意影响责任认定及范围。行为人应当具有认识到自己行为违法性和有责性的可能。^①而民事责任一般不对主观恶意进行规定。例如,(2018)粤03民初570、

^① 王强军:《行政监管实质刑法化及其限制研究》,载《政治与法律》2019年第5期。

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,并不必然导致或者推定其在民事纠纷中存在过错并承担相应的民事赔偿责任。理由是:证券违法案件的行政处罚和证券虚假陈述民事赔偿责任所保护的法律利益性质有所不同,构成要件及认定依据的实体法律规定也不同。在认定行政责任及作出处罚时必须考量行为人的具体职责和过错程度等因素,但民事侵权责任构成要件中损害他人利益的过错与行政处罚责任构成要件中违反管理秩序的过错,虽有关联却并不完全相同。行政处罚判定‘过错’的标准(如果有的话)显然与侵权法意义上认定‘过错’的标准不同。”^①

笔者认为,上述观点及案例只考虑到部门法之间的利益保护不同,但是没有对具体保护利益进行进一步解构。实际上,行政监管规范可以借由“公序良俗”与习惯的通道供给证券虚假陈述民事责任的认定。一方面,行政监管规范中的公共利益价值追求与私法中的公序良俗价值追求具有交叉性,证券虚假陈述主体违反相关行政监管规则的行为可通过违反“公序良俗”的解释进入私法裁判中。另一方面,监管机关与证监会作为证券交易的监督者,因具有专业性、市场敏察度而更具有可靠性,其制定颁布的行为规范往往更贴切市场需求,因被市场普遍遵循而日渐成为市场习惯或行业惯例,故有违相关监管规则的行为可通过违反“习惯”的解释进行私法裁判。例如《证券法》第85条并未详细规定董监高虚假陈述的构成要件,但证监会颁布的《信息披露违法行为行政责任认定规则》有具体的规定,包括勤勉的认定标准、违法行为的表现等。司法机关在进行民事裁判时,可以在是否已尽勤勉的认定上对监管规则予以参考,而责任范围或责任形态的认定则当然依据相应的民事规则。对此,行业规范的参照适用亦同理。职是之故,在梳理各责任主体勤勉尽责的客观化表现时,应当尽可能归纳相关法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件,以及行业执业规范规定的工作范围和程序要求等内容,在私法规范中的勤勉尽责标准范畴内予以量夺。

(二) 责任形态与责任比例的考量阶梯

1. 责任形态类型

在厘清虚假陈述民事赔偿中各违法主体的责任认定规则后,欲落实各违法主体的责任划分,还应进一步梳理有关责任形态及责任份额的规则。目前司法实践中,法院对于《证券法》第85条以及第163条各违法主体责任形态的立场主要有三种:连

^① 王发平与江苏保千里视像科技股份有限公司、童爱平证券虚假陈述责任纠纷案,广东省深圳市中级人民法院(2018)粤03民初570、571号民事判决书。

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条以及第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”“替代管制”“分散风险”等商事制度目的,^①以达到多方利益平衡的目的。现今,广泛的连带责任已引致了董监高等发行人内部人、中介机构与投资者之间的利益不平衡,则有必要对这一商事侵权中的连带责任予以限制解释。

根据《民法典》侵权责任编的规定,我国民事侵权连带责任的行为类型主要有共同侵权行为、教唆帮助侵权、共同危险行为、数人分别侵权行为中的连带行为。在证券虚假陈述民事赔偿涉及多元违法主体的场景下,对各违法主体的责任形态研究核心在于探究各违法主体之间是否存在以及何时存在前述四种连带行为。对此,需要在违法主体分类中展开具体研究。笔者认为,在证券虚假陈述中,除发行人外各违法主体承担过错推定或过错责任,故不可能存在侵权对象不明确共同危险行为之可能。同时,各违法主体在虚假陈述中通常各有分工,作用大小不一,从原因力角度看难以构成数人侵权中的连带责任类型。因此,承担连带责任的情形主要是存在共同过错的情形。其中,共同过失通常存在数人之间约定一人为代表,而代表人行为过失的情形。^②在信息披露中,各违法主体之间存在明显的职责分工,难以形成有主观联系的共同过失。因此,连带责任情形主要产生在存在共同故意的情形,包括双向的共同故意以及单向的共同故意。前者如串通、协作、积极参与等,后者如知情不报、知情不作为等。^③在缺少共同故意情形下,各违法主体的主观责任标准应采取重大过失标准。对此,《虚假陈述司法解释》第13条第2款规定,“行为人严重违反注意义务,对

^① 张平华:《商事侵权与民事侵权的“形似神异”:以连带责任为中心》,载《法学》2016年第11期。

^② 《股票发行与交易管理暂行条例》第17条规定:“全体发起人或者董事以及主承销商应当在招股说明书上签字,保证招股说明书没有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏,并保证对其承担连带责任。”

^③ 曹兴权、洪喜琪:《证券虚假陈述中监事民事责任研究——兼论〈证券法〉第85条的适用》,载《北方法学》2021年第5期。

信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失”属于过错的情形之一。虽然该表述采取“过失标准”,引发一般过失还是重大过失的疑问,但由于同时存在“行为人严重违反注意义务”的限定表述,故认为《虚假陈述司法解释》实际也采取了重大过失标准。此时,各违法主体之间应当承担按份责任,只对自己重大过失行为导致的损害进行赔偿,无需承担全部外部风险。这既符合权责一致的理念,于各违法主体承受能力而言也更为合理公平。在这一基础上,司法实践对各责任主体进行责任划分时,应当重点注意结合各违法主体的职权功能,廓清共同故意、重大过失的具体表现,并分析其他存在争议的连带情形,如有学者提出有过失时,保荐人就其专家过失承担部分连带责任,对其非专家过失部分承担按份责任;其他中介机构就其专家过失,承担比保荐人更小的部分连带责任,同样适用过错推定;对其非专家过失,则承担按份责任。^① 这些争议部分需要在各个责任主体的勤勉尽责认定中进行具体分析。

2. 责任比例考量因素

在责任份额方面,应根据过错大小、原因力比较等因素认定各连带责任人的责任比例,无法确认时,由各连带责任人平均分摊。当前司法实践中普遍采用“加害人过错程度与加害人行为原因力相加除以二”的计算公式进行责任分配。故关键难题在于如何判定证券虚假陈述中各违法主体的过错大小及原因力大小。

在分配责任范围时,应确定各违法主体主观过错在整体过错中的百分比。过错包括故意与过失,符合逻辑的严重程度是“故意>重大过失>一般过失>轻微过失”。根据前文分析,各违法主体的主观责任标准应采取重大过失标准。故而,除了共同故意情形外,若判定违法主体均存在重大过失的情形下,应进入原因力大小的比较上。仅存在一般过失或轻微过失的信息披露义务人不承担民事责任。其中,关于重大过失的判定应结合信息披露义务人的客观表现加以判定。

在原因力大小的比较上,原因力理论是区分侵权各方责任的重要理论,指依据各方的各自行为对损害后果的发生所起作用之大小确定其责任。有学者提出,虚假陈述侵权责任的因果关系分为交易因果关系和损失因果关系,前者指受害人因信赖侵权人的虚假陈述而为投资决策,后者指受害人的损害是因为侵权人的欺诈行为而致,原因力大小的考察应从行为人对两大因果关系发生的作用切入。^② 在交易因果关系

^① 丁宇翔:《证券发行中介机构虚假陈述的责任分析——以因果关系和过错为视角》,载《环球法律评论》2021年第6期。

^② 李有星、潘政:《瑞幸咖啡虚假陈述案法律适用探讨——以中美证券法比较为视角》,载《法律适用》2020年第9期。

层次中,投资者基于对信息披露义务人的信赖而进行投资交易,故各违法主体在交易因果关系中的原因力问题实际上归结为投资者对违法主体的信赖程度问题。对此,有学者认为,实践中投资者对各行为人的信赖程度有所不同:保荐人>专业服务机构>董事及高管>监事。^①笔者认为,这一判定具有一定合理性,执行董事与高管一般存在故意,相比于兼职的独立董事与监事而言,保荐人与专业服务机构专业性更高,往往能够获得投资者更多的信赖。故可参考前述交易因果关系的作用次序划分责任。在损失因果关系层次中,应该通过结合各方在虚假陈述中的角色、地位及作用等判断原因力大小。如仅就发行人内部人而言,一般情形下执行董事与高级管理人员作为信息披露文件的制作者,一般对损失的产生负有主要责任,而独立董事与监事除共同故意情形之外,一般因监督不利而负有重大过失责任,应承担次要或再次要的责任。具体的责任比例则主要依据法官自由裁量,如王惠英与云南云投生态环境科技股份有限公司、何学葵等证券虚假陈述责任纠纷案中,法官判定负主要责任的人员赔偿份额应占70%,次要责任占20%,再次要责任仅占10%。^②

① 曹兴权、洪喜琪:《证券虚假陈述中监事民事责任研究》,载《北方法学》2021年第5期。

② 王惠英与云南云投生态环境科技股份有限公司、何学葵、蒋凯西证券虚假陈述责任纠纷案,云南省昆明市中级人民法院(2014)昆民五初字第89号民事判决书。