

# 重构虚假陈述民事赔偿的 发行人责任

彭 冰

---

**【摘 要】**随着证券纠纷代表人诉讼在我国展开，虚假陈述的民事赔偿诉讼呈现失衡状态，其中发行人往往承担了巨额赔偿责任。但是，发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述在民事责任上性质不同，应该区分对待。在持续披露中的虚假陈述的民事责任上，要求发行人承担严格责任、全面赔偿投资者，是不公平、不合理的。应当对其赔偿额度加以限制，引导投资者追究实际控制人的赔偿责任。

**【关键词】**虚假陈述 民事责任 持续披露 责任限额

**【作者简介】**彭冰，法学博士，北京大学法学院教授、博士生导师。

**【中图分类号】**D922.29 **【文献标识码】**A

**【文章编号】**2097-1125 (2023) 10-0021-20

---

证券发行人和上市公司<sup>①</sup>在信息披露中的虚假陈述，直接损害了强制信息披露这一证券监管原则，必须坚决予以打击。中国法律体系对虚假陈述行为设置了从民事责任、行政责任到刑事责任的法律责任体系，最高人民法院（以下简称最高院）针对虚假陈述的民事责任也发布了相应的司法解释。相比内幕交易等其他证券欺诈行为，虚假陈述的法律责任体系在中国最为完备。

2002年以来，因上市公司虚假陈述而请求赔偿的民事诉讼案件开始进

---

<sup>①</sup> 《证券法》在规规定虚假陈述法律责任时，使用的发行人概念涵盖了上市公司。《证券法》第85条和第197条中规定“发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员”，该“发行人”显然包括上市公司。因此，在本文中二者意思相同，以下视情况交替使用。

入法院，却因诉讼方式等，案件数量和索赔金额一直少于预期。<sup>①</sup> 不过，2015年之后，此类诉讼的数量和金额开始持续上升，以华泽钴镍虚假陈述案、中安科虚假陈述案等为代表的虚假陈述案件数量上千起，涉及赔偿金额超过亿元人民币。2019年《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）增加了证券代表人诉讼制度，尤其是其中的证券特别代表人诉讼采用了投资者“明示退出、默示加入”（opt out）的制度安排，这使得虚假陈述民事赔偿诉讼的原告人数和索赔金额规模急剧扩大。虚假陈述民事赔偿诉讼中的原被告之间的平衡被打破，谁来承担赔偿责任成为大家重点关注的问题。

以康美药业特别代表人诉讼案为例，中证中小投资者服务中心有限责任公司（以下简称投服中心）在该案中代表5.5万名投资者提起了民事赔偿诉讼，最终5.2万名原告获赔共计24.59亿元人民币。被告上市公司康美药业股份有限公司（以下简称康美药业）通过破产重整程序执行了该判决。证券特别代表人诉讼制度被称为具有高度威慑性的“核武器”。<sup>②</sup> 核武器只能存而不用，一旦使用，就只会两败俱伤。也许这就是特别代表人诉讼制度自新修订的《证券法》2020年3月1日生效以来很少使用的原因。迄今为止，适用特别代表人诉讼制度的只有康美药业案，另一起可能正在路上：2023年4月21日，中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）答记者问时宣称对科创板发生的泽达易盛欺诈发行案，如上海金融法院受理并裁定适用普通代表人诉讼，投服中心将依法接受投资者特别授权，申请参加该案并转换特别代表人诉讼。<sup>③</sup>

本文认为，特别代表人诉讼制度使用稀少的尴尬处境说明我国虚假陈述民事赔偿制度可能存在问题：不区分情况一概由上市公司对虚假陈述承担无过错的严格责任，这样的制度安排可能并不合理。上市公司只是虚拟的法人，由其承担民事赔偿责任，其实是将民事赔偿责任转嫁给了上市公司的全体股东，最终是由一部分投资者赔偿了另一部分投资者，这是所谓的“循环赔偿”（circularity problem），并没有真正实现“惩首恶”的目标。本文提出，我们应当区分发行阶段的虚假陈述和持续披露阶段的虚假陈述，对发行阶段的虚假陈述，发行人承担无过错的赔偿责任；而对持续披露阶段的虚假

① 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》，《证券法苑》2013年第2期，第967~995页。

② 参见《证券集体诉讼进展如何？如何进一步提高违法成本？——证监会首席律师焦津洪谈资本市场法治建设》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1687430226185375165&wfr=spider&for=pc>，2023年3月20日。

③ 参见《证监会有关部门负责人答记者问》，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7403974/content.shtml>，2023年4月21日。

陈述，由于上市公司往往只是被操纵造假，应当主要追究对虚假陈述负有责任的实际控制人或者管理层的赔偿责任，上市公司应该只承担限额赔偿责任。

本文的结构如下：首先概括介绍我国现有的虚假陈述民事赔偿制度的现状（第一部分）；其次分析我国应当区分发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述，两者在民事赔偿制度上的安排应当有所不同（第二部分）；然后重点分析现有的持续披露中的虚假陈述民事责任制度的不合理，由上市公司承担严格的民事赔偿责任是不公平、不合理的，对上市公司应该设置赔偿限额（第三部分）；接着论述应当如何调整制度安排，重点追究实际控制人对虚假陈述的民事赔偿责任（第四部分）；最后是一个简短的结论。

## 一、虚假陈述的民事赔偿制度概述

### （一）我国证券虚假陈述民事赔偿制度的发展历程

尽管1998年《证券法》就明确规定了发行人虚假陈述，“致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任”，但实际上，直到2002年《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》发布，法院才开始受理投资者因虚假陈述请求民事赔偿的案件。2003年《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》明确规定对虚假陈述的受害投资者可以推定因果关系，虚假陈述的民事赔偿诉讼由此才正常展开。但该司法解释并没有解决虚假陈述民事诉讼的诉讼方式问题，投资者必须以单独诉讼或者共同诉讼的方式提起诉讼，这导致在2015年之前，相关诉讼的数量和索赔金额都相对较少。根据有关学者的数据统计，在2002年至2011年的九年间，受到证监会行政处罚的案件有253起，即可诉案件为253起，但已诉案件只有65起，只占25.7%。<sup>①</sup>

2015年开始，也许是因为“股灾”，虚假陈述民事赔偿案件的数量和索赔金额都有所上升。在此之前，虚假陈述赔偿数量和金额最高的是上市公司佛山电器照明股份有限公司（以下简称佛山照明），佛山照明2016年年报披露，累计有2769名原告提起虚假陈述民事赔偿诉讼，索赔金额累计38684.5万元人民币及132.8万元港币。法院最终判决佛山照明赔偿共计18273.65万元人民币及735.82万元港币，并承担诉讼费323.32万元人民

<sup>①</sup> 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》，《证券法苑》2013年第2期，第967~995页。

币。<sup>①</sup>但在2015年之后，大规模的虚假陈述民事赔偿案件开始不断出现。例如，华泽钴镍虚假陈述案以单独诉讼的方式进行，其中国信证券股份有限公司（以下简称国信证券）作为保荐人被判承担100%的连带责任（一审判决是承担40%的连带责任，二审改判为承担100%）。国信证券2021年年报披露，就同一虚假陈述起诉国信证券的案件有2449起，涉及金额9.15亿元。<sup>②</sup>在中安科虚假陈述案中，虽然投资者仍然以单独诉讼方式进行起诉，但法院采用示范判决的方式审理，方便了投资者起诉和获赔。截至2023年3月17日，合计有7985起诉讼被法院受理，诉求金额总计约为13.15亿元人民币。<sup>③</sup>

2019年底，《证券法》修改，虽然虚假陈述民事责任的相关条款仅对控股股东和实际控制人（为方便起见，以下两者合称实际控制人）的责任有所调整，但增加了第95条关于证券代表人诉讼的规定，并区分为要求投资者向法院登记加入诉讼的普通代表人诉讼和投资者“明示退出、默示加入”的特别代表人诉讼，这使得虚假陈述民事赔偿案件的索赔金额大幅度增加。2020年7月《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（以下简称《证券代表人诉讼规定》）从操作层面落实了《证券法》第95条的规定，使证券代表人诉讼可以实际展开，诉讼金额也就更容易变高。例如，在飞乐音响普通代表人诉讼案中，法院判决上市公司向315名投资者赔偿共计1.2亿元人民币；在五洋债普通代表人诉讼案中，法院判决的赔偿金额是7.1亿元人民币；正在审理的乐视网普通代表人诉讼中，11名原告提起普通代表人诉讼，索赔金额高达45.71亿元人民币。<sup>④</sup>特别代表人诉讼由于能够聚集起更多投资者，索赔金额更是巨大。在第一批已经成功完结的特别代表人诉讼中，康美药业被判赔偿共计24.59亿元人民币。<sup>⑤</sup>

2022年1月发布的《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》（以下简称新司法解释）对虚假陈述民事赔偿的因果关系推定做出了更为细化和完善的规定。至此，我国虚假陈述的民事赔偿制度在实体和程序上都趋于完善。

## （二）证券虚假陈述民事赔偿诉讼概述

证券虚假陈述的民事赔偿案件，由发行人住所地的省、自治区、直辖市

① 参见《佛山电器照明股份有限公司2016年年度报告》，第41页。

② 参见《国信证券股份有限公司2021年年度报告》，第92~93页。

③ 参见《中安科股份有限公司关于诉讼的进展公告》，第1页。

④ 参见《乐视网信息技术（北京）股份有限公司2021年年度报告》，第4页。

⑤ 关于该案的具体分析，参见彭冰：《证券特别代表人诉讼第一案述评——关于康美药业虚假陈述案的程序性分析》，《金融法苑》总第108辑，中国金融出版社2022年版，第3~32页。

人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院管辖。<sup>①</sup> 原告一方人数为十人以上，符合《中华人民共和国民事诉讼法》规定的基本起诉条件，并在起诉书中确定二名至五名符合规定的拟任代表人，且提出可证明证券侵权事实的初步证据的，即可提起普通代表人诉讼。法院决定采用普通代表人诉讼程序的，在确定权利人范围后可以发出权利登记公告，通知相关权利人在指定期间登记。登记可采用网络等方式依托电子信息平台进行。符合条件的权利人在登记后即加入了该诉讼，由选出的代表人直接代表原告参与诉讼。没有登记的符合条件的权利人也可以在事后另行提起诉讼，法院审查后可以裁定适用已经生效的判决、裁定。<sup>②</sup>

对法院已经发出权利登记公告的普通代表人诉讼案件，投资者保护机构可以在公告期间接受五十名以上投资者的特别授权，作为代表人参加诉讼，请求法院将其转化为特别代表人诉讼。法院同意转化为特别代表人诉讼的，应再次发出权利登记公告，给予投资者声明退出的机会。未声明退出的投资者，视为同意参加该特别代表人诉讼。特别代表人诉讼由投资者保护机构作为代表人参加诉讼。<sup>③</sup> 这就是“明示退出、默示加入”的集团诉讼制度，可以很方便地积聚起几乎所有的受害投资者。

无论采用何种诉讼方式，作为原告的投资者首先需要证明虚假陈述行为的存在。为了减轻举证责任，原告一般会针对已经被证监会行政处罚的虚假陈述案件或者上市公司已经承认或者更正虚假陈述的案件提起诉讼。被告则需要抗辩该虚假陈述行为不具有重大性。若被告不能证明虚假陈述的内容不具有重大性，则在原告证明其全部满足了如下三个条件的情况下，法院会认定原告的投资决定与虚假陈述之间直接的交易因果关系成立：其一，信息披露义务人实施了虚假陈述；其二，原告交易的是与虚假陈述直接关联的证券；其三，原告在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前实施了相应的交易行为。<sup>④</sup>

在采用集中竞价的交易市场中，原告的投资差额损失其实是推定的。以因虚假陈述买入股票为例，其差额损失的计算方式为：其一，原告在实施日之后、揭露日或更正日之前买入，在揭露日或更正日之后、基准日之前卖出的股票，按买入股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额，乘以已卖出的股票数量；其二，原告在实施日之后、揭露日或更正日之前买入，基准日之前未卖出的股票，按买入股票的平均价格与基准价格之间的差额，乘

① 参见新司法解释第3条。

② 参见《证券代表人诉讼规定》第5条、第7条、第8条、第29条等。

③ 参见《证券代表人诉讼规定》第32~37条。

④ 参见新司法解释第10~11条。

以未卖出的股票数量。<sup>①</sup>

至于原告损失与虚假陈述之间的因果关系，法院应当查明，不过往往需要被告抗辩。被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素导致的，对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩，法院应当予以支持。<sup>②</sup>

因此，从实体上来看，在虚假陈述的民事赔偿诉讼中，原告的举证责任非常简单，其几乎只需要提交以下两类证据即可：其一，虚假陈述行为存在的证据；其二，其在虚假陈述的实施日和揭露日之间买卖了与虚假陈述直接关联的证券。而被告要想免除或者减轻责任，则必须证明以下三点：其一，虚假陈述的内容不具有重大性；其二，出于各种原因，原告的交易行为与虚假陈述之间不存在交易因果关系；其三，原告的投资损失与虚假陈述之间全部或者部分没有因果关系，其投资损失是其他原因造成的。上市公司之外的其他被告还可以抗辩自己已经勤勉尽责、没有过错。<sup>③</sup>

因果关系推定大幅减轻了原告的举证责任，代表人诉讼制度又使原告很容易被组织发动，虚假陈述民事赔偿诉讼的金额因此会越来越高，能够偿付这些巨额索赔金的被告往往只有上市公司或者证券公司。因此，在虚假陈述的民事赔偿诉讼中，被告总以上市公司为主。在康美药业案中，一开始原告将公司的实际控制人放在上市公司之前作为第一被告，但最终的判决结果仍然是上市公司承担了所有赔偿金额。<sup>④</sup> 相比其他可能承担责任的被告，上市公司在虚假陈述中承担的是严格责任，没有勤勉尽责的抗辩；同时，相比其他被告，上市公司也往往财力更为雄厚，是原告追逐的“深口袋”。当然，在上市公司破产无力清偿债务时，原告也会追逐如证券公司这样的“深口袋”。不过，在本文主要讨论的持续披露中的虚假陈述的民事赔偿诉讼中，上市公司编制和发布定期报告或临时报告并不需要证券公司参与，原告在上市公司之外能够追究责任的主体主要是审计机构，其财力有限，很难成为“深口袋”。

## 二、虚假陈述民事责任的区分

《证券法》第85条对虚假陈述民事责任的规定，尽管列出了未按照规定

① 参见新司法解释第27条。

② 参见新司法解释第31条。

③ 参见新司法解释第10条、第12条、第15~19条和第31条。

④ 参见彭冰：《证券特别代表人诉讼第一案述评——关于康美药业虚假陈述案的程序性分析》，《金融法苑》总第108辑，中国金融出版社2022年版，第3~32页。

披露、虚假记载、误导性陈述以及重大遗漏四种类型，却没有区分民事责任的不同。然而，该法根据虚假陈述发生的阶段，在行政责任中区分了发行时的虚假陈述与持续披露中的虚假陈述。同时，《中华人民共和国刑法》（以下简称《刑法》）也依照虚假陈述的发生阶段设置了不同的罪名和罚则。同样是法律责任，行政责任和刑事责任均按照虚假陈述的发生阶段区分了不同责任，而民事责任却不加区分，这种制度安排是否合理？本文分析得出的结论恰好相反：行政责任和刑事责任以惩戒为目的，对虚假陈述行为的发生阶段加以区分并无意义；而民事责任注重赔偿，虚假陈述发生阶段的不同，可能导致赔偿的性质发生变化，确有加以区分的必要。

### （一）区分虚假陈述发生阶段的行政责任和刑事责任

《证券法》规定的强制信息披露制度主要发生在两个阶段。首先是发行时的信息披露，发行人应当按照规定报送证券发行申请文件，在其中应当充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息，内容必须真实、准确、完整。<sup>①</sup> 证券发行申请注册后，发行人应当在证券公开发行前公告公开发行募集文件，并将该文件置备于指定场所供公众查阅。<sup>②</sup> 其次，《证券法》还规定，公开发行的公司还负有持续信息披露义务，应当定期披露年报和半年报，<sup>③</sup> 并在发生可能影响证券交易价格的重大事件时，及时向监管机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。<sup>④</sup> 后者被称为持续信息披露。

在这两个信息披露阶段当然都可能发生虚假陈述，本文分别称之为发行时的虚假陈述与持续披露中的虚假陈述。《证券法》对这两个不同阶段发生的虚假陈述规定了不同的行政责任，《刑法》也规定了不同的刑事责任。

《证券法》第 181 条明确规定，“发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容”的，予以罚款的行政处罚，“尚未发行证券的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款”。显然，该条处理的是发行时的虚假陈述。

《证券法》第 197 条则分别对信息披露义务人“未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的”和“信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”也给予罚款的行政处罚，前者“给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款”，后者

① 参见《证券法》第 19 条。

② 参见《证券法》第 23 条。

③ 参见《证券法》第 79 条。

④ 参见《证券法》第 80~81 条。

“给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款”。虽然该条规定的被处罚主体是信息披露义务人，理论上包括发行时的信息披露和持续信息披露，但因为发行文件中的虚假陈述行为已经被《证券法》第189条处罚，特别规定优先适用，该条显然只能适用于发行文件之外的虚假陈述行为，主要针对的就是持续披露中的虚假陈述。

《证券法》区分发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述，给予不同的行政处罚，立法者显然认为发行时的虚假陈述社会危害性更大，罚款金额更重，是持续披露中的虚假陈述行为罚金的两倍以上。

《证券法》的这种区分可能是仿效《刑法》。<sup>①</sup>《刑法》第160条规定，“在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法等发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票或者公司、企业债券、存托凭证或者国务院依法认定的其他证券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的”构成欺诈发行证券罪，最高可处5年以上有期徒刑，并处罚金。该罪显然针对的是发行时的虚假陈述。

《刑法》第161条规定，“依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他利益，或者有其他严重情节的”，构成违规披露、不披露重要信息罪，“对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员”最高可处5年以上10年以下有期徒刑，并处罚金。该条在解释上与《证券法》类似，因为在招股说明书等发行文件中造假的犯罪行为已经被规定为欺诈发行证券罪，违规披露、不披露重要信息罪显然针对的主要是持续披露中的虚假陈述行为。

需要注意的是，与《证券法》第197条不同，《刑法》第161条对负有信息披露义务的公司、企业违规披露或者不披露重要信息，虽然是单位犯罪，但没有采用常用的双罚制，而是只追究其直接负责的主管人员和其他直接责任人员的个人责任。

与《证券法》一样，《刑法》显然也是认为欺诈发行证券罪要重于违规披露、不披露重要信息罪，对前者规定了更为严苛的罚则，欺诈发行证券罪的最高刑期是5年以上，没有封顶，即最高可判15年，<sup>②</sup> 违规披露、不披露重要信息罪的最高刑期则是10年。

① 1997年修订的《刑法》就区分了欺诈发行股票、债券罪（第160条）和提供虚假财会罪（第161条），当时《证券法》还没有颁布（1998年12月29日颁布，1999年7月1日实施），当时适用的《股票发行与交易管理暂行条例》（1993年颁布）并没有明确区分对两种不同虚假陈述的处罚。

② 参见《刑法》第45条。

证券监管的主要手段是强制信息披露，虚假陈述是对强制信息披露制度的直接违反。行政处罚和刑事制裁都以惩戒为主要目标，从惩戒角度来看，虚假陈述发生在发行阶段或是持续披露阶段，虽然危害程度可能不同，但并没有本质区别，都是对强制信息披露的直接违反，是对证券监管秩序的严重破坏。因此，理论上来说，将两者规定为一个违法行为或者罪名，再按照不同的危害性处以不同程度的处罚或者罚则，也是一个可能的选择，甚至可能是更节约立法和执法资源的制度安排。不过《刑法》对两者设置不同的刑罚，在违规披露、不披露重要信息罪中只追究个人责任，也许有一定的深意，本文在第三部分进行探讨。

## （二）民事责任应该区分虚假陈述的发生阶段

与行政责任和刑事责任不同，《证券法》并没有区分发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述的民事责任。关于虚假陈述的民事责任，《证券法》主要规定在第85条，该条规定“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任”，明确规定了无论是发行时的虚假陈述，还是持续披露中的虚假陈述，信息披露义务人都必须承担赔偿责任，对比该条后半部分规定的其他承担连带责任的主体可以用无过错进行抗辩（过错推定责任），显然信息披露义务人承担的还是无过错的严格责任。

本文认为，《证券法》上的这种安排——在行政责任中做区分而在民事责任中不做区分，是错误的制度安排，应该颠倒过来。

行政责任以惩戒为目的，其只需要考虑虚假陈述的社会危害程度不同而施加不同力度的处罚。虚假陈述行为是发生在发行过程中还是持续信息披露过程中，其违法行为的性质并不会不同，如果行政处罚不准备像刑罚那样区分处罚对象，就没有必要区分发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述。

民事责任以赔偿为目的，就需要考虑赔偿的性质。发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述导致的赔偿责任在性质上是有所不同的。发行时的虚假陈述伴随着证券发行，虚假陈述行为会影响证券发行的价格，投资者的损失其实就是受到虚假陈述行为影响的证券发行价格与真实证券价格之间的差价。此时，按照《证券法》第85条的规定，要求发行人对投资者承担严格的赔偿责任理所当然，因为该差价被发行人获取，其赔偿不过是“吐出了”非法所得。

在持续披露中的虚假陈述中，发行人在定期报告或者临时报告中虚假陈述，影响了证券的市场价格，但此时发行人并没有发行证券，也没有参与证券的市场交易，按照证券市场价格进行交易的都是投资者。投资者因虚假陈

述受到损失，其损失就是受到虚假陈述影响的证券交易价格与证券真实价格之间的差价，该差价并没有被做出虚假陈述的发行人获得，而是被交易的另一方投资者获得，但该获益投资者并不需要承担虚假陈述的赔偿责任。<sup>①</sup>按照《证券法》第85条的规定，此时发行人仍然需要对受害投资者承担赔偿责任，但需要注意的是，发行人支付的赔偿金并不是来自受害投资者的损失，而是额外拿出来的资金。换句话说，与发行时的虚假陈述中发行人“吐出”非法所得不同，在持续披露中的虚假陈述中，发行人赔偿给投资者的是公司自有的合法资金，该赔偿在性质上不是“非法获利的吐出”，而是对发行人从事违法行为的惩罚，在性质上与罚款、罚金类似。由此引发的困惑是：既然已经有了罚款和罚金的安排，为什么在民事责任上还需要安排与罚款、罚金类似的发行人赔偿？如果只是考虑需要填补投资者的损失的话，为什么不干脆规定将罚款、罚金直接偿付给受害投资者？

先不论这些疑问，仅就两者赔偿性质的不同，在民事责任的安排上就有必要区发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述。从激励的角度来看，发行人在发行时的虚假陈述中直接通过发行证券获利，其造假的动机更强，因此有必要设置更为严苛的民事责任，对发行人采取严格责任、要求赔偿投资者全部损失的制度安排是合理的。但在持续披露中的虚假陈述中，发行人并没有直接获利的动机，其虚假陈述行为往往是实际控制人或者管理层基于私利或者偏好做出的，或者发行人虚假陈述是为了某些非金钱性利益，例如出于避免强制退市等原因。在这种情况下，对发行人是否需要设置严格责任，或者是否需要全额赔偿投资者损失，在理论上就有所争议，看起来并不那么简单。

以美国证券法为例，美国法在虚假陈述的民事责任安排上就区分了发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述。对发行时的虚假陈述的民事责任，美国1933年《证券法案》第11条规定了发行人的严格责任。在该条下，任何在证券发行中购买了证券的投资者都可以因发行注册文件中的虚假陈述而提出赔偿请求，发行人没有抗辩理由，对其在注册文件中的虚假陈述要承担几乎绝对的责任（virtually absolute liability）。<sup>②</sup>对持续披露中的虚假陈述的民事责任，在美国法实践中一般适用的是美国证券交易委员会（SEC）依据1934年《证券交易法》第10（b）条颁布的规则10b-5。在涉及虚假陈述的10b-5诉讼中，发行人并不承担严格责任，原告需要证明发行人对虚假陈

<sup>①</sup> 参见 Donald C. Langevoort, Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, *Arizona Law Review*, Vol. 38, 1996, p. 639.

<sup>②</sup> 参见 James D. Cox, Robert W. Hillman and Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Amsterdam: Wolters Kluwer, 2020, p. 635.

述行为“明知”（scienter）。在此类诉讼中，“明知”包括知道（knowing）或者因重大过失应该知道而不知道（recklessness）。<sup>①</sup>显然，相比直接适用1933年《证券法案》第11条追究发行人虚假陈述的严格责任，针对持续信息披露中的虚假陈述，投资者以规则10b-5为基础展开的民事诉讼有着更为严苛的门槛和限制条件。而这一制度安排并非出于偶然或者立法失误，而是有着理论的支持，是合理的制度安排。<sup>②</sup>

### 三、持续披露中的虚假陈述的发行人责任

就中国目前虚假陈述的民事责任制度来看，根据上述分析，首先应该区分发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述这两种不同的虚假陈述行为，设置不同的民事赔偿责任。如前所述，本文认为，目前虚假陈述的民事赔偿责任制度安排对发行时的虚假陈述是合理的，但对持续披露中的虚假陈述，则存在种种不公平、不合理之处。不过限于本文主题，此处只讨论其对发行人赔偿责任安排的不合理问题。本文也因此提出，对持续披露中的虚假陈述的民事赔偿责任，应该为发行人设置赔偿限额。

#### （一）现有赔偿责任欠缺公平合理性

针对发行人在持续披露中的虚假陈述的民事赔偿责任，其不合理性主要表现为两个方面。从上市公司角度来看，该赔偿是对上市公司的惩罚，并不是非法获利的“吐出”，因此其惩罚幅度并不一定必须是投资者的全部损失；而上市公司不过是虚拟的法人，实质是股东资产的集合，在虚假陈述中，上市公司本身也可能是受害者。从投资者角度来看，交易的投资者是零和博弈，作为一个整体，投资者其实并没有受到损失；民事赔偿其实不过是一群投资者赔偿另一群投资者的“循环赔偿”。

如前文已经分析，发行人在持续信息披露中发生虚假陈述行为时，发行人并没有直接参与证券交易，也没有趁机发行证券。虽然该虚假陈述可能影响证券市场价格，导致投资者以错误的价格交易该相关证券，但该交易发生在二级市场的投资者之间，在本质上是零和博弈，一方投资者的损失就是另一方投资者的收益。举例来说，假设发行人在年报中虚增利润，导致该公司

<sup>①</sup> 参见 James D. Cox, Robert W. Hillman and Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Amsterdam: Wolters Kluwer, 2020, pp. 908 - 910.

<sup>②</sup> 参见 Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, *Columbia Law Review*, Vol. 109 (2), 2009, pp. 237 - 308. 该文不仅区分了发行时的虚假陈述和持续披露中的虚假陈述民事责任的不同，而且提出在持续披露中的虚假陈述中应该免除发行人的民事责任。

股价在年报发布后虚增了3元。在年报发布后、虚假陈述被揭露前买入该股票的投资者因此就每股多支付了3元，这是投资者因虚假陈述受到的损失。但交易发生在二级市场，发行人并没有参与该交易，因此，与该投资者做交易对手方获得了每股3元的收益。对交易对手方来说，这每股3元的收益完全是发行人虚假陈述带来的“意外之财”，但因为交易对手方也是投资者，其并没有参与虚假陈述，对虚假陈述也没有过错，基于政策考虑，法律并不要求这些获利的交易对手方“吐出”其获利。受害投资者因此只能基于侵权而追究上市公司的赔偿责任。<sup>①</sup>上市公司此时对受害投资者的赔偿，是以自己合法拥有的资金补偿投资者的损失，这些赔偿款本质上是对上市公司从事虚假陈述违法行为的惩罚。在侵权赔偿中，侵权方是否必须全额补偿受害人的损失，在很大程度上要考虑政策因素，全额补偿受害人损失并不是必需的。

上市公司不过是法律上的虚拟人格，其法人意志不过是个人的意志通过某种机制的体现。在股权相对集中的公司中，控股股东或者实际控制人的意志往往体现为公司意志；而在股权分散的公司中，管理层往往控制公司运营，股权分散的股东很难参与公司意志的形成。因此，对持续披露中的虚假陈述，上市公司往往是在实际控制人或者管理层操控下财务造假，中小股东是财务造假的受害者。从这个意义上来说，除了少数上市公司为了避免退市等原因的财务造假外，在大多数持续披露中的虚假陈述中，上市公司被实际控制人或者管理层操控，其本身就是虚假陈述的受害者。虽然要求上市公司承担虚假陈述的全部责任有助于公司加强内控，减少和遏制虚假陈述行为的发生，但就像美国教授约翰·科菲（John Coffee）所说：这就像法律惩罚盗窃行为的受害人一样，虽然有助于提升人们的谨慎注意水平，但并不公平。<sup>②</sup>

我国《刑法》第161条在规定针对持续披露中的虚假陈述的罚则时就考虑了这一因素。按照全国人大常委会法制工作委员会刑法室编写的《〈中华人民共和国刑法〉条文说明、立法理由及相关规定》的解释，第161条的犯罪主体为“依法负有信息披露义务的公司、企业”，本罪为单位犯罪，但采用了单罚制，只对公司直接负责的主管人员和其他直接责任人员判处刑罚，

① 参见 Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, *University of Chicago Law Review*, Vol. 52, 1985, pp. 611 - 652; Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, *Stanford Law Review*, Vol. 48 (6), 1996, pp. 1487 - 1537.

② 参见 John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, *Columbia Law Review*, Vol. 106 (7), 2006, p. 1537.

对公司不再判处罚金。“这是因为：公司的违法行为已经损害了股东和投资者的利益，如果再对其判处罚金，将会加重股东和其他投资者的损失程度。”<sup>①</sup>

从投资者角度来说，现有的民事赔偿制度也并不合理。对投资者来说，在欺诈市场理论下，推定投资者在有效市场交易时信赖市场价格，因此其不需要证明自己知道虚假陈述行为的存在。在这种情况下，投资者处于交易的哪一方，完全是随机的。他可能在这次成为受害投资者，而在下次成为获利投资者。在零和博弈状态下，整体的投资者并没有受到损失。由于一般投资者并不能事前知晓虚假陈述行为的存在，其也无法自主选择自己在交易中的位置，因此要求发行人对受害投资者额外赔偿，其实并不能起到促进投资者“更聪明”投资的效果。这个时候的赔偿更像是诱惑投资者的“彩票”，鼓励投资者做更多交易。

举例来说，A 看好甲公司，在 2017 年买入甲公司股票之后长期持有。2018 年 3 月 28 日，甲公司发布的年报中存在虚假陈述，年报发布后股价上涨了 3 元。4 月 2 日，B 以此高估的价格买入了甲公司股票。2018 年 8 月 1 日，该虚假陈述行为被发现，股价跌回了真实价格。假设在 2018 年 3 月 28 日至 8 月 1 日之间，有 1 万名像 B 一样的投资者合计买入了甲公司 1 亿股股票，则按照现有的民事赔偿制度，甲公司应该向 B 这样的投资者赔偿 3 亿元。而像 A 这样的投资者，如果在 3 月 28 日至 8 月 1 日之间以高估的价格卖出了甲公司股票，其获益并不用返还，而如果其继续持有至 8 月 1 日之后，则因为甲公司需要赔偿 3 亿元的损失，其持有的股份价值也就因此降低。A 对甲公司的虚假陈述行为既不能辨别，也不能控制，让其承担这种损失，与让投资者 B 承担损失，并没有什么差别。<sup>②</sup> 在现有的民事赔偿制度下，让 A 这样的投资者承担最终损失，其实是否认 A 这种“买入并持有”的长期投资者，而鼓励其做更多交易，这样“中奖”的可能才更大。

促使投资者做更多交易，当然有利于提高二级市场的流动性，但对普通投资者来说，因其处于信息劣势，更多交易只是增加了被信息优势投资者剥夺的可能性，并不会增加其获利，甚至还可能构成扰乱市场的“噪音交易”。而对机构投资者来说，根据组合投资理论，其可以通过分散组合投资规避某个具体公司的特殊风险，只承担市场的整体风险，因此，其根本就不

<sup>①</sup> 参见全国人大常委会法制工作委员会刑法室编：《〈中华人民共和国刑法〉条文说明、立法理由及相关规定》，北京大学出版社 2009 年版，第 268 页。

<sup>②</sup> 笔者曾在另一篇文章中使用过该假设案例。参见彭冰：《解构证券虚假陈述的民事赔偿制度——从先行赔付到投资者补偿基金》，陈洁主编：《商法界论集》第 7 卷，法律出版社 2021 年版，第 45~46 页。

会受到发行人虚假陈述的影响。现有的民事赔偿制度其实是对机构投资者的额外福利，尤其是考虑到民事诉讼的成本，除了特别代表人诉讼之外，参与证券民事赔偿诉讼的往往是机构投资者或者持股数量较大的投资者，这种福利效果就更为明显。<sup>①</sup>

最后，上市公司不过是法律上的虚拟人格，其财产权益都落在公司的利害关系人（包括股东、债权人、职工等）身上，而股东持有剩余索取权，往往是公司财产利益的最终承担者。因此，让上市公司巨额赔偿受害投资者，不过是让公司现有股东去赔偿受到虚假陈述影响的那些曾经的股东而已，如上述假设案例中的A股东去赔偿B投资者，即所谓股东的“循环赔偿”。<sup>②</sup>除了控股股东之外，多数现有股东对上市公司的虚假陈述行为并无过错，也没有参与，而且并未因此获利（如果在虚假陈述期间卖出股票的话，就已经不是公司股东了），甚至可能就是受害投资者（假设他在虚假陈述被揭露时还没有卖出股票）。实际上，在虚假陈述行为被发现时，公司股价往往大跌，这些股东已经承担了虚假陈述的损失。应该追究真正对虚假陈述行为有过错的主体，例如指使或者参与造假的实际控制人、控股股东、董事或者高级管理人员，但在民事赔偿制度中，这些主体往往处于责任的第二顺位，上市公司因为财力雄厚以及无过错的严格责任，必然成为民事赔偿索赔的第一选择。

## （二）发行人应该承担限额责任

虽然追究上市公司的单位责任有助于加强企业内控，减少虚假陈述的发生，但有学者认为，上市公司在持续披露中发生虚假陈述，往往是因为管理层面临“终期博弈”——如果不造假就可能失业，因此单位责任并不能发挥减少虚假陈述的激励作用。<sup>③</sup>也有学者从行为经济学角度分析，认为可能是某种人性中固有的偏好，例如过度乐观，导致上市公司虚假陈述的发生。<sup>④</sup>

① 参见 Richard A. Booth, *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 4, 2007, pp. 1 - 34。反对的意见可参见 Alicia Davis Evans, *The Investor Compensation Fund*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 33 (1), 2007, pp. 223 - 296。

② 参见 John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, *Columbia Law Review*, Vol. 106 (7), 2006, pp. 1534 - 1586。反对的意见可参见 Merritt B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, *Wisconsin Law Review*, Vol. 2009, 2009, pp. 297 - 332。

③ 参见 Jennifer H. Arlen and William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, *University of Illinois Law Review*, Vol. 1992, 1992, pp. 691 - 740。

④ 参见 Donald C. Langevoort, *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 146, 1997, pp. 101 - 172。

在美国证券集团诉讼存在广泛滥诉的背景下，有学者认为应该废除上市公司对持续披露中的虚假陈述的民事责任，只追究相关主体的个人责任；<sup>①</sup>也有学者认为由于美国 10b-5 诉讼本身要求原告证明被告的明知，而在法人制度下，从事违法行为的人和可以认定具有犯意的人处于企业的不同层级，实践中其实已经很难在 10b-5 诉讼中认定企业责任。<sup>②</sup>

从中国的现实来看，上市公司在持续披露中的虚假陈述发生较为频繁。在中国上市公司股权相对比较集中的背景下，实际控制人往往直接控制上市公司的运营，大量恶性的财务造假行为都是在实际控制人操控下进行的。根据对中国证监会及其派出机构 2022 年行政处罚的研究，该年度信息披露违法处罚案件总计有 135 起，只有 2 起涉及首次公开发行中的虚假陈述，其余 133 起均涉及持续信息披露中的虚假陈述。在虚假陈述涉及的事由中，占比最高的是资金占用、违规担保、财务造假、重大涉诉事项披露不规范、未按规定披露定期报告和关联交易披露不规范。其中资金占用、违规担保、重大涉诉和关联交易等事项，都与大股东有密切关系。以发生最多的资金占用为例，“2022 年度共有 59 个案件涉及资金占用，在全部信息披露违法处罚案件中占比 43.70%。资金占用持续高频发生，其表现形式主要是控股股东、实控人及其关联方利用上市公司或者通过供应商、经销商等第三方进行资金拆借、无商业实质的购销业务、支付工程款、对外投资等方式占用上市公司资金”。该研究因此认为：“在上市公司信息披露违法的背后，控股股东、实控人滥用控制地位的问题尤为突出，其组织、指使上市公司信息披露违法或故意隐瞒导致上市公司信息披露违法的情形竟然超过了半数，数量惊人。”<sup>③</sup>

不过上述中国实践虽然表明实际控制人应该对大部分持续披露中的虚假陈述行为负责，但并没有完全排除上市公司出于避免强制退市等自身原因而财务造假的可能。本文认为，上市公司虽然没有利用持续披露中的虚假陈述趁机发行证券直接获利，但仍然可能基于一些非金钱的利益而主动造假。特别是由于中国证券交易所对强制退市施加了很多财务指标要求，上市公司很有动机通过财务造假来延缓被迫退市的命运。因此，本文并不主张完全废除

① 这类文献很多，参见 Jennifer H. Arlen and William J. Carney, Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence, *University of Illinois Law Review*, Vol. 1992, 1992, pp. 691-740; Merritt B. Fox, Civil Liability and Mandatory Disclosure, *Columbia Law Review*, Vol. 109 (2), 2009, pp. 237-308。

② 参见 Ann M. Lipton, Slouching Towards Monell: The Disappearance of Vicarious Liability under Section 10 (B), *Washington University Law Review*, Vol. 92 (5), 2015, pp. 1261-1324。

③ 相关数据和表述均引自黄江东、刘子凡：《证券行政处罚 2022 年度观察——信息披露篇》，“国浩律师事务所”微信公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/RKEFnEGUBxF91Wq WXIKygQ>，2023 年 2 月 21 日。

上市公司对持续披露中的虚假陈述的民事赔偿责任，而是主张对上市公司在持续披露中的虚假陈述承担有限额的民事赔偿责任。

这主要是因为，上市公司基于非金钱动机的虚假陈述，没法精确衡量其非法所得，无法让其精准“吐出”非法所得，而要求上市公司全额赔偿因虚假陈述而受损的投资者也过于苛刻。正如前文分析，投资者因持续披露中的虚假陈述受损失其实是随机发生的，其损失被其他投资者获得，投资者从整体上并没有损失，而投资者也可以通过组合投资避免该损失。因此，从政策角度分析，不宜让上市公司承担全部损失，因为这其实会导致上市公司现有股东的损失。以康美药业案为例，该案创设了目前为止虚假陈述民事赔偿的最高判决金额——24.59亿元人民币，有5.2万名原告投资者获得了赔偿。但康美药业在宣告破产重整时，有13.7万名股东。<sup>①</sup>康美药业对5.2万名原告投资者的民事赔偿，其实是这13.7万名股东在承担。就如前文所述，上市公司在持续披露中的虚假陈述的民事责任，更多是惩罚性的，而惩罚应当适度，过罚相当。在全额赔偿下，上市公司的赔偿额度不与其违法程度相匹配，而与公司市值大小、股价波动幅度、投资者交易活跃度等因素密切相关，这不能体现过罚相当原则，应当加以额度限制。

另一方面，对上市公司施加一定额度的赔偿，而不是完全免除其责任，既有助于遏制其基于非金钱利益主动从事虚假陈述的动机，也有助于激励其加强内控，防范实际控制人或者管理层基于私利从事虚假陈述。

实际上，从比较法来看，对发行人在持续披露中的虚假陈述的民事责任加以限制，并不是一个陌生的观点。早在20世纪70年代，美国法学会在著名证券法专家路易斯·洛斯（Louis Loss）的主持下曾经推出过一个《联邦证券法典》（Federal Securities Code）的示范法，试图统一美国各州的证券法。该示范法对在不能证明“明知”的虚假陈述案中，将赔偿金额限制为自然人不超过10万美元、公司不超过年收入的1%（最多不超过100万美元）或者被告的获利。<sup>②</sup>不过，出于政治等原因，该示范法最终没有被采纳。

加拿大基于对美国证券集团诉讼滥诉的警惕，在证券法中对持续披露中的虚假陈述的赔偿责任加以限制，成为首个对上市公司虚假陈述民事赔偿责任加以限制的国家。加拿大证券法表现为州法。因为多伦多证券交易所（Toronto Stock Exchange）位于安大略省（Ontario），加拿大一半以上的证券交易发生于此，所以安大略省的证券法是加拿大最重要的证券法。安大略省《证券法》一开始并没有规定针对持续披露中的虚假陈述的民事诉权，直到

<sup>①</sup> 参见《康美药业股份有限公司重整计划》，第14页。

<sup>②</sup> 参见 Donald C. Langevoort, Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, *Arizona Law Review*, Vol. 38, 1996, p. 642.

2005年，安大略省才修改《证券法》，修订了第138条，建立了对持续披露中的虚假陈述的民事责任制度。该法修订时，考虑到美国10b-5诉讼中的滥诉等问题，在便利投资者提起集团诉讼的同时，限制了发行人的赔偿额度。该法修订后，依据该法提起的证券集团诉讼数量增加，每年保持在一二十起，并没有出现像美国那样的滥诉，因此被学者视为较为合理的制度安排。<sup>①</sup>

仅就该法规定的赔偿限额来看，针对持续披露中的虚假陈述的民事诉讼，该法首先限制了所有被告的民事赔偿额度。具体来说，发行人或者其他法人的赔偿限额是不超过100万加拿大元或者发行人市值（market capitalization）的5%（取两者中较高者）；发行人的董事、高级管理人员和其他有影响力的自然人（influential person）的赔偿限额是不超过2.5万加拿大元或者该自然人从发行人或者其关联人处获得的年度总收入（total yearly compensation）的一半（取两者中较高者）；专家的赔偿限额则是不超过100万加拿大元或者其在虚假陈述实施日之前一年内从发行人处获得的总收入（取两者中较高者）。不过，该法同时规定，如果原告能够证明上述被告明确授权、允许或者默许了虚假陈述的发生（knowingly authorized, allowed, or acquiesced in the making of the misrepresentation or the failure to make timely disclosure），则除发行人之外，上述赔偿限额不能适用。换句话说，该法对持续披露中的虚假陈述的民事责任，其实主要是规定了发行人的责任限额。有学者认为，对发行人赔偿限额的规定，有利于削弱原告滥诉的动机。<sup>②</sup> 加拿大的诉讼实践也证明了这一点。<sup>③</sup>

就中国的实践来看，基于《证券法》第197条对持续披露中的虚假陈述行为的行政处罚设定，对上市公司民事赔偿的限额规定为最高3000万元人民币较为合适（设置为行政处罚最高额度的3倍），也可考虑参考上市公司的市值（以中国上市公司较低市值10亿元人民币为基准，1%的比例是1000万元人民币）。本文建议：应该仿照加拿大立法例，将上市公司对持续披露中的虚假陈述的赔偿限额规定为不超过3000万元人民币或者市值的1%这两者中的较高者。

① 参见 Marc I. Steinberg and Alex Prescott, *The Emergence of a New Battleground: Liability for Secondary Market Violations in Ontario*, *International Lawyer*, Vol. 48 (1), 2014, pp. 17-32.

② 参见 A. C. Pritchard and Janis P. Sarra, *Securities Class Actions Move North: A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada*, *Alberta Law Review*, Vol. 47, 2010, p. 881.

③ 参见 Poonam Puri, *Securities Litigation and Enforcement: The Canadian Perspective*, *Brooklyn Journal of International Law*, Vol. 37 (3), 2012, pp. 967-1019.

#### 四、“追首恶”——追究实际控制人或管理层的赔偿责任

尽管证券监管者提出了“追首恶”的目标，但在虚假陈述的民事诉讼中，由于《证券法》直接规定了上市公司无过错的严格责任，而相比其他责任主体，上市公司又往往财力雄厚，因此，在实践中上市公司往往成为原告投资者索赔的主要对象，“追首恶”的政策目标让位于投资者索赔获利的个人动机。

2019年《证券法》修订中体现了“追首恶”的立法政策变化，尽管表现得并不明显。关于虚假陈述的民事赔偿条款，即《证券法》第85条，在此次修订中做了一些调整，虽然没有改变发行人的严格责任，但将实际控制人的民事赔偿责任从原来的过错责任调整为过错推定责任。该条明确规定，发行人虚假陈述的，“发行人的控股股东、实际控制人……，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外”。但该修订其实很难实现“追首恶”的立法意图，需要进一步完善。

首先，与该条规定的其他责任主体不同，实际控制人一般不直接参与上市公司的持续信息披露，因此，不能在所有此类虚假陈述案件中都要求实际控制人必须主动举证证明自己没有过错，否则就追究其责任。该条规定的其他责任主体，例如发行人的董事、监事、高级管理人员对证券发行文件和定期报告都负有担保责任，必须书面签署确认意见；<sup>①</sup>而保荐人、承销的证券公司对证券发行文件负有审核义务，应当对其真实性负责。<sup>②</sup>因此，当虚假陈述发生时，发行人的董事、监事、高级管理人员必须主动证明自己已经勤勉尽责没有过错。而实际控制人一般并不参与上市公司的持续信息披露活动，法律也没有要求其承担审核或者担保其真实性的义务。显然，在没有初步证据证明实际控制人参与虚假陈述的情况下，一概都要求实际控制人证明自己没有过错。例如，保荐人、承销的证券公司并不参与发行人定期报告的制定和发布，也没有审核和担保报告真实性的义务，因此，在此类诉讼中原告一般并不会同时起诉证券公司，法院也不会要求其承担过错推定责任。《证券法》第85条将实际控制人的民事赔偿责任从过错责任修改为过错推定责任，虽然加重了实际控制人的责任，但该条要想在实践中得以适用，原告还必须有初步证据证明实际控制人对虚假陈述负有责任。

<sup>①</sup> 参见《证券法》第82条。

<sup>②</sup> 参见《证券法》第10条、第29条。

其次，由于《证券法》第 85 条没有取消上市公司的严格责任，而追究实际控制人的责任又要求原告必须承担初步举证的责任，这就导致即使最高院在司法解释中做出努力，原告也很难舍弃上市公司而直接起诉实际控制人。2022 年最高院发布的新司法解释第 20 条第 1 款规定，“发行人的控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述，致使原告在证券交易中遭受损失的，原告起诉请求直接判令该控股股东、实际控制人依照本规定赔偿损失的，人民法院应当予以支持”，即原告可以选择不起诉发行人，而直接起诉实际控制人。在《证券法》第 85 条明确规定发行人严格责任的情况下，司法解释显然不能直接免除发行人的责任，只能另辟蹊径，暗示原告可以跳过发行人而直接起诉实际控制人承担责任。同时，新司法解释该条第 2 款也明确指出：“控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述，发行人在承担赔偿责任后要求该控股股东、实际控制人赔偿实际支付的赔偿款、合理的律师费、诉讼费用等损失的，人民法院应当予以支持。”但显然，投资者要想直接起诉实际控制人，必须满足第 20 条的前提条件，即初步证明“发行人的控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述”。

本文认为，未来立法修订在这方面还可以更进一步，即为了更好地实现“追首恶”的目标，更好实现对虚假陈述行为的遏制功能，立法可以明确规定上市公司对持续披露中的虚假陈述承担限额赔偿责任。这可以引导原告去追寻那些实际控制人的赔偿责任，因为在上市公司的赔偿额度受到立法限制的情况下，实际控制人就成为另一个财力雄厚的“深口袋”。

另外，在并购、重大资产重组等情况下，上市公司披露的一些信息来自交易对手方，虚假信息可能由交易对手方提供，上市公司即使尽职调查也可能无法发现，此时由上市公司承担虚假陈述的赔偿责任也是不合适的，尽管该虚假陈述是以上市公司的名义做出的。新司法解释第 21 条对此有所规定，<sup>①</sup> 是一大进步，但受制于《证券法》第 85 条的规定，新司法解释仍然要求发行人与该交易对手方共同承担赔偿责任。因此，在未来修法时应当明确，在这种情况下上市公司做了合理的尽职调查仍然没有发现虚假陈述的，可以不承担责任。换句话说，此时上市公司应当承担过错推定责任。

## 五、结论

就虚假陈述这一痼疾，设置法律责任的目的在于减少乃至遏制其发生。

---

<sup>①</sup> 新司法解释第 21 条规定：“公司重大资产重组的交易对方所提供的信息不符合真实、准确、完整的要求，导致公司披露的相关信息存在虚假陈述，原告起诉请求判令该交易对方与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的，人民法院应当予以支持。”

由于虚假陈述可能导致股价不准确，影响资本市场功能的发挥，虚假陈述带来的社会公共成本（负外部性）要大于其给投资者带来的私人成本，仅仅依靠民事赔偿责任并不能将虚假陈述减少到社会最优水平，需要刑事责任和行政责任等公共执法机制的存在。

从减少、遏制虚假陈述发生的角度出发，刑事责任和行政责任的存在就足以达成目标。从理论上来说，民事赔偿的私人诉讼并不是必需的。在实践中，很多国家的虚假陈述民事赔偿制度并不发达，这也从侧面支持这一结论。

本文认为，基于两个理由，虚假陈述的民事赔偿制度也许还有存在的必要。第一，由于刑事责任的追诉标准较高，并采取“无罪推定”的方式，对虚假陈述中的许多主体可能无法追究刑事责任，无法激励其发挥减少、遏制虚假陈述的效果。当然，在中国实践中，行政责任的追究较为专业和有效率，也许能够起到替代的功能。从这个角度来说，行政责任和民事责任在中国的实践中也许可以相互替代和互相补充。第二，对受害投资者给予适当补偿，有助于维护投资者对资本市场的信心。

本文重点论述了针对持续披露中的虚假陈述行为，现有的民事赔偿制度对发行人是不公平和不合理的。本文因此提出了应当对发行人在此类虚假陈述中的民事赔偿责任加以额度限制的建议。该建议既有助于保留发行人单位责任以激励发行人通过内部合规减少虚假陈述的发生，也能给予受害投资者适度补偿。

不过，该限额当然可能减少受害投资者获得充分补偿的可能性。在发行人责任限额下，受害投资者就只能去请求实际控制人或者其他责任主体赔偿，而由于举证责任、财力限制等，其可能无法获得充分补偿。本文认为，受害投资者补偿的功能，完全可以通过建立投资者补偿基金来实现，没有必要通过大规模的证券代表人诉讼来耗费诉讼资源。投资者补偿基金可以仿照相互保险机制设立，向所有证券交易者征收交易手续费，并可对不同信息披露水平的上市公司的股票征收不同费率。对此，本文作者曾经在另一篇文章中论证了建立“投资者补偿基金”的合理性，此处不再赘述。<sup>①</sup>

（责任编辑：方 军）

<sup>①</sup> 参见彭冰：《解构证券虚假陈述的民事赔偿制度——从先行赔付到投资者补偿基金》，陈洁主编：《商法界论集》第7卷，法律出版社2021年版，第45~46页。