

论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新

杨城

(清华大学法学院, 北京 100033)

摘要: 本文利用实证数据剖析我国虚假陈述民事责任主体单一化的问题, 并将之与美国司法实践中责任主体的多元化进行对比。本文发现, 我国《证券法》虽然规定了虚假陈述的多层次责任主体, 但司法实践却出现责任主体单一化的结果, 由此带来民事责任与行政责任不匹配、中介机构责任不凸显、控股股东、实际控制人责任虚化等问题。证券监管部门为强化中介机构的主体责任, 利用行政权力主导推进保荐机构、主要股东对受损害的投资者先行赔付, 并最终通过股票发行制度改革予以固化。先行赔付作为一种制度创新, 承受着多方面的质疑。但先行赔付制度有助于解决司法实践中责任主体单一化的法律困境, 欺诈发行中由保荐机构承担先行赔付责任, 符合现实需要和法理基础。

关键词: 虚假陈述; 责任主体; 主体单一化; 先行赔付

Abstract: This thesis chooses subject of civil liability of false statements as research object, and intends to analyze the simplification of subject of civil liability of false statements by empirical data, while comparing it to the diversity of liability subjects in US practice. It is elaborated in this thesis that although multi-level subjects of civil liability are stipulated in Securities Law in China, subject of civil liability is always simplified in judicial practice. This leads to problems such as mismatched civil and administrative responsibility, less responsibility of security service institutions, and deficiency of responsibility on majority shareholders and actual controllers. In order to enhance the responsibilities of security service institutions, securities regulatory commission requires sponsors and major shareholders to compensate victims in advance and finally solidify this practice by stock offering system reform. As a innovative system, compensation in advance receives numerous queries. It is concluded in this thesis that the system of compensation in advance helps solve the problem of simplification of subject of civil liability of false statements. The requirement of sponsors to compensate in advance in fraudulent offering meets the need of legal principle and practice in China.

Key words: false statement, subject of liability, subject simplification, compensation in advance

作者简介: 杨城, 清华大学法学院博士生, 现任中国证券监督管理委员会北京监管局干部, 研究方向: 商法学。

中图分类号: D922.28 **文献标识码:** A

一直以来, 我国证券欺诈民事责任制度广受诟病, 有关的改进建议文章层出不穷。以虚假陈述民事责任为例。虽然最高人民法院早在2003年就颁布了《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》(以下简称《虚假陈述民事赔偿司法解释》), 其后2006年修改的《证券法》又对虚假陈述民事责任制度予以修正, 但是实践中上述规定却变成公认的“效果不佳”。¹ 在股票发行注册制改革的背景下, 信息披露成为上市公司监管的核心, 因此加强虚假陈述民事责任规制的呼声

渐起。²就虚假陈述的民事责任主体而言, 《证券法》构建了以发行人、上市公司为首要责任主体的制度, 然而, 为了配合股票发行制度的改革, 中国证监会于2015年底修改股票发行制度时推出保荐机构先行赔付³, 以有效落实中介机构的主体责任。⁴言外之意, 以往中介机构在欺诈发行案件中并未承担起应负的民事责任。在我国的虚假陈述民事诉讼中, 承担赔偿责任的主体现状为何? 先行赔付作为一项虚假陈述民事责任制度的创新, 其制度价值如何体现? 背后的法理基础是否存在?

虚假陈述民事责任主体的法律规则与司法现状

一、我国法定责任主体的多层次性

我国现行《证券法》对虚假陈述民事责任的分配，并未区分发行披露阶段和持续披露阶段，而是统一按照不同的责任主体赋予不同的归责原则。根据《证券法》第69条、第173条规定，虚假陈述民事责任主体分为三个层次：(一)发行人、上市公司，承担无过错责任；(二)发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员、保荐人、承销的证券公司、证券服务机构，承担过错推定的连带责任；(三)发行人、上市公司的控股股东、实际控制人，承担有过错的连带责任。

与《证券法》规定稍有不同，《虚假陈述民事赔偿司法解释》第7条从虚假陈述民事赔偿的被告角度界定了责任主体，包括：(一)发起人、控股股东等实际控制人；(二)发行人或者上市公司；(三)证券承销商；(四)证券上市推荐人；(五)会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等专业中介服务机构；(六)上述(二)、(三)、(四)项所涉单位中负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员以及(五)项中直接责任人；(七)其他作出虚假陈述的机构或者自然人。

通过对比上述规定可以发现，《虚假陈述民事赔偿司法解释》关于责任主体的分类和规定更加全面和科学⁵，责任主体范围较《证券法》的规定更为广泛，并且有兜底条款适用。可以说《虚假陈述民事赔偿司法解释》“制度设计、责任层次基本合理”。⁶多层次责任主体的制度设计初衷在于：一方面，能够为投资者提供多种选择，在发行人、上市公司无力赔偿时，由其他责任人员对投资者承担赔偿责任，起到“兜底”赔偿作用；另一方面，为虚假陈述行为中不同的参与人员设置不同的责任，让有过错的发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和保荐人、证券服务机构承担连带赔偿责任，也是贯彻侵权责任法归责要求。

二、我国司法实践承担赔偿责任主体的单一化

与立法确定的多层次责任主体不同，司法实践中，虚假陈述的实际赔偿责任主体呈现高度单一化倾向，上市公司几乎成为责任承担的唯一主体。以近三年的司法判决为例⁷，共有16家上市公司因虚假陈述被1193名投资

者诉至法院，法院最终判决6家上市公司对1057名投资者作出民事赔偿。⁸其中，如图1所示，仅有14名投资者获得的赔偿有上市公司董事、监事、高级管理人员的连带责任，其余均是上市公司单独承担责任。之所以出现上述结果，原因是多数投资者起诉时仅以上市公司为被告。如图2所示，在1193名投资者中，只有54名投资者将上市公司以外的主体列为共同被告，未出现将上市公司以外的主体作为单独被告的情形。法院作出判决时自然不会主动追加其他责任主体。

在分析我国司法实践中多数投资者仅以发行人、上市公司为被告的原因时，可分为多个维度进行考察：一是我国虚假陈述侵权诉讼未建立集团诉讼制度，以个人小额诉讼为主，而发行人、上市公司应对小额诉讼时具备偿付能力，投资者一般都能从发行人、上市公司获得足额赔偿，无需再追究其他主体的连带责任。二是《证券法》虽然确立了多层次责任主体，但实际上投资者对不同主体的举证责任有高低之分，由于发行人、上市公司承担无过错责任，其他责任主体承担过错推定和过错

图1 实际赔偿的被告类型

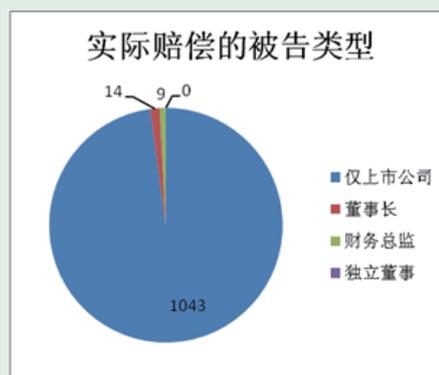
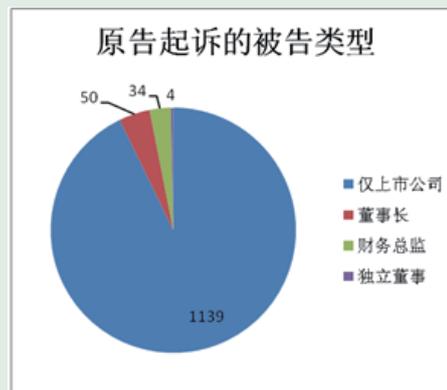


图2 原告起诉的被告类型



归责原则，对投资者而言，起诉发行人、上市公司时的举证义务最低，立案和获赔更容易。三是有些原告开始将公司董事和高管人员列为被告，最后在调解或和解时将其剔除，这有可能是原告的谈判策略，以放弃对公司董事和高管人员个人责任的追究为条件，换取被告公司同意一个更加有利于原告的和解方案。⁹

三、美国司法实践中虚假陈述民事责任主体的多元化

实际上，美国法10b-5规则下私人诉权的被告范围也非常之广，法条和规则两者都指向“任何人”。除了做出虚假陈述的公司本身首当其冲，责任主体还包括公司内部的董事、高管，以及公司外部的券商、律师和会计师等。¹⁰《1933年证券法》第11节规定证券注册资料虚假的民事责任，除了发行人外，指向的被告范围包括签署注册说明书的所有人、发行人的董事、会计师等专业人员、证券承销商等人员，并且上述人员可以举证免责。¹¹上述规定与我国的制度基本相似，稍有不同的是，第11节(f)款明确了连带责任人内部之间追偿权，即“本条项下有支付责任的人如履行合同一样，可以从单独被诉时有责任支付同一款项的任何人索回为其分担的费用”¹²，意味着发行人外的其他责任主体要根据过错程度承担实际的赔偿责任，而不仅仅是一种风险责任。

美国的司法判例中，关于欺诈发行的典型案例为Escott诉BarChris建筑公司案，法官通过对参与虚假陈述的不同主体“恪尽职守”的考量，确定最后承担责任的主体包括：在登记文件上签字的总裁、副总裁、首席执行官、首席财务官、外部董事、律师、承销商和会计师。¹³关于持续信息披露阶段的虚假陈述的典型案例Ampex公司案中，该案的被告除了Ampex公司外，还包括该期间(虚假陈述期间)公司主要负责人以及独立审计师。¹⁴另外一起典型案例Koger公司案中，由于德勤会计师事务所出具的审计财务报告违反会计准则，导致Koger公司现金流高估，事后Koger公司无法维持股息，股价大跌，投资者以Koger公司、德勤会计师事务所及其他个人为被告起诉至法院。一审法院支持了原告的主张，二审法院认为德勤会计师事务所不应对原告的损失负责。¹⁵虽然我们不能简单地从几起典型案例总结出美国司法实践的普遍现象，但相比我国的司法实践，前述几起虚假陈述案件实际上已经展现美国责任主体多元化的一面。

综上所述，与美国责任主体多元化的司法效果相比，虽然我国明确了虚假陈述民事责任主体多元化的制度规则，但司法实践却表现出单一化的现象，这种单一化的结果实际上是多种因素叠加所导致。然而，责任主体的单一化是否符合法律的预期目标？

责任主体单一化的法律困境

有观点指出，尽管虚假陈述责任主体的单一化与法定责任主体的多层次性不符，但只要个案中能够满足投资者的赔偿要求，即便责任承担主体单一，也并不意味着这是一个问题。笔者认为，如果将虚假陈述民事责任制度的目标仅限于补偿投资者的损失，而不顾及谁应当为损失负责，恐怕与侵权责任法的基本功能不符。

一、发行人、上市公司不应成为承担民事责任的唯一主体

发行人、上市公司作为信息披露的义务人，如果其公开披露的信息存在虚假陈述，虚假陈述行为是以发行人、上市公司的名义作出，那么根据侵权责任的一般原理，侵权行为人即是赔偿责任的承担人，由发行人、上市公司承担民事赔偿责任无可厚非。但是，在虚假陈述侵权中，行为人所应负的核心义务是注意义务，除了承担严格责任的发行人、发起人、上市公司因不必进行过错判断，可以不必定性其义务外，发行人的董事、主承销商等其他虚假陈述行为人均负有注意义务。¹⁶如果上述人员违反相应的注意义务，自然应当对投资者因虚假陈述造成的损失承担相应的民事赔偿责任。因此，从理论上讲，虚假陈述的民事责任主体应当不止发行人、上市公司一家，这也是《证券法》第69条规定多层次责任主体的理论基础。即便发行人、上市公司能够完全赔偿受害的投资者，也不能就此免除负有注意义务的其他虚假陈述行为人的责任。基于补偿和预防作为我国侵权责任法的两项基本功能¹⁷，虚假陈述损害赔偿责任的设置，不仅应当考虑救济因证券欺诈而受害的投资者，而且需要实现防止证券欺诈的预防功能。¹⁸发行人的董事、主承销商等切实履行注意义务是预防欺诈发生的关键，而让未尽责的上述人员承担一定赔偿责任，正是发挥损害赔偿预防功能的体现。

我国法律规定发行人、上市公司就虚假陈述承担无

过错责任,故承担赔偿责任的“大头”非其莫属。前述实证分析结果表明,近年来鲜有上市公司的董事、高管人员承担实际的赔偿责任。但是,发行人、上市公司自身显然并不是虚假陈述行为的最大受益者,正如有学者所说,真正遏制证券欺诈的关键应是将责任主要配置给其最有可能的实施和受益者——公司董事和高管,这些人往往正是违法行为的主谋和最大受益者。¹⁹如果一味地让发行人、上市公司承担民事责任,对公司的其他股东而言,将是一种二次伤害,最终使幕后的最大受益人逃之夭夭。上市公司单独承担责任的模式并未实现真正的赔偿功能,不过是将投资者的财富从一个口袋转移到另一个口袋。²⁰

二、我国虚假陈述民事责任主体单一化面临的法律困境

1. 民事责任主体与行政责任主体严重不对等

以前述作出民事赔偿的6家上市公司为例(亚星化学、绿大地、佛山照明、宁波富邦、武昌鱼、亚太实业),普遍存在行政处罚认定的责任主体数量远远多于实际承担民事赔偿的责任主体,民事责任主体与行政责任主体不对等。中国证监会针对上述6家上市公司的虚假陈述行为,除了对上市公司予以处罚外,公司的部分董事和高级管理人员一般也会作为虚假陈述行为的直接责任人员受到行政处罚。其中,亚星化学和绿大地虚假陈述案件中,另有发行阶段的保荐机构、出具专业意见的律师事务所、会计师事务所及相关签字人员因未勤勉尽责受到相应行政处罚。反观民事赔偿判决,只有绿大地案中公司的董事长、财务总监对投资者承担连带赔偿责任,涉案的保荐券商等中介服务机构均未承担任何民事赔偿责任,其余5家上市公司更是无任何董事、高管人员承担连带赔偿责任。

正如有学者所述,仅追究作为法人组织的发行人的法律责任,对具体实施虚假陈述行为的自然人(如董事、监事、经理等)缺乏经济上的惩戒效果;仅规制信息披露义务人的虚假陈述行为,对于社会公众所信赖、参与信息披露文件制作和公布的专业中介机构缺乏应有的惩处,必然造成对协助和参与“造假”的违法行为的放纵。²¹虽然追究董事、高管人员等其他主体的行政责任也可以达到一定的惩戒效果,但效果非常有限²²,

难以给上述主体带来足够的经济震慑以达到预防目的,应当让上述主体担负起与其行政责任相对应的民事赔偿责任。

2. 中介机构的民事赔偿责任未凸显

在我国的虚假陈述民事赔偿诉讼中,证券公司、会计师事务所、律师事务所等中介机构承担赔偿责任的案例屈指可数,目前只有大庆联谊案中中银证券公司就50%的赔偿承担连带责任;而蓝田股份案中中华伦会计师事务所承担连带赔偿被誉为“会计师事务所虚假陈述民事赔偿第一案”,此后还未有会计师事务所承担连带责任;至于律师事务所,目前还未有承担连带责任的判例。可见,我国《证券法》第69条、第173条关于保荐人及会计师事务所、律师事务所等证券服务机构承担民事赔偿责任的规定,在实践中发挥的作用极其有限。另外我国证券市场实践中的主承销商对于证券的发行负有较重的责任(担保责任),在责任的承担上应当较其他专业服务机构(会计师事务所、律师事务所、评估机构)更为严格。²³我国《证券法》中将保荐人或承销商的归责原则与会计师事务所、律师事务所等证券服务机构等同,客观上造成保荐人或承销商与其他证券服务机构一样,难以实际承担起对投资者的赔偿责任。

3. 控股股东、实际控制人的民事赔偿责任虚化

虽然《证券法》第69条明确了控股股东、实际控制人有过错时的民事赔偿责任,但从目前搜集的近三年的判例看,还未出现发行人、上市公司的控股股东或实际控制人承担实际赔偿责任的情况。这并非意味着我国上市公司的控股股东或实际控制人的守法状况较好。实际上,我国上市公司的大部分虚假陈述行为是在实际控制人操纵之下进行的,由此所获非法利益也大多转入实际控制人手中。²⁴为有效追究虚假陈述案件中控股股东、实际控制人的责任,《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》明确指出,“对上市公司违法行为负有责任的控股股东及实际控制人,应当主动、依法将其持有的公司股权及其他资产用于赔偿中小投资者”。从目前的实际效果看,控股股东、实际控制人的民事责任制度处于虚化状态。

综上所述,我国司法实践中呈现的责任主体单一化,使中介机构、控股股东等责任主体未承担起应负的

民事赔偿责任，而这并不符合侵权责任法的归责原则与基本功能。证券监管部门为解决责任主体单一的问题，创造性地提出保荐机构先行赔付制度，以此有效落实中介机构责任，这种尝试是否具有合理性？

保荐机构先行赔付是解决责任主体单一的有益探索

近年来，证券监管部门为了遏制证券发行阶段的欺诈行为，除了给予相关主体严厉的行政处罚外，逐渐尝试运用行政权力主导的方式，督促证券发行的中介机构或发行人的大股东等主体主动对投资者进行赔偿，使投资者能够得到及时赔偿，同时强化中介机构在证券发行阶段的责任，缓解发行人、上市公司独自负担民事责任的困境。如万福生科案中，保荐机构平安证券独家出资3亿元设立“投资者利益补偿专项基金”，先行补偿符合条件投资者的损失；深圳海联讯案中，上市公司的控股股东及其他主要股东出资2亿元设立“补偿专项基金”，用以赔偿适格投资者。正如有学者评价，由监管机构发挥积极作用，补充“不完备法律”背景下的司法不足，对于尚处“新兴加转轨”阶段的我国证券市场的确具有重要意义。²⁵然而，主动赔偿并非出于上述主体的道德自觉，而是个案中迫于行政监管的压力，难以形成长效机制。为了固化欺诈发行案件中保荐机构主动赔偿的良好尝试，有效落实中介机构责任，中国证监会在2015年底修改股票发行制度时，明确要求保荐机构在公开募集及上市文件中作出先行赔付的承诺，并相应取得向发行人依法追偿的权利。

一、保荐机构先行赔付的制度价值

不可否认，保荐机构先行赔付制度的最大优势在于能够及时满足投资者的索赔诉求，维护投资者的合法权益。与诉讼解决方式相比，先行赔付能够及时、充分地补偿投资人的损害，极大地克服投资者通过民事诉讼寻求救济的耗时、举证责任的繁琐及维权成本的高昂。²⁶但是，若仅将先行赔付定位为解决虚假民事赔偿的效率问题，那么由发行人先行赔付即可，也更为符合《证券法》规定的发行人无过错归责原则。笔者以为，之所以选择保荐机构作为先行赔付的主体，更多的意义在于解决我国虚假陈述民事责任全部由发行人、上市公司承担的法律困境。

1. 先行赔付首先能够让保荐机构对投资者承担赔偿责任

对保荐机构而言，先行赔付本身就是一种较重的责任。虽然保荐机构承担的不是最终责任，仍然享有向其他责任主体追偿的权利，但先行赔付仍然是较重的责任负担。一方面，保荐机构需要就自己过错范围内的责任分担一部分最终责任；另一方面，其他责任主体无力承担赔偿责任的风险也转移至保荐机构，意味着保荐机构承担风险责任。让保荐机构先行赔付，将会在很大程度上消除保荐机构“只荐不保”的痼疾，强化保荐机构等中介机构在二级市场投资过程中“把关人”的角色。²⁷

2. 保荐机构的事后追偿更易让控股股东、实际控制人承担最终责任

保荐机构先行赔付投资者以后，取得对发行人等责任主体的追偿权，尤其是向发行人的控股股东、实际控制人追偿时，保荐机构相对于投资者更加容易证明控股股东、实际控制人是否存在过错，毕竟保荐机构全程参与了发行过程。因此，保荐机构先行赔付制度的延伸效果即是实质加重控股股东、实际控制人的民事责任。此外，目前市场上的证券公司为应对先行赔付制度，已经开始酝酿转嫁风险的方式，即通过与发行人及其控股股东、实际控制人、董监高签署“五方协议”，由实际控制人或大股东对保荐机构的先行赔付责任兜底。²⁸由此导致的是保荐机构与发行人方相关主体的责任博弈，控股股东、实际控制人逃脱民事赔偿责任的日子恐怕“一去不复返”。

保荐机构先行赔付投资者以后，将依据何种请求权基础进行追偿？我国《证券法》第69条、第173条等规定了发行人、保荐人、高管人员等主体之间的连带责任，但并未明确规定责任主体之间的内部追偿权，只能将《民法通则》第87条作为追偿权的法律基础。²⁹但是，保荐机构是基于自身承诺承担先行赔付责任，先行赔付时保荐机构是否存在过错及是否承担连带责任尚未经过司法裁判，难以谓保荐机构因承担连带责任而取得对其他连带责任人的追偿权。笔者以为，先行赔付作为一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排，实际上是保荐机构代替最终责任主体履行对投资者的赔偿责任，属于第三人代为清偿债务。根据通说见解，在清偿有效

的情况下,在第三人和债务人之间基于不同的情形发生新的债权债务关系³⁰,这或许可以为保荐机构向其他责任主体追偿提供依据。

二、保荐机构先行赔付的法理基础

事实上,早在证监会推出保荐机构先行赔付制度之前,就已经有学者建议在《证券法》修改时引入“先期赔付”制度,由虚假陈述民事赔偿责任可能的连带责任人之一先行垫资向投资者承担赔偿责任,然后再由先行赔付者向未参与先行赔付的发行人、上市公司以及其他责任人进行追偿。³¹先行赔付时,由保荐人、承销的证券公司、发行人或上市公司的控股股东、实际控制人提供资金,则是较为可行的选择。³²证监会推出的保荐机构先行赔付制度正是建立在上述理论基础之上,稍有不同的是,证监会未等到《证券法》对该制度的确认,而是直接以部门规章的形式开展尝试,由此产生了法律依据不足及合理性的质疑。

1. 保荐机构的承诺是其承担先行赔付责任的基础

先行赔付在我国法律制度中并非新鲜事物,主要以两种形式体现:一是法律明确规定某一主体承担先行赔付责任(法定先行赔付),如《侵权责任法》第52条规定的机动车交通事故侵权中保险公司的垫付责任;二是基于当事人自身的承诺先行赔付(自愿先行赔付),如淘宝网和京东均承诺对消费者购物过程中遭受的损失先行赔付。据此,若要求某一主体承担先行赔付责任,要么有法律的明确规定,要么是该主体自愿作出的单方允诺。

证券发行阶段的保荐机构先行赔付,并非基于法律的明确规定,而是保荐机构的承诺³³,一旦出现虚假陈述,便在受损投资者与保荐机构之间形成单方允诺之债,投资者可以此请求保荐机构先行赔付。与前述提及的网商对消费者的先行赔付承诺不同,保荐机构的承诺并非基于商业动机而自愿作出,而是根据监管规则的要求在申报的招股说明书中必须记载的内容,这是否会导致承诺因违背保荐机构的意愿而出现效力瑕疵?笔者认为,只要保荐机构的承诺不违反我国《民法通则》第58条的规定,该承诺就应当归于有效。即便是保荐机构是应监管部门要求作出承诺,但对保荐机构而言,其仍然有选择是否作出上述承诺的权利,只不过若其未按照要求在招股说明书中记载相应承诺,其所出具的文

件将不会被监管部门接受而已。这与合同法的格式条款(takeitorleaveit)类似,保荐机构既然愿意作出先行赔付的承诺,即意味着接受规则的约束,事后自然也不能以违反原意而否定承诺的效力。因此,一旦保荐机构作出先行赔付的承诺,则该承诺就构成其承担先行赔付责任的基础。

2. 保荐机构作为先行赔付主体是否合理

理论上,与发行人、上市公司承担连带赔偿责任的主体都可以是承担先行赔付责任的承担主体。³⁴与其他责任主体相比,先行赔付主体本身承担着风险责任,即难以向其他责任主体追偿的风险。笔者认为,在欺诈发行领域,将先行赔付的主体设定为保荐机构,是一种符合现实需求的安排,也具有一定的法理基础。

首先,在可供选择的主体里面,主要有机构和人员两类,面对虚假陈述中众多投资者的高额赔偿诉求,个人通常不具备承担先行赔付所有投资者的财力。其次,如果将先行赔付的主体继续设为发行人、上市公司,那么发行人、上市公司独自承担民事责任的现象将更加凸出。最后,在证券发行领域,保荐机构出具保荐书是必备环节,且保荐机构须具备法定的资格条件和承担较高的诚信与勤勉义务,在保荐机构与投资者之间存在直接的信赖关系,保荐机构出具的文件是投资者具有较高信赖程度的投资判断依据。³⁵保荐机构作为“第一看门人”,其发挥的作用和投资者对其的信赖程度要远远高于会计师事务所、律师事务所。保荐机构应当保证所出具的文件真实、准确、完整(《证券发行上市保荐业务管理办法》第6条),在提交申报文件时,保荐机构出具虚假陈述先行赔付的承诺,正是其严格履行核查义务的有力证明。倘若保荐机构真正履行核查义务后,认为发行人不存在虚假陈述情形,此时出具虚假陈述先行赔付的承诺,又有何不可呢?

3. 先行赔付能否替代司法裁判

首先,于投资者而言,先行赔付制度确实产生于司法裁判等同的效果,投资者经过先行赔付以后,将丧失向法院提起民事诉讼的权利。³⁶但在相关责任主体的责任内部分配方面,由于涉及的是法律上最终的责任认定,先行赔付制度并不对此作出安排,责任主体之间的争议仍交由司法裁判最终确定。

其次，即便先行赔付制度替代了司法裁判，这种替代安排也有正当性。民事争议的解决，有和解、调解、仲裁和诉讼方式，司法裁判并非确定当事人权利义务的唯一途径，将先行赔付视为责任主体与受损投资者之间达成的民事和解，自然解决了先行赔付制度替代司法裁判的合法性问题。剩下的问题是如何保证先行赔付与司法裁判达到同等的合理性。在先行赔付的制度设计中，赔偿条件、赔偿对象、赔偿数额等均有明确的规则依据，《虚假陈述司法解释》第18条、第30条也早已明确了虚假陈述民事赔偿的对象及数额计算方法。在虚假陈述行为发生后，哪些投资者应当获得赔偿、获得多少数额的赔偿均是一个客观化的状态，保荐机构先行赔付时，按照既定的规则确定赔偿对象及赔偿数额，与司法裁判适用的规则并无区别，两者得出结果的合理性自然处于同等地位。如此一来，虽然先行赔付被视为保荐机构和受损投资者之间的和解，但由于赔偿对象和赔偿数额均是客观化的状态，和解结果不会影响其他责任主体的实体权利。

三、先行赔付是解决责任主体单一化较为可行的方案

前述提及，虚假陈述民事责任的法律体系中已建立多层次的责任主体，而法律执行中的程序障碍是责任主体单一化的主要原因，先行赔付制度实际上提供了绕过程序障碍的一种路径，即在司法裁判介入之前通过保荐机构先行赔付，实现保荐机构首先承担责任以及其后保荐机构对其他责任主体追偿。在该路径下，集团诉讼、前置程序的有无对投资者索赔不再具有实质影响，更不会对保荐机构的追偿造成障碍。与此相反，另外一种解决责任主体单一化的路径是清除法律执行过程中的程序障碍，如完善前置程序、集团诉讼、举证责任分配等程序。上述两种路径好比到达目的地的路上存在多个路障，顺利到达目的地的方法有两种：清除路障或绕道而行，究竟哪种方式更优？笔者认为，在现行监管模式和司法环境下，“绕道而行”的策略更为可取，在司法态度比较消极保守的情况下，通过行政权力的干预，解决虚假陈述民事赔偿程序冗长、责任主体单一的问题，是较为现实的选择。

首先，我国虚假陈述责任主体单一化的构成原因复杂，仅仅解决虚假陈述民事赔偿的程序性障碍，或许可

以降低投资者起诉的难度，但最终能否实现责任主体的多元化，尚待司法政策的转变。正如有学者所述，中国证券虚假陈述民事赔偿诉讼的主要问题不在于实体规则，也不在于诉讼形式，而是有些法院在现实中没有公正、有效地执行这些规则。³⁷取消前置程序或建立集团诉讼模式带来的直接结果是，法院受理的虚假陈述民事赔偿案件数量急剧增加，但能否实现《证券法》第69条多层次责任主体的立法目的，尚不可知。而先行赔付制度则可以直接扭转发行人、上市公司单独承担民事责任的局面，通过诉讼外程序实现责任主体多元化。

其次，取消虚假陈述民事赔偿的前置程序并非易事，背后折射的是法院的保守。自2003年《虚假陈述民事赔偿司法解释》确立前置程序以来，取消前置程序的声音便不绝于耳。³⁸2015年最高人民法院推出立案登记制，关于虚假陈述民事诉讼前置条件是否有效便产生争议。最高法院民二庭庭长杨临萍在2015年全国法院民事商事审判工作会议上指出，“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”。³⁹但目前《虚假陈述民事赔偿司法解释》并未修改，也未有正式的通告说明法院态度的转变，其背后隐含的仍然是法院对虚假陈述民事赔偿案件的消极态度。

四、先行赔付制度遗留的法律问题

先行赔付制度本质上仍是行政主导模式下虚假陈述损害赔偿机制的探索，虽然前期已经有成功案例，但不可否认，该制度究竟实效如何，还需时间的检验。但就制度设计本身来说，目前的先行赔付制度仍需关注如下法律问题：

1. 持续信息披露阶段的虚假陈述能否适用先行赔付？

虚假陈述在证券发行和证券交易阶段具有不同的形态、不同的参与主体，责任设置上也应予以区分⁴⁰，如在责任主体方面，持续信息披露阶段不涉及保荐、承销主体承担民事责任的问题。目前，保荐机构先行赔付制度仅适用于发行阶段的虚假陈述行为，其主要目的是在注册制改革背景下，遏制欺诈发行违法行为的蔓延。至于上市公司持续信息披露阶段的虚假陈述，投资者仍需通过正常的司法途径进行索赔，依然存在民事责任主体

单一化的困境。

实际上, 欺诈发行虽然是证券市场上情节最为恶劣的违法行为, 但并非是虚假陈述案件中最常见的类型。以近三年(2013~2015年)做出行政处罚的虚假陈述案件为例, 证监会共对36起虚假陈述案件做出行政处罚, 其中欺诈发行案件仅6起, 其余均为持续信息披露违规案件。⁴¹因此, 目前的先行赔付制度只解决了小部分虚假陈述案件的民事赔偿问题, 实践中频繁发生的持续信息披露阶段虚假陈述的民事赔偿问题依然存在。

2. 保荐机构不主动履行先行赔付责任时如何补救?

在先行赔付的制度设计中, 当发生欺诈发行案件时, 保荐机构如果主动对受害投资者先行赔付, 自然不产生争议。但如果保荐机构事后不及时履行先行赔付的义务, 投资者应如何维护自己的利益? 先行赔付的制度价值优势还是否存在? 通常情况下, 保荐机构未履行自己的义务, 那么投资者可向法院诉请其履行先行赔付的责任。但正如有观点认为, 先行赔付的时间要有刚性, 如果先行赔付演变成了“马拉松”式的赔付, 与诉讼维权无异, 这样的赔付, 将使保护投资者的效果严重打折。⁴²发挥先行赔付制度价值的关键在于如何督促保荐机构主动、及时履行赔偿义务, 而这个目标的实现只能借助于行政权力的干预。因此, 先行赔付制度需要明确, 一旦触发赔付条件时, 保荐机构应主动地开展赔付工作, 否则可以采用自律管理、诚信约束等措施督促其履行。

3. 未明确虚假陈述不同参与主体间的内部责任

一直以来, 虚假陈述不同参与主体的内部责任划分是一笔“糊涂账”, 在前述搜集的虚假陈述获赔判决中, 虽然个别人员需承担连带责任, 但由于《证券法》并未明确规定责任主体之间追偿权, 实践中基本不触及最终赔偿责任的分担问题。即便是在万福生科案例中,

平安证券主动赔偿投资者以后, 虽然事前声明保留向万福生科及其他责任方进行追偿的权利, 但最后还是随着万福生科的退市不了了之。⁴³然而, 先行赔付作为一项正式制度推出后, 自然不能稀里糊涂地让保荐机构成为“冤大头”, 追偿权将成为不可避免的话题, 其核心问题在于最终赔偿责任在不同参与主体间如何分担。在目前的法律规定及先行赔付的制度设计中, 并无划分不同参与主体内部责任的内容。

结论

通过对我国虚假陈述责任主体的实践研究, 可以发现我国司法实践中存在赔偿责任主体单一化的困境。证券监管部门也意识到虚假陈述民事责任的问题, 一直将完善证券侵权民事赔偿制度作为投资者保护工作的主要突破口⁴⁴, 在行政权力的主导下, 尝试由保荐机构、发行人主要股东先行赔付投资者的制度, 并最终推出证券发行阶段虚假陈述的保荐机构先行赔付制度, 以有效落实中介机构的责任, 这是制度上的一种“创新”。

笔者承认在我国虚假陈述民事赔偿领域引入先行赔付制度是较为现实的制度选择, 能够解决我国司法实践中虚假陈述责任主体单一化的困境。保荐机构基于自身的单方承诺承担先行赔付义务, 这解决了先行赔付制度的法理基础问题。先行赔付虽然绕过司法裁判程序, 但由于赔偿对象和赔偿数额均是客观化的状态, 赔付结果不会影响其他责任主体的实体权利。而选择保荐机构作为先行赔付的主体, 也是督促其履行“第一看门人”职责的现实要求。因此, 在现行监管模式和司法环境下, 在虚假陈述民事赔偿案件的司法态度比较消极保守的情况下, 通过行政权力的干预, 采用先行赔付制度解决虚假陈述民事赔偿程序冗长、责任主体单一的问题, 是较为现实的选择。 ■

注释

1. 参见李有星, 依股票公开发行端实质设计注册制度[J]. 证券法苑, 2014, (12): 277.

2. 在有关股票发行注册制改革的文章中, 基本都会提议强化对投资者的民事责任救济。具体可参见王保树, 顾功耘等, 股票发行注册制改革笔谈[J]. 证券法苑, 2014, (12): 242-284.

3. 先行赔付本质上是一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排, 对于投资者因欺诈发行等严重违法行为而遭受的损失, 由

承担保荐责任的保荐机构基于其事先的自律承诺先行赔付投资者, 并相应取得向发行人依法追偿的权利。

4. 证监会完善新股发行制度重启新股发行, 载中国证监会网站: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201511/t20151106_286122.html, 最后访问时间2016/3/24.

5. 李勤峰, 我国证券市场虚假陈述民事责任的主体范围和归责原则研究, 中国民商法律网: <http://www.civillaw.com.cn/zt/t/?28867>, 最

后访问时间2016/3/25。

6. 郭雳. 证券欺诈法律责任的边界——新近美国最高法院虚假陈述判例研究[J]. 中外法学, 2010, (04).

7. 笔者选择2013年作为实证研究的起点, 主要考虑是与过往研究成果进行衔接。《虚假陈述民事赔偿司法解释》自2003年颁布以来, 已有相关论述对我国虚假陈述民事赔偿制度10年间的实施情况作出总结, 得出的结论是: 虽然被告公司的董事和高管人员是潜在的被告, 但现实中他们很少被列为共同被告, 即使一开始列入但后来几乎都撤销, 因此, 他们很少承担个人赔偿责任。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[J]. 证券法苑, 2013, (11): 995.

8. 上述结果为笔者通过《北大法宝》检索得出, 设定检索期间为2013年1月1日至2015年12月31日(判决作出日), 文书类型为“判决书”(裁定书均是撤回起诉), 搜索关键词为“虚假陈述”, 共检索出248项判决书, 其中1项为收购人未履行信息披露义务而被投资者起诉。因此, 采集的有效判决书为247项。

9. 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[J]. 证券法苑, 2013, (11): 985.

10. See Bernard Black, et al., Outside Director Liability, 58 Stan. L.Rev.1055, 1068. (2006). 转引自郭雳. 证券欺诈法律责任的边界——新近美国最高法院虚假陈述判例研究[J]. 中外法学, 2010, (04).

11. 张路译. 美国1933年证券法[M]. 法律出版社, 2006: 65.

12. 张路译. 美国1933年证券法[M]. 法律出版社, 2006: 73.

13. 托马斯·李·哈森著, 张学安等译. 证券法[M]. 中国政法大学出版社, 2003: 281-287.

14. 施天涛, 周伦军主编. 美国证券欺诈经典案例——内幕交易与虚假陈述[M]. 法律出版社, 2015年: 193. 虽然该案并非虚假陈述的实体性判决, 但案例中涉及的被告主体范围, 可以用来解释美国的司法实践状况。

15. 施天涛, 周伦军主编. 美国证券欺诈经典案例——内幕交易与虚假陈述[M]. 法律出版社, 2015年: 623-630.

16. 郭锋. 虚假陈述侵权的认定及赔偿. 载中国民商法律网: <http://old.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=14834>, 最后访问时间2016/3/26.

17. 程啸. 侵权责任法(第二版)[M]. 法律出版社, 2015: 23.

18. 于莹. 美国证券欺诈民事责任研究”, 载《吉林大学社会科学学报》2000年第6期.

19. 同6.

20. See e. g., Janet Cooper Alexander, Rethinking Damages in Securities Class Action, (1996)48 Stan. L. Rev., 1487; 转引自黄辉. 中国证券虚假陈述民事赔偿制度: 实证分析与政策建议[J]. 证券法苑, 2013, (11): 985.

21. 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[J]. 河北法学, 2003, (03).

22. 有统计数据表明, 2010~2014年间, 中国证监会对虚假陈述相关责任人的处罚集中在3万元到10万元之间, 对保荐券商等中介服务机构的处罚金额为业务收入的1~2倍, 处罚力度显然不足。参见吴晓凤. 中国证券市场违规披露监管现状的实证研究(2010~2014年)[J]. 上海市经济管理干部学院学报, 2015, (04).

23. 汤欣. 证券市场虚假陈述民事责任制度评析[J]. 载中国民商法律网: <http://old.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=15431>, 最后访问时间2016/3/26。

24. 叶承芳. 证券市场虚假陈述民事责任归责原则研究[J]. 中国市场, 2011, (05). 郭雳教授亦认为我国虚假陈述违法行为中, 大股东、实际控制人的问题也很突出, 必须严惩。参见郭雳. 证券欺诈法律责任的边界——新近美国最高法院虚假陈述判例研究[J]. 中外法学, 2010, (04).

25. 汤欣. 注册制的若干基础性配套机制[J]. 证券法苑, 2014, (12): 260.

26. 陈洁. 证券市场先期赔付制度的引入及适用[J]. 法律适用, 2015, (08).

27. 朱宝琛. 先行赔付保护投资者权益, 强化中介机构‘把关人’角色[N]. 证券日报, 2016-01-25.

28. 黄帆. 先行赔付细节未定, 五方协议引热议[N]. 证券时报, 2016-03-04.

29. 陈洁教授亦认为, 做出先期赔付的主体可以对没有参与先期赔付的责任主体进行追偿, 在通常情形下, 适用连带责任制度中的追偿规则。参见陈洁. 证券市场先期赔付制度的引入及适用[J]. 法律适用, 2015, (08).

30. 杨立新. 债法总论[M]. 法律出版社, 2011: 216.

31. 同26.

32. 同26.

33. 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书(2015年修订)》第十八条规定, “保荐人承诺因其为发行人首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 给投资者造成损失的, 将先行赔偿投资者损失”。

34. 同26.

35. 陈洁. 论保荐机构的担保责任[J]. 环球法律评论, 2010, (06).

36. 在万福生科案和海联讯案的主动赔偿方案中, 投资者接受先行赔付后, 意味着投资者与责任主体达成民事和解, 同时丧失向人民法院提起诉讼的权利; 若投资者不接受主动赔偿方案, 则可依法向人民法院提起诉讼, 要求相关责任主体予以赔偿。

37. 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[J]. 证券法苑, 2013, (11): 991.

38. 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[J]. 证券法苑, 2013, (11): 969.

39. 杨临萍. 最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题. 北大法宝: http://www.pkulaw.cn/fulltext_form.aspx?Gid=262008, 最后访问时间2016年6月4日。

40. 如美国《1933年证券法》第11、12(a)(2)条规定的是“证券发行阶段”虚假陈述的法律责任, 而《1934年证券交易法》第18(a)、14(a)条及10b-5规则(此规则也可以作为追究发行时虚假陈述责任的依据)主要规定的是“持续性信息披露阶段”虚假陈述的法律责任。参见汤欣. 证券市场虚假陈述民事责任制度评析. 载中国民商法律网: <http://old.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=15431>, 最后访问时间2016/3/26。

41. 中国证监会对虚假陈述行为作出行政处罚的年度统计: 2013年为11起, 2014年为15起, 2015年为10起。6起欺诈发行案为: 绿大地案、万福生科案、天能科技案、新大地案、天丰节能案、海联讯案。

42. 曹中铭. 保荐机构先行赔付制度需要更多“刚性”[N]. 上海证券报, 2016-01-25.

43. 同28.

44. 肖钢. 证券法的法理与逻辑[J]. 证券法苑, 2014, (03): 3-5.