

试论虚假陈述民事责任制度的完善^{*}

王利明^{**}

所谓虚假陈述,是指证券市场信息披露义务人违反法律规定,对相关信息作出不实陈述,并导致证券市场投资人遭受损失。最高人民法院于2003年1月9日发布《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《虚假陈述司法解释》),该司法解释对虚假陈述的内涵、适用范围、案件管辖、虚假陈述的主体、认定规则、免责事由、损失的认定等作出了规定,在维护资本市场公平公正的基本秩序、保护投资者的合法权益等方面取得了一定的积极效果,是我国资本市场法制过去十多年不断变革中的有益和有机组成部分。但也要清醒地认识到,该司法解释的相关规则也存在有待完善之处,有些制度设计并不能有效保护投资者。按照十八大报告中关于深化金融改革、完善金融监管的政策要求,在《证券法》即将修订之际,我拟就虚假陈述民事责任制度的完善谈几点思考。

* 本文系根据王利明教授在2014年12月27日第五届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

** 中国人民大学常务副校长、中国民法学研究会会长。

一、取消或限制虚假陈述民事诉讼前置程序的适用

《虚假陈述司法解释》第6条规定:“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理。”该规定对虚假陈述侵权诉讼设置了前置程序,即受害人请求虚假陈述行为人承担侵权责任时,应当以有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书为前提。应当看到,在受害人以行政处罚决定或者法院的刑事裁判文书提起诉讼时,规定法院应当受理具有一定的合理性:如果事先存在行政处罚决定或者法院的刑事裁判文书,则法院在之后的民事诉讼中可以直接将其作为认定民事责任的证据,或者作为重要的参考,而不必另行审理相关主体是否存在虚假陈述行为,这有利于节省司法资源,便利纠纷的解决,在一定程度上也可以解决原告在起诉阶段取得相关证据的困难。^{〔1〕}从实践来看,这一做法也收到了良好的效果。例如,在“东方电子虚假陈述民事赔偿案”中,由于法院的刑事裁判文书事先已经对东方电子的虚假陈述事实作出了认定,因此,在民事诉讼程序中,法院无须再对该事实作出认定。^{〔2〕}但如果将存在行政处罚决定或者法院的刑事裁判文书作为投资者提起民事诉讼的前提,则可能不利于保护投资者。取消或者限制这一前置程序的主要理由在于:

第一,一些虚假陈述案件既不符合行政处罚的条件,也不构成犯罪,但却可能造成投资者的财产损失。如果将存在行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书作为投资者提起诉讼的前置条件,可能使大量的投资者无法获得有效救济,这也不利于有效规制证券市场虚假陈述行为。^{〔3〕}另外,对受害的投资者来说,其主要关注的是其损失的赔

〔1〕 参见奚晓明、贾纬:“《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》的理解和适用”,载《人民司法》2002年第2期。

〔2〕 参见山东省青岛市中级人民法院民事调解书,〔2007〕青民初字第70号。

〔3〕 参见刘敏:“论民事诉讼前置程序”,载《中国法学》2011年第6期。

偿问题,而并不过多关注虚假陈述者其他责任的承担问题。

第二,前置程序的设定,实际上要求一些虚假陈述者的行为必须构成犯罪,才能承担民事责任,而投资者证明其损失较为容易,但证明虚假陈述者构成犯罪则较为困难。而且要求先追究虚假陈述者的刑事责任,再对投资者进行补偿,由于追究虚假陈述者的刑事责任可能耗时过长,这可能不利于及时对投资者进行救济。

第三,该前置程序不当提高了受害人提起诉讼的条件,不利于保护投资者。依据现行《民事诉讼法》第119条的规定,当事人提起诉讼时只需要具备如下条件:一是原告与案件具有利害关系;二是有明确的被告;三是有具体的诉讼请求和事实、理由;四是属于民事诉讼的范围和受诉人民法院的管辖。依据该条规定,对证券市场虚假陈述的情形,只要投资者能够证明其与案件具有利害关系,并且证明特定的个人存在虚假陈述行为,即可满足起诉的条件。《虚假陈述司法解释》第6条将存在行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书作为投资者提起诉讼的前置条件,显然不当提高了受害人提起诉讼的条件,不利于保护投资者。

第四,该前置程序可能导致投资者的损害无法得到有效填补。^[4]按照《虚假陈述司法解释》第6条的规定,只有在行政处罚决定或者法院的刑事裁判文书作出后,投资者才能对相关的责任主体提起民事诉讼,但从实践来看,在许多案件中,被告在履行行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书后,可能已经破产,或者已无剩余财产可供执行,即便法院判定行为人应当赔偿投资者的损害,相关责任主体可能已经丧失了责任承担能力,这显然不利于充分保护投资者。

二、将虚假陈述的民事侵权责任定性为不真正的连带责任

《虚假陈述司法解释》第21条规定:“发起人、发行人或者上市公

[4] 参见陈谊军:“证券市场虚假陈述民事赔偿程序若干问题探讨”,载《政治与法律》2003年第2期。

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。”从该条规定来看,其规定了发起人、发行人或者上市公司与负有责任的上市公司董事、监事和经理等高级管理人员之间的连带责任。也就是说,一旦投资者因发起人、发行人或者上市公司的虚假陈述而遭受财产损失,即可以请求上述主体对其损失承担连带赔偿责任。规定上述主体对投资者的财产损失承担连带责任,虽然有利于充分保护投资者,但该规定可能有违责任自负原则。因为有的责任主体虽然对虚假陈述的发生具有一定的过错,应当对投资者承担损害赔偿赔偿责任,但按照责任自负原则,行为人只应当对自己过错所造成的损害承担责任,而且各个主体对损害后果发生的影响不同,其内部责任份额也应当存在一定的差别。

正是基于上述原因,我们认为,应当将上述责任转化为不真正连带责任。所谓不真正连带责任,是指数个责任人基于不同的原因而依法对同一被侵权人承担全部的赔偿责任,某一责任人在承担责任之后,有权向终局责任人要求全部追偿。其实,不真正连带责任和连带责任的主要区别在于,实际承担连带责任的人是否有向终局责任人追偿的权利。将虚假陈述的民事侵权责任定性为不真正连带责任的主要理由在于:

第一,符合责任自负原则。按照责任自负原则,行为人只应当对自己原因而导致的损害承担责任,对超出其原因之外的损害不承担责任。^[5] 依据《虚假陈述司法解释》第21条的规定,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应当对投资者因虚假陈述而遭受的损害承担连带责任,只有在其能够证明自身没有过错时,才能免除责任,但在上述主体的过错较小、对投资者损害较小时,其仍然需要对投资者的损害与其他主体承担连带责任,这显然有违责任自负原则。事实上,公司的董事、监事和经理等高管人员,他们对公司所承担的义务和职责并不完全相同,一概要求其承担连带责任,且不能向他人

[5] 参见姜战军:“侵权构成的非限定性与限定性及其价值”,载《法学研究》2006年第5期。

追偿,也不利于分清责任。而如果将此种责任转变为不真正连带责任,则在相关主体过错较小时,其在承担责任后,可以向主要责任人追偿,这更符合责任自负原则。而且将虚假陈述的民事侵权责任定性为不真正的连带责任,有利于确定责任归属,明确最终责任人,从而有利于对董事、监事、经理等高级管理人员的行为进行约束,防止其滥用权力,促进公司治理结构的内部平衡。

第二,有利于准确认定当事人的责任。虚假陈述的情形非常复杂,在此类侵权发生过程中,公司的董事、监事、经理等高管人员,对损害后果发生的原因各不相同,如果他们之间存在主观上的联络,则构成共同侵权行为,应当依据《侵权责任法》第8条的规定,承担共同侵权的连带责任。但在他们相互之间并不存在共同意思联络的情况下,他们对外应当承担连带责任,但对内则应当按照不真正连带责任的规定,允许其相互之间进行追偿。在虚假陈述案件中,发起人、发行人、上市公司或者上市公司的高级管理人员等主体之间往往并不存在主观上的意思联络,在造成投资者财产损失方面,其原因并不具有同一性。因此,各个主体应承担不真正连带责任。

第三,不真正连带责任并不会影响对投资者的救济。不论是在连带责任中,还是在非真正连带责任中,受害人都有权请求部分或者全部行为人对其损害承担连带赔偿责任;二者的主要区别在于各责任人的内部关系方面,即某一行为人在承担赔偿责任后,其是否有权向终局责任人追偿。因此,即便将虚假陈述的民事侵权责任定性为非真正的连带责任,也不会影响对投资者的救济。

三、完善虚假陈述财产损失赔偿计算办法

依据《虚假陈述司法解释》第30条的规定,虚假陈述人的财产损失赔偿的范围限于投资者所遭受的实际损失。依据该条规定,投资者实际损失的具体范围包括投资差额损失以及投资差额损失部分的佣金和印花税。该条虽然规定了投资者财产损失的范围,但并没有明确投资者财产损失的具体计算方式。在证券交易中,由于证券交易的价格

时常处于变动中,投资者将难以证明其财产损失的具体数额,甚至难以证明其财产损失与虚假陈述行为之间的因果关系。〔6〕从实践来看,我国关于虚假陈述诉讼赔偿的计算方法多种多样,较为常见的包括了价差法、系统风险法、事件研究法、打折法、分幅分期加权定额法、均价法等。〔7〕对同一损害事实,计算方式不同,赔偿数额可能不同。我们认为,应当从以下两个方面完善虚假陈述财产损失赔偿计算办法:

一是区分不同类型的虚假陈述情形,确定不同的财产损失计算方式。在证券发行和交易中,虚假陈述有不同的形态,如虚假记载、误导性陈述、不当披露等,责任主体也具有多样性,不同类型的虚假陈述给投资者所造成的损失也不同。应当对虚假陈述进行类型划分,对不同类型的虚假陈述采用不同的财产损失计算方式。〔8〕

二是在确定财产损失计算方式时,应当采取向投资者适当倾斜的财产损失计算方式。例如,关于证券市场中出现的系统风险问题,在出现系统风险的情况下,投资者的损失究竟应当如何计算?由于投资者通常欠缺相关的专业知识,很难证明其损失是由系统风险造成,还是因虚假陈述引发,以及其损失的具体数额等,此时,法院在确定投资者的损失及其数额时,即应当对投资者进行倾斜保护。〔9〕

四、关于投资者损失范围的问题

依据《虚假陈述司法解释》第18条的规定,该条原则上仅对投资者因虚假陈述而买入证券的财产损失进行救济,并没有对投资者因虚假陈述卖出证券而遭受的财产损失提供救济。对于投资者因虚假陈述而遭受的财产损失,该条仅对虚假陈述揭露日或者更正日及以后,投资者因卖出相关证券而遭受的财产损失提供救济。虽然从实践来看,相

〔6〕 参见赖武:“证券虚假陈述民事责任的认定”,载《法制与社会发展》2003年第2期。

〔7〕 参见王丹:“证券虚假陈述损害赔偿计算方法论”,载《法学》2003年第6期。

〔8〕 参见王丹:“证券虚假陈述损害赔偿计算方法论”,载《法学》2003年第6期。

〔9〕 参见何庆江:“论我国证券民事赔偿中的弱者保护——以虚假陈述制度为中心”,载《政法论丛》2003年第6期。

关主体所作出的虚假陈述大多是夸大公司收益或者隐瞒亏损等,投资者的损失一般是因误信此类信息购入证券而引发;但如果信息披露义务主体违反其信息披露义务,对相关信息进行虚假陈述,故意缩小公司收益、夸大亏损,导致投资者卖出相关证券的,投资者也可能因此遭受一定的财产损失。^[10]此种财产损失也是因虚假陈述导致的,投资者也应当有权请求相关主体赔偿。《虚假陈述司法解释》没有对此种财产损失赔偿作出规定,将来修订《证券法》时,应当适当扩大对投资者损失的救济范围,将此类情形纳入其中。

五、完善证券市场虚假陈述纠纷解决机制

《虚假陈述司法解释》第4条规定:“人民法院审理虚假陈述证券民事赔偿案件,应当着重调解,鼓励当事人和解。”依据该条规定,对证券市场虚假陈述纠纷,人民法院应当注重采用调解的方式解决。调解优先被誉为“东方的经验”,其与我国传统的法律体系一脉相承。调解制度是多元化纠纷解决机制的重要组成部分,调解制度被认为是化解我国社会矛盾的重要方法。与通过法院裁判程序解决纠纷相比,调解制度有其优越性,在降低纠纷解决成本、彻底解决纠纷方面具有重要意义;同时,调解程序较为灵活,也更容易操作。因此,应当充分发挥调解制度的功能。在虚假陈述案件中,法院也应当妥当运用调解制度,而不应当违背当事人的意愿运用调解制度解决相关纠纷。

但在虚假陈述纠纷中,只要司法解释中强调注重调解,法院在操作中就难免会过度地运用调解程序,忽略投资者选择纠纷解决机制的意愿,也可能不利于保护投资者。应当准确定位调解制度的功能,不能将其作为所有案件纠纷的前置性程序,或者作为主要的纠纷解决方式,调解制度的适用应当尊重纠纷当事人的意愿,在当事人选择通过诉讼程序解决纠纷时,法院不应当强制对当事人进行调解。我们认为,在证券市场虚假陈述纠纷中,不论是诉前调解,还是诉讼过程中的调解,都应

[10] 参见殷洁:“证券虚假陈述民事责任制度论”,载《法学》2003年第6期。

当将当事人的自愿作为基本条件。为了防止出现强制调解等不尊重当事人意愿的行为,建议在司法解释中取消“注重调解”等表述。

六、建立多元化的投资者损失填补制度

在虚假陈述案件中,投资者可能因相关主体的虚假陈述遭受重大财产损失,通过诉讼程序虽然可以为投资者提供救济,但诉讼程序可能较为烦琐,而且持续时间较长,不利于对投资者提供便捷的救济。即便投资者能够通过诉讼程序获得救济,其也需要面临相关责任主体丧失责任承担能力的风险,如上市公司破产、上市公司高级管理人员丧失偿债能力等,都可能使投资者的财产损失无法得到救济。为此,需要建立多元化的投资者损失填补制度,如建立证券市场赔偿基金制度。建立证券市场赔偿基金正是解决此问题的有益尝试,例如,在万福生科虚假陈述案中,平安证券作为保荐人,自愿拿出3亿元作为专项赔偿基金,这有利于对投资者进行充分保护。基金财产可以由证券主管部门或法院指定的金融机构保管,专门用于赔偿投资者的损失,在投资者以共同或集团诉讼方式主张权利时,保管人依据判决向受害人支付赔偿金,这就可以对投资者提供更为充分的救济。

七、关于诉讼时效问题

依据《民法通则》第135条、第137条的规定,除法律另有规定外,民事诉讼时效期间为2年,诉讼时效期间从权利人知道或者应当知道权利被侵犯时起计算。按照民事诉讼时效的一般起算规则,在虚假陈述案件中,诉讼时效的起算应当自投资者知道其权利受侵害之日起,而《虚假陈述司法解释》第5条将相关行政处罚作出之日或者刑事判决生效之日作为诉讼时效的起算之日。应当指出,虚假陈述的民事责任确有其特殊性,但在诉讼时效的计算方面,没有必要另外建立一套特殊制度,而上述规定所确立的特殊的计算方法,可能不利于对权利人进行

救济:因为权利人知道虚假陈述的事实较为容易,而知道相关行政处罚决定或者刑事裁判文书的作出较为困难,在投资者知道其权利受侵害时,相关行政处罚决定或者刑事裁判文书的作出可能已经超过2年,这可能使某些投资者因此丧失诉权,显然不利于对投资者进行救济。^[11]

最后需要指出的是,在我国证券法律制度完善过程中,需要进一步强化证券市场侵权的民事赔偿责任,除了虚假陈述赔偿责任之外,对内幕交易、操纵市场等违反证券法律、法规的行为,都应当建立完备的民事赔偿制度。希望我国正在进行的《证券法》修改能够加大证券市场侵权的赔偿力度,以切实有效地保护投资者,规范证券市场。

[11] 参见陈道军:“证券市场虚假陈述民事赔偿程序若干问题探讨”,载《政治与法律》2003年第2期。