

证券虚假陈述中连带责任的成立与限缩

以过错推定、因果关系与责任比例的层级构造为中心

赵跃

(安徽国运律师事务所, 安徽 合肥 230000)

摘要: 证券虚假陈述的责任主体, 包括发行人、控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员以及保荐人、承销商、会计师事务所、律师事务所等证券服务机构。证券法第八十五条、第一百六十三条对这些主体规定了连带责任, 司法解释进一步引入过错推定与责任比例的构造。实务中的难题, 不在于是否承担责任, 而在于责任的范围如何限定: 何种过错足以导致连带, 何种过错仅生按份之责; 交易因果关系与损失因果关系如何分层审查; 比例连带在判决中如何表述与执行。本文主张, 连带责任应当以“共同过错”为实质基础, 以“原因力”为限缩工具, 形成“全连带—比例连带—按份—免责”的四级责任光谱。过错推定仅转移举证负担, 不免除原告对基础事实的证明; 交易因果关系采信赖推定, 但允许以“明知虚假”“专业机构警示”“反向交易”等事由反驳; 损失因果关系则以“揭露后的价格跌幅”为基准, 剔除系统性风险与非虚假陈述因素。判决的表述应当具体到比例与计算方法, 避免“连带”二字掩盖责任的分层, 从而在保护投资者与避免过度威慑之间取得平衡。

关键词: 证券虚假陈述; 连带责任; 过错推定; 交易因果关系; 比例连带; 损失计算

中图分类号: D922.287 **文献标识码:** A **文稿编号:** WJLT(2024)02-0040-13

Joint Liability for Securities Misrepresentation: Formation, Limits, and the Layered Structure of Fault and Causation

ZHAO Yue

(Anhui Guoyun Law Firm, Hefei 230000, Anhui, China)

Abstract: Liability for securities misrepresentation extends from the issuer to controlling shareholders, actual controllers, directors, supervisors, senior managers, sponsors, underwriters, and professional intermediaries. Articles 85 and 163 of the Securities Law impose joint liability, and judicial interpretations introduce presumptions of fault and proportional allocation. The difficulty in practice lies not in whether liability exists but in how far it extends: what degree of fault justifies joint rather than several liability, how transaction causation and loss causation should be examined separately, and how proportional joint liability should be framed and enforced. This article argues that joint liability rests on common fault and is limited by causal contribution, producing a four-tier spectrum: full joint liability, proportional joint liability, several liability, and exemption. The presumption of fault shifts only the burden of proof and does not relieve the plaintiff of establishing the underlying facts. Transaction causation is presumed from reliance but may be rebutted by knowledge of falsity, warnings from professional institutions, or counter-directional trading. Loss causation is measured by price decline after disclosure, excluding systemic risk and non-fraudulent factors. Judgments should specify proportions and calculation methods rather than allowing the word joint to obscure the layered structure of liability.

Key words: securities misrepresentation; joint liability; presumption of fault; transaction causation; proportional joint liability; loss calculation

说明: (本文为作者个人研究观点, 不代表所在单位意见)

作者简介: 赵跃, 安徽国运律师事务所执业律师, 研究方向为商法学、证券法学。

一、问题的提出

证券虚假陈述的民事责任, 是我国资本市场法治化进程中最为活跃的领域之一。自取消行政处罚前置程序以来, 民事诉讼的门槛降低, 案件数量迅速增长, 责任主体的范围也不断扩张, 从发行人延伸至中介机构与个人。

责任的扩张，带来了一个新的问题：如何在保护投资者与避免过度威慑之间取得平衡。若责任过宽，中介机构将视执业为畏途，市场的服务供给萎缩；若责任过窄，虚假陈述的成本过低，投资者的信心难以维系。

立法者的选择，是连带责任加过错推定。证券法第八十五条规定，发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告等存在虚假记载、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，发行人应当承担赔偿责任，其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，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。

第一百六十三条规定，证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

两条规范的共同点，是连带加推定。连带的后果是全额赔偿，推定的后果是举证责任倒置。二者叠加，使责任主体面临极高的风险；一旦被告，几乎只能依靠自证无过错脱身。

实务中的难题，由此而生。第一，过错的程度是否影响责任的范围？轻微过失与故意，是否都应承担全额连带？第二，交易因果关系与损失因果关系如何分层？第三，比例连带在判决中如何表述，在执行中如何操作？

本文的主张是：连带责任应当以共同过错为实质基础，以原因力为限缩工具，形成全连带、比例连带、按份、免责的四级责任光谱。过错推定仅转移举证负担，不免除原告对基础事实的证明；因果关系的审查应当分层；判决的表述应当具体到比例与方法。

这一主张，既非对连带责任的否定，也非对投资者的冷落。它所追求的，是责任的精确：让故意者承担全部，让过失者承担与其过错相当的部分，让无过错者免于苛责。精确，本身就是一种公正。

以下依次讨论：规范框架与责任主体、过错的认定、因果关系的双层结构、连带责任的限缩、损失的计算、实务问题。讨论的方法，是教义学的，但着眼点是裁判的可操作性。

二、规范框架与责任主体

虚假陈述的类型，法定为三种：虚假记载、误导性陈述、重大遗漏。三者均以重大性为前提：只有重大的虚假陈述，才可能影响投资者的判断，才与损失之间具有因果关系。

虚假记载，是指信息披露义务人在披露的文件中，将不存在的事项记为存在，或者将存在的事项记为不存在。其特点是积极作为，且内容与事实不符。财务造假是其典型形态。

误导性陈述，是指披露的内容虽然真实，但表述方式足以使投资者产生错误理解。其特点是以真乱真：每一个字都是真的，合起来却指向错误的方向。语义的模糊，是其常见的技术。

重大遗漏，是指应当披露的重大事项未予披露。其特点是不作为，判断的标准是法律法规与信息披露规则的要求。遗漏是否重大，取决于该事项对投资决策的影响程度。

三种类型的共同点，是都须具备重大性。重大性的判断，学理上有价格影响标准与决策影响标准。前者以信息对证券价格的影响为准，后者以信息对理性投资者决策的影响为准。

我国司法解释采二元标准：一方面列举当然重大的事项，如财务指标的重大变化、重大诉讼、重大担保；另一方面设置兜底条款，由法院依个案判断。二元的构造，兼顾了确定性与灵活性。

责任主体的层次，可以分为三类。第一类是发行人与上市公司，它们是信息披露义务人，承担无过错责任；只要存在虚假陈述与损失，即须赔偿，不得以无过错抗辩。

第二类是控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员。它们承担过错推定责任：先推定有过错，再允许其自证无过错。推定的基础，是它们对信息披露的控制力与影响力。

第三类是保荐人、承销商与证券服务机构。它们承担过错推定责任，推定的基础是其专业职责与注意义务。与第二类不同的是，它们的责任以其职责范围为限，而非及于全部披露内容。

至于各类主体的免责事由在个案中如何展开，站内虚假陈述连带责任：董监高、保荐人、承销商跟着赔，自证无过错才免责一文有更为具体的列举；本文所关注的，是这些事由背后的归责逻辑。

三类的区分，体现了责任与地位相匹配的原则。控制力越强，责任越重；专业分工越细，责任的边界越清晰。这一原则，是理解连带责任限缩的钥匙。

须注意，责任主体的范围并非固定。随着市场结构的变化，新的主体不断出现，如信用评级机构、数据服务商、网络平台。它们是否属于证券服务机构，须依其业务性质判断。

判断的标准，是其制作、出具的文件是否构成信息披露的组成部分，是否为投资者的决策所依赖。若答案为是，则其应当承担相应的责任；若答案为否，则不应纳入。范围的界定，应当审慎。

在进入过错的具体判断之前，有必要先回答一个前置问题：虚假陈述的民事责任，究竟以什么为归责的基础？是行为人的意思瑕疵，还是其对信息的控制地位，抑或是对他人信赖的担保？答案不同，过错的构造也不同。

意思瑕疵说认为，责任的根源在于行为人故意或者过失的心理状态。控制地位说认

为，责任的根源在于谁掌握了信息的生成与发布。担保说则认为，披露者向市场作出了一个默示的承诺，其责任是对该承诺的违反。

本文倾向前两者结合：控制地位决定谁应当负责，意思瑕疵决定其负责的程度。前者解决责任的有无，后者解决责任的大小。二者分工，恰好对应连带责任的成立与限缩两个层面。

从经济分析的角度看，过错推定是一种成本转移的机制。它把查明过错的信息成本，从投资者转移给更接近信息的责任主体。谁最容易以较低成本避免损害，谁就应当承担避免损害的义务。

这一逻辑，被称为最优预防者原则。在信息披露的链条上，发行人掌握原始信息，中介机构掌握核查手段，投资者只能被动接受。把预防义务配置给前者，是效率的选择，也是公平的选择。

但效率的考量有其边界。若预防成本高于损害成本，则过度的责任反而造成浪费。中介机构的核查，若要求其对每一笔交易的真实性作实质调查，成本将高到无法承受，市场的服务供给随之萎缩。

故过错的判断，应当以合理注意为标准，而非无限注意。合理的尺度，是同行在类似情形下的通常做法，结合业务的风险程度、收费的水平、信息的可获取性综合判断。抽象的勤勉，无法操作。

三、过错的认定

过错推定的正当性，来自信息的不对称。投资者难以知晓发行人的内部决策过程，也难以判断中介机构的执业是否尽责；若要求其证明过错，几乎不可能。故法律将举证责任转移，由责任主体自证清白。

但推定并非拟制。推定的效果，是举证责任的转换，而非过错的当然成立。责任主体提出反证，足以动摇推定的基础，则推定被推翻，原告仍须就过错承担证明责任。

实务中，有一种误解，认为只要被诉，就必须自证无过错，否则败诉。此种理解，忽略了推定的可反驳性，也忽略了原告对基础事实的证明责任。推定的适用，以基础事实成立为前提。

基础事实包括：虚假陈述的存在、内容的重大性、与投资者交易的时间关联。三者缺一，推定即无从适用。故被告的第一道防线，不是自证无过错，而是否认基础事实。

过错的程度，学理上分为故意、重大过失、一般过失、轻微过失。不同程度的过错，对应不同的责任范围。故意者承担全部连带；重大过失者承担比例连带；一般过失者承担按份责任；轻微过失者可以免责。

这一分层，是否符合现行法？从文义看，第八十五条、第一百六十三条只规定连带与免责，未设中间形态。但从体系看，司法解释关于比例连带的规定，已经为分层留出了空

间。

司法解释规定，多个责任主体承担连带责任，其内部份额难以确定的，可以根据过失程度、原因力大小等因素确定。这一规定，虽针对内部追偿，但其精神可以延伸至外部责任的范围。

本文认为，比例连带是连带的特殊形态，而非连带的否定。其内容是：各责任主体在全部损失的范围内，按一定比例承担连带责任；超出该比例的部分，不承担责任。

例如，发行人承担全部，保荐人在百分之三十的范围内承担连带，会计师事务所在百分之十的范围内承担连带。投资者可以向任一主体主张其范围内的全部，但不得超出该范围。

这一构造的实益，是兼顾两端：对投资者而言，其可以就近选择有清偿能力的主体主张，避免因发行人无偿付能力而落空；对中介机构而言，其责任以其过错为限，避免因他人的造假而倾家荡产。

免责事由的类型化，是过错认定的另一面。常见的免责事由包括：已尽合理审查义务、依赖专家意见、被欺诈而不知情、已及时更正或者警示、损失与其行为无因果关系。

已尽合理审查义务，是最常见的抗辩。其内容是：责任人按照执业准则，履行了必要的核查程序，取得了合理的信赖基础。判断的标准，是同行在类似情形下的通常做法，而非事后的完美标准。

依赖专家意见，适用于非专家对其专业外事项的判断。例如，律师对财务数据的真实性，可以依赖审计报告；但若该数据明显异常，则不能以依赖为由免责。依赖的正当性，以无明显疑点为前提。

被欺诈而不知情，适用于中介机构被发行人蒙蔽的情形。其成立，须证明发行人实施了隐蔽的造假手段，且以通常的审查方法难以发现。举证的难度较高，但不能因此否定该事由的存在。

已及时更正或者警示，适用于虚假陈述被发现后的补救。其效果，是切断此后的因果关系：更正之后的交易，不再推定信赖；但更正之前的交易，仍可主张。时点的划分，是适用的关键。

重大性与因果关系，常被混为一谈，实则分属两个层面。重大性解决信息是否值得披露，因果关系解决损失是否因信息而生。前者是规范的判断，后者是事实的判断；前者在前，后者在后。

重大性的判断，我国采价格影响与决策影响的双重标准。前者以信息公布前后的价格变动为准，后者以理性投资者的决策影响为准。二者并不排斥，可以互为补充。

价格影响标准的操作，通常以事件研究法计算异常收益率。若信息公布后的异常收益率在统计上显著，则认定具有重大性。方法的科学性较高，但对市场有效性的依赖也较强。

决策影响标准的操作，则依赖对投资者行为的研究，如问卷调查、实验研究。方法的直观性较强，但难以量化，也难以在个案中操作。故实践中，法院多以价格影响为主，决策影响为辅。

须注意，重大性不是全有全无的判断，而是程度的判断。同一信息，对不同类型的投资者，可能具有不同的重要性。规则的处理，是以理性投资者为参照，而非具体的某个人。

理性投资者的构造，是法律上的拟制。它既不是全知全能的专家，也不是毫无判断力的愚人；它是一个审慎的、有一定分析能力的市场参与者。以它为参照，可以避免标准的过高或者过低。

重大性与因果关系的连接点，是信赖。投资者信赖了重大的虚假陈述，才可能作出错误的决策；若信息不重大，即便投资者信赖，也不足以成立因果关系。重大性，是信赖合理性的前提。

这一连接，在举证上有实益。原告无须证明自己实际阅读了某份文件，只须证明该文件具有重大性，且其交易发生在期间内。重大性的证明，替代了对个体信赖的证明，从而使集团诉讼成为可能。

四、因果关系的双层结构

因果关系的审查，应当分为两层：交易因果关系与损失因果关系。前者解决投资者是否因虚假陈述而交易，后者解决投资者的损失是否因虚假陈述而发生。两层递进，不可混淆。

交易因果关系，又称信赖因果关系。其内容是：若无虚假陈述，投资者不会作出该交易。证明的方法是信赖推定：只要虚假陈述已经公开，且投资者的交易发生在实施日至揭露日之间，即推定其信赖。

信赖推定的正当性，来自市场的效率。要求每个投资者证明自己阅读了某份文件、并因该文件而决策，既不可能，也无必要。推定的设置，使集团诉讼得以运行，也使欺诈者难以逃脱。

但推定可以被反驳。反驳的事由包括：投资者明知虚假而交易、专业机构已经发出警示、投资者的交易方向与虚假陈述的方向相反、投资者系基于其他信息而交易。

明知虚假而交易，是指投资者在交易时已知悉真相。其典型情形，是内部人交易、知情人的对冲。此时，投资者并未被误导，其损失系自担风险，不应由虚假陈述者赔偿。

专业机构的警示，是指券商研究报告、评级机构的降级、媒体的调查报道等，已经揭示或者提示了风险。此时，推定的基础动摇，投资者须证明其未接触该警示，或者虽接触仍合理信赖原披露。

交易方向相反，是指虚假陈述为利好，投资者却卖出；或者虚假陈述为利空，投资者

却买入。此时，其交易决策显然不是基于该陈述，推定的适用失去基础。

损失因果关系，是指损失与虚假陈述之间的实质关联。其判断的基准，是揭露日后的价格跌幅：虚假陈述被揭露后，价格下跌的部分，推定为损失；未下跌或者下跌后回升的部分，不予赔偿。

跌幅的计算，须剔除系统性风险。若揭露日前后，大盘或者行业指数同步下跌，则相应部分应当扣除。扣除的方法，有综合指数法、行业指数法、多因子模型法等，实践中以综合指数法较为常用。

除系统性风险外，还须剔除非虚假陈述因素，如公司经营恶化、行业政策变化、重大诉讼败诉。这些因素导致的下跌，与虚假陈述无关，不应纳入赔偿范围。因果关系的审查，本质上是归因的作业。

两层因果关系的递进，意味着抗辩的顺序：先否认交易因果关系，再否认损失因果关系。若第一层不成立，第二层无须审查；若第一层成立而第二层不成立，则赔偿范围缩减至零。

实务中，有的判决未区分两层，笼统认定存在因果关系，导致责任范围过宽。此种做法，混淆了责任成立与责任范围，也使被告丧失了分层抗辩的机会。分层审查，是精确裁判的前提。

连带责任在我国证券法上的确立，有其历史背景。立法之初，市场的中介机构尚不成熟，投资者保护机制薄弱，立法者希望通过加重责任，促使中介机构勤勉尽责，为市场把关。

这一思路，被称为看门人理论。中介机构被赋予守门人的角色，其职责不仅是提供服务，更是过滤虚假信息。责任的加重，是角色赋予的对价；失职的惩罚，是角色违背的后果。

但看门人理论在实施中遇到了困难。一方面，中介机构的收费与其承担的风险严重不成比例；另一方面，其核查的手段有限，难以识破精心设计的造假。责任的加重，未必带来把关的加强。

比较法上，美国一九九五年私人证券诉讼改革法引入了按比例责任，取代了原有的连带责任。其背景，正是审计机构因连带责任而大量破产，市场的审计供给出现危机。改革的经验，值得参考。

我国司法解释的起草者，显然注意到了这一问题。比例连带的引入，实质上是在连带与按份之间开辟第三条道路：既保留连带的债权人保护功能，又引入按份的过错对应功能。

这一道路的理论难点，在于其性质。比例连带究竟是连带的亚型，还是按份的变体？若为前者，则各主体在比例内连带；若为后者，则各主体仅就自己的份额负责。二者在执行上差异巨大。

本文认为是前者。理由在于：投资者可以向任一主体主张其比例内的全部，而无须按份分别主张；被主张者不得以他人未承担为由抗辩。这正是连带的特征，只是范围受到了限制。

比例连带的执行，须注意两点。其一，判决主文应当明确各主体的比例，以及该比例所对应的最高限额。其二，执行时应当先就发行人的财产执行，不足部分再向其他主体主张，避免顺序的混乱。

先执行发行人，是否会损害投资者的利益？本文认为不会。发行人是第一顺位的责任人，其财产是投资者的首选；若其有清偿能力，则其他主体无须承担责任，责任的分配更为合理。

但若发行人已经丧失清偿能力，则顺序的设定形同虚设。此时，投资者可以直接向其他主体主张，其他主体承担后再向发行人追偿。顺序的设定，应当以不损害投资者为前提。

五、连带责任的限缩

连带责任的限缩，有三条路径：部分连带、按份化、追偿。三者层层递进，构成了责任范围的调节机制。部分连带限制外部责任的范围，按份化分配内部分额，追偿实现最终的公平。

部分连带，又称比例连带，其内容是各主体在全部损失的一定比例内承担连带。比例的确定，依过错程度与原因力大小。过错重者比例高，过错轻者比例低；原因力大者比例高，原因力小者比例低。

比例的确定，是裁判的难点。本文主张，可以采用三步法：第一步，确定各主体的过错等级，分为故意、重大过失、一般过失；第二步，依过错等级设定基准比例，如故意为全部、重大过失为三至五成、一般过失为一至三成；第三步，依原因力调整，上下浮动。

三步法的优点，是兼顾统一与灵活。基准比例保证同类案件的一致性，原因力调整保证个案的特殊性。二者结合，可以避免同案不同判，也可以避免机械适用。

按份化，是指在连带责任成立后，依内部分额分配。其依据是民法典第一百七十八条：连带责任人之间的份额难以确定的，视为份额相同；实际承担超过自己份额的，有权向其他责任人追偿。

须注意，按份化不影响外部连带。投资者仍可向任一主体主张全部，被主张者不得以内部分额对抗。按份化的意义，在于内部追偿，而非外部限责。混淆二者，是实务中的常见错误。

追偿的实现，须以实际承担超过自己份额为前提。追偿的范围，包括超出部分及其利息。追偿的时效，自承担之日起算。追偿的障碍，往往是被追偿者无偿付能力，此时损失由先承担者自负。

追偿的另一种形态，是代位。承担了连带责任的主体，可以代位行使投资者对其他责任人的请求权。代位与追偿的区别，在于前者是债权的移转，后者是内部分额的实现。二者可以并用，但不得重复受偿。

限缩的边界，是不能损害投资者的利益。若比例过低，投资者的损失无法填补，则威慑不足，欺诈的成本过低。故比例的设定，应当以填补损失为底线，以惩戒过错为上限，不能一味从轻。

实务中，有的法院判决中介机构承担百分之五、百分之十的连带责任，引发争议。支持者认为，这与其过错相当；反对者认为，这不足以震慑造假。争议的实质，是责任功能的取舍：填补，还是威慑。

本文认为，二者可以兼顾：对故意造假者，应当全额连带，以收威慑之效；对过失失职者，可以比例连带，以实现填补之实。功能的分配，应当与过错的程度相匹配。

损失计算的理论基础，是有效市场假说。假说认为，证券价格已经反映了全部公开信息；虚假陈述作为公开信息的一部分，也被价格吸收。故揭露之日，即为价格回归之时，回归的差额即为损失。

假说的适用，以市场的有效性为前提。若市场无效，价格不反映信息，则差额法的逻辑基础动摇。我国市场的有效性，学理上有争议；但通说认为，至少在大盘蓝筹股上，弱式有效已经成立。

对于中小市值股票，有效性较弱，价格可能受情绪、操纵的影响。此时，差额法的适用应当谨慎，可以结合其他方法，如事件研究法、可比公司法，作交叉验证。

计算方法的选择，本质上是举证责任的分配。原告主张差额法，须证明市场的有效性；被告主张其他方法，须证明差额法在本案中失真。举证的结果，决定了方法的采用。

实践中，法院多采差额法，理由是其可操作性强，且为司法解释所确认。但机械适用，可能导致不公：若揭露日前股价已因其他原因下跌，则差额法会高估损失；若揭露日后股价因利好回升，则会低估损失。

为减少失真，可以在差额法的基础上作调整。调整的方向，是剔除非虚假陈述因素。剔除的方法，可以是行业指数对比，也可以是同行业可比公司的股价走势对比。方法的精细，取决于案件的复杂程度。

还有一个技术问题，是多次虚假陈述的叠加。若发行人在不同时期实施了多次虚假陈述，且各次的内容、影响不同，则损失应当分别计算，还是合并计算？

本文主张分别计算。各次虚假陈述的实施日、揭露日不同，对应的价格影响也不同；合并计算，会混淆因果，导致责任的错配。分别计算后，再依原因力分配，方为精确。

分别计算的难点，是各次影响的界分。若各次虚假陈述针对同一事项，则影响难以分离，可以合并；若针对不同事项，如一次虚增收入、一次隐瞒担保，则可以分离，分别计算。

六、损失的计算

损失的计算，是证券虚假陈述案件的核心技术问题。其复杂性，来自交易的时间分布、价格的市场波动、投资者的买卖行为。计算的精确，直接决定了赔偿的公平。

司法解释确立的基准，是揭露日或者更正日起，至基准日止，投资者的买入均价与卖出均价之差。基准日的确定，以换手率达到百分之百之日为准；换手率未达的，以揭露日后第三十个交易日为准。

这一方法，被称为差额法。其逻辑是：虚假陈述使价格虚高，揭露后价格回归，回归的部分即为损失。方法的正当性，来自有效市场假说：价格已经反映了全部公开信息，包括虚假的信息。

差额法的适用，须注意几个技术细节。第一，买入均价的加权方法：按成交量加权，而非简单平均。第二，卖出均价的计算：若投资者在基准日后仍持有，则以基准价计算。第三，佣金与印花税：是否计入损失，实践中不一，通说认为应当计入。

除了差额法，还有毛损失法与净损失法。前者不扣除系统性风险，后者扣除。我国采净损失法，即扣除系统性风险与非虚假陈述因素。这一选择，体现了责任与原因力的对应。

扣除的方法，实践中多用指数对比法：以投资者买入日至卖出日的大盘涨跌幅，作为系统性风险的近似，从个股跌幅中扣除。方法的粗糙，是公认的；但在缺乏更好工具的情况下，仍是可操作的选择。

近年来，多因子模型逐渐被引入。其原理是，将个股收益分解为市场因子、行业因子、风格因子与特质收益，特质收益部分才归因于虚假陈述。方法的精确性提高，但计算成本与争议也随之增加。

本文认为，方法的选择应当与案件的复杂程度相适应。简单的案件，用指数对比法即可；复杂的案件，可以引入专家辅助人，用多因子模型计算。方法的透明，比方法的精确更为重要。

透明的含义，是判决书应当载明计算的过程：买入均价如何得出、卖出均价如何得出、系统性风险如何扣除、最终数额如何确定。过程的公开，使当事人可以检验，也使上诉审可以审查。

实务中，有的判决仅写经计算，原告损失为若干元，未载明方法。此种做法，难以服人，也难以通过二审的审查。说理的具体，是裁判正当性的基础。

证据的收集，是投资者的第一道难关。虚假陈述的证据，多掌握在发行人手中；投资者只能依赖监管机构的处罚决定、媒体的调查报道、以及民事诉讼中的证据交换。举证的能力，直接影响胜诉的可能。

法院的调查取证权，在此可以发挥重要作用。当事人因客观原因不能自行收集的证据，可以申请法院调取；法院也可以依职权调取。调查的范围，包括发行人的内部文件、

中介机构的工作底稿。

专业问题的判断，往往超出法官的知识范围。此时，可以引入专家辅助人，由其就财务造假的手法、审计准则的适用、损失计算的方法发表意见。专家的意见，虽非鉴定结论，但可以作为心证的参考。

鉴定的启动，应当审慎。证券虚假陈述的鉴定，成本高、周期长，且鉴定机构的能力参差不齐。若案件的事实清楚，计算方法明确，则无须鉴定；若争议较大，则可以通过专家辅助人对抗，而非一律委托鉴定。

程序的选择，也影响效率。单独诉讼、共同诉讼、代表人诉讼，各有其适用场景。单独诉讼适合小额、分散的案件；共同诉讼适合当事人较多的案件；代表人诉讼适合人数众多、请求同类的案件。

示范判决的推行，是近年来的重要探索。其做法是：选取具有代表性的案件先行审理，形成生效判决后，其他案件参照调解或者判决。机制的效率较高，但须防止示范案件的选择偏差。

选择偏差的防止，依赖于程序的公开。示范案件的选择标准、审理过程、判决理由，都应当公开；当事人对示范案件有异议的，应当有机会表达。公开与参与，是机制正当性的基础。

执行阶段，亦有难点。责任主体众多，财产状况各异，执行的顺序与分配须有规则。通常的做法是：先执行发行人与控股股东，再执行中介机构；执行所得的分配，依判决确定的比例。

若部分主体无偿付能力，则其他主体是否应当承担其份额？依连带责任的原理，应当承担；但依比例连带的原理，则不应承担。这一分歧，是执行中的常见争议，须在判决时予以明确。

本文主张，判决应当明确各主体的责任形态：是全额连带，还是比例连带；比例连带之内，是否再分份额。表述的清晰，可以避免执行阶段的争议，也可以避免当事人的误解。

七、实务问题

第一个问题，是诉讼时效。证券虚假陈述的时效，自揭露日或者更正日起算，三年届满。若当事人不知道权利受损，则自知道或者应当知道之日起算。起算点的确定，往往是争议的焦点。

第二个问题，是管辖。证券虚假陈述案件，由发行人住所地或者被告住所地的中级人民法院管辖。集中管辖的规则，使案件相对集中，有利于裁判标准的统一，但也可能导致地方保护的疑虑。

第三个问题，是示范判决与平行案件。为应对群体性纠纷，法院推行示范判决机制：

选取典型案件先行判决，其余案件参照处理。机制的效率较高，但须保障当事人的程序权利，不能以效率牺牲公正。

第四个问题，是代表人诉讼。证券法第九十五条确立了特别代表人诉讼，由投资者保护机构作为代表人。其优点是降低维权成本，其难点是程序复杂、周期较长。制度的运行，仍在探索之中。

第五个问题，是破产程序的衔接。若发行人在诉讼中进入破产程序，则投资者的赔偿请求权作为破产债权申报，按比例受偿。此时，连带责任主体的责任，是否受影响？

本文认为不受影响。连带责任是法定的，不因主债务人的破产而消灭；投资者仍可向连带责任人主张全部，连带责任人承担后可以申报债权。破产的风险，不应由投资者独自承担。

第六个问题，是行政和解与民事赔偿的关系。若发行人已经与监管机构达成和解，缴纳了罚款，是否可以减轻民事赔偿？本文认为不可以：行政责任与民事责任性质不同，不能相互抵销。

第七个问题，是刑事追赃与民事赔偿的顺位。若造假者已被追赃，投资者能否再主张民事赔偿？通说认为可以，但应当扣除已获赔的部分，避免重复受偿。顺位的设计，应当以填补损失为原则。

制度的评价，应当回到其功能。证券虚假陈述的民事责任，至少承担三项功能：填补投资者的损失、威慑潜在的造假者、引导市场的信息生产。三项功能，有时一致，有时冲突。

填补功能要求责任的范围与损失相当，威慑功能要求责任的力度足以遏制造假，引导功能要求责任的配置能够促使信息的真实披露。三者的平衡，是制度设计的核心难题。

本文的方案，试图在三者之间寻找一个支点：以连带保证填补，以比例实现精确，以过错区分力度。支点的选择，未必完美，但至少提供了一条可操作的路径。

路径的可行性，最终取决于司法的能力。比例的计算，需要法官具备财务、金融的知识；因果的判断，需要法官理解市场的运作。能力的建设，是制度落地的前提。

能力的提升，非一日之功。它需要专业的培训，需要专家的辅助，需要案例的积累。制度的进步，往往是渐进的；每一次精细的裁判，都是进步的一小步。

愿规则的适用，既能使受欺者得其赔偿，也能使尽责者免于苛责；既能使造假者付出代价，也能使市场的信息生产不致萎缩。此即本文的期许。

八、结语

回望全文，证券虚假陈述的责任构造，本质上是在三种价值之间寻求平衡：投资者的保护、市场的效率、行为的自由。三者并非零和，但确有张力；规则的精细，正是在张力中寻找均衡。

本文的方案，可以概括为四句话：以共同过错为连带的基础，以原因力为限缩的工具，以分层为因果的审查，以透明为计算的要求。四者结合，责任才既有力，也有分寸。

分寸的把握，是司法的艺术。过宽，则中介机构退缩，市场的信息生产萎缩；过窄，则造假者肆无忌惮，投资者的信心崩塌。艺术的实现，依赖于每一个案件的精细裁量。

对法官而言，重要的不是记住条文的序号，而是理解条文背后的权衡：为什么推定过错，为什么允许比例，为什么要求透明。理解权衡，才能在新型案件中作出合理的判断。

对市场而言，清晰的规则是最好的预期。当事先知道何种行为会招致何种责任，中介机构便会审慎执业，发行人便会如实披露。规则的引导功能，往往比事后的制裁更为有效。

愿规则的适用，既能使受欺者得其赔偿，也能使尽责者免于苛责。此即本文的初衷。

参考文献

- [1] 《中华人民共和国证券法》第七十八条、第八十五条、第九十三条、第九十五条、第一百六十三条、第一百九十七条。
- [2] 《中华人民共和国民法典》第一百七十八条、第一百八十六条、第一千一百六十五条、第一千一百六十八条。
- [3] 《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》（法释〔2022〕2号）第四条、第十条、第十一条、第十二条、第十三条、第十四条、第十八条、第二十条、第二十六条、第三十一条。
- [4] 最高人民法院民事审判第二庭：《最高人民法院关于证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件若干规定的理解与适用》，人民法院出版社2022年版。
- [5] 陈洁：《证券虚假陈述中介机构连带责任的限缩》，《中国法学》2022年第4期。
- [6] 耿利航：《证券虚假陈述中的因果关系》，《法学研究》2021年第5期。
- [7] 彭冰：《证券法上连带责任的构造与适用》，《清华法学》2023年第1期。