

# 证券信息披露义务人的范围与法律责任承担

武鸿儒 郭雳

(北京大学法学院, 北京 100871)

**摘要:** 以新《证券法》为核心的注册制改革将信息披露义务置于证券监管的核心, 信息披露义务主体的确定和相应的人员责任成为新制度的关键。在《证券法》的授权下, 信息披露义务人的概念内涵不断被扩张解释。同时, 信息披露违法的人员责任也进一步加强。但在这一趋势下, 仍应考察监管制度扩张相关主体的合理性。基于证券责任制度与证券活动相适应的理念, 应明确发行人为狭义的信息披露义务人, 对信息披露承担严格责任。对信息披露负有不同类型义务的其他主体, 依其违反相应义务的情形而承担不同程度的过错责任。

**关键词:** 注册制; 信息披露; 主体责任; 监管扩张

**Abstract:** The registration-based IPO system reform centered on the new Securities Law places information disclosure obligations at the core of securities regulation. The determination of the subject of information disclosure obligations and the corresponding personnel responsibilities become the key to the new system. Under the authorization of the Securities Law, the conceptual connotation of information disclosure obligors has been continuously interpreted in a way of continuous expansion. At the same time, the personal liabilities for information disclosure violations have also been further strengthened. However, in light of this trend, the reasonability of the subjects involved in regulatory expansion needs to be carefully examined. Based on the notion of compatibility of the securities liability system with securities activities, it should be clarified that the issuer is the narrowly defined duty-bearer for information disclosure who bears strict liability for information disclosure. Other subjects with different types of obligations to information disclosure should undertake different degrees of fault liability based on their violation of corresponding obligations.

**Key words:** registration-based IPO system, information disclosure, subject of liability, regulatory expansion

**作者简介:** 武鸿儒(通讯作者), 北京大学法学院博士生, 研究方向: 金融法。郭雳, 北京大学法学院教授、博士生导师, 研究方向: 经济法。

**中图分类号:** D912.28 **文献标识码:** A

## 一、问题的提出

自2013年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出推进股票发行注册制改革, 到2020年新修《证券法》在法律层面确立了证券发行注册制, 再到2023年2月17日中国证监会及交易所发布全面实行股票发行注册制制度规则, 证券发行注册制前后历时近十年, 终于全面落地。全面注册制既意味着资本市场机制的创

新, 也意味着监管制度的创新。原本由证券监管部门集中承担的行政管制压力分散为发行人、中介机构的信息披露法律责任。<sup>1</sup>

注册制下, 强制信息披露是证券监管的核心原则和根本路径, 是投资者与发行人之间互动新范式的基石。信息披露义务与虚假陈述责任贯穿金融商法、金融监管法、金融刑法等多层制度, 以民事责任、行政责任和刑事责任的形式分别呈现。在以《证券法》为核心的相关

制度联动调整中存在一条鲜明的制度主线，即加强了发行人的信息披露要求和发行人与相关责任人员的虚假陈述责任，从而更进一步地在市场化的融资机制下保护广大中小投资者的合法权益，保障投资者的“知情决定”权利，确保投资者寻求救济的渠道畅通。

注册制改革同时加强了证券发行和信息披露的各参与方就信息披露不尽不实、不合规的责任。但在这一趋势下，仍应以各方在信息披露过程中所承担的职责任务为依据，恰当地厘定其责任承担和免责可能，从而实现投资者保护和维护资本市场效率的平衡。而出于震慑不法的目的，当前的监管制度与实践一定程度上混淆了“信息披露义务人”与“信息披露责任人”，从而在形式上扩张了信息披露义务人的概念。下文将先考察信息披露义务人的概念内涵在监管制度变迁过程中不断扩张的情况，然后讨论信息披露人员责任的适当范式，从而指明混淆两个概念可能产生的矛盾与风险。需要先行说明的是，本文聚焦于证券发行时和后续定期、临时的信息披露，因而暂不讨论收购、重大资产重组等情境下的信息披露及相关主体，因为二者的制度逻辑存在实质差异。

## 二、关于信息披露义务人范围与责任的规定

新《证券法》首次在法律层面界定了“信息披露义务人”的内涵，并授权中国证监会进一步明确这一概念范围。而在此之前，“信息披露义务人”这一概念已经散见于之前的《证券法》和相关规则中。新《证券法》颁布后，证监会在修订《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《信披办法》)时又大幅扩张了这一概念的内涵。与这一制度趋势相呼应，信息披露人员责任的主体范畴也在进一步扩张。本文简要梳理信息披露义务人概念的制度沿革和信息披露人员责任主体范畴的扩张情况，以为进一步的理论评析奠定基础。

### (一)信息披露义务人概念的制度沿革

#### 1.《证券法》中关于信息披露义务人的界定

1998年《证券法》条文中并无“信息披露义务人”的概念，但仍然对发行人提出了信息披露的要求，并规定了未尽信息披露义务的责任。2005年《证券法》在三处地方使用了信息披露义务人的概念，分别为：第71条第1

款授权证监会监督上市公司控股股东和信息披露义务人的行为；第115第2款要求证券交易所监督上市公司及相关信息披露义务人披露信息的行为；以及第193条规定了信息披露义务人未尽信息披露义务的责任。该法在对信息披露义务人作出规定时，使用“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人”的表述。可以看出，此时信息披露义务人的主体范围并不明确，尽管发行人、上市公司无疑属于信息披露义务人的范畴，但难以确定其中还包括哪些主体。

新《证券法》第78条第1款首次明确规定了信息披露义务人包括“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人”。有学者认为新《证券法》扩展了信息披露义务人的范围，使之不再仅限于发行人<sup>2</sup>，同时该条也授权中国证监会进一步划定信息披露义务人的范围。但新《证券法》的条文本身并未明确界定哪些发行人以外的主体是信息披露义务人。例如，该法第84条第1款规定，信息披露义务人可以额外自愿披露信息，而第2款则规定了发行人及其控股股东、实际控制人(以下简称双控人)和董事、监事、高管应当披露其公开承诺，并在不履行承诺时承担赔偿责任，但两款之间是何关系，第2款中特殊主体的公开承诺是否为额外披露的信息、这些特殊主体又是否为信息披露义务人，并不清楚。再如第85条前半句规定了信息披露义务人未尽信息披露义务时对受损失的投资者应负的赔偿责任，而后半句则规定了发行人证券发行中的特殊主体基于过错推定与发行人共同承担的连带责任，这些主体包括双控人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，而这些人员是否属于该条文中的“信息披露义务人”也不明确。整体而言，现行《证券法》对相关信息披露的责任划分有明确规定，但并未对信息披露义务人的范围加以明确规定。

#### 2.国务院规范性文件与最高人民法院司法解释中关于信息披露义务人的界定

国务院规范性文件对信息披露的规制较少，但其中对信息披露义务人这一概念范围进行扩大的趋势仍然比较明显。例如，《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》(国发〔2005〕34号)第2条第(五)项

即规定，“公司股东及其他信息披露义务人”要配合上市公司履行信息披露义务，这暗示着在上市公司本身之外，信息披露义务人还包括公司股东和可能的其他主体。《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发〔2020〕14号)第2条第(二)项同样要求“上市公司、股东及相关信息披露义务人”真实、准确、完整、及时、公平地披露信息。

司法解释也并未明确划定信息披露义务人的范围。2003年《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《03规定》)规定，虚假陈述证券民事赔偿案件是投资者基于信息披露义务人违法虚假陈述使其遭受损失而提起诉讼的民事案件，但其“信息披露义务人”的概念内涵仍未能做到统一明确。该规定第1条将此类民事赔偿案件的被告规定为“违反法律规定，进行虚假陈述”的“信息披露义务人”，第7条则规定案件的被告为“虚假陈述行为人”，第7款还兜底性地规定了“其他作出虚假陈述的机构或者自然人”可以作为被告。以此推论，在《03规定》中，“信息披露义务人”和“虚假陈述行为人”应具备相同内涵，均可以扩张至一般主体。彭冰教授也指出，该规定第17条界定了虚假陈述的概念并列举了几类虚假陈述的行为，同时使用了“信息披露义务人”的概念和“虚假陈述行为人”的概念，而根据最高人民法院的解释，第1款中的“信息披露义务人”的概念和第4款中“虚假陈述行为人”的概念相同，既包括承担积极信息披露义务的主体，也包括承担消极信息披露义务的主体，而本条第3、5、6款中的“信息披露义务人”则仅指承担负有积极信息披露义务的主体。<sup>3</sup>

新《证券法》施行后，最高人民法院颁布了新的《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《虚假陈述若干规定》)，其第1条类似地将该规定的适用范围限定于“信息披露义务人”实施虚假陈述引发的赔偿案件，但并未明确这一概念的内涵。在该规定的后文中，分别规定了发行人董监高、保荐机构、承销机构、证券服务机构的过错认定标准，以及发行人的双控人在组织、指使虚假陈述时，公司重大资产重组的交易对方在提供信息不真实、准确、完整时，以及发行人的供应商、客户、为发行人

提供服务的金融机构在配合发行人财务造假时的责任承担。这一制度构造逻辑下，既可以将发行人理解为唯一的信息披露义务人，将对发行人董监高、保荐机构、承销机构、证券服务机构过错的规定理解为对新《证券法》第85条的进一步解释，也可以将前两者统一理解为信息披露义务人，但无论如何，发行人的双控人、交易对方和供应商等主体不应被理解为信息披露义务人，只能理解为发行人的“外部人”，即这些主体仅在积极地实施了对虚假陈述的组织、指使或教唆、帮助行为时，或本身作为虚假陈述信息的源头时，才承担相应的责任。但这一理解与新《证券法》第85条将发行人的双控人、董监高，发行的保荐人、承销商一并规定为连带赔偿责任的承担者的立场又不能完全兼容。总体而言，国务院规范性文件与最高人民法院司法解释同样仅规定了相关信息披露的责任划分，但并未明确信息披露义务人的范围。

### 3. 部门规章、规范性文件中信息披露义务人范围的扩大

在立法、行政法规与司法解释均未明确界定信息披露义务人范围的基础上，信息披露义务人的范围在部门规章与规范性文件中被扩大。证监会2007年施行的《上市公司信息披露管理办法》多处使用这一概念，基本均描述为“上市公司及其他信息披露义务人”。该《办法》第59条规定了“信息披露义务人及其董事、监事、高级管理人员，上市公司的股东、实际控制人、收购人及其董事、监事、高级管理人员”违反该《办法》时证监会可以采取的监管措施，似乎可以认为，该《办法》中的信息披露义务人应当指发行人、上市公司本身，而不包括其双控人，但两者的董事、监事、高级管理人员作为直接责任人员均受证监会监管。

此后，证监会规则对信息披露义务人的规定增加了发行人的双控人。例如，《中国证监会派出机构监管职责规定》第9条规定，证监会派出机构负责检查的市场主体包括“证券发行人、上市公司、非上市公众公司及其双控人、收购人等信息披露义务人”。《信息披露违法行为行政责任认定规则》(以下简称《信披违法认定规则》)区分了“信息披露义务人”和“信息披露责任人员”，认为前者的内涵包括“发行人、上市公司及

其双控人、收购人等”。<sup>4</sup>该规则继而列举了四类信息披露违法行为，均明确由信息披露义务人作出。<sup>5</sup>在同一时期，信息披露义务人缺乏明确定义的情况还散见于证监会制定的其他规章。在多数规章中，通常的表述为“上市公司和相关信息披露义务人”。<sup>6</sup>还有一部分规章在明确责任主体时，同时包括了信息披露义务人与“内幕消息知情人”，从而难以区分相关主体承担责任的基础。<sup>7</sup>

基于新《证券法》第78条的授权，证监会2021年修订的《信披办法》大幅扩张了信息披露义务人的概念内涵，其第62条第(二)项规定，信息披露义务人是指“上市公司及其董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人，收购人，重大资产重组、再融资、重大交易有关各方等自然人、单位及其相关人员，破产管理人及其成员，以及法律、行政法规和中国证监会规定的其他承担信息披露义务的主体”。鉴于《证券法》的专门授权，且新《信披办法》是对信息披露活动的整体、全面的规范，其对信息披露义务人概念内涵的规定代表着现行制度对这一主体范围的界定进路。出于证券监管制度内部统筹解释的目的，除非有相反的明确规定，这一界定也应适用于前述其他规则中信息披露义务人规定不明的情形。而这将进一步加强对这一界定标准进行理论审视的必要性。

不仅如此，修订后的《信披办法》仍存在概念使用不统一的情形。例如，其第50条分别规定了证监会对信息披露义务人“及其”董监高在信息披露过程中的监督管理，此时信息披露义务人的董监高本身又似乎并不被视为信息披露义务人。

## (二)信息披露人员法律责任的制度沿革

在1998年我国第一部《证券法》颁布之前，《股票发行与交易管理暂行条例》和《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》规定了发起人、董事、主承销商和专业性中介机构及其人员对信息披露的保证责任，从而实现了这些人员和机构在发起人信息披露不时的责任承担。陈甦分析认为，与债的担保不同，信息公开担保人承担的是一类特定的法定担保责任，实际上是发起人和董事对第三人的责任在证券法律制度中的变式，其承担连带责任应以自身的过错为基础，在免责事由方面应对

发起人从严规定，而对其他担保人根据其职务和业务性质分别规定。<sup>8</sup>1998年《证券法》规定了发行人和承销商就信息披露不实的严格责任，各自负有责任的董事、监事、经理的连带赔偿责任，以及中介机构在负有责任的部分内所承担的连带责任。<sup>9</sup>

《03规定》进一步完善和发展了信息披露不实的责任制度。《03规定》明确了发行人的董监高承担责任的过错推定原则，确立了承销商和中介机构承担责任的过错推定责任原则，并确立了实际控制人操纵虚假陈述时可被发行人追偿的制度，以及发起人在担保信息披露的情况下在出现虚假陈述时承担的连带责任。<sup>10</sup>尽管在《03规定》中，发起人在对信息披露进行担保时才承担连带责任，实际控制人也以操纵虚假陈述的行为为承担责任的前提，郭锋认为，这一司法解释将发行人的严格责任延伸至发起人、上市公司和实际控制人，因为这些人是资金募集活动的受益者，因而应承担严格责任。<sup>11</sup>赖武将虚假陈述的责任主体分为直接主体和参与主体，前者包括发行人和发起人，承担信息披露的直接义务，对信息披露负完全责任；后者包括其他中介机构和相关人员，所承担的是尽职调查和信息真实保证义务。<sup>12</sup>涂斌华则指出，《03规定》对发起人、董监高、中介机构和承销商规定的连带责任与传统民法的共同侵权理论相悖，因为该理论要求共同意思联络，而这些人群通常仅出于过失，并非与发行人有意思联络，因此除非该等人员具有故意或通谋，应按照过错大小确定其补充责任。<sup>13</sup>

2005年《证券法》的修订是现行《证券法》之前的时期内最为重要的一次修订，调整和明确了违反信息披露义务时各主体的赔偿责任和行政责任制度。其中，就民事赔偿而言，发行人承担严格责任，董监高和保荐人、承销商承担过错推定的连带责任，双控人承担基于过错的连带责任，证券服务机构承担过错推定的连带责任；就行政责任而言，发行人和主管人员、直接责任人员在违反信息披露义务时应受行政处罚，双控人在指使发行人违反披露义务时将受到行政处罚，证券服务机构制作、出具的文件有不实的情况时机构和相关人员也将受到行政处罚。<sup>14</sup>

2020年新《证券法》进一步扩张了相关人员特别

是双控人的责任，同时牵动了一系列相关制度的配合调整。新《证券法》第85条将双控人的责任承担也规定为过错推定，《刑法修正案(十一)》为《刑法》第160条【欺诈发行证券罪】和第161条【违规披露、不披露重要信息罪】各新增一款，规定了双控人组织和指使该条所规定的发行人违法行为时的责任承担。《虚假陈述若干规定》从打击“首恶”和“帮凶”的角度出发，一方面简化了双控人承担赔偿责任的诉讼流程，另一方面将提供信息不合要求的重大资产重组交易对方也纳入“首恶”的范畴，并规定了发行人的供应商、客户和金融服务机构等“帮凶”的责任。<sup>15</sup>

### 三、信息披露义务人范围的扩大对责任认定的影响

出于加大打击违法违规力度、保障市场公开透明与保护投资者利益的目的，《信披办法》大幅扩张了信息披露义务人的范围；同时为了加强追责力度，法律法规加重了违法违规行为人的民事责任、行政责任与刑事责任，《虚假陈述若干规定》还明确了对“首恶”和“帮凶”的责任。信息披露人员责任制度旨在合理配置责任，敦促相关人员尽职履责，或防止其对信息披露过程的不当干预。但信息披露义务人范围的扩大并不利于对相关责任人员的精准认定，在法条中仍存在许多不明确甚至冲突的规范，导致市场主体的身份与其承担的责任不完全匹配，影响监管与执法的效能。

在信息披露的整个流程中，不同市场主体承担的义务内容有明显区别，一概而论会模糊其责任承担的基础。尽管发行人是信息披露行为的作者，而无论是发行人的双控人还是其董监高，均不直接对市场或监管披露信息，但发行人毕竟并非自然人，其信息披露行为实际上来自发行人董监高作出的决策，还可能受到双控人的操纵。为了落实对董监高和双控人在信息披露过程中积极或消极的行为要求，监管试图将其也同时纳入信息披露义务人的概念范畴中，但当落实到具体的责任条款时，仍然只能以其在信息披露中所扮演的角色而要求其承担相应的责任，而不能像对发行人这一无可置疑的信息披露义务人那样课以严格责任。在责任制度上扩张信息披露义务人的概念范围，将难以区分发行人作为信息披露义务人与其他参与信息披露的内外部主体

的责任承担。

一方面，从发行人作为信息披露义务人的地位而言，《信披办法》本身在扩张信息披露义务人定义的同时，其责任制度条文的文义仍默认上市公司本身为信息披露义务人，似存一定不匹配之处。例如，《信披办法》第52条规定，“信息披露义务人及其董事、监事、高级管理人员违反本办法的……”而在过往的监管执法实践中，也同样采用了以发行人为信息披露义务人、以董事等内部人为负有保障信息披露真实准确责任的主体的进路。例如，在证监会处罚虚假陈述的发行人抚顺特钢股份有限公司及其董监高时，对后者的责任认定也并非“违反信息披露义务”，而是“未尽勤勉尽责义务”。<sup>16</sup>同样，在关联交易失于披露的行政处罚中，证监会认定的信息披露义务人仍然是从事关联交易的上市公司，尽管其内部的直接责任人员同样接受了处罚。<sup>17</sup>在这种情况下，《信披办法》的扩大化定义是否可以有效地适用于其他相关规则对信息披露义务人的规定，又在责任承担方面将起到怎样的影响，仍有待于进一步观望。

另一方面，发行人之外的市场主体在信息披露中处于次要、配合性或从属性地位。《信披办法》为发行人之外的“信息披露义务人”设定的义务均为从属性的，而并不要求这些主体直接向市场披露信息，例如双控人“配合”上市公司信息披露的义务，以及董监高“保证披露信息的真实、准确、完整，信息披露及时、公平”的义务。这些义务是否属于“信息披露义务”，毫无疑问。对相关义务的混淆，可能导致处罚的不当适用。例如，在此前的监管实践中，上市公司董事买入本公司股份而未报告的行为，在被证监会认定为内幕交易的同时，还被认定为违反了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》的相关要求，构成2005年《证券法》第193条第2款规定的信息披露义务人未按规定报送有关报告的行为。<sup>18</sup>但该款所规定的报送报告行为，在《证券法》中均为发行人向证监会、交易所报送相关信息披露文件的行为。董事向公司报告持股情况变动的义务是否能够类推解释并适用这一处罚规定，尚存有相当的疑问。

特别地，出于震慑相关人员的目的而将公司的双控

人扩张性地解释为信息披露义务人，这一将一般主体特定化的思路也并不合理。尽管双控人是最为常见的虚假陈述的组织、指使者，但仍然存在其他可能的不当干预公司信息披露的主体。为了防止挂一漏万，李有星等提出应建立控股股东认定的“实质穿透式标准”，在个案中确定相关主体在特定事项上是否满足控制权标准，从而据此启动实际控制人标准的追责程序。<sup>19</sup>域外也存在着如短线投资的活跃股东向公司施压，要求公司采取短期主义行为的情况。<sup>20</sup>将组织、指使虚假陈述的责任特定化于双控人这一群体，既不具有正当性，又会使在适用这些制度时过度着眼于被特定化后的主体，忽略了一般原则的适用，从而并不能真正起到落实责任的效果。这一制度逻辑同样适用于相关责任在金融刑法中的体现。张明楷在评价《刑法》第160条的修订时即指出，双控人完全可以解释为虚假陈述行为的共同正犯或主犯，增设双控人的专门责任条款反而会导致共同犯罪认定的混乱。<sup>21</sup>

整体而言，《信披办法》对相关主体在信息披露中的角色作出了更为细致的规定，例如其第51条规定了不同类型信息披露由不同的高管人员负责，第39条规定了股东和实际控制人在特定情形下配合上市公司信息披露的义务等，但仍存在信息披露义务人范围过大、责任配置不精确的问题，需要通过对信息披露义务人的范围进行限定与辨析，来明确相关主体责任。

#### 四、信息披露义务人的限定与辨析

金融刑法和金融监管法是否得当，其根本同样在于是否能契合其所监管的金融活动在民事法律中形成的基本范式。具体到证券发行交易这一特别的情境中，即在于相关制度的责任配置是否能契合信息披露流程，适应信息披露的范式，规范各方在这一范式中的参与。

从境外经验来看，美国《1933年证券法》开现代证券法之先河，确立了强制信息披露作为证券监管的核心原则。基于这一监管理念，民事责任制度尽管重要，但其设置仅部分出于弥补投资者损失的原因，更主要的是为了推动发行人的依法依规信息披露，这一点可以从证券民事责任与其他的产产品责任之间的归责原则和免责抗辩事由的差异中看出。<sup>22</sup>也正因为证券民事责任对

信息披露的震慑和推动作用，民事责任规定需要更加明确，以为各方提供合理预期。<sup>23</sup>我国学者也认为，“虚假陈述责任的判定以信息披露制度设定的义务为基准。”<sup>24</sup>有鉴于此，各类责任制度均应服务于保障信息披露，也应以信息披露的默认范式作为界分不同机构和人员责任的基础。在英国法上，对招股说明书负有责任、因而可以成为投资者民事诉讼被告的主体主要包括发行人和其每一位董事，而控股股东则不在其内。<sup>25</sup>而公司外部的中介机构则在信息披露过程中起着资本市场“看门人”的作用，负责通过市场化的机制审核公司披露的信息，以其自身的信用增强市场对公司信息披露的信赖。<sup>26</sup>也正因为此，在美国法上，作为市场看门人的中介机构即直接向投资者承担信义义务。<sup>27</sup>公司董事会是公司的意思机关，主导着公司的日常商业经营和依法信息披露行为，也因而成为信息披露违法的直接责任人。

本文以为，基于发行人信息披露活动的默认范式，应对信息披露的“积极义务主体”“消极义务主体”和“责任主体”等概念作出明确区分。尽管在制度落实的过程中，责任追究往往以义务的违反为前提，但不同主体对信息披露行为的参与不同，在这一行为中所负有的义务不同，是否以及应负怎样的责任自然也不相同。在理论和制度上对这些主体作出明确的界定和区分，有助于为市场参与各方建立明确的行为预期，并进一步确认责任制度的正当性。

##### (一)信息披露义务人的范围

现行制度区分了信息披露的积极义务主体和消极义务主体，前者是强制披露信息的生产流程中扮演一定角色的主体，后者指虽然没有参与强制信息披露的生产过程，但同样“不得虚假陈述”的主体。2005年《证券法》第78条规定的消极义务主体包括国家工作人员、传媒从业人员和证券交易、证券监管的相关人员等等，2020年新《证券法》第56条第1款将消极义务主体的范围扩张至一般主体，对此，缪因知评价认为，应该仍然将主体范围限定到具有公信力的特定主体，因为这些主体才具备取信市场、作出虚假陈述并扰乱证券价格的身份和能力。<sup>28</sup>

而信息披露的积极义务主体既包括发行人、构成发

行人意思机关的董监高，也包括发行人外部对所披露的信息进行审验的中介机构，以及在证券发行和公司上市过程中承担综合职责的保荐人、承销商。近年来，随着证监会规则的扩张，双控人也被纳入这一范畴。通常认为，对信息披露负有积极义务的主体，也应对信息披露的不尽不实负有相应的责任。但这一概念与“信息披露义务人”是否等同，学界有不同的观点。学界多数观点认为，两类主体的内涵是一致的，均包括发行人、董监高、双控人、中介机构等等。<sup>29</sup>但也有观点认为，信息披露义务主体是指负有法定义务以自己的名义公开发布信息的主体，是信息的源头，仅包括有价证券的发行人和大宗股份持有人、公司并购的收购人等；而信息披露的责任主体则还包括发行人的内部管理人员等直接责任人、保荐人、证券服务机构、券商和发行人的双控人等。<sup>30</sup>

本文赞同后一理解，认为应仅以发行人为狭义的信息披露义务人，而将负有信息披露积极义务的主体纳入信息披露责任人员的范畴。有三点理由可以支持这一理解：对现行《证券法》的体系解释；相关制度和理论对不同机构和人员责任承担基础的区分；以及如不这样理解，在处理公司双控人责任基础时所遇到的困难。

首先，体系性地考察现行证券监管制度，新《证券法》第85条和第197条的文义并不支持对信息披露义务人的概念作宽泛理解，否则董监高等人员将既以信息披露义务人的身份在第85条第1款下承担严格责任，又在第2款下承担过错推定责任。而考察《证券法》第181条和第197条的措辞差异，“信息披露义务人”和“发行人”的区别更多在于具体情境是发行证券还是依规披露，即至少在证券发行中，“发行人”与“信息披露义务人”是同一概念。同时，前述对《信披违法认定规则》中条文字面含义矛盾和实际监管处罚依据的讨论也说明，即使是从监管的扩张立场看来，对发行人和相关责任人员处罚的制度基础仍不相同，发行人作为信息披露义务的直接承担者将负有与其他主体类型不同的责任。

其次，如不进一步区分各类主体，难以解释不同主体之间严格责任和过错责任的区分，从而难以界定过错责任主体的责任范围与免责事由。正如前文所述，自新

《证券法》规定了广泛的连带责任以来，不仅是学界提出了诸多批评，司法实践也发展出了“比例连带责任”，以期在《证券法》的文义范围内尽可能追求依照各主体的角色和参与来精细化地划分责任。在这种情况下，将发行人与发行人的内部管理人员、双控人以及外部的市场中介机构在监管制度中统称为“信息披露义务人”难以与这一趋势相适应。

最后，作为责任制度扩张的焦点，发行人双控人的归责原则在新《证券法》中发生了变化。但正如邢会强指出的，《证券法》第85条将公司的双控人与董监高等管理人员等同看待、一并要求承担过错推定的连带责任并不合理，因为董监高可以通过证明自己尽到了合理调查义务而免责，但双控人并不直接履行经营管理职能，也不承担合理调查义务，要求其证明自己尽到了不滥用控制权的消极义务是不可能的。<sup>31</sup>这一观点恰反映出了以加强监管为目的而过度扩张信息披露义务人的概念内涵将遇到的困难。双控人并非公司机关，其所承担的是自我约束而不干预信息披露的消极义务，责任承担与在信息披露中承担积极义务的其他主体并不相同。

## (二)信息披露法律责任的适当范式

现有对发行人之外的主体在发行人虚假陈述中承担相关责任的讨论，大致形成了两类范式。一类范式在认定虚假陈述行为属于侵权的基础上，主要以民法的共同侵权理论对相关制度作出评价，较早如王利明认为，《证券法》的民事责任是违反《证券法》义务而产生的侵权责任，就虚假陈述责任而言，由于中介机构与上市公司不一定存在意思联络，难以确立共同侵权，因此不宜采用连带责任；而考虑到承销商很多情况下不参与公开文件的制作，应对虚假陈述承担过错责任。<sup>32</sup>邹学庚在评价最近司法发展出的“比例连带责任”原则时也主要遵循这一范式。<sup>33</sup>

另一类范式则更多关注各类机构和人员在信息披露活动和公司治理本身中承担的职能，从而以公众公司的治理和融资活动特征作为讨论的基础。较早如张虹分析四类主体归责原则认为，其差异在于与投资者关系远近不同：发行人作为信息的源头承担无过错责任；承销商在代销时与发行人形成委托代理关系，应适用过错推定

原则，而在包销时以自己名义与投资者交易，应视为发行人并同样承担无过错责任；发行人与承销商董监高的失职行为导致了信息披露行为的瑕疵；而专业机构和人员在证明自己尽到相当注意义务后方可免责。<sup>34</sup>周友苏考察了发行人和承销商不同的行为方式和过错心态，提出发行人违反诚实信用义务是原发性的，而承销商违反勤勉尽责义务是继发性的，承销商以应有的勤勉和注意认真审查了发行人及有关文件时，其法律责任就应减轻乃至免除。<sup>35</sup>但白彦认为，在特定阶段对承销商采用无过错归责原则，有助于遏制承销商协助造假的势头，建立良好市场秩序。<sup>36</sup>孙光焰基于公司治理的基本范式考察了虚假陈述责任人员的归责原则，提出应重构虚假陈述侵权责任制度，将过错董事规定为第一责任人，该董事的提名股东承担补充赔偿义务，公司承担最后的补充责任。<sup>37</sup>

或许是出于对制度上责任扩张的回应，追求精细、合理分配人员责任的最后一范式在近年来得到了极大的发展。例如，蔡伟认为监事行使的是监督权而非管理权，不宜承担“基于信息披露监督而产生的全面、持续、严厉的连带责任”，并认为应在承担连带责任的发行人内部人群中再区分出直接操纵违法行为的人员、其他董事、监事和独立董事等三类。<sup>38</sup>冯果检视了现行制度下对虚假陈述“直接负责的主管人员”的界定，认为现行规则口径不一、互相矛盾，并提出应以勤勉义务而非在信息披露活动中的实际参与作为划分虚假陈述行政处罚责任人员的身份逻辑。<sup>39</sup>邢会强通过对虚假陈述行政处罚案例的实证考察，指出当下实践中的内部责任人认定逻辑过于严苛，存在责任主体缺乏区分度、主次责任人责任不均衡和公司责任与个人责任不分等问题。<sup>40</sup>赵旭东指出，董事虚假陈述行为的实施是其对相关审核文件的投票赞成和签署，如果没有这一行为，不应如《虚假陈述若干规定》所规定的那样视其没有过错，而应认定该董事根本不构成虚假陈述的客观行为。<sup>41</sup>王琦从审验机构的职能出发，认为对其民事责任的设置应“过责相当”，应设置为按份责任而非连带责任。<sup>42</sup>此外，关于双控人的责任承担，吕成龙也认为，尽管新《证券法》第85条加强了打击力度，却同时失却了执法的精准性，应仔细甄别责任成立与范围因果关系，分析双控人

在不同情形下的责任类型与范围。<sup>43</sup>

本文以为，最后一范式更适宜作为讨论虚假陈述责任的基础，或至少难以仅借助民法的一般理论即完成对证券虚假陈述中各类机构和人员的归责原则和免责事由的讨论。<sup>44</sup>这一立场基于三点原因：一是各类机构和人员在信息披露过程中的参与大多并非一般的事实行为，而是受到证券法规规范的合规行为，或者是受到信义义务规范的勤勉行为，因此其履行情况和失于履行的责任受到另外规范的调整和评价，对中介机构过失的推定也通常以考察其是否尽到相关规范要求的尽职标准为主要方式；二是相比普通侵权行为的事实构成，虚假陈述中各方并非以各自的参与而形成合力，更多是发行人的主动虚假陈述行为和中介机构的失职(不论是出于故意还是过失)的组合，两者在信息披露流程上形成先后的时间和逻辑顺序，导致发行人行为与中介机构行为就虚假陈述构成的原因力是层累的而不是汇合的，现行司法实践中要求中介机构就其审验的部分对整体虚假陈述行为承担“比例连带责任”，即是出于对这一事实形态的客观回应；三是尽管基于不同的政策考量，责任制度常出于威慑行为人或补偿投资者的目的而在客观的责任理论上再作调整，但这一调整仍应考虑不同机构和人员在信息披露中的参与情况。

民商事法律、金融监管法律和刑事法律在不同层面对信息披露活动和未尽信息披露义务的责任进行规范，这势必要求对此类投融资活动本身形成贯穿各部门法的统一理解，且这一理解应基于民商事法律所形成的默认范式。信息披露义务人的概念居于这一范式的核心，在虚假陈述的民事责任、行政责任和刑事责任层面均应成为界定责任主体和责任范围的重要依据。晚近制度对这一概念的大幅扩张有待理论的进一步检验。《刑法》的相关规定同样应以民商事活动为基础。基于刑法谦抑观的立场，金融刑法立罪应以非刑事责任立法的存在为逻辑前提。<sup>45</sup>金融刑法的解释和适用也应基于以民商事法律所确立的范式。例如，此前《刑法》161条对违规披露罪犯罪主体的规定仅涉及公司内部负责信息披露事务的主管人员和其他直接责任人员，依照公司法范式，双控人并不能解释为公司的内部人员，其与公司是外部投资关系，因而只能通过修改立法、新增条款的方式将

此类人群纳入其中。<sup>46</sup>

资本市场的融资活动具有重大的社会经济意义，相关责任制度不可避免地要受到特定时期内政策考量的影响。例如，基于遏制滥诉、保护资本市场和维护宪政制度等政策考量，尽管美国成文法规定了宽泛的责任主体，司法却呈现出谦抑的趋势，联邦最高法院多次通过判例限缩了证券欺诈责任主体的边界，倾向于不判定虚假陈述的协助者承担赔偿责任。<sup>47</sup>但基于政策考量对责任制度进行放缩仍需基于一定的制度逻辑，以免弄巧成拙、顾此失彼，需对此做更为审慎、适当的考量。信息披露义务的制度设置不仅关乎相关主体的直接责任承担，也将对资本市场的活动产生深远影响。

## 五、结语

虚假陈述的主体责任应以相关主体在发行人信息披露中发挥的作用和承担的角色为基础，这在司法和学界已达成相当的共识。而信息披露义务人概念的几经波折和晚近不断扩张，却体现出这一共识仍缺乏明确稳固的制度基础。对于责任制度的调整和完善，仍应回归信息披露的默认范式，遵循市场化融资的基本逻辑。以发行人为狭义的信息披露义务人，在信息披露人员责任的主体范畴中进一步区分承担积极义务的主体和消极义务的主体，有利于明确和合理化各方预期，兼顾和保障资本市场的效率和投资者的正当利益。 ■

## 注释

1. 参见谢杰. 全面注册制背景下证券市场虚假陈述犯罪的实践解构[J]. 清华法学, 2023, (3): 44.

2. 参见邢会强. 中华人民共和国证券法新旧条文对照与适用精解[M]. 北京: 中国法制出版社, 2020: 48.

3. 参见彭冰. 中国证券法学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2007: 347.

4. 《信息披露违法行为行政责任认定规则》第1条。

5. 《信息披露违法行为行政责任认定规则》第7~10条。

6. 例如, 《北京证券交易所上市公司持续监管办法(试行)》(中国证券监督管理委员会令第189号)第十条, 《非上市公众公司重大资产重组管理办法(2020修正)》(中国证券监督管理委员会令第166号)第二十七条, 《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法(2017修正)》(中国证券监督管理委员会令第137号)第二十二条, 《证券交易所管理办法(2021修订)》(中国证券监督管理委员会令第192号)第六十五条, 《证券市场禁入规定(2021)》(中国证券监督管理委员会令第185号)第三条。类似地, 证监会制定的《非上市公众公司监督管理办法(2021修正)》(中国证券监督管理委员会令第190号)采用了“公司及其他信息披露义务人”的表述。

7. 例如, 《创业板上市公司持续监管办法(试行)》(中国证券监督管理委员会令第169号)第三十二条规定, “上市公司及其股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员、其他信息披露义务人、内幕信息知情人等相关主体违反本办法的, 中国证监会根据《证券法》等法律法规和中国证监会其他有关规定, 依法追究其法律责任”。《科创板上市公司持续监管办法(试行)》(中国证券监督管理委员会令第154号)第三十四条规定, “科创公司及其股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员、其他信息披露义务人、内幕信息知情人等相关主体违反本办法的, 中国证监会根据《证券法》等法律法规和中国证监会其他有关规定, 依法追究其法律责任”。根据新《证券法》第51条, 发行人本身及其董监高、发行人持有5%以上股份的股东和实际控制人均是内幕信息的知情人, 所以难以确定前段条文中相关主体究竟是作为信息披露义务人还是内幕消息知情人而被列为责任主体。

8. 参见陈甦. 信息公开担保的法律性质[J]. 法学研究, 1998, (1):

35-44.

9. 1998年《证券法》第63、161条。

10. 《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》第7条, 第21~24条, 第26~27条。

11. 参见郭锋. 证券市场虚假陈述及其民事赔偿责任——兼评最高人民法院关于虚假陈述民事赔偿的司法解释[J]. 法学家, 2003, (2): 37-46.

12. 参见赖武. 证券虚假陈述民事责任的认定[J]. 法制与社会发展, 2003, (2): 126-134.

13. 参见涂斌华. 证券虚假陈述民事赔偿责任机制论[J]. 法学, 2003, (6): 92-98.

14. 2005年《证券法》第69、173、193、223条。

15. 参见林文学, 等. 《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》的理解与适用[J]. 人民司法, 2022, (7): 43-50.

16. 中国证监会行政处罚决定书〔2019〕147号。

17. 中国证监会行政处罚决定书〔2019〕141号。

18. 中国证监会行政处罚决定书〔2018〕122号。

19. 参见李有星, 潘枝峰. 上市公司控股股东、实际控制人信息披露法律责任制度完善[J]. 投资者, 2020, (3): 76-77.

20. 参见[美]罗伯塔·罗曼诺. 公司法基础(第2版)[M]. 罗培新, 译. 北京: 北京大学出版社, 2013: 417.

21. 参见张明楷. 增设新罪的原则——对《刑法修正案十一(草案)》的修改意见[J]. 政法论丛, 2020, (6): 3-16.

22. See Shulman H. Civil liability and the Securities Act[J]. Yale Law Journal, 1933, 43: 227.

23. See Douglas W O, Bates G E. The Federal Securities Act of 1933[J]. Yale Law Journal, 1933, 43: 171, 177.

24. 参见缪因知. 信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性[J]. 中外法学, 2023, (5): 1324-1344.

25. 参见[美]艾利斯·费伦, [马来西亚]何禄赞. 公司金融法律原理(第二版)[M]. 罗培新, 沈志韬, 译. 北京: 北京大学出版社, 2021: 463-464.

26. See Easterbrook F H, Fischel D R. Mandatory disclosure and the protection of investors[J]. Virginia Law Review, 1984, 70: 669.

(下转第55页)

响,而是存在潜在的关键因素改变了管理层业绩预告的策略性信息披露行为,即上市公司的业绩预告修正行为可能会影响本文的研究结果。因此,为提高研究结论的可靠性,参考何威风等(2021)的研究,本文剔除了业绩预告修正的公司样本后重新对模型(1)进行回归,结果如表9列(6)所示,分行业信息披露监管政策对业绩预告质量的正向影响依然成立,表明前述研究成果依然稳健。

## 6.上交所废止部分行业信息披露指引

上交所于2021年1月废止了石油和天然气开采、环保服务、航空运输、医疗器械、集成电路、广播电视传输服务、农林牧渔、影视、黄金珠宝饰品、水的生产与供应、航空/船舶/铁路运输设备制造这11项行业信息披露指引。因此,参考张家慧和赵玲(2024)的研究,本文在稳健性检验中加入对上述上交所行业信息披露监管政策变化的实证检验,具体是保留上交所政策废止前后两年(2019—2022年)的公司样本,此时,若年份在2021年及

以后,则 $Post^0$ 为1,否则为0。同时,将在该样本期间一直受到行业信息披露监管政策影响的上交所上市公司作为对照组, $Treat^0$ 为0;而实验组则是因废止以上11项指引导致其行业信息披露义务发生变化的上交所上市公司, $Treat^0$ 为1。回归结果如表9列(7)所示, $Treat^0 \times Post^0$ 的系数不显著,说明行业信息披露指引政策的废止对管理层业绩预告披露质量的影响不大。

## 7.业绩预告质量的替代变量

参考Ajinkya et al.(2005)、李晓溪等(2019)的研究,本文还以业绩预告乐观程度 $Bias$ 作为业绩预告质量的代理变量,具体是管理层盈余预告值与实际值偏差的绝对值与期初市值的比值来衡量,该值越小,表示业绩预告质量越高。回归结果如表9列(8)所示,与主检验一致,表明业绩预告质量的变量度量不影响本文研究结论。

## 8.安慰剂检验

本文使用安慰剂检验考察研究结果是否是由偶然因

(上接第33页)

27. 参见[美]约翰·C. 科菲. 看门人机制: 市场中介与公司治理[M]. 黄辉, 王长河, 译. 北京: 北京大学出版社, 2011: 5.

28. 同注24。

29. 《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》对此类主体的界定还包括了发行人的发起人。刘磊认为,新《证券法》规定的信息披露义务人包括发行人、控股股东和实际控制人、发行人的董监高、保荐人、证券服务机构等,而此前司法解释的发起人通常可以由此后的双控人所吸收。参见刘磊. 虚假陈述连带赔偿责任分配的价值基础和实现标准[J]. 证券法苑, 2020, (3): 96-115. 类似观点还如湘财证券课题组, 周卫青. IPO注册制下发行人与中介机构虚假陈述民事责任研究[J]. 证券市场导报, 2021, (4): 60-68.

30. 参见陈界融. 强制公开的义务主体与责任主体研究[J]. 法学家, 2008, (1): 146-153.

31. 参见邢会强. 证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩[J]. 清华法学, 2021, (5): 69-85.

32. 参见王利明. 我国证券法中民事责任制度的完善[J]. 法学研究, 2001, (4): 55-69.

33. 参见郭学度. 虚假陈述比例连带责任的认定模式与体系展开[J]. 法学研究, 2023, (4): 131-151.

34. 参见张虹, 何湘渝. 试论违反《证券法》信息公开制度的民事责任——证券法第63条及第161条对投资者的保护[J]. 政治与法律, 2000, (3): 50-52.

35. 参见周友苏, 罗华兰. 论证券民事责任[J]. 中国法学, 2000, (4): 58-69.

36. 参见白彦, 伏军. 虚假陈述侵权的赔偿责任[J]. 中国法学, 2003, (2): 98-102.

37. 参见孙光焰. 董事证券虚假陈述职务侵权责任制度的重构

——以公司治理为视角[J]. 法商研究, 2010, (4): 22-31.

38. 参见蔡伟. 公司内部监督责任体系的困境: 基于对监事的再考察[J]. 中外法学, 2018, (6): 1656-1676.

39. 参见冯果, 王怡丞. 证券市场虚假陈述中责任人员类型划分的制度逻辑[J]. 法律适用, 2020, (21): 36-45.

40. 参见邢会强. 上市公司虚假陈述行政处罚内部责任人认定逻辑之改进[J]. 中国法学, 2022, (1): 244-261.

41. 参见赵旭东. 论虚假陈述董事责任的过错认定——兼《虚假陈述侵权赔偿若干规定》评析[J]. 国家检察官学院学报, 2022, (2): 3-19.

42. 参见王琦. 审验机构虚假陈述民事责任的制度机理——以威慑功能的实现为逻辑轴线[J]. 法学家, 2023, (1): 100-114+194.

43. 参见吕成龙. 信息披露违法责任不宜概而论之[J]. 证券法苑, 2021, (3): 145-153.

44. 丁宇翔法官即提出, 中介机构的注意义务因证券产品、发行人结构和中介机构自身的领域而有所不同, 依据一般性的因果关系和过错分析确定责任存在局限性, 确定责任时需深入中介机构专业职责范围剖析其义务。参见丁宇翔. 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[J]. 环球法律评论, 2021, (6): 166.

45. 参见胡启忠. 金融刑法立罪逻辑论——以金融刑法修正为例[J]. 中国法学, 2009, (6): 76-81.

46. 参见田宏杰. 刑行共治下的违规披露、不披露重要信息罪: 立法变迁与司法适用[J]. 中国刑事法杂志, 2021, (2): 63-79.

47. 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, (4): 630-639.

(责任编辑: 李稷民)