

上市公司虚假陈述的董监高法律责任剖析

——康美药业董监高行政处罚及民事赔偿判决启示

王蕊¹

我国首单特别代表人诉讼案件落下帷幕。2021年11月12日，广州市中级人民法院做出一审判决，除康美药业承担虚假陈述所造成的投资者24.58928544亿元损失赔偿责任外，康美药业19名董事、监事、高管，还有年报审计机构及签字会计师等承担全部或部分连带赔偿责任。这被视为中国资本市场史上具有开创意义的标志性案件，是迄今为止法院审理的原告人数最多（5万余名）、赔偿金额最高的上市公司虚假陈述民事赔偿案件。早在2020年5月13日，中国证监会对康美药业信息披露违法违规行为出具了（2020）24号《中国证监会行政处罚决定书》（康美药业股份有限公司，马兴田、许冬瑾等22名责任人员），依法追究了康美药业及其实际控制人、董监高的行政责任。康美药业董监高承担的行政及民事法律责任具体情况如下：

序号	当事人	职务	行政责任	民事责任
1	康美药业股份有限公司		责令改正，给予警告，并处以60万元的罚款	一、被告康美药业股份有限公司于本判决生效之日起十五日内，向原告顾华骏、黄梅香等52037名投资者赔偿投资损失2458928544元。原告所获赔偿金额的计算方法为投资差额损失与相应的佣金、印花税、利息损失之和。其中投资差额损失=（买入均价-卖出均价或基准价）x持股数量x（1-证券市场风险因素的影响比例），买入均价采用第一笔有效买入后的移动加权平均法计算，多个账户应合并计算，证券市场风险因素采用个股涨跌幅与生物医药（申万）指数涨跌幅进行同步对比的方法扣除。佣金损失=投资差额损失x0.03%。印花税损失=投资差额损失x0.1%。

¹ 王蕊，青岛大学法学院教师，上海市锦天城律师事务所律师。

序号	当事人	职务	行政责任	民事责任
				利息损失=（投资差额损失+佣金损失+印花税损失）×0.35%×第一笔有效买入日至最后一笔卖出日或者基准日的实际天数 365 天
2	马兴田	董事长、总经理、实际控制人	给予警告，并分别处以 90 万元的罚款，其中作为直接负责的主管人员罚款 30 万元，作为实际控制人罚款 60 万元 被界定为： 直接负责的主管人员。	对本判决第一项确定的被告康美药业股份有限公司债务承担连带清偿责任； 被界定为：直接负责的主管人员 被界定的依据： 马兴田、许冬瑾、邱锡伟直接组织、策划、领导并实施了涉案违法行为， 是最主要的决策者、实施者 ，其行为直接导致康美药业相关信息披露违法行为的发生，情节特别严重
3	许冬瑾	副董事长、副总经理、实际控制人	被界定的依据：最主要的决策者、实施者 ，其行为直接导致康美药业相关信息披露违法行为的发生	
4	邱锡伟	董事、副总经理、董事会秘书	给予警告，并处以 30 万元的罚款 被界定为： 直接负责的主管人员 被界定的依据： 主管公司信息披露事务，对公司定期报告的真实性和完整性、准确性承担主要责任，并年度报告上签字；根据马兴田的授意安排，组织相关人员将上市公司资金转移至控股股东及其关联方，组织策划公司相关人员实施、并亲自参与实施财务造假行为，直接导致康美药业披露的定期报告存在虚假陈述	
5	庄义清	财务总监	给予警告，并分别处以 25 万元的罚款 被界定为： 其他直接责任人员	对本判决第一项确定的被告康美药业股份有限公司债务承担连带清偿责任； 被界定为：直接负责的主管人员 被界定的依据： 涉案信息披露违法行为的发生与其职责、具体实施行为直接相关，其行为与康美
6	温少生	职工监事、总经理助理、副总经理	被界定的依据： 作为财务负责人员，在《2016 年年度报告》《2017 年年度报	

序号	当事人	职务	行政责任	民事责任	
7	马焕洲	监事、财务部总监助理	告》《2018年半年度报告》和《2018年年度报告》上签字和声明，承诺保证相关文件真实、准确、完整，应当对康美药业披露的定期报告存在虚假陈述承担法律责任	药业信息披露违法行为的发生具有紧密联系，情节较为严重	
8	马汉耀	董事	<p>给予警告，并分别处以20万元的罚款</p> <p>被界定为：其他直接责任人员</p> <p>被界定的依据：在《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度报告》和《2018年年度报告》审议中投赞成票或签字，保证财务报告真实、准确、完整</p>	<p>在本判决第一项确定的被告康美药业股份有限公司债务的20%范围内承担连带清偿责任；</p> <p>被界定为：未尽勤勉义务，其他直接责任人员</p> <p>被界定的依据：作为董事、监事或高级管理人员并未直接参与财务造假，却未勤勉尽责，存在较大过失，且均在案涉定期财务报告中签字，保证财务报告真实、准确、完整。非财务工作负责人，过失相对较小</p>	
9	林大浩	董事			
10	李石	董事			
11	江镇平	独立董事			<p>在本判决第一项确定的被告康美药业股份有限公司债务的10%范围内承担连带清偿责任；</p> <p>被界定为：未尽勤勉义务，其他直接责任人员</p> <p>被界定的依据：为兼职的独立董事，不参与康美药业日常经营管理，过失相对较小</p>
12	李定安	独立董事、监事			
13	罗家谦	监事会主席			<p>在本判决第一项确定的被告康美药业股份有限公司债务的20%范围内承担连带清偿责任；</p> <p>被界定为：未尽勤勉义务，其他直接责任人员</p>
14	林国雄	副总经理			
15	李建华	副总经理	<p>给予警告，并分别处以15万元的罚款</p> <p>被界定为：其他直接责任人员</p> <p>被界定的依据：在《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度</p>	<p>作为董事、监事或高级管理人员并未直接参与财务造假，却未勤勉尽责，存在较大过失，且均在案涉定期财务报告中签字，保证财务报告真实、准确、完整。非财务工作负责人，过失相对较小。</p>	
16	韩中伟	副总经理			
17	王敏	总经理助理、副总经理			

序号	当事人	职务	行政责任	民事责任
18	张弘	独立董事	报告》和《2018年年度报告》审议中投赞成票或签字，保证财务报告真实、准确、完整	在本判决第一项确定的被告康美药业股份有限公司债务的10%范围内承担连带清偿责任； 被界定为： 未尽勤勉义务，其他直接责任人员 被界定的依据： 为兼职的独立董事，不参与康美药业日常经营管理，过失相对较小
19	郭崇慧	独立董事		在本判决第一项确定的被告康美药业股份有限公司债务的5%范围内承担连带清偿责任； 被界定为： 未尽勤勉义务，其他直接责任人员
20	张平	独立董事		被界定的依据： 为兼职的独立董事，过失相对较小，且仅在《2018年半年度报告》中签字
21	唐煦	总经理助理	给予警告，并分别处以10万元的罚款 被界定为： 其他直接责任人员	不承担责任 未以董事、监事、高级管理人员的身份签名确认《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度报告》内容的真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，不属于案涉虚假陈述行为人，不应当对投资者损失承担赔偿责任。
22	陈磊	总经理助理	被界定的依据： 未以董事、监事、高级管理人员的身份签名确认《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度报告》内容的真实、准确、完整，但签署了《2018年年报》	

注：行政处罚适用的2005年《证券法》中的法律依据

第六十八条 【公司领导签署报告意见】上市公司董事、高级管理人员应当对公司定期报告签署书面确认意见。

上市公司监事会应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见。

上市公司董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整。

第一百九十三条 【违反披露义务的处罚】发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十

万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的，依照前两款的规定处罚。

民事赔偿适用的2014年《证券法》的法律依据

第六十三条 发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第六十九条 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、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、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、上市公司应当承担赔偿责任；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以及保荐人、承销的证券公司，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外；发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。

第一百七十三条 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，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

综上，本案行政处罚决定及判决发生在最新修订（2019年）的《证券法》生效后，但判决依据分别适用了2005年版《证券法》及2014年修正版《证券法》，因此行政责任罚款金额偏低，但民事赔偿金额创纪录。康美药业虚假陈述期任职董监高全部承担了行政责任，除两名管理人员外，其他董监高都承担了民事法律责任。但董监高个人行政责任的行为性质界定及承担层级与民事责任的承担并没有一一对应：

行政责任中董监高行为性质的界定分两个层次：直接负责的主管人员（3人），其他直接责任人员（18人），行为性质的界定直接影响罚款金额的确定。

民事责任中董监高行为性质的界定为：直接负责的主管人员（6人），其他直接责任人员（13人），另有2人不承担民事责任。

行政责任中董监高罚款金额分为6个层级：罚款90万（2人）、30万（1人）、25万（3人）、20万（7人）、15万（6人）、10万（2人），合计21人。具体罚款金额的确定是根据个人在整个事件当中的地位、性质、作用、影响等因素综合判断。

民事责任赔偿金额界定分为4级：对康美药业24.6亿元负债承担连带赔偿责任（6人，直接负责的主管人员）、承担20%的连带赔偿责任（8人）、承担10%连带赔偿责任（3名独立董事）、承担5%连带赔偿责任（2名独立董事），另有2人不承担赔偿责任。

显然，民事赔偿判决对于直接负责的主管人员界定范围更宽，民事赔偿责任更重，而行政责任惩处的人员范围更大。如果按照现行《证券法》行政法律责任规定，行政责任惩处力度显著增强：同等情况下，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

本案判决宣告后，在社会上引起了强烈反响，尤其是对于上市公司董监高履职风险的关注度持续增长。就本案民事判决及行政处罚所体现的审理思路及行为性质等界定方式，笔者认为作为上市公司董监高为防范信息披露风险应特别关注以下事宜：

一、上市公司信息披露董监高承担行政责任及民事责任的构成要件

在行政处罚决定书中，监管部门首先列举违法事实，其次结合工作岗位、职能、作用等界定行为性质及是否构成承担责任的主体，最后根据违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度做出具体的处罚决定。过程中并没有探讨行为人是否具有主观过错，更没有将责任认定与主观过错相联系。这是因为追究行政责任的目的是行政机关为了维护法律秩序，建立公平正义的社会环境，惩处违法行为。现行《证券法》第181、182、197条等在确定不实信息披露的行政法律责任中也仅是依据违法事实实施行政处罚。因此，涉及信息披露的行政责任构成要件可以理解为：**行为违法且是适格主体。**

在民事判决中，法院认为争议的焦点问题在于：一、案涉虚假陈述行为的认定；二、原告投资损失与案涉虚假陈述行为之间有无因果关系；三、各被告赔偿责任的认定。

民事责任存在的意义在于维护私权利主体的权益，更侧重于经济利益的平衡，因此更在意行为与损害结果之间的因果关系，只有造成了损失，才涉及赔偿责任。现行《证券法》第 85 条在确定信息披露的民事赔偿责任中，明确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。但同时对于直接责任人员明确免责条件，即能够证明自己没有过错的除外。因此，依据《证券法》，涉及信息披露的民事责任构成要件可以理解为：**行为违法、违法行为与投资者损失存在因果关系。对于直接责任人员还要考虑是否存在主观过错。**

康美药业案中有两名高管只在 2018 年年报中签名确认年报的真实、准确、完整（事实上内容也涉及虚假陈述，只是与投资者的损失没有因果关系），但没有签署披露日前的、有虚假陈述内容的 2016 年、2017 年年报及 2018 年半年报。正是因为两者的差异，他们只被追究了行政责任，而没有被追究民事责任。

二、上市公司虚假陈述董监高承担行政及民事法律责任的关键点

康美药业案中，在确定行政处罚及民事赔偿时逐一论述了董监高履职中的行为违法性以及其在虚假陈述中的作用、责任，进而确定其是否为**直接负责的主管人员（直接责任人员）或其他直接责任人员**。

行政处罚决定书中载明：康美药业董事长马兴田及副董事长许冬瑾除依据身份实施违法行为外，同时作为实际控制人存在指使信息披露违法行为，因此被界定为直接负责的主管人员。根据实控人的授意参与造假的董监高有的被界定为直接负责的主管人员，有的被界定为其他直接责任人员。没有参与造假的董监高则因虚假陈述被界定为其他直接责任人员。依据《证券法》法律责任方面的相关规定，除实控人及控股股东外，对于虚假陈述个人行政责任的追究前提是被界定为直接负责的主管人员及其他直接责任人员。

民事判决书在赔偿责任部分的论述中指出：马兴田、许冬瑾作为康美药业董事长、总经理和实际控制人，组织安排相关人员将上市公司资金转移到其控制的

关联方，且未在定期报告里披露相关情况；此外，马兴田、许冬瑾明知康美药业《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度报告》披露数据存在虚假，仍然作为董事签字并承诺保证相关文件真实、准确、完整。马兴田、许冬瑾的行为直接导致康美药业披露的定期报告存在虚假陈述，是应当对康美药业信息披露违法行为直接负责的人员。另外，其他参与造假并做虚假陈述的董监高都被认定为直接负责的人员，承担全部债务的连带赔偿责任。未直接参与财务造假，但未勤勉尽责，存在较大过失的董监高则被认定为其他直接责任人员。依据《证券法》信息披露的相关规定，在虚假陈述中，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。

目前，除刑法领域外，直接负责的主管人员及其他直接责任人员没有明确的界定，本案行政处罚及民事判决中的认定也存在一定差异，集中体现在参与了证券交易违法行为的人的身份认定。民事判决将虚假陈述方中所有参与交易违法行为的人，不论是决策者还是执行者都被界定为直接负责的主管人员，而行政处罚中参与交易违法行为的人有的被认定为直接负责的主管人员，有的只被认定为其他直接责任人员。

2019年2月20日，《最高人民法院、最高人民检察院、公安部、司法部、生态环境部关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》第一条第三款规定，“单位犯罪中的‘直接负责的主管人员’，一般是指对单位犯罪起决定、批准、组织、策划、指挥、授意、纵容等作用的主管人员，包括单位实际控制人、主要负责人或者授权的分管负责人、高级管理人员等”。从该座谈会纪要看，直接负责的主管人员可以理解为是对公司证券违法行为起到决定性或支配性作用的人员，通常包括单位的法定代表人、主要负责人、实际控制人、高级管理人员等。因此，在虚假陈述中直接负责的主管人员及其他责任人员的认定有待于进一步明确。

三、上市公司虚假陈述董监高承担法律责任的抗辩事由

民事判决书中载明，除参与交易违法行为的董监高外，其他董监高在答辩意见中一致认为其自身没有过错；有的认为对案涉违法行为不知情、未参与，不存在过错；有的认为主观上不存在故意或过失从事信息披露违法行为的任何动机。客观上无介入涉案信息披露违法事宜的可能，已尽力避免案涉定期报告存在虚假

记载或重大遗漏的情形，防止因信息披露不实导致康美药业股东及中小投资者的损失；有的认为对案涉虚假陈述行为不存在主观过错，也从未主动参与实施任何虚假陈述行为。独立董事们认为在履职期间认真审阅公司报告，依据个人专业独立形成并明确表达意见。虽然客观上未能识别和发现康美药业案涉年度报告中存在虚假，但已尽到勤勉尽责义务和对上市公司投资者权利合理关注的审慎注意义务。被中国证监会行政处罚并不等同于具有证券虚假陈述民事侵权责任的过错。对于康美药业各类违法行为事前、事后均不知情，更未从中获益。

如前所述，在上市公司虚假陈述中，董监高唯一免责的事由是不存在过错，但是需要其自己证明不存在过错。也就是说，如果出现了信息披露的违法行为，无需投资者举证，可以推定其存在过错，依法追究其承担相应的民事责任。但如果其有充分证据证明其不存在故意或过失，已勤勉尽责，则可以免除赔偿责任。

虽然康美药业的大部分董监高都声称自己没有过错，并以不知情、没参与、专业限制等理由进行解释，但显然没有被法院采纳，被视为没有提供无过错的证据，只能承担相应的赔偿责任。

那么董监高如何证明在虚假陈述中没有过错？除证明其没有参与违法交易行为及造假外，在不知情的情况下，还要证明自己已勤勉尽责。

根据《公司法》第一百四十七条第一款之规定：“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有**忠实义务和勤勉义务**。”《证券法》第八十二条规定：“发行人的董事、高级管理人员应当对证券发行文件和定期报告签署书面确认意见。发行人的监事会应当对董事会编制的证券发行文件和定期报告进行审核并提出书面审核意见。监事应当签署书面确认意见。发行人的董事、监事和高级管理人员应当保证发行人及时、公平地披露信息，所披露的信息真实、准确、完整。董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由，发行人应当披露。发行人不予披露的，董事、监事和高级管理人员可以直接申请披露。”这一规定切断了董监高以“不知情、有异议”等理由不积极履行职责而申辩、逃避处罚的情况。

为规避法律风险，越来越多的董监高开始使用异议声明制度。但在监管实践中，出现许多在审议定期报告、财务报告中签字表示同意，又在信息披露后发表

对披露信息无法保证真实性的情况，监管部门对该等情况均进行了否定。

2021年5月1日实施的《上市公司信息披露管理办法》结合监管实践对异议声明制度做了更明确的要求，并制定了明确的罚则。根据《上市公司信息披露管理办法》第五十八条之规定：“上市公司董事、监事在董事会或者监事会**审议、审核**定期报告时投赞成票，又在定期报告披露时表示无法保证定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，中国证监会可以对相关人员给予警告并处罚款；情节严重的，可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。”即董监高保证信息披露内容真实性、准确性、完整性的责任并不因异议声明而当然免除。若存在异议，**应当在董事会或者监事会审议、审核定期报告时投反对票或者弃权票。**

勤勉尽责还意味着董监高应对所参与的决策、信息披露等事项履行特别注意义务。《公司法》及《证券法》对董监高的职责及信息披露方面的责权利都有明确规定，且是基于董监高在公司治理中的定位确定。因此，并没有考虑董监高的学历背景、专业技能、擅长领域等方面的差异对责任追究方面的影响。此外，就知情权而言，虽然独立董事与非独立董事有一定差异，显然非独立董事占优势，但并不能因此免除独立董事的责任。实践中，已要求董事会、监事会成员包括独立董事每年应有一定的时间参与公司调研，与相关人士充分沟通，并处理相关事宜。此外，董事会下设各种委员会也需要深度参与公司决策、审计、风险评估、规范治理等事宜，促使董事会成员深度了解公司，掌握相关信息。

综上，上市公司董监高勤勉尽职的界定标准会直接影响其在上市公司虚假陈述中是否存在过错，进而影响到是否要承担法律责任。

四、上市公司董监高信息披露风险意识

随着2019年修订版《证券法》的颁布、股票发行注册制的实施、《刑法修正案（十一）》的实施、民事赔偿机制的健全完善，资本市场参与主体的风险不断在加大。身为董监高，其法律责任风险会更加突出。康美药业行政处罚案中，连同独立董事在内的虚假陈述期间任职的所有董事、监事及高管都受到了行政处罚；民事赔偿案中，只有两名与投资者损失无关的高管没有被判令承担连带赔偿责任。合计24.6亿的民事赔偿，即便是5%的连带赔偿责任，也是董监高个人及家庭不能承受之重。

上市公司董监高在履行职责时需要更强的法律意识、责任意识及规范意识。需要加强独立性及提升自我保护能力，严格依法、依监管机构的要求履行相关职责，重视信息披露，促进上市公司的规范运行。同时，为了降低、减少风险，需要大力发展董监高履职的责任保险，使得风险相对可控。