

# 证券虚假陈述民事赔偿中的连带责任

——以中介机构责任为视角

秦政\* 胡波\*\*

**摘要:**中介机构证券虚假陈述民事责任应从其主观过错形态和对损害后果的原因力两方面予以考量。对于违反特别注意义务,且对全部损失具有因果关系的,应承担一般连带责任;若其对部分损失具有因果关系,则按比例承担部分连带责任。对于违反普通注意义务,且对全部损失具有因果关系的,应在全部损失范围内承担补充责任;若其对部分损失具有因果关系,则就该部分承担补充责任。

**关键词:**证券虚假陈述 连带责任 比例连带责任 补充责任

近年来,证券市场虚假陈述民事索赔案件集中爆发,各地法院的审判实践中对发行人、上市公司外的其他主体尤其是中介机构的责任承担问题上,出现了持各种不同观点的判例,如一般连带责任、比例连带责任、补充责任等。这种情况一定程度上有利于对证券虚假陈述民事案件中各被告责任承担的研究和探索,但司法实践中裁判标准的不统一,损害了法律的指引性、预测性等功能,也不利于资本市场的健康发展和秩序稳定。因此,厘清证券虚假陈述案件中中介机构连带责任适用的相关问题,实有必要。

## 一、法律、司法解释对于中介机构责任的相关规定之梳理

### (一)《证券法》对中介机构责任规定的变迁

司法解释的规定和司法判决的认定都要以《证券法》关于中介机构责任承担的规

---

\* 上海锦天城(广州)律师事务所高级合伙人。

\*\* 上海锦天城(广州)律师事务所律师。

定为基础和依据,而《证券法》在多次大修后,相关规定经历过多次变迁,司法实践中“保千里案”“中安科案”的判决亦通过对《证券法》相关规定变迁史的引证来论述其判决的合理性,因此考察《证券法》相关规定的变迁对这一问题的研究有着重要意义。

1999年生效的《证券法》规定了发行人和承销商及其董监高的虚假陈述民事责任,其中发行人和承销商是承担赔偿责任的主体,发行人、承销商负有责任的董监高承担“连带赔偿责任”。<sup>①</sup>同时,对于审计机构、资产评估机构和律师事务所出具报告的责任规定“就其负有责任的部分承担连带责任”。<sup>②</sup>

2005年《证券法》修订时,赔偿责任的主体仅为发行人、上市公司,而保荐人、承销商成了承担连带赔偿责任的主体,且其归责原则为过错推定,可通过证明自身无过错而免责。<sup>③</sup>同时,规定审计机构、资产评估机构、财务顾问机构、资信评级机构以及律师事务所等证券服务机构制作、出具的文件存在虚假陈述的,亦应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,归责原则同样为过错推定。<sup>④</sup>2013年、2014年修订《证券法》时,对2005年《证券法》的上述规定未作修改。

2019年修订的《证券法》第85条基本继承了2005年《证券法》第69条的规定,但将承担赔偿责任的主体改为了“信息披露义务人”,同时增加了保荐人、承销商的直接责任人员承担过错推定的连带赔偿责任的规定。<sup>⑤</sup>对证券服务机构责任的规定也

---

① 1999年《证券法》第63条规定:“发行人、承销的证券公司公告招股说明书、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,存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任,发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。”

② 1999年《证券法》第161条规定:“为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员,必须按照执业规则规定的工作程序出具报告,对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证,并就其负有责任的部分承担连带责任。”

③ 2005年《证券法》第69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、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。”

④ 2005年《证券法》第173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,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。”

⑤ 2019年《证券法》第85条规定:“信息披露义务人未按照规定披露信息,或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他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;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以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员,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。”

基本沿袭了2005年《证券法》的规定。<sup>①</sup>

## (二) 相关司法解释对中介机构责任的规定

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《若干规定》)第23条规定承销商、上市推荐人对虚假陈述造成的损失承担赔偿责任,其负有责任的董监高负连带责任,且归责原则均为过错推定;<sup>②</sup>第24条规定专业中介服务机构及其直接责任人“就其负有责任的部分承担赔偿责任”,归责原则亦均为过错推定。<sup>③</sup>同时,《若干规定》第27条、<sup>④</sup>第28条<sup>⑤</sup>分别对中介机构和其责任人员构成共同虚假陈述并承担连带责任的情形进行了规定。《若干规定》是证券虚假陈述民事纠纷领域最重要的司法解释,其对中介机构虚假陈述责任的规定较为详尽,现在仍是司法审判的重要依据。

2007年最高人民法院《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(以下简称《审计侵权规定》)亦将审计机构虚假陈述责任的归责原则规定为过错推定。<sup>⑥</sup>同时,《审计侵权规定》对会计师的主观过错形态的不同分别规定了不同的责任承担方式,即故意情况下承担连带赔偿责任,<sup>⑦</sup>而过失情况下

① 2019年《证券法》第163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、出具审计报告及其他鉴证报告、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。”

② 《若干规定》第23条规定:“证券承销商、证券上市推荐人对虚假陈述给投资人造成的损失承担赔偿责任。但有证据证明无过错的,应予免责。负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员对证券承销商、证券上市推荐人承担的赔偿责任负连带责任。其免责事由同前款规定。”

③ 《若干规定》第24条规定:“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述,给投资人造成损失的,就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的,应予免责。”

④ 《若干规定》第27条规定:“证券承销商、证券上市推荐人或者专业中介服务机构,知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述,而不予纠正或者不出具保留意见的,构成共同侵权,对投资人的损失承担连带责任。”

⑤ 《若干规定》第28条规定:“发行人、上市公司、证券承销商、证券上市推荐人负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员有下列情形之一的,应当认定为共同虚假陈述,分别与发行人、上市公司、证券承销商、证券上市推荐人对投资人的损失承担连带责任:(一)参与虚假陈述的;(二)知道或者应当知道虚假陈述而未明确表示反对的;(三)其他应当负有责任的情形。”

⑥ 《审计侵权规定》第4条第1款规定:“会计师事务所因在审计业务活动中对外出具不实报告给利害关系人造成损失的,应当承担侵权赔偿责任,但其能够证明自己没有过错的除外。”

⑦ 《审计侵权规定》第5条规定:“注册会计师在审计业务活动中存在下列情形之一,出具不实报告并给利害关系人造成损失的,应当认定会计师事务所与被审计单位承担连带赔偿责任:(一)与被审计单位恶意串通;(二)明知被审计单位对重要事项的财务会计处理与国家有关规定相抵触,而不予指明;(三)明知被审计单位的财务会计处理会直接损害利害关系人的利益,而予以隐瞒或者作不实报告;(四)明知被审计单位的财务会计处理会导致利害关系人产生重大误解,而不予指明;(五)明知被审计单位的会计报表的重要事项有不实的内容,而不予指明;(六)被审计单位示意其作不实报告,而不予拒绝。对被审计单位有前款第(二)至(五)项所列行为,注册会计师按照执业准则、规则应当知道的,人民法院应认定其明知。”

则根据过失大小确定其赔偿责任,<sup>①</sup>且规定过失情况下的赔偿为补充责任且以不实审计金额为赔偿上限。<sup>②</sup>

2020年《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《债券纪要》)要求将责任承担与过错程度相结合,中介机构对各自专业相关的业务事项应履行特别注意义务,而对其他业务事项应履行普通注意义务,并对债券欺诈发行、虚假陈述案件中受托管理人、<sup>③</sup>承销商、<sup>④</sup>债券服务机构<sup>⑤</sup>的过错认定分别作出了规定,并明确规定会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构的注意义务和应负责任范围限于各自的工作范围和专业领域,并区分故意、过失等不同情况分别确定责任。<sup>⑥</sup>

## 二、近年证券虚假陈述民事典型案例及中介机构责任承担情况

随着《证券法》历次修订不断压实中介机构责任,投资者在维权诉讼中也不断起诉要求中介机构对其损失承担连带责任。从2015~2019年上海法院证券虚假陈述责任纠纷案件审判情况来看,部分投资者选择将中介机构以及上市公司控股股东等

---

① 《审计侵权规定》第6条第1款规定:“会计师事务所在审计业务活动中因过失出具不实报告,并给利害关系人造成损失的,人民法院应当根据其过失大小确定其赔偿责任。”

② 《审计侵权规定》第10条规定:“人民法院根据本规定第六条确定会计师事务所承担与其过失程度相应的赔偿责任时,应按照下列情形处理:(一)应先由被审计单位赔偿利害关系人的损失。被审计单位的出资人虚假出资、不实出资或者抽逃出资,事后未补足,且依法强制执行被审计单位财产后仍不足以赔偿损失的,出资人应在虚假出资、不实出资或者抽逃出资数额范围内向利害关系人承担补充赔偿责任。(二)对被审计单位、出资人的财产依法强制执行后仍不足以赔偿损失的,由会计师事务所在其不实审计金额范围内承担相应的赔偿责任。(三)会计师事务所对一个或者多个利害关系人承担的赔偿责任应以不实审计金额为限。”

③ 《债券纪要》第25条规定:“受托管理人的赔偿责任。受托管理人未能勤勉尽责公正履行受托管理职责,损害债券持有人合法权益,债券持有人请求其承担相应赔偿责任的,人民法院应当予以支持。”

④ 《债券纪要》第29条规定:“债券承销机构的过错认定。债券承销机构存在下列行为之一,导致信息披露文件中的关于发行人偿付能力相关的重要内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,足以影响投资人对发行人偿债能力判断的,人民法院应当认定其存在过错:(1)协助发行人制作虚假、误导性信息,或者明知发行人存在上述行为而故意隐瞒的;(2)未按照合理性、必要性和重要性原则开展尽职调查,随意改变尽职调查工作计划或者不适当省略工作计划中规定的步骤;(3)故意隐瞒所知悉的有关发行人经营活动、财务状况、偿债能力和意愿等重大信息;(4)对信息披露文件中相关债券服务机构出具专业意见的重要内容已经产生了合理怀疑,但未进行审慎核查和必要的调查、复核工作;(5)其他严重违反规范性文件、执业规范和自律监管规则中关于尽职调查要求的行为。”

⑤ 《债券纪要》第31条第1款规定:“债券服务机构的过错认定。信息披露文件中关于发行人偿付能力的相关内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,足以影响投资人对发行人偿付能力的判断的,会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构不能证明其已经按照法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等规定的勤勉义务谨慎执业的,人民法院应当认定其存在过错。”

⑥ 《债券纪要》第31条第2款规定:“会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构的注意义务和应负责任范围,限于各自的工作范围和专业领域,其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,应当按照证券法及相关司法解释的规定,考量其是否尽到勤勉尽责义务,区分故意、过失等不同情况,分别确定其应当承担的法律责任。”

其他责任主体列为共同被告,要求其承担连带赔偿责任,个别案件中还出现投资者仅起诉中介机构的情况。可以预见,投资者在上市公司之外同时起诉中介机构将成为常态化。<sup>①</sup>但是,从近期几起证券虚假陈述案件的判决来看,司法实践对中介机构连带责任承担问题的观点和审判标准不一。

### (一)“大智慧案”

2016年7月中国证监会对上海大智慧股份有限公司(以下简称大智慧公司)及张某某、王某等15名责任人员作出行政处罚,认定其构成信息披露违法。而后,投资人起诉大智慧公司及立信会计师事务所(特殊普通合伙,以下简称立信所),要求其就证券虚假陈述事宜赔偿交易损失。上海市第一中级人民法院一审判决立信所以对投资人损失承担100%连带责任。<sup>②</sup>该案中,法院认为中国证监会行政处罚决定书认定立信所“在审计过程中对多个事项未执行必要的、进一步或充分适当的审计程序,存在多项违法事实”,因此“按照职业准则、规则应当知道大智慧公司2013年年报存在虚假陈述事实,却仍出具标准无保留意见的审计报告”,故直接根据《审计侵权若干规定》第5条第2款的规定,认为立信所构成“推定故意”。

### (二)“保千里案”

保千里电子公司向银信资产评估有限公司(以下简称银信评估)提供虚假意向性协议以虚增标的资产评估值,导致收购对象中达股份(后为江苏保千里视像科技集团股份有限公司,以下简称保千里公司)信息披露发生虚假记载。中国证监会分别于2017年和2018年对保千里公司和银信评估作出行政处罚。深圳市中级人民法院在其民事判决中认定银信评估公司对赔偿金额的30%部分承担补充赔偿责任。<sup>③</sup>首先,该案判决在论证过程上,认为《若干规定》第24条和1999年《证券法》均强调是中介机构对“其应负有责任的部分”而非全部连带责任,尽管2005年《证券法》修改后未再区分中介机构故意或过失情况,但《若干规定》作为司法解释并未修改,且判断中介机构的责任类型时应考量其过错性质,而不应一律认定一般连带责任;其次,法院比较了法学理论对按份责任、连带责任、补充责任的性质的认识,并参照适用最高人民法院法函[1998]13号“关于会计师事务所为企业出具虚假验资证明应如何承担责任问题”的复函中关于会计师事务所承担补充责任的规定,判决银信评估在赔偿金额

<sup>①</sup> 黄佩蕾:《2015~2019年上海法院证券虚假陈述责任纠纷案件审判情况通报》,载《上海法学研究》集刊(2020年第8卷,总第32卷)——上海金融法院文集。

<sup>②</sup> 上海市第一中级人民法院民事判决书,(2017)沪01民初943号。

<sup>③</sup> 广东省深圳市中级人民法院民事判决书,(2019)粤03民初1834号。

30% 部分承担补充责任。

### (三)“五洋债案”

五洋建设集团股份有限公司(以下简称五洋建设公司)在编制用于公开发行公司债券的 2012 年至 2014 年年度财务报表时,违反会计准则,将所承建工程项目应收账款和应付款项“对抵”,同时虚减企业应收账款和应付账款,导致上述年度少计提坏账准备、多计利润。通过以上方式,五洋建设公司在不具备公司债券公开发行条件的情况下,取得了中国证监会的公司债券公开发行审核许可。同时,五洋建设公司以同样的虚假财务文件向沪深交易所申请非公开发行债券,披露的募集说明书中财务报表数据虚增利润,存在虚假记载。中国证监会于 2018 年对其作出行政处罚,并于 2019 年对大信会计师事务所和德邦证券作出行政处罚。2020 年,杭州市中级人民法院受理五洋建设证券代表人诉讼案,并于 2020 年年底作出一审判决,德邦证券、大信会所就债务本息与发行人承担全额连带责任,锦天城律师事务所在 5% 范围内承担连带责任,大公评级公司在 10% 范围内承担连带责任,<sup>①</sup>该案二审维持原判。

### (四)“华泽钴镍案”

成都华泽钴镍材料股份有限公司(以下简称华泽钴镍公司)未在 2013 年年报、2014 年年报和 2015 年半年报中披露关联方非经营性占用资金及相关的关联交易情况。同时,还将无效票据入账,导致 2013 年年报、2014 年年报和 2015 年半年报存在虚假记载。中国证监会于 2018 年对其作出行政处罚,并对国信证券和瑞华会计师事务所作出行政处罚。成都市中级人民法院于 2019 年 12 月作出关于投资者索赔案的一审判决,国信证券被判在华泽钴镍公司赔偿义务的 40% 范围内承担连带责任,瑞华会计师事务所被判在华泽钴镍赔偿义务的 60% 范围内承担连带责任。<sup>②</sup> 2021 年 4 月,四川省高级人民法院作出终审判决,改判国信证券、瑞华会计师事务所就华泽钴镍公司赔偿责任承担 100% 的连带责任。<sup>③</sup> 本案二审法院认为,国信证券、瑞华会计师事务所对上市公司虚假陈述行为构成“知道或者应当知道”,构成共同侵权,故需承担 100% 连带责任。

### (五)“中安科案”

中安科股份有限公司(以下简称中安科公司)发行股份购买中恒汇志公司持有的中安消技术有限公司(以下简称中安消公司)100% 股权,中安消公司未及时提供真

<sup>①</sup> 浙江省杭州市中级人民法院民事判决书,(2020)浙 01 民初 1691 号。

<sup>②</sup> 四川省成都市中级人民法院民事判决书,(2019)川 01 民初 1626 号。

<sup>③</sup> 四川省高级人民法院民事判决书,(2020)川民终 293 号。

实、准确的盈利预测信息和虚增 2013 年营业收入(包括在项目难以继续履行的情况下未及时提供准确信息导致置入资产估值严重虚增、将不符合收入确认条件的项目确认收入等),导致中安科公司公开披露的重大资产重组文件存在误导性陈述、虚假记载。中国证监会于 2019 年对中安科公司和重组标的公司中安消公司、银信评估公司作出行政处罚。同年,上海金融法院作出民事判决,要求中安消公司、招商证券、瑞华会所对中安科的赔偿责任承担 100% 的连带责任。<sup>①</sup> 2021 年 5 月,上海市高级人民法院作出终审判决,其认为招商证券和瑞华会所的主观过错程度相对较轻,改判招商证券在中安科付款义务 25% 的范围内承担连带责任,瑞华会所在中安科付款义务 15% 的范围内承担连带责任。<sup>②</sup>

从上述五个典型案例可以看出,目前司法实践对中介机构证券虚假陈述民事责任的承担未形成较为统一的裁判标准和裁判思路,总体上呈现承担 100% 连带责任(一般连带责任)、比例连带责任、补充责任等几种不同的思路。但除“保千里案”等个别判例外,法院对于中介机构承担责任的说理部分都略显不足,部分判决甚至仅通过发行人披露文件存在虚假记载的事实,直接认定相关中介机构“显然未尽审核义务”,其中的推理逻辑过于简单。

### 三、中介机构不同责任承担形式的理论分析

#### (一)一般连带责任的理论分析

现行《民法典》“侵权责任编”对连带责任的规定中,与证券虚假陈述侵权可能相关的主要是第 1168 条规定的共同加害型侵权,<sup>③</sup>和第 1169 条规定的教唆帮助型侵权,<sup>④</sup>至于第 1171 条规定的连带责任型无意思联络多数人分别侵权<sup>⑤</sup>则很难在证券虚假陈述的场合发生。笔者在《从“华泽钴镍”案看证券虚假陈述民事案件必要共同被告的确定》<sup>⑥</sup>一文中曾指出,对于共同侵权行为中的“共同实施”不能仅理解为共同的

<sup>①</sup> 上海金融法院民事判决书,(2019)沪 74 民初 1049 号。

<sup>②</sup> 上海市高级人民法院民事判决书,(2020)沪民终 666 号。

<sup>③</sup> 《民法典》第 1168 条规定:“二人以上共同实施侵权行为,造成他人损害的,应当承担连带责任。”

<sup>④</sup> 《民法典》第 1169 条规定:“教唆、帮助他人实施侵权行为的,应当与行为人承担连带责任。”

<sup>⑤</sup> 《民法典》第 1171 条规定:“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害,每个人的侵权行为都足以造成全部损害的,行为人承担连带责任。”

<sup>⑥</sup> 参见秦政、胡波:《从“华泽钴镍”案看证券虚假陈述民事案件必要共同被告的确定》,载锦天城律师事务所官网 2021 年 6 月 29 日,<https://www.allbrightlaw.com/SH/CN/10475/4620cf15f145ef33.aspx>。

故意,对于共同过失、故意行为与过失行为相结合的情况,也应当认为是共同侵权。因此,在证券虚假陈述纠纷中,尽管中介机构对虚假陈述行为的发生所持的主观过错是过失,其仍可能与发行人、上市公司构成共同侵权。

但是,共同侵权与连带责任的适用范围并不完全重合,两者并不是一一对应的关系。<sup>①</sup> 尽管中介机构与发行人、上市公司构成共同侵权,但毕竟其对虚假陈述的主观过错可能仅为过失,即体现为未勤勉尽责,疏忽大意。中介机构受自身职责、能力、职权和精力所限,没有其他强有力的手段对发行人、上市公司及其实际控制人的行为加以规制,在发行人、上市公司及其实际控制人主导、实施证券虚假陈述的过程中,中介机构可能并不知情,甚至被动地受到欺骗从而导致出具存在虚假记载的报告等。因此,如果认为中介机构仅因与发行人、上市公司构成共同侵权,就应当对全部赔偿责任的100%承担连带责任,未免失之过重,正如“保千里案”的判决所指出的,从中介机构的工作特点和成本考量,为了保障中介机构能够充分适当履行职责,不应对其苛以过重乃至超出其职责范围的责任,而是需要保持一定的平衡。否则,动辄得咎必然会打破市场各方的责任边界,走向良好目的之反面,也不利于市场投资者的理性成长。<sup>②</sup>

因此,本文认为,尽管《证券法》第85条规定中介机构在证券虚假陈述中应当承担“连带责任”,但对此条规定不应机械理解为所有存在过错的中介机构在所有证券虚假陈述纠纷中均应当承担100%的连带责任。中介机构也许只存在轻微的过失,而且在很多证券虚假陈述案件中,发行人、上市公司往往存在若干项虚假陈述事项,而中介机构可能只对其中的少数事项负有责任,让其对投资者的全部损失承担责任,在法价值的衡量上难谓妥当。因此,应当区分中介机构主观过错形态、对损害后果的原因力大小等因素分别处理。就过错形态而言,对中介机构对证券虚假陈述行为的主观过错形态为故意的,即与发行人、上市公司恶意通谋,或明知发行人、上市公司的全部虚假陈述行为仍然出具存在虚假记载的报告,或故意教唆、帮助发行人、上市公司实施虚假陈述行为等情况的;就对损害后果的原因力而言,若中介机构的故意虚假陈述行为与全部损害后果均具有因果关系,则其应当对该损害后果承担100%的连带赔偿责任。至于主观过错形态为过失的,则须进一步区分重大过失和轻过失而分别处理,将在下文讨论。

## (二) 比例连带责任的理论分析

本文第二部分所介绍的典型案例中,部分法院判决中介机构就发行人、上市公司

<sup>①</sup> 黄薇主编:《中华人民共和国民法典侵权责任编释义》,法律出版社2020年版,第18页。

<sup>②</sup> 参见广东省深圳市中级人民法院民事判决书,(2019)粤03民初1834号。

所应承担赔偿责任的一定比例范围内承担连带责任,此种“比例连带责任”是我国证券领域司法实践对传统侵权理论的创新和发展,从形式上改变了连带责任“各债务人所负债务之全部性”的基本特征。在此意义上,比例连带责任的理论基础、适用情形、内部责任承担等值得进一步研究。

### 1. 比例连带责任的理论进路

传统侵权法在侵权责任是否成立的问题上,主要考察损害和行为之间的因果关系。就责任范围确定的问题,传统理论原则上只要成立因果关系,就应当对损害之全部进行赔偿。多数人侵权的情况下,只要责任成立,亦无须考虑责任范围的问题,所有加害人一律就全部损害对外承担连带责任,即“全有或全无”。如《德国民法典》第840条第1款<sup>①</sup>即如此规定,并对大陆法系国家产生了深远的影响。但是,随着社会生活关系的不断复杂化,这种传统理论一定程度上显得较为草率,在许多案型的处理上难以合理平衡相关利益,<sup>②</sup>在证券虚假陈述民事赔偿这种复杂案型上更是如此。我国司法实践中出现的“比例连带责任”,初衷即应对“全有或全无”模式的重大缺陷。

根据2019年《证券法》第85条和第163条的规定,中介机构承担的是“连带责任”,只是归责原则为过错推定。但是,中介机构承担“比例连带责任”,并不意味着相关判决违反了《证券法》的上述规定。在中介机构“比例连带责任”的理论基础或曰“法律依据”上,可以找到两条进路:

其一,基于证券虚假陈述案件事实的复杂性,在投资者起诉的某一起证券虚假陈述纠纷中,可能涉及多项、多类、多个阶段、多个数据的虚假陈述事实,而这些事实可以分割为独立的多个法律意义上的虚假陈述事实。只要这些事实均符合虚假陈述的构成要件和重大性的要求,就可以构成多个单独的侵权行为。发行人、上市公司基于其过错和因果关系,可能要对全部的虚假陈述事实负责,而中介机构因其工作范围、专业领域的不同,其特别注意义务和一般注意义务也不同,最终可能只对全部的虚假陈述事实中的一部分负责,并就其负有责任的这一部分虚假陈述事实,与发行人、上市公司承担连带责任,最终的表现形式,即以发行人、上市公司的赔偿义务为基数“按比例承担连带责任”。<sup>③</sup>

<sup>①</sup> 《德国民法典》第840条第1款规定:数人共同对某一侵权行为所产生的损害负有赔偿义务的,应作为连带债务人负其责任。

<sup>②</sup> 冯德淦:《比例责任在侵权法上的适用之检讨》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2020年第2期。

<sup>③</sup> 张会会、游晃:《“中安科案”评析:比例连带责任和前置程序的新理解》,载知乎专栏“天同律师事务所”2021年5月31日,<https://zhuanlan.zhihu.com/p/376846320>。

其二,从本文第一部分对《证券法》关于中介机构责任规定变迁的梳理中可以发现,1999年《证券法》第161条规定专业机构和人员“就其负有责任的部分承担连带责任”,《若干规定》第24条也据此进一步明确专业中介服务机构及其直接责任人承担相应部分赔偿责任,虽然《证券法》在后续修订中删除了中介机构承担部分连带责任的表述,但最高人民法院并未据此对《若干规定》进行修订,正如“保千里案”和“中安科案”判决所论述的那样,这说明连带责任并非仅限于全额连带赔偿,部分连带赔偿责任仍是法律、司法解释所认可的一种责任形式。中介机构在为发行人、上市公司提供服务时的注意义务和应负责任范围,应限于各自的工作范围和专业领域,相应地,应当考量其过错程度、造成投资者损失的原因力等因素,分别确定各中介机构应当承担的责任,而不应一律“全有或全无”。

## 2. 比例连带责任的适用情形

从前述对比例连带责任理论进路的分析可知,中介机构对证券虚假陈述是否承担比例连带责任,亦需要从其对损失后果的原因力大小和其主观过错两个角度进行分析。

首先,从其对损失后果的原因力上而言,如前所述,在发行人、上市公司存在多项、多类、多个阶段、多个数据的虚假陈述事实,依各中介机构工作范围、专业领域的不同,中介机构只应对其中的部分虚假陈述事实负有责任,这是中介机构按比例承担责任的前提,杨立新教授称之为“半叠加的侵权行为”,即有的行为人(发行人、上市公司)对损害结果具有100%的原因力,而有的行为人(中介机构)只对部分损害结果具有原因力的情况。<sup>①</sup>此种“半叠加的侵权行为”中只对部分损害结果具有原因力的行为人只应对与其行为具有因果关系的损害后果,与其他侵权人承担连带责任,即体现为“比例连带责任”。最高人民法院《关于审理环境侵权责任纠纷案件适用法律若干问题的解释》第3条第3款规定:“两个以上侵权人分别实施污染环境、破坏生态行为造成同一损害,部分侵权人的污染环境、破坏生态行为足以造成全部损害,部分侵权人的污染环境、破坏生态行为只造成部分损害,被侵权人根据民法典第一千一百七十一条规定请求足以造成全部损害的侵权人与其他侵权人就共同造成的损害部分承担连带责任,并对全部损害承担责任的,人民法院应予支持。”这一规定即在“半叠加的侵权行为”中部分侵权人承担“比例连带责任”的实例。

其次,就中介机构的主观过错形态而言,必须先回到中介机构过错的外在表现形式

---

<sup>①</sup> 杨立新、陶盈:《论分别侵权行为》,载《晋阳学刊》2014年第1期。

上来,即“违反勤勉尽责义务”,但中介机构如何“勤勉尽责”,一直以来都是理论和实务争议的焦点。如果认为发行文件存在虚假陈述,则为发行人、上市公司提供服务的所有中介机构均未勤勉尽责,显然过于严苛。正如“保千里案”判决所指出的那样,从中介机构的工作特点和成本考量,为了保障中介机构能够充分适当履行职责,不对中介机构苛以过重乃至超出其职责范围的注意义务,而是需要保持一定的平衡。美国《1933年证券法》第11节对中介机构注意义务的区分可供参考。由于发行人所披露的材料是由多方主体完成的,该法第11条将各主体分为专家和非专家两类,并将信息披露的内容分为三类:经专家制作或验证的内容、未经专家制作或验证的内容、权威官方内容。不同的主体,对不同的披露内容负有的注意义务是不同的,具体而言:

(1)“非专家”(如公司董事、高管等)可以合理信赖经专家制作或验证的内容(包括专家根据其权威制定的,或专家报告或评价书的副本或摘录内容)以及权威官方内容(根据有权威的公开官方文件或报告制定的内容)。

(2)“专家”对于经其他专家制作或验证的内容(如律师的法律意见书中引用的审计报告内容)只负有一般的注意义务,只需证明自己没有适当的理由相信,且确实不相信该部分内容含有实质性虚假陈述,即可免责。

(3)“非专家”对于不属于权威官方内容且未经专家制作或验证的内容,以及“专家”对于经自己制作或验证的内容,负有特别的注意义务,必须在经过适当调查后,具有适当的理由认为,并且确实认为,其中的陈述是真实完整的,不存在实质性虚假陈述。<sup>①</sup>

同时,该法第11节还规定了“适当调查”的标准,即理性人在管理自己的财产时

---

<sup>①</sup> 美国《1933年证券法》第11节规定:“……(b)尽管有第(a)小节的规定,但除发行人以外的其他人不应负有其中所规定的责任,而应坚持下述举证责任:……(3)(A)如果注册报告书的某一部分据说不是由一专家根据其权威制定的,不是某专家报告或评价书的副本或摘录,不是根据有权威的公开官方文件或报告制定的,则关于注册报告书的这一部分,他经过适当调查,在注册报告书生效时,有理由认为,并且确实认为,其中的陈述是真实的,且没有漏报按规定其中应报的或使其中的陈述不致被误解所必要的重大事实;(B)如果注册报告书的某一部分据说是根据其作为专家的权威而制定的,或是他本人(作为专家)的报告或评价书的副本或摘录,则关于注册报告书的这一部分:(i)经过适当调查后,在注册报告书生效时,他具有适当的理由认为,并且确实认为,其中的陈述是真实的,且没有漏报按规定应报或使其中的陈述不致被误解所必要的重要事实,或(ii)注册报告书的该部分未能公正地代表其作为专家的陈述、或不是其作为专家的报告或评价的完满的副本或摘录;(C)如果注册报告书的某一部分据说是由一专家(非他本人)根据其权威而制作,或是一专家(非他本人)的报告或评价书的副本或摘录,则关于注册报告书的这一部分,在生效时,他没有适当的理由认为,且确实不认为其中的陈述是不真实的或存在对规定其中应报或是使其陈述不致被误解所必要的重大事实的漏报,或注册报告书的该部分并未清楚地反映该专家的陈述,或并非该专家报告或评价书的完整的副本或摘录;(D)如果注册报告书的某一部分据说是一官方人士的报告,或是一公开的官方文件的副本或摘录,关于注册报告书的这一部分,在生效时,他没有适当的理由认为,且确实不认为,其中的陈述是不真实的,或存在对规定其中应报的或使其中的陈述不致被误解所必要的重大事实的漏报,或注册报告书该部分并未清楚地代表该官方人士的陈述或并非公开官方文件的完整的副本或摘录。”

所需要的标准。<sup>①</sup>

中国证监会在2019年3月颁布的《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第7条中首次规定:“证券服务机构及其相关执业人员应当对与本专业相关的业务事项履行特别注意义务,对其他业务事项履行普通注意义务,并承担相应法律责任。”最高人民法院紧随其后,于2019年6月颁布的《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》明确规定:“证券服务机构对会计、法律等各自专业相关的业务事项未履行特别注意义务,对其他业务事项未履行普通注意义务的,应当判令其承担相应法律责任。”之后,中国证监会在《科创板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》、《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》和2021年修订的《公司债券发行与交易管理办法》中,最高人民法院在《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中均有类似的规定。虽然截至目前,这些规定主要出现在科创板、创业板和公司债券领域,但随着后续其他各领域相关规则的修订和完善,中介机构勤勉尽责注意义务全面区分为特别注意义务和普通注意义务并承担相应法律责任已是大势所趋。

因此,中介机构虚假陈述民事责任的承担,应当取决于各自职责范围的划分,以此区分特别注意义务与普通注意义务。对中介机构在其自身职责范围内利用其专业知识独立发表的专业意见,应当履行特别注意义务。中介机构违反其特别注意义务的,在主观过错形态上表现为重大过失;若中介机构明知其发表的专业意见存在虚假陈述而不予纠正,则在主观过错形态上表现为故意。无论其违反特别注意义务的过错形态是故意还是重大过失,均应当与发行人、上市公司承担连带责任;再结合其过错与损害后果的原因力大小,构成故意或重大过失的中介机构,若其仅对部分损害后果具有因果关系,则应当就其负有责任的损害部分,与发行人、上市公司承担连带责任,即表现为比例连带责任;否则,若其对全部损害后果具有因果关系,则表现为一般连带责任(100%连带责任)。

### 3. 比例连带责任的内部责任划分

根据上文的分析,我们可以得出一个基本的结论,即中介机构承担所谓“比例连带责任”,并不意味着这一“比例”是连带债务人内部责任划分的承担比例。从“半叠加的侵权行为”的模型来看,各连带侵权人应当对其原因力重合部分的损害后果承担

---

<sup>①</sup> 美国《1933年证券法》第11节规定:“(c)在为本节第(b)小节第(3)段目的而决定什么是构成令人信服的综合调查和正当理由的标准时,合理标准应当是理性人在管理自己的财产时所需要的标准。”

连带责任,不重合的部分则由某一侵权人单独承担责任。“比例连带责任”之“比例”,实质上体现为重合部分的损害后果的占整个损害后果的比例,而非某个侵权人应当实际承担责任的比。因此,就原因力重合部分的损害后果,各连带责任人内部,仍应按连带责任内部追偿的规定进行内部责任的划分,经过二次划分后的责任比例,才是各连带责任人的内部追偿比例。<sup>①</sup>

就各连带责任人内部责任划分的比例,原则上应当依据《民法典》第519条的规定进行划分,对难以划分的,视为份额相同。<sup>②</sup>此处的难点在于,实际承担债务超过自己份额的中介机构,应当向哪些主体追偿呢?发行人、上市公司通常对损害后果承担100%的责任,故其显然应当是被追偿主体;其他被法院判决对损害后果承担100%责任的主体,由于对原因力重合部分负有责任,亦应被列为追偿主体;较难认定的是,如各中介机构均承担比例连带责任的前提下,各中介机构之间能否互相追偿?囿于篇幅,本文难以对此问题深入展开讨论。本文认为,一般情况下,各中介机构由于只对自己专业范围内的故意或重大过失行为承担责任,故一般不能相互追偿;而在不同中介机构对损害后果的同一部分均负有责任、某中介机构应当对损害后果承担100%的连带责任等例外情况下,实际承担债务超过自己份额的中介机构仍有向其他中介机构追偿的空间。

《全国法院民商事审判工作会议纪要》第74条规定,法院在对金融消费者权益保护纠纷案件的审理中,可以在判决发行人、销售者对金融消费者承担连带赔偿责任的同时,明确发行人、销售者在实际承担了赔偿责任后,有权向责任方追偿其应当承担的赔偿份额。这一规定在考虑投资者利益保护的前提下,又兼顾了明晰各方责任、减少诉累,值得在同样通常存在多方责任主体的证据虚假陈述纠纷案件中予以参考。

### (三) 补充责任的理论分析

#### 1. 补充责任的理论进路

在证券发行、信息披露过程中,需要各中介机构之间的配合与协同,各中介机构的工作往往存在交叉部分。某一中介机构在对其他中介机构已经出具的专业报告进

---

<sup>①</sup> 尤杨、赵之涵:《证券实务参取:按比例连带责任如何内部追偿?——兼评中安科证券虚假陈述案》,载汉坤律师事务所官网2021年6月4日, <https://www.hankunlaw.com/newsAndInsights/lawDetail.html?id=2c91af0879699b750179f8fd58180363>。

<sup>②</sup> 《民法典》第519条规定:“连带债务人之间的份额难以确定的,视为份额相同。实际承担债务超过自己份额的连带债务人,有权就超出部分在其他连带债务人未履行的份额范围内向其追偿,并相应地享有债权人的权利,但是不得损害债权人的利益。其他连带债务人对债权人的抗辩,可以向该债务人主张。被追偿的连带债务人不能履行其应分担份额的,其他连带债务人应当在相应范围内按比例分担。”

行引用时,需要履行普通注意义务,即当其他中介机构出具的意见明显缺乏依据或作为普通人亦可发现其明显不合理性时仍进行引用的,构成普通注意义务的违反。<sup>①</sup> 而从主观过错形态的角度,与中介机构违反特别注意义务构成故意或重大过失相区分,若中介机构仅违反普通注意义务,仅构成轻过失。

我国《民法典》分别在第1198、1201条确立了第三人侵权情况下,安全保障义务人以及教育机构应当承担补充责任的规则。原最高人民法院党组成员、二级大法官孙华璞认为,在导致损害事实发生的众多事实中,并非所有的事实都与损害结果之间存在因果关系。只有那些与损害结果在时间、空间上距离最近,或者对损害结果的发生起有效作用的原因,才是损害发生的真正原因。因此,承担补充责任的行为人的过错行为不是“与损害后果发生最近的原因”,<sup>②</sup>往往是出于保护受害人合法权益的需要,使对损害结果负有轻微过失,或负有一定安全保障义务的当事人承担的一种责任。而在证券虚假陈述纠纷中,违反普通注意义务的中介机构是由于不当引用了其他中介机构的专业报告,此时“与损害后果发生最近的原因”是其他中介机构违反其自身特别注意义务的行为。如律师出具法律意见书时,以会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构出具的存有虚假陈述的报告作为依据的情况下,其虽然违反了普通注意义务,但与损害后果更直接相关的其他中介机构才是造成损害后果的主要原因。因此,若要求仅违反普通注意义务、仅负轻过失的律师事务所与发行人、其他中介机构承担连带责任,显属不公。从有利于保护受害人的角度出发,让其在相应范围内承担补充责任,不仅与其过错程度更相适应,也与补充责任的价值功能相适应。

从补充责任的性质来看,其主要解决的是多数人侵权中部分责任人轻微过失不作为与其他责任人故意或重大过失相结合的赔偿责任分配问题;从责任形态看,其是在不真正连带责任基础上分离出来的,在责任体系的逻辑结构中,仍然是连带责任的一种。<sup>③</sup> 因此,司法实践中“保千里案”等一些案件判决部分中介机构承担补充赔偿责任,亦并不违反《证券法》关于中介机构承担连带责任的相关规定。

## 2. 补充责任的适用情形

与比例连带责任的适用情形类似,补充责任的适用仍然需要考虑主观过错形态和原因力大小两个方面的因素。

① 张文越:《科创板中介机构勤勉尽责责任研究——基于注意义务之区分》,载《浙江金融》2019年第10期。

② 孙华璞:《关于补充责任问题的思考》,载《人民司法(应用)》2018年第1期。

③ 孙华璞:《关于补充责任问题的思考》,载《人民司法(应用)》2018年第1期。

就主观过错形态而言,基于前述分析,相关中介机构只因违反普通注意义务而存在轻过失。就对损害后果的原因力大小而言,若中介机构的轻过失与全部损害后果均存在因果关系,则应就全部损害后果承担补充责任;若中介机构的轻过失只与部分损害后果存在因果关系,则应就其负有责任的部分损害后果,承担相应的补充责任。

### 3. 补充责任人的追偿权

既然中介机构承担补充责任的前提是其违反普通注意义务,即其错误引用了其他中介机构出具的存在虚假陈述的报告。因此,发行人、上市公司和其他出具虚假报告的中介机构才是造成损害的直接责任人,而补充责任人仅因其轻过失而承担责任,其承担补充责任后应当享有向其他责任人追偿的权利。《民法典》规定安全保障义务人承担补充责任后,享有对第三人追偿的权利。对证券虚假陈述纠纷中承担补充责任的中介机构,亦应享有相应的追偿权。

#### (四) 债券虚假陈述纠纷相关中介机构责任的特殊性

债券与股票虽然同为证券,但在法律性质、投资逻辑等方面与股票截然不同,因此债券虚假陈述也与股票虚假陈述案件在某些方面存在质的不同。2020年7月最高人民法院《债券纪要》对债券欺诈发行和虚假陈述的民事责任作出了相关规定,但遗憾的是,《债券纪要》的起草者并没有意识到债券虚假陈述与股票虚假陈述的不同,以致部分规定加重了中介机构的责任。

首先,《债券纪要》未区分债券违约损失与虚假陈述的侵权损失。债券的违约损失是假定发行人依约履行还本付息义务的情况下投资者所获利益与发行人发生违约后投资者所获兑付之间的差额;而债券虚假陈述的侵权损失则是假定不存在虚假陈述情况下投资者所获利益与存在虚假陈述情况下投资者现实所拥有利益之间的差额。此二者并非等同、对应的关系,在法律关系、损失认定、因果关系、归责原则上均不相同,但《债券纪要》创造性地规定以全部未偿本息(违约损失)作为发行人虚假陈述损失赔偿责任的计算依据,混淆了两种损失的不同性质,进而要求中介机构按侵权责任的名义对发行人的违约承担连带责任,更为失当。

其次,违约的债券亦存在一定的价值。债券并非违约后其价值就归零,相反其仍然存在一定的市场价值。2019年,沪深交易所、中国证券登记结算有限公司先后发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》,为已违约的债券提供转让结算服务,2020年《人民银行、发展改革委、证监会关于公司信用类债券违约处置有关

事宜的通知》也提出,鼓励市场机构为违约债券提供多元化的报价或估值服务。这些规定都说明违约的债券亦存在市场价值,且在一定条件下可以依法转让,也进一步说明以全部未偿本息作为虚假陈述侵权损失的不合理性。

再次,并非全部损失均与虚假陈述之间存在因果关系。债券违约通常是由多方面原因造成的,除虚假陈述造成投资者对发行人偿债能力错误预判之外,宏观经济形势、发行人的基本面等多种因素均可能对其偿债能力产生影响。<sup>①</sup>在股票虚假陈述纠纷案件中,发行人尚可提出系统风险等抗辩以剔除其他因素对投资者损失的影响,但债券虚假陈述纠纷则由于《债券纪要》规定的损失计算方式,实际上无法剔除其他因素的影响。

最后,从中介机构在债券发行中的工作性质来看,除受托管理人外,大部分债券服务机构均主要服务于债券发行阶段,律师事务所、会计师事务所仅就债券发行时发行人的相关情况出具法律意见、审计报告。但某些债券违约与发行完毕之后发行人或其他主体违法违规行为存在因果关系,如在“五洋债案”中发行人及实际控制人违规占款,甚至非法挪用募集资金、职务侵占等违法犯罪行为毫无疑问会对发行人的偿债能力造成严重影响,这一行为发生时,律师事务所、会计师事务所的工作早已完成,但依《债券纪要》,其仍然需要对发行人的违约承担连带责任。

综上所述,债券虚假陈述侵权与债券违约存在不同的归责逻辑,如果不加区分而适用相同的赔偿方式,则债券诉讼可能成为“变相刚兑”的机制。在这样的机制下,同样是债券违约,如果存在虚假陈述,则投资者可以得到某种程度上的“刚性兑付”;而如果发行人诚实经营,只是由于市场化原因造成违约,则投资者必须“买者自负”。<sup>②</sup>长此以往,债券市场投资的基本逻辑和市场环境均会遭受破坏。

#### 四、结 论

综上所述,证券虚假陈述民事赔偿中,中介机构的责任应当从其主观过错形态和对损害后果的原因力大小两方面予以考量。对违反特别注意义务,主观过错为故意或重大过失的,若其对全部损失具有因果关系,则应承担一般连带责任(100%连带责任);若其仅对部分损失具有因果关系,则应就其负有责任的部分,按比例承担部分连

<sup>①</sup> 缪因知:《债券违约案频发 中介机构该担何责》,载《经济观察报》2021年1月11日,第23版。

<sup>②</sup> 缪因知:《债券违约案频发 中介机构该担何责》,载《经济观察报》2021年1月11日,第23版。

带责任。对违反普通注意义务,主观过错为轻过失的,若其对全部损失具有因果关系,则在全部损失范围内承担补充责任;若其对部分损失具有因果关系,则在该部分损失范围内承担补充责任。上述结论可体现为表 1。

表 1 中介机构责任形式列举

| 类别          | 故意     | 重大过失   | 轻过失    |
|-------------|--------|--------|--------|
| 对全部损失具有因果关系 | 一般连带责任 | 一般连带责任 | 补充责任   |
| 对部分损失具有因果关系 | 比例连带责任 | 比例连带责任 | 部分补充责任 |

此外,在债券虚假陈述纠纷中,还须区分虚假陈述侵权损失与债券违约损失的不同。仅应在虚假陈述侵权损失范围内,考量中介机构的主观过错形态和对损害后果的原因力大小,确定其应当承担的责任。

本文写作时,适逢中办、国办联合印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》,该意见明确提出,要健全证券民事赔偿制度,抓紧推进证券纠纷代表人诉讼制度实施,并修订已适用了近 20 年的《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》。本文以中介机构责任为视角,结合司法实践中的典型案例,对证券虚假陈述纠纷中的各类连带责任的理论进路、适用情形、内部追偿等问题逐项剖析,厘清各种责任形式的适用条件,以期助推证券虚假陈述民事赔偿制度之完善。