

证券服务机构虚假陈述赔偿责任的 实证分析与要件回归

陆 瑶* 吴 弘**

摘 要:证券服务机构虚假陈述的赔偿责任面临现行立法形态各异、司法实践趋严适用等问题。对判决的推演过程予以实证分析,构建可资检验的论证准则,以期免于主观法感情的恣意。此类虚假陈述属于无意思联络的数人侵权,风险责任的分配应当与最终责任的承担相适应。在各种责任形态中,部分连带责任最为合理,立法变迁与司法实践亦对此有所回应。责任边际的划分标准依赖于责任要件的具体判定。主体要件应与主体责任相切割。精细化把握不同机构的虚假陈述行为,方能聚焦于客观要件来判定行为责任。一方面,事实因果关系不明的情况下往往采取比例因果关系作为法律责任的控制机制;另一方面,此类案件多涉及抽象轻过失,对于非专家部分的一般注意义务不应过苛。根据信息距离理论可以横向比较各机构的不同责任标准。要件化进路有助于提升社会总效益和保护中小投资者的双重目标达成。

关键词:证券服务机构 虚假陈述赔偿责任 实证分析 要件化 部分连带责任

作为资本市场的重要参与主体,证券服务机构扮演着“看门人”的关键角色。但是“看门人”并非“守门员”。正如再健康的人也会生病,一个健全的市场并不等于绝对的、静止的秩序,富有活力的市场主体之间难免发生摩擦乃至纠纷。相对完善的制度框架作为市场的“免疫系统”,将在偶发的虚假陈述等违法行为面前发挥防御作用。

* 华东政法大学经济法专业2020级硕士研究生。

** 华东政法大学经济法学院教授、博士研究生导师,中国银行法学研究会副会长、上海市法学会金融法研究会会长。

证券服务机构的虚假陈述民事责任正是资本市场“免疫系统”的重要一环。

目前,证券服务机构虚假陈述的民事赔偿责任尚未得到类型化和规则化。在代表人诉讼闸门已然开启的背景之下,由于现行立法形态各异、司法实践趋严适用、责任边际划分不明,服务机构面对来自司法机关的个案责任测试,往往被课以全部损失的连带责任,进而寻求二审与再审程序寻求救济,诉讼进程旷日持久、常拖不决。执业风险厌恶取向被进一步放大,部分机构甚至可能在事前进行逆向选择,导致证券市场信息披露质量难以提升,损及市场整体利益。

一、证券服务机构虚假陈述赔偿责任存在的问题

一方面,我国法律法规未对“证券服务机构”这一概念进行明确的周延性规定。《证券法》第十章专章规定了证券服务机构。和历史版本纵向比较,^①2019年修订后的《证券法》第160条单列出会计师事务所、律师事务所这两类机构,并且更加注重服务场景化的设置,通过列举对证券服务机构的外延进行了半开放式的规定。另一方面,我国学者往往将保荐人与证券服务机构合并称为“证券中介机构”。^②此概念未见于我国现行法。综观近年有关立法,最高人民法院曾在2003年的司法解释中提出过与之近似的“专业中介服务机构”概念,同时列举了会计师事务所、律师事务所、资产评估机构三类机构。2020年的《公司信用类债券信息披露管理办法》使用的则是“中介机构”的概念,于第34条将其两分为债券承销机构与信用评级机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介机构。综上所述,使用“证券服务机构”专以指代保荐人与承销商之外的会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等从事证券服务活动的机构,似更妥帖。

虚假陈述民事责任条款趋严适用的支持者认为,通过赋予投资者更多的索赔依据,证券服务机构面临民事诉讼的概率剧增,并且由于举证责任、证明标准等诉讼法的规定,败诉可能性大,可以降低投资者的受损风险,提振投资者的市场信心。然而,加大民事责任条款的力度,放手让拥有力量加成的投资者向中介机构发起博弈,在提防机构的道德风险的同时亦有矫枉过正的可能。^③虚假陈述在立法层面的含混以及

^① 《证券法》(2014年修正版本)第169条规定,投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所从事证券服务业务,必须经国务院证券监督管理机构和有关主管部门批准。

^② 参见刘志云、史欣媛:《论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位》,载《现代法学》2017年第4期。

^③ 参见何海锋、李晔:《新证券法如何强化中介机构的“看门人”责任》,载《银行家》2020年第4期。

在司法层面的激进,同时向各个市场主体释放着信号,其中既包括普通投资者在投资乃至索赔时对主体责任的过度倚重,也包括会计、法律、资信评级等证券服务机构的执业风控。有研究表明处罚过苛于审计质量无利,反而会导致审计人的过度退出。^①过高的民事责任亦如此。

(一) 现行立法的梳理

关于证券服务机构虚假陈述的民事赔偿责任,现行法对于同一问题呈现条文之间互相抵牾、效力等级参差不齐的状态。自改革开放以来,我国证券市场建设方兴未艾。在市场经济初创阶段,由于缺乏制度资源,立法和司法条件难免存在局限;制定部门各有不同,立法理念亦未能同一传承。现以颁布时间为线索,归纳现行有效的证券服务机构虚假陈述的主要规定如表1所示。

表1 证券服务机构虚假陈述赔偿责任的立法现状

颁布时间	文件名称	发布部门	效力级别	条款要点
2003年 1月9日	《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《2003年若干规定》)	最高人民法院	司法解释	第6条:受理的前置条件 第18、19条:因果关系推定 第24条:过错推定 第27条:共同侵权责任
2007年 6月11日	《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(以下简称《2007年若干规定》)	最高人民法院	司法解释	第6条:会计师事务所承担与其过失程度相应的赔偿责任 第10条:会计师事务所承担有限的补充责任
2019年 12月28日	《证券法》	全国人大常委会	法律	第163条:证券服务机构虚假陈述的连带责任+过错推定责任
2020年 7月15日	《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》)	最高人民法院	司法解释 性质文件	第31条:债券服务机构的过错认定 第32条:债券服务机构的责任追偿

^① 参见王兵、李晶、苏文兵、唐逸凡:《行政处罚能改进审计质量吗?——基于中国证监会处罚的证据》,载《会计研究》2011年第12期。

续表

颁布时间	文件名称	发布部门	效力级别	条款要点
2020年 12月25日	《公司信用类债券信息披露管理办法》 (以下简称《管理办法》)	中国人民 银行、国家 发改委、 中国证监会	部门规范 性文件	第34条:中介机构对于债券募集说明书虚假陈述的不同标准 第35条:中介机构应当制作并保存底稿

(二) 司法实践的转向

最高人民法院《关于人民法院登记立案若干问题的规定》(以下简称《立案规定》)自2015年开始实施。符合《民事诉讼法》第119条起诉条件的,自此皆属人民法院受理民事诉讼的范围。2015年,最高人民法院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》(以下简称《商事审判规定》)进一步明确该立案登记司法解释在证券市场的适用,监管部门的行政处罚和生效的刑事判决不再作为虚假陈述行为所引发的民事赔偿案件的受理条件。但在投资人以《关于人民法院登记立案若干问题的规定》和上述《立案规定》《商事审判规定》为依据提起的再审案件中,最高人民法院均坚持《2003年若干规定》仍然有效,在其未被废止或者修订之前,一审、二审法院适用其规定,裁定驳回起诉,于法有据,并无不当。^①

实际上,虚假陈述是一类广泛存在的侵权类型,具备证券法和侵权行为法作为审判依据的“双峰”。法院应根据侵权责任的构成要件,对双方当事人提供的证据进行充分审查,在认定事实基础上作出公正裁判,不复考虑其他前置条件。而证券虚假陈述案件的司法行政化特点,至今犹存。各地审判思路尤其是关于虚假陈述受理条件的判定并不统一。部分法院仍然适用《2003年若干规定》关于前置程序的规定;部分法院有所松动,对具备行政处罚事先告知书的案件予以立案受理;部分法院则不再以行政处罚措施为案件受理的屏障。

为贯彻立案登记制的司法改革措施,越来越多的法院在立案阶段体现了对证券虚假陈述纠纷立案前置程序的放松趋势,但进入实体审理阶段之后,法院仍过度依赖于中国证监会或其派出机构作出的行政处罚决定以最终确定相关主体的民事责任。实际上,此类问题应由法院依照经验法则结合全案证据加以认定,属于法之判断,而非事实问题。^②目前,有法院意识到基于证券违法案件的行政处罚和证券虚假陈述民事赔偿所保护的法律利益、构成要件及实体法律依据均为不同,并对上市公司董事的

^① 戴某某、锐奇控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,(2018)最高法民申3428号民事裁定书。

^② 参见王泽鉴:《侵权行为》(第3版),北京大学出版社2016年版,第243页。

连带责任问题进行说理,^①更有少数法院在并无行政处罚的情况下,对证券服务机构虚假陈述赔偿责任的判定迈出了第一步尝试。不妨暂且搁置这一做法与《2003年若干规定》第6条相左的合法性问题,其判定思路的合理性值得作为司法实践的最新动向而进一步深入探析。以2018年的上海大智慧公司、立信会计师事务所与曹某某等虚假陈述案(以下简称“大智慧案”),2019年的李某某与成都华泽钴镍材料公司、国信证券虚假陈述案(以下简称“华泽钴镍案”),2020年的王某等诉五洋建设、陈某某、德邦证券、大信会计师事务所、上海市锦天城律师事务所、大公国际资信评估等证券虚假陈述案(以下简称“五洋案”),2021年的许某某、崔某某等与江苏保千里公司、银信资产评估公司证券虚假陈述案(以下简称“银信案”),李某某、周某某诉中安科公司、招商证券、瑞华会计师虚假陈述案(以下简称“中安科案”)等典型案例为样本,对法院公开披露的判断因素及推论过程进行实证分析,在归纳和评析中构建较为客观的论证准则,方得免于主观法感情的支配。

二、证券服务机构虚假陈述赔偿责任性质的辨析

回归侵权行为理论有助于适应经济发展和价值变迁,调适被害人权益保护与加害人行为自由之间的张力。若一切皆从被害人角度出发,对侵害其任意权益的一切损害皆有赔偿,如此这般加害人将严重受限,行为自由动辄得咎,将难以预估其行为所生损害赔偿范围,势必阻碍市场经济的运行秩序。此外,之所以要通过作为商事特别法的证券法来规制虚假陈述这类特殊侵权案件,是因为在证券发行及交易过程中,发行人与投资者之间存在天然的信息不对称,投资者处于明显的信息和议价弱勢地位,无法适用基于平等主体之间交易预设的一般民事侵权法律予以处理。唯有实际议价,才可能发生溢价。因此,信息披露是证券法的理论核心,要通过保护投资者尤其是中小投资者的知情权来缓解双方信息压差问题,使价格机制得以在资本市场持续发挥作用。虚假陈述正是对于信息披露的背离。虚假陈述责任的核心是负有

^① 在喻某某与江苏保千里视像科技股份有限公司、庄某证券虚假陈述责任纠纷案件中,深圳市中级人民法院认为,民事侵权责任构成要件中损害他人利益的过错与行政处罚责任构成要件中违反管理秩序的过错,虽有关联但并不完全相同。受到相关行政机关的行政处罚,并不必然导致或者推定其在民事纠纷中存在过错并承担相应的民事赔偿责任。法院认定,在该案中,童某某等七名被告作为涉案上市公司的董事,就公司重大资产重组事项进行决策时未能发现评估公司评估结论依据了部分虚假协议,导致公司发生虚假陈述行为并被行政处罚,但是综合全案情况,不应认定其对案涉虚假陈述民事侵权行为具有过错,因此对涉案上市公司的涉案债务不承担连带赔偿责任。

法定的信息披露义务并违反之。将以上两个视角相结合可以对证券服务机构虚假陈述赔偿责任的法律性质分不同层次予以把握。

(一) 无意思联络的数人侵权: 风险责任与最终责任

证券服务机构虚假陈述的侵权形态多为《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)第1172条(原《侵权责任法》第12条)所指向的无意思联络数人侵权。在此种情况下,证券服务机构出于过失而实施的虚假陈述行为相耦合,而非意思联络,导致了损害后果的发生。若每一位侵权行为人的加害部分均无法确定,理应视为共同侵权。但是令并无过错联系的共同致害行为人承担连带责任,等于将其视为共同侵权,似有不妥。^①此种状况不宜直接套用完全连带责任,而应予以更加深入的理论分析和价值判断,确定更加合理的责任承担方式。

数人侵权的责任形态可分为最终责任和风险责任。第三人所遭损失在多个加害人之间予以分配,由此而生的内部责任是各加害人的最终责任份额。不同的责任承担方式或致众加害人对受害人承担的外部责任与应当承担的最终责任有所出入,二者之差即风险责任。加害人本无最终负担这部分责任的法定义务,却承受了因其他加害人无法承担该部分责任而发生的风险。若风险责任远远大于最终责任,一旦其他加害人丧失了赔偿能力,追偿权的行使没有意义,该加害人所背负的大部分赔偿责任并非其本人所导致,这与私法中的自我答责理论不相契合确定责任方式的核心之所在就是风险责任的适度分配,既要避免风险被不公平地转嫁到遭受损失的投资者身上,又要让作为赔偿义务人之一的证券服务机构所承担的风险责任与最终责任之间的比例相对合理,最终责任相对较小的机构不会因其细微过失而被科以过重的风险责任。^②一方面,发行人是信息的源头和第一顺位的赔偿义务人;另一方面,证券服务机构声誉担保机制的作用空间在递减。证券服务行业的高度集中化使发行人难以通过标准严格、信誉良好的证券服务机构来向投资者释放积极信号。鉴于上述原因,美国司法实践对“一刀切”的连带责任形态予以改造,采用“门槛”与“深度”的双重限制规则。根据赔偿义务人的最终责任边际来设定连带责任的下限“门槛”,若最终责任的比例小于门槛值,仅就最终责任份额承担责任;反之,该赔偿义务人将被纳

^① 参见杨立新:《侵权法论》(第3版),人民法院出版社2005年版,第635页。

^② 参见彭真明:《论会计师事务所不实财务报告的民事责任——兼评上海大智慧公司与曹某某等证券虚假陈述责任纠纷案》,载《法学评论》2020年第1期。

人连带责任人的范围之内,但其所承担的连带责任范围受“深度规则”保护。^①这一域外实践以各赔偿义务人的最终责任为标尺,给连带责任形态设置准入阈值,给连带责任范围设置边际上限,使原因力相对较强、过错程度相对较大、最终责任份额相对更高的赔偿义务人来承受连带责任形态中所蕴含的更高的风险责任。

当发行人与证券服务机构具有实施虚假陈述行为的意思联络时,属于共同侵权而均应承担连带责任,已无疑义。若机构只存在较轻的过失,则依据《民法典》第1172条(原《侵权责任法》第12条)对其信用重叠的部分损失承担责任。

(二)部分连带责任:立法变迁与司法回应

我国早在1998年的《证券法》中就有关于部分连带赔偿责任的明确规定,即“专业机构和人员,应就其负有责任的部分承担连带责任”。在此基础上的《2003年若干规定》第24条承继了该法关于部分连带责任的规定。2004年修正的《证券法》仍旧沿袭。然而,2005年修订后的《证券法》第173条删去了“部分”的表述,持续至今。

对此,立法前沿和司法实践已然出现转向。2020年颁布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》虽未在实体方面重提部分连带责任,但提出了“责任承担与侵权行为及其主观过错程度相匹配”的观点,从最高人民法院的视角重申了这条回归的思路。然而,司法对此回应各异。在“大智慧案”中,法院虽判令大智慧公司和会计师事务所共同承担连带责任,但搁置了内部责任具体划分的问题,称其不属于本案的审理范围。^②因为会计师事务所作出的虚假陈述行为对大智慧公司的股价影响幅度难以评估量化,法院便直接将二者的行为“打包”,或曰“拟制”为一个整体,对外部的投资者统一承担连带赔偿责任,至于内部责任的分摊比例,因不影响“整体”对外应承担的责任范围,故不属于案件审理范围。这种思路纯粹从填平外部损失、消弭社会影响的角度出发,没有考虑最终责任与风险责任的分配,结果可能适得其反。^③最高人民法院再审时承认《2007年若干规定》按照审计业务活动中的过错程度不同,对会计师事务所责任承担形式进行了区分,但指出《证券法》第173条只是笼统地规定了连带责任,没有进一步区分故意或者过失。同一事项的法律渊源存在抵牾之时,最高人民法院采取最为保守的解释进路,完全舍弃效力等级较低的《2007年若干规定》,只要证

^① 例如,美国明尼苏达州规定,最终责任份额15%以内的赔偿义务人所承担的连带责任范围不超过其责任份额的4倍,若最终责任份额在15%~35%,连带责任范围不超过其责任份额的2倍。

^② 上海市高级人民法院民事判决书,(2018)沪民终147号。

^③ 本案先后经历一审、二审、再审,时间跨度近5年。二审和再审均维持原判。

券服务机构不能证明其无过错,无论过错程度几何,一律对全部损失承担连带责任。^①实际上《2003年若干规定》《2007年若干规定》使法院有权在查明案情的前提上对证券服务机构的最终责任划定明确界限,《证券法》尚存可观的解释空间,法院不必也不应拒绝裁判。^②与此相对照,在“银信案”中,银信公司辩称该条应采取目的性限缩的法律解释方法,适用范围仅限于证券服务机构故意或者推定故意的场合。法院默认了这一主张。尽管《2003年若干规定》第24条规定与《证券法》(2019年修订)第163条之间的关系始终存疑,但《2007年若干规定》立法意旨与《2003年若干规定》一脉相承。根据该司法解释,不仅对会计师事务所审计业务中故意和过失侵权造成利害关系人损失的赔偿责任作出了不同规定,而且比《2003年若干规定》更明确地列举规定了认定故意和过失的不同情形。考虑证券服务机构的业务活动具有同质性,其他机构可以参照上述会计师事务所审计业务的司法解释,如果中介机构承担连带赔偿责任,主观上需要有与发行人或者上市公司恶意串通等知道或应当知道的故意,才构成共同侵权。而在过失的情况下,人民法院应根据其过失的大小确定其赔偿责任。深圳市中级人民法院以考察相关法律规定的沿革背景为主要方法对该条文进行了体系解释和历史解释,最终认为判断中介机构的责任类型时应考量其过错性质,才符合立法意旨。^③

不同于“大智慧案”中的避而不谈,法院在“银信案”中进一步讨论了证券服务机构赔偿责任的性质和范围。补充责任既强调了共同责任中多个责任主体的主从顺位,也反映了多个责任主体之间过错性质和程度的不同。从实践看,补充责任人要么与主责任人之间存在某种法律上的监督管理或利益支配关系,要么对主责任人的债务不履行行为具有一定的过错。最高人民法院曾在司法解释性质的文件里指出,在民事责任的承担上,应当先由债务人负责清偿,不足部分,再由会计师事务所在其证明资金的范围内承担赔偿责任。会计师事务所出具虚假验资报告存在过错,对虚假验资企业对外债务清偿不足部分,要求验资会计师事务所在其“证明资金的范围内”承担赔偿责任。此时会计师事务所承担的是有限的补充责任。因资信评估公司与会计师事务所的同质性,在评估过程中存在过失的资信评估机构也应当被认定为补充责任人,对投资者承担过错补充赔偿责任。深圳市中级人民法院最终得出的这一结

① 最高人民法院民事判决书,(2019)最高法民申2372号。

② 参见彭真明:《论会计师事务所不实财务报告的民事责任——兼评上海大智慧公司与曹某某等证券虚假陈述责任纠纷案》,载《法学评论》2020年第1期。

③ 深圳市中级人民法院民事判决书,(2020)粤03民初4238~4249号。

论显然与部分连带责任有所偏离。原因在于其仅仅援引一个司法解释性质的文件作为推论的大前提,忽视了《证券法》《2007年若干规定》等其他现行立法,且未提供假设的得出过程。

(三) 责任范围之边界:划分标准与要件判定

证券服务机构责任范围划分存在多种标准。域外实践中,欧洲学界曾提出根据证券服务机构收取的佣金,以及发行人市值规模来限制服务机构赔偿范围的构想。^①在“银信案”中,就评估报告对发行人未来收入预测误差、对股价和投资者损失的影响比例,被告提出了“虚增估值占比”标准,即基于行政处罚决定认定的事实,存在造假的合同对应虚增的保千里电子公司估值与整个公司估值的比例。评估报告对保千里电子公司未来收入预测误差、对保千里公司股价和投资者损失的影响比例不超过10%,故其只应在不超过10%范围内承担补充赔偿责任。而法院则是综合考量银信公司行为的过错程度、虚增估值占比、对市场的影响及其与原告所遭受损失的因果关系等因素,在虚增估值占比之外加入了过错、因果关系等侵权责任要件,实质上以“造假合同的数量占比”为标准行使自由裁量权,酌定证券服务机构在原告损失30%的部分承担补充赔偿责任。在数人行为与损害发生均存在关联时,受害人和法院通常会把目光投射到赔偿能力充足、与损害具备某种因果关系的人身上。^②无论选择“虚增估值占比”“造假合同的数量占比”“佣金与市值占比”还是其他不一而足的标准,责任边界几何,最终仍要回归责任要件的判定。

三、主体责任与行为责任的取舍

(一) 主体要件与主体责任的理论化分割

在创业板改革进程中,最高人民法院在《关于为创业板改革并试点注册制提供司法保障的若干意见》等司法解释中区分不同阶段信息披露的不同要求,厘清不同责任主体对信息披露的责任边界,意欲通过强调证券民事责任来依法提高市场主体违法违规成本。之所以从责任主体出发,立法初衷在于强化各证券中介机构的责任意识,督促其勤勉尽责。但是,主体责任一旦过分扩张,将引起因果关系认定的技术性瑕

^① See Stephanie M. Spel, *Capping Auditor Liability: Unsuitable Fiscal Policy in Our Current Financial Crisis*, 4 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 323 (2010).

^② 参见杨立新:《侵权责任追偿权的“背锅”理论及法律关系展开——对〈民法典〉规定的侵权责任追偿权规则的整理》,载《求是学刊》2021年第1期。

疵,有可能诱发投资者虚幻的安全感,激励轻率的投资交易。^① 虚假陈述的集团诉讼容许了滚雪球般的聚合索赔请求,将司法判决延伸到每一个涉案投资者身上,执法不尽精确和区分程度差的问题同时被放大。^②

场景化的主体应当对应差异化的责任标准,我国现行法在制度供给层面通过修订《证券法》、出台司法解释等手段初步完成了场景化的勾勒,而将后半场的差异化留给证券民商事案件审理的司法实践,放手各地方法院在个案法律适用中逐渐摸索“责任标准差异化”的应有之义。以要件为抓手,以责任为绳索,将上述相互独立的、离散化的各个主体视个案情况进行打包和捆绑。

(二) 虚假陈述行为的精细化把握

有学者认为虚假陈述囊括了证券市场上的所有违法行为。^③ 在此种语境下,举凡重要信息的失真和遗漏,皆属虚假陈述。主体身份对应着不同义务,而实际行为产生了法律责任。应当从主体身份定责的简单逻辑,转向客观行为责任的精细分析,实现合理问责、精准追责。根据2020年颁布的《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》,各证券服务机构从事的具体证券服务行为如表2所示。

表2 证券服务机构从事的具体证券服务行为

证券服务机构种类	具体证券服务行为
会计师事务所	(1) 为证券的发行、上市、挂牌、交易等证券业务活动制作、出具财务报表审计报告、内部控制审计报告、内部控制鉴证报告、验资报告、盈利预测审核报告,以及中国证监会和国务院有关主管部门规定的其他文件; (2) 为证券公司及其资产管理产品制作、出具财务报表审计报告、内部控制审计报告、内部控制鉴证报告、验资报告、盈利预测审核报告,以及中国证监会和国务院有关主管部门规定的其他文件
律师事务所	为首次公开发行股票、存托凭证及上市等证券活动制作、出具法律意见书
资产评估机构	(1) 为证券发行、上市、挂牌、交易的主体及其控制的主体、并购标的等制作、出具资产评估报告,以及中国证监会和国务院有关主管部门规定的其他文件; (2) 为证券公司及其资产管理产品制作、出具资产评估报告,以及中国证监会和国务院有关主管部门规定的其他文件

^① 参见郭雳:《证券欺诈法律责任的边界》,载《中外法学》2010年第4期。

^② 参见耿利航:《美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象》,载《法商研究》2011年第5期。

^③ 参见朱锦清:《证券法学》(第4版),北京大学出版社2019年版,第190页。

续表

证券服务机构种类	具体证券服务行为
资信评级机构	为中国证监会规定的评级对象制作、出具资信评级报告及提供相关评级服务
财务顾问机构	为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、分拆、股份回购、激励事项等对上市公司股权结构、资产和负债、收入和利润等具有重大影响的相关事项提供方案设计、出具专业意见等
信息技术系统服务机构	(1)重要信息系统的开发、测试、集成及测评; (2)重要信息系统的运维及日常安全管理

四、因果关系与过错要件的衡平

根据侵权行为法的思考层次,应先判断因果关系,再认定有无过失。前者属于事实要件,若侵害行为与权利受损之间无因果关系,则无讨论过失之必要。过错要件构造的层次性不足,量化空间不大,因此实践中一般将其转化为对因果关系强弱的探究。^①《2003年若干规定》明确了虚假陈述案件中的因果关系推定,只要在规定时间内买卖证券,因果关系即告成立,但允许被告提供反证来进行反驳。尽管法律完成了举证责任的倒置分配,但因果关系要件仍有必要予以分析。同理,《债券纪要》中明确提出“将责任承担与过错程度相结合”,但结合的方式有待进一步在实践中予以解释。

(一)事实因果关系不明与比例因果关系

我国因果关系理论采英美法通说,分为事实因果关系与法律因果关系两个阶段,二者的判断遵循先后次序。第一层次的事实因果关系(factual causation)采用“若无,则不”的认定检验方式,如果没有侵权行为,则不会有此结果。其功能在于将造成某种结果无关的事物予以过滤。第二层次的法律因果关系(legal cause)主要考虑可预见性,具有法律上归责的机能,旨在合理移转因侵权行为所生的损害,属于价值判断。证券服务机构虚假陈述案件中,第二层级的可预见性往往较直观,专门从事证券服务活动的各服务机构掌握了比普通投资者多得多的信息量,执业规范的约束与执业经验的加成使机构对于虚假陈述行为所能导致的损害乃至其所蕴含的执业风险均有着较高水平的认知,且其专业性使之具备充分能力对此种风险予以控制。因此,第一层级的事实因果关系成为考察重点。

所谓事实因果关系不明的侵权,意指穷尽现有取证技术也无法确定行为是否为

^① 参见叶金强:《相当因果关系理论的展开》,载《中国法学》2008年第1期。

特定损害的条件。此时转而以因果关系的客观存在性被可能性替代,淡化具体因果关系的证明标准。^① 比例责任使原告只要成功证明了侵权行为引发了 X% 的损害或者侵权行为对损害结果施加了 X% 的风险系数,便可主张加害人负担 X% 的损害赔偿赔偿责任,^②最终责任份额得以与其造成的损害比例大致相等。^③ 以往对于事实因果关系不明的研究往往聚焦于医疗、产品责任等领域,而忽略了证券纠纷民事责任之场合。发行人欺诈发行、证券服务机构虚假陈述等一系列风险因素均增加了损失发生的概率,共同造成了确定的投资损失,这属于事实因果关系不明的侵权纠纷,本应按照因果关系的比例来进行责任配比,救济受害人的损失并适当兼顾加害人针对责任承担的公平性需求。但是,虚假陈述案件中的因果关系推定使作为被告的证券服务机构承担起无因果关系的举证责任。因果关系要件的证成由法律推定,但无因果关系的证成却是“全无”的认定,证券服务机构极难从这一要件入手。

但这并不意味着比例因果关系在事实关系不明的虚假陈述案件中毫无用武之地。反过来想,若法院判决某证券服务机构对发行人应负的民事责任在 5% 范围内承担连带责任,则意味着其认为若该证券服务机构未实施虚假陈述行为,总体损失将相应缩减 5%。或者说,若该机构出具的文件内不存在虚假陈述,则持有总涉案额 5% 体量证券的投资者将作出相反的投资决定。对这种模糊的概率问题,此时的 5% 实为法院在一定程度上采取比例因果关系理论而人为划定的界限。究竟责任边界几何,要看法官自由心证的合理程度。此时因果关系的比例数值应被视为法院综观多种因素而作出的法律评价,其中最关键的考察因素是过错和损害。得出的结论与其认为是事实认定,毋宁说是法院对比例因果关系的一种“制造”。^④

为避免因果循环,牵连永无止境,必须确定条件之扩张界限。因果关系不仅是技术性的,更是一种法律政策之工具,乃侵权行为损害赔偿赔偿责任归属之法的价值判断。^⑤ 近期判决结果中呈现的“按比例连带责任”,在体现责任范围的精细化之余,尚有待充分考虑精细化划定的前提究竟为何。在“五洋案”中,法院通过一系列判决确认了原告资产管理公司和自然人投资者对发行人分别享有的债权,所有债权数额加总及其本息即发行人欺诈发行的民事赔偿责任范围。法院施加于不同证券服务机构之上

① 参见吴国喆:《事实因果关系不明侵权中比例因果关系的确定》,载《法学家》2020 年第 2 期。

② 参见刘媛媛:《无意思联络数人侵权比例责任之适用》,载《西南政法大学学报》2018 年第 3 期。

③ 参见王竹:《侵权责任法疑难问题专题研究》,中国人民大学出版社 2012 年版,第 153 页。

④ 参见吴国喆:《事实因果关系不明侵权中比例因果关系的确定》,载《法学家》2020 年第 2 期。

⑤ 参见王泽鉴:《侵权行为》(第 3 版),北京大学出版社 2016 年版,第 246 页。

的具体比例数字,不能仅被视为自由裁量权的行使,更是法院在个案中对于各证券服务机构与损害结果之间关系的判定。将因果关系视为单摆之链条,责任范围便是摆线围绕轴心旋转所扫过的面积总和。因果关系是关键的责任控制机制,应予以重视。

(二)抽象轻过失:非专家部分的一般注意义务之解释

对公开文件真实性负责的主体可分为五类:发行人、发行人的内部人、承销人(包括保荐人)、发行人的控制人、证券服务机构。除发行人负无过错责任外,其余四类人均承担过错责任。原告对构成要件承担证明责任,被告对免责事由承担证明责任。过错不是过错推定的构成要件,无过错是过错推定的免责事由,故而中介服务机构若能证明不存在过错,则免除责任。

证券服务机构虚假陈述案件中多涉及过失的主观归责问题。民法中的过失可分为重大过失和轻过失。后者进一步分为两类:一类是具体轻过失,指未按照管理自己事务的标准去管理他人事务,呈现因人而异的主观样态;另一类是抽象轻过失,即未尽到交易上必要注意义务,采取的是所涉交易领域的一般客观标准。侵权行为的过失指抽象轻过失,即欠缺善良管理人的注意义务,将加害人的现实行为以善良管理人(理性人)在同一情况下的当为行为来考量。加害人行为低于注意标准时,为有过失。此处借助类型化的客观归责,将行为人之职业、危害的严重性、被害法益的轻重与防范危害的成本^①作为善良管理人注意义务(或勤勉义务)的主要判断因素。在过错推定将过错要件的举证责任转移给证券服务机构的情况下,机构需要通过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来摆脱过错要件。具体而言,证券服务机构应对专家部分履行特别注意义务,对非专家部分履行普通注意义务。在过错判定标准已然明晰的当下,如何在个案中解释和适用此种标准成为问题的核心。

在专家部分,证券服务机构欲尽到勤勉义务,须就该部分进行主动、全面调查,充分运用专业知识,落实核查各项数据,在调查核实的基础上有合乎情理的理由相信发行人的公开是真实、准确、完整的。合乎情理的标准指一个谨慎的成年人在管理自己的财产时应尽的注意义务和应有的勤勉(due diligence)。若证券服务机构自身对尽职调查业务制定了内部标准,则应遵循该标准从事业务活动。行业标准与业务规则的遵循是证券服务机构是否尽职的关键。此类行政处罚案例对于证券中介机构未勤

^① 对于过失进行经济分析,典型例子是汉德公式(Learned Hand Formula of negligence)。See United States v. Carroll Towing Co., 159 F.2d 169 (1947).

勤勉尽责的认定与司法认定基本一致,可以互参。^①

相对专家部分,非专家部分的一般注意义务的解释空间相对更大。在“五洋案”中,杭州市中级人民法院认为锦天城律所、大公国际虽对非专家部分的财务数据仅负有一般注意义务,但应当对其中可能涉及债券发行条件、重大资产变化等数据给予关注和提示。^② 该种思路似将非专家部分以及一般注意义务进一步二分,对与发行有着重要影响的非专家部分,须达到“关注和提示”的程度方履行了较高层次的一般注意义务。何为对发行有着重要影响,何为重大债权债务、重大资产变化,依然保留了较大的解释空间,且有拔高一般注意义务标准之嫌。

域外司法实践对于侵权责任的主观要件认定标准趋于宽松。东南融通被做空后迅速垮台,投资者起诉德勤会计师事务所作为该公司的审计人未尽到应有的职业关注和职业怀疑,未能发现相关异常信号。但是纽约南区联邦法院认为审计师已经有过相关努力,如根据市场舆情与客户进行了沟通、建议客户启动独立调查程序。从事后的角度观察,至多只能说明如果德勤会计师事务所执行了更有效的审计程序,发现欺诈行为的可能性会更大。但基于成本效益分析而没有对客户的收入予以函证等行为并不违反审计准则,主观上只是疏忽或懒惰从而被审计对象欺骗,而非放任或有意无视。只有审计师未能真诚或理性地(genuinely or reasonably)相信自己表达的意见,才构成不合理的意见。我国最新审判动向亦如是。上海市高级人民法院在“中安科案”的二审改判,大幅调整了一审法院对券商和会计师事务所对全部损失承担连带责任的认定,判决招商证券对发行人付款义务在25%的范围内承担连带责任,瑞华会计师事务所的连带责任范围则被限缩至15%。对此,券商和会计师事务所表示服判,不再申请再审监督程序。判决书的说理部分虽未叙明调减证券服务机构的逻辑,但对部分连带责任形态和适度的责任比例划定之认同可见一斑。

(三) 信息距离理论在过错要件判定中的运用

由于可归责于机构的原因,信息披露存在瑕疵并导致了投资者的误判,因而机构应当担责。然而,作为信息源头的发行人亦是虚假陈述开启的源头,只可能发行人有责而机构无责,不可能发行人无责而机构有责。机构在非独立输出信息的同时独立输出了信用,^③此种信息和信用的错配进一步引发责任划定的问题。

^① 如中国证监会[2019]62号、[2019]36号、[2018]115号行政处罚决定书等。

^② 杭州市中级人民法院民事判决书,(2020)浙01民初1691号。

^③ 参见缪因知:《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》,载《财经法学》2021年第2期。

经济人假设意指决策者知晓其自身利益,并在给定的可支配信息基础上以理性的方式最大化其自身利益。信息弥散在整个证券市场当中,“收集”起来十分困难。由于获取信息需要付出时间成本与金钱代价,投资者也可以选择性地放弃了解信息或者不去思考细节,即所谓的理性疏忽。^① 作为有限理性的表现形式,理性疏忽客观存在且造成了一定的信息不对称,但因其内生于有限理性人而无法克服,法律并不对其进行调整。在理性疏忽之外,若投资者持有的信息因被发行人或证券服务机构操纵而有所缺漏,由之作出的投资决策未及掌握全部事实所作出的决定明智,所造成的投资损失应由机构承担赔偿责任。

证券法的立法目的是保护投资者,具体而言是保护投资者的知情权。为此,证券法以证券的发行和交易行为作为主要规范内容,以信息公开作为主要规范手段。投资者在信息占有上的公平是以公开为基础的。信息是证券交易的根本前提,证券法的立法目的就是创设一个公平占有信息的制度。根据信息经济学理论,信息距离的决定因素有三:信息的编码程度、抽象水平与接收方的知识基础。^② 在证券市场中,信息距离主要体现于证券服务机构与初始信息源(发行人)之间和投资者与证券中介机构之间。证券中介机构投入知识编码和抽象方面的劳动量越多,信息的创新成本越高。^③ 博伊索特(Boisot)认为,编码和抽象通过去除了冗余数据,实现数据处理集约,缩短信息与投资者的距离,由此证券服务机构将信息推向了市场上的投资者。^④ 证券服务机构作为一类中介机构,在证券交易活动中扮演了信息中转节点的关键角色。在证券服务机构虚假陈述纠纷的语境下,为了厘清不同机构过错判定的差异化标准,应当重点考虑第一种信息距离。与发行人之间的信息距离影响证券服务机构接受并使用各类信息的可能性与转入成本,该可能性与信息距离成反比,转入成本与信息距离成正比。

(四) 证券服务机构责任标准的横向比较

考虑各证券服务机构的差异化分工,因此勤勉义务的认定即过错的判定标准也应当差异化,且该标准上的差异化正是源于具体证券服务业务。据此,可以绘制证券

^① 参见[美]托马西:《市场是公平的》,孙逸凡译,上海社会科学院出版社2016年版,第138页。

^② 王浣尘对信息距离的经典定义是“信息状态转移距离(DIT)是其转移概率倒数的对数值”。因本文只涉及信息距离的定性分析,故而只抓取了三个决定因子,未严格按照该定义进行定量研究。

^③ 参见纪慧生、陆强:《知识交易与知识定价模型研究》,载《华东理工大学学报(社会科学版)》2010年第1期。

^④ 参见[英]马克斯·H.博伊索特:《知识资产——在信息经济中赢得竞争优势》,张群群译,上海人民出版社2005年版,第69页。

服务活动中信息距离的评价矩阵。

深圳市中级人民法院在“银信案”参照《2007年若干规定》第6、10条,判令银信公司应就其负有责任的部分承担赔偿责任,其参照适用的理由为“虽然会计师事务所审计业务和评估业务侧重有所不同,相应判断会计师执行职务时谨慎注意义务的侧重也应有所不同,但没有本质区别”,但其未能叙明各证券服务机构之间为何实质相似乃至可以参照最高人民法院关于会计师事务所的司法解释到涉案资产评估公司之上。《2007年若干规定》并非判决的法律依据,但在法院说理部分中占据了主要部分。法院采用的法律方法名为“参照”,实为类推,未经说明理由直接将会计师事务所与资产评估公司的民事侵权赔偿责任相混同,似有不妥。

与之相比较,“华泽钴镍案”的处理似更妥帖。成都市中级人民法院围绕着“权责相一致”的原则,提出承担责任的范围应当与其主观过错程度相匹配,并尝试在共同侵权中分别评价各证券服务机构的主观过错程度。由于会计师事务所负责财务审计工作,理应对发行人的财务异常通过审计手段及时发现并披露,因此其勤勉尽责义务较证券公司更高,属于特别注意义务而非一般注意义务。^①该判决突破了以往“一刀切”的裁判思路,展示出横向比较思维。该院实质采用了信息距离理论,认为会计师事务所与发行人的财务异常这一信息的距离要短于证券公司,其采集、分析该信息的能力更强,充分理解并向市场传递该信息的可能性更大,因此该信息落入会计师事务所的勤勉义务的射程范围之内。一旦其未充分把握信息优势,出现虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,则是对勤勉义务的违反,从而存在主观过错。其他服务机构不仅间隔财务信息的距离更远,而且可以必须遵循的业务准则少于会计师。如律师通常被认为应当创新性地提出新的法律安排。相较而言,律师的声誉资本功能也低于会计师。比如,安然事件爆发后,律所受到的波及较小一些。^②

五、服务机构虚假陈述赔偿责任边界的要件化进阶

2021年5月,成立不久的北京金融法院将蓝石资产诉兴业银行、利安达会计师事务所、联合资信、辽宁知本律师事务所证券虚假陈述责任纠纷案作为“1号案件”,正

^① 成都市中级人民法院民事判决书,(2019)川01民初2202号。

^② 参见[美]乔纳森·梅西:《声誉至死:重构华尔街的金融信用体系》,汤光华译,中国人民大学出版社2015年版,第26页。

式开庭审理。^① 这是我国各地审判实践的一个缩影,反映出虚假陈述责任纠纷的普遍性和重大性。随着我国证券市场不断完善,虚假陈述的诉讼浪潮势不可当,证券服务机构的虚假陈述赔偿责任作为此类案件的核心争议焦点,亟待划归理论框架,明晰分析进路,得到更为合理和妥善的解决。

回顾以往,通常是出于审判成本和执法成本外部化的驱动,司法机关和行政机关倾向于在相关文件中对市场主体课以不必要的社会责任,使审判思路与道德倡议相混合,不利于指引各级人民法院法律适用之目的的实现。经济学在抽象层面指出,自利既不好也不坏。它是适者生存的结果,源于分工合作的需要。在健全的法律和监管体系下,通过激励利益最大化、竞争和创新行为,中性的欲望可以成为创新和经济增长的引擎。然而,如果没有适当的制度和监管约束,中性的欲望将退化为寻租、腐败和犯罪。市场不仅依赖参与者的利己主义,还要求他们具有建立信任的重要能力,因为没有什么比纯粹的自私自利更能腐蚀信任的了。^② 当然,我们也不必走向另一个极端,变成纯粹的利他主义者。市场本身就是竞争与合作的艺术,两者之间总是保持着微妙的平衡。保护投资者尤其是中小投资者是政策和法律的行动目标,而不会成为证券服务机构等市场主体的内生动力,法律等亦不必将此种社会公益价值目标强行施加于证券服务机构之上,以矫正之名改变机构的行为决策。谨防虚假陈述类诉讼成为刚性兑付机制,而大大提高市场主体特别是中小微企业、民营企业、初创企业的融资成本,破坏我国正在进行的营商环境建设。服务机构虚假陈述赔偿责任的划定体现了边际思维,通过精细的增量调整,实现每个个案中各机构责任承担的合理边际变动(marginal change),基本进路正是回归侵权责任的要件化。损害行为、损害后果、因果关系和过错作为侵权法理论的四大要件,支撑起证券法律法规的法律解释方法和具体法律适用,引导当事人及更多的市场主体理性看待证券市场民事赔偿问题,从主体责任转向行为责任,从连带责任转向部分连带责任,从等量齐观的责任标准转向差异化的过错判定。当制度环境的构建相对完善时,这些机构便能在法定框架内实现自身利益的最大化,同时达成社会总效益的最大化和中小投资者的保护。

^① 《北京金融法院组成7人合议庭公开开庭审理“1号案”》,载北京金融法院网2021年5月25日,<https://bjfc.bjcourt.gov.cn/cac/1621989021428.html>。

^② 参见[法]让·梯若尔:《共同利益经济学》,张昕竹译,商务印书馆2020年版,第13页。