



大成 DENTONS

DENTONS
CHINA

「大成 30 周年所庆文集」

证券虚假陈述中介机构 民事责任认定研究

大成律师事务所

课题
主持人



邹志强
高级合伙人

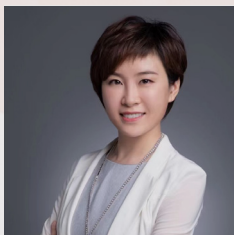
地点：大成上海
专业领域：争议解决、公司与并购、
银行与金融、不动产与建设工程



姚蔚薇
合伙人

地点：大成上海
专业领域：争议解决、银行与金融、
资本市场、公司与并购

课题
参与者



尹一航
合伙人（备案中）

地点：大成上海
专业领域：争议解决、银行与金融、
财富管理、资本市场



杨勇超
律师

地点：大成上海
专业领域：争议解决、公司与并购、
银行与金融、资本市场

CONTENTS

前言	001
第一章 证券中介机构虚假陈述民事责任相关规定及代表性案例	003
(一) 中介机构虚假陈述民事责任核心规定的制度发展	005
(二) 中介机构赔偿责任案例分析	008
第二章 证券虚假陈述证券中介机构责任认定基本问题	019
(一) 中介机构虚假陈述行为表现形式	021
(二) 民事诉讼程序相关问题	021
(三) 虚假陈述行为重大性判断标准	024
(四) 中介机构虚假陈述责任因果关系认定规则	025
(五) 中介机构虚假陈述责任归责原则	027
第三章 证券中介机构民事责任边界分析	029
(一) 证券中介机构类型及职责范围	031
(二) 一般注意义务与特别注意义务的职责区分	035
(三) 证券虚假陈述纠纷项下中介机构的责任形态	037
(四) 发行人及中介机构间虚假陈述民事责任的划分	039
第四章 中介机构民事责任风险防范实务建议	041
(一) 中介机构民事责任纠纷的抗辩思路	043
(二) 避免中介机构责任风险实务建议	044
结语	047

前言

近年来，证券虚假陈述中证券中介机构¹责任承担的案件明显增多，尤其在“五洋债”“中安科”“康美药业”等证券虚假陈述案件中，法院判决中介机构在一定比例内与发行人承担连带责任更是引发公众的关注与讨论。由于证券市场中虚假陈述的侵权主体的复杂性和侵权行为的多样性，不同侵权主体之间如何划分和承担证券虚假陈述的侵权责任仍然是一个颇具争议的焦点问题。尤其是涉及中介机构在证券虚假陈述侵权中承担比例连带责任的法理基础，各中介服务机构职责边界和责任范围如何划分，中介机构承担责任后能否向最终责任人发行人或者其他故意实施证券虚假陈述的行为人追偿等问题，亟待深入研究与思考。中介机构作为证券市场的“看门人”，在资本市场中有着不可替代的重要地位。在全面推行证券发行从核准制向注册制转变的背景下，厘清中介机构在证券虚假陈述纠纷中的职责边界、过错标准，有助于促使中介机构审慎履行“看门人”职责，减少虚假陈述损害赔偿责任的发生。

2022年1月21日，最高人民法院颁布并施行《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，以下简称“新《虚假陈述司法解释》”），新《虚假陈述司法解释》系2003年发布实施的《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》（以下简称“原《虚假陈述司法解释》”）的首次修订，对压实中介机构责任、加强投资者保护等具有重要意义。本文立足于新《虚假陈述司法解释》的重要内容，结合司法实践对相关问题的现有研究，对中介机构证券虚假陈述民事责任认定焦点问题进行研究。

¹ 本文所指证券中介范围为《证券法》规定的包括保荐机构、承销机构及会计师事务所、律师事务所、资信评级机构、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构。

第一章

证券中介机构虚假陈述民事责任 相关规定及代表性案例

一、中介机构虚假陈述民事责任核心规定的制度发展

证券虚假陈述,是指信息披露义务人违反证券法规定,在证券发行或交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。证券中介机构,即指证券公司及证券服务机构,我国《证券法》规定的证券中介服务机构包括会计师事务所、律师事务所、保荐机构、投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构等。根据《证券

1. 《证券法》的演变及过错推定责任的确定

我国关于虚假陈述中介机构责任的规定最早见于1998年的《证券法》,其第161条规定:证券服务机构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。

2005年《证券法》对原《证券法》的相关规定进行了修改,其第69条及第173条规定:证券中介机构制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资人造成损失的,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。

2019年最新修订的《证券法》第85条、第163条依然沿用了2005年《证券法》的表述。

法》的规定,此类主体在证券虚假陈述案件中承担民事责任的法律规则相同。

证券中介机构的虚假陈述赔偿责任主要集中在《证券法》及最高人民法院司法解释、最高人民法院会议纪要等法律和文件中,纵观演变过程可以发现,相关部门对中介机构虚假陈述责任的规则经历着力度逐渐从严、追责日趋合理的过程,具体总结如下:

2019年最新修订的《证券法》第9条取消核准制,明确规定公开发行证券由国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册,通过顶层制度设计,全面确立了证券发行注册制。

结合上述演变可知,《证券法》确定了较为严格的过错推定归责原则,并未明确区分故意和过失的情况,证券中介机构制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏时,需举证证明自己并无过错,如不能证明,就推定其有过错,证券中介机构则需要承担侵权损害赔偿责任²。此外,《证券法》在建立并实施注册制的同时对中介机构提出新的要求,从而压实了中介服务机构的“看门人”责任。

2. 最高人民法院司法解释区分故意和过失的主观状态

最高人民法院2003年发布的原《虚假陈述司法解释》中规定了中介机构证券虚假陈述赔偿责任,第23条:“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”。

第24条:“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法的规定存在虚假陈述,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”。

第27条:“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”。

最高人民法院2007年发布的《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《会计师事务所侵权司法解释》)中对会计师虚假陈述赔偿责任做出相应规定,第5条:“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”。

第6条:“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”。

最高人民法院2022年发布的新《虚假陈述司法解释》第13条中对《证券法》第85条、第163条所称的过错,进行了明确表述,即:“(一)行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件,或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布;(二)行为人严重违反注意义务,对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。”

最高人民法院相关司法解释在衔接《证券法》的适用过程中,对笼统的连带责任规范添加了主观过错的考量,区分了故意和过失的处理情形,使得中介机构损害赔偿责任的认定更为合理。

² 参见聂小晶《证券虚假陈述纠纷中证券中介机构的民事赔偿责任》,发表于“浩天法律评论”公众号,2021年6月22日。

3. 最高人民法院会议纪要对过责相当原则的考量

最高人民法院 2019 年印发的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(简称:《九民纪要》)第六部分指出:“会议认为,《最高人民法院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》施行以来,证券市场的发展出现了新的情况,证券虚假陈述纠纷案件的审理对司法能力提出了更高的要求。在案件审理过程中,对于需要借助其他学科领域的专业知识进行职业判断的问题,要充分发挥专家证人的作用,使得案件的事实认定符合证券市场的基本常识和普遍认知或者认可的经验法则,责任承担与侵权行为及其主观过错程度相匹配,在切实维护投资者合法权益的同时,通过民事责任追究实现震慑违法的功能,维护公开、公平、公正的资本市场秩序。”

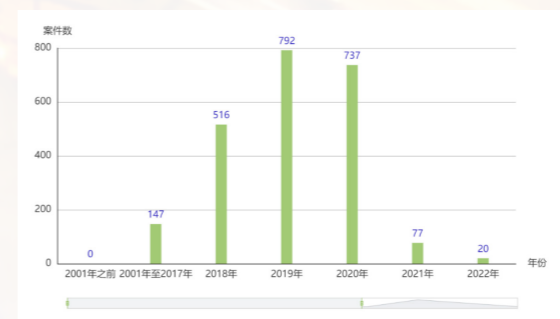
最高人民法院 2020 年印发的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(简称:《债券会议纪要》)第 31 条指出:“会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构的注意义务和应负责任范围,限于各自的工作范围和专业领域,其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,应当按照证券法及相关司法解释的规定,考量其是否尽到勤勉尽责义务,区分故意、过失等不同情况,分别确定其应当承担的法律责任。”

最高人民法院相关座谈会议纪要在区分主观过错的基础上,合理考虑了中介机构的勤勉尽责义务,体现追责原则的不断合理化。

(二) 中介机构赔偿责任案例分析

1. 中介机构承担虚假陈述赔偿责任案件总况

笔者通过威科先行法律信息库,检索到中介机构作为被告的证券虚假陈述损害赔偿判决书共 2312 份³,案件裁判数量在 2019 年之前呈迅速增长趋势,在 2020 年之后增速开始下降,具体如下图:



结合上图可知,中介机构作为被告的证券虚假陈述赔偿案件,裁判于 2001 年至 2017 年的案件共 147 份,裁判于 2018 年的案件共 516 份,裁判于 2019 年的案件共 792 份。2020 年虽为现行《证券法》的实行元年,但受新冠疫情影响,加之 2020 年最高人民法院发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(法释〔2020〕5 号,简称《代表人诉讼若干规定》),促使“一案一立”逐渐转变为代表人诉讼,致使案件数量增速有所下降。

笔者结合上述判决及公开信息整理发现,中介机构作为被告的案件中,人民法院最终认定中介机构承担虚假陈述损害赔偿责任的案件共 14 例⁴,具体信息详见下表:

³ 检索方式为案由“证券虚假陈述责任纠纷”,加关键词“中介”,加文书类型“判决书”,2312 起案件包含不同投资人针对相同责任主体提起的案件。

⁴ 结合最高人民法院司法大数据平台、中国裁判文书网、威科先行、中国知网及各公众号平台专业文章,检索时间截止至 2022 年 10 月 13 日。不同投资人针对相同责任主体提起的案件按 1 例进行统计。

序号	裁判日期	案件名称及案号	中介机构类型	行政处罚	责任比例
1	2022.9.28	“亚太药业”案 (未查询到裁判文书)	会计师事务所	有	100%
2	2022.6.21 2021.12.9 2021.9.22	“五洋债”案 (2021) 最高法民申 372 号 (2021) 最高法民申 7613 号 (2021) 浙民终 389 号	证券公司	有	100%
			会计师事务所	有	100%
			信用评级机构	无	10%
			律师事务所	无	5%
3	2022.02.16	“雅博科技”案 (2021) 鲁 01 民初 1274 号	证券公司	有	20%
			会计师事务所	有	30%
4	2021.11.12	“康美药业”案 (2020) 粤 01 民初 2171 号	会计师事务所	有	100%
5	2021.09.10	“保千里”案 (2020) 粤民终 1744	资产评估机构	有	补充赔偿责任 30%
6	2021.09.10	“鞍重股份”案 (2021) 辽民终 466 号	证券公司	有	100%
7	2021.5.18	“中安科”案 (2020) 沪民终 666 号	证券公司	无	25%
			会计师事务所	无	15%
			律师事务所	无	0%
8	2021.4.8	“华泽钴镍”案 (2020) 川民终 293 号	证券公司	有	100%
			会计师事务所	有	100%
9	2021.1.15	“鸿润公司”案 (2020) 鲁民终 2712 号	证券公司	无	100%
			律师事务所	无	0%
10	2021 年	“富贵鸟”案 (未查询到裁判文书)	会计师事务所	警示函	酌定承担 120 万元定额赔偿 (实际比例不足 3%)
11	2020.11.26	“金亚科技”案 (2020) 川民终 1382 号	会计师事务所	有	100%
12	2020.9.25	“沈机集团”案 (2020) 云民终 1051 号	证券公司	有	100%
13	2019.11.25	“大智慧”案 (2018) 沪 74 民初 432 号	会计师事务所	有	100%
14	2017 年	“欣泰电气欺诈发行”案 (未查询到裁判文书)	证券公司	有	100%
			会计师事务所	有	⁵
			律师事务所	有	/

结合上述案例可知，证券虚假陈述损害赔偿案件中，中介机构承担赔偿责任的比重逐渐由完全连带责任发展为部分连带责任，虚假陈述赔偿责任的承担亦逐渐忽略行政处罚有无的前置程序。

2. 中介机构赔偿责任代表案例

(1) “大智慧”案

上海大智慧股份有限公司（简称“大智慧”）因在其披露的年度报告中存在虚增利润行为，被中国证监会行政处罚，同时其财务审计机构立信会计师事务所亦被中国证监会处罚。

行政处罚决定书认定，立信会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告，在审计过程中有以下违法行为：①未对销售与收款业务中已关注到的异常事项（主要指大智慧将不满足收入确认条件的软件产品销售确认为当期销售收入）执行必要的审计程序；②未对临近资产负债表日非标准价格销售情况执行有效的审计程序；③未对抽样获取的异常电子银行回单（主要指部分客户应邀向大智慧汇款，注明“打新股”、“理财”等，大智慧收款后计入产品销售收入）实施进一步审计程序；④对大智慧 2014 年跨期计发 2013 年终奖的情况未根据重要性按照权责发生制的原则予以调整；⑤未对大智慧全资子公司股权收购购买日的确定执行充分适当的审计程序等。

行政处罚之后，大智慧投资者在上海金融法院向大智慧提起民事赔偿诉讼。在部分案件中立信会计师事务所也同时被列为被告。人民法院对于立信会计师事务所是否承担赔偿责任认为：立信所怠于尽职未对大智慧公司 2013 年年报中的异常事项或者特定事项执行

必要或有效的审计程序，导致该年报中的虚假记载内容未予消除，属于《最高人民法院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》所述应当知道上市公司虚假陈述，而不予纠正或不出具保留意见之情形。立信所认为，根据《最高人民法院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》规定，即使其需承担赔偿责任，因其主观系过失，其承担的应是补充赔偿责任，而非连带责任。对此，本院认为，《最高人民法院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》中根据会计师事务所出具不实报告系基于故意或过失分别确立了连带责任和补充赔偿责任，其中第五条第二款规定，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。因此推定立信会计构成故意，判令向投资者损失承担连带赔偿责任。

“大智慧”案成为 2006 年蓝田股份案之后又一起判令会计师事务所在虚假陈述证券民事赔偿案中承担连带责任的典型案例，该案件在学术及实务领域引起了较大的争议。尤其在中介机构虚假陈述责任过错认定、因果关系的认定以及承担责任的方式等问题上，引起广泛讨论与关注。

⁵ 证券公司先行赔付后对其他责任主体诉请追偿，结果未能查询。

(2) “欣泰电气欺诈发行”案

丹东欣泰电气股份有限公司（简称“欣泰电气”）涉及“欺诈发行股票”，在被行政处罚后随即被深交所启动重大违法强制退市程序。该案中共有三家证券中介机构及其主管人员受到行政处罚。

保荐机构及主承销商：兴业证券股份有限公司。行政处罚决定书认定，兴业证券股份有限公司在保荐欣泰电气 IPO 过程中，未对欣泰电气应收账款和银行存款情况进行审慎核查，出具的《发行保荐书》和《财务自查报告》中涉及欣泰电气应收账款、流动资产和经营活动产生的现金流量净额等项目的财务数据存在虚假记载；《发行保荐书》

中关于欣泰电气最近三年财务会计文件无虚假记载，符合《证券法》规定的发行条件的推荐结论意见也存在虚假记载；兴业证券未审慎核查公开发行募集文件的真实性和准确性，未发现《招股意向书》和《招股说明书》中涉及欣泰电气应收账款、流动资产和经营活动中产生的现金流净额等项目的财务数据存在虚假记载等。

审计机构：北京市兴华会计师事务所。行政处罚决定书认定，北京兴华会计师事务所作为欣泰电气的审计机构，存在以下违法行为：①对欣泰电气 IPO 期间财务报表审计时未勤勉尽责，出具的审计报告存在虚假记载（包括对应收账款、应付账款、预付账款明细中存在的大量大额异常红字冲销情况未予关注，未对银行账户的异常情况予以关注）；②对欣泰电气 2013 年财务

报表审计时未勤勉尽责，出具的审计报告存在虚假记载（包括在应收账款询证函未回函的情况下，未实施替代程序，未获得充分适当的审计依据等）；③对欣泰电气 2014 年财务报表审计时未勤勉尽责，出具的审计报告存在虚假记载（包括对应收账款中存在的大量大额异常红字冲销情况未保持职业怀疑予以关注，继而未设计和实施相应的审计程序以获取充分的审计依据）等。

法律服务机构：北京市东易律师事务所。行政处罚决定书认定，北京东易律师事务所存在以下违法行为，出具的《法律意见书》含有虚假记载的内容；在工作底稿中直接引用会计师事务所的《审计报告》及保

荐机构的相关资料，对明显瑕疵没有履行一般注意义务；工作底稿中未加盖律师事务所公章，大部分底稿未标明目录索引，大部分访谈笔录没有经办律师签字，有些访谈笔录中律师和访谈对象均未签字等。

人民法院采纳证监会《行政处罚决定书》内容，判决兴业证券对欣泰电气的赔偿义务承担连带赔偿责任。2017 年 6 月 9 日，兴业证券发布《关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告》，正式成立“欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金”，出资 5.5 亿元赔付适格投资者因欣泰电气欺诈发行造成的损失。2017 年 8 月，兴业证券向北京市第二中级人民法院提交《起诉状》，诉请北京二中院判令兴华会计、东易律师、欣泰电气等共计 26 名被告，赔偿兴业证券就欣泰电气欺诈发行事

件因先行赔付投资者而支付的超出自己应当承担的赔偿数额的损失 226,858,909.00 元，并承担该案的诉讼费。由于欣泰证券和兴业证券的先行赔付迟迟不到位，已有大量欣泰电气的投资者向法院提起诉讼。

欣泰电气案作为“欺诈发行强制退市第一案”备受关注，但该案除强制退市之外，该案采用的证券虚假陈述投资者损失先行赔付模式，也引起实务界关于虚假陈述责任承担方式的探索和思考。

(3) “华泽钴镍”案

2018 年 6 月 19 日和 12 月 29 日，证监会分别作出 (2018) 46 号和 (2018) 126 号行政处罚决定书，认定成都华泽钴镍材料股份有限公司（简称“华泽钴镍”）在恢复上市的过程中，未及时披露、且未在相关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；将无效票据入账，2013 年年报、2014 年年报和

2015 年半年报存在虚假记载；2015 年年报未披露对外担保、对外借款事项。证券公司在《华泽钴镍恢复上市保荐书》中存在虚假记载、重大遗漏，会计师事务所在对华泽钴镍 2013、2014 年度财务报表审计过程中未勤勉尽责，出具了存在虚假记载的审计报告。

保荐机构：国信证券股份有限公司。行政处罚决定书认定，国信证券保荐书、工作报告书等工作报告书，存在虚假记载、重大遗

漏；在核查上市公司关联方非经营性占用资金和应收票据，以及在利用审计专业意见等方面未勤勉尽责。

会计师事务所：瑞华会计师事务所。行政处罚决定书认定，2013 年和 2014 年年报存在虚假记载；出具存在虚假记载的审计

报告，未能实施有效程序识别公司舞弊风险。投资者根据上述行政处罚决定书内容，起诉两中介机构要求承担连带赔偿责任。

对于两中介机构的责任认定，一审成都市中级人民法院认为，证券公司与会计师事务所皆未勤勉尽责，但是在共同侵权中，华泽钴镍存在主观恶意，证券公司和会计师事务所是基于过失，因此判决证券公司承担 40% 的连带赔偿责任，会计师事务所承担 60% 的连带赔偿责任。

二审四川省高级人民法院认为：判断证券承销商、证券上市推荐人、专业中介服务机构是否应对上市公司虚假陈述行为给投资者造成的全部损失承担连带责任，关键是该机构对上市公司虚假陈述行为是否“知道或者应当知道”；如果系“知道或者应当知道”，则构成共同侵权，需承担连带责任。而证券上市公司保荐人、审计机构作为专业机构在按照执业准则、规则，依法勤勉尽责履行职责后，应当知道上市公司或被审计单位存在会计报表等重要事项有不实内容等情形，不予指明仍出具不实报告的，即应当认定审计机构对被审计单位的侵权行为“知道或者应当知道”。从中国证监会对国信证券、瑞华会计师事务所作出的处罚决

定书所列多项事实看，国信证券作为保荐人，在案涉虚假陈述行为中主要过错在于保荐华泽钴镍恢复上市过程及持续督导过程中未勤勉尽责；瑞华会计师事务所在对华泽钴镍 2013 年度、2014 年度财务报表审计过程中未勤勉尽责，出具了存在虚假记载的审计报告，未尽到最基本的注意义务，最终导致诸如涉及大量无效的复印票据侵占上市公司 13 亿元资金等异常情况导致华泽钴镍公司伪造大量财务资料事项均未予发现。作为专业的上市公司保荐人和审计机构，如果按照执业规则勤勉尽责，尽到必要的注意义务，当属重大过错，构成共同侵权，需承担 100% 连带责任。

结合两份判决内容可见，成都中院通过界定中介机构注意义务范围以及认定过错责任大小，对“比例连带责任”进行了开创性尝试；但是，四川高院在认定中介机构责任时，依然选择了比较保守的传统路径，改判中介机构承担全部连带责任。

(4) “中安科”案

2021 年 5 月 21 日，中安科股份有限公司（以下简称“中安科”）发布公告称收到上海市高级人民法院证券虚假陈述系列纠纷二审判决。根据该判决结果，为中安科提供审计服务的会计师事务所与担任财务顾问的证券公司需分别在 15% 与 25% 的范围内承担连带责任。

独立财务顾问：招商证券股份有限公司。人民法院认为：①从虚假陈述的内容来看，证监会行政处罚涉及“班班通”项目、“智慧石拐”项目和“BT”项目等。就“班班通”项目，招商证券公司未能依据独立财务顾问的执业准则尽到勤勉尽责义务。关于“智慧石拐”项目和“BT”项目，主要涉及收入确认等财务会计、审计问题，并非招商证券公司作为独立财务顾问的专业范围，招商证券公司对上述事项仅承担一般注意义务，审核过程中不存在明显过错。②从主观过错程度来看招商证券公司的主观过错表现为对重大资产重组中的重要事项未予充分关注和审核，尚无证据证明其与中安科公司、中安消技术公司存在恶意串通等明知或应当明知的情形。招商证券公司在其出具的《独

立财务顾问报告》中也就其所依据的资料来源和法律责任作了声明。因此，与中安科公司、中安消技术公司相比，招商证券公司的过错程度相对较轻。③从原因力的角度而言，投资者根据案涉重大资产重组等市场信息作出投资决策，其中盈利预测、交易定价等均是投资者判断公司价值的重要因素。案涉“班班通”项目占中安消技术公司 2014 年度预测营业收入的 26%，构成相关评估和交易定价的重要基础，从而对中安科股票价格和投资者交易决策造成一定影响。整体考量招商证券公司的行为性质和内容、过错程度、与投资者损失之间的原因力等因素，酌定招商证券公司在 25% 的范围内对中安科公司的证券虚假陈述民事责任承担连带赔偿责任。

立财务顾问报告》中也就其所依据的资料来源和法律责任作了声明。因此，与中安科公司、中安消技术公司相比，招商证券公司的过错程度相对较轻。③从原因力的角度而言，投资者根据案涉重大资产重组等市场信息作出投资决策，其中盈利预测、交易定价等均是投资者判断公司价值的重要因素。案涉“班班通”项目占中安消技术公司 2014 年度预测营业收入的 26%，构成相关评估和交易定价的重要基础，从而对中安科股票价格和投资者交易决策造成一定影响。整体考量招商证券公司的行为性质和内容、过错程度、与投资者损失之间的原因力等因素，酌定招商证券公司在 25% 的范围内对中安科公司的证券虚假陈述民事责任承担连带赔偿责任。

会计师事务所：瑞华会计师事务所。人民法院认为：从瑞华事务所的虚假陈述行为内容来看，主要涉及“智慧石拐”项目的收入确认问题。关于案涉盈利预测审核，鉴于盈利预测本身具有不确定性，审计机构仅承担有限保证责任。从现有证据来看，瑞华事务所作为外部审计机构，其基于中安消技术公司提供的框架协议等材料进行盈利预测审核，并不存在明显过错。案涉 4 个“BT”项目所涉虚假陈述金额较小，对于审计重要性而言相对较低。其次，从主观过错程度来看，本案中亦无证据证明瑞华事务

所与中安科公司、中安消技术公司存在虚假陈述的共同故意或明知相关材料虚假。因此，与中安科公司、中安消技术公司相比，瑞华事务所的主观过错程度相对较轻。从对投资者的决策影响看，认定为虚假记载的营业收入占到 2013 年财务报告中母公司营业收入的 19.4%，合并报表口径为 3.7%。同时，考虑到 2013 年中安消技术公司财务报告同样构成其盈利预测的基础之一，“智慧石拐”项目收入确认对于盈利预测及评估和交易定价也产生一定影响。

律师事务所：广东华商律师事务所。人民法院认为：华商律师事务所作为专业中介服务机构，为案涉重大资产重组出具《法律意见书》。从该份法律意见书的内容来看，华商律师事务所虽对涉案重大资产重组作出了定价公允的结论，但该结论是基于评

估机构对相关资产定价的评估确定，华商律师事务所并非专业的审计或评估机构，其仅是从合法性、合规性角度对该定价予以评价，故要求华商律师事务所对基于专业机构评定的资产价值的准确性、真实性、完整性负责，于理无据。

该案是中介机构未受行政处罚，但在虚假陈述民事诉讼案件中被判决承担赔偿责任的第一案，也是我国首例在证券虚假陈述案件中适用“比例连带责任”的案件。其背后所反映的司法裁判理念的变化将产生深远影响，对司法实践有重要的指导意义。根据上海高院的判决，该案将在以下两个方面产生重要影响：第一，

中介机构未经行政处罚，不影响其被列为共同被告且并被判令承担赔偿责任。第二，比例连带责任的创新，《证券法》上规定的中介机构在证券虚假陈述案件中的责任形式为过错推定的连带责任，其基础为共同侵权责任。这一规定存在刚性连带的不合理性。不加限制比例连带责任既未能体现出侵权法上“责任与过错

相适应”的基本原则，也未能解决内部责任分担问题，为实践中诸多主体之间的推诿扯皮下隐患。理论上中介机构承担连带责任后可以追偿，但实践中，虚假陈述案件中发行人往往被判决承担巨额赔偿责任，面临破产，中介机

构追偿无门。该案中体现的“责任与过错相一致，而不是采取一刀切，不问过错程度一律让中介机构承担全部连带责任”的审判理念具有合理性。

(5) “五洋债”案

五洋建设集团股份有限公司（简称“五洋建设”）通过粉饰报表的财务手段，将公司包装成优良资产，制作虚假申报材料骗取发行公募债，并且存在私募债发行过程中向投资者披露虚假信息、未按规定披露信息等违法行为，涉案金额巨大、手段恶劣，造成了所发行债券无法兑付的严重后果。五洋建设及其承销机构德邦证券股份有限公司、审计机构大信会计师事务所均因此受到证监会的处罚。

案件经杭州市中级人民法院一审、浙江省高级人民法院二审后，最终判定承销机构德邦证券股份有限公司、审计机构大信会计师事务所对投资者损失承担全部连带赔偿责任，最终酌定为此次债券发行提供法律服务的上海锦天城律师事务所和信用评级机构大公国际资信评级有限公司，分别承担 5% 和 10% 的连带赔偿责任。

承销机构：德邦证券股份有限公司。人民法院认为：德邦证券作为该案所涉债券的承销商，对提请关注应收账款回收风险问题等未进行审慎核查和必要的调查复核，不适当地省略必要的工作步骤，其因未对影响企业偿债能力的重要内容进行充分核查亦被行政处罚，德邦证券公司的行为足以影响投资人对发行人偿债能力判断，对案涉虚假陈述存在过错。德邦证券以包销方式承销案涉债券，对债券能否完成销售与发行人具有共同

的利益，德邦证券亦在《募集说明书》中声明不存在因所引用内容而出现虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性和完整性承担相应的法律责任，还承诺《募集说明书》及其摘要因存在虚假陈述致使投资人在证券交易中遭受损失的，与发行人承担连带赔偿责任。因此，一审判决德邦证券公司应当与发行人承担连带赔偿责任，具有法律及合同依据。

审计机构：大信会计师事务所。人民法院认为：大信会所作为专业审计机构，在审计过程中具有核实发行人会计账目资料的义务，对发行人财务报告真实性负有主要审核责任。行政处罚决定认定五洋建设应收账款和应付账款“对抵”处理违反会计准则，大信会所在未获取充分、适当的审计证据加以验证的前提下，认可五洋建设关于应收账款和应付账款“对抵”的账务处理，出具标准无保留意见的审计报告，出具的审计报告存在虚假记载。前述财务处理被证监会认定为发行人骗取债券发行核准的方式，

信会所因此被证监会行政处罚。证监会及其派出机构是代表国家对证券市场行使监管权力的行政机关，在其对五洋建设公司应收账款与应付账款“对抵”财务处理等事项作出专业判断并决定处罚的情况下，大信会所主张其对前述会计处理并无过错缺乏依据。大信会计所认为即使应当承担责任，其责任范围亦应限于不符合发行条件而发行的债券金额部分，该主张亦因缺乏法律依据难以成立。一审判决大信会所应当与发行人承担连带赔偿责任并无不当。

资信评级机构：大公国际资信评级有限公司。人民法院认为：根据大公评估公司出具的五洋建设公司《2015 年度企业信用评级报告》和《2015 年公司债券信用评级报告》以及其工作底稿，大公评估公司对于沈阳五洲的买卖合同价款低于公允价值的问题应当知悉。前述合同事项足以影响投资人对发行人偿付能力的判断，大公评估公

司在应当知悉相关事项的情况下，仍然对公司债券信用等级作出“偿还债务的能力很强、受不利经济环境的影响不大、违约风险很低”的 AA 级评级，存在过错，应当承担相应责任。一审判决综合过错程度、对投资人决策影响等因素，酌情确定的大公评估公司应承担的民事责任并无不当。

法律服务机构：上海锦天城律师事务所。人民法院认为：在为债券发行提供法律服务的过程中，律师事务所的责任不能仅仅是纯粹形式上的审查，应当对于影响发行人发债条件及偿债能力的重大事项给予必要的关注。在大公评估公司《2015 年公司债券信用评级报告》已提示五洋建设公司

控股子公司出售投资性房产事项的情况下，锦天城律所对发行人前述重大资产的处置事项未进行必要的关注核查，未能发现相关资产处置给供债能力带来的法律风险，存在过错，一审判决综合过错程度、对投资人决策影响等因素，酌情确定的锦天城律所应示担的民事责任并无不当。

“五洋债”案作为我国债券市场虚假陈述引发的民事赔偿第一案，具有重要的理论价值和示范意义，尤其在取消行政前置程序、评级机构

与律师事务所一般注意义务、中介机构比例连带责任、代表人诉讼的适用等方面，都具有重要的开拓意义⁶。

(6) “康美药业”案

2021 年 11 月 12 日，广州市中级人民法院对全国首例证券集体诉讼案即康美药业股份有限公司（简称“康美药业”）证券虚假陈述集体诉讼案作出一审判决。该案涉案范围广、赔偿金额高、社会影响深远，其所涉及的证券虚假陈述中介机构比例连带责任问题、独立董事问题等，引发了学术界与实务界的高度关注。

据证监会《行政处罚决定书》认定的事实，康美药业具有如下虚假陈述行为：①年报中虚增营业收入，多计利息收入，虚增营业利润；②年报中虚增货币资金；③年报中虚增固定资产、在建工程、投资性房地产；④年报中未按规定披露控股股东及其关联方非经营性占用资金的关联交易情况。

该案一审判决令审计服务机构正中珠江会计师事务所对投资者损失承担连带责任，人民法院认为：正中珠江为康美药业虚假陈述的年度报告提供审计服务，其中 2016 年、2017 年

财务报表出具了标准无保留意见的审计意见，2018 年财务报表出具了保留意见。在 2016 年和 2017 年年报审计期间，正中珠江相关审计人员了解捷科系统为康美药业的业务管理信息系统，金蝶 EAS 系统为康美药业的财务处理信息系统，但未关注两套系统是否存在差异，未实施必要的审计程序。正中珠江对于货币资金科目和营业收入科目的风险应对措施方面存在重大缺陷，包括未对现金对账执行内部控制测试程序、未关注明显异常或相互矛盾的审计证据、函证回函率较低时未实施替代性程序、审计底稿“加塞”函证交易数据以及项目经理苏创升严重违反独立性要求等。正中珠江上述未实施基本的审计程序行为，严重违反《中国注册会计师审计准则》和《中国注册会计师职业道德守则》等规定，导致康美药业严重财务造假未被审计发现，影响极其恶劣，故认为正中珠江应当承担连带赔偿责任。

⁶ 参见徐文鸣《注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例》，《证券市场导报》2021 年第 5 期。

第二章

证券虚假陈述证券中介机构责任认定基本问题

（一）中介机构虚假陈述行为表现形式

证券公司及会计师事务所、律师事务所等中介机构是强制信息披露的核心环节，其在证券发行、承销保荐过程中依据自身专业知识和技能，独立发表意见，出具相关文书，发挥着帮助缓解信息披露问题和促进资本市场良性运作的功能，从而被形象地称为证券市场“看门人”。

新《虚假陈述司法解释》规定的虚假陈述行为表现为虚假记载、误导性陈述、重大遗漏。从主观层面来看，中介机构虚假陈述行为可以分为以下几类：①中介机构与发行人、上市公司合谋作假，有共同的意思联络，故意作出虚假陈述的行为或中介机构明知发行人、上市公司作假而放任不管，此种情形在实践中较为少见；②中介机构在履职过程中疏忽大意，未能发现上市公司故意隐瞒的财务造假等信息披露违法事项，是中介机构与上市公司、发行人之间过失与故意的结合，此种情形在实践中较

为普遍。③中介机构与发行人、上市公司均有过失，但无意思联络致使上市公司、发行人向证券市场传递了虚假信息。

证券中介机构虚假陈述违法行为绝大多数可以归纳为“未勤勉尽责”，结合实践中的相关案例，“未勤勉尽责”总体上表现为违反如《律师事务所律师证券业务规则（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》、《保荐人尽职调查工作准则》等执业规则，未严格遵守执业规范要求。具体表现主要包括：①未审核相关文件的真实性和准确性；②未审慎核查交易活动财务数据；③对交易异常数据未予以应有的怀疑或关注；④工作计划、审计评估假设等明显不合理；⑤未采取适当的工作程序；⑥现场走访、笔录制作等工作方式存在瑕疵；⑦工作底稿不符合要求；⑧出具的专业意见结论不正确、不完整等等。

（二）民事诉讼程序相关问题

1. 案件管辖的确定

新《虚假陈述司法解释》第 3 条规定：“证券虚假陈述侵权民事赔偿案件，由发行人住所地的省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院管辖。《最高人民法院关于证券纠纷代

表人诉讼若干问题的规定》等对管辖另有规定的，从其规定。省、自治区、直辖市高级人民法院可以根据本辖区的实际情况，确定管辖第一审证券虚假陈述侵权民事赔偿案件的其他中级人民法院，报最高人民法院备案。”

《代表人诉讼若干规定》第 2 条指出：“证券纠纷代表人诉讼案件，由省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院管辖。对多个被告提起的诉讼，由发行人住所地有管辖权的中级人民法院或者专门人民法院管辖；对发行人以外的主体提起的诉讼，由被告住所地有管辖权的中级人民法院或者专门人民法院管辖。特别代表人诉讼案件，由涉诉证券集中交易的证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所所在地的中级人民法院或者专门

人民法院管辖。”

根据上述规定可知，新《虚假陈述司法解释》明确了证券虚假陈述侵权民事赔偿案件统一由发行人住所地有管辖权的法院管辖的原则，同时将《代表人诉讼若干规定》对管辖的规定作为特殊情形，即代表人诉讼案件中，对发行人以外的主体提起的诉讼，由被告住所地有管辖权的法院管辖，此作为新《虚假陈述司法解释》统一由发行人住所地法院管辖原则的例外。

2. 前置程序问题

旧《虚假陈述司法解释》明确规定了提起证券虚假陈述民事赔偿诉讼的前置程序：需提交有关机关的行政处罚决定，或者人民法院的刑事裁判文书。同时，前置程序中作出行政处罚决定或判决生效之日也是虚假陈述损害赔偿诉讼时效的起算之日。

尽管旧《虚假陈述司法解释》对前置程序作出严格限制，但是随着司法实践对前置程序设置合理性问题的争议不断涌现，加之人民法院专业性水平的提高和审判经验的积累，前置程序标准在司法审判过程中呈逐步放宽趋势，例如：2020 年 7 月 15 日，最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第 9 条规定，债券虚假陈述案件被告以没有行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉，法院不予支持。2021 年，“中安科”案中，会计师事务所和证券公司未受到

行政处罚，亦未被采取监管措施等，法院判决其承担赔偿责任；“五洋债”案中，在资信评级机构和律师事务所均为被行政处罚的情况下，也被一审判决承担一定比例的连带责任。

新《虚假陈述司法解释》出台后，在第 2 条第二款中明确规定：“人民法院不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决的认定为由裁定不予受理。”该规定宣告前置程序正式取消。前置程序的取消全面放宽了对原告起诉证据的要求，增强了投资者主动维权挽回损失的意愿，也促进上市公司及证券服务机构依法履行信息披露义务。但是，前置程序的取消，意味着司法审判过程中，人民法院需要着眼于虚假陈述行为成立与否的审查，一定程度上提高了认定虚假陈述主体承担赔偿责任的要求，且对虚假陈述行为重大性判断标准的判断产生影响。

3、特别代表人诉讼

《证券法》第 95 条第三款规定了投资者保护机构在接受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，在成员确定上采用“默示加入，明示退出”的方式，被称为中国版的证券集团诉讼。2021 年 4 月，康美药业案转为特别代表人诉讼，成为首个特别代表人诉讼实例。特别代表人诉讼能够大大减轻投资者在诉讼

中的举证负担和成本。最高院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》的发布生效，也使得代表人诉讼制度得到细化和落实，这在一定程度上成为了监督和制约中介机构的重要手段。在未来，特别代表人诉讼将发挥重要功能，对于提高上市公司和中介机构的治理水平、规范内部运作起到重要作用。

4. 示范判决机制

示范判决机制指的是在处理群体性证券纠纷中，选取具有代表性的案件先行审理、先行判决，通过发挥示范案件的引领作用，妥善化解其他平行案件的纠纷解决机制⁷。2019 年，上海金融法院发布《关于证券纠纷示范判决机制规定》，首推证券示范判决机制。并于 2019 年 8 月，审理完毕首起证券虚假陈述示范案件，即“方正科技”案。此后，北京高院、浙江高院

等相继推出示范判决机制。2020 年，投服中心代理的美丽生态案被选定为示范判决，成为首起支持诉讼被选为示范案件的案例，最终调解结案。示范判决对提高诉讼效率具有重要意义，对原告投资者而言，可以通过援引示范判决，诉调结合，尽快获得赔偿；对被告而言，可以避免因反复应诉而负担较高的诉讼成本。



⁷ 参见宋安琪《私募合同纠纷司法裁判问题研究及其对私募监管的启示》，《海南金融》，2020 年 12 月 5 日。

(三) 虚假陈述行为重大性判断标准

由于前置程序的存在，最高人民法院在制定旧《虚假陈述司法解释》时认为虚假陈述所涉信息的重大性问题可暂不讨论，因为民事赔偿诉讼案件的受理以对虚假陈述行为的行政处罚或者刑事裁判为前提，即虚假陈述所涉信息的重大性问题在前置程序中已经得到了解决，在民事案件的审理中可不予涉及而当然认定⁸。因此，旧《虚假陈述司法解释》并未对重大性概念及认定标准做相应规定。而随着审判实践的发展和成熟，在部分案件的审理过程中，人民法院开始结合被告抗辩观点，考量虚假陈述行为是否具有重大性的问题。而实务中，对于“重大性”的判断主要存在两种判断标准：①“价格敏感性”标准，即只要某种公开信息可以影响到证券市场价格，那么该信息就属于重大信息⁹。②“投资者敏感性”标准，即理性的投资者在购买或出售证券时可能认为某一事实是重要的，那么该事实即具有重大性¹⁰。新《虚假陈述司法解释》施行之前，两种重大性判断标准在司法实践中均有所适用。

2022 年施行的新《虚假陈述司法解释》第 10 条规定：“有下列情形之一的，人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性：（一）虚假陈述的内容属于证券法第八十条第二款、第八十一条第二款规定的重大事件；（二）虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项；

（三）虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。前款第一项、第二项所列情形，被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的，人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。被告能够证明虚假陈述不具有重大性，并以此抗辩不应当承担民事责任的，人民法院应当予以支持。”

根据新《虚假陈述司法解释》第 10 条规定，虚假陈述行为重大性标准包括具体判断标准及抽象判断标准两种，具体判断标准即法律法规关于重大事件或者重要事项信息披露的规定可以作为虚假陈述行为重大性的判断依据；抽象判断标准则明确采取“价格敏感性”标准，即法律法规并无明确规定的情况下，虚假陈述行为会导致证券价格产生明显变化的应当认定具备重大性。

新《虚假陈述司法解释》明确了“重大事件 + 价格敏感性”的重大性认定标准，并将“价格敏感性”作为重大性的核心衡量因素。但是，部分学术研究者指出在适用“价格敏感性”标准时，可能会面临“价格失灵”的局面，并提出综合虚假陈述的性质、影响力等因素综合判断重大性标准的设想。虚假陈述行为重大性判断标准问题仍待司法实践的进一步完善。

⁸ 参见李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版，第 215 页

⁹ 参见廖升：《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》，载《法学家》2017 年第 1 期。

¹⁰ 同前注。

(四) 中介机构虚假陈述责任因果关系认定规则

根据目前形成的共识，证券虚假陈述民事责任本质上仍然是侵权责任，认定虚假陈述主体责任承担，需满足“因果关系”这一要件，具体包括交易因果关系（又称“事实上因果关系”，即虚假陈述行为是否引起了投资者的交易行为）和损失因果关系（又称“法律上因果关系”，即虚假陈述行为是否导致了投资者的全部或者部分损失）。旧《虚假陈述司法解释》仅概括地规定虚假陈述与投资损失之间的因果关系要件，并未明确区分交易因果关系和损失因果关系。新《虚假陈述司法解释》结合了司法实践中形成的普遍共识，在第 11 条重塑了虚假陈述因果关系认定规则，即：“原告能够证明下列情形的，人民法院应当认定原告的投资决定与虚假陈述之间的交易因果关系成立，（一）信息披露义务人实施了虚假陈述；（二）原告交易的是与虚假陈述直接关联的证券；（三）原告在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前实施了相应的交易行为，即在诱多型虚假陈述中买入了相关证券，或者在诱空型虚假陈述中卖出了相关证券。”

新《虚假陈述司法解释》不仅在因果关系认定规则中明确区分了交易因果关系和损失因果关系，更突破性地区分了“诱空型”与“诱多型”证券虚假陈述的行为类型，将因果关系判断落实到虚假陈述的行为内容及损害事实，更具专业性及合理性。此外，新《虚假陈述司法解释》采用“列举 + 兜底”的方式对交易因果关系的否定情形作出规定，为被告依法抗辩减免赔偿责任提供了规则依据。第 12 条规定：“被告能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定交易因果关系不成立：（一）原告的交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后；（二）原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述，或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉；（三）原告的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响；（四）原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的；（五）原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形。”

尽管新《虚假陈述司法解释》结合司法实践中出现的问题，对既往因果关系认定的规定漏洞进行了弥补，但是该因果关系认定规则存在的适用性问题仍然未能得到解决。尤其在非证券交易场所交易的债券产品，能否同样适用该因果关系认定规则，在司法实践中存在较大争议。

该争议的根源在于我国《虚假陈述司法解释》确定的因果关系认定规则，实际上借鉴了美国基于“欺诈市场理论”就因果关系的认定所确立的“推定信赖原则”，该原则认为只要存在虚假陈述行为，且投资者在虚假陈述行为实施后买入证券，则推定投资者买入证券受虚假陈述行为影响，投资者损失与虚假陈述行为有关。“欺诈市场理论”下的“推定信赖”原则系以“有效市场假设”为前提，旨在解决“非面对面”交易模式下普通投资者难以就因果关系进行举证等问题。但是，债券市场并不具备适用“欺诈市场理论”的条件。其一，部分债券市场采用询价和交易员撮合的交易模式，且非公开发行

的公司债市场仅限特定投资者，更不活跃，明显不满足“推定信赖”原则的适用前提。另一方面，特定非公开发行市场的投资者认购债券时，不是“非面对面”交易，而是与发行人进行的“面对面”交易，亦不具备适用“推定信赖原则”的前提。然而，新《虚假陈述司法解释》及司法案例对该适用问题尚无定论，仍待司法实践的进一步探究。

除根据上述规则认定因果关系定性问题外，在认定中介机构损害赔偿时，还需判断因果关系的定量问题。中介机构仅参与部分发行人或上市公司的虚假陈述行为，因此，探究中介机构应承担的民事责任本质上是探究中介机构行为对投资者发生损失的原因力大小，进而根据原因力的大小确定中介机构应承担责任的范围，这与“中安科”案、“五洋债”案（一审判决）所体现的裁判理念相契合。具体内容笔者将在下文中介机构责任认定部分详细阐述。

(五) 中介机构虚假陈述责任归责原则

证券中介机构的主要职责主要是为证券发行、交易等提供中介服务。因此，证券中介机构若存在虚假陈述行为，有可能因自身单独对市场构成虚假陈述而成为民事责任主体，但更多情形是参与或协助发行人及上市公司进行虚假陈述，此种情形下证券中介机构虚假陈述行为与发行人或上市公司的虚假陈述行为构成共同侵权。对此，《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。”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。”

新《虚假陈述司法解释》将《证券法》第 163 条中规定的“过错”明确限定为了故意和重大过

失，第 13 条规定：“证券法第八十五条、第一百六十三条所称的过错，包括以下两种情形：（一）行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件，或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布；（二）行为人严重违反注意义务，对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。”新《虚假陈述司法解释》第 17 条、第 18 条规定了保荐机构、承销机构及证券服务机构的过错认定标准，第 17 条规定：“保荐机构、承销机构等机构及其直接责任人员提交的尽职调查工作底稿、尽职调查报告、内部审核意见等证据能够证明下列情形的，人民法院应当认定其没有过错：（一）已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求，对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查；（二）对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；（三）对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。在全国中小企业股份转让系统从事挂牌和定向发行推荐业务的证券公司，适用前款规定。”第 18 条规定：“会计师事务所、律师事务所、资信评级机构、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构制作、出具的文件存在虚假陈述的，人民法院应当按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范

性文件，参考行业执业规范规定的工作范围和程序要求等内容，结合其核查、验证工作底稿等相关证据，认定其是否存在过错。证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域。证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见致使其出具的专业意见存在虚假陈述，能够证明其对所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错。”

从责任构成要件来看，不同主体在“加害人主观过错”方面有所区别，也即证券中介机构与发行人或上市公司虚假陈述的归责原则不同。发行人或上市公司虚假陈述的归责原则是无过错责任，即严格责任，而证券中介机构的归责原则是过错推定责任。

证券中介机构在其专业领域范围内违反执业规则而未勤勉尽职，存在故意或重大过失情形，才会被追诉。专业人士借助专业知识作出专业判断，通常有助于一般人科学决策，减少失误。然而中介机构出具的报告是对发行人披露的信息进行核查和验证，如中介机构按照执业规则勤勉尽职核查后仍未发现问题，属于能力有限，中介机构的核查无法做到绝对保证经其核查的事项不存在任何问题。允许中介机构在无过错时免除民事赔偿责任，也是世界上多数国家及地区的通行规则¹¹。

证券中介机构虚假陈述违法行为绝大多数可以归纳为“未勤勉尽责”，“勤勉尽责”的标准所涉及的归责原则就是过错推定原则。在具体适用时，可以通过举证责任倒置，由证券中介机构举证证明其不存在过错而免除责任。证券中介机构的主要抗辩理由有：发行人故意隐瞒有关事实或与相关企业串通舞弊，其已经履行了一般的注意义务，通过正常的工作方式难以发现发行人的虚假陈述行为；已经采取了必要的、适当的审计程序，尽到了勤勉尽责的义务；工作底稿的瑕疵或疏忽，不属于应当承担的法律责任；误信其他中介机构等。

对于上述申辩或行政复议申请意见，行政监管部门通常认为：证券中介机构应对其出具的意见履行专业人士特别的注意义务，而非一般注意义务；在履行职务过程中，证券中介机构应全面收集并查验相关材料，审慎而独立地发表意见；在调取的资料不完整、核查验证不充分的情况下，发行人故意隐瞒不能作为证券中介机构自身免责的事由；援引其他证券中介机构的资料时，对同时为发行人服务的专业人士出具的报告或文件没有独立调查的义务，但需要履行普通人的一般注意义务；应当按程序充分、认真、细致地制作与审核工作底稿，未履行应有的专业注意义务即应承担相应责任。

¹¹ 参见梁志伟《论证券中介机构民事责任的构成要件》，《广西财经学院学报》，2008 年 12 月 15 日。

第三章

证券中介机构民事 责任边界分析

一、证券中介机构类型及职责范围

新《虚假陈述司法解释》在旧《虚假陈述司法解释》的基础上，细化并扩大了司法解释的适用范围以及可能承担责任的中介机构的范围，结合第 17 条、第 18 条规定可知，新《虚假陈述司法解释》将证券中介机构范围确定为保荐机构、承销机构及会计师事务所、律师事务所、

1. 证券公司

《证券法》第 120 条规定：“第一百二十条经国务院证券监督管理机构核准，取得经营证券业务许可证，证券公司可以经营下列部分或者全部证券业务：（一）证券经纪；（二）证券投资咨询；（三）与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；（四）证券承销与保荐；（五）证券融资融券；（六）证券做市交易；（七）证券自营；（八）其他证券业务。”证券公司作为证券服务机构参与证券交易活动并承担信息披露义务的主要业务类型为保荐、承销及财务顾问。

资信评级机构、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构。各中介机构业务内容和职责范围，关系到虚假陈述赔偿责任的承担，防范赔偿情形的发生抗辩赔偿责任的承担需要对相关问题予以明晰。

保荐业务职责范围：《证券法》第 10 条及《证券发行上市保荐业务管理办法》第 2 条规定，发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券、公开发行存托凭证或者法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请证券公司担任保荐人。保荐业务包含证券发行保荐和证券上市保荐。其中，证券发行保荐，是指保荐机构为了推荐发行人的证券发行，向证券监督管理部门提交发行人的证券符合相关法律、法规的规定条件的推荐书和相关资料文

件的行；证券上市保荐，是指保荐机构根据发行人的申请和上市规则的要求，向证券交易所提供发行人相关材料和推荐书的行为¹²。保荐业务主要包含推荐符合法律法规要求的发行人证券上市，对发行人首次公开发行股票上市进行合规辅导以及证券发行上市前后的持续督导工作。

承销业务职责范围：证券承销即指发行人委托证券机构向社会公开销售证券，承销机构收取相应服务费用的行为。证券公司承销证券，一般是采用包销或代销的方式。发行人和承销商会签订承销协议，以界定双方的权利义务关系，约定明确的承销基数。采用包销方式的，应明确包销责任，采用代销方式的，应约定发行失败后的处理措施。向不特定对象发行的证券票面总值超过 5000 万元的，应由承销团承销。证券公司从事承销业务，应当取得证券承销业务资格。证券公司担任承销机构的

主要业务内容包括为发行人提供市场准入、财务、管理等建议和信息的顾问服务，协助发行人销售证券并转嫁销售风险。

财务顾问业务职责范围：证券公司财务业务主要存在于上市公司并购重组项目中，根据《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第 2 条第 1 款可知，上市公司并购重组财务顾问业务是指为上市公司的收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购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并购重组活动提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务¹³。证券公司担任财务顾问的主要业务内容包括：针对并购重组交易涉及的问题提供咨询和解决方案，监督核查上市公司并购重组交易活动及申报文件的真实准确，在上市公司重大交易完成后的规定期限内承担持续督导职责。

¹² 参见孙田《我国证券发行保荐法律制度研究》，《吉林大学硕士论文》，2014 年 7 月 12 日。

¹³ 参见韩福恒《财务顾问公司内控制度重要性显现》，《中国会计报》，2017 年 12 月 1 日。

2. 会计师事务所

证券交易的本质风险在于投资者与上市公司之间获取的证券信息不匹配，而影响对证券价格判断。而投资者判断证券价格不可或缺的就是上市公司的经营状况与财务数据。会计师事务所参与证券交易所处理的会计信息，便是反映上市公司经营状况和财务状况的重要指标。结合上述案例可知，会计师事务所成为投资者主张虚假陈述损害赔偿的责任主体之一。

职责范围：注册会计师在证券市场中的业务主要分为审计鉴证业务及咨询服务业务。结合

中国证监会发布的《会计师事务所从事证券服务业务合规手册》（2022 年 1 月 6 日发布）可知，会计师事务所是证券市场众多证券服务机构之一，主要承担着对上市公司等市场主体财务信息的核查把关职能，其主要从事以下证券服务业务：①公众公司（上市公司、非上市公司）年报审计；②首次公开发行并上市（IPO）/ 向不特定合格投资者公开发行股票上市审计；③非上市公司挂牌审计；④并购重组审计；⑤再融资审计；⑥发行公司债券审计。

3. 律师事务所

不同于会计师事务所在证券业务中专注的财务信息，律师事务所在证券业务中主要专注于法律相关事项，从法律角度分析相关交易及信息的真实完整，把控法律风险，确保信息合理披露，并为证券发行、上市和交易等证券业务活动，提供的制作、出具法律意见书等文件。律师从事证券法律业务主要依据如下法律法规：①《中华人民共和国证券法》；②《律师事务所从事证券法律业务管理办法》；③《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》；④《律师从事证券法律业务尽职调查操作指引》；⑤《公开发行证券公司信息披露的编报规则（第 12 号）—公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》¹⁴。

职责范围：根据上述《证券法》等相关规定，律师从事证券业务的法定义务和责任主要如下：①律师必须严格履行法定职责，保证所出具文件的真实性、准确性和完整性；律师应当勤勉尽责，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，制作、出具的文件不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。②律师事务所及其指派的律师从事证券法律业务，在进行核查和验证前，应当编制核查和验证计划，明确需要核查和验证的事项，并根据业务的进展情况，对其予以适当调整；律师进行核查和验证，应采用面谈、书面审查、实地调查、查询和函证、计算、复核等方法。③律师在出具法律意见时，对与法律相关

的业务事项应当履行法律专业人士特别的注意义务，对其他业务事项履行普通人一般的注意义务；律师从国家机关、具有管理公共事务职能的组织、会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构、公证机构直接取得的文书，可以作为出具法律意见的依据，但律师应当履行

4. 资产评估机构

根据《资产评估法》相关规定可知，资产评估，是指评估机构及其评估专业人员根据委托对不动产、动产、无形资产、企业价值、资产损失或者其他经济权益进行评定、估算，并出具评估报告的专业服务行为¹⁶。结合中国证监会

上述注意义务并加以说明。④律师应当归类整理核查和验证过程中形成的工作记录和获取的材料，并对法律意见书等文件中各具体意见所依据的事实、国家相关规定以及律师的分析判断等作出说明，形成记录清晰的工作底稿¹⁵。

计部会编写的《资产评估机构从事证券服务业务合规手册》，资产评估机构在证券市场主要提供交易类证券评估业务、财报类证券评估业务及基础设施公募 REITs 类证券评估业务。

5. 信用评级机构

《证券市场资信评级业务管理办法》第 2 条第 2 款指出：“证券评级业务，是指对下列评级对象开展资信评级服务，（一）经中国证监会依法注册发行的债券、资产支持证券；（二）在证券交易所或者经中国证监会认可的其他证券交易场所上市交易或者挂牌转让的债券、资产支持证券，国债除外；（三）本款第（一）项和第（二）项规定的证券的发行人、发起机构、上市公司、非上市公司、证券期货经营机构；（四）中国证监会规定的其他评级对象。” 证券评级机构从事证券评级业务主要程

序如下：①根据《证券资信评级机构执业行为准则》及《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）》等相关要求对受评级机构或受评级证券发行人进行尽职调查；②基于尽职调查及其他方式获取的资料，撰写并审核评级报告；③召开信用等级评审会议决定评级对象信用等级。④持续跟踪评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化，及时分析该变化对评级对象信用等级的影响，出具定期或不定期跟踪评级报告¹⁷。

¹⁵ 同前注。

¹⁶ 参见中国证监会会计部会同中国资产评估协会编著《资产评估机构从事证券服务业务合规手册》。

¹⁷ 参见中国证券业协会《证券资信评级机构执业行为准则》，《中国证券报》，2012 年 3 月 19 日。

¹⁴ 参见郭克军、孙巍、沈乐行主编：《证券服务机构虚假陈述责任及风险防范》。

(二) 一般注意义务与特别注意义务的职责区分

规定名称	规定内容
《证券法》	第 85 条：“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……”
	第 163 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……”
新《虚假陈述司法解释》	第 23 条：“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……”
	第 24 条：“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……”
《九民纪要》	第 6 部分：“责任承担与侵权行为及其主观过错程度相匹配。”
《债券会议纪要》	第 6 部分“债券承销机构和债券服务机构对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……”
	第 31 条：“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……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。”
《证券发行上市保荐业务管理办法》	第 22 条：“……有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容，保荐机构可以合理信赖，对相关内容应当保持职业怀疑、运用职业判断进行分析，存在重大异常、前后重大矛盾，或者与保荐机构获得的信息存在重大差异的，保荐机构应当对有关事项进行调查、复核，并可聘请其他证券服务机构提供专业服务。”
	第 23 条：“……无证券服务机构及其签字人员专业意见支持的内容，保荐机构应当获得充分的尽职调查证据，在对各种证据进行综合分析的基础上对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断，并有充分理由确信所作的判断与发行人申请文件、证券发行募集文件的内容不存在实质性差异。”
《律师事务所从事证券法律业务管理办法》	第 14 条、第 15 条第 1 款：“律师在出具法律意见时，对与法律相关的业务事项应当履行法律专业人士特别的注意义务，对其他业务事项履行普通人一般的注意义务……从国家机关、具有管理公共事务职能的组织、会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构、公证机构直接取得的文书，可以作为出具法律意见的依据，但律师应当履行本办法第十四条规定的注意义务并加以说明。”

如上文所述，司法实践中认为从主观状态出发，中介机构的赔偿责任会有两个层面的不同的变化。一方面是因故意和过失的不同，中介机构的赔偿责任会有所不同；另一方面是因特别注意义务和一般注意义务的不同，中介机构的赔偿责任也会有所不同。结合上述表格可知，《证券法》要求中介机构对虚假陈述内容承担过错推定下的连带赔偿责任；新《虚假陈述司法解释》区分券商及其他专业中介机构，对券商要求承担连带赔偿责任，对其他中介机构要求“就其负有责任的部分承担赔偿责任”；在《证券发行上市保荐业务管理办法》和《律师事务所从事证券法律业务管理办法》中，对保荐人和律师的注意义务，就其专业领域和其他领域作“特别注意义务”和“一般注意义务”的区分，对于会计师事务所，目前尚无规定就注意义务进行明确区分。

目前司法实务界，基本已认可应区分“专业范围”和“非专业范围”来认定中介机构是否履行勤勉尽责的义务。对于属于“专业范围”的内容，中介机构应当履行符合其行业标准的高度注意义务；对于“非专业范围”的内容，应履行普通人的一般注意义务，但在注意到有异常

情况时，应开展核验工作，直至排除合理怀疑。如果履行了上述义务，即使引用了其他中介机构出具的虚假陈述内容，也不应当因此承担赔偿责任。

但是，由于中介机构职责重叠、工作交叉，职责范围存在难以明确区分的问题，司法实践中中介机构“注意义务”标准不明确，容易导致中介机构对本不属于自己专业领域的事项履行特别注意义务，变相拔高了中介机构的勤勉尽责义务。因此，为避免或减少中介机构承担虚假陈述赔偿责任，中介机构在从事证券业务过程中，对其他中介机构意见的引用须时刻保持谨慎，在对其他中介机构的意见产生怀疑时，要进行必要的核验，并保留核验过程及与其他中介机构沟通的记录，必要时可以对该等事项出具保留意见。在具体个案中，通过梳理工作底稿、内核意见以及与发行人、其他中介机构的沟通函件，举证说明己方已对专业范围内容尽到高度注意的勤勉尽责义务，对非专业范围内容尽到一般注意义务。囿于专业能力无法发现该内容存在虚假陈述，因此无需承担赔偿责任¹⁸。

¹⁸ 参见袁德喻：《证券虚假陈述责任纠纷中介机构互相引用意见的责任承担》。

(三) 证券虚假陈述纠纷项下中介机构的责任形态

证券虚假陈述民事责任承担的最主要方式是赔偿损失。赔偿损失中的赔偿范围与损失计算问题是证券虚假陈述民事赔偿实践中的难题之一，涉及因果关系、系统性风险排除、投资差额损失计算等许多具体问题。本文主要研究证

券中介机构虚假陈述民事责任问题，因此对这些损失计算的共性问题不做探讨。主要关注在民事责任承担方面涉及证券中介机构的“比例连带责任”问题，先行赔付问题，以及先行赔付之后的追偿与责任分担问题。

1. 从全部连带责任到比例连带责任

如前文所述，《证券法》相关规定确定的中介机构责任形态为严格的“刚性连带责任”即中介机构所承担的责任，是一种全有或全无的责任。而根据新《虚假陈述司法解释》改变了此前《证券法》“0或1”证券中介机构责任承担方式，允许裁判者根据过错大小认定适当责任，第23条规定：“承担连带责任的当事人之间的责任分担与追偿，按照民法典第一百七十八条的规定处理，但本规定第二十条第二款规定的情形除外。”而在新《虚假陈述司法解释》出台之前，司法实践中便先后有中安科案、五洋债案、康美案数个有影响力的案件打破先前“刚性连带责任”的常规，突破性地确立了“比例连带责任”的裁判思路，而中安科案更是在2021年10月经最高人民法院再审后，成为了证券虚假陈述案件“比例连带责任”生效第一案。

比例连带责任体现“责任与过错相适应”的裁判理念，同时也解决了被告内部责任分担问题，该规则的提出，是在不违背《证券法》现有规范依据的前提下，对相关司法解释和实践中中介机构责任“过罚相当”原则的积极回应，对于解决当下证券虚假陈述案件责任形态问题意义重大。结合前述相关司法解释的规定以及实践中的具体案例，不难看出，实务裁判界在证券虚假陈述侵权案件中日益强调“过罚相当”的基本原则，已经逐渐形成了“要求责任与过错相一致，而不是采取一刀切，不问过错程序一律让中介机构承担全部连带责任”的共识。

目前司法实践普遍认可比例连带责任存在合理的法理基础，在对外承担责任方面，“比例连带责任”同样要求各中介机构和发行人共同对

外承担责任，仅是对中介机构承担的连带责任的范围做出了限定。而在对内追偿方面，“比例连带责任”亦未超出“连带责任”的制度框架。新《虚假陈述司法解释》第23条明确，连带责任人之间的内部分担与追偿按照《民法典》第178条之规定，根据各自责任大小确定内部责

任份额，实际承担责任超过自己责任份额的，有权向其他连带责任人追偿。值得注意的是，此处内部追偿时对责任大小的判断是否直接以法院判决中划分的具体比例范围作为依据，实践中尚未形成统一观点，有待进一步探索。

2. 先行赔付制度及实践做法

先行赔付制度是在证券纠纷中为保障中小投资者权益，避免其在漫长与繁复的司法程序下无法实现自身合法诉求，便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排。投资者因虚假陈述违法违规行而遭受的损失，由承担保荐责任的保荐机构基于其事先的自律承诺先行赔付投资者，先于其他责任主体、先于法院判决，向适格投资者承担赔偿责任，并相应取得向发行人、上市公司或其他责任主体依法追偿的权利。

先行赔付的探索和实践早已有之。2013年5月，平安证券有限责任公司作为万福生科的保荐机构及主承销商，出资3亿元设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，用于先行赔偿在万福生科案中受损的投资者，成为国内证券市场上首个中介机构主动出资先行赔付投资者损失的案例。2017年，兴业证券正式出资5.5亿元设立“欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金”。

中国证监会也多次提出建立先行赔付制度，证监会有关负责人在2015年11月6日的就进一步完善新股发行制度答记者问中，提出建立保荐机构先行赔付制度。要求保荐机构在公开募集及上市文件中公开承诺：因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失的，将先行赔偿投资者损失。《证券法》第93条在投资者保护专章于法律层面对先行赔付予以规定。“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构，就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议，予以先行赔付。先行赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。”

(四) 发行人及中介机构间虚假陈述民事责任的划分

1. 区分发行人与中介机构虚假陈述民事责任

在证券发行注册制改革的大背景下，信息披露系上市公司监管的核心，《证券法》构建了以发行人、上市公司为首要责任主体的制度。如上文所述，发行人、上市公司对虚假陈述行为承担无过错责任原则，而中介机构对虚假陈述行为承担过错推定责任。新《证券法》第 163 条规定控股股东、实控人、董监高、保荐人和其他中介机构均承担连带赔偿责任，可见发行人作为虚假陈述的第一责任人，中介机构损害赔偿

责任应当与发行人责任有所区分。

但是，《证券法》第 163 条的规定，导致实践中部分案件不区分中介机构的主观过错程度、原因力大小，径判令中介机构对投资者全部损失承担连带责任。这种简单的处理方式，导致过错程度较轻的中介机构需承担与其过错程度明显不相当的赔偿责任，不符合过错与责任相适应的公平原则¹⁹。

2. 中介机构内部民事责任划分

根据《侵权责任法》第 8 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。”同时《侵权责任法》第 14 条第一

款规定：“连带责任人根据各自责任大小确定相应的赔偿数额；难以确定责任大小的，平均承担赔偿责任。”《民法典》第 178 条规定：“二

人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任。连带责任人的责任份额根据各自责任大小确定；难以确定责任大小的，平均承担责任。实际承担责任超过自己责任份额的连带责任人，有权向其他连带责任人追偿。连带责任，由法律规定或者当事人约定。”

由于上述相关法律规定均属于原则性规定，在证券中介机构先行赔付后，各责任主体之间如何进行民事责任划分并不明确，这将成为实践中的难题。根据侵权法的基本原理以及人民法院在审理共同侵权案件的通常做法，一般根据责任人的过错大小、原因力比较等因素认定各连带责任人的责任比例，从而进行内部责任的划分。

在证券虚假陈述共同侵权行为中，证券中介机构的责任大小认定，我们认为同样也可以从主观过错程度和行为的原因力这两个主要角度入手。关于证券中介机构的主观过错，根据过

错推定的归责原则，实行举证责任倒置，主要由证券中介机构进行举证，根据相关事实来判断证券中介机构与发行人或上市公司之间是否存在串通、证券中介机构是否勤勉尽责、是否尽到了审慎的注意义务等，从而判断证券中介机构在主观上是故意、还是重大过失、还是一般过失。关于行为的原因力，主要根据证券中介机构所提供的构成虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的相关文件或具体内容的虚假程度，以及在证券发行或交易中的重要性等，判断该证券中介机构的虚假陈述行为在整个侵权行为中的作用力。

总体而言，连带责任人的内部责任划分问题是法官在案件审理过程中根据具体案件情况自由裁量的范畴。我们期待随着实践中更多的案例出现，法院将就该问题形成相对明确的判断思路和裁判标准，从而在依法保护投资者合法权益的同时，明晰证券中介机构各自的民事赔偿责任。

¹⁹ 参见雷继平《债券纠纷中介机构民事责任应对：对发行人的虚假陈述行为不能简单判令中介机构承担连带责任》。

第四章

中介机构民事责任 风险防范实务建议

（一）中介机构民事责任纠纷的抗辩思路

证券虚假陈述民事损害赔偿本质上属于侵权损害赔偿，因此认定侵权责任的构成要件，亦同时成为责任主体的抗辩角度。结合司法实践，中介机构抗辩损害赔偿责任的承担亦从如下构成要件角度出发：

1. 行为不成立

随着前置程序的取消，原告主张的虚假陈述行为可能并未受到证监会行政处罚，因此该虚假陈述行为是否成立，成为能否认定中介机构损害赔偿责任的要件之一，基于前置程序要求的

变化，中介机构主张的案涉信息披露事项不构成虚假陈述，可能成为人民法院审理的争议焦点之一。

2. 行为不具有侵害性

如前文所述，前置程序取消之前，虚假陈述行为受到证监会处罚或受刑事处罚的，该行为具备影响股票价格和投资者交易决策的重大性。前置程序取消后，新《虚假陈述司法解释》在第

10 条中规定了行为重大性的排除标准，因此，中介机构可以通过证券价格走势、证券换手率等数据，佐证虚假陈述行为并未影响交易价格及交易量，以此排除赔偿责任的承担。

3. 已勤勉尽责，就侵权行为的产生并无过错

新《虚假陈述司法解释》区分了故意和过失责任认定规则，并且规定了过错责任的排除情形，中介机构据此主张其案涉虚假陈述信息仅

负一般注意义务，且提供证据证明已尽勤勉尽责义务，故对虚假陈述行为的产生不存在过错，以此抗辩责任的承担。

4. 行为与损失并无因果关系

新《虚假陈述司法解释》重塑了因果关系的认定规则，并且明确区分了虚假陈述的行为类型。因此，中介机构普遍从因果关系认定规则出发，主张案涉虚假陈述行为类型与原告交易行为相互矛盾，或者主张虚假陈述行为与原告

并无交易因果关系及损失因果关系。此外，中介机构还会侧重于抗辩因果关系的原因力大小，结合虚假陈述具体事项，排除主观过错对虚假陈述行为产生的影响，将因果关系抗辩至较小比例。

5. 损失计算错误

新《虚假陈述司法解释》第 31 条规定：“被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的，对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩，人民法院应当予以支持。”

主张系统风险影响投资者损失亦是中介机构抗辩责任承担的主要观点。但是目前司法实践针对系统性风险的问题，会交专业机构进行评估，系统风险有无会根据专业评估结果进行认定，该角度可成果抗辩责任承担的可能性较小。

（二）避免中介机构责任风险实务建议

1. 按照监管部门规范性文件严格履职

如上文所述，中介机构通过主张已尽勤勉尽责义务，对案涉虚假陈述行为的产生并无过错，以此抗辩损害赔偿责任的承担。新《虚假陈述司法解释》损害赔偿诉讼前置程序后，中介机构面临证明已尽勤勉尽责义务的举证责任。司法实践中审查中介机构是否尽勤勉尽责义务主要从以下角度展开：中介机构举证工作底稿及过程性文件，证明履职行为已符合监管部

门规范性文件。因此，根据监管部门规范性文件要求严格履职，系防范虚假陈述损害赔偿责任的的主要方式。

除《证券法》及证监会部门规章以外，证监会及各行业协会均出来了业务指引及工作规范，中介机构应当根据相关规范性文件的要求，严格履行勤勉尽责义务，规范信息披露。

2. 合理化披露文件的表述内容

发行文件的表述上，尽量避免在非专业领域范围内直接援引其他中介机构的结论，而应紧扣监管要求，发表该事项是否符合上市发行要求。例如：“根据 XX《审计报告》及本所律师核查，上市申请人在最近三年内无重大违法行为，上市申请人在最近三年财务会计报告中无虚假记载……”的表述可调整为“审计机构就

发行人最近三年财务会计报告出具无保留意见审计报告，符合《证券法》第十二条第一款第(三)项之规定。”其次，发行人、承销商、律师和会计师可通过合同约定的方式来界定各个专家陈述的覆盖范围与文字表述，并在事前进行大致的责任规划，以便于事后追偿²⁰。

3. 确保工作底稿的完整性和真实性

中介机构务必认真对待工作底稿。工作底稿是开展项目时形成的，支持专业证券服务机构结论性意见的重要依据，具有客观性和无法更改性。证券服务机构是否担责的核心是机构是否尽到了勤勉义务，而证明勤勉尽责的最主要证据来源于工作底稿。因此，证券服务机构在承做项目时，要严格遵守底稿搜集和编制要求，一旦发生纠纷，即可举出证据，证明自身没有过错。

中介机构应当按照法律、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在各自的工作范围和专业领域内谨慎执业，以勤勉、专业和审慎的原则从事核查、验证工作，认真对待工作底稿，履行资本市场“看门人”的职责。同时，在面对上市公司或发行人等存在虚构利润、财务作假、信息披露违规等行为时，要勇敢说“不”，并依法出具非标准无保留意见的报告。

4. 加强内部、外部风险把控及应对

中介机构应制作内部业务手册，加强对工作人员的合规培训。内控机构是证券服务机构的首道关卡，是专业意见申报前的预审环节。但实践中，一些规模较小的证券服务机构的风控部门形同虚设，为了更好的业绩，轻易放弃了首道关卡。各中介服务机构需继续加强内部风控机制建设。

中介机构在面临民事诉讼案件前，往往会收到证券交易所或证监会的问询，而许多中介机构对此没有足够的重视，缺少应对方案，从而导致对己方不利的情形继续恶化。证券服务机构建立业务部门与风控部门的定期长效沟通机制，与外聘律师保持有效的沟通途径，使专业法律人士，在第一时间识别法律风险，全程介入可能出现的问询、调查和诉讼。

5. 正视职业保险的作用

国务院 2013 年《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中提出“健全证券中介机构职业保险制度，完善风险救助机制”。职业保险是近年来兴起的重要保

障专业技术人士执业的“护身符”，具有分散和转移风险的功能，但目前却并没有得到广泛适用，鲜有职业保险理赔或先行赔付的案例，其风险救助和分担功能有待进一步实践。

²⁰ 参见袁德喻：《证券虚假陈述责任纠纷中介机构互相引用意见的责任承担》。

结语

证券中介机构的产生,在于解决证券交易过程中投资者与上市公司信息获取无法平衡的难题,证券中介机构作为证券信息的审核者和披露者,其能否恪尽职守、审慎勤勉,关系的证券市场的良性发展。

在我国证券市场不断改革发展的大背景下,证券虚假陈述民事赔偿中让证券中介机构承担责任,能起到威慑证券中介机构的目的,对压实中介机构责任,促进证券市场改革起到重要作用。与此同时,在司法裁判中如何公平公正地处理证券中介机构责任承担问题变得十分关键,很大程度上决定了是可能引导证券行业变革,起到优胜劣汰的良性循环,还是可能导致劣币驱逐良币的结果。因此,夯实中介责任势在必行,但应秉承首从区分、权责相配的原则。尽管现行法律法规针对中介机构责任的认定逐渐合理化、专业化,但是随着资本市场的不断发展,逐渐涌现的新问题会给司法实践带来新的条件,如何完善中介机构虚假陈述责任认定规则,如何合理保障投资者合法权利,有待学理和实践的进一步完善。



大成 DENTONS

DENTONS
CHINA

大成律师事务所



微信扫描二维码
关注公众号

地址: 北京市朝阳区朝阳门南大街10号
兆泰国际中心B座 16-21 层

邮编: 100020

总机: +86 10 5813 7799

传真: +86 10 5813 7788

网站: www.dentons.com

邮箱: beijing@dentons.cn