

论证券虚假陈述纠纷下中介机构的民事责任承担模式

戈梓欣

苏州大学王健法学院, 江苏 苏州

收稿日期: 2025年9月2日; 录用日期: 2025年10月9日; 发布日期: 2025年10月20日

摘 要

随着注册制改革的推进, 证券虚假陈述纠纷频发, 中介机构因其专业角色和较强的偿付能力而成为投资者索赔的重要对象。现行《证券法》确立的“连带责任 + 过错推定”模式在实践中导致责任失衡, 部分案件甚至出现“轻微过错、全额赔偿”的现象。围绕中介机构责任承担, 学界主要存在连带责任说、按份责任说与比例连带责任说三种学说, 各有优缺点, 但均难以独立回应投资者保护与责任合理分配的双重需求。对此, 有必要在责任定性层面区分故意与过失: 在故意情形下维持完全连带责任, 以强化中介机构的“看门人”职能; 在过失情形下引入比例连带责任, 通过收费比例、过错程度和原因力大小等因素确定责任份额, 并辅以职业责任保险、声誉评价机制和责任协同机制, 形成可操作的制度框架。

关键词

证券虚假陈述, 中介机构, 连带责任, 比例连带责任, 补充责任

On the Civil Liability Models of Intermediaries in Securities Misrepresentation Disputes

Zixin Ge

Kenneth Wang School of Law, Soochow University, Suzhou Jiangsu

Received: September 2, 2025; accepted: October 9, 2025; published: October 20, 2025

Abstract

With the advancement of the registration-based reform, disputes arising from securities misrepresent-

ation have become increasingly frequent. Due to their professional role and relatively strong solvency, intermediaries have become primary targets of investor claims. The current model established under the Securities Law—"joint and several liability combined with presumed fault"—has led to imbalanced responsibilities in practice, with some cases even resulting in situations of "minor fault but full compensation". Academic discourse on intermediaries' liability has centered around three main theories: full joint liability, liability in proportion to shares, and proportional joint liability. Each has its strengths and weaknesses but fails to independently reconcile the dual goals of investor protection and reasonable allocation of liability. It is therefore necessary to differentiate between intent and negligence at the level of liability characterization: in cases of intent, full joint liability should be maintained to strengthen intermediaries' gatekeeping function; in cases of negligence, proportional joint liability should be introduced, with liability shares determined by factors such as service fees, degree of fault, and causal contribution. This framework should be supplemented by professional liability insurance, reputation evaluation mechanisms, and liability coordination mechanisms, thereby forming a feasible institutional structure.

Keywords

Securities Misrepresentation, Intermediaries, Joint and Several Liability, Proportional Joint Liability, Supplementary Liability

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着我国资本市场改革进入注册制全面实施的新阶段，证券中介机构的“看门人”角色愈发凸显。近年来，因证券虚假陈述引发的民事赔偿诉讼呈现高发、多发态势，涉案金额动辄数亿元甚至数十亿元，已经成为证券市场法律纠纷的主要类型之一。在此类案件中，证券中介机构往往因其具有较强的偿付能力而成为投资者索赔的首选对象。然而，由于立法规定较为笼统、司法实践标准不一，导致中介机构责任认定存在明显分歧。有的法院判令中介机构与发行人承担完全连带责任，有的则判处其承担补充责任，还有的采用了比例连带责任的思路。这种不统一不仅导致“同案不同判”，还加剧了责任失衡，甚至出现“过错 1%，责任 100%”的极端现象。在此背景下，如何科学界定证券虚假陈述纠纷中中介机构的民事责任形态，已经成为理论与实务亟待回应的重大问题。一方面，应避免责任分配失衡导致中介机构出现“寒蝉效应”，影响资本市场的正常运作；另一方面，更要确保投资者利益得到有效保护，维护市场信任与稳定。

2. 证券虚假陈述纠纷下中介机构民事责任的现行规定与实践困境

《证券法》(2019 修订)对于中介机构在虚假陈述案件中的责任作出了较为明确的规定。第 85 条要求，若发行人披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，致使投资者遭受损失的，保荐人、承销的证券公司等中介机构应当与发行人承担连带赔偿责任，除非能够证明自己没有过错。第 163 条则将这一责任模式推广至更广泛的证券服务机构，包括会计师事务所、律师事务所、资产评估和资信评级机构等，要求其对所出具的专业文件真实性、准确性、完整性承担核查义务，否则同样需要与委托人承担连带责任，除非能够证明自己没有过错。可以看出，立法在条文层面采取了一种“连带责任 + 过错推定”的模式，其立法意图在于通过强化中介机构的法律风险来促使其勤勉尽责，防止虚假陈述进入市场。

然而，连带责任的规定在实际适用中却引发了较大争议。最突出的矛盾在于，法律文义上的“连带责任”似乎意味着“完全连带责任”，在这种情形下，投资者往往选择将中介机构与发行人一起列为被告提起诉讼，并主张中介机构对其全部损失承担连带赔偿责任，中介机构即便过错极轻，亦需为投资者的全部损失买单。由于证券市场中的虚假陈述案件往往涉及金额巨大，这种严格的责任规定对中介机构而言几乎是“灭顶之灾”。例如，在部分涉及会计师事务所的案件中，因其未能发现发行人财务数据中的重大造假行为，被判决与发行人对数十亿元的投资损失承担连带责任。¹这不仅超过了中介机构在案件中的实际原因力，也极大冲击了其正常经营。同时，适用完全连带责任也给中介机构带来了事后追偿的诉累。

面对这一困境，部分法院开始探索责任分配的新路径。在一些案例中，中介机构被认定为补充责任人，即只有在发行人无法履行赔偿义务时才承担补偿责任。²这一模式在一定程度上缓解了中介机构的压力，但却削弱了对投资者的保护效果，尤其当发行人资不抵债时，投资者面临的风险依然无法化解。因此，补充责任模式在司法实践中并未得到普遍采用。与此同时，另一些法院引入了比例连带责任的思路，即通过过错程度、原因力大小等标准明确各证券中介机构应当承担的责任比例，判决各中介机构在一定责任比例内对投资者承担连带责任。³这种模式在较大程度上平衡了投资者保护与中介机构生存之间的张力，因此逐渐成为司法判例中的“新宠”。但遗憾的是，由于缺乏明确的法律标准，不同法院对于比例责任的划分往往差异显著，受法官主观判断影响较大，即使在事实情形相近的案件中，责任比例的认定也可能相差甚远。

由此可见，现行法律规定与司法实践之间存在着明显的张力。一方面，立法采取严格的连带责任规则，意在强化中介机构的“看门人”功能；另一方面，司法在适用过程中又不得不通过补充责任或比例连带责任加以修正，以避免责任分配的失衡。结果是，不同责任模式并存于司法实践中，导致裁判尺度参差不齐、投资者救济效果差异显著。更严重的是，这种不确定性还会影响中介机构的风险预期，增加其合规成本，甚至在一定程度上削弱其正常展业的积极性。可以说，如何在法律规范与司法实践之间建立一个既符合立法意旨、又能够实现责任公平分担的合理模式，是证券虚假陈述中介机构责任制度目前面临的核心困境。

3. 证券虚假陈述纠纷下中介机构责任承担的理论争鸣

关于证券虚假陈述纠纷下中介机构的责任形态，学界与实务界的分歧主要集中于三种学说：连带责任说、按份责任说与比例连带责任说。这三种学说分别体现了不同的价值取向和制度逻辑，也对应着投资者保护与中介机构生存环境之间的不同平衡点。

3.1. 连带责任说

连带责任说是目前我国立法与多数司法裁判的主流立场。《证券法》第 85 条、第 163 条明确规定中介机构应当与发行人承担连带责任，除非能够证明自己没有过错。这一规定体现了立法者对投资者保护的高度重视，同时也是对中介机构勤勉尽责义务的强化。在学理上，连带责任说强调证券市场高度的信息不对称，普通投资者无法独立判断信息真伪，必须依赖中介机构的专业意见。因此，只有通过严格的连带责任规则，才能迫使中介机构履行“看门人”职能，确保资本市场的信息披露制度不至形同虚设。

¹如立信会计师事务所、金亚科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，四川省高级人民法院(2020)川民终 738 号民事判决书。

²如张莺、江苏保千里视像科技集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，广东省深圳市中级人民法院(2020)粤 03 民初 4220 号民事判决书。

³如李某某等诉中安科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，上海市高级人民法院(2020)沪民终 666 号民事判决书。

连带责任说的优势在于，它能显著降低投资者维权成本，避免出现“相互推诿、无人担责”的局面。在投资者视角下，只要有连带责任，中介机构就必须为投资损失买单，进而增强了救济的确定性与可预期性。然而，这一学说的不足也十分明显。首先，它容易导致责任失衡。虚假陈述行为通常由发行人主导，中介机构只是未能尽到勤勉核查的义务，甚至存在发行人故意隐瞒中介机构真实信息的情况，由于中介机构存在较大的举证负担，若不加区分地要求中介机构承担与发行人相同的赔偿责任，可能出现“过错极轻、责任极重”的不公。其次，高度严苛的责任规则容易造成中介机构“风险厌恶”，甚至因潜在赔偿额巨大而陷入破产危机，从而形成行业“寒蝉效应”，不利于证券市场的健康运行。

3.2. 按份责任说

按份责任说主张中介机构仅在其过错范围内对投资者承担责任，而不对全部损失负责。其理论与侵权法上的“过错责任原则”相适用，强调损害赔偿应与行为人的过错程度相对应^[1]。支持按份责任说的学者认为，发行人才是虚假陈述的直接实施者和主要受益者，应当承担赔偿的主体责任，而中介机构只是存在审查或核查的疏漏，其过错性质和程度与发行人截然不同，因此不应与发行人“同罪”。

这一观点符合一般侵权法的逻辑，强调责任与过错之间的正比例关系，避免中介机构因轻微过失而承担沉重责任。同时，该学说能够在一定程度上保护中介机构行业的稳定，避免出现因巨额赔偿而导致的“系统性风险”。然而，按份责任说与我国现行《证券法》的规定存在明显冲突。《证券法》在条文上明确规定了连带责任，而按份责任说却试图回到传统侵权法的个别化责任分配路径。这不仅削弱了投资者的救济效果，也有违立法者通过严格责任规则强化中介机构“看门人”功能的制度初衷。在实践中，如果完全采纳按份责任说，当发行人无力赔偿时，投资者可能难以获得有效补偿，这与证券法所确立的“投资者保护”核心价值背道而驰。因此，尽管按份责任说有其合理性，但在现行法律框架下几乎没有适用空间。

3.3. 比例连带责任说

比例连带责任说则试图在上述两种学说之间寻找平衡。该学说认为，中介机构应当与发行人在有限比例内承担连带责任，该有限比例应当根据各自的过错程度和原因力大小来确定，即谁的过错更大、在损害发生中作用更明显，就应当承担更多的赔偿责任。这一学说在逻辑上兼顾了投资者保护与责任分担的公平性，在学界和实务界都得到了越来越多的支持。

通过引入比例责任的机制，法院可以根据中介机构收费比例、过错程度以及原因力强弱等因素，合理划分中介机构与发行人的连带比例，从而既保护了投资者，也让中介机构的责任更符合其实际过错程度。这种做法与侵权法上的“原因力大小”理论相契合，也不违背《证券法》的明确规定，体现了责任与过错相匹配的基本原则。但比例连带责任说在实践中也面临难题。最大的问题在于缺乏明确的量化标准。司法实践中，法院在划分比例时往往依赖自由裁量，这种不确定性不仅削弱了司法的可预期性，也容易导致各地法院适用尺度不一，从而影响投资者的合理预期与中介机构的风险判断。另外，比例连带责任在学理上也缺少侵权法的支撑。因此，比例连带责任虽然方向正确，但在理论支持、制度配套上仍亟需进一步完善。

4. 证券虚假陈述纠纷下中介机构责任承担形态的探究

在关于中介机构民事责任形态的三种学说中，连带责任说在现行立法和司法实践中占据主导，但其“严格连带”的特征导致责任分配失衡；按份责任说虽然回归传统过错原则，却与《证券法》连带责任的明文规定相悖；比例连带责任说兼顾投资者保护与责任合理性，但在实践中因缺乏统一标准而陷入裁

量失序的困境。为此，笔者主张以“二元责任形态”为定性框架，区分故意和过失情形，在故意情形下适用完全连带责任，在过失情形下适用比例连带责任，并明确参照因素和配套机制，构建一个既符合立法目的又能实现责任合理分担的综合模式。

4.1. 责任定性的二元结构：故意与过失的区分

中介机构在虚假陈述中的责任，应当首先在定性层面上区分故意与过失，根据主观心态与行为性质作出二元划分。事实上，这在比较法中并非没有先例。美国 1995 年通过的《私人证券诉讼改革法案》(PSLRA)中就已经针对故意和非故意情形做出了区分，并分别适用无限连带责任和比例责任。该法案出台前，参与证券活动的注册会计师们面临着不断膨胀的法律诉讼，被要求承担并非完全基于其应承担的而是与其富裕程度相关的“深口袋”逻辑[2]。为了解决上述问题，该法案规定了区分故意与非故意、比例责任、损失赔偿上限等内容，这些内容对我国目前证券虚假陈述纠纷中中介机构的责任认定仍具有借鉴意义。在德国法中，审计师仅对故意或重大过失导致的虚假陈述承担责任，法院需明确审计师过错对投资者损失的实际影响，按过错程度划分责任比例，而非一概承担连带责任。可见，中介机构的故意或过失在证券虚假陈述诉讼中直接决定着其责任力的大小。

在故意情形下，当中介机构明知发行人披露的信息存在虚假，却仍然提供虚假文件或与发行人合谋舞弊时，其行为已经超越了“未尽审查义务”的范畴，构成与发行人共同故意的违法行为。在这种情况下，中介机构不仅是“失职者”，而是“共犯者”，属于侵权法上的共同侵权行为，理应与发行人承担完全连带责任。这既符合《证券法》的字面规定，也符合“主观恶性与客观危害并重”的责任逻辑。对于投资者而言，故意合谋的中介机构与发行人无异，若允许其通过“比例责任”逃避高额赔偿，不仅背离了投资者保护原则，更会纵容资本市场的系统性造假风险。

在过失情形下，中介机构在多数案件中并非有意造假，而是因核查程序不严谨、执业判断不审慎而存在过失。若在此类情形下一律适用完全连带责任，则极易出现轻微过错，却承担全部损失的畸形局面，这与侵权责任的公平原则明显不符。对中介机构而言，其过失行为虽具有危害性，但性质不同于发行人的直接虚假陈述。因而，应当在过失情形下引入比例连带责任，以合理区分不同主体的责任份额。

“故意 - 过失”的二元责任结构，不仅能够制度设计上消解“一刀切”的弊端，还能够为比例连带责任的适用确立清晰前提：比例责任只适用于过失情形，而非适用于故意造假。这为责任分配的逻辑体系提供了坚实基础。

4.2. 过失情形下比例连带责任的定量机制

在过失情形下，如何科学划分责任比例，是制度设计的核心。现行司法实践普遍依赖法官自由裁量，缺乏统一标准，导致同案不同判现象频发。有学者在对若干案例的梳理中发现，即使案件事实相近，不同法院对会计师事务所、律师事务所的责任比例划分差距可能达到数十个百分点[3]。这种差异严重损害了法律的稳定性与可预期性。

为此，比例连带责任的定量机制应当在三个维度上建立客观参照：(1) 收费比例与业务角色。中介机构在证券发行中收取的费用往往与其业务范围与责任程度相对应。会计师事务所、律师事务所、评估机构、承销商在项目中所扮演的角色不同，收费标准差异较大。因此，可以将收费比例作为衡量责任份额的基础指标，体现“风险与收益对价”[3]。(2) 过失程度。不同过失程度对责任比例的影响应当差异化。例如，若中介机构未完全履行必要核查程序，其过错性质接近重大过失，应当承担较高比例；反之，若其已尽基本义务，仅因信息隐蔽性极强而未能识别问题，则其责任比例应当相应降低。实务中可以通过建立“程序性尽职清单”，将不同层级的过错量化为若干等级，并与责任比例挂钩[4]。(3) 原因力大小。

原因力是指中介机构的行为在投资者损失因果链条中的作用强度。如果会计师事务所的虚假审计报告直接导致投资者误判企业财务状况,则其原因力极强,应承担较大比例;若中介机构仅在某一环节存在瑕疵,但并不足以单独导致投资者作出错误决策,则其责任比例应当相应减少。这三方面因素相互结合,能够形成一个多维度的责任划分机制,为法官提供可操作的裁量依据,从而减少随意性与不确定性。

4.3. 制度配套: 增强比例连带责任的可行性

确立二元责任形态划分与过失情形下的比例连带原则,还不足以保证制度的稳定运行。为了使该模式真正落地,需要相应制度配套。

首先是需建立健全职业责任保险制度。鉴于虚假陈述案件往往赔偿金额巨大,单个中介机构往往难以独立承受,应当推动中介机构建立强制性职业责任保险制度。通过保险分散风险,不仅能够避免因单一案件导致机构破产的“系统性风险”,也能在客观上增强投资者赔偿的可实现性。其次,建立中介机构声誉评价体系,形成声誉与监管联动机制。中介机构的责任不仅应体现为经济赔偿,还应通过声誉机制与行政监管相结合。例如,可以建立全国统一的中介机构信用档案,对存在重大过错的机构予以公开披露,并与业务资质、监管评级挂钩。这种声誉惩罚能够形成市场化约束,推动中介机构自律[5]。最后,配套责任协同机制。民事责任应当与行政责任、刑事责任相衔接,形成全链条责任体系。在民事责任上,可以借鉴环境侵权纠纷中惩罚性赔偿制度的规定,在中介机构故意造假情形下适用惩罚性赔偿机制。在行政处罚方面,需提高罚款上限,将行政处罚范围扩大至所有中介机构,而非只包括保荐人[6]。在刑事责任方面,应在保持刑法谦抑性的前提下加强刑事处罚的力度,正如有学者所说,“中国资本市场监管实践表明,只有对违法情节严重的案件运用严厉的刑事追责方式才能发挥其震慑作用”[7],对于不积极赔付法院生效判决的证券中介机构,可以在综合评估后将其审慎入罪。

5. 结语

证券虚假陈述纠纷中,中介机构的民事责任形态既关乎投资者保护,也关乎资本市场的健康运行。学理与实践长期存在连带责任说、按份责任说与比例连带责任说的争论,各有价值取向,却均难以独自回应制度的复杂需求。本文在此基础上提出以“二元责任形态”为定性框架,在过失情形下确立“比例连带责任”的定量因素,并辅以责任保险、声誉评价等制度配套的综合模式。该模式既能在故意情形下维持严格连带责任,强化中介机构的“看门人”功能;又能在过失情形下通过比例划分,避免中介机构因轻微过错而承担极高赔偿金额,从而在投资者保护与行业稳定之间实现动态平衡。

参考文献

- [1] 王茜. 证券虚假陈述下中介机构的侵权责任形态研究——基于故意与过失的二元责任形态区分[J]. 中国证券期货, 2025(3): 78-84.
- [2] 唐豪. 证券中介机构在虚假陈述案件中的民事责任承担[J]. 南方金融, 2025(3): 87-98.
- [3] 李建伟, 李欢. 证券虚假陈述比例连带责任的理论证成及其修正适用[J]. 证券市场导报, 2023(8): 52-64.
- [4] 杨松, 刘竹. 中介机构虚假陈述责任的理论反思、实践困境与规则重构[J]. 河北学刊, 2023, 43(2): 194-204.
- [5] 陈洁. 证券虚假陈述中验资机构连带责任的厘清与修正[J]. 中国法学, 2021(6): 201-221.
- [6] 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[J]. 现代法学, 2017, 39(4): 94-106.
- [7] 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, 22(4): 630-639.