

证券中介机构虚假陈述比例连带责任形态研究

曾韵琪

澳门科技大学法学院, 澳门

收稿日期: 2025年8月29日; 录用日期: 2025年9月23日; 发布日期: 2025年9月30日

摘要

证券虚假陈述责任本质上属于侵权责任, 当中介机构与发行人在主观上存在共同故意时, 构成共同侵权是显而易见的。但在实际情况中, 中介机构对虚假陈述事实主要存在过失, 如果此时要求其承担全部连带责任, 显然有失公平。正是在这种情况下, 现行司法实践出现了一种新的责任形态, 即比例连带责任, 这一责任形态突破了连带责任中各责任人需承担完全赔偿责任的原则。

关键词

证券虚假陈述, 比例连带责任, 中介机构

Research on the Proportionate Joint Liability Form for False Statements of Securities Issuance Intermediary Institutions

Yunqi Zeng

Faculty of Law, Macau University of Science and Technology, Macao

Received: August 29, 2025; accepted: September 23, 2025; published: September 30, 2025

Abstract

The liability for false statements in securities essentially falls under tort liability. When intermediaries and issuers share a common intention subjectively, it is obvious that they constitute joint tort. However, in actual situations, intermediaries are mainly at fault for false statements. If they are required to bear full joint and several liability at this time, it is clearly unfair. It is precisely in this context that a new form of liability has emerged in current judicial practice, namely, proportionate joint liability. This form of liability breaks through the principle that each responsible person in joint and several liability should bear full compensation liability.

Keywords

Securities False Statement, Proportionate Joint Liability, Intermediary Institutions

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. 问题的提出

证券中介机构虚假陈述责任本质上属于侵权责任，因此其责任认定需遵循侵权行为的四要件构成。在多数虚假陈述纠纷中，中介机构往往不存在与发行人、上市公司勾结或合谋的主观故意情形，更多是由于专业能力或业务水平的局限，因过失未能发现相关虚假陈述行为。当中介机构仅存在主观过失时，其是否与上市公司或发行人构成证券领域的多数人侵权，以及在此类过失情形下中介机构是否需承担全部连带责任，法院在个案裁判中给出了不同的司法回应，而比例连带责任便是其中一种责任形态。

我国《证券法》第 85 条、第 163 条规定证券市场中的保荐人、承销商、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介机构如果不能证明自己没有过错，应当与发行人承担连带责任。按照文义解释，各中介机构只要主观上存在故意或过失，就应当承担连带责任，排除了按份责任和补充责任，中介机构对投资者承担的是全部责任，因此在连带责任的法理下能够充分保护投资者的权益。但是随着注册制下中国证券集体诉讼制的确立，中介机构开始面临巨额的诉讼赔偿责任。2020 年 12 月，杭州市中级人民法院就“五洋债案”作出一审判决，判令作为债券承销商的德邦证券、出具审计报告的大信会计对五洋建设应负的 7.4 亿元债务承担连带赔偿责任。判令作为债券发行资信评级机构的大公国际在五洋建设应负债务 7.4 亿元的 10% 范围内承担责任，赔偿金额达到 7400 万元。判令为债券发行出具法律意见书的锦天城律师事务所在五洋建设应负债务 7.4 亿元的 5% 范围内承担责任，赔偿金额达到 3700 万元。2021 年，广州市中级人民法院对“康美药业虚假陈述案”作出一审判决，判令正中珠江会计师事务所及其合伙人对康美药业 24.59 亿元债务承担百分之百的连带清偿。法学学者刑会强也指出，连带责任机制可能会导致只有 1% 过错的中介机构却要承担全部的责任，而最终担责的效果也异化“深口袋”现象，即谁口袋里有钱谁担责，而不是依据责任之大小^[1]。2021 年 5 月，上海市高级人民法院在“中安科案”中开创了中介机构“比例连带责任”的判法¹。上海高院认为从 1998 年《证券法》第 161 条、《虚假陈述司法解释(2003)》第 24 条来看，连带责任的解释并不局限于全部连带，部分连带亦是法律认同的一种责任形式，由此在证券法连带责任层面解释包含全部连带和部分连带两种。上海高院在判决中指出，应当根据中介机构的过错程度、造成损失的原因力大小，认定其应承担的连带责任范围。

本文从现行典型案例出发，将思考比例连带责任的必要性和正当性，深入分析法院适用比例连带责任的思路，以期能够提供比例连带责任在今后司法裁判适用的解释路径。

2. 比例连带责任的正当性

2005 年的《证券法》和 2019 年的新《证券法》中都没有关于比例连带责任的含义，由某个地区的中级人民法院或高级人民法院做出这种创新裁判，在程序上的合法性并不充分。要使比例连带责任完全合法化，至少要经过司法解释的规定并履行相应的备案审查程序，而 2022 年的《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》(简称《虚假陈述若干规定》)中也没有对比例连带责任做出规定，因此

¹上海市高级人民法院(2020)沪民终 666 号民事判决书。

即使比例连带责任能取得较好的社会效果，也需要合法程序的保障。

杨立新教授率先提出了半叠加数人侵权的理论框架。《民法典》在侵权行为分类中明确界定了连带责任、按份责任及补充责任这些多数人责任形态，然而并未将比例连带责任纳入其中。《民法典》第 1171 条针对的是“每个人的侵权行为都足以导致全部损害”的侵权情形，第 1172 条则调整“每个人的侵权行为仅造成部分损害”的分别侵权情形，而“部分侵权行为造成全部损害，另一部分则造成部分损害”的情形，在《民法典》中并未作出明确规定，学界将其称作“半叠加的分别侵权行为”。什么是半叠加的分别侵权行为呢？根据国内学者从司法实践角度作出的界定，这一概念指的是：“两个以上行为人分别实施了侵权行为，导致同一损害后果，一部分行为人的侵权行为能够单独造成全部损害，另一部分行为人的侵权行为仅造成部分损害，则该部分行为人需就部分责任承担连带赔偿的分别侵权情形。”^[2]。《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 7 条规定的责任形态就是部分连带责任，即比例连带责任。虽然该司法解释是针对环境领域侵权的特殊规定，但其创造性地将比例连带责任理论运用于司法实践中。半叠加侵权理论可以很好地解释证券中介机构因主观过失虚假陈述情形下承担比例连带责任的合理性。首先，虚假陈述为数人侵权行为，符合半叠加的分别侵权行为的行为人“须为两人以上”的要件。虚假陈述的责任主体具体涵盖五类：发行人、发行人内部人员、发行人控制人、承销人以及证券服务机构，通常会简化为三类，也就是发行人、发行人内部人以及发行人外部人。上市公司作为发行人，承担着主要的信息披露义务，在虚假陈述民事侵权责任中属于“首要责任主体”^[3]，除发行人之外的其他主体并非简单的并列关系，其责任划分存在类型化、层次化的特点^[4]。其次，发行人与中介机构的虚假陈述行为对投资损失的原因力存在差异，但两者的原因力既存在部分重合，也有各自独立作用的部分。事实上，发行人或上市公司的行为与损害结果之间存在直接的全部因果关系，其原因力是完全的，作为虚假陈述的主要受益主体，它们隐瞒重大信息、进行虚假记载或误导性陈述的行为，足以直接导致投资者损失。而中介机构若未履行勤勉尽责义务，未能核出发行人的虚假陈述行为，其行为对损害结果的发生仅构成部分因果关系，原因力也只占一部分。在主观方面，发行人和中介机构的虚假陈述行为在主观方面也具有独立性，二类主体不具有共同过失，在客观行为上亦没有共同关联。因此，中介机构对于因自身过失导致的虚假陈述事实及投资者损失，需要承担与过错程度、原因力大小相匹配的责任。从半叠加数人侵权理论的角度来看，中介机构承担比例连带责任具备合理性。发行人或上市公司的行为能够直接导致全部损害，而中介机构的行为仅能造成部分损害，这种情形属于半叠加数人侵权的范畴。

在证券法语境下，比例连带责任展现出显著的制度适配性。首先，该责任形态更加契合证券法的规范目的。法律目的具有时代性与动态性，随社会经济需求而变迁。我国资本市场创立初期，《证券法》侧重于投资者保护；而 2022 年《虚假陈述若干规定》通过增设证券服务机构的免责事由与减轻其责任，体现出立法意图已转向理性平衡多方主体利益。比例连带责任正符合新时代下重构资本市场生态秩序的价值追求。

其次，比例连带责任有助于实现各方利益的合理平衡。利益法学派批判概念法学纯粹依赖形式逻辑而忽视社会现实的研究方法，主张法律本质上是利益冲突的调和产物，每项规则皆立足于特定利益基础。证券虚假陈述中的侵权责任分配，属具有裁量空间的司法实务问题，本质是投资者与证券服务机构之间的利益博弈，不应仅拘泥于文本而忽略实质性的利益协调。在不同侵权人之间实现科学、公平的责任分配，亦符合当代侵权法的发展趋势。将传统连带责任解释为比例连带责任，能够在投资者与证券服务机构之间建立更为均衡的利益格局^[5]。

比例连带责任的适用与现行成文法规定并无冲突。从文义解释的角度看，《证券法》第 163 条所规定的证券服务机构“应当与委托人承担连带赔偿责任”，并未排除比例连带责任这一责任形态；比例连带在性质上仍属连带责任的一种实现形式，并未脱离“连带责任”的规范文义。同样，《民法典》第 178 条规定权利人可请求“部分或者全部”连带责任人承担责任，其中“责任”未作限定，具有语义上的开放

性，为比例连带责任的解释适用提供了规范空间。因此，在现行法律框架内，比例连带责任具有充分的解释依据与制度兼容性[6]。

3. 比例连带责任在中介机构虚假陈述责任认定中的适用条件

3.1. 中介机构的虚假陈述行为与投资决定有因果关系

因果关系可划分为两种类型，交易因果关系主要在责任认定阶段对赔偿责任成立进行界定，而损失因果关系则是在责任划分阶段对赔偿责任的范围作出量化认定[7]。根据《新虚假陈述若干规定》第11条规定，中介机构与投资决定之间成立因果关系的条件之一是，中介机构在其出具的法律档中实施了虚假陈述。而不同中介机构出具的法律文书对投资者的投资决策所产生的影响也存在差异，保荐人在证券发行中的参与程度最深，而像会计师事务所这类中介机构，负责的事项相对单一且集中，同时会接受保荐机构的指导。因此中介机构不应就全部损失与发行人承担全部连带责任，承担与其因果关系相应的责任才是应有之义。

3.2. 中介机构主观上存在过失

中介机构若与发行人共谋进行虚假陈述，或者中介机构明知发行人存在虚假陈述行为，即与发行人存在共同故意的情形，此时构成共同侵权行为，自然应当承担侵权责任。但中介机构应当知道发行人存在虚假陈述却未加以纠正或避免，这种过失情形下，中介机构其实并不希望损害结果发生，这与共同故意的主观恶性程度存在差异，因此在责任承担上也需要体现过错程度的区别，中介机构主观上存在过失，应当作为适用比例连带责任的前提条件。由于过失表现并没有那么明显，有学者提出在证券发行虚假陈述的情境下，关于过失的认定，应当以注意义务为基础进行细化[8]。郭雳教授认为，中介机构所承担的注意义务可以划分为两类：特别注意义务与普通注意义务[9]。前者源于勤勉尽责的法定要求，需要中介机构凭借自身的专业知识储备和技能水平，审慎地履行相关职责；后者则是一种一般性的谨慎义务，不依赖特定的专业知识与技能。就中介机构之间的职责配合而言，只有违反其自身专业领域所应承担义务构成的过失，才应该对其适用比例连带责任。

4. 比例连带责任的内部追偿问题

4.1. 如何理解比例连带责任中的“比例”

实务中存在两种对立的观点。一种观点认为，法院在认定“比例”时，已经排除其他因素导致的责任范围，仅针对中介机构、董监高等主体自身行为或过错来确定责任，这个比例实际上是根据过错程度和原因力大小划分的连带债务人内部责任比例。另一种观点则指出，该比例只是划定各个债务人对外承担连带责任的范围，还没有涉及内部责任划分，一旦涉及相互追偿，还需要重新确定每个责任主体的内部责任份额。“比例连带责任”中的“比例”确实体现了部分损害行为人的原因力大小，可以作为内部追偿的重要参考，但很难直接当作内部责任的划分依据。以“康美药业案”为例，法院判决主文第一项明确由上市公司赔偿原告全部损失，而第三至五项则判定部分高管、董事及独立董事就上市公司的全部赔偿责任在5%至20%范围内承担连带责任。但从这些内容中难以判断，上市公司的最终责任中是否涵盖部分责任主体对外承担的比例责任。再如“五洋债案”，判决指出：“当发行人虚假陈述导致投资人损失时，承销商与证券服务机构是否需承担赔偿责任及责任大小，应结合主观过错程度与行为原因力综合判定。”²与内部责任划分相比，法院更倾向于把比例连带责任中的“比例”，视作对部分责任主体对外承

²浙江省高级人民法院(2021)浙民终514号民事判决书。

担责任划分的认定标准,也就是通过“比例”来明确部分行为人对投资者损害的过错关联和原因力大小。

4.2. 比例连带责任的确认

在连带责任主体的责任承担方面,通常分为两个步骤:中间责任和最终责任。所谓中间责任,指的是被侵权人要求某个侵权人承担全部赔偿责任的过程。而最终责任则是按照每个连带责任人应承担的责任比例来确定,如果某个责任人实际承担的责任比例超过了其应承担的份额,就有权向其他责任人追偿。比例连带责任对中间责任进行了调整,即被侵权人可以要求某个侵权人承担部分赔偿责任。不过,比例连带责任仍然需要遵循最终责任的规则,也就是说每个责任人都有各自需要承担的责任比例。因此有学者指出,在半叠加分别侵权行为理论中,通过修正内部追偿规则,虚假陈述各责任主体的内部追偿可按以下步骤进行:首先,要确定各责任人“外部比例”相加后的总责任范围;其次,依据内部过错程度分配责任份额,这里各责任人的“内部比例”需通过“外部比例”除以“外部比例相加后的总责任范围”来计算;最后,各责任人将已按“外部比例”承担的责任金额与按“内部比例”应承担的金额进行比对,进而行使相应的追偿权^[10]。

5. 结语

我国作为成文法国家,立法滞后的问题是难免的,因此法官需要发挥一定的司法能动性。司法实践中比例连带责任的出现正是司法能动性的体现,法官缩小了立法与司法的差距,进而促进法治的现代化。同时,科学的法学理论又为法官的司法能动性提供理论基础和指导,从而保障法律规范与社会生活协调一致。

参考文献

- [1] 邢会强. 证券中介机构法律责任配置[J]. 中国社会科学, 2022(5): 85-102, 206.
- [2] 杨立新. 环境侵权司法解释对分别侵权行为规则的创造性发挥——《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条解读[J]. 法律适用, 2015(10): 30-35.
- [3] 杨城. 论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新[J]. 证券市场导报, 2017(7): 70-78.
- [4] 刘磊. 虚假陈述连带赔偿责任分配的价值基础和实现标准[J]. 证券法苑, 2020, 30(3): 96-115.
- [5] 王才伟. 论证券服务机构虚假陈述比例连带责任的分担[J]. 中国社会科学院大学学报, 2025, 45(5): 131-152, 179.
- [6] 邹学庚. 虚假陈述比例连带责任的认定模式与体系展开[J]. 法学研究, 2023, 45(4): 131-151.
- [7] 丁宇翔. 跨越责任鸿沟——共享经营模式下平台侵权责任的体系化展开[J]. 清华法学, 2019, 13(4): 112-129.
- [8] 丁宇翔. 证券发行中介机构虚假陈述的责任分析——以因果关系和过错为视角[J]. 环球法律评论, 2021, 43(6): 156-171.
- [9] 郭雳, 李逸斯. IPO中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起[J]. 证券法苑, 2017, 23(5): 1-18.
- [10] 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.