

我国证券中介机构虚假陈述的民事责任

殷璐

宁波大学法学院, 浙江 宁波

收稿日期: 2025年7月22日; 录用日期: 2025年7月29日; 发布日期: 2025年8月28日

摘要

证券中介机构在证券虚假陈述中应承担何种民事责任, 一直都存在众多观点。看门人理论认为中介机构要与发行方承担全额连带责任。但司法机关在近几年证券虚假陈述案件中逐步认识到, 完全连带责任运用于中介机构, 在证券市场上并没有很好地平衡利益关系, 所以才有了比例连带责任这一责任形式。通过将半叠加的侵权行为理论及其部分连带责任带入比例连带责任进行证成和分析, 解决虚假陈述案件中证券中介机构及其他主体的责任承担问题。

关键词

证券虚假陈述, 中介机构, 比例连带责任, 追偿权

Civil Liability for False Statements by Securities Intermediary Institutions in China

Lu Yin

School of Law, Ningbo University, Ningbo Zhejiang

Received: Jul. 22nd, 2025; accepted: Jul. 29th, 2025; published: Aug. 28th, 2025

Abstract

There have been many views on what civil liability securities intermediaries should bear in securities false statements. The gatekeeper theory holds that the intermediary should bear full joint and several liability with the issuer. However, the judicial organs have gradually realized in the cases of securities false statement in recent years that the application of full joint liability to intermediary agencies does not balance the interest relationship well in the securities market, so there is this form of proportional joint liability. By bringing the theory of semi-superimposed tort and part of its joint and several liability into proportional joint and several liability for proof and analysis, the problem of liability of securities intermediaries and other subjects in the case of false statement is solved.

Keywords

False Statement of Securities, Intermediary Agency, Proportional Joint and Several Liability, Right of Recourse

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

在从审核制转变为注册制的背景下，信息披露逐渐成为证券发行前中后端全过程的核心内容之一。为了缓解融资方与投资方信息不对称的矛盾，提高证券市场交易效率，在证券市场中由保荐机构、律所等中介机构承担“看门人”的责任。二十届三中全会也提出，要深化金融体制改革，健全市场信息披露制度，加强金融市场监管，要加大对金融市场的监管力度。改革以来，证券监管的行政主导权逐步向交易所和中介机构下放，中介机构对信息披露的真实性的核查、审查义务加重，所以中介机构的合理配置及其法律责任就显得更加重要[1]，而中介机构的法律责任也更加重要。

我国证券立法对中介机构责任的规定呈现出明显的从严趋势：1998年《证券法》首次确立中介机构就其负责部分承担连带责任；2005年修法引入过错推定规则；2019年《证券法》延续并强化了这一责任体系。此种立法取向旨在通过加重“看门人”责任，督促中介机构勤勉尽责，落实证券市场“零容忍”监管要求[2]。

然而，在诸多案例中，即便中介机构仅具有轻微过错，仍需承担全部赔偿责任，这不仅可能诱发滥诉风险，更会产生明显的寒蝉效应[3]。针对这一制度困境，司法机关通过“中安科案”¹、“华泽钴镍案”²等典型案例，创新性地发展出“比例连带责任”这一新型责任承担方式。这一突破现行立法的司法实践，引发了学界关于中介机构民事责任边界的激烈论争。

本文意在从三个部分阐明证券中介机构承担民事责任的虚假陈述行为的内涵，并对其中的虚假陈述行为进行具体的说明。首先，从法理基础层面阐释证券中介机构承担虚假陈述民事责任的理论渊源与规范依据；其次，运用半叠加型侵权理论，论证比例连带责任制度构建的合理性；最后，就比例连带责任框架下，证券中介机构追偿权的行使规则及内部责任分担比例的确定标准展开探讨。

2. 证券中介机构虚假陈述民事责任的法理基础

证券中介机构需要对虚假陈述行为承担民事责任，需要弄清中介机构承担民事赔偿责任的法理依据、弄清中介机构在证券市场中的基本定位为前提。

（一）“看门人”机制及其式微

在证券市场上，虚假陈述主要有以下两种责任追究方式，第一种是第一方责任策略，第二种是第三方责任策略。第一方责任策略将民事责任的重点放在主要违法者身上，主要是发行人；而第三方责任策略则将民事责任的重点放在以证券中介为主的、与主要违法者有合作关系的第三方身上。看门人理论就是第三方责任策略的典型展现。

克拉克曼最早提出看门人理论，认为企业聘请的“被征用的代理人”可以作为“看门人”代理国家

¹参见(2020)沪民终666号，招商证券股份有限公司与李**、周**证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书。

²参见(2020)川民终293号，周琴、国信证券股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书。

执法,并对其在发现和处理违法行为时,施加一定的民事、行政和刑事责任[4]。而科菲则进一步深化,认为看门人指的是市场中介机构,其核心职责是保障投资者权益,以其专业信誉作担保,以保证发行证券的质量。作为一种声誉中介,证券中介机构向证券发行人出借自身的声誉资本,从而使证券投资人和市场参与人对发行人的信息披露状况及证券质量信以为真。在此逻辑下,证券中介机构应根据自身的专业性质,利用其在证券市场的优势地位和对公司企业、金融产品的了解程度,运用专业技能进行综合分析研判,发现问题及时向市场发出警示,对上市公司进行监管,确保信息披露的真实、准确、及时,起到“看门”的作用,同时,还应根据自身的专业性质,维护金融市场的正确运行态势。在理想情况下,中介机构不会为了发行人的利益而破坏自身的声誉资本,其必然会为了维护自身利益勤勉尽责,审慎行事。

但如果看门人理论真能按照理想情况运行,根本不会出现赔偿问题[5]。在我国立法背景下,中介机构承担连带责任,更多的是出于对资本举足轻重的地位的督促,促使中介机构勤勉尽责,尽到“看门人”的职责[6]。而且我国乃至全球中介机构因虚假陈述而被行政处罚、民事赔偿的案例并不在少数,“看门人”机制失灵的问题在证券市场上频频发生。

究其原因,主要有以下几点。首先,看门人理论的有效实施依赖于中介机构对发行人的主导地位,但中介机构所审查和监督的对象也正是向其支付费用的机构,这种委托代理制度的设计本身就蕴含着内在的矛盾。中介机构本身仍是一个理性的经济人,他们通过利益、成本、收益的权衡来实现自己利益的最大化。其次,信誉机制对中介公司的影响力不足,在理想状态下,信誉机制对看门人有很强的约束,如果看门人有足够强大的信誉资本,他们不会为了发行者的利益而与之合谋,但中国的信誉机制并不发达,因此,中介机构如果其与上市公司合谋获得的利益高于其声誉资本的损失和承担的各种赔偿责任,声誉对中介机构的约束力显然不足,那么,受利益驱动,中介机构不仅会对发行人“视而不见”,甚至会出现双方合谋造假的情况。

(二)“追首恶”理论的适配

看门人理论虽然具有一定的积极意义,但是该理论存在根本弊端,并未能够有效制约证券市场中的交易行为,中介机构的虚假陈述行为仍然频发。我国《证券法》对虚假陈述共同侵权的中介机构按照看门人的理论设定连带责任,期望对中介机构施加责任来督促他们勤勉尽责,但按照该理论对中介机构分配责任的过程中,却出现了很大的不平衡。由于许多虚假陈述的发行公司面临破产,而直接负责的管理人员的财产有限,因此在投资者获胜后,资金实力雄厚的被告通常会被优先赔付,这使得真正的“首恶”难以承担相应责任。因此,中介机构可能仅有1%的过错,却需要承担远超过这一过错的责任,甚至是全部责任,这与“过错相当”的原则完全相悖。我们有必要将民事责任策略的重点对象从第三方转向第一方,聚焦于主要违法者身上,合理配置各方的责任。因此,我们应该转向“追首恶”理论的基本观点。

证券市场要坚持以信息披露为中心,让市场在资源配置中充分发挥作用,这就是“追首恶”理论的主要内容。信息披露的第一义务人为发行人的控股股东、实际控制人等,中介机构仅作为发行人的专业顾问和辅助人员,向发行人提供专业意见[7]。当发生虚假陈述行为时,首先应当追究发行人及主要责任主体的法律责任,而后根据中介机构的主观过错程度及其在违法行为中的作用大小,确定其应承担的相应侵权责任。

一方面,与“看门人”理论假定中介机构对发行人和投资者具有极强的影响力和控制力不同,“追首恶”认为中介机构只能对发行人和投资者施加有限的影响,中介机构在合法范围内追求和维护自身利益无可厚非。另一方面,“看门人”理论充分肯定了中介机构有足够的发现能力去发现和阻止发行人的虚假陈述行为,这在一定程度上高估了机构的能力,同时为倾斜保护投资者而过于注重在事后加重中介机构的法律责任,造成了“深口袋”现象的产生;而“追首恶”则认为,中介机构的能力和行为是有限的,发行人的各种虚假欺诈行为会干扰到中介机构的审慎尽责,在尽到合理注意义务的情况下,中介机构完全

有可能仍无法察觉发行人的违法违规行为。

3. 证券中介机构虚假陈述比例连带责任的证成

自证券发行注册制实施以来,关于证券中介机构虚假陈述民事责任的认定标准、责任承担形式及内部分担机制等问题,实务界与理论界始终存在重大分歧。2019年修订的《证券法》确立了中介机构的过错推定责任制度,规定其应与发行人承担连带责任,但可通过证明自身无过错而免责。然而,由于机械适用全额连带责任导致实质正义的缺失,司法实践中逐渐形成了“比例连带责任”的裁判规则,从而出现了“法定的连带责任”与“实践的比例连带责任”分离的情况[8]。

(一) 比例连带责任的出现及深思

比例连带责任最早由美国在立法中确认,设立的目的在于提高投资者起诉的标准,减轻赔偿义务人的责任。但我国在2005年《证券法》修改时,以“看门人”理论为依据,为满足证券监管目的,将中介机构的责任规定为“连带责任”。在由核准制向注册制转型的过程中,政府对证券行政监管的影响逐步减弱,证券中介机构的职责却日益加重,信息披露更加成为监管机构和交易所发行阶段关注的核心问题。证券中介机构的角色愈加明显和重要,同时其责任也变得更加实质化。2019年修订的《证券法》继续采用连带责任的责任分配方式,以促使中介机构能够更有效地发挥监督职能,推动证券发行机制的健康运作[9]。

在原有背景下,真正对中介机构进行连带责任追究的案例并不多,而当中国证券市场将目标从保护投资者转为“填补损失”时,中介机构的连带责任突破了“公众执法效果”的“责任警示条款”范畴,反而成了“私人执法”的“深口袋”选择,投资者更倾向于将中介机构作为发行人的共同被告,在提起证券虚假陈述民事责任诉讼时,将其一并诉请承担连带责任。

司法实践中日益增多的连带责任诉讼,促使法院不得不直面中介机构全额连带责任制度在形式合法性与实质合理性之间的价值冲突。在具有里程碑意义的“中安科案”中,最高人民法院首次确立比例连带责任裁判规则,判定证券公司及会计师事务所应在特定比例范围内承担连带责任。此后,“五洋债案”“华泽钴镍案”等重大虚假陈述案件均沿袭此裁判思路,通过综合考量中介机构的主观过错程度、职能定位及涉事范围等因素,在个案中确定合理的责任比例,实现职责相匹配。

虽然比例连带责任可以对全额连带责任所带来的责任过重问题进行修正,但问题在于,比例连带责任的责任承担方式,并未在证券法中有明确规定。传统民法中的连带责任主要是指债务人整体对外承担全额责任,而在内部则根据过错和因果关系进行责任分配。因此,比例连带责任的出现可以被视为对现行立法的一种创新。这其中包含了一定的“法官创造法律”的成分,可能会导致法律适用冲突等问题。而且最高法在新的虚假陈述司法解释中,仍围绕传统的“连带责任”设定责任,没有采用“比例连带责任”的承担方式。但新的司法解释并不是围绕“连带责任”,而是针对连带责任确立了“可排除标准”,其核心已变为对过错的推定。

笔者认为,比例连带责任虽然没有在上位法中予以明确规定,但仍然是符合大陆法系的侵权法基础理论。半叠加的分别侵权理论能够很好地解释比例连带责任,为中介机构虚假陈述民事责任能够适用比例连带责任提供理论依据与支持。

(二) 半叠加的分别侵权行为理论与虚假陈述行为的适配

半叠加型分别侵权行为的规范渊源可追溯至2015年《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,该条款首次以司法解释的形式确立了此类侵权形态的法律适用标准[10]。

在侵权责任法理论框架下,数人侵权可类型化为以下三种基本形态及其对应的责任形式:其一,共

同侵权行为对应连带责任；其二，竞合侵权行为对应补充责任；其三，分别侵权行为则可能产生连带责任或按份责任。现行《民法典》虽对共同侵权与竞合侵权的责任承担作出明确规定，但对分别侵权中“部分行为人造成全部损害、部分行为人仅造成部分损害”这一特殊情形未设专门规范，而此种情形在责任形态上恰应适用部分连带责任而非完全连带责任。

就分别侵权行为的内部类型划分而言，学界通说将其区分为典型分别侵权、叠加型分别侵权与半叠加型分别侵权三种亚类型。其中，杨老师认为半叠加型分别侵权系指两个以上行为人分别实施侵权行为导致同一损害后果，部分行为具有完全原因力，部分行为仅具部分原因力，依法应当承担部分连带责任的特殊侵权形态^[11]。

半叠加的分别侵权与虚假陈述行为完全匹配。他们在主体要件和违法性要件具有一致性。此外，两者在“同一损害”方面也相符合，而虚假陈述的损害表现为被揭露日后的证券价格因行为人虚假陈述行为被揭露或更正而造成实质性影响，从而造成投资人的差额损失。其次，双方的主观过错要件相一致，都存在过错和无过错之分。最后，虚假陈述行为的“比例连带责任”，符合半叠加分别侵权行为“同时存在全额原因力与半额原因力”的要件。对于侵权人的故意和过失两种过错程度，法院一般会根据中介机构的注意义务和责任范围，对其作出不同的判决。因此，半叠加分别侵权行为与虚假陈述行为具有完全的适配性。

（三）半叠加的分别侵权行为的部分连带责任与比例连带责任的适配

侵权责任主要有连带责任、按份责任、补充责任、不真正连带责任等，而我們也需要明确中介机构责任承担的性质。

首先，比例连带责任与按份责任不相符。有学者主张，鉴于虚假陈述常呈现多份信息披露文件相互印证的特征，形成多因一果的侵权形态，应适用《民法典》第1172条规定的按份责任，根据各行为人过错程度及原因力比例分担责任。然而，此种观点与《证券法》确立的连带责任制度存在本质冲突。按份责任制度下，债权人仅能就特定份额向各债务人分别求偿，若将其适用于证券虚假陈述领域，将导致投资者无法向任一责任主体主张全额赔偿，此与我国证券立法保护投资者的价值取向明显相悖。

其次，比例连带责任与补充责任不相符。部分学者提出补充责任方案，主张应由发行人承担首要责任，中介机构仅就确定比例承担补充责任。尽管“保千里案”一审采纳此观点，但二审改判为比例连带责任的裁判要旨表明，补充责任模式已被司法实践所否定。并且补充责任也是于法无据，有违“过责相当”原则，难以兼顾证券中介机构的利益，也无法及时保护投资者的权益^[12]。

最后，半叠加分别侵权行为的部分连带责任与比例连带责任相匹配，从而成为其坚实的理论依据。发行人与其股东、实控人等在证券虚假陈述行为中为主要受益人，其对于投资者财产损失这一损害结果是最为关键和主要的存在。而中介机构未能发现发行人的虚假陈述行为，未能勤勉尽责，对损害结果的发生具有部分原因力，对投资者的全部损害有部分贡献度，各方当事人应当对共同损失部分承担连带责任。此外，部分连带责任能够最大限度地平衡投资者、发行人与证券中介机构三方之间的利益关系，也与监管部门和司法机关“追首恶”的理念一脉相承。

4. 比例连带责任视野下追偿权的行使及内部比例的确定

虽然比例连带责任理清了发行人与中介机构之间的责任承担问题，但如果中介机构承担责任范围过大，就会出现追偿难的问题。使中介机构承担连带责任是立法者价值选择后的结果，是利益再平衡后的价值判断，也是中国证券制度完善的重要一环^[13]。同时，连带责任本身也决定了当某一债务人承担了超出自己份额之外的债务时，一定会产生一种对内追偿权，但是法院按照比例给中介机构划分的责任只对外有效，并不存在内部责任的划分问题，若需相互追偿则需重新认定内部责任所占有的份额。

(一) 证券中介机构追偿权行使的对象

虚假陈述的责任主体和追偿对象主要为发行人及其控股股东、实际控制人和证券中介机构。

首先,中介机构是发行人的受托人,需要先行考虑内部责任的分配以及内部追偿,这需要明确中介机构的过错大小以及与投资者损失之间的原因力。在比例连带责任的框架下,对外存在发行人和中介机构对外的分别侵权行为,对内存在发行人对中介机构的欺诈和隐瞒行为,其中发行人的主观状态可以被认定为故意,他们清楚知道信息的真实性情况,而中介机构则存在主观方面的过失。中介机构的对外连带范围按照双方过错程度和原因力大小,应小于发行方,而在内部关系中,中介机构出现审核过失是因为中介机构的欺诈和隐瞒,又因为双方有委托关系,从而出现了侵权责任和违约责任的竞合。证券中介机构承担的只是中间责任,发行人则应该承担最终责任,证券中介机构有权向发行人行使全额追偿权,反之则不能追偿[14]。

其次,学界不少观点认为发行人的控股股东、实际控制人也应成为中介机构追偿的对象,中介机构有权要求发行人及其控股股东、实际控制人共同承担连带责任,或者由中介机构向发行人的控股股东、实际控制人直接追偿[15]。《证券法》规定,除非能证明自己没有过错,控股股东和实际控制人应当对违法信息披露给投资者造成的损失与发行人共同承担连带责任。

最后各中介机构依据自身的专业水平参与证券活动,其职责相互之间会重叠交叉,大量的文书和报告也是互相引用和依赖,使得责任划分和落定较为困难。其追偿的情况大致为,几家中介机构均承担部分连带责任,投资者向几家机构主张权利后已获得全部赔偿,实际承担责任的中介机构要求其他中介机构承担相应责任。我们可以根据结合中介机构不同专业能力,区分不同的勤勉尽责标准,判定其应当承担的责任。

(二) 证券中介机构内部追偿比例的确定

根据半叠加的分别侵权理论,部分责任主体需在全额范围内承担连带赔偿责任,而另一些则按照比例承担连带赔偿责任。同时,在责任内部,责任主体可以根据比例承担相应的按份责任,或者在无法确定具体比例的情况下,承担均等分配的按份责任。

对证券中介而言,连带责任分为中间责任和最终责任。中间责任是投资人请求中介承担全部赔偿责任的过程,如果它实际承担的比重高于应当承担的比例,则由其向其他责任主体追偿,恢复至相应的范畴,而这就是证券中介的最终责任。

比例连带责任构建了两个比例,其一是外部比例,这是中介机构和其他责任主体对外承担连带责任的占比大小,其更多地考虑与侵权行为对应的比例,不需要考虑比例之和的问题。其二是内部比例,这是各责任主体在内部责任划分中形成的按份比例,各主体比例之和应为100%。因此,证券中介机构以内部追偿为目的的虚假陈述,一是确定各责任人外部比例相加之和,即全额赔偿的范围;二是根据过错成都确定自己的内部责任份额,即某一具体中介机构的内部比例 = 外部比例/各责任主体外部比重之和的责任范围;最后,特定中介机构将自己实际所承担的与应当承担的内部责任相比较,向不同主体行使追偿权。

5. 结语

证券市场的良性运行离不开法律基础和法律制度的良好配合与引导。在证券市场的各个环节中,通过在各责任主体之间合理配置职责配置方式,维护投资者、发行人和证券中介机构等主体之间的利益平衡。半叠加的分别侵权行为理论及其代表的部分连带责任与比例连带责任高度契合,既能够体现“追首恶”原则,又能有效维护投资者的合法权益。但该制度目前仍面临立法依据不足、内部追偿标准模糊等局限,未来需通过立法完善与案例积累进一步优化。可以期待这样的责任承担方式可以在未来的司法实践中发挥出更大的制度优势,促进我国证券市场的蓬勃发展。

致 谢

在本文的写作过程中,我非常感谢我的导师,她耐心地指导了我写作的各个环节,给我提供了修改的意见和非常大的帮助,对我文章的完成起到了重要作用。

参考文献

- [1] 陈洁. 全面注册制下中介机构责任边界的阶层构造[J]. 证券市场导报, 2024(7): 3-13.
- [2] 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.
- [3] 李建伟, 李欢. 证券虚假陈述比例连带责任的理论征程及其修正适用[J]. 证券市场导报, 2023(8): 52-64.
- [4] 邢会强. 证券中介机构法律责任配置[J]. 中国社会科学, 2022(5): 83-102, 206.
- [5] 朱晓喆, 马强. 证券服务机构部分连带责任的理论基础与效果展开[J]. 南大法学, 2024(5): 55-72.
- [6] 郭雳, 吴韵凯. 虚假陈述案件中证券服务机构民事责任承担再审视[J]. 法律适用, 2022(8): 41-54.
- [7] 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[J]. 财经法学, 2021(2): 98-116.
- [8] 郑戔, 王辰龙. “股债区分”视野下证券虚假陈述民事责任的要素考量[J]. 证券市场导报, 2024(9): 37-50.
- [9] 甘培忠, 孔令君. 论 IPO 注册制改革背景下中介机构作用之强化[J]. 法律适用, 2015(8): 17-24.
- [10] 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.
- [11] 杨立新, 陶盈. 论分别侵权行为[J]. 晋阳学刊, 2014(1): 110-121.
- [12] 史欣媛. 比例连带责任在中介机构虚假陈述责任认定中的适用[J]. 河南财经政法大学学报, 2022(4): 35-44.
- [13] 虞李辉. 证券虚假陈述案中中介机构责后追偿问题研究[J]. 法学, 2024(9): 177-191.
- [14] 陈洁. 证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正[J]. 中国法学, 2021(6): 201-221.
- [15] 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(6): 156-171.