

## 虚假陈述中介机构连带责任的检视与改革

任孝民<sup>\*</sup>

**内容提要：**由监管主导的现行《证券法》对中介机构民事责任的配置主要基于监管政策目标考虑，即确保投资者充分获赔、威慑阻遏欺诈，但《证券法》简单刚性的连带责任规定对司法环节关注不足；法院处在监管导向的法律规定与自身“公平合理分配责任”的角色要求的拉扯困境中，开始在个案中尝试限缩连带责任给中介机构带来的过大风险敞口。中介机构连带责任之赔偿与阻遏功能设想存在问题：完全赔偿的价值导向有其视野局限，而通过连带责任最大化投资者赔付存在系统性的激励扭曲问题，影响市场稳健性；威慑阻遏功能在故意、明知与过失情形下的实现路径不同，连带责任的探查激励效果有情形局限。未来应修改《证券法》，剥离中介机构民事责任上的过度监管目标考量，回归司法裁判视角；结合侵权责任原理，分类限缩连带责任的适用，引入比例责任、修正的连带责任等多样化的责任形态与赔偿分摊安排，满足法院避免中介机构过责失衡的规则需要。

**关键词：**虚假陈述 中介机构连带责任 比例责任 完全赔偿 阻遏预防

虽然《证券法》明确规定了中介机构的连带责任，但近来法院在个案审理中开始分割、限缩连带责任。如在保千里、五洋债、华泽钴镍、中安科、康美药业等案件中，法院判决中介机构承担补充责任或特定比例内的连带责任，事实上挑战乃至突破了《证券法》上连带责任形式的标准要求。同时，在一些案件中，不同地区不同审级法院做出了截然相反的判决与改判，这不仅让实务界困惑，更反映出司法本身对此类案件责任分配的裁量困境。近期发布的《最高人民法院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》”）虽迂回地限缩连带责任适用，但碍于《证券法》的明文规定，并未直接触及中介机构的责任形式问题，司法困境并未从正面得到根本上的解决。法院做出不同于标准连带责任的责任安排，原因为何？深层冲突何在？应通过何种改进予以理顺？基于此，本文聚焦于探

<sup>\*</sup> 任孝民，北京大学法学院博士研究生。

讨监管主导的《证券法》立法下,我国法院偏离《证券法》限缩连带责任的现实动因,并反思过往对中介机构连带责任的目标与功能的设想。

尽管学界已就改革中介机构连带责任进行了多角度讨论,但鲜少关注其背后的“监管与司法张力”问题。明确“中介机构民事责任本质上是民事司法的问题,而非监管政策工具”这一应然立场,可为理顺虚假陈述民事责任配置、重塑中介机构责任形态以解决司法裁判的困境,提供有益且必要的视角思路。行文具体结构为:首先,分析当前《证券法》关于虚假陈述中介机构连带责任的规则逻辑,解释其背后监管导向的政策目的。其次,介绍评析法院个案对《证券法》的偏离,尤其是限定比例的连带责任的判决做法,并从监管与司法的不同角色目标分析背后的动因,指出监管中心主义的《证券法》民事责任条款与其本身作为司法裁判依据之间的张力。然后,重新审视监管对中介机构连带责任在“赔偿”与“阻遏”上的功能假定,揭示其问题与局限:单纯强调完全赔偿投资者可能导致系统性的不当激励;而威慑阻遏的达成受制于中介机构成本收益的客观约束,在中介机构过失状态下,连带责任激励探查以阻遏欺诈的效果有限。最后,针对司法当前面临的困境,阐述中介机构责任配置要“去监管化”,剥离过度强调投资者获赔、阻遏欺诈的监管考量,关注民事司法层面的规则需要;在以“责任与过错相匹配”为原则限缩连带责任适用的整体思路下,从实体责任调整与形式路径选择两方面提出建议。

## 一、《证券法》下中介机构连带责任的规则与逻辑

### (一)《证券法》的相关规定与问题

#### 1. 多主体之全面单一的连带责任

证券虚假陈述行为及其民事赔偿往往涉及多个主体,包括上市公司及其董监高与其他直接责任人员、控股股东与实际控制人以及各类中介机构。基于共同侵权的学理构造,有关主体对投资者的赔偿系一种“多数人责任”。<sup>〔1〕</sup>我国《证券法(2019)》第85条与第163条首先规定了发行人、上市公司承担“无过错责任”,其次对控股股东与实际控制人、董监高等人员、保荐人、承销的证券公司及其他证券服务机构则规定了“过错推定”基础上的连带责任,即“与发行人、上市公司承担连带赔偿责任”“与委托人承担连带赔偿责任”,但能够证明自己没有过错的除外。

总体上看,《证券法》对中介机构规定的是全面且单一的连带责任。“全面”是指连带责任适用于所有过错情形,《证券法》未对故意、明知和过失等不同主观形态加以区分。“单一”体现在《证券法》除了连带责任,未提供其他责任形态以备选择。从文义表述看,连带责任的适用具有绝对性。此外,以第85、163条为基础,虚假陈述民事责任制度构建了以发行人、上市公司为“首要责任主体”,<sup>〔2〕</sup>以及各主体承担连带责任的赔偿安排,这一制度是以作为主要信息披露义务人的发行人与上市公司为核心的类型化、层次化体系,各主体并非简单的并列关系。<sup>〔3〕</sup>在虚

〔1〕 关于多数人责任,参见阳雪雅:《连带责任研究》,人民出版社2011年版,第151-166页。

〔2〕 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年7月号。

〔3〕 参见刘磊:《虚假陈述连带赔偿责任分配的价值基础和实现标准》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2020年版,第96-115页。

假陈述的规制逻辑中，不同主体在上市公司虚假陈述行为中的角色、地位及其对投资者损失发生的原因力、作用大小不同。从动因上看，行为决策者通常是董事、高管或实质上直接行使了管理权的控股股东、实控人，故而也被视为“首恶”。〔4〕比较而言，中介机构处于公司的权力架构之外，以合同关系为基础，其职责在于核验、检查，除了与上市公司共谋协同、教唆帮助或明知情形外，中介机构过失状态下未能发现虚假系一种不作为，其角色与过错要弱于直接做出或指使公司虚假陈述的积极行为人。

## 2. 连带责任引发的层次解体与过责失衡

《民法典》第178条第1款规定：“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。”在连带责任的标准定义下，被侵权人可向任一连带责任主体提出全部损失求偿，而后者无论过错大小都有对外全额赔付之义务。“任一责任主体的全额负担”意味着，不同主体在虚假陈述中基于权力角色、主观过错的层次区分，在赔偿的实际承担上被极大消解。这一意义上，“全面、单一的连带责任”与“多主体的层次性”间存在张力。

此外，尽管第178条也规定了连带责任主体内部的责任份额划分与超出自身责任份额的追偿权，但当被告有一方缺乏偿付能力时，连带责任会直接加重有偿付能力责任主体的负担，而后续追偿困难又会使先赔偿者成为最终的实际赔偿者，承担远超其责任份额的赔偿，背离“责任与过错相匹配”原则。〔5〕现实中，很多欺诈发行、虚假陈述的上市公司财务状况不佳，因欺诈而被索赔时通常已经或即将被退市；而控股股东、实控人、董监高等主要责任主体的偿付能力往往也存在问题，此时过错较小但资金实力相对可观的中介机构将最终承担远超其过错的赔偿额。〔6〕

## （二）连带责任的正当化：契合监管目标

“任何人都只对自己的行为所引发的后果承担责任。”〔7〕背离“自己责任”“过失责任相匹配”等基本原则，是连带责任的固有争议。但多数人侵权中，责任的分配极其复杂，〔8〕侵权责任模式也往往内含特定时期的公共政策选择与价值偏向。连带责任在我国证券欺诈领域的适用亦如此。表面上，在“乱世用重典”的实用主义逻辑下，我国证券市场在发展初期规范性不足，投资者保护与证券欺诈责任制度不健全，这为严厉的连带责任提供了正当性支撑。但内在逻辑则是，“侵权行为法的重要机能在于填补损害及预防损害”〔9〕，关于连带责任的流行观点——连带责任能达致补偿与威慑功能的统一〔10〕——恰好与监管对强化投资者保护（赔付）的政治性强调、维护市场秩序目标下威慑效果的政策追求相契合。

首先，基于投资者保护在舆论、政治上的正当性，我国证券欺诈救济强调充分完全赔付投资者，而连带责任将更多主体作为赔偿来源的“钱袋子”，被认为可使无辜的中小投资者获得更充

〔4〕“追首恶”或“惩首恶”作为当前执法导向，旨在打击决策、指使的关键主体，一般指向控股股东或实控人，但证监会等部门并未给出明确定义与具体范围界定。“首恶”强调实质视角，理论上可指实际扮演了决策指挥者的任何主体。

〔5〕参见李明辉：《注册会计师的过失责任：连带责任抑或比例责任》，载《河北法学》2005年第4期。

〔6〕如五洋债案中，对五洋集团债务承担连带责任的实控人、承销商、会计师的实际履行结果分别是15万、5.75亿、1亿。

〔7〕程啸：《侵权行为法总论》，中国人民大学出版社2008年版，第172页。

〔8〕有关技术、理论争议可参见叶金强：《共同侵权的类型要素及法律效果》，载《中国法学》2010年第1期；杨立新：《多数人侵权行为及责任理论的新发展》，载《法学》2012年第7期。

〔9〕王泽鉴：《侵权行为法》（第一册），中国政法大学出版社2001年版，第34页。

〔10〕参见郭锋主编：《虚假陈述证券侵权赔偿》，法律出版社2003年版，第84、90页。

分赔偿。在新《证券法》修订前,我国缺乏可比拟于美国证券集团诉讼的程序机制,加之受理的行政前置要求,使得司法救济程序的可获得性显著不足,诉讼提起率较低。<sup>〔11〕</sup>在民事赔偿落实困难的背景下,对投资者保护的整体政策性强调,反而增加了实体层面对更严格责任形态的需要,以平衡程序方面的不足:仿佛唯有连带责任才能对弱势投资者施以法律制度文本上的平衡性补偿。

其次,连带责任被认为更有市场震慑力,可敦促中介机构更积极地尽职调查并阻遏欺诈。承销商、保荐人以及会计师、律师等专业独立的第三方被赋予了“看门人”(gatekeeper or watchdog)之角色期待:以自身声誉为担保向市场提供核实鉴定服务,“通过不作为或不同意的方式来阻止市场不当行为”<sup>〔12〕</sup>,确保信息披露或相关预测的可信度,以减少资本市场中的信息不对称。一般认为,在过错推定下,中介机构为避免承担连带责任的大额赔偿风险,会更有动力对上市公司欺诈保持敏感,甚至主动探查,由此连带责任更具阻遏预防效果。同时,因我国证券市场发展时间较短,中介机构与发行人等的合谋造假时有发生,可责难性较高,连带责任也被视为落实中介机构主体责任的一种措施。

不过,一方面,连带责任之赔偿与阻遏功能看似契合监管目标,但其中存在诸多未经审视的“想当然”,忽略了中介机构连带责任潜在的问题与局限;另一方面,全面单一的中介机构连带责任规定忽视了民事司法裁判的需要。下文将予以详述。

## 二、司法实践对《证券法》的偏离

### (一) 法院在责任划分上的创造性尝试

#### 1. 限缩连带责任的个案处理

一方面,司法中的个案裁判并不完全符合《证券法》“全面、单一的连带责任”与“连带责任之任一责任主体的全额负担性”;另一方面,一些结果互异的改判案例也凸显了司法系统内缺乏统一认识。例如,保千里案中,法院对未共谋、非故意的资产评估机构,通过援引《最高人民法院关于会计师事务所为企业出具虚假验资证明应如何承担责任问题的批复》(法释〔1998〕13号)中对会计师“补充责任”的规定,最终判决其承担补充赔偿责任。<sup>〔13〕</sup>此外,法院甚至创造了中介机构承担“特定比例内的连带责任”的做法。五洋债案中,一审判决五洋集团实际控制人、承销商、会计师对五洋集团的赔偿债务额承担连带赔偿责任,而对律师和资信评估机构,则考虑责任承担与过错程度相结合原则,酌定二者分别在5%和10%范围内连带赔偿。<sup>〔14〕</sup>二审予以了维持。

对比而言,华泽钴镍案与中安科案中的一二审则出现了完全相反的判决结果。华泽钴镍案

〔11〕 参见何朝丹:《“虚假陈述证券民事诉讼”法律实效研究》,载《证券法苑》第2011年第2期。

〔12〕 〔美〕约翰·C·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第2、3页。

〔13〕 参见广东省深圳市中级人民法院(2018)粤03民初3866、3867、3869号民事判决书。

〔14〕 参见浙江省杭州市中级人民法院(2020)浙01民初1691号民事判决书。



中，一审法院认为：华泽钴镍存在主观故意，应赔偿原告全部损失，而国信证券与瑞华会计师事务所是过失，应在各自过失范围内承担连带赔偿责任，分别为40%和60%。<sup>〔15〕</sup>不过，二审中，四川省高级人民法院将中介机构责任改判为对全部赔偿承担连带责任。中安科案中，一审判决财务顾问与审计师均对中安科的相关赔偿义务承担连带责任。<sup>〔16〕</sup>但上海市高级人民法院二审予以改判：连带赔偿责任并非仅限于全额连带赔偿，部分连带赔偿责任也是法律认可的责任形式；责任范围上应考量行为性质、过错程度以及与投资者损失之间的原因力等因素予以综合认定，认定二者分别对行政处罚中涉及的不同特定项目未能勤勉尽责，进而判决分别在25%和15%范围内承担连带责任。<sup>〔17〕</sup>

## 2. 特定比例内连带责任的定性

保千里案中，虽然法院形式上突破了《证券法》的规定，也存在法律适用上的问题，<sup>〔18〕</sup>但至少补充责任本身有法律依据。然而其他案件中，中介机构在特定比例范围内承担连带赔偿责任的判决，看似仍冠以连带责任，但其并非我国《民法典》与侵权法上被类型化的责任形式，也无直接条文表述与法律依据支持。当前《证券法》也并未特别规定或可间接推导出“可就损害赔偿进行部分连带”。

关于这种责任承担方式的定性归类，一种肯定性观点认为，连带责任并不意味着需对所有赔偿都连带，即便法律没有明确规定，部分连带也是连带责任的一种方式。<sup>〔19〕</sup>但这种部分连带责任说在我国缺乏法律与法理支持，一是区分“全部”与“部分”，不符合连带责任概念中“各责任人均负全部给付之责任”的规范定义与法律效果，二是学理上也尚未构建出“部分连带责任”的正式法律概念。<sup>〔20〕</sup>类似的“比例连带责任”之说法，亦有同样的概念含混与原理错误问题。<sup>〔21〕</sup>

另有认为，我国法院似开始向美国证券欺诈诉讼中的按份责任或比例责任（proportional liability）<sup>〔22〕</sup>靠拢。但该解释存在难以自圆其说的粗陋——虽有比例之外形却未贯彻比例责任的技术处理。以美国为例，判责之关键是确定原告及各被告的“过错比例”，<sup>〔23〕</sup>以此确定各自的责任比例与赔偿数额，所有过错方的过错比例加总应为100%。然而，前述案例中所谓比例的确定近乎直觉，缺乏认定过错比例的论述和说理，也未在100%总和下精确划定“各方”的过错。如华泽钴镍一审判决券商与会计师分别在各自过失范围（即40%和60%比例）内对故意欺诈的上市

〔15〕 参见四川省成都市中级人民法院（2019）川01民初2202号民事判决书。

〔16〕 参见上海金融法院（2019）沪74民初1049号民事判决书。

〔17〕 参见上海市高级人民法院（2020）沪民终666号民事判决书。

〔18〕 一是该复函是在《证券法》颁行前做出的；二是该复函并未规定非虚假验资情况下是否适用补充责任。

〔19〕 参见丁宇翔：《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》，载《环球法律评论》2021年第6期。

〔20〕 参见傅远泓：《论“连带责任”责任效果的类型化及适用》，载《民商法论丛》2020年第3期。

〔21〕 实务界开始区分“全部连带责任”和“比例/部分连带责任”，并将1998年《证券法》规定的中介机构“就其负有责任的部分承担连带责任”作为后者的依据。但既然能区分“负有责任的部分”，且又限定于此，那么已然是比例责任，为什么又称之为连带责任？反言之，在连带责任之任一主体的全额负担性下，又如何能仅就“负有责任的部分”连带？或因意识到该问题，2005年修法删除了“就其负有责任的部分”，直接规定“承担连带责任”。

〔22〕 参见前引〔5〕，李明辉文。

〔23〕 See Robert Mednick & Jeffrey J. Peck, Proportionality: A Much-Needed Solution to the Accountants' Legal Liability Crisis, 28 Valparaiso University Law Review 867, 867-918 (1994).

公司的赔偿金额承担连带责任，但该比例显然并非二者的过错比例。

综上，我国法院之创造，既非连带责任也非比例责任，实质上仅是对连带责任基于公平责任考虑所施加的一种“比例限制”或“限额”。直接动因则是法院在《证券法》刚性规定与遵循“责任与过错相匹配”这一公平裁判原则的张力下，面对上市公司被诉时普遍缺乏偿付能力的现实，为限缩中介机构最终的责任承担而不得不进行的粗糙技术尝试，系权宜之举，存在原理错误。

## （二）偏离动因：监管与司法间的张力

《证券法》被监管主导的立法现实及监管与司法间的张力，即不同的机构角色目标及所导致的对责任认定规则逻辑的不同偏好，是法院偏离《证券法》的深层原因。作为我国证券市场起步发展的法律保障，《证券法》的最初起草与历次修改主要围绕证券监管目标由监管机构主导，加之前期缺乏真实案件争议，很难预见性地对目前司法裁判所遇问题与规则需求予以考虑，故其对虚假陈述民事责任的立法选择主要受监管目标和诉求影响，而非基于司法裁判视角。

监管强调投资者赔付与司法以衡平为主基调的救济，看似都指向民事赔偿，但实则不同，因为监管机构的角色与司法系统的职责定位不同。美国1933年《证券法》颁行时，有学者就指出其监管导向的立法观：行政监管旨在促进合规，证券法本身的目的不在于为投资者提供法律救济，民事责任条款仅为实现监管政策目的——确保法律强制披露信息的准确性——的手段，规定民事责任重在预防（preventive）而非补救矫正（redressive）。<sup>〔24〕</sup> 尽管相较而言，我国的监管一贯也强调投资者赔付，但因其机构职能并不针对民事赔偿层面，故其对民事责任也更多是出于功能性考虑，服务于监管政策目的：一是凸显投资者保护（充分赔付）的政治目标，二是实现威慑效果。例如2005年的《证券法》修订说明提道：“对投资者特别是中小投资者的合法权益的保护机制不完善，对损害投资者权益的行为缺乏民事责任的规定……过于原则，难以操作，不利于打击违法、违规行为，维护资本市场的秩序。”<sup>〔25〕</sup> 可见《证券法》强化民事责任根源于高度监管导向的目标。

相较监管而言，民事司法则旨在妥善处理案件纠纷、定分止争，需以“责任与过错相匹配”为原则导向。虽然特定时期法院对特定问题也会有政策偏向，如“亲消费者”或“亲生产者”，但其目标侧重在原告投资者与各被告间公平分配风险与责任，这就需要综合考虑各方的利益平衡，而非偏重一方。由此，司法与监管对民事责任规则的需求侧重也就不同。

当前《证券法》的表述逻辑是“有过错即要承担连带责任”，过错与连带责任之间几乎划等号，以增进监管的功能性目的。然而，司法裁判的职责要求所导向的逻辑是“有过错→产生责任→对不同情形施以适合的责任方式，合理确定、分摊赔偿”，由此产生了《证券法》简单刚性的“有过错→连带责任”逻辑与法院“视情况选择责任安排”的灵活性需要之间的矛盾。

基于此，《证券法》虽是更高阶的法律，但司法系统内具体裁判规则的表述与其并非完全一致。例如《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》<sup>〔26〕</sup>《最

〔24〕 See Harry Shulman, Civil Liability and the Securities Act, 50 *The Yale Law Journal* 227, 227-253 (1933).

〔25〕 《关于〈中华人民共和国证券法（修订草案）〉的说明——2005年4月24日在第十届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议上》，载 [http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/lftz/rlyw/2015-04/23/content\\_1934300.htm](http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/lftz/rlyw/2015-04/23/content_1934300.htm)，最后访问时间：2022年2月22日。

〔26〕 如第24条规定：“专业中介服务机构……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。……”

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》（以下简称《会计师责任若干规定》）<sup>〔27〕</sup>等，均以“过失大小”“负有责任的部分”等字眼限定责任范围。《全国法院民商事审判工作会议纪要》也要求“责任承担与主观过错程度相匹配”。特别是，《会计师责任若干规定》第10条明确了验资审计中会计师的赔偿责任顺序上劣后，同时对“与其过失程度相应的赔偿责任”设定了上限——“以不实审计金额为限”；第5条列明的连带责任适用情形也限于故意、共谋或明知，有关司法裁判立场是：应注意区分故意与过失，分别相应承担连带责任和补充赔偿责任，对共同故意或明知情形才适用连带责任。<sup>〔28〕</sup>

### 三、中介机构连带责任的目标与功能检讨

监管导向下，中介机构连带责任的政策正当性在于“最大化投资者赔付”的赔偿目标与“威慑阻遏虚假陈述”的预防目标，但其中之设想未经检视。对其检讨涉及两个层面：一是目标本身的合理性，二是通过连带责任加以实现有何问题、局限。

#### （一）反思最大化投资者赔偿目标

理论层面，强调投资者充分赔付是“完全赔偿”价值导向的体现，但这种传统侵权法的补偿功能解读已无法适应与证券相关的复杂案件；商业现实层面，通过中介机构连带责任实现最大化赔付，会导致系统性的权责扭曲以及中介机构、投资者等多方主体的不当激励，最终影响行业持续良性运转，带来不良市场后果。

#### 1. 价值导向的理论检讨

“完全赔偿”意味着填平被侵权人遭受的全部损害，即计算现状与未发生侵权时两种状态之差额。只要基于因果关系而论证责任成立，那么责任范围就单方面基于受害方的受损额，而独立于行为人的过错程度、可预见性等因素，<sup>〔29〕</sup>因此法院的综合判断与自由裁量亦受到限制。但侵权法上，差额补足的完全赔偿原则并不绝对，其仅是偏向受害方的政策选择，存在多方面局限性，<sup>〔30〕</sup>与其相对的还有限制赔偿模式。如在美国等广泛采纳比例责任、比较过错（comparative negligence）的国家，完全赔偿更多是纯理论概念，司法实践侧重以“过错程度与责任范围成比例”为导向，损害赔偿范围交由法院综合多种因素权衡决定，诸如原被告过错、过错要件满足度、因果关系盖然性与贡献度、利益保护力度、行为正当化程度、损害分散的可能性、风险控制便利度等。我国侵权法学界也已开始反思僵化适用完全赔偿带来的过错责任失衡问题。<sup>〔31〕</sup>

本质上讲，随着社会经济互动复杂化与价值诉求多元化，侵权法已从朴素的“主补偿、辅预防”的功能解读中完成进化，转而在法经济分析中被视为一套社会风险分配机制。降低个体受害风险所需的行为自由之控制亦有成本，侵权法要调整的是行为人（自由价值）与受害人（安全价

〔27〕 如第6条第1款规定：“会计师事务所……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。”

〔28〕 参见最高人民法院民事审判庭第二庭编著：《最高人民法院关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》（重印本），人民法院出版社2015年版，第217-265页。

〔29〕 参见郑晓剑：《侵权损害完全赔偿原则之检讨》，载《法学》2017年第12期。

〔30〕 参见前引〔29〕，郑晓剑文；徐银波：《论侵权损害完全赔偿原则之缓和》，载《法商研究》2013年第3期。

〔31〕 参见叶金强：《论侵权损害赔偿范围的确定》，载《中外法学》2012年第1期。

值) 两方, 旨在维持社会活动必要风险程度与救济受害人间的复杂平衡。<sup>[32]</sup> 同时, 控制行为自由的成本由社会整体承担, 相对分散且难以货币化度量,<sup>[33]</sup> 这些成本在立法过程中代表不足 (under-represented), 往往造成过度阻遏 (over-deterrence) 的次优选择。在此意义上, 强调对证券投资者完全赔偿, 实则将投资者参与投资的必要风险转嫁给中介机构及受其服务影响的其他市场参与者, 从而抑制后者的市场参与积极性, 过犹不及。此外, 结合证券市场复杂、独特的价格形成与交易机制, 精确的损失完全赔偿只是技术想象, 因此需警惕将完全赔偿绝对化。

## 2. 激励扭曲与市场后果

中介机构连带责任是“深口袋” (deep pocket) 问题的典型表现。深口袋是指“因具有较强资金实力而易被作为索赔对象的人或实体”<sup>[34]</sup>。法院裁判也偏好让“钱袋子被告”承担更多的赔偿。<sup>[35]</sup> 在我国的连带责任规定下, 投资者发现上市公司通常缺乏偿付能力, 此时一并起诉具有一定资金实力的中介机构的情形愈来愈多; 监管推动的保荐人先行赔付更直接显示了监管的深口袋偏向。基于财富因素施加责任的结果是个案中责任与过错的错配, 连带赔偿致使过错责任“保证化”, “钱袋子被告”变相成为对所涉风险提供保险的保险公司。

若只是偶然承担加重的赔偿责任, 一次随机的责任错配对主体行为激励的扭曲并不严重, 但深口袋的真正危险在于, “钱袋子被告”具有“重复参与者” (repeat player) 属性。<sup>[36]</sup> 作为市场中的重复参与者, 中介机构会因其“理想被告”身份常态化地成为主要的赔付资金源, 这将系统性地扭曲各类市场主体的权责激励。

首先, 可能诱发中介机构的行业危机。一方面, 中介机构会将额外的赔偿责任风险视为业务固定成本, 通过提价向上市公司与投资者转嫁, 或干脆减少向特定行业或初创公司等高财务风险企业提供服务, 这均会推高证券市场的信息获取成本。20 世纪 70、80 年代, 美国中介机构在连带责任与集团诉讼的双重挤压下, 为应对诉累而付出巨大成本, 一些会计师事务所甚至因过重赔付而破产, 得以存续者则避免为高风险公司提供审计服务。另一方面, 为中介机构提供职业保险的保险公司也提高了保费与赔偿条件, 乃至为避免高额保险赔付而退出有关业务领域, 中介机构因此丧失风险平滑转移途径, 进一步加剧了业务保守化。<sup>[37]</sup>

其次, 将求偿重点放在过失的中介机构一侧, 使其承担连带责任下的额外惩罚, 而故意欺诈的上市公司及行使管理决策的董事高管、控股股东、实控人等首要行为人, 却可能因缺乏偿付能力而实际避开赔偿责任, 且不论其能否通过促进中介机构勤勉尽责而减少欺诈, 但对次要侵权主

[32] 参见前引 [29], 郑晓剑文; 王磊:《侵权损害赔偿范围的确定机制》, 载《法学》2021 年第 4 期。

[33] See Walter Olson, Overdeterrence and the Problem of Comparative Risk, 37 *Proceedings of the Academy of Political Science* 42, 42-53 (1988).

[34] Jonathan Wallace & Susan Ellis Wild, *Webster's New World Law Dictionary*, Wiley, 2006, p. 119.

[35] See Robert MacCoun, Is There a Deep-Pocket Bias in the Tort System? The Concern over Biases Against Deep-Pocket Defendants, RAND Corporation, 1993, pp. 1-6; Victor E. Schwartz, Phil Goldberg & Christopher E. Appel, Deep Pocket Jurisprudence: Where Tort Law Should Draw the Line, 70 *Oklahoma Law Review* 359, 359-404 (2018).

[36] See Janet Cooper Alexander, Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 *Stanford Law Review* 497, 497-598 (1991).

[37] 具体可参见前引 [12], 约翰·C·科菲书, 第 191-193 页; Eric R. Fencl, Rebuilding the Citadel: State Legislative Responses to Accountant Non-Privity Suits, 67 *Washington University Law Quarterly* 880, 880-882 (1989).



体 (secondary wrongdoer) 过度制裁、对故意的积极行为人责任施加不足而导致阻遏不足 (under-deterrence)，反而会激励董事高管、实控人等的欺诈行为。<sup>〔38〕</sup>

此外，会给投资者造成“反正有金主出钱兜底”的认知心理，减弱其投资谨慎度，乃至鼓励投机。<sup>〔39〕</sup> 当主要责任人缺乏偿付能力时，问题是如何对其不足额偿付风险重新分配。<sup>〔40〕</sup> 有主张认为，连带责任让有过错的其他被告承担个别被告无偿付能力的风险，显然比让无辜原告承担更公平合理。<sup>〔41〕</sup> 但即便存在金融消费者一说，投资本质上不同于消费，直面、甄别并承受风险是投资者的角色所在；如果疏于防范公司经营与财务上的风险，很难说投资者是无辜受害人。证券市场是一个复杂的博弈系统，其能有效运行、优化资源配置，是基于“投资者理性审慎”而非“投资者无知无辜”。家长主义的强投资者保护背离了促进市场在更高理性水平上博弈的目标，不宜过度强调最大化赔付、足额赔付而忽略其风险。

## （二）连带责任阻遏预防的功能局限

连带责任对中介机构的激励效果并非固有、普遍的。数人侵权中，连带责任的预防功能有其实现的机理、条件，具有场景限定性，取决于能否产生与假定目标相容的激励倾向。“决定连带责任的，正是信息、惩罚和行为的特性。”<sup>〔42〕</sup>

### 1. 阻遏预防的要素与路径

连带责任实现阻遏功能的前提在于成本端的“连通性”或行为端的“控制能力”。前者如古代连坐中，对亲属的惩罚等同于行凶者自己的成本。不过基于情感、血缘的亲属成本概念已基本被现代法废弃。后者则指在数人侵权中，基于各行为人对行为决策实施的实质影响力，即各主体均可通过作为或不作为，对行为或事件的发生施以一定影响或控制，进而可通过加大责任产生激励效果，促使一方对行为的发生或结果加以管控。因此，连带责任的作用以“现实能力” (competence) 与“心理动机或激励” (incentive) 为共同基础，且前者更为重要——若客观上已无力识别获悉欺诈，加大责任激励也将无济于事。

中介机构发挥影响力的方式有两种：第一种是在有意思联络的情况下，作为虚假陈述的参与者之一，对行为事态发展具有直接的积极控制力；第二种是在无意思联络的情况下，基于获悉欺诈的信息优势，具有纠正或向市场预警的能力。不同主观状态下，中介机构施加影响控制的现实能力和方式，以及连带责任的激励效果不同（如图1）。

“有意思联络”通常是指中介机构故意同公司共谋，或存在协同、帮助或教唆行为，各主体具

〔38〕 故而有学者认为，虚假陈述民事责任的求偿重点应是追究“首恶”责任，而非“看门人”责任。参见邢会强：《证券中介机构法律责任配置》，载《中国社会科学》2022年第5期。

〔39〕 See Ronald A. Dabrowski, Proportionate Liability in 10b-5 Reckless Fraud Cases, 44 *Duke Law Journal* 571, 593&604 (1994).

〔40〕 See Marc I. Steinberg, et al., Contribution and Proportionate Liability under the Federal Securities Laws in Multidemandant Securities Litigation after the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 50 *Southern Methodist University Law Review* 337, 380-381 (1997).

〔41〕 See Adam F. Ingber, 10b-5 or Not 10b-5: Are the Current Efforts to Reform Securities Litigation Misguided?, 61 *Fordham Law Review* S351, S371 (1993).

〔42〕 张维迎、邓峰：《信息、激励与连带责任——对中国古代连坐、保甲制度的法和经济学解释》，载《中国社会科学》2003年第3期，第101页。

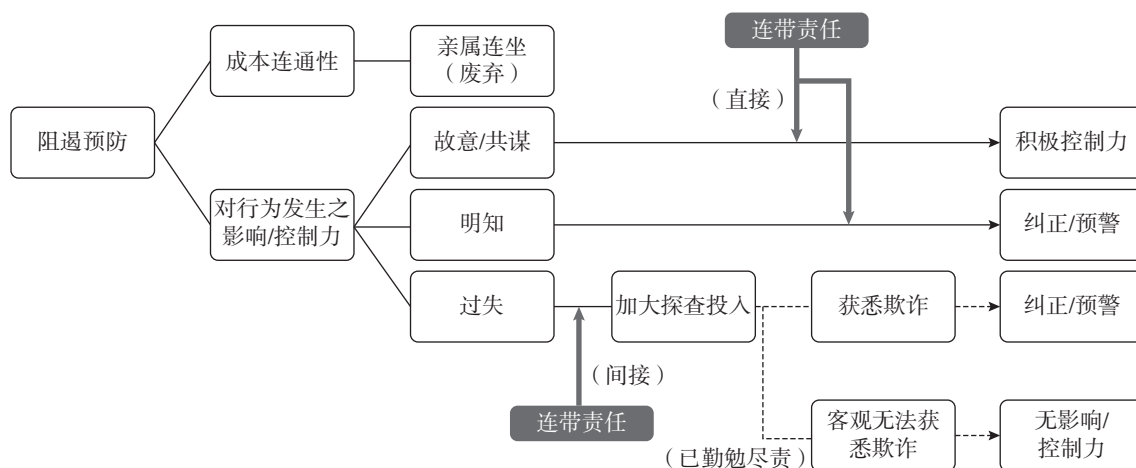


图1 中介机构连带责任威慑阻遏的作用路径

有主观上的关联性，均知晓欺诈。此时作为积极行为人的中介机构有直接管控的现实能力（即第一种）。动机上，虚假陈述的主要受益者通常是上市公司及其董事高管或大股东，中介机构仅收取固定业务费，通过对收益较小的中介机构施加连带责任，可对其产生激励进而实现阻遏效果。

“无意思联络”的主观状态包括明知与过失，此时中介机构的影响力表现为纠正或预警能力（即第二种）。在知情情形下，中介机构通过业务关系等已知晓欺诈，<sup>〔43〕</sup>此时也具有纠正预警的现实能力。中介机构虽出于维护客户关系而具有忽视虚假的动机，但类似故意情形，连带责任的严厉惩罚往往超过该客户收益，可促使中介机构核实风险并采取行动——与公司沟通以阻止欺诈，或以不予出具专业意见、解除合同乃至报告监管机构等方式向市场传递信号。

不同于故意和明知，在过失状态下，连带责任阻遏预防的实现路径是间接的，需通过促使中介机构加大探查投入、提高注意水平进而识别欺诈。在是否加大投入的动机上，中介机构在具体业务中需在发现欺诈所需探查投入与未能发现欺诈所面临的赔偿责任（即发现欺诈所能避免的损失）间进行成本收益分析，其纠正预警能力特定情形下不具期待可能性，下文予以详述。

## 2. 成本约束与激励效果局限

《证券法》第163条要求证券服务机构“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”。但作为外部人员，中介机构核查验证均需公司配合，缺乏对过程的直接控制；加之技术手段难以完全映射现实，且客观上无法对公司的海量信息进行逐一还原式彻查。<sup>〔44〕</sup>由此，信息获取上的成本约束了探查欺诈的边界，因为作为市场主体、“理性人”，中介机构不可能为求真相而不顾成本地无限投入。因此，除少数特别情形下中介机构的核查被赋予了一定保证色彩（如上市时保荐人的制度构造），勤勉尽责实际上并非“发现所有漏洞以杜绝

〔43〕 明知通常也包括程序上的主观推定状态，此处暂且忽略法律技术上的推定，强调事实效果上的“已知悉”。

〔44〕 有关执业活动的局限可参见刘燕：《会计师民事责任研究——公众利益与职业利益的平衡》，北京大学出版社2004年版，第23-78页。

欺诈，保证披露信息的绝对真实”〔45〕的结果性保证。

在探查激励的成本收益图（图2）中，由于边际投入效益递减，为获取信息每增加一单位探查投入的收益会越来越小，因此“发现欺诈所需探查投入 $\alpha$ ”曲线会加速上升，并无限趋近于为确保绝对真实所需的注意力水平 $N$ 。此外，只有探查成本小于赔偿责任时，中介机构才有动力继续投入以求免责，而随着探查成本趋近赔偿责任，责任的激励效果会逐渐减弱至近乎无效。

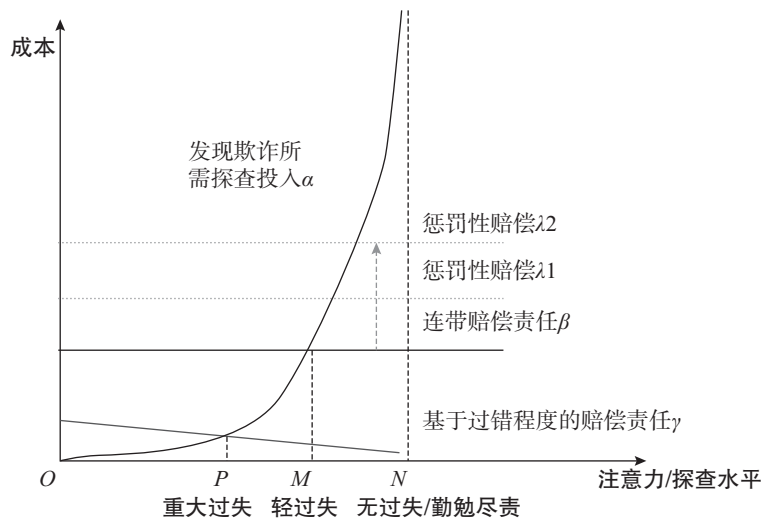


图2 中介机构连带责任探查激励的成本收益情况

具体而言，（1） $P$ 点前，各种责任形式的赔偿均高于探查投入，中介机构提升注意力以求免责有正收益（ $\gamma - \alpha > 0$ ； $\beta - \alpha > 0$ ； $\lambda - \alpha > 0$ ），各类责任均有激励效果。（2） $P$ 点后，探查投入超过基于过错程度比例的赔偿责任 $\gamma$ ，该责任形式不再有激励效果，此时更高额的连带责任 $\beta$ 仍有效。（3） $M$ 点后，即便施加连带责任，事前提高注意力仍是负收益（ $\beta - \alpha < 0$ ），此时连带责任也失效，除非采取不断加大上限的惩罚性赔偿 $\lambda$ 。不过，不断加大的惩罚虽可通过减少虚假带来信息真实的收益，但极大的探查成本与过度阻遏导致的经济损失会更大，总体上仍是不效率的。（4）接近 $N$ 点时，探查成本趋于无限，此时无法期待中介机构不计代价去探查不实，任何赔偿责任形式都将失去激励效果。

可见，连带责任的探查激励效果会随着已有注意力水平的增加而减弱，同时仅在有限情形下优于基于过错程度的赔偿责任（如比例责任）。因此，合理的责任安排应区分注意力水平与过失程度。对于中介机构“重大过失”情形，即本可通过较低成本进一步提升注意程度、探知虚假却未能予以揭露阻止而有违勤勉尽责，连带责任有效率，也是公平的。但是，对已在较高注意力水平上的“一般过失”或“轻过失”情形，客观成本约束下本就难以发现全部不实，连带责任缺乏激励效果，且由于责任与过错的严重错配，也会失去公平基础。

特别是，前述分析仅考虑了中介机构在业务中“加大探查投入”与“承担赔偿责任”间的选

〔45〕 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》，载《证券法苑》第23卷，法律出版社2017年版，第12页。

择,如果同时考虑中介机构在“探查投入+责任风险”与“业务收益”对比下“做业务”与“不做业务”的选择,那么连带责任过度阻遏导致中介机构服务供给不充分,会使市场整体福利受损。当前《证券法》单纯强调连带责任的功能而忽略其条件、局限与问题,不区分过错情形简单施加连带责任将难达预期。

以上结合证券市场与中介机构业务的特点,在“责任—激励—行为”分析框架下反思、揭示了中介机构连带责任之上的过度功能设想,从而提供了限缩中介机构连带责任的原理基础。

#### 四、破解司法困境的路径建议

司法的困境,在个案中的外在表现是:存在限缩中介机构连带责任的现实需求却受制于《证券法》刚性绝对的表述,无所适从。其内在症结在于:中介机构民事责任本质上是司法环节的问题,但《证券法》上全面单一连带责任的规定却是监管逻辑主导的产物,且基于想当然的赔偿与阻遏之功能设想。简言之,是监管主导立法的《证券法》与强势监管逻辑对司法裁判需要的关注不足乃至挤出。破解司法的困境:理念上,需明确“民事司法”以及立法之“民事责任”安排与“行政监管”间的定位回归;具体制度规则上,需修改《证券法》,区分情形以限缩连带责任适用,借鉴引入域外侵权法上的其他责任形态与赔偿分摊安排,从而使中介机构民事赔偿回归“过错与责任相匹配”的基本原则。

##### (一) 中介机构民事责任配置的去监管化

首先,需提升民事司法之于监管的自主独立。过往,我国金融证券领域存在“强监管、弱司法”问题。受制于专业能力与经验积累不足,法院民事司法呈现对监管的“目标依附”与“技术判断依赖”。不过,新《虚假陈述司法解释》明确了前置程序的废除与法院在虚假陈述认定、重大性、因果关系、过错等要素上的判断标准。提升法院司法程序及要件判断独立性的改革正在推进,这为法院司法回归本职角色——基于过错、公平合理地确定并分配赔偿责任——奠定了基础。

其次,需扭转民事实体责任安排上的“监管中心主义”倾向,剥离中介机构责任配置上的过多监管考量。第一,在赔偿目标上,要弱化确保投资者充分获赔的监管政策强调,从风险分配视角理解侵权民事赔偿,修正受害者单方视角下不考虑行为人过错程度的“完全赔偿”之价值导向,转向行为人视角下遵循“责任与过错相匹配”原则,以公平分配中介机构赔偿责任、合理填补原告损失。第二,在威慑阻遏上,基于中介机构连带责任的客观局限,不应对其赋予过高的法律控制效果期待,遏制欺诈应交由监管执法。尽管监管的公共执法(public enforcement)与民事诉讼的私人执法(private enforcement)间有一定功能替代性乃至目标上的融合促进关系,<sup>[46]</sup>后者对于实现监管目标也曾在我国法律制度借鉴时备受推崇,但值得注意的是,美国学界已在反思公司证券、反垄断法等领域的私人执法以及连带责任、惩罚性赔偿等民事责任安排的实际阻遏功效。<sup>[47]</sup>在

[46] See J. Maria Glover, The Structural Role of Private Enforcement Mechanisms in Public Law, 53 *William and Mary Law Review* 1137, 1137–1217 (2012).

[47] See James D. Cox, Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct, 60 *Law and Contemporary Problems* 1, 1–38 (1997).



违法阻遏的经济分析中，行为人决策并不单纯取决于严厉连带责任带来的心理威慑，还受“受制裁概率”的影响，因此通过强化监管执法提高发现率去震慑市场，更为直接有效。<sup>〔48〕</sup>尤其对中介机构而言，行政执法框架下因受调查带来的业务受理资格暂停、业务停滞等即刻不良后果，对业务经营影响极大，往往比私人诉讼中或然的民事责任威胁更能直接提高其执业谨慎性。

## （二）责任形态重塑之实体安排

在取消前置程序与新《证券法》“特别代表人诉讼”机制不断提升救济程序可得性与便利度的背景下，为避免“高程序可得性+加重的连带责任”给中介机构服务的充分供给、稳健开展带来类似美国曾经历的行业困局，救济程序可得性与实体责任严格程度间的再平衡势必要求限缩中介机构连带责任。要实现限缩效果，一种思路是个案司法的“技术精细化”，即法院在侵权责任认定中，通过严格界定行为损害范围、因果关系等要件，更精确细化责任，间接实现中介机构损失赔偿范围与数额的实质限缩。目前，学界、实务界已就此展开了具体且针对性的讨论，如通过“重大性”解释扩大轻微瑕疵的“勤勉尽责”保护，通过因果关系的区分来限定损失范围等。<sup>〔49〕</sup>不过，这一思路仅有个案意义，且难以突破《证券法》全面单一连带责任的硬性规定。因此，有必要从抽象立法层面直接限缩连带责任的适用情形，调整中介机构的责任形态，如以比例责任乃至引入修正的连带责任等更宽松的责任形态替代连带责任。值得注意的是，对于公开发行环节，有学者已指出保留中介机构连带责任的适当性，本文不再赘述。<sup>〔50〕</sup>以下主要讨论公司IPO后虚假陈述中的中介机构责任应如何调整。

### 1. 一般过失适用比例责任

首先，对于故意共谋与明知情形，中介机构直接背离了自身职业角色，可责难性较高，连带责任也可直接起到阻遏预防效果，因此保留连带责任并无争议，这也与《民法典》第1168条标准共同侵权的规定契合。

实践中争议较大的是过失情形。虽然区分过错程度限制连带责任渐成共识，但具体如何调整，各主张则宽严不同。一种观点笼统认为，过失的中介机构应仅就其负责任的部分承担比例责任。另有观点认为，“重大过失”仍适用连带责任，一般过失、轻微过失才适用比例责任。<sup>〔51〕</sup>其理由是，重大过失在侵权法原理上是一种“应知”或“有认识的过失”，即介于故意与通过过失之间但更接近故意，是一种行为人很大程度上可避免的、具有较强道德可责难性的过错形态，<sup>〔52〕</sup>“表现为审验机构极端疏忽或极端懈怠的心理状态，欠缺一般专业机构起码的应当具备的注意程度”<sup>〔53〕</sup>，因此原则上与故意情形适用相同的法律效果。对此，保留“重大过失”下的连带责任更加可取。因为连带责任此时较比例责任更能激励中介机构加大探查投入，且不会显著不公。当然，不同中

〔48〕 参见彭冰：《解构证券虚假陈述的民事赔偿制度——从先行赔付到投资者补偿基金》，载《商法界论集》第7卷，法律出版社2021年版，第39-64页。主张弱化对民事责任阻遏威慑的强调，行政责任和刑事责任才是对违法行为人更好的惩罚，能更有效遏制虚假陈述。

〔49〕 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，载《法律适用》2022年第5期。

〔50〕 参见邢会强：《证券中介机构法律责任配置》，载《中国社会科学》2022年第5期。

〔51〕 参见陈洁：《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》，载《中国法学》2021年第6期；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。

〔52〕 参见叶名怡：《重大过失理论的构建》，载《法学研究》2009年第6期。

〔53〕 前引〔51〕，陈洁文，第217页。

中介机构因各自职责角色、业务流程而构成重大过失的具体情形，应在个案中不断予以明晰、类型化，且应严格界定、不宜扩大化。

对重大过失之外的一般过失、轻微过失情形，应适用比例责任。其一，原理上符合当前侵权责任领域对非主观关联的共同侵权排除连带责任适用的整体趋势。作为侵权责任的具体适用场域，证券欺诈民事赔偿责任安排也受到侵权法在侵权责任功能导向、共同侵权问题上一般抽象的理论立场、模式选择的影响。随着侵权责任的技术处理发展与理论反思，严格的连带责任限制派主张“除非行为人有主观上的意思联络，否则不能让其承担苛刻的连带责任”<sup>〔54〕</sup>。美国20世纪80年代侵权法改革大幅限缩废止了连带责任，1999年《第三次侵权法重述·责任分担编》建议，除故意侵权、共谋行为以及安全保护义务人的连带责任外，应在比较过错基础上，以比例责任为主、以连带责任为例外。其二，虽然《民法典》第1171条规定了无意思联络的共同侵权——分别实施造成同一损害且每个行为都足以造成全部损害——承担连带责任，但该条对中介机构涉及虚假陈述的情况不宜适用。因为投资者交易决策所依赖的信息有其直接的披露义务人，披露义务人之披露行为与中介机构对其所披露信息核查验证、出具意见的行为，两者并非单独、并列的“分别实施，且每个都足以造成全部损害”，而是具有从属关系，没有前一行为，就没有后一行为，两者的实质作用并不相同。其三，这也符合域外中介机构责任配置的一般做法。面对证券集团诉讼下滥诉问题与“深口袋”偏向下原告过度索赔问题带来的中介机构行业危机，美国1995年的《证券私人诉讼改革法》（The Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA）顺应侵权法限制连带责任的整体趋势，修改了1934年《证券交易法》关于虚假陈述责任的规定，以比例责任替代了“疏忽大意”（recklessly）下的连带责任，同时保留了“明知”（knowingly）的连带责任。<sup>〔55〕</sup>相较于《证券交易法》的监管法色彩，PSLRA则侧重法院对虚假陈述赔偿责任认定分配的具体操作，更加司法导向。

不过，适用比例责任需避免我国前述案例中的技术误区。在美国以比例责任为原则、比较过错的背景下，责任分摊首先需要对包括原告在内的各方对损失之发生进行过错比例认定，过错主要依据行为的性质（故意还是过失）、因果关系的性质与强度加以认定，<sup>〔56〕</sup>各方过错比例加总应为100%，<sup>〔57〕</sup>再由过错比例决定责任比例，原告自身过错比例下的损失由原告自身承担，不能从被告处获偿。<sup>〔58〕</sup>具体而言，法院需首先认定涉案上市公司、董监高、控股股东、实控人及各中介机构的过错比例，然后通过主观状态进行责任形式分流，故意、明知或重大过失的被告承担连带责任，一般过失的被告只承担其被认定过错下的比例责任。

至于补充责任，其并不适合证券虚假陈述中介机构的责任。一是，补充责任本身并不完全符合“责任与过错相匹配”，而是具有补充性、兜底性。二是，《会计师责任若干规定》中会计师的补充责任限于出资核验情形，且以不实审计金额为限，这一确定的不实金额与被侵权人（如无法

〔54〕 王利明：《侵权责任法研究》（上卷），中国人民大学出版社2010年版，第511页。

〔55〕 See 15 U. S. Code § 78u-4.

〔56〕 See Restatement, Third, Torts: Apportionment of Liability § 8. (2000).

〔57〕 参见前引〔12〕，约翰·C·科菲书，第194页。

〔58〕 See Restatement, Third, Torts: Apportionment of Liability § 7. (2000).

获偿的债权人)损失之间有直接对应关系;但在证券虚假陈述中,投资者损失源自公司股价波动,具有不可预测性且可能金额巨大,与公司资产上的价值并不直接一致。

## 2. 原告无法获偿风险的再分配

比例责任会增加投资者无法充分获偿的风险,对此,美国法院可将无法获赔额在原告和各被告之间依其过错比例进行再次分配。PSLRA 也特别规定了精细复杂的平衡性赔偿分摊安排,可予借鉴引入。具言之:如果原告投资者最终无法从各被告处有效获偿,过失的中介机构不因其比例责任而完全置身事外,还需对原告未获赔付的赔偿数额(uncollectible share)承担如下“连带性”偿付义务:<sup>[59]</sup>(1)如果原告是小额索赔者,即财富净值小于20万美元且案涉损失超过其净财富的10%,需对此类投资者的全部损失承担连带清偿责任;(2)即便原告并非小额索赔者,也需对原告未被偿付部分以其责任比例清偿,但总额不超过按其比例责任赔偿的50%。<sup>[60]</sup>如此,既保证了风险承受能力较弱的中小投资者获得充分赔偿,又限制了过失被告的总体赔偿责任风险,实现了各方利益的相对平衡。

## 3. 引入修正的连带责任与责任限额机制

责任配置回归“过错与责任相匹配”原则并不局限于比例责任。美国侵权责任改革除限定连带责任于特定主观状态(明知、共谋)、损害类型(经济损失)与案件类型外,还构造了区分过错程度的“修正的连带责任”(modified joint and several liability),以限缩过错较小被告的责任。一是,可根据过错程度赋予不同责任形态。美国有些州规定只有过错超过一定比例的被告才承担连带责任,否则只需承担比例责任。各州的比例设定不一,比例越高,对连带责任的限缩越强:伊利诺伊和夏威夷要求25%及以上过错才承担连带责任,<sup>[61]</sup>爱荷华和明尼苏达要求50%及以上,<sup>[62]</sup>密苏里和威斯康星要求51%及以上,<sup>[63]</sup>而宾夕法尼亚则要求60%及以上。<sup>[64]</sup>如共计100元的损失,若原告有10%的过错,被告A、B、C分别有55%、20%、15%的过错,那么B、C只对自身过错分别承担20元、15元的比例责任,而A则要对自身以及B、C的责任份额承担连带赔偿责任(55+20+15=90)。二是,可根据过错程度为连带责任设定上限(caps)。如美国南达科他州规定“过错在50%以下承担连带责任的被告,最多承担不超过2倍于其过错比例的赔偿责任”<sup>[65]</sup>。就前述假设情形,被告B、C的赔偿上限分别为40元、30元。

综上,要实现对不同行为角色被告过责相当的责任分配,势必要求多元、立体的责任形态与赔偿分摊规则,赋予法院区分处理的空间。我国当前的侵权责任形态相对扁平、有限,借鉴前述域外做法,不仅有助于理顺中介机构责任分配问题,对处理其他复杂的共同侵权案件也有裨益。

## (三) 责任形态重塑之形式路径

限缩连带责任适用,形式上须直接修改《证券法》,原因如下:

[59] 承担比例责任的被告看似又需承担额外赔付,但并不影响初始责任分配上的“比例责任”性质。

[60] See 15 U. S. Code § 78u-4.

[61] See 735 Ill. Comp. Stat. 5/2-1118.; Haw. Rev. Stat. § 663-10.9.

[62] See Iowa Code § 668.4.; Minn. Stat. § 604.02.

[63] See Mo. Rev. Stat. § 537.067; Wis. Stat. Ann. § 895.045 (1), 283 Id.

[64] See 42 Pa. Cons. Stat. § 7102 (a.1).

[65] S. D. Codified Laws Ann. § 15-8-15.1.

其一，一方面，全面、单一的连带责任无法满足实践需要，也就无法杜绝法院基于公平考量的突破性尝试，最终使《证券法》的规定缺乏现实统摄力；另一方面，其他各类裁判规则中存在不同于连带责任的规定，司法实践也一直强调区分故意明知与过失适用不同责任形态，这些事实上的责任多样化也削弱了《证券法》的权威性基础。

其二，仅司法解释或下位规则的改动不足以解决问题。在现行《证券法》的刚性表述下，新《虚假陈述司法解释》以迂回方式限缩连带责任适用的做法，存在下位法与上位法规定间的解释摩擦。新《虚假陈述司法解释》第13条将《证券法》中的过错明确区分为“故意、明知”和“严重违反注意义务的过失”两种情形，<sup>〔66〕</sup>以试图将连带责任的适用限于“重大过失”的过失。<sup>〔67〕</sup>有学者评价此种限缩解释“明确了只有在故意与重大过失情形下……承担全部连带责任……是对现行证券法下不分主次、不区分过错状态的全部连带责任的重大修正”<sup>〔68〕</sup>。但是，这种体系解释的说法无法避开来自《证券法》的质问——重大过失之外的一般过失、轻过失并未被《证券法》明确排除于连带责任的适用。此外，新司法解释也并未明确赋予其他过失情形以不同责任形态，是适用比例责任、补充责任，还是其他何种责任？未能彻底实现“一般过失、轻过失→非连带化”的明确分流，会始终面临《证券法》上“有过错→连带责任”表述逻辑的笼罩。

因此，未来《证券法》修改，需改变简单刚性的规定，限定连带责任仅适用于特定情形，即故意共谋、明知与重大过失；对此之外的情形，则突出原则性与可解释性整体导向，如规定中介机构“依过错程度对其应负责部分承担相应赔偿责任”，至于具体适用何种责任形态、是否设定赔偿上限机制，则可由司法解释区分情形加以规定。

## 五、结 论

不加区分的中介机构连带责任是监管目标导向下基于特定市场与制度环境的政策选择，但其建立在对连带责任赔偿与阻遏功能的不当假设与片面理解之上，也并未对司法适用中的潜在问题予以预见性考虑。过往证券诉讼处于受抑制状态，《证券法》中全面单一的连带责任规定未引发波澜，但证券欺诈民事诉讼改革的推进或将提升中介机构的风险敞口，使过责不匹配问题凸显，催生了限缩中介机构责任的调整动力与现实需求。华泽钴镍案中一审法院的创新尝试与二审法院的“悬崖勒马”，及其与中安科案二审法院相反方向的改判对比，呈现了司法裁判当下的困局。

中介机构民事责任问题的处理涉及两条问题线：一是监管与司法，二是证券法的特殊规定与侵权法之一般原理规范。就前一问题，《证券法》同时作为监管法与司法裁判依据，该双重角色间存在张力。目前监管主导的僵化规定无法满足司法实践需要，因此未来修改《证券法》之际，关于虚假陈述民事责任条款的设计，应扭转监管中心主义的立法倾向，首要考虑民事司法需公平

〔66〕 该两种情形具体为：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；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。

〔67〕 参见林文学、付金联、周伦军：《〈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〉的理解与适用》，载《人民司法》2022年第7期。

〔68〕 陈洁：《虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》，载《法律适用》2022年第3期，第56页。



合理分配责任的基本目标与规则需要。在回归司法视角后，就后一问题，还需学界进行更为细致的辨析和讨论，兼顾一般侵权责任原理与虚假陈述民事侵权在主体、行为等方面的特点，同时考虑侵权责任的基本价值取向反思与功能侧重转变等基础问题模式转型的大背景。比如，如何从完全赔偿模式转向限制赔偿模式，侵权法如何为虚假陈述民事责任安排引入修正的连带责任、责任限额机制提供可能空间等。本文着重处理了第一条线，对于第二条线的问题，虽有涉及，但中介机构责任形式的重塑还需协同侵权法进行更为系统的审视与设计。

---

**Abstract:** The joint and several liability of intermediaries under the current Security Law, whose legislation is dominated by regulatory agency, is calculated to advance the goals of regulatory policies, that is, to guarantee investors a full compensation and deter securities fraud by pressuring intermediaries to be more prudent. Since the civil liability clause is substantially shaped by preferences of the regulatory agency, rather than the real need of the adjudication system, the judiciary seems to get stuck in confusion between the “domineering securities regulation” and its own inherent objective of apportioning responsibilities based on fault reasonably and fairly. There also emerges an interesting phenomenon, if not a trend yet, that some courts are going to limit the excessive risk exposure of intermediaries brought by joint and several liability of the Securities Law. Re-examining the presumptions underlying the functions of joint and several liability can shed light on the proposals to narrow joint and several liability. On the one hand, the full compensation to plaintiffs is not an absolute and incontestable claim and joint and several liability might create systematically distorted incentives among security market participants, undermining the robustness of securities markets. On the other hand, there are totally different paths to cause deterrence for “intentionally” “knowingly” and “recklessly” situations, and joint and several liability would not necessarily create and impose salient incentives on intermediaries to increase input for fraud detection in some scenarios. For the policy implication and legislation reform, undue regulatory concerns should be divided away from the civil liability clause. Also, diversified liabilities like proportional liability and modified joint and several liability should be included and the formulation of the Securities Law should be adjusted to give courts more leeway to apportion responsibilities more flexibly, by doing so, avoiding the disproportion of responsibilities to fault.

**Key Words:** misrepresentation, joint and several liability of intermediaries, proportional liability, full compensation, deterrence

---

(责任编辑：李 敏 赵建蕊)