

证券中介机构法律责任配置

邢会强

摘要：随着我国股票发行体制改革的深入，我国引入了美国学者提出的看门人理论，并以此作为不断加重中介机构责任的理论依据，试图通过严厉的法律促进资本市场中介机构“看门”职能的实现。但责任轻重亦有限度，如果责任过重，有违“过责相当”原则，将不利于资本市场生态平衡。中介机构法律责任的配置，应考虑分配正义、激励相容、商业逻辑和国家竞争等诸多因素，以实现各方利益均衡。看门人理论与制度存在根本缺陷，应以“追首恶”理论与制度取代之，以合理分配风险，科学配置法律责任，强化“追首恶”与精准打击；在区分故意与过失的基础上，限缩连带责任之适用；在区分公开发行市场责任与公开交易市场责任的基础上，分别设置不同的责任限额，以促进资本市场健康、理性、协调发展。

关键词：市场看门人 追首恶 独立专家顾问 连带责任

作者邢会强，中央财经大学法学院教授（北京 100081）。

引言

在资本市场上，证券公司（又称投资银行）、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、信用评级机构等中介机构（以下简称证券中介机构或中介机构）是连接融资者和投资者的桥梁，具有缓解信息不对称的作用，肩负着培育上市公司、促进上市公司规范运作等重任。中介机构专业服务质量高低，关系到上市公司和证券的质量，进而关系到广大投资者的投资绩效。20世纪90年代，人们将中介机构称为“经济警察”。21世纪以来，人们又将美国对中介机构的比喻引入进来，称中介机构为“市场看门人”（以下简称“看门人”）。与此同时，美国学者们提出的市场看门人理论（以下简称“看门人理论”）也被引入，并成为我国证券法配置中介机构法律责任的理论依据，形成了我国的看门人制度。为“压实中介机构责任”，固然应加大“看门人”的法律责任，但法律责任也有限度，不能过轻或过重，要符合“过责相当”原则。责任过轻会助长违法，责任过重将使中介机构不堪重负，阻碍中介服务市场发展，打破资本市场生态平衡，不利于资本市场健康发展。

党的十九大报告提出：“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。”习近平总书记指出：“随着时代发

展和改革推进，国家治理现代化对科学完备的法律规范体系的要求越来越迫切。”^①“要抓住立法质量这个关键，深入推进科学立法、民主立法、依法立法，统筹立改废释纂，提高立法效率，增强立法系统性、整体性、协同性。”^②科学配置中介机构的法律责任，对于促进中介机构勤勉尽责，促进中介服务市场发展，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展，意义重大。科学立法，包括科学地配置中介机构的法律责任，使之既不能过轻，也不能过重，这需要科学的理论指导。笔者认为，这一理论不应是看门人理论，而应是“追首恶”理论。需要说明的是，本文主要论述中介机构的民事责任，兼及行政责任，不涉及刑事责任。

一、看门人制度下法律责任存在的问题

看门人理论主张以严格的法律责任尤其是连带责任促使中介机构“看门”职能的实现。^③我国证券法在2005年之前并非规定所有的中介机构都须对发行人的虚假陈述承担（全额）连带责任，但《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）于2005年修订后，所有的中介机构都须对发行人的虚假陈述承担（全额）连带责任。2019年新修订的《证券法》第85条和第163条规定了所有中介机构以及保荐人、承销商的“直接责任人员”，均须对发行人的虚假陈述承担连带责任。连带责任作为一种加重的责任形式，^④应特别慎重，以防止出现负面效应。

（一）责任承担的“深口袋”现象违背“过责相当”原则

应对资本市场上的虚假陈述有两种责任策略：第一方责任策略与第三方责任策略，前者将法律责任的重点放在主要的违法者身上，后者将法律责任的重点放在与主要的违法者合作的第三方身上。^⑤看门人理论属于第三方责任策略。

看门人理论认为，投资银行作为市场的重复博弈者，具有市场声誉，其承销该

① 习近平：《推进全面依法治国，发挥法治在国家治理体系和治理能力现代化中的积极作用》，《求是》2020年第22期。

② 习近平：《坚持走中国特色社会主义法治道路 更好推进中国特色社会主义法治体系建设》，《求是》2022年第4期。

③ 例如，看门人理论的代表人物科菲教授主张，为了确保必要的威慑力，应当对看门人行业重新施加“帮助和教唆”的连带责任。（参见约翰·C.科菲：《看门人机制：市场中介与公司治理》，黄辉等译，北京：北京大学出版社，2011年，第428页）

④ 参见周友苏、罗华兰：《论证券民事责任》，《中国法学》2000年第4期。

⑤ 参见Lawrence A. Cunningham, “Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers,” *Minnesota Law Review*, vol. 92, no. 2, 2007, p. 338.

证券就向市场表明，它已经对发行人的产品和诚信进行了评估并向发行人出租该声誉。^① 中介机构为保护自身声誉，一定会对发行人的每次证券发行进行彻底地调查，^② 并制止发行人的错误行为。

看门人理论的最早提出者之一克拉克曼认为，包括律师、会计师和承销商等企业聘请的“被征用的代理人”都可以作为“看门人”代理国家执法，弥补执法的不足。^③ 对他们课加民事和刑事责任，使他们发现并阻止违法行为。“真正的看门人责任将绝对责任之风险与监控违法行为的积极义务结合起来。它将责任强加给一类全新的无辜看门人（具有控制权的管理层除外），以降低执法成本和违法发生率。”^④ 律师、会计师和承销商等能够低成本地接触公司违法信息，他们实际上已经代表资本市场履行私人监控职能。他们的职业和资产都在公司之外，不受制于公司。通常，如果公司的违法行为被“看门人”发现，由于“看门人”与公司内部管理层相比，收益少而损失大，以及“看门人”承担责任不仅会损害其个人利益，还会损害他们所在的机构甚至整个行业的更大利益和声誉，因此，“看门人”会避开这些高风险的小公司。^⑤

在该理论指导下，我国《证券法》自 2005 年以来均规定了虚假陈述中共同侵权的中介机构承担连带责任，无论其是故意还是过失。由于很多虚假陈述的发行人濒临破产，控股股东、实际控制人被刑事追责，直接负责的主管人员财产有限，在投资者胜诉之后，财力最雄厚的被告往往会首先被执行赔偿，真正的欺诈“元凶”——控股股东、实际控制人、直接负责的主管人员以及具有共同故意的中介机构等（这几类人以下简称“首恶”），就可能成为漏网之鱼。连带责任人需为别人的

-
- ① 看门人理论由斯坦福大学法学院教授吉尔森与时任耶鲁大学法学院助理教授克拉克曼于 1984 年最早提出。吉尔森与克拉克曼合作的经典论文《市场有效的机制》首次指出，投资银行发挥着降低信息成本的作用，有利于资本市场的效率。传统上，投资银行在证券发行中具有两大功能，一是充当证券分销的渠道，二是提供风险分担与保险机制（如包销）。但两作者却发现，投资银行具有信息和声誉中介功能，看门人理论就建立在投资银行的信息和声誉中介功能之上。参见 Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, “The Mechanisms of Market Efficiency,” *Virginia Law Review*, vol. 70, no. 4, 1984, pp. 618-621.
- ② Joseph K. Leahy, “The Irrepressible Myths of BarChris,” *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 37, no. 2, 2012, pp. 447-448.
- ③ 参见 Reinier H. Kraakman, “Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls,” *The Yale Law Journal*, vol. 93, no. 5, 1984, pp. 867-868.
- ④ Reinier H. Kraakman, “Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls,” p. 889.
- ⑤ 参见 Reinier H. Kraakman, “Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls,” pp. 890-892.

过错先承担责任再进行追偿，而追偿有可能落空，从而导致中介机构可能只有1%的过错却要承担100%的责任。倘如此，将与“过责相当”原则相违背，并可能使中介机构成了“替罪羊”。^①这就是责任承担的“深口袋”现象，即根据被告的财力而不是过错承担责任。财务造假深嵌于我国目前尚待提高的市场诚信环境之中，不独是中介机构造成的。责任承担的“深口袋”现象无助于从根本上提升市场诚信。^②

（二）连带责任不当适用不利于资本市场生态平衡

投资者因虚假陈述导致的损失，不是侵权人直接侵害绝对权益所致，本质上属于纯粹经济损失。^③遭受纯粹经济损失的受害人往往人数众多，加害人对这种损失的范围难以预见。民法对纯粹经济损失采取“不赔偿为原则，赔偿为例外”的态度。^④为偏重保护投资者的利益，证券法特别规定了投资者因虚假陈述导致的纯粹经济损失应予赔偿。这完全是基于政策考量。

但资本市场是一个生态群落，主体众多，除了投资者（证券需求方）外，还有发行人（证券供给方）和中介机构（连接供需双方的桥梁）。只有科学合理的法律责任规则才能维持资本市场生态的平衡。德国学界认为，证券本身属于一种风险资本产品，对上市公司和其他义务人施加过重责任会限制资本市场的正常发展，破坏资本市场的正常功能。资本市场的吸引力，不仅包括资本市场对投资人的吸引力，也包括资本市场对上市公司和中介机构的吸引力。^⑤因此，法律责任设置需兼顾资本市场各方利益，不但要保护投资者利益，也要兼顾中介机构的利益，通过协调平衡资本市场生态中各方主体的利益，在更高的层次上促进资本市场健康持续发展。

（三）投资者保护过度不利于培育市场理性

中国的资本市场是一个散户人数多于机构的市场。为了保护散户即普通投资者的利益，我国已经构筑起世界上最为庞大的投资者保护体系。诚然，普通投资者处于信息不对称、地位不对等的弱势地位，应该得到倾斜性保护。但是，任何保护都

① 比如，在五洋债虚假陈述民事赔偿纠纷案中，德邦证券被执行的财产最多。在乐视网虚假陈述民事赔偿纠纷中，“首恶”贾跃亭外逃，即使判决其承担责任，恐也难执行。

② 保荐人和承销商的“直接责任人员”须承担连带责任的规定更是导致了优秀人才离开相关责任岗位，或提前转移财产以规避连带责任的不诚信行为。

③ 参进程啸：《侵权责任法教程》（第4版），北京：中国人民大学出版社，2020年，第84页。

④ 参见张新宝、李倩：《纯粹经济损失赔偿规则：理论、实践及立法选择》，《法学论坛》2009年第1期。

⑤ 参见主力军：《德国〈交易所法〉关于上市公司的上市申请材料不实陈述之民事责任介绍》，《比较法研究》2005年第6期。

有一个度的问题，否则会过犹不及。

我国《证券法》在看门人理论影响下，对中介机构设置了连带责任，但未区分具体适用情形，也未明确规定该连带责任可以按比例承担，这与其他相关法律规范相冲突。现已审结的关于中介机构承担连带责任的判决五花八门。中介机构虽然只有轻微过错却要承担比例或全额连带责任的判决已经出现，^①在一定程度上助长了过错责任演变为保证责任的趋势。^②

相较于其他金融市场，证券市场是一个高风险市场，证券法律责任设置应在便利资本形成与保护投资者之间取得平衡，避免为投资者提供保险。在对投资者进行保护时，应提防过度保护问题，保护不是保证，更不是保险，过度保护将侵害市场经济的基础——市场理性。虽然这可能在短期内有利于扩大融资和交易规模，但潜藏着巨大的系统性风险，资本市场难以真正强大。

二、看门人理论与制度的根本缺陷

看门人理论来源于“看门人”这一比喻。“作为一个隐喻，看门人涉及门槛问题，即必须有一个门需要把守。企业要想进入资本市场，没有他途，只有经过看门人把守的这道门。没有看门人的同意，企业是进不来的。”^③“通过不合作或不同意，他们关上大门，使得交易者无法进入资本市场。”^④从语义上分析，“看门人”“看门”很简单：查验一下证件即可，有合格证件即放行，没有合格证件就拒之门外。但“看门人”之于发行人，不是简单的查验证件，而是辅导培育并出具“证件”，证券交易所和证券注册机构负责查验“证件”。^⑤这里的“证件”即法定信息披露文件。若存在虚假，要追究“进门人”（发行人）和“出证人”（中介机构）的法律责任。因此，“看门人”的比喻其实并不恰当。比喻不当，最终带来了理论与制度的不当。概言之，看门人理论与制度存在脱离实际、利益冲突在所难免、委托代理问题

① 如五洋债虚假陈述民事赔偿纠纷案、中安科虚假陈述民事赔偿纠纷案等。

② 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》，《中国法学》2021年第6期。

③ Lawrence A. Cunningham, “Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers,” pp. 333-334.

④ 约翰·C.科菲：《看门人机制：市场中介与公司治理》，第3页。

⑤ 会计师出具四种类型的审计报告（无保留意见的、保留意见的、否定意见的以及无法表示意见的），信用评级机构通常出具九种评级结果（从最低的C，到最高的AAA），说明他们是独立专业顾问而非“看门人”。如果是“看门人”，则只应出具两种类型的报告——准入（肯定）和不准入（否定）。但是否准入，实际上是由证券交易所和证监会并最终是由投资者说了算的。即使出具的报告未被准入，也不意味着会计师和评级机构未完成受委托的业务。

根深蒂固等问题。

（一）理论与制度脱离实际

看门人理论与制度在现实中的良好运行，是以中介机构对于发行人具有优势地位为前提的：中介机构可以拒绝发行人。为了维持中介机构的这种优势地位，监管机构就必须赋予其某种特殊权利（即经济学上的“租金”）。我国证券公司虽因准入的高门槛而被赋予了某种特殊权利，但因较之于很多发行人而言实力有限，经常屈从于大规模的发行人。而会计师、律师和资产评估师几乎没有特殊权利，这导致了看门人理论对于会计师、律师和资产评估师没有太大意义，因为他们声誉有限，竞争激烈，很多机构不珍惜声誉。

看门人理论与制度所倚重的声誉机制并不像制度设计者想象中的那么可靠，尤其是排名靠后的中介机构。机构的声誉与从业人员的声誉也不是终身绑定的。中介机构从业者比一般行业高得多的跳槽率，显示出他们对声誉的积累与维持缺乏恒心。

根据看门人理论，既然中介机构对发行人进行了认证，那么中介机构就被寄予了极高的期待——它们的调查应更加彻底。而一旦出现发行人虚假陈述，中介机构就要对此负责。这就佐证了中介机构连带责任的正当性。如果中介机构在发行人虚假陈述中是故意，连带责任固无可逃；但如果中介机构不是故意而仅具有过失，连带责任就难免严苛了。如果是某只股票发行出现了虚假陈述，中介机构中最有实力的证券公司尚有实力进行赔偿；但如果是债券，由于发行规模动辄超过数十亿元，即使是证券公司也会破产。除证券公司之外的中介机构更无财力进行赔偿，这部分责任实际上是虚幻的。

（二）利益冲突在所难免

商业实践中，中介机构既要为公众投资者“看门”，又要为发行人提供专业顾问服务。看门人理论认为，中介机构为公众投资者“看门”是主要功能甚至是唯一功能，如果专业顾问服务功能与此相冲突，则应禁止其提供专业顾问服务，以便其专心为公众投资者“看门”。这实际上是一厢情愿，因为这一冲突是天然存在的。

看门人理论发轫于20世纪80年代的美国。自该理论于1984年提出后十余年，“看门人机制”就“失灵”了。^①2001年，安然事件暴发，人们发现承担“看门人”角色的相关中介机构都“失灵”了。2002年，世通公司财务舞弊案暴发，其审计机构也没能发现世通管理层的财务造假。美国迅速于2002年通过了《萨班斯法》，依据看门人理论，加强了对会计师事务所的监管，并禁止其向审计客户提供非审计服务。不

^① 这里的“失灵”之所以加引号，是因为笔者并不认为这是“看门人”真正“失灵”，而是他们本就承受不起监管者和公众如此高的期望。

过，罗曼诺教授指出，大部分实证研究表明，审计质量与提供非审计服务没有关系。^①

在我国，由于审计业务的风险大而收入较低，咨询业务的风险低而收入高，因此，国际四大会计师事务所在承接我国境内上市公司的审计业务时非常谨慎，以便大量做咨询业务。我国如效法《萨班斯法》，审计业务最终将成“鸡肋”。基于此，《中华人民共和国注册会计师法》鼓励会计师事务所在从事审计业务的同时大力发展非审计业务，以增强内资会计师事务所的竞争力。

各国法律均未禁止保荐人从事其他非保荐业务，以及承销商、律师从事咨询顾问业务。发行人存在顾问业务的天然需求，这已为科斯关于企业与市场关系的理论^②所揭示：资本市场业务是一项非常专业化的业务，发行人往往难以积累这方面的经验，不得不求助于中介机构的专业服务。中介机构不仅要出具核查验证意见，更要给企业出谋划策。如果禁止保荐人从事承销业务，实力雄厚的证券公司将纷纷转向承销业务而放弃保荐业务，保荐人如失去了承销费收入，更无能力承担赔偿责任。

（三）委托代理问题根深蒂固

按照看门人理论的逻辑，中介机构给谁“看门”，谁就应该聘请、委托并付费。但现实是，中介机构是发行人选定聘请并支付费用的。这就存在着“委托代理问题”。为解决这一问题，有学者建议重新调整委托代理关系，让证券交易所甚至是证券监管机构作为委托人。但这些建议很难得到实行。如果由证券交易所或证券监管机构选任中介机构，出于规避风险和责任的考虑，中介机构通常会过于严厉地“把关守门”，这会造成发行数量的减少，不利于企业融资。“草率放弃已积累了相当经验的发行人与中介机构‘委托—代理’法律关系，并不明智。”^③

三、中介机构法律责任配置的考量因素

资本市场中介机构法律责任的配置，既要讲求公平正义，也要考虑激励结构，以提高法律实效；既要适应监管逻辑，更要顺应商业逻辑，以促进市场发展；既要

-
- ① 罗伯特·罗曼诺教授统计了 25 项实证研究，其中 15 项研究认为审计质量与提供非审计服务没有关系；1 项研究发现如果是“五大”会计师，审计质量与提供非审计服务没有关系；还有 3 项研究发现提供非审计服务反而有助于提高审计质量。参见 Roberta Romano, “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance,” *The Yale Law Journal*, vol. 114, no. 7, 2005, pp. 1535-1536.
- ② 参见 Ronald H. Coase, “The Nature of the Firm,” *Economica*, vol. 4, no. 16, 1937, pp. 386-405.
- ③ 夏东霞、范晓：《科创板注册制背景下对中介机构“看门人”角色的再思考》，《财经法学》2019 年第 3 期。

关注个体利益，更要兼顾社会利益、国家利益，服务于参与国际竞争之大局。

（一）分配正义

分配正义是正义的同义语。分配从表面上看是对资源、财富、收入等既存成果和发展成果的分配，从深层次看则是对风险等成本的分配，从本质上看又是对利益、权利、义务和责任的分配。

1. 风险的分配

资本市场的基本功能是筹集资金和分散风险。投资者以冒险精神（甚至是投机精神），以主动承担风险为代价，换取了未来收益的索取权。投资者在追逐自己利益的同时，无意之中分散了创新创业的风险，促进了企业创新和经济繁荣。

证券投资不同于银行存款，它具有获利的不确定性，即风险性。“任何进入（证券）市场的投资人都必须面对市场随时可能发生的风险。”^① 投资者自负原则是现代证券交易市场的基本原则之一。我国《证券法》第25条规定了“买者自负”原则。它是传统民法中的“自己责任”原则在证券法领域中的具体体现。^② 依此原则，证券投资者欲从证券投资中获益，前提是自己承担投资风险。此即风险分配的市场法则。

但“买者自负”原则适用的前提条件最初是“卖者审慎”（Caveat Vendor）、“言者当心”、“卖者有责”，即证券卖方应履行信息披露义务，证券经营者作为销售者应履行好风险揭示义务和适合性义务。这就使投资风险的分配呈现出新变化：如果发行人、证券经营者未履行好其义务，即构成侵权，应承担侵权责任。此即风险分配的侵权责任法则，它体现了矫正正义。

但问题是，中介机构合理调查后未发现造假的风险，发行人及过错方赔偿不足的风险由谁承担？在看门人理论及模糊的勤勉尽责标准以及连带责任制度之下，这些风险在实践中在很大程度上分配给了中介机构。诚然，相关中介机构曾签字保证了披露文件的真实，但各国均允许中介机构进行勤勉尽责抗辩说明，这不是民法意义上的保证或承诺。拿会计师行业的“行话”来讲，会计师只能提供高水平的保证（即合理保证），而不能提供绝对保证。其他中介机构也不是绝对保证，“保荐”之“保”也不是民法上的“保证”或担保，中介机构并不以担保机构的模式运作。不能挑一些中介机构工作的瑕疵，以此来证明中介机构未勤勉尽责，从而让中介机构承担连带责任。质言之，在中介机构不具有故意或重大过失而未发现造假，在发行人及“首恶”们赔偿不足的情况下，风险应分配给投资者，这是投资风险的应有之义。

① 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》，北京：人民法院出版社，2015年，第81页。

② 参见郭锋等：《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》上册，北京：中国法制出版社，2020年，第202页。

2. 权利和义务的分配

过错是侵权责任构成中的重要因素，分为故意与过失。中介机构在证券虚假陈述侵权中，主观状态大都是过失。判断中介机构在证券虚假陈述侵权中的过失，主要看中介机构是否违反了法律明确规定的中介机构应履行的义务即勤勉尽责义务（注意义务）。过错以违反义务为前提。因此，风险的分配其实就是义务的分配。

如果将中介机构调查后未发现造假的风险分配给中介机构，则其勤勉尽责的边界越模糊越好，注意义务越多越好。如果将中介机构调查后未发现造假的风险分配给投资者，则需要清晰划分勤勉尽责的边界，清晰厘定和合理划分中介机构的注意义务，以便投资者事前警惕，事后承受应担风险。

3. 责任的分配

法律责任配置即法律责任的分配与设置问题。法律责任的分配既包括中介机构之间的法律责任分配问题，也包括中介机构与发行人、直接责任人员之间的法律责任分配问题。中介机构注意义务的大小，勤勉尽责标准的宽严，关系到法律责任的分配。

法律责任可以分为单独责任与共同责任。我国《证券法》中的连带责任属于共同责任。设置什么样的责任形态，取决于法律的目的。为便利投资者救济，督促义务人之间相互监督，可以设置连带责任。但连带责任容易出现责任转嫁，威慑效果可能适得其反，后续的追偿也会出现诉累。连带责任实际上将发行人赔偿不足的风险分配给最有实力的中介机构。如果将发行人及“首恶”们赔偿不足的风险分配给投资者，既可以采取比例责任，让各家中介机构自负相应的责任，也可以采取比例连带责任，先让中介机构与发行人承担连带责任，但该连带责任仅限于一定比例的范围内，以限制中介机构责任的承担。中介机构法律责任的配置，既要促进中介机构勤勉尽责，又要公平合理。因此，既应该对故意协助发行人欺诈的中介机构施加连带责任，又要对具有重大过失的中介机构施加与其过错相适应的比例责任；即既要保护投资者，又不能无限保护。传统上，专业服务机构的民事责任承担对象仅限于委托人。证券法强行将求偿对象扩张到所有证券市场投资者，本身就是责任范围的扩张，故而责任也不宜太重。^①

（二）激励相容

法律责任的配置要考虑激励结构，尽量做到激励相容。连带责任传递了立法者希望人人相互监督的期望，但“三个和尚没水吃”，集体行动有其自身的逻辑：监督是有成本的，不但需要监督人付出巨大的调查成本，甚至还可能丢掉工作，而监督的收益却是全体连带责任人无差别共享的。换言之，监督具有正外部性。这类似于

^① 参见缪因知：《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》，《财经法学》2021年第2期。

公共物品，私人普遍不愿意提供。

连带责任反而可能会激励造假，因为造假的收益是由发行人或其他人获得的，而造假的大部分成本则推给了中介机构。中介机构责任过重，会导致破产，而破产的社会成本是巨大的。如果破产能令中介机构警醒并审慎执业的话，这些社会成本是必要的。但问题是，中介行业本身就具有人员流动性强、跳槽率高的特点，树倒猢狲散，个人执业者换家机构重操旧业，其受到的影响以及从破产中汲取的教训有限。

我国《证券法》不区分中介机构的过错类型，不考虑不同主体之间的差别，一律要求这些主体甚至是其“直接责任人员”对发行人的虚假陈述承担连带责任，难免会出现威慑过度。根据法律经济学上的最优威慑理论，如果威慑不足，违法行为就会增加；如果威慑过度，正常的商业活动就会减少。^① 法律经济学的研究表明，惩罚超过了边际均衡点，效果就会下降。^② “不加区分地适用连带责任，实际并不利于遏制虚假陈述行为，最终责任等同反倒可能鼓励中介机构为追求更高违法收益而实施违法行为。”^③ 因此，美国有学者警告说，威慑过度可能会导致看门人市场的崩溃。^④ 美国实际上已经从传统的“威慑导向战略”转向了“合作与激励导向机制”，以促进法律得到更好遵从。^⑤

（三）商业逻辑

中介机构法律责任的设置，暗含着监管逻辑。在看门人理论之下，监管者希望“市场看门人”不惜一切代价去发现违法。但中介机构执业有其自身的商业逻辑。作为商主体，中介机构追求自身利益的最大化，无时无刻不将成本与效益纳入其计算函数，并不会完全屈从于法律和监管要求而不惜一切成本去发现违法。对于这些不可能完成的要求，他们要么退出市场；要么心存侥幸，继续在其成本约束线之下进行调查；要么提前转移财产，做好随时逃避严苛责任的准备。总之，过于严苛的法律和监管要求在实践中会归于无效。因此，监管逻辑应顺应商业逻辑，而不能强行驱逐商业逻辑，强行加重中介机构的责任。

（四）国家竞争

一个国家资本市场的竞争力，也包括中介机构的竞争力。美国拥有世界上最

① 《证券法》2019年修改后，尤其是五洋债和康美药业虚假陈述民事赔偿纠纷案判决后，不少中介机构已经开始减少甚至放弃债券业务，更有众多独立董事选择辞职。

② 参见邢会强：《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》，《中国社会科学》2018年第4期。

③ 冯果、刘悒：《债券投资者司法救济规则建构论纲》，《财经法学》2020年第3期。

④ 参见 Assaf Hamdani, “Gatekeeper Liability,” *Southern California Law Review*, vol. 77, no. 1, 2003, p. 62.

⑤ Lawrence A. Cunningham, “Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers,” p. 324.

强大的资本市场，也拥有世界上规模最大、实力最为雄厚的中介机构。尽管看门人理论创立于美国，美国的某些立法、司法和执法实践采纳了该理论的一些观点，但有的立法、司法和执法实践并未采纳该理论，并实质上转向了“追首恶”理论。例如，1994年“丹佛中央银行案”中，美国联邦最高法院否定了中介机构的“协助、教唆”责任，否定原告关于中介机构须对发行人的信息披露瑕疵承担连带责任的诉请。^① 美国《1995年私人证券诉讼改革法》为了抑制美国证券集团诉讼的负面作用，保护美国的中介机构（尤其是会计师），对《1934年证券交易法》进行了修改，特意将此前虚假陈述的连带责任限缩在被告明知（knowingly）而违反证券法的场合；如果不能确定被告是明知而违反证券法，则仅按其过错比例承担责任。不少国家更是通过刑事责任来“追首恶”。在欧盟，由于无限连带责任可能会限制审计市场的可持续健康发展，认识到欧盟在审计市场上缺乏竞争力，^② 2008年6月，欧盟委员会呼吁其成员国根据本国法律建立审计责任上限或者按比例承担责任的制度，要求处罚幅度要与法定审计师的违法过错程度相一致，不与其他有过错者承担连带责任。^③ 如果我国中介机构责任太重，戴着镣铐与国际同行竞争，将很难发展壮大。

四、中介机构法律责任配置的应然理论

看门人理论尽管具有一定的积极意义，用“看门人”提法的人也很多，该理论因中介机构成为监管者和公众的免费代理人而颇具诱惑力，但存在根本缺陷，弊端凸显。国外也有反对看门人理论的声音。^④ 我国证券中介机构的责任呈加重趋势，他们提出的勤勉尽责抗辩很难成功。^⑤ 这种做法背后的理论依据就是看门人理论。如不打破对看门人理论这一源自美国的理论迷思，我国证券中介机构的上述困境就难以走出。因此，笔者主张，应摒弃看门人理论，代之以“追首恶”理论/独立专业

① 参见 Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A., 511 U.S. 164 (1994).

② Niels J. Philipsen, “Limiting Auditors’ Liability: The Case for (and Against) EU Intervention,” *The Geneva Papers on Risk and Insurance, Issues and Practice*, vol. 39, no. 3, 2014, p. 595.

③ “Commission Recommendation of 5 June 2008: Concerning the Limitation of Civil Liability of Statutory Auditors and Audit Firms,” *Official Journal of the European Union* (2008/473/EC).

④ 美国律师协会对看门人理论提出反对意见，参见约翰·C.科菲：《看门人机制：市场中介与公司治理》，第417—418、421页。

⑤ 例如，在五洋债虚假陈述民事赔偿纠纷案、中安科虚假陈述民事赔偿纠纷案中，有的中介机构虽未受到行政处罚或监管措施，即证监会也不认为其构成违法，但这些中介机构在民事诉讼中提出的勤勉尽责抗辩就没有成功。

顾问理论（以下简称“追首恶”理论），^①“追首恶”理论与独立专业顾问理论是一体两面关系。

其实，看门人理论在美国出现之前，在1965年的“布莱文斯案”中，法院的判决虽没有使用“追首恶”的措辞，但某种程度上采用了“追首恶”理论，而未采用看门人理论。^②中国官方首次使用“看门人”术语是在2008年7月，即中国证监会发布《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》时的新闻发布会上，将上市公司并购重组财务顾问称为并购重组的“第一看门人”。在此之前，官方称资本市场中介机构为“专业中介机构”或“证券中介机构”。随着科菲教授的专著《看门人机制：市场中介与公司治理》被译成中文并于2011年在我国出版，将证券中介机构称为“看门人”才逐渐流行。其实，只有称之为“资本市场中介机构”才更加规范、中性、妥帖。该类“资本市场中介机构”的本质为独立专业顾问，专业服务是其基本功能，内含信息认证功能。

美国在1965年“布莱文斯案”之后，1994年“丹佛中央银行案”否定中介机构的“协助、教唆”责任，《1995年私人证券诉讼改革法》对连带责任予以修改，2008年的“斯通里奇案”^③否定将发行人的上下游交易商纳入私人证券诉讼的被告范围，也都体现了“追首恶”的理念。在分析“斯通里奇案”时，有学者指出：“遏制证券欺诈的关键应是将责任主要配置给其最有可能的实施和受益者”（主要包括董事、高管、大股东、实际控制人等），“被告范围不宜过分扩张”。^④这也体现了“追首恶”的理念，但未提出“追首恶”的概念。最高人民法院2019年6月发布的《关

① 尽管中介机构有一定的“把关”作用，但主要是顾问、辅导、专业服务。或许很多人期望，我们既追“首恶”，又追“看门人”，追“看门人”，责任应当适当重一点。这种想法固然没错，但容易导致追“首恶”不彻底（因为彻底追的难度和阻力很大，投资者及其代理人、代表人难以追，监管机构在看门人理论之下没有动力彻底追），各方追“看门人”很积极，“看门人”责任不是“适当重一点”，从而导致“过重”的“深口袋”现象。只有以“追首恶”理论取代看门人理论，从理论根基上改弦易辙，才能避免掉入责任过重的陷阱。

② 在该案中，哈德逊（Hudson）律师参与了被告布莱文斯（Bleavins）公司的证券发行，法官认为，哈德逊有理由认为该发行构成公开发行，他也知道该公司没有进行有效的注册登记，并应该知道原告应该受到《1933年证券法》规定的注册登记保护；哈德逊或许可以阻止该发行，但他没有这样做，这并不会使其成为《1933年证券法》第12（1）条规定的应负法律责任的卖方或要约方；虽然没有律师的服务就难以完成本次发行，但没有证据证明哈德逊除了履行律师的职能之外，还扮演了其他角色。因此，法官判决哈德逊律师不承担责任而仅由发行人承担责任。参见 *Nicewarner v. Bleavins*, 244 F. Supp. 261 (D. Colo. 1965)。

③ *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148 (2008)。

④ 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》，《中外法学》2010年第4期。

于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》提出：“严格落实发行人及其相关人员的第一责任。发行人的控股股东、实际控制人指使发行人从事欺诈发行、虚假陈述的，依法判令控股股东、实际控制人直接向投资者承担民事赔偿责任。”这也是“追首恶”原则的体现。至此，“追首恶”理论在我国呼之欲出，这是一种回归常识、回到现实的理论，是既公平合理又激励相容的理论，是监管逻辑和商业逻辑相融的理论，是更好兼顾各方利益，更加有利于提升中国资本市场竞争力的理论。

（一）理论主张

“追首恶”理论主张，中介机构是发行人资本市场方面的独立的专业顾问，以其专业能力与实践经验为发行人提供专业的资本市场顾问服务，专业顾问是中介机构最主要的功能，它内含信息认证功能，“看门”仅仅是次要功能、附属功能；如果发行人出现虚假陈述，应主要追究发行人尤其是“首恶”们的法律责任，并根据中介机构的作用和主观过错有区别地追究其责任。

在中介机构的角色定位方面，该理论认为，中介机构是独立的专业顾问，其顾问服务必须符合国家法律法规、证券监管机构和证券交易场所的规定，以及行业自律组织的规范。专业顾问对发行人及其证券进行核查，是出具专业意见的前提，是必须履行的法定或约定义务。

在中介机构的主要功能方面，该理论认为，中介机构出具的专业意见，是专家以其行业标准出具的发行人情况证明。当然，也可能有的发行人尚不符合资本市场的条件，专家会出具一些整改规范方案，并进行辅导、辅助，待达到资本市场条件后再出具相关专业意见。与其说这些专家是“看门人”，毋宁说是专业顾问。

在责任承担方面，该理论认为，发行人是证券发行的主体，中介机构仅仅是协助人。证券发行的主要收入归发行人，中介机构的收益远不及发行人。在追究责任时，应区分发行人是否有直接获益，如果有，应剥夺该获益，并主要追究“首恶”们的法律责任；如果发行人不直接获益而是“首恶”们直接获益，应剥夺“首恶”们的获益，并主要追究“首恶”们的法律责任，慎重追究发行人的责任；在追究中介机构的责任时，应根据其过错程度进行追责：如果中介机构是故意，则与发行人承担连带责任；如果中介机构仅是过失，一般不宜承担连带责任。

（二）理论区别

“追首恶”理论同看门人理论相比，在中介机构的影响力假定、中介机构的角色设定、中介机构的能力假定、监管机构的工作重点等方面都具有较大不同。从资本市场的商业逻辑讲，看门人理论具有理想主义色彩，“追首恶”理论更具现实主义色彩。

“追首恶”理论以中介机构对发行人及投资者的影响力有限为前提假定，而看门人理论则假定中介机构的影响力巨大。“追首恶”理论的这一假定的适用范围比看门人理论的适用范围广，它可以适用于不同规模的发行人、不同种类的证券以及不同的发行方式。尽管有的情况下，中介机构对发行人的影响力较大，但在很多情况下，发行人的影响力和实力则是决定性的。中介机构就是发行人的资本市场专业顾问，与其说中介机构在挑选发行人，不如说发行人在挑选中介机构。“追首恶”理论肯定中介机构对发行人利益的维护和对自身利益的追求，但这应在合法的前提下进行。

至于中介机构的独立性问题，其实并不是看门人理论独有的主张，而是在看门人理论提出之前就已经存在的职业惯例，后来被认可为法律要求。从历史上看，会计师从英国中世纪开始就是独立的，这是其职业的要求。但承销商的独立性却不是一开始就形成的，这从其名称即可看出。律师的独立性也不是一开始就形成的，辩护律师的出现要早于非诉讼律师，辩护律师要维护委托人的利益，并不具备独立性。分析师分为卖方分析师和买方分析师，从名称上可以看出，它们实际上是服务于其所在公司和所处立场的。但是后来，他们却和会计师一道，均被法律要求具有独立性。1971年美国的“莱斯科案”判决中，法官指出：承销商“应该在调查时履行更高的注意义务，对公司的陈述进行独立验证。对于公司管理者的陈述，他们首先应持怀疑态度，承销商必须担当‘魔鬼扮演者’（devil’s advocate）的角色。”^①根据“莱斯科案”的判决，承销商具有可以站在与发行人相反立场上的能力。^②自“莱斯科案”以来，无论是在美国学术界还是在实务界，很多人都用“魔鬼扮演者”来形容1968年“巴克里斯案”^③中对承销商采取与发行人相反立场的要求，它实际上是对承销商独立性的要求。^④发行人支付费用，但中介机构不会屈从于发行人的压力，而是站在独立的立场即本行业的整体立场上出具意见。所有中介机构都是如此，其在保持独立性的基础上维护委托人的利益，并不得损害第三人的利益。

在中介机构的能力假定方面，看门人理论假定中介机构发现违法的能力足够强大，能够通过拒绝认证来阻止违法。但“追首恶”理论认为，发行人会设法造假以对冲中介机构的审慎履职，而中介机构方法和工具有限，能力也有限，在有限的时间内，履行了合理的注意义务却未能发现违法（尤其是恶劣的极为隐蔽的违法犯罪）

① Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F. Supp. 544 (E. D. N. Y. 1971).

② Joseph K. Leahy, “The Irrepressible Myths of BarChris,” p. 445.

③ 这是界定董事和中介机构调查义务的最著名案例。参见 Escott v. BarChris Constr. Corp., 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1968).

④ Joseph K. Leahy, “The Irrepressible Myths of BarChris,” p. 446.

也是可能的。中介机构出具的专业文件不是担保文件。投资风险包括中介机构履行了合理注意义务还不能发现造假的风险。中介机构以行业平均水准和通行商业惯例履行了合理注意义务后，即使其制作、出具的文件有虚假记载，也不构成侵权，不应承担法律责任。裁判者在判断中介机构的履职是否符合行业平均水准和通行商业惯例时，应客观、中立、慎重，要避免先入为主，抱有成见。

在监管机构的工作重点方面，看门人理论过于看重中介机构作为“看门人”的作用，对其寄予了不切实际的期望，过于注重在事后通过加大“看门人”的法律责任来保护投资者，而往往忽略了投资者风险意识、理性精神、风险自负理念的培育。在“追首恶”理论下，投资者失去了事后过多的保护，将不得不直面前端的投资风险，他们不得不谨慎、理性；监管机构被迫将更多精力放在投资理性的培育上。

五、中介机构法律责任的重新配置

“追首恶”理论下的法律责任配置同看门人理论下的法律责任配置有较大不同：发挥但不高估中介机构的作用，更注重合理分配风险、科学配置法律责任，均衡保护各方利益，促进市场协调发展。

（一）强化“追首恶”与精准打击

看门人理论本质上将导致“深口袋”现象。“追首恶”理论则强调“过责相当”，首先“追首恶”，其次追“帮凶”和过失责任人，并有区别地追究发行人的责任。

我国《证券法》中区分“直接负责的主管人员”和“其他直接责任人员”。中国证监会在过去三十多年的行政处罚实践中，已经形成了比较稳定的区分“直接负责的主管人员”与“其他直接责任人员”的责任认定逻辑。在行政处罚上，“直接负责的主管人员”的罚款幅度一般高于“其他直接责任人员”。这种主次责任的区分有利于实现“过责相当”原则和“追首恶”的理念。2022年1月21日发布的《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》（以下简称“新《虚假陈述司法解释》”）第20条允许法院直接判令组织、指使发行人实施虚假陈述的控股股东、实际控制人赔偿投资者的损失，也体现了“追首恶”的理念。此外，除了动用刑事责任惩治“首恶”外，对于那些潜逃到与我国没有签订引渡条约国家的“首恶”，建议有关部门要及时依法对他们涉嫌的刑事犯罪进行立案调查，通过劝返、异地起诉、遣返等多种手段进行境外追逃追赃，明确发出“追首恶”、一追到底的强烈信号。“帮凶”则是指明知而配合发行人造假的发行人交易方，新《虚假陈述司法解释》第22条已将其纳入民事赔偿责任人范围。除了“其他直接责任人员”是过失责任人外，在主观上具有过失的中介机构也是过失责任人，他们的责任应轻于“首恶”。

至于发行人的责任，应该认识到，发行人其实是“首恶”们违法犯罪的工具。我国《证券法》借鉴了美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》，在欺诈发行和虚假陈述中将发行人列为当然责任人，实行无过错责任。美国已有学者开始质疑在发行人未直接获益的欺诈案件中追究发行人责任的意义，讨论如何将重点放在控制对欺诈负责的自然人（通常是管理人员）的行为上。^①在发行人直接获益的证券欺诈案件（如欺诈发行案件）中，将发行人列为责任人固然无问题，否则将使发行人获得不当得利；但在发行人不直接获益的证券欺诈案件（如非欺诈发行类的一般虚假陈述案件）中，让发行人赔偿投资者损失，则存在着由其他无辜投资者直接或间接赔偿受损投资者的“循环困境”问题。在英国，判例法确定的规则是，因欺诈而认购公司股票的人，可提起诉讼撤销认购合同，但在不撤销合同或者在不可能撤销合同后，他不可以再要求损害赔偿，而可对董事或其他对招股说明书负责的个人提出损害赔偿请求。^②笔者认为，在发行人不直接获益的虚假陈述案件中，追究发行人的责任，应符合以下条件：该虚假陈述是积极性的虚假陈述，或该虚假陈述是消极性的虚假陈述，但发行人董事会成员半数以上知悉并隐瞒有关重大事项。^③

（二）限缩连带责任的适用

中介机构涉嫌证券虚假陈述，大多数都属于与发行人共同侵权。对于共同侵权，《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）第1168条至第1172条进行了规定。《证券法》与《民法典》是特别法与一般法的关系。《证券法》有明确规定的，应适用《证券法》；《证券法》未明确规定的，应适用《民法典》。此外，《民法典》的相关规定所体现的基本原理对于正确适用《证券法》甚至未来进一步修改完善《证券法》也有指导意义。

《民法典》第1168条规定了共同侵权的法律责任是连带责任。但何为共同侵权？学说上有不同认识。根据起草者的解释，“共同”主要包括三层含义：共同故意、共同过失、故意行为与过失行为相结合。上述三种形态均可以构成“共同实施”。^④《民法典》第1171条还规定了无意思联络的共同侵权的连带赔偿责任。在典型的首

① 参见 Donald C. Langevoort, “Capping Damages for Open-Market Securities Fraud,” *Arizona Law Review*, vol. 38, no. 2, 1996, p. 642.

② 参见马其家主编：《英国及欧盟证券法案例选评》，北京：对外经济贸易大学出版社，2006年，第76页。

③ 参见邢会强：《上市公司虚假陈述行政处罚内部责任人认定逻辑之改进》，《中国法学》2022年第1期。

④ 参见黄薇主编：《中华人民共和国民法典释义》下册，北京：法律出版社，2020年，第2246页。

次公开发行（以下简称 IPO）财务造假类证券虚假陈述中，发行人往往是故意，会计师事务所和证券公司往往是过失。在这种典型的虚假陈述结构中，信息披露文件主要有三项：发行人的招股说明书、会计师事务所出具的审计报告以及证券公司出具的发行保荐书，即分别实施侵权行为。三项信息披露文件内容往往是一致的，他们之间通常没有意思联络，这些信息披露文件都造成同一损害，且每个信息披露文件都足以造成全部损害，这符合《民法典》第 1171 条规定的构成要件，但也符合《民法典》第 1172 条规定的构成要件，即“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，能够确定责任大小的，各自承担相应的责任；难以确定责任大小的，平均承担责任。”数人分别实施侵权行为造成他人同一损害，如果每个人的行为都不足以造成全部损害，并且必须将这些人的行为结合起来才会造成同一损害后果的，应适用第 1172 条而非第 1171 条。^① 在典型的 IPO 财务造假类证券虚假陈述中，往往是发行人的招股说明书、保荐人出具的发行保荐书、会计师事务所出具的审计报告等同时出现虚假，多份信息披露文件对同一虚假内容相互确认、互相印证，符合“每个人的行为都不足以造成全部损害，并且必须将这些人的行为结合起来才会造成同一损害后果的”条件。因此，应适用第 1172 条而不是第 1171 条，适用的结果将是比例责任而不是连带责任。这就需要根据各个侵权行为对造成损害后果的可能性，综合考量各行为人义务违反与虚假陈述结果的“远近”“大小”关系等“原因力”因素确定责任份额。^②

总之，在证券公开发行市场（IPO 除外）和公开交易市场的虚假陈述中，除发行人外，其他侵权行为人在主观上是故意的，承担连带责任；在主观上是过失的，承担比例责任。这在域外证券法中也不乏先例。除了前述美国《1995 年私人证券诉讼改革法》对《1934 年证券交易法》的修改外，我国台湾地区“证券交易法”也借鉴了美国的上述经验，在第 20 条之一规定，会计师等主体因其过失致投资者损害发生者，应依其责任比例，负赔偿责任。

超越现行《证券法》及相关司法解释的规定，在此需要进一步在理论上弄清楚主观上是过失的中介机构应该负何种形式的责任：比例责任？补充责任？还是比例连带责任？比例责任最公平，也最少争议，因为每人为自己负责，而不会牵累他人。但这可能使投资者的求偿落空，即某些侵权人可能无力赔偿。如果我们认为求偿不足的风险属于投资风险，并将其分配给投资者，则应选择比例责任。补充责任规定于《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》第 10 条。补充责任也是中国特有的制度创新。^③ 它意味着只要第一顺

^① 参进程啸：《侵权责任法教程》（第 4 版），第 165 页。

^② 参见陈洁：《证券虚假陈述中验资机构连带责任的厘清与修正》，《中国法学》2021 年第 6 期。

^③ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《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》，北京：人民法院出版社，2015 年，第 377 页。

位的责任人（即发行人）没有赔偿能力，补充责任人就有义务补足，没有有限额，这仍有违“过责相当”原则。实践中，一些法院近期还富有智慧地创新出一定比例内的连带责任，这虽然限定了赔偿比例，但原告却可以首先申请执行中介机构负担的该份责任，这一执行的时间间隙，为第一顺位的责任人转移财产、逃脱惩罚提供了机会。此外，比例连带责任还存在着背离民法原理、理论依据不充分的问题，只能是权宜之计。因此，应选择比例责任。

需要特别指出的是，基于更深层次的考虑，在IPO的虚假陈述（即欺诈发行）中，中介机构过失者，仍承担连带责任。这是因为：第一，IPO对于一个企业的资本市场历程极为关键，是发行人走向资本市场的“惊人一跃”，发行人和相关中介机构获益较大，理应承担较重的义务和责任。第二，从实践操作来看，IPO历时较长，中介机构的调查也应更加深入，中介机构出错的概率较小。第三，后面还会述及，欺诈发行应以募集资金为限承担责任，而募集资金与发行人上市后的流通市值相比，比例通常较低，因此，中介机构即便承担连带责任也是可控的，可以为责任保险所覆盖。至于IPO的保荐人和承销商的“直接责任人员”，则应该是故意的承担连带责任，过失的承担比例责任。

（三）有区别地设置责任限额

设置责任限额在国外证券法并不鲜见。美国《1933年证券法》规定了公开发行的法律责任。根据该法，发行人为无过错责任，即使发行人对于招股说明书没有失实陈述或遗漏之意图，也应负赔偿责任；发行人的内部责任人、承销商及会计师等专家（以下简称“非发行人被告”）为过错推定责任，责任形式为连带责任。依《1933年证券法》第11条提起诉讼的原告无须证明被告的故意，而转由非发行人被告举证证明自己无须负责。美国《1934年证券交易法》规定了公开交易市场的法律责任。对于公开交易市场，在非发行人责任方面，如前所述，在《1995年私人证券诉讼改革法》修改了《1934年证券交易法》第21D条之后，明知而违反证券交易法的被告，仍负连带责任，但非明知（unknowingly）而违反证券交易法的被告，承担比例责任。可见，在美国，公开发行的法律责任比公开交易市场的法律责任严格，但作为平衡，公开发行的责任是有限额的。《1933年证券法》第11条（e）款规定，所有被告需支付的赔偿金通常为原告购买证券时的支付金额——“不超过向公众发行证券时的价格”，与提起诉讼或证券在市场上处置时的证券价格之间的差额；第11条（g）款明确规定，承销商的责任限额为不超过向公众发行时证券的公开发售的总价款。这就意味着，公开发行市场所有被告的赔偿总额为发行募集资金总额（外加法院判决的败诉方承担胜诉方的合理诉讼成本包括律师费）。

在德国，《交易所法》第44条规定，公开说明书虚假陈述的损害赔偿方法为恢复原状，即赔偿权利人与义务人互相返还已给付的有价证券与价金。据此，投资人

可以请求返还依当时发行价格计算的全部价款，外加交易费用。即德国对于公开发阶段虚假陈述，赔偿总额是有限的，最高为发行金额。^①

公开交易市场的民事赔偿不以发行人募集金额为限，因此，证券集团诉讼的和解金额可以超过发行人募集金额，但也是有限额的。具体言之，在美国，《1995年私人证券诉讼改革法》为了解决在比例责任下可能出现的原告赔偿不足的问题，还对中小投资者以特殊保护，即如果原告在进行交易时的资产净值在20万美元以下，且本次交易损失大于资产净值的10%以上时，若比例责任尚未补足损失的，相关各被告方对余下损失承担无限连带责任，但每个被告承担的额外责任以其承担的初始赔偿金额的50%为上限。在德国，如果上市公司年度财务报告出现虚假陈述，若会计师违反审计义务需要为此承担责任，就损害赔偿责任的范围而言，德国《商法典》第323条第2项将会计师因过失对委任公司而产生的损害赔偿限定在一定的金额之内，即所谓的“定额责任”。这使得证券市场上众多投资人的损害获得足额赔偿的机会甚低。^②加拿大《安大略省证券法》对于公开交易市场的损害赔偿不但规定了比例责任，还明确规定了责任限额。该法规定，法院应就在诉讼中对被认定为负有责任的每个被告人（明知而违法的除外）确定其对所有原告人的损害赔偿所承担的责任，并且根据本法规定的限制，确定每个被告人应承担责任的金额，每个被告仅向原告支付其相应负责的部分的金额。不同的主体有不同的责任限额：发行人的责任限额为其市值的5%和100万加元（以较高者为准，下同）；发行人的董事或高管的责任限额是25000加元和发行人及其附属公司支付给董事或高管的薪酬总额的50%；会计师、律师等“专家”的责任限额是100万加元，以及在虚假陈述之前的12个月内，“专家”及其附属公司从发行人及其附属公司获得的收入。

之所以设置责任上限是因为，虚假陈述具有特殊性：它是言语侵权，受众群体不可控、损失不可控。如无赔偿上限设置，会产生寒蝉效应，并导致相关中介机构服务业务收缩以及优秀人才离开资本市场。行政罚款尚有上限，同样发挥威慑作用的证券虚假陈述民事赔偿也应如此。证券民事诉讼发达的国家大都对过失责任人设

-
- ① 另外，德国《交易所法》第44条规定公开说明书虚假陈述责任的赔偿义务人为“须对公开说明书负责的人”以及“制作公开说明书的人”，前者是指在公开说明书上签名，以表示对其内容负责的人，通常是发行人或办理发行业务的承销商，后者是指虽未在公开说明书上签名但却是其事实上的制作人，例如发行人的控股股东等，而所谓的“专家”（如律师或会计师等），依德国多数学说见解，并不包含在内。参见叶新民：《论资本市场上因不实资讯而致投资人损害的赔偿方法——以德国法为中心》，《中原财经法学》2009年第23期。
- ② 至于定额责任究竟为何，德国各种学说见解不一。参见叶新民：《论资本市场上因不实资讯而致投资人损害的赔偿方法——以德国法为中心》，《中原财经法学》2009年第23期。

置了一定的赔偿上限。资本市场不发达或证券民事诉讼不发达的国家可能没有设置赔偿上限，因为他们的证券民事诉讼很少，问题尚不突出。

在我国《证券法》修改后，在信息技术高度发达的今天，无论是普通证券代表人诉讼，还是特别证券代表人诉讼，索赔金额达到几十亿元不再鲜见，很可能远远超出了发行人募集金额。美国在证券集团诉讼下已经出现并广受诟病的威慑过度、对投资者过度保护、“循环困境”等问题，在我国也存在隐患。为平衡资本市场参与各方的利益，有必要引入赔偿上限。笔者建议，我国应区分公开发行市场与公开交易市场，分别设置不同的民事赔偿责任上限。公开发行市场的责任上限为发行人募集金额。公开交易市场的责任上限则根据不同的主体而不同：对于发行人，为其造假的财务指标或收入的一定比例或倍数；对于主观上是过失的中介机构及发行人内部责任人，为其收入或薪酬等的一定倍数（故意的，不设赔偿上限），且对普通投资者实施特别保护。至于过失责任人赔偿上限如何设置的问题，则是一个度的把握问题。

结 语

资本市场是一个利益巨大、充满诱惑的市场。财迷心窍的以身试法者，从来不乏其人。对此，我们一方面要调动各方力量，发现、制约发行人的虚假陈述；另一方面，也要树立适度的投资者保护理念，促进投资者谨慎、理性。在前一方面，媒体监督、社会监督、内部举报、证券监管机构的监督检查、做空机制、刑事制裁等，都应该充分调动起来。中介机构仅仅是力量之一，固然不可小觑，但其作用也不能高估。我们也不必担心摒弃了看门人理论，中介机构就会为虎作伥，与发行人结成“一致行动人”来共同对付监管者和投资者，或者中介机构会放松警惕。因为倘若如此，与其过错相适应的法律责任仍然存在。监管者应该明确：投资者保护应适度，要以促进投资者的理性提升为旨归。监管者要通过切实有效的投资者教育，让投资者擦亮双眼，提高警惕，切忌盲从。

我们应摒弃看门人理论，而以“追首恶”理论为指导，合理分配风险，科学配置法律责任，促进资本市场健康、理性、协调发展。尽管以上观点可能会引起争鸣，但这正是学术发展所需要的。

〔责任编辑：李树民〕

between them and nature, and is an expansive poetic “realm between Heaven and earth.” Therefore, art, especially classical art, is of great importance to a complete, full and perfect life.

Legal Liability Configuration of Securities Intermediaries *Xing Huiqiang* • 83 •

With the deepening of the reform of China’s stock issuance system, China has introduced the gatekeeper theory proposed by American scholars and used it as the theoretical basis for increasing the liability of intermediaries, trying to promote the realization of the “gatekeeper” function of capital market intermediaries through severe legal liability. However, there is a limit to the severity of liability. If liability is too heavy, it contravenes the principle of “equal liability” and will not be conducive to the ecological balance of the capital market. The allocation of the legal responsibilities of intermediaries should take into account many factors including distributive justice, incentive compatibility, commercial logic and national competition, in order to achieve a balance of interests of all parties. The gatekeeper theory and system are fundamentally flawed. They should be replaced by the theory and system of “*zhui shou’e*” (investigating the ringleader) in a rational allocation of risks and legal responsibilities, and by strengthening *zhui shou’e* and determining precise punishment. On the basis of distinguishing between intentional and negligent acts, we should limit the application of joint liability. In order to promote the healthy, rational and coordinated development of the capital market, different liability limits should be set on the basis of distinguishing between liability in the public offering market and liability in the public trading market.

The Construction of an Academic System for Administrative Law in China
Zhou Youyong • 103 •

Accelerating the construction of administrative law with Chinese characteristics is a fundamental task, to be undertaken through an in-depth study of the basic structure of China’s academic system of administrative law and clarification of its developmental direction. In terms of principle, the inherent structural elements of the academic system of Chinese administrative law can be divided into three parts: the positive law system, the theoretical system and the system of methodology. Positive law, which is the basis of the academic system, mainly consists of the normative and the institutional systems of administrative law. The theoretical system is the heart of the academic system and it contains the theoretical foundations, the system of basic principles and the system of categories of administrative law. The system of methodology is the link and conversion mechanism between the system of positive law and the theoretical system, covering the three research methods of political and legal jurisprudence, legal doctrine and social science jurisprudence. Along with the practice of these systems and the deepening of doctrine over the past thirty years since the promulgation of the Administrative Procedure Law, the academic system of Chinese administrative law has become increasingly mature, but there are still many problems. The basic path to further innovation is to promote the construction of basic administrative law through codification; to enhance academic