

债券市场虚假陈述中介机构过错认定研究

郭筹鸿 朱欣欣 赵诗琪

摘要：债券发行中介机构的过失认定是一种主观状态的判断。推定过错原则项下中介机构逆向证明没有过错存在很大难度。本文首先确定不同交易市场的信用类债券为研究范围，梳理了中介机构虚假陈述过失认定的规则体系。在此基础上分析了中介机构过失认定的法理逻辑，指出特别注意义务与一般注意义务的区分，以及合理理由相信真实及合理理由排除怀疑的区分，是目前规则体系中提出的二种重要判断方法。

为解决实务中中介机构过失认定的难点问题，本文进一步提炼出中介机构过失的识别路径与步骤，重点分析了特别注意义务与一般注意义务区分标准。与此同时，结合司法实践中债券发行虚假陈述中介机构认定过失审查证据多、范围广、效率低的现状，对审查中介机构过失认定有关证据的原则和方式，提出相关建议。

关键词：虚假陈述 债券市场 中介机构 过失认定

一、债券市场中介机构过错认定的标准应统筹一致

（一）债券市场中的中介机构

债券与股票等权益类融资凭证，共同构成证券市场重要的有价证券标的。债券是融资主体为筹集资金向投资者出具承诺定期支付利息并到期偿还本金为基本特征的债权债务凭证，符合这一特征的有价证券均视为债券。

根据我国直接融资市场的分类，债券既包括在证券交易所发行交易的债券，也包括在银行间交易市场发行的各种债务融资工具。其中，信用类债券的投资交易高

度依赖融资主体的信息披露，在信用类债券的核准注册、发行定价、上市交易过程中，信息披露内容是重要依据。根据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）及各类债券发行规则，中介机构是信用类债券发行和交易的必要参与者，代表第三方专业机构对融资主体披露的信息进行审核并发表独立意见，发挥着重要的“看门人”角色，以落实融资主体披露信息的真实性、完整性与有效性。

比较证券交易所债券规则和银行间市场债务融资工具规则，参与债券发行的中介机构类型如表 1 所述。

郭筹鸿，浙江泽大律师事务所高级合伙人，浙江大学光华法学院实务导师，杭州市仲裁委员会仲裁员；朱欣欣，浙江泽大律师事务所高级合伙人、金融工作室主任，浙江大学光华法学院实务导师，浙江省律协金融与保险专业委员会委员；赵诗琪，浙江泽大律师事务所专职律师。



表 1 证券交易所及银行间市场中介机构类型

中介职责	证券交易所债券	银行间市场债务融资工具
债券发行	承销商（保荐人）	承销商
债券事务管理	受托管理人	受托管理人（存续期管理机构）
持续披露督导	受托管理人	受托管理人（存续期管理机构）
信用评级	资信评级机构	资信评级机构
资产评估	资产评估机构	资产评估机构
财务审计	会计师事务所	会计师事务所
法律合规	律师事务所	律师事务所
其他	—	具有同等职责的机构

在上述范围内研究中介机构责任时，债券是否公开发行的因素暂不作讨论。原因是，债券是否公开发行并不影响中介机构在债券市场中的基本法律定位和义务内容，且非公开发行债券投资人的合格标准高于非专业投资者，是否必然导致中介机构的注意义务可对应降低或减少，目前均无例外规定。

（二）债券市场中中介机构信息披露责任的规则体系

在上述框架内，以《证券法》为上位法依据，各类债券发行与交易相关的行政法规、行政规章、市场自律规则等共同构成债券发行与交易的规则体系，其中包含了中介机构的信息披露义务及法律责任的法律制度内容。^①

最高人民法院关于证券虚假陈述的司法解释、司法政策，则从裁判角度明确了中介机构信息披露的责任边界和判断依

据。其中，2022年1月出台的《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《虚假陈述赔偿规定》）是落实《证券法》虚假陈述民事赔偿责任的专项司法解释。依据该规定第一条，适用范围为证券交易场所（包括区域性股权交易场所），该规定第三十四条进一步明确“证券交易场所”，是指“证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所。”

目前，《虚假陈述赔偿规定》未将银行间交易市场的债券融资行为纳入该司法解释适用范围。概因《虚假陈述赔偿规定》以有效市场假设和欺诈市场理论为基础，而银行间交易市场主体多为专业投资者，受发行人披露信息影响的程度远低于证券市场的普通投资者，披露信息与交易价格之间难以建立与证券市场同样的关联度。因此，《证券法》以推定过错原则对投资者

① 附表1（增强出版）：证券交易所及银行间市场法律适用情况对比。

进行最大程度的保护，适用于银行间交易市场则可能导致价格关系失真。笔者认为，鉴于银行间市场债券与证券市场债券法律属性相同，目前可以《民法典》最相类似原则，参照适用《虚假陈述赔偿规定》解决银行间交易市场债券的虚假陈述赔偿纠纷，以避免因监管体系的差别造成司法的割裂。在此基础上，逐步修订完善《虚假陈述赔偿规定》，以体现不同市场债券的经济要素如市场公开程度、投资者资格、交易规则等差别，使司法裁判更为精确。

（三）债券市场中介机构信息披露的过错认定条款及关系

上述规则体系对债券市场中介机构的过错采用了不同的特征标志。《虚假陈述赔偿规定》从传统侵权构成要件出发，以行为人的主观状态，即故意及过失（是否严重）为认定标准，并提出“合理理由”的重要命题。2020年发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《债券会议纪要》）则提出特别注意义务、普通（一般）注意义务的区分标准，与《公司债券发行与交易管理办法》等专业监管规则进行了衔接。规则标准不一致，削弱了规范适用的预期或警示作用。也导致实践中裁判尺度不一，容易出现同案不同判的不公平现象。如五洋债投资者起诉多家证券服务机构的一审判决中，既有判决德邦证券股份有限公司、大信会计师事务所就损失的100%全额承担连带赔偿责任，也有针对大公国际资信评估有限公司、上海市

锦天城律师事务所（特殊普通合伙）分别判决在10%、5%比例内承担连带赔偿责任。如富贵鸟14债投资者诉毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）一案中，北京市第二中级人民法院判决会计师事务所赔偿诉请金额约3%（等于被告收取的审计服务费）的赔偿责任。这些个案的结果并无规律可循，司法部门、监管机关及市场交易场所等规则制定者，有必要从总体上进行统筹协调，逐步统一信息披露责任及过错认定标准。^①

二、认定中介机构“没有过错”的逻辑基础及分析思路

《证券法》第一百六十三条在明确“连带赔偿责任”的同时，以“能够证明自己没有过错”作为证券服务机构免责的例外。证券服务机构承担推定过错责任。即，适用举证责任倒置原则，由证券服务机构承担“没有过错”的举证责任。

（一）从“过错”界定“没有过错”

《证券法》视角下，第一百六十三条及历次修订的条款均无对过错的直接描述。对证券服务机构的专业服务，正面要求为“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”，反面要求为“没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。

依侵权法法理，连带赔偿责任以不可区分的共同侵权行为为适用条件，主观要件即“过错”，包括合谋之故意、失

^① 附表2（增强出版）：债券市场中介机构信息披露过错认定条款比较。



职疏忽导致的共同过失。《虚假陈述赔偿规定》第十三条“证券法第八十五条、第一百六十三条所称的过错, 包括以下两种情形: (一) 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; (二) 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。”即依此侵权法法理对过错判断标准进行的描述, 包括积极的直接故意、消极的间接故意和未尽注意义务之过失。反之, “没有过错”则应在逻辑上排除、否定上述构成共同侵权连带责任的全部主观状态, 既不存在合谋之故意, 也不存在失职疏忽导致的共同过失, 才能达到“没有过错”的主观状态标准。

综合上述, 从逻辑上看, 逆向证明“没有过错”包括排除直接故意、排除明知而不指明(间接故意)、排除严重违反注意义务三个方面, 中介机构的举证达到足以排除上述三方面因素时, 方可认定为“没有过错”。

(二) 从“注意义务”界定“没有过错”

进一步看, 故意、明知而不指明的二种情形, 是以肯定某种事实的存在为前提, 如被告中介机构存在积极行为(故意), 或明知(应披露未披露的客观事实)状态, 原告应首先提供初步证据。在证明方面争议较小, 限于篇幅本文不做讨论。

而“违反注意义务”的标准, 则首先需明确“注意义务”的范围和标准。“根据侵权责任的逻辑, 负有法律上的注意义务, 是对过失行为承担侵权责任的第一要件”(郭雳, 2012)。由于中介机构的注意义务

兼具广泛性和专业性的特点, 如何界定注意义务, 为注意义务的适用确定具有操作性的标准和举证规则, 是准确认定中介机构过错的关键。“基于义务关联的考察, 证券服务机构仅就可归属于其义务旨在预防之风险现实化的损害负责, 从而区别于发行人或其他证券服务机构的赔偿范围。”(洪国盛, 2022) 需要注意的是, 《虚假陈述赔偿规定》中规定的违反注意义务过失, 附有严重程度的考量, 一般性的、对披露信息不构成实质性影响的事项, 不认定为过失。

(三) 从“一般”与“特别”注意义务界定“没有过错”

《公司债券发行与交易管理办法》对中介机构的工作标准提出了“特别注意义务”与“一般注意义务”的表述。《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》中也对中介机构义务做了“特别”与“一般”注意义务的区别。

《债券会议纪要》以专业事项是否违反特别注意义务、一般事项是否违反普通注意义务作为判断过错的标准, 债券服务机构“不能证明其已经按照法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等规定的勤勉义务谨慎执业的”, 应当认定其存在过错。纪要具体列举了债券承销机构认定过错和认定无过错的情形, 同时强调, 注意义务和应负责任范围限于各自的工作范围和专业领域。可以看出, 《债券会议纪要》以公司债券监管规定为依据, 清晰地沿用了专业监管规则对注意义务的区别, 是认定债券市场虚假陈述中介机构过错的基本原则和重要标准。

（四）从“合理理由相信真实”和“合理理由排除怀疑”界定“没有过错”

《虚假陈述赔偿规定》未使用“一般”与“特别”注意义务的概念，但同样明确，中介机构责任限于其工作范围和专业领域。

同时，该规定第十七条将“……（二）对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；（三）对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。”作为承销机构没有过错情形，第十八条进一步明确，“证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见致使其出具的专业意见存在虚假陈述，能够证明其对所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错。”在此，提出了“自查内容有合理理由相信真实”和“引用内容有合理理由排除怀疑”的类型划分，其内在逻辑依然是侵权责任的过失状态判断标准。需要注意的是，这种划分不一定等同于“一般”注意义务与“特别”注意义务的区分，前者是确认过错的方法，后者是注意义务的范围。

（五）过错与否限于“偿债能力”相关因素

由于我国债券市场规则体系高度依附于《证券法》及以股票为主要交易标的的证券市场，过去在债券信息披露中并未强

化突出偿债能力这一关键因素。但是，“公司信用债违约风险的本质在于企业或资产产生的现金流不能覆盖本息。企业即使具有远期盈利预期，但不代表近期具有偿债能力，能够有充足的偿付现金流。”（张阳，2017）偿债能力直接影响债券的发行、定价和交易，理应作为债券信息披露以及认定中介过错的核心内容。目前，主要的债券市场及监管部门对此已有所聚焦，上交所所在修订债券《募集说明书》指引时，着力注重了偿债能力的内容篇幅。各类中介机构尽职调查规则中，也以列举或概括形式将偿债能力事项作为重点内容。

基于因果关系的考量，《债券会议纪要》关注到偿债能力对债券投资具有的重要（唯一）影响（重大性），将其作为衡量中介机构信息披露责任的标志性因素。在第29条、30条、31条过错认定原则中，对中介机构担责的虚假陈述信息均限缩在“偿债能力”（“偿付能力”）范围内。因此，债券市场中介机构虚假陈述担责的过错判定，应划定虚假陈述信息是否属于偿债能力的相关内容。

三、实务审查的识别重点、区分标准及处罚处分的相关性

（一）识别路径与步骤

1. 识别一：是否属于“偿债能力”相关因素

如前所述，基于债与股的本质区别，应首先确定争议涉及的虚假信息内容是否属于“偿债能力”范畴。偿债能力以资产负债表为基础，对流动比率、速动比率、



现金比率、资本周转率、清算价值比率和利息支付倍数进行定量分析。该等财务指标、财务数据及其所对应的财务资料,是债券发行的基础信息。此外,企业信用决定后续的融资能力,与企业信用相关的主体资格状况、经营状况、或有负债等,也是影响企业偿债能力的风险要素。具体可参考各类债券监管规则确定。

如争议事实不属于“偿债能力”范畴的虚假信息,可直接否定债券信息披露虚假陈述中介机构的责任成立,从而结束审查。

2. 识别二: 是否存在故意

故意包括以积极方式追求违法结果的直接故意,如协助发行人制造虚假文件等主动行为,较容易识别。以消极方式放任发生损害后果发生的间接故意,“明知而不予指明”是外在表现形式,是指中介机构在提供信息披露文件时,已确切地知晓和了解虚假信息存在,且确切地知道该等虚假信息是债券发行的实质性障碍或缺陷,但刻意隐瞒、遗漏或掩盖。

故意主观状态的事实应由原告举证。证据如确实,可直接判断过错成立。

3. 识别三: 是否具有注意义务 / 属于一般注意义务还是特别注意义务

如原告不举证 / 未举证中介机构存在虚假陈述的“故意”,则依据推定过错原则,举证责任转移至中介机构。待证事实是中介机构对争议的虚假信息“没有违反注意义务”,逻辑内涵包括“不具有(承担)”某项注意义务,以及“不违反”某项注意义务,同时也涵盖了“一般”还是“特别”注意义务的区别。

注意义务的依据是作为中介机构工作规范的法律文件——法律、行政法规、规章、行业自律规则和监管政策,这是中介机构注意义务的载体。应围绕争议事实(虚假陈述信息),找到与待证事实具有关联性的准则、原则、条款,以审查确定中介机构是否对争议信息具有注意义务。

区分“特别”与“一般”注意义务是识别注意义务的难点与重点,分析如下。

(1) 以专项规则确定专业职责和工作范围是区分“特别”“一般”的基础

承销商、受托管理人、会计师事务所、律师事务所、资信评级机构、资产评估机构分别就发行承销、受托管理、财务审计、法律合规、资信等级、资产估值进行事实核查并出具专业意见。每类中介机构都有自身专业工作的规则体系,由其专业领域的部门法及监管规则构成,是界定中介机构专业职责和工作范围的依据。中介机构按专业类别、在专项规则体系项下承担特别注意义务,对超出专业类别、专项规则之外的事项承担一般义务。这是区分特别与一般注意义务的基础。正如《虚假陈述赔偿规定》第18条明确,人民法院在认定证券服务机构出具的文件存在虚假陈述时,应当“参考行业执业规范规定的工作范围和程序要求等内容”。

(2) 中介机构工作交叉重合时特别与一般注意义务的区别

职责交叉或职责分配不明,都会导致难以区分某些事项属于谁的专业职责和工作领域,属于谁的特别注意义务。中证协“新发展格局下中国资本市场与证券业高质量发展”课题组提取了债券发行核查的

120 项要点，向 30 家证券公司、17 家会计师事务所、22 家律师事务所以及 12 家评级机构发放了调研问卷^①，对特别和一般注意义务的界定征求意见。调研结果表明，中介机构自身也不能就特别与一般注意义务形成统一认识。

承销商是债券发行中介机构工作的组织者，各专业中介机构在承销商的统筹协调下开展各自专业领域的工作。承销商承担的注意义务范围是全部中介机构注意义务的总和，特别注意义务与一般注意义务对承销商尤为重要。否则，任何一项内容的虚假陈述，都可能导致承销商负担最严重的过错责任。^②

如这一原则在司法实践中得以适用，则中介机构特别注意义务只需界定是自查内容还是引用内容即可，凡是自行查证的事实及意见，均属于中介机构的特别注意义务范围。无疑，是简化了目前困扰监管和司法实务的难题。

(3) 参考司法政策对专业履职的要求

除承销商以外，目前虚假陈述普遍（几乎每一起争议）均涉及财务信息的虚假、隐瞒或遗漏，会计师事务所的特别注意义务认定也是突出问题。司法政策层面对此已有多项规定，重点是他人故意欺瞒的情

况下，可以减轻审计机构的特别注意义务的程度。2007 年《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“《审计赔偿若干规定》”）第七条列明了没有过错、不承担责任的三项标准，《虚假陈述赔偿规定》第十九条也专门列举了会计师没有过错的四项情形，都将审计业务必须依赖的金融机构、发行人的供应商、客户等相关单位提供不实证明文件，作为没有过错情形。

4. 识别四：是否违反特别注意义务

如经识别中介机构对争议虚假信息负有“特别”注意义务，则应进一步比对中介机构就争议的虚假信息所开展的工作，以查明其是否违反特别注意义务。相对一般注意义务而言，特别注意义务是以高于一般人的常识判断标准，以更加谨慎的态度行事。具体评价中介机构的履职情况时，首先应审查其注意的范围，有无遗漏应当特别注意的事项；其次是审查其对特别注意事项所采取的措施和手段，从外在观察其给予的重视有无达到“特别”的程度。是否在一般注意的基础上，按照勤勉尽责、专业审慎的要求，在时间人力上有更多投入，在范围层次上更加深入，在意见表述方面更加严谨仔细。

① “新发展格局下中国资本市场与证券业高质量发展”，中国证券业协会优秀研究课题展示专栏，网址：<https://www.cs.com.cn/zt/202201291/top100/>。

② 《公司债券承销尽职调查业务指引》对承销商的注意义务给出了简要的区分标准——无其他中介机构专业意见支持的内容，履行特别注意义务；有中介机构及其签名人员出具专业意见的内容，履行普通注意义务。由此项原则对应似可得出，其他中介机构对自己负责查证基础事实并发表意见的内容承担特别注意义务，而对引用其他中介机构的意见内容只承担普通义务。
《律师从事证券法律业务尽职调查指引》第5条规定：“基于专业分工及归位尽责的原则，律师对尽职调查过程中的法律事项应尽到证券法律专业人士的特别注意义务；就财务、会计、税务、评估、行业有关事项仅负有一般注意义务，可出于合理信赖直接援引其他证券服务专业机构的工作成果，除非明知涉及争议或纠纷，律师可不再对该等事项重复核查验证。”与上述区分原则大致相同。



5. 识别五：是否违反一般注意义务

一般注意义务，正常情况下是指行为人仅根据一般社会人的认识程度承担的注意义务。但是，在债券发行的业务活动中，中介机构的一般注意义务可能被苛责高于非中介机构的普通社会人标准，这是由中介机构作为专业机构的先天地地位决定的。五洋债案件中，律师事务所被判决在5%的比例内承担连带赔偿责任引发广泛争论，其实质系中介机构即便在一般注意义务项下，也应承担更严格的责任标准。在此基础上，才进一步产生一般中介机构与专业中介机构的区分，不承担某一类专业事项的中介机构，对信息披露文件中的相关内容有合理理由排除怀疑，即可认为没有过错（专业过错）。

6. 识别六：是否构成“严重”违反

最后一步是进行严重程度的识别。《虚假陈述赔偿规定》第13条明确《证券法》第163条的过错为故意或重大过失，对轻微过失或轻微瑕疵的处理，则可以按照免除责任处理。因此，有必要识别、区分中介机构违反注意义务的严重性。具体而言，可从中介机构所违反注意义务的重要程度，过错行为所涉及事项的重要程度和影响范围，过错行为的实施过程和情节的具体表现等方面进行综合考量。对不影响定性定量的文字差错，或对披露内容不存在实质性影响的小额计算差错，可以作为轻微过失处理。

（二）审查标准与方式

大量的信息对比，即债券文件书面证据审查，是审查虚假陈述过错的必要步骤。包括将已披露的信息与被揭露的信息对比，已调查的信息与已披露的、被揭露的信息对比，等等。从实务角度，可从客观规范性标准和主观谨慎性标准两方面，组织该部分证据的提交、审查与认定，以提高审查的针对性和有效性。

1. 客观规范性标准

中介机构的规范、准则和业务指引中，部分规则系刚性、明确的义务性规范要求。中介机构首先应提供各项专业领域的执业准则和规则，指明争议虚假信息所涉及的具体规范文件和条款，并提供对应的工作底稿，证明已按该等刚性规范实施并完成工作。否则，即可认定过错。

2. 主观谨慎性标准

与客观规范的刚性标准相对应，也有部分规范赋予专业人员一定权限，由专业人员根据业务实际，自行决定具体的尺度与分寸，但要求保持专业人员所特有的审慎态度，达到谨慎性要求。在《虚假陈述赔偿规定》中，“自查内容有合理理由相信真实”和“引用内容有合理理由排除怀疑”，“合理理由”可视为谨慎性要求的具体表现。

（1）专业调查（尽职调查）的谨慎性

中介机构尽职调查确认的事实是其发表专业意见的基础，监管部门、交易所、行业针对此有详尽的业务指引或规则、解答。^①

^① 如《公司债券承销尽职调查业务指引》《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》《律师从事证券法律业务尽职调查指引》等。《证券法》第一百六十三条所称核查验证的真实性、准确性、完整性，主要针对尽职调查，要求达到足以避免信息虚假、差错或遗漏的谨慎程度。

目前，大多数案例与证券服务机构的尽职调查相关，是尽职调查的事实和证据是否充分的争议。

为证明自己在尽职调查方面没有过错，中介机构通常将尽职调查的全部工作底稿提交给法院。由于篇幅巨大、文件众多，工作底稿的举证、质证和证据分析占用了法庭审理的大量时间，且大量文件为证券服务机构自行编制，或为网络打印件、复印件、摘抄件等，多数举证事实上不能达到通常证据真实性的要求。而质证环节原告也很难提出专业有效的质证意见。不少案件审理对工作底稿的质证流于形式。因此，中介机构工作底稿的证据提交与质证、审查应区分问题、有所侧重。^①

(2) 专业判断的谨慎性

以尽职调查为基础，中介机构进一步运用专业知识对查明的事实进行定性或定量分析，适用专业的法律、法规、规范性文件或条款，对专业问题进行判断，形成专业意见。专业判断方面存在更深层次的勤勉尽责的问题，各界对此重视程度有所不同，“我国对于中介机构在信息披露方面的执业规则较多，有关规则过于细化，容易使中介机构忙于细节工作，只见树木不见森林，或者勤于材料的收集整理，疏于分析判断，缺乏整体把握。”（周卫青，2021）专业判断错误的案例比尽职调查不尽责案例要少得多，但无论行政处罚还是民事诉讼，认定标准更加模糊。

在已有案例中，对专业判断是否谨慎尽责的争议处理差异较大。如五洋债一审审理中，大信会计师事务所（特殊普通合伙）抗辩：“应收账款和应付账款‘对抵’属于会计专业判断问题。大信会计从其经营模式和交易实质判断，认为发行人会计处理符合企业会计准则的规定，故对其予以确认。”而一审法院因证监会行政处罚认定该项抗辩从专业角度不成立，认定会计师事务所存在虚假陈述。

中介机构的专业判断与法律判断的三段论逻辑过程有相似之处，但包括法官在内的普通非专业人士缺少必要的专业资格，缺少相关的专业知识和专业训练，不应简单评价，尤其是以事后结果的“上帝视角”去看待其过程中专业判断的合理性与意见的正确性。关于专业判断谨慎性问题，应当引入专家证人，按照证据规则中专家证人的举证、质证程序进行事实审查，作出符合专业逻辑的裁判。

3. 行政处罚或监管处分的相关性

在发行人受到行政处罚或监管处分的情况下，可能是中介机构与发行人、其他中介机构一并被处罚，也可能单独被处罚。只有发行人被处罚，或处罚系分别对发行人、中介机构做出时，需重点查明诉请事实与中介机构工作内容的关联性，二者构成重合或关联，才可能涉及中介机构的过错认定。

举例来看，某上市公司发行公司债，

^① 附表3（增强出版）：工作底稿的审查重点和原则。



债券募集说明书引用 2013、2014、2015 年的审计报告作为历史财务数据。债券到期后, 因发行人未能及时兑付, 投资者选择提起证券虚假陈述侵权诉讼。本案涉及发行人的虚假陈述行政处罚, 系发行人因 2013 年至 2016 年度的对外担保和关联交易金额财务信息存在披露不实。但监管部门对审计机构单独另做监管措施处理, 只认定 2016 年审计报告未勤勉尽责。因此, 审计机构所受监管措施指明内容 (2016 年审计报告), 与投资者诉请的被行政处罚虚假信息, 即债券募集说明书 (及所引用的审计报告) 无关, 审计机构不构成原告诉称的虚假陈述侵权行为。

此外, 本案中审计机构并未针对债券发行提供专项的服务, 债券发行引用的常规年度审计报告, 是否可作为债券发行审计机构过失的认定标准, 从义务范围理论看, 应该严格加以限定。“证券发行中虚假陈述所致损害并不属于证券发行之前的常规年度审计所预防的范畴。即使审计机构知晓公司意图将来发行债券, 也不会改变常规审计工作的过错标准。”“信息的重大性或知道他人将把信息用于何种用途, 这些都不足以支持合理信赖, 否则将使证券服务机构因他人无须付费的单方选择就修改了其提供服务的性质, 增加其法律风险。” (洪国盛, 2022)

综上, 如监管部门已对中介机构做出行政处罚, 且违法事实与诉请争议事实重合或具备关联性的, 则可以行政处罚为依据, 直接认定中介机构的过错。如监管部

门未对中介机构做出行政处罚, 则对其过错仍应按照本文前述原则单独进行审查与认定。而不能仅以发行人受到行政处罚这一结果认定中介机构具有过错。

另一个容易混淆的情况, 是发行人与中介机构各自单方实施的行为发生结合而引发虚假陈述侵权的问题, 为法理上的“不真正连带”情形。中介过错的认定应更加谨慎。在美国证券法案例中, 曾先后提出“黑白分明判断标准”“制作标准”“实质性参与标准”的概念, 以区分证券中介机构行为与虚假陈述行为的关系。“制作”标准实际上是介于“黑白分明判断”标准和“实质性参与”标准之间的折中的标准。中介机构仅仅实质性的参与了虚假陈述的准备工作仅仅是帮助和教唆行为, 只有实质上制作了虚假陈述才构成虚假陈述行为。(李宁惕, 2007) 二者在抗辩和举证“没有过错”方面、法律条款适用方面均存在不同, 应进行区分。

四、结语

由于《证券法》第一百六十三条连带赔偿责任规定可能造成证券服务机构过于严苛的责任负担, 司法实务有必要提供合适的尺度规范。妥善处理债券服务中介机构虚假陈述赔偿责任, 一要体现过责相当、提高适用推定过错原则的精确度, 二要考虑中介机构为债券发行提供服务的经济原理, 这二者都可在中介机构证明自身“没有过错”的裁判认定中具体体现。

从理论角度, “没有过错”是对有过

错的排除和否定，证明范围应当达到足以否认任一过错构成要件。提供“没有过错”的思维路径并在此基础上划定证明范围是必要的。从实务角度，“没有过错”是以工作底稿材料为基础，反映债券发行中介机构在信息披露方面所达到的勤勉尽责程度。通过这些客观证据所呈现的事实，形成对于过错或“没有过错”的主观确信。能准确把握争议焦点实质，厘清层次，删

繁就简，也有助于提高司法效率。

从上述二个维度出发，本文意图说明债券发行中介机构虚假陈述赔偿责任认定中可以参考的路径、步骤、方式和标准。受能力所限，对该领域深层次问题的认识及论述有诸多欠缺，有待后续研究与实践活动中进一步总结完善，也对各界指正不胜感谢。[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 郭雳.检讨与重构金融中介服务机构的法律责任——以资本市场为例[J].金融服务法评论,2012,3(01):275-286.
- [2] 洪国盛.义务范围理论下证券服务机构过失虚假陈述赔偿责任[J].法学研究,2022,44(05):120-138.
- [3] 张阳.公司信用类债券信息披露制度的统合建构——以偿债能力为中心展开[J].证券法苑,2017,21(03):448-479.
- [4] 周卫青.IPO注册制下发行人与中介机构虚假陈述民事责任研究[J].证券市场导报,2021(04):60-68.
- [5] 李宁扬.美国证券交易中介机构在证券欺诈中的民事责任[D].北京:中国政法大学,2007.

Study on the Fault Determination of Misrepresentation Intermediaries in Bond Market

GUO Chouhong^{1,2,3} ZHU Xinxin^{1,2,4} ZHAO Shiqi¹

(1.Zhejiang Zeda Law Firm; 2.Guanghua Law School, Zhejiang University; 3.Hangzhou Arbitration Commission; 4.the Finance and Insurance Professional Committee of Zhejiang Provincial Lawyers Association)

Abstract The determination of fault of intermediaries in bond issuance is a subjective state of judgment. It is very difficult to prove that intermediaries are not at fault under the presumption of fault principle in the reverse direction. This paper firstly determines the credit bonds in different trading markets as the scope of study and sorts out the rule system of intermediaries' misrepresentation fault determination. On this basis, it analyzes the jurisprudential logic of intermediaries' negligence, and points out that the distinction between special duty of care and general duty of care, as well as the distinction between reasonable grounds to believe the truth and reasonable grounds to exclude doubt, are two important judgment methods proposed in the current rule system.

In order to solve the difficult problem of intermediaries' negligence in practice, this paper further refines the identification path and steps of intermediaries' negligence, focusing on the distinction between special and general duty of care and the criteria of distinction. At the same time, the current situation of the review of evidence, wide scope and low efficiency of intermediaries' negligence in bond issue misrepresentation in judicial practice is combined with the principles and ways of reviewing the evidence related to intermediaries' negligence, and relevant suggestions are put forward.

Keywords misrepresentation, bond market, intermediaries, negligence determination

JEL classification G18 K22 P37