



信用评级机构法律责任认定 和损害赔偿问题研究

Research on Legal Liability and Damage Compensation Related to Credit Ratings

吕寒 徐文鸣 史淑梅

摘要: 本文从信用评级行业法律责任认定的理论要件和当前司法实践出发,分析信用评级行业在证券虚假陈述纠纷中民事责任认定方面的特殊性。本文通过归纳美国与欧洲信用评级行业法律责任认定的立法与司法实践,将之与我国信用评级行业的立法和司法实践情况进行对比,总结我国评级机构在证券虚假陈述纠纷中法律责任认定存在的具体问题,进而基于我国信用评级行业的法律适用现状提出相关改革建议,为探索健全和完善信用评级行业法律责任认定和损害赔偿提供参考。

关键词: 信用评级机构 责任认定 证券虚假陈述纠纷 侵权损害赔偿

Abstract: Based on the theoretical elements and current judicial practice, this paper analyzes the identification of civil liability in securities misrepresentation disputes related to credit ratings. The paper summarizes legislation and judicial practice related to determining legal liability in the credit rating sector of the United States and Europe. It then makes a comparison with China's credit rating industry and puts forward relevant suggestions for reform based on the current application of laws and legal practice so as to provide a reference for exploring and perfecting the legal liability determination and awarding damages in the local credit rating industry.

Keywords: Credit Rating Agencies, Responsibility Determination, Securities Misrepresentation Disputes, Infringement Damages

作者单位: 吕寒, 中诚信国际信用评级有限责任公司; 徐文鸣, 中国政法大学法与经济学研究院; 史淑梅, 大公国际资信评估有限公司。



信用评级机构的法律责任的边界模糊不清，缺乏具体明确的标准

在当代证券市场中，证券中介服务机构，主要包括证券公司、律师事务所、会计师事务所、评级机构等，被誉为证券市场的“看门人”。它们凭借专业知识，分别对发行人的各项情况及其提供的信息开展调查和审核，发表专家意见，从而以自身声誉向投资者保证发行证券的品质，使投资者少受虚假、错误信息的诱导。

信用评级机构，是证券市场“看门人”之一，其对发行证券的企业所处的区域、行业、企业本身的经营和财务状况、证券偿还的其他保障措施等进行合理的分析，就影响信用风险的各个因素依据评级程序和评级方法逐个予以考量，然后评定出信用等级。证券投资者则参考评级结果，在审慎综合考量各种影响因素之后酌情进行投资。信用评级机构评定出的证券等级，反映了证券发行者及证券本身的资信程度，是对未来偿债能力和偿债意愿的主观评价。信用评级报告揭示发行人的信用状况，为投资者对证券发行质量判断提供有意义的参考，从而保障证券市场的稳定运行，保护投资者的合法权益，在金融领域发挥重要作用。

在我国的立法及司法实践中，依据2019年新修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第160条、第182条以及最高人民法院《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》）第31条的规定，法院在认定证券中介服务机构是否存在过错时，将证券中介服务机构是否尽到“勤勉尽责”义务作为衡量的标准。“勤勉尽责”义务又进一步区分为普通注意义务与特别注意义务。普通注意义务是指在通常情况下，作为社会普通人应当达到的注意标准。特别注意义务，是指特殊主体在从事特殊行为时所应当达到的注意标准。在确定行为人特殊注意义务的内容时，应该区分行为人所从事的不同的职业活动，还要根据行为人的行为所影响的对象决定，行为人的年龄、受教育程度、专业知识、工作经验、技术水平等也在一定程度上影响到其应负有的特殊注意义务。

在司法实务中，各法院的做法在一定程度上从实践层面解释了各机构“勤勉尽责”的含义，但不同的法院对法律条文的理解与适用存在分歧。例如，在“欣泰电气案”〔（2019）最高法民终1941号〕中，法院因中介机构未编制查验计划或者保留工作底稿，认定其未尽履职尽责；在“中安科案”〔（2020）沪民终666号〕中，一审法院认为律所并非专业的审计机构、评估机构，其仅从合法合规角度对该定价进行评价，因此不应该要求律所对基于专业机构评定的资产价值的准确性、真实性、完整性负责；但是在“五洋案”〔（2021）浙民



终389号〕中，法院认为律所不能仅仅进行形式上的审查，律所因未能关注核查投资性房产之出售事项、未能发现相关资产处置给偿债能力带来的法律风险而被法院判决承担连带责任，却并未查明律师是否应当披露该信息，以及是否接收到该笔交易的异常信号。由此可见，司法裁判对于证券中介服务机构的义务和责任认定不仅缺乏相对统一的标准，且在部分案件中尚存在说理不明、界定不清晰的情况，因此将此类案件的责任认定准确化、精细化、专业化，对于信用评级行业的发展和司法的进步具有重要意义。

信用评级机构的业务特性决定了其法律责任认定上的特殊性

信用评级机构作为金融市场重要的证券中介服务机构，在法律义务方面，与会计师事务所、律师事务所等其他证券中介服务机构相同，都应承担勤勉尽责、恪尽职守的法律义务，但结合实际展业情况来看，信用评级业务的特点又决定了其法律责任认定的特殊性，具体表现在以下三个方面。

第一，前瞻性与主观性相结合，正确认识评级结果是法律责任界定的前提。信用评级是基于被评对象历史信息，对经济主体或债项未来出现信用风险情况的评估。信用评级机构需在历史分析的基础

信用评级机构需在历史分析的基础上，对未来发生违约的风险进行前瞻性判断，且评级过程体现出较强的主观性，决定了在其法律责任认定时，不能简单依据是否违约判定评级机构是否失职，应多维度考量评级机构尽责程度。

上，对未来发生违约的风险进行前瞻性判断，且评级过程体现出较强的主观性，决定了在其法律责任认定时，不能简单依据是否违约判定评级机构是否失职，应多维度考量评级机构尽责程度。

一方面，评级具有较强的前瞻性。评级机构对被评对象未来信用状况的判断基于以下逻辑：历史信用记录良好，未来信用表现良好的概率较大；历史出现违约情况，未来再次出现违约的概率更高。但历史信息与未来表现并不是简单的直接映射关系，评级机构需要综合分析历史信息，对未来发生违约的风险进行前瞻性判断。对此，评级机构在评级报告里也详细阐述了信用等级的符号与定义，信用等级高低仅代表被评对象违约风险高低。因此，评级结果应看作对未来违约概率大小的概念性判断，不能直接看作是否违约的衡量标准，在进行法律责任界定时应合理考量债券违约与评级结果之间的关系。

另一方面，评级具有较强的主观性。



评级对信用风险的评估既包含被评对象的偿债能力，也涵盖其偿债意愿，因此，评级机构一般采用定量与定性相结合的评级方法。其中，财务信息可以采用定量分析，但对于无法定量分析的信息，则需要依靠评级分析人员和信用评审委员会基于主观经验进行判断，体现出较强的主观性。虽然评级机构越来越广泛地将计量和统计模型应用在风险分析中，但这些模型的前提假设本身也带有主观性，依赖评级机构根据历史计算和经验进行设定。总体上来看，信用评级仅为投资者提供决策参考之用，不构成投资或财务意见，也并非对买入、出售或持有特定证券的推荐。信用评级并不就一项投资对任何特定投资者的合适程度做出评论。因此，仅凭违约判定评级机构失职显然是片面的，应深入分析违约背后的客观原因和主观原因，多维度衡量评级机构尽职尽责程度。

第二，法律义务期限较长，判定评级行动及时与否应因事制宜。一般情况下，会计师事务所、律师事务所等证券中介服务机构在出具专业报告后，其法律义务就已结束，但评级机构在出具评级报告后，还负有跟踪评级的义务，从初次开展评级业务开始至终止评级服务为止，评级机构出具的评级结果都具有时效性，且评级机构负有实时监测被评对象信用状况，并在被评对象信用状况发生变化时通过评级调整及时做出风险预警的责任。评级机构较

长的法律义务期限虽然有助于更好发挥评级的风险预警功能，但也加重了评级机构的法律义务，致使认定评级机构“是否及时履行跟踪评级义务”存在一定的难度。

由于引发被评对象信用状况变化的因素众多，评级机构难以全部及时掌握，因此，在判定评级机构评级行动及时与否则应分情况讨论，不能“一刀切”。对于被评对象基本面变化，通常会直接反映在公开资料或企业提供资料中，评级机构易于识别；而对于突发信用事件，评级机构难以提前知晓，进而导致评级行动滞后于被评对象信用状况变化，且突发信用事件往往容易引发评级结果断崖式下调，此种情况下，不宜直接判定评级机构预警不及时。

第三，信息获取难度与低收费标准不匹配，法律责任界定应酌情考虑展业困难。一方面，信息获取难度较大。信用评级不仅需要对公开信息进行分析，还需要对非公开信息进行调查。非公开信息获取难度较大，且在被评对象刻意隐瞒的情况下，评级机构难以有效辨别真伪，进而影响评级结果的全面性、真实性。而公开信息里最重要的财务信息来源于审计报告，评级机构只能基于会计师事务所制作和出具的文件进行分析，加之财务数据在评级模型中应用较多，审计报告内容的真实性会严重影响评级结果的准确性。因此，确定评级机构勤勉尽责义务边界时，应合理



考虑评级机构信息搜集范围与难度问题，辨别评级机构是否涉及虚假陈述时也应结合信息来源，找准最终责任人。

另一方面，较低的收费标准一定程度上限制了评级机构的投入。与国外评级机构根据发债规模比例收费的模式相比，我国评级行业整体收费标准仍然较低。评级行业较低的收费标准限制了评级机构在信息获取上的资源投入，一定程度上导致评级质量不及市场预期。特别是近年来，评级机构在提升评级质量、完善公司治理和内部控制制度等方面投入了更多人力、物力，评级行业面临收支平衡难题。尽管收费高低不能与法律责任大小直接挂钩，但在认定评级机构的法律责任大小时，应酌情考虑赔偿金额可能对证券中介服务机构实际展业带来的后续不利影响。

中国信用评级机构的法律适用分析

中国信用评级行业的法律框架

在我国现有的法律框架下，信用评级机构主要受《证券法》、《证券市场资信评级业务管理办法》、《信用评级业管理暂行办法》等法律法规的约束。在实务中，根据承担的不同责任，信用评级机构还会受到其他法律法规的规制，如法律层面《刑法》中金融犯罪的条款、《民法典》中合同编与侵权责任编的条款；《行政处罚法》中行政处罚条款；司法解释层

面最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》、《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《审理虚假陈述案件若干规定》）、《关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》、《债券会议纪要》等相关条款。由此，我国信用评级机构的法律框架实际是由法律、部门规章、司法解释等多位阶组成的。

中国信用评级机构承担民事责任的构成要件

根据《证券法》的规定，在证券虚假陈述纠纷中，对证券中介服务机构责任的认定采用“过错推定”原则，即证券中介服务机构“能够证明自己没有过错的”，则无须承担民事赔偿责任。因此，通说认为证券市场虚假陈述责任是一种特殊的侵权责任，在进行责任认定时，应当对侵权行为、主观过错、损害结果、因果关系展开论证。

评级机构侵权行为的认定

根据《证券法》对证券服务机构虚假陈述行为内涵及外延的规定，信用评级机构的侵权行为系指其在证券业务活动制作、出具的评级报告具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏情况，具体包含以下三种情形：一是发行人有虚假记载的行为，评级机构与发行人合谋参与实施虚假记载行为或者基于过失而导致评级报告出现不实内容；二是评级机构在重大事项的



评级机构所提交的证券监管机构对其进行详细调查后未出具任何纪律处分、行政处罚以及监管措施之证据，在证明评级机构无过错方面应当视为满足高度盖然性要求。

信息披露行为上存在重大遗漏；三是评级机构的评级结果与发行人实际信用水平不匹配，构成误导性陈述。司法实践中，法院对侵权行为的认定存在一定程度的自由裁量空间。

评级机构过错的认定

结合《证券法》和《债券会议纪要》的相关规定，对评级机构主观过错认定问题的探讨可以从两方面展开：一是从评级机构所尽注意义务与法律要求其所负注意义务匹配程度，二是评级机构所负举证义务尺度把握。

第一，就评级机构所尽注意义务而言，根据《债券会议纪要》以及《证券市场资信评级机构评级业务实施细则》规定，若评级机构所依据的相关事实材料是来源于会计师事务所等其他中介机构，评级机构仅在一般知识水平和能力范畴对其真实性和准确性进行评估。换言之，评级机构对于非评级专业领域的事项根据一般知识水平和能力范畴已经尽到法律要求的一般注意义务时，则不能轻易认定评级机构存在过错。

第二，就评级机构所负举证义务尺度把握而言，依据民事诉讼中的证明标准，在承担举证义务的主体充分举证已达民事诉讼的证明标准时，也应认定其已尽到举证义务，举证义务转移至相对方。基于此，评级机构所提交的证券监管机构对其进行详细调查后未出具任何纪律处分、行政处罚以及监管措施之证据，在证明评级机构无过错方面应当视为满足高度盖然性要求。举证责任应转移至原告方，由原告方举证证明评级机构有过错。如果原告方无法进一步举证证明评级机构存在过错的，则原告方应当承担举证不能的不利后果，而不应直接推定评级机构存在过错。

投资者受到损害结果的认定

在证券虚假陈述案件中，投资者需遭受损失。而对于损害结果认定的范围、计算方法以及案涉证券中介服务机构是否应全额赔付“债券本息”等具体问题，仍需具体分析。对于损害结果范围，实践中存在争议。例如当债券发行人进入破产重整程序时，部分投资者在已申报破产债权的前提下，另行以证券中介服务机构为被告而提起证券虚假陈述诉讼并获生效判决，则有可能在后续执行程序中获得“重复受偿”，此时投资者所遭受的“损失”是否存在，损失范围如何界定，成为证券虚假陈述责任纠纷中的常见问题。对于损害结果的计算方式，实践中对投资者损失的认定通常依据的是《债券会议纪要》第



二十二条。但在适用《债券会议纪要》第二十二條时需要充分考虑债券作为投资工具的特殊性，即与股票代表的股权关系不同，债券的基础法律关系系借贷关系。在认定证券虚假陈述责任纠纷的赔付范围之时，有必要慎重考虑债券系属投资工具的属性，要求投资者承担债券市场中固有的投资风险。基于此，对于投资者损失的计算需要“深究”各投资者买入债券的实际成本，充分考虑债券作为投资工具的特殊性，避免僵化地适用《债券会议纪要》第二十二條。

评级机构侵权行为与投资者损害结果之间因果关系的认定

因果关系是侵权损害赔偿的核心问题。证券虚假陈述侵权责任中，因果关系包括交易上因果关系和损失上因果关系。

在交易因果关系层面，理论上推定证券市场各类信息均能有效反应，并推定投资者对市场产生合理信赖，信赖是否合理因投资者类型及交易时间的不同而有所区别。

第一，区别于普通投资者，合格投资者的准入门槛需具有更高的资金实力、更强的风险识别能力以及风险承受能力。因此，对其信赖“合理性”的判断，显然难以用与普通公众投资者等同的标准，合格投资者在债券投资过程中应当负有更高的注意义务。在更高的注意义务标准之下，合格投资者应当举证证明他们对发行人进

行了适当的调研和研究，并在此基础上进行审慎决策。否则，合格投资者对相关虚假陈述行为的信赖是“不合理信赖”，相应的投资损失则自行承担。

第二，对于揭露日之后进行交易的投资者，由于相关虚假陈述行为已因揭露而不足以取信，其后发生的交易与虚假陈述行为间显然不能建立信赖利益，应由投资者自担风险。

第三，我国证券的市场价格对新公开信息的反应度较低，尚未达到“有效市场”水平。在依据“信赖推定”原则进行审理或者投资者主张该原则时，应当将“有效市场”的举证责任分配给投资者，且只有在投资者证明我国证券市场系“有效市场”，才能推定投资者信赖虚假陈述内容。

在损失因果关系层面，与虚假陈述无关、但足以导致发行人偿债能力下降、进而导致投资者损失的诸多因素，包括宏观层面因素、发行人本身因素和义务事件等，应根据原因力的大小将该等致损因素导致的损失剔除在赔偿责任之外。在剔除方式等具体操作上，是否能够达到科学化、个性化、精细化计算的程度则需要专业机构完成。

对比中外信用评级机构法律责任认定的启示

关于美国信用评级机构的责任认定，



历史上，美国法院认为评级作为公众关注事项的意见表述，受到《第一修正案》的保护，直到2010年，《多德-弗兰克法案》对于信用评级机构法律责任认定产生了根本性变化。该法案涉及合规、内部控制、评级质量、信息披露、报告和审查、利益冲突管理和评级使用者保护，要求评级机构与会计师事务所对其陈述在证券法下负有同样责任，即施以专家责任，取消了信用评级机构的责任豁免，同时降低了投资者对评级机构提起反欺诈诉讼的要件要求与起诉标准。

根据美国判例，法院在案件审理过程中，可以查实并参考多种因素作为认定评级机构法律责任的判断标准。第一，评级机构业务性质；第二，评级机构评级行为，例如，信用评级是发行人付费还是投资者付费，受委托评级还是主动评级；第三，信用评级的使用，例如，受评证券是非公开发行，还是公开发行。

关于欧洲信用评级机构的责任认定，《欧盟信用评级机构监管条例 I》、《欧盟信用评级机构监管条例 II》、《欧盟信用评级机构监管条例 III》规定了利益冲突规则，通过引入主权评级的具体规定扩大了评级方法规则，提高了结构性融资评级的披露要求，为欧盟的信用评级确立了共同的民事责任框架，详细规定了举证责任，从而保证了诉讼各方之间的平衡。

欧美的法律规定和司法实践对于我国

美国评级机构民事责任承担的发展经历了从援引《美国宪法第一修正案》的责任豁免到《多德-弗兰克法案》的取消豁免，以及欧盟确立信用评级机构民事责任的框架，体现了传统认识和观念中有必要根据市场发展情况作出修正甚至纠正的价值取向。

司法实践的启示在于：其一，美国评级机构民事责任承担的发展经历了从援引《美国宪法第一修正案》的责任豁免到《多德-弗兰克法案》的取消豁免，以及欧盟确立信用评级机构民事责任的框架，体现了传统认识和观念中有必要根据市场发展情况作出修正甚至纠正的价值取向。而我国司法界最近的司法实践同样遵循这一观念，将根据证券中介服务机构的职责与义务，综合判断其承担全部还是部分连带责任；其二，在美国对于评级错误，当事人可以根据案件的情况同时提出不同的诉因，比如证券欺诈之诉、普通法欺诈、普通法的过失或者过失虚假陈述之诉等等。这启示我们，因评级行为而引起的法律关系是多重的，同一当事人可以提出不同的诉讼请求，相应的，对评级机构的法律责任也应根据不同的法律关系来加以判断，并区分判定其应当承担的责任范围。



当前实践对本土信用评级行业的影响

有效提升了行业规范性和评级质量

从国内的司法实践来看，法院对于证券虚假陈述纠纷中证券中介服务机构的外部责任形态倾向于部分连带责任。严格的法律责任将给信用评级行业带来一些积极影响。

第一，有利于激励信用评级行业的规范发展。在对资本市场违法犯罪“零容忍”的要求下，监管部门不断加大对证券违法行为的处罚力度，提高违法违规成本。对评级机构而言，各项监管制度规则将更加规范，而更加规范的规则有利于带动整个评级行业和固定收益证券市场的规范发展。

第二，有利于提高评级质量。在我国，评级行业存在评级等级虚高、评级区分度不足、违约率偏高等问题。因此，更加严格的法律责任，有助于促进评级行业更加审慎、合规，并提升行业自律，提高评级工作的质量，提升评级的有效性。

第三，有利于加强内控合规管理。在“零容忍”的背景下，评级机构在对发行人评级时就会更加严肃地对待评级过程，更加谨慎地进行评级工作，通过内部的合规管理来降低承担法律责任的风险。

第四，有利于强化受评对象的跟踪评级。更加严格的法律责任能够督促评级机构在发行时对发行人更加严谨和审慎进行

信用评级，同时，也将督促评级机构加强对受评对象进行跟踪评级，通过定期或不定期跟踪，及时发布跟踪评级报告，向投资者告知风险。

预期不稳或将导致市场效率下行

然而不能否认的是，过于严格的责任设置同样会产生消极影响。第一，法律责任预期不稳定导致逆向选择。我国评级行业没有较为完备的评级法律法规，现有的监管规则大多比较笼统，不能给各评级机构一个明确的行为指引和违法预期，评级机构因评级作业而遭受处罚的潜在可能性增大。大型的评级机构对处罚更加敏感，主动放弃一部分高法律风险的客户，而中小型的评级机构对可能的处罚不那么敏感，大量接受客户，业务量上升。最终，逆向选择效应导致评级市场的服务质量下降。

第二，债券发行出现分化，加剧中小企业的融资难度。由于证券服务中介机构都面临着更加严格的法律责任，而法律责任预期不稳定，可能会导致证券中介机构放弃一部分客户。因此，对发行人而言，最终能够获得评级继而成功发行债券的往往是国企、少数大型民企等本身就具有较好信用水平和偿款能力的企业，但大量的中小型企业难以获得融资，融资难题无法得到解决。

第三，评级机构合规成本上升导致债券的发行成本上升。更加严格的法律责



任意意味着评级机构在评级过程中要更加严格，严格的评级过程就意味着更高的合规成本，评级机构需要以更高的资源投入，以确保尽到法定的注意义务。这样合规成本的大幅增加不仅会影响评级机构，也会通过评级费用的方式转移到发行人，导致发行人的发行成本上升。

对于评级机构而言，其在评级作业中需要履行的特殊注意义务在于勤勉尽责、恪尽职守地评估发行人未来的偿债能力和偿债意愿，而对于工作中涉及的财务、会计、税务，以及法律等事项仅负有普通注意义务。

对我国评级机构法律责任认定问题的政策建议

违法行为的认定

首先，应当严格区分普通注意义务和特殊注意义务。对于评级机构而言，其在评级作业中需要履行的特殊注意义务在于勤勉尽责、恪尽职守地评估发行人未来的偿债能力和偿债意愿，而对于工作中涉及的财务、会计、税务，以及法律等事项仅负有普通注意义务。我们建议在司法实践中区分普通注意义务和特殊注意义务，落实《债券会议纪要》和《审理虚假陈述案件若干规定》的相关规定，从而明确法律责任的归属。

其次，对于未受到行政处罚的，建议谨慎认定当事人满足过错要件。在当前加强对证券投资者的保护，加大对发行人和证券中介服务机构追责力度的背景下，我们认为人民法院在证券虚假陈述引发的民事赔偿纠纷案件中，应当坚持依据实体法规定的民事责任构成要件和程序法确立的举证责任分配规则，对于证券中介服务机构

在未受到行政处罚的条件下，法院在司法审判中不应当认定其存在虚假陈述，这样有利于保持司法裁判的稳定性，保持司法与行政的协调统一，体现司法的底线思维。

最后，应当从发行方式和投资者适当性两个维度差异化认定机构责任。从发行方式和投资者适当性两个维度，可以将债券发行模式划分为三大类：第一，普通投资者可以参与的公开发行；第二，只有专业投资者可以参与的“小公募”；第三，只有专业投资者可以参与的非公开发行。在证券虚假陈述民事纠纷案件中，人民法院应当避免“一刀切”认定过错要件，而要考虑在不同的债券发行模式下投资者审慎注意义务的差异。根据《民法典》第1173条的规定，被侵权人对同一损害的发生或者扩大有过错的，可以减轻侵权人的责任。在证券虚假陈述案件中，损害赔偿分配应当考虑投资者的过错。从权利与义务相平衡的角度，公众投资者、专业个人投资者和专业机构投资者应当承担的注意



义务也应当依次增加。因此，如果投资者根据专业知识和公开信息，能够辨别发行文件中存在的虚假陈述，却仍然投资了相关证券，那么其投资行为存在过错。对于专业机构投资者来说，人民法院应当根据相关证据判断其投资决策的过错程度，如存在尽职调查不充分、风控流于形式等情况，则可以酌情减轻侵权人的赔偿责任。

损害赔偿的计算

首先，建议明确侵权损害赔偿的行为认定。在判定行为性质上，只有满足《审理虚假陈述案件若干规定》第10条“重大性”要件，行为人才依法承担民事赔偿责任。对于不具备重大性的情形，因其不足以影响投资者的投资决策和证券交易价格、交易量，不会造成投资者的损失，因此行为人无需对投资者的投资损失承担赔偿责任。在剔除系统性风险上，根据《审理虚假陈述案件若干规定》第31条第（二）款规定，投资者的损失或部分损失是由于证券市场风险等其他因素所导致，则该部分损失不应由行为人赔偿。如果被告能举证证明证券市场风险因素对投资者的投资损失产生的影响，法院应当予以适当剔除。

其次，建议科学认定揭露日。从因果关系角度看，《审理虚假陈述案件若干规定》第11条规定了交易因果关系的认定标准：投资者的交易行为应当发生在虚假陈述实施日之后、揭露日或者更正日之

前。第12条规定了五种因果关系不成立的情形，因此，损害赔偿的计算必须以科学认定违法行为实施日、揭露日（更正日）和投资者的交易日等信息为前提。因此，我们建议在认定揭露日时，不仅要考虑揭露行为的首次性、公开性，还应着重考虑揭露行为对投资者进行证券交易的警示性、对证券价值和大盘指数的波动性以及揭露内容与虚假陈述行为是否具有一致性等因素，再结合具体个案的实际情况，统筹考虑作出相应的认定。

最后，建议采取科学计算模型，使用事件研究法进行损失计算。《审理虚假陈述案件若干规定》第24条至31条规定了投资者实际损失的范围和计算方法，其中实际损失范围包括：投资差额损失和投资差额损失部分的佣金和印花税。计算方法根据卖出时间有所不同。我们建议，在实践中对于侵权损害赔偿的计算使用事件研究法估计因虚假陈述行为造成的投资差额，结合一级市场虚假陈述的揭露日，投资者因虚假陈述而遭受损失，即为相关债券在该日的超额收益率。超额收益率等于目标债券在揭露日的实际收益率与预期收益率之间的差额，也即是扣除系统风险后，投资者应当获得损害赔偿的最优估计值。上述估计值仅为适格原告因侵权行为遭受损失的理论上限，还应当与其实际遭受的损失进行比较。如果后者小于前者，那么被告仅需就适格原告的实际损失承担赔偿责任



任。

证券中介服务机构之间连带责任的分配

一是完善比例连带责任的追偿制度。

从美国的法律和实践经验来看,在承认了中介机构对发行人的追偿权的同时,探索出被告之间追偿份额的分配方法。因此我们建议明确信用评级机构在承担对投资者的赔偿责任后对发行人的追偿权,并完善追偿份额分配方法。

二是基于主观预测与客观事实的差异认定不同的法律责任。评级机构在债券发行中的作用与会计师事务所等其他证券中介服务机构不同。评级机构是根据评级

对象提供的信息资料,对评级对象未来履约能力和偿债意愿的预测和主观判断。评级机构的评级结果很大程度上依赖评级对象提供的基础信息的准确性与模型的准确性,评价和判断仅需保持一致性,并没有行业统一的评级方法作为准绳,因此,评级报告的主观分析成分和预测成分更多,面临的市場不确定性也更大,与其他具有鉴证性质的证券中介服务机构有较大的区别。因此,建议信用评级机构不应与会计师事务所、律师事务所等鉴证性质的证券中介服务机构承担相同严格程度的法律责任。^[N]

学术编辑:曾一巳

参考文献:

- [1]郭雳.证券律师的行业发展与制度规范[M].法律出版社,2013:64.
- [2]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(5):1-18.
- [3]黄江东,刘子凡.压实资本市场“看门人”的责任担当[J].金融博览,2021(14):70-72.
- [4]科菲,黄辉,王长河.看门人机制:市场中介与公司治理[M].北京大学出版社,2011:2-3.
- [5]刘燕.“专家责任”若干基本概念质疑[J].比较法研究,2005(05):143-150.
- [6]刘新民.中国证券法精要:原理与案例[M].北京大学出版社,2013:282-286.
- [7]柳叶.看门人机制失灵:证券中介机构监管问题研究[J].河北金融,2018(9):50-55.
- [8]徐文鸣.注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例[J].证券市场导报,2021(5):71-79.
- [9]徐文鸣,莫丹.证券虚假陈述投资者损失的理论模型与实证研究——基于有效市场假说[J].广东财经大学学报,2019,34(6):87-99.
- [10]徐文鸣,刘圣琦.新《证券法》视域下信息披露“重大性”标准研究[J].证券市场导报,2020(9):70-78.
- [11]袁康,汪舒楠.破产重整中的违约债券处置及其利益平衡[J].中国软科学,2021(5).DOI:10.3969/j.issn.1002-9753.2021.05.018.
- [12]周淳.证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思[J].证券市场导报,2021(7):70-79.
- [13]朱慈蕴.论金融中介机构的社会责任——从应对和防范危机的长效机制出发[J].清华法学,2010,4(01):6-21.
- [14]最高人民法院民事审判第二庭.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[M].人民法院出版社,2003.
- [15]Coffee J. Gatekeepers: the professions and corporate governance[M]. Oxford University Press, 2006.