

# 注册制视阈下我国“看门人” 职责的厘清与配置

沈 伟\* 沈平生\*\*

**摘 要:**在 2019 年《证券法》颁布和注册制全面推行背景下,资本市场中监管机构行政规制相对弱化,市场化程度更高,证券中介机构权责随之压实与强化。尽管中介机构“看门人”职能进一步凸显,资本市场相应规章制度却依然未能随之匹配,中介机构之间注意义务区分不明、免责事由缺乏等沉痾旧疾依然存在。为了优化注册制视阈下中介机构把守资本市场的“看门人”职责,本文拟在厘清证券中介机构、勤勉尽责、注意义务等基本概念的基础上,以保荐机构、会计师事务所、律师事务所为主要撰文对象,参考美国、日本、我国香港特别行政区等境外法律制度,对如何配置和加强证券中介机构“看门人职责”提出相应建议。

**关键词:**看门人机制 注册制 勤勉尽责 注意义务

2019 年修订的《证券法》标志着资本市场证券发行核准制的取消和注册制的全面推行实施。<sup>①</sup>同时,2020 年作为科创板推出后平稳运行的首个完整年度,共有 215 家企业在科创板成功上市,总市值达 3.49 万亿元。其中,2020 年成功 IPO (Initial

---

\* 上海交通大学凯原法学院教授、博士研究生导师;英国伦敦政治经济学院博士。

\*\* 上海交通大学凯原法学院硕士研究生。

① 《科创板一周年:破冰、疾进、共赢》,载新浪财经, <https://finance.sina.cn/fund/jjgdwx/2020-07-28/detail-iivhvpwx7823789.d.html>。

Public Offerings)达145家,<sup>①</sup>累计融资共计2226.22亿元。<sup>②</sup>作为资本市场改革“试验田”,科创板的上市包容性、品牌示范性和行业引领性已跃然显现。《创业板改革并试点注册制总体实施方案》指出:“……推进创业板改革并试点注册制,是深化资本市场改革、完善资本市场基础制度、提升资本市场功能的重要安排。”<sup>③</sup>在深圳证券交易所创业板实行注册制,是全面贯彻落实新《证券法》的具体体现,是推进资本要素市场化配置的重要措施,是为全市场推行注册制改革积累经验。<sup>④</sup>这些措施标志我国资本市场改革已经正式进入攻坚阶段,能为建设规范透明的资本市场增加活力和韧性。

## 一、挑战:注册制视阈下中介机构的角色转型与问题

### (一)注册制视阈下中介机构的责任重构

自1990年股市建立以来,我国资本市场历经额度制、审批制、核准制再到注册制的变迁历程。1998年《证券法》第10条规定,公司上市证券发行业务需要报经监管机构审批,<sup>⑤</sup>这一规定确立了核准制在我国资本市场近30年的基础地位。核准制(substantive regulation),是指由法律明文规定发行所需要的实质性条件,在发行证券准备中,发行人须证明其具备实质条件,以公开文件的形式向监管机构申报,经监管机构审核确认发行人具备实质条件后,发行人才能获得允许公开发行证券。<sup>⑥</sup>在核准制下,除审查发行人所提交文件的形式性、完整性、准确性以外,监管机构还需要对信息中的实质内容加以审查。核准制背后的理论依据是硬父爱主义(hard paternalism)和准则主义(doctrine of standardization)。硬父爱主义,即管理人(或监管者)从保护

<sup>①</sup> 股票首次公开发行(Initial Public Offerings, IPO),是指拟上市公司首次在证券市场公开发行股票募集资金并上市的行为。通过IPO,发行人不仅募集到所需资金,而且对以募集方式设立股份有限公司的单位完成了公司的设立,对已经设立的股份有限公司实现了股票公开发行。参见郑波:《IPO审计问题研究》,辽宁大学出版社2018年版,第1页。

<sup>②</sup> 《科创板2020年榜单全面揭晓! IPO成功闯关145家》,载凤凰网财经2021年1月2日, <https://finance.ifeng.com/c/82gIxx0PFb>。

<sup>③</sup> 《习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议》,载国务院新闻办公室网站2020年4月27日, <http://www.scio.gov.cn/tt/xjp/Document/1678113/1678113.htm>。

<sup>④</sup> 《创业板改革并试点注册制介绍》,载深圳证券交易所官网, [http://investor.szse.cn/gemcolumn/introduce/t20200601\\_577925.html](http://investor.szse.cn/gemcolumn/introduce/t20200601_577925.html)。

<sup>⑤</sup> 1998年《证券法》第10条规定:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准或者审批;未经依法核准或者审批,任何单位和个人不得向社会公开发行证券。”

<sup>⑥</sup> 陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版。

当事人不受到伤害,增加当事人利益的善意角度出发,罔顾当事人想法,以个人主观意志限制其自由的行为。<sup>①</sup> 准则主义则以社会安全和公共利益为本位,以严苛的制度约束排斥投资者的合理选择和发行人的自由。<sup>②</sup> 核准制的背后折射出政府“维护秩序”和“怀疑市场”的监管理念。由于中国证监会掌握股票发行的权力,市场主体过度依赖监管机构,投资者丧失自主判断投资价值和自担风险的能力,而监管机构承担了过多责任和压力,导致本应履行“看门人”职能的中介机构不断被边缘化。最突出的问题是,核准制人为提高准入门槛,但又不能真正预防劣质公司上市,通过材料造假、权力寻租等方式突破监管的个案此起彼伏。<sup>③</sup>

2019年《证券法》第9条确立了证券发行注册制的合法地位。<sup>④</sup> 注册制是指证券发行人依照法律规定,将证券发行的必要信息和资料制作成正式法律文件予以披露,并提交证券监管部门予以审查,而证券监管部门则对文件真实性、准确性、完整性和及时性进行形式意义上的审查,即并不强制要求企业为高质量企业,只要证券发行人的申请信息披露齐全,即可获准注册上市。<sup>⑤</sup> 注册制以公开主义、披露哲学(*disclosure philosophy*)为理论依据,<sup>⑥</sup>以信息披露为关键,由市场主体对发行人的资产负债结构、盈利能力、投资价值作出判断。<sup>⑦</sup> 与核准制相比,注册制能够减轻监管机构的负担,提高监管效率,促使投资者提高投资判断能力;<sup>⑧</sup>同时能够减少资源损耗,提高证券市场有效性。<sup>⑨</sup>

随着2019年《证券法》助推资本市场进入法治新阶段,监管部门、证券交易所、中介机构等各方主体角色和职能将面临洗牌和重构,监管者也进一步从事前向事中、事后转移。<sup>⑩</sup>

---

① 父爱主义(*Paternalism*),是指像父亲那样对待孩子的行为方式。有学者观点将法律父爱主义分为软(*soft*)父爱主义和硬(*hard*)父爱主义。参见孙笑侠、郭春镇:《法律父爱主义在中国的适用》,载《中国社会科学》2006年第1期。

② 万国华:《证券前沿问题研究》,天津人民出版社2002年版,第72页。

③ 张新、朱武祥等:《证券监管的经济学分析》,上海三联书店2008年版,第161页。

④ 2020年《证券法》第9条规定:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。未经依法注册,任何单位和个人不得公开发行证券。”

⑤ 田利辉等:《中国金融变革和市场全景(南开金融发展报告)》,南开大学出版社2018年版,第135页。

⑥ 李燕、杨滢:《美国法上的IPO“注册制”:起源、构造与论争——兼论我国注册制改革的移植与创生》,载《比较法研究》2014年第6期。

⑦ 冷静:《注册制下发行审核监管的分权调整》,载《法学评论》2016年第1期。

⑧ 顾连书、王宏利、王海霞:《我国新股发行审核由核准制向注册制转型的路径选择》,载《中央财经大学学报》2012年第11期。

⑨ 刘黎明主编:《证券法学》,北京大学出版社2006年版,第48页。

⑩ 郭雳:《抓实“关键少数” 强化中介职责》,载《证券日报》2020年4月29日,A03版。

根据证监会发布的相关文件显示,<sup>①</sup>中国证监会事前实质审核权力进一步“隐退”,并不直接参与发行上市审核,而是根据要点监督交易所审核工作,成为纯粹的执法机关。交易所负责发行人注册工作,以发行人、中介机构提供的信息披露文件为基础,审查申请文件的真实性、准确性、合规性、连贯性,并通过公开问询的方式接受市场监督。承担审查、核验、监督发行人信息披露和保证拟发行证券品质义务的中介机构责任得到了重构和细化,进一步凸显“看门人”功能:第一,在2019年《证券法》第160条中,律师事务所被正式纳入证券服务机构,<sup>②</sup>中介机构未勤勉尽责的,行政处罚幅度也得以强化,从原来最高业务收入5倍的罚款提升至10倍;<sup>③</sup>第二,逐步明确中介机构职责配置分工,不再要求中介机构一概承担连带责任,而是对专业范围内的文件承担责任;第三,通过设置问询审核制度,确保中介机构持续审慎核查发行人真实情况,对从业人员业务能力和风险控制水平提出更高更严的要求。如此转变之下,监管机构通过严格的事中、事后监管,促使中介机构更主动、更尽责地扮演好“看门人”的角色。

## (二)立法改革遗留的相关未决问题

虽然在推行注册制下,在明确中介机构责任上取得了显著进步,但实际上依然存在亟待完善的部分。回溯改革历史进程,中国证监会在2003年时首次确立并实施保荐人制度,<sup>④</sup>规定新股发行需要获得在中国证监会注册、获取保荐机构资格的证券公司推荐。<sup>⑤</sup>此后我国证券市场便长期形成了“保荐人牵头、其他机构辅助”的基本模式。然而在课以保荐人沉重责任的同时,也导致中介机构责任划分边界不清、比重失衡、注意义务判断标准界定困难以及免责标准不清等问题。具体而言,中介机构之间

<sup>①</sup> 例如,《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第23条规定:“中国证监会收到交易所报送的审核意见、发行人注册申请文件及相关审核资料后,履行发行注册程序。发行注册主要关注交易所发行上市审核内容有无遗漏,审核程序是否符合规定,以及发行人在发行条件和信息披露要求的重大方面是否符合相关规定。中国证监会认为存在需要进一步说明或者落实事项的,可以要求交易所进一步问询。中国证监会认为交易所对影响发行条件的重大事项未予关注或者交易所的审核意见依据明显不充分的,可以退回交易所补充审核。交易所补充审核后,同意发行人股票公开发行并上市的,重新向中国证监会报送审核意见及相关资料,本办法第二十四条规定的注册期限重新计算。”同样规定参见《创业板首次公开发行股票注册管理办法》的第18、19条。

<sup>②</sup> 2019年《证券法》第160条:“会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构……”

<sup>③</sup> 2019年《证券法》第182条:“保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书,或者不履行其他法定职责的,责令改正,给予警告,没收业务收入,并处业务收入一倍以上十倍以下的罚款……”

<sup>④</sup> 保荐人制度,是指有资格的保荐人推荐符合条件的公司公开发行和上市证券并对所推荐的发行人披露的信息质量和所作承诺提供审慎核查、持续训示、督促、辅导、指导和信用担保的制度。

<sup>⑤</sup> 2003年《证券发行上市保荐制度暂行办法》第2条规定:“本办法适用于股份有限公司首次公开发行股票和上市公司发行新股、可转换公司债券。”第3条规定:“证券经营机构履行保荐职责,应当依照本办法的规定注册登记为保荐机构。”

存在的问题包括以下方面。

1. 注意义务区分标准不明晰,解释范围过宽过大,实践中缺少可操作标准。根据相关规定,证券服务机构应审慎履行职责,对与其专业职责有关的内容和文件负责,对专业领域范围内的事项履行特别注意义务,对专业范围外的业务事项履行一般注意义务。然而,相关法律文件未明确解释“特别注意义务”和“一般注意义务”的具体内涵。<sup>①</sup>即使在中国证监会2020年8月7日发布的最新征求意见通知中,也依然未能清晰解释和区分注意义务。<sup>②</sup>对“一般注意义务”“特别注意义务”不同角度和意义上的解读,在以往实践中也引发了证券中介机构与监管部门对簿公堂的僵局。例如,在欣泰电气欺诈发行案中,中国证监会认为,东易律师事务所“工作底稿中保存的询证函、承诺函、访谈纪要等,大多数直接取自兴业证券”,东易律师事务所未核查验证其他中介机构所出具的工作底稿资料,程序必要环节缺失,未尽到一般注意义务。<sup>③</sup>而东易律师事务所则认为,欣泰电气案主要焦点集中在财务问题(欣泰电气通过外部借款来虚构应收账款等)而律师事务所无须对财务问题进行查验,东易律师事务所已尽到一般注意义务。如果注册制下保荐机构与其他中介机构的职责分工、各中介机构的核查标准仍不明确,上述争议仍会存在,仍有可能引发中介机构与中国证监会、各中介机构之间的诉讼等一系列问题。<sup>④</sup>

2. 不同注意义务下责任承担不明,缺失免责标准。2019年《证券法》规定的归责原则为过错推定原则,<sup>⑤</sup>然而未明确免责标准的具体情形。实践中专业文书相互引用、相互担保情形比比皆是,中介机构职责混杂难以区分,免责标准的缺失引发众多

---

<sup>①</sup> 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第7条规定:“证券服务机构应当严格按照依法制定的业务规则和行业自律规范,审慎履行职责,作出专业判断与认定,并对招股说明书中与其专业职责有关的内容及其所出具的文件的真实性、准确性、完整性负责。证券服务机构及其相关执业人员应当对与本专业相关的业务事项履行特别注意义务,对其他业务事项履行普通注意义务,并承担相应法律责任。”在《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第8条中同样有相关规定。

<sup>②</sup> 《公司债券发行与交易管理办法(征求意见稿)》第50条规定:“……证券服务机构及其相关执业人员应当对与本专业相关的业务事项履行特别注意义务,对其他业务事项履行普通注意义务,并承担相应法律责任……”与科创板和创业板相关文件的条文相比,并无进步之处。

<sup>③</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书》([2017]70号)。

<sup>④</sup> 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》,载《财经法学》2019年第3期。

<sup>⑤</sup> 2019年《证券法》第85条规定:“信息披露义务人未按照规定披露信息,或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任;发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员,应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”第163条规定:“……其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给他人造成损失的,应当与委托人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”

法律问题和案例。例如,信达证券主张“相关材料引用会计师的存货盘点文件,但未对文件进行审慎核查和独立判断”。<sup>①</sup>在行政处罚听证期间,金元证券也提出“其他同行中介机构提供虚假材料进而误导判断”的申辩意见。<sup>②</sup>由于各专业机构受制于各专业领域不同和能力局限,各类文书相互引用的情形不可避免。然而目前注册制改革并没有明确免责标准和责任分配,从而在事后判断不同中介机构是否达到勤勉尽责标准时,难以判断其是否构成“过失”,进而造成责任承担上语焉不详的尴尬境地。

如何通过制度设计保证中介机构切实承担起“看门人”职责、发挥勤勉尽责责任,是本文的中心主题。本文拟以相应法律法规、科创板和创业板注册制改革的相关文件为基础,以中介机构各自的专业属性与职能范围为中心,划分不同中介机构对应的注意义务,对一般与特别注意义务的界限进行细化,并根据注意义务不同进而对应提出免责标准。<sup>③</sup>通过参考境外中介机构责任划分模式,厘清我国中介机构勤勉尽责责任体系的改良思路。

## 二、澄清:勤勉尽责责任体系的具体内涵

近期一系列法律修订和制度变革,在不断扩大证券中介机构职责范围的同时,也压实了其所负担的法律责任。而在构建中介机构勤勉尽责责任体系之前,有必要对相关理论及主体概念进行明晰。

### (一) 相关概念词义及范围明晰

#### 1. “看门人”机制

何为“看门人”?这一术语由来已久,并广泛应用于各个社会科学领域。由于法学各个学科研究内容和价值导向具有差异,因此应当把“看门人”限缩在公司法领域。在公司法领域,“看门人”具体含义为“通过担保或抵押在证券市场长期运行积累起来的声誉资本,向投资者保证发行人或上市公司拟发行证券品质的中介结构”。<sup>④</sup>必须承认,证券发行人天然逐利的本性决定其在上市过程中会选择部分隐瞒甚至错误披露信息,通过虚构公司资产以做高市场评估价值。为了阻止发行人欺诈、保护投资

<sup>①</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书》([2016]109号)。

<sup>②</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书》([2019]70号)。

<sup>③</sup> 张文越:《科创板中介机构勤勉尽责责任研究——基于注意义务之区分》,载《浙江金融》2019年第10期。

<sup>④</sup> John C. Coffee Jr., *Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid*, *Business Lawyer* 57(2002)。

者,各国证券立法均对中介机构施以外部职责规范,并规定了相应责任。<sup>①</sup> 作为第三方执行机制,中介机构往往扮演以下角色:(1)阻止市场交易中的不当行为。中介机构对证券发行享有准入权,一旦对瑕疵交易行使否决权,发行人则无法顺利进入资本市场。<sup>②</sup> (2)以“职业声誉”作为担保,凭借专业知识和技能调查和审核发行人的真实情况,向投资者保证拟发行证券符合质量标准,确保投资风险。作为证券市场“重复博弈者”,“看门人”在长期经营和服务中,凭借专业素质获取发行人信赖,通过自由竞争在同业间形成声誉等级差别,进而积累起声誉资本。中介机构正是以声誉资本作为保障,说服投资者信赖发行人信息披露的真实性和证券发行质量。<sup>③</sup> 例如,在IPO项目中,发行人所出具的财务报表需要经会计师事务所、律师事务所等中介机构层层审查核验,相关证券评级机构也会对其所出具的数据进行审核客观评级,确保上市公司所出具的各项资料保持真实性。(3)分担监管职责,构建事前、事中、事后多重监管。在资本市场中,中介机构扮演着监管部门得力助手角色,不仅在事前对拟发行上市的公司承担辅导上市、完善合规体系的任务,在事后当发现不当行为时,也要及时披露并发起调查,对不当行为进行报告和补救。<sup>④</sup> 独立公正的中介机构能够降低“柠檬市场”中信息不对称程度,有效减少市场上的逆向选择和道德风险。<sup>⑤</sup>

## 2. “勤勉尽责”和注意义务

中介机构需承担的“勤勉尽责”义务,由英美法系下信托制度中所提出的信义义务发展而来,主要内容是受托人为委托人利益服务时,在履行过程中所应有的谨慎态度和注意义务。<sup>⑥</sup> 对勤勉尽责的认定,可以从两个角度出发:从主观标准来看,受托人在履行义务时应当保证个人诚实勤勉、谨慎尽职,运用自己的能力和经验完成事务;而从客观标准来看,受托人仅要求在较高度上去履行个人职责,并未要求达到完美无瑕的程度,如果能力要求超出常理,则能力欠缺可作为免责事由。<sup>⑦</sup>

① 郭雳:《证券律师的行业发展与制度规范》,法律出版社2013年版,第64页。

② 例如,承销商发现证券发行人信息披露存在严重不足,可以拒绝承销;同样,如果审计师或律师发现客户财务报表或者信息披露存在重大问题,可以拒绝出具相关专业意见,由于这些意见是交易必要条件,最终将会阻止交易的完成。参见[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。

③ [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3页。

④ Arthur B. Laby, *Differentiating Gatekeepers*, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 1 (2006).

⑤ 席龙胜:《内部控制信息披露管制研究》,中国经济出版社2016年版,第191页。

⑥ 刘志云、龙稳全:《论完善投资银行勤勉义务规制的路径选择》,载《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2018年第6期。

⑦ 陈承、高炳巡:《法律尽职调查中律师勤勉尽责义务界定探析》,载《哈尔滨学院学报》2015年第7期。

在证券交易中,证券中介机构所担负的“勤勉尽责”义务来源除发行人委托、职业道德之外,主要来自法律规定。除了《证券法》进行原则性规定,上海证券交易所和深圳证券交易所(以下合称为沪深交易所)在对科创板、创业板的改革中,将对专业机构出具文件的要求深化为“一般注意义务”和“特别注意义务”。然而注意义务范围过于宽广且标准模糊,在缺少官方定义的情况下,我们可以借鉴民法学者对注意义务的研究。相关学者曾经以行为人的职业特性为标准,将注意义务分为普通注意义务和高度注意义务(与“一般”“特别”之分并无实质差异,仅称谓不同,以下统称为一般和特别)。一般注意义务,指以社会普通人为标准应有的义务,而特别注意义务则是指特定的职业人员(“专家”,如通常意义上的高薪行业,包括律师、医生和注册会计师等)所应具有的关注义务。<sup>①</sup>对特别注意义务,应当以善良管理人的注意水平为标准,即“具有相当知识和经验的人对于一定事件的所应有的注意,并同时加以客观认定的标准”。<sup>②</sup>具体来说,这种标准应取中等资质和能力从业人为标准(a reasonably competent practitioner),既高于行业初学者的专业水平,同时低于行业内顶尖人才的专业水准。<sup>③</sup>

### 3. 证券中介机构

作为证券发行者和证券投资者之间沟通和交易的桥梁,证券中介机构(另称为证券服务机构)是为证券发行、交易提供服务的各类机构。<sup>④</sup>通常在广义范围上,证券中介机构包括证券承销商、证券经纪商以及会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、证券评级机构等。<sup>⑤</sup>而根据2019年《证券法》对相关证券中介机构提及频率的高低,中国证监会、沪深交易所发布的相关法律文件规定,以及考虑到其他中介机构在IPO过程中承担的职责任和相对边缘与独立,<sup>⑥</sup>我们可以对涉及注册制改革的中介机构范围进行缩小,即狭义上的证券中介机构为保荐机构(证券公司)、律师事务所及会计师事务所。保荐机构在我国往往由证券公司担任,是为公司上市申请承担推荐、培训、核查等职责,向投资者担保上市公司信息披露的真实性、完整性等的证券公司。会计师及会计师事务所是接受委托从事审计和会计咨询、会计服务的持证执业人员

① 屈茂辉:《论民法上的注意义务》,载《北方法学》2007年第1期。

② 晏宗武:《论民法上的注意义务》,载《法学杂志》2006年第4期。

③ 刘燕:《“专家责任”若干基本概念质疑》,载《比较法研究》2005年第5期。

④ 赵武:《证券投资理论与实务》,西安电子科技大学出版社2012年版。

⑤ 曹建元主编:《证券投资学》(第2版),上海财经大学出版社2016年版,第102页。

⑥ 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》,载黄宏元、蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第23卷,法律出版社2017年版。

及组成机构。律师及律师事务所(限于证券律师)是指为发行和交易证券的公司所涉及的证券业务出具相关法律意见书,制作、修改、审查相关法律文件的专职律师及组成机构。<sup>①</sup>

## (二) 勤勉尽责的具体内涵

### 1. 一般性职责要求

只有当证券中介机构履职违反法律规定,才能认定其未尽勤勉尽责义务,因此应当从相关法律规范入手,来寻找证券中介机构恪守“勤勉尽责”的依据。2019年《证券法》第10、130条规定了保荐人(证券公司)的勤勉尽责、诚实守信责任,第160、163条规定了其他证券服务机构(会计师事务所、律师事务所等)的勤勉尽责、恪尽职守责任。中国证监会、沪深交易所也在各自颁布的部门规章和业务规则中不断重申2019年《证券法》的立法精神,<sup>②</sup>这等于为中介机构履行职责指明了应当坚持的方向。这些规定明确证券中介机构的基本义务是配合沪深交易所的自律管理,在规定时间内及时提交、报送、披露信息资料,对各专业机构制作、出具的文件负责,<sup>③</sup>不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,此外,还应当保存好相关工作底稿和客户委托文件,核查和验证所出具文件依据的原始资料,保证一手引用的原始资料同样满足真实性、准确性、完整性的要求。<sup>④</sup>从上述相关规定看,对所公布专业文件的高品格、高质量负责,并且保存、核查和妥善验证原始资料,是对证券中介机构所提出的基本要求。

此外,除在公司上市前需作出专业意见说明,中介机构还担负持续审慎、尽职调

---

① 袁爱平主编:《金融证券律师非诉讼业务》,吉林人民出版社1998年版,第72页。

② 例如,证监会2020年修正的《科创板首次公开发行股票注册管理办法》的第6条提出,“保荐人应当诚实守信,勤勉尽责……”第7条提出,“证券服务机构应当严格按照依法制定的业务规则和行业自律规范,审慎履行职责”。在《创业板首次公开发行股票注册管理办法》中,同样分别通过第7、8条对保荐人和其他证券服务机构提出勤勉尽责的要求。

③ 根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第29号——首次公开发行股票并在创业板上市申请文件(2020年修订)》申请文件附录规定,首次公开发行股票需要的具体文件有,(1)会计师:盈利预测报告及审计报告、财务报表及审计报告、内部控制鉴证报告、经注册会计师鉴证的非经常性损益明细表等;(2)发行人律师:法律意见书、律师工作报告、相关鉴证意见等;(3)保荐人:关于发行人符合创业板定位要求的专项意见、发行保荐书、上市保荐书、保荐工作报告等。

④ 例如,在《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第31条第3、4款规定:“……证券服务机构及其相关人员从事证券服务业务应当配合本所的自律管理,在规定的期限内提供、报送或披露相关资料、信息,并保证其提供、报送或披露的资料、信息真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。证券服务机构应当妥善保存客户委托文件、核查和验证资料、工作底稿以及与质量控制、内部管理、业务经营有关的信息和资料。”

查的职责。注册制改革的主要亮点之一就是发行及上市审核问询机制。<sup>①</sup>和核准制不同,审核问询机制更强调发行人在信息披露中的第一责任和中介机构的审慎核查责任。<sup>②</sup>例如在科创板下,通过层层问答的方式,对披露信息存疑之处重点问询,问答内容集中在是否符合科创属性、发行上市条件、财务瑕疵等实质性要点,直到发行人能提供合理的理由和依据消除合理怀疑。<sup>③</sup>如此对证券质量和投资价值便设置相应门槛。另外,在审核问询过程中,科技创新咨询委员会作为交易所专家咨询机构,也会在审核过程中给出专业咨询意见,具体包括科创板及发行人定位、交易所规则制定、发行人业务与技术问题、国内外相关技术最新发展动态等。<sup>④</sup>审核问询机制将发挥相关职能机构和权威专家的作用,对申报上市的企业从专业角度进行审核,通过询问和申报企业及中介机构的答复,来推动企业和中介机构更充分地披露信息,让投资者放心投资。在创业板下,同样需要经过时间总计不超过3个月的审核问询。深圳证券交易所主要关注发行人评估是否客观,保荐人推荐是否合理,并针对发行人是否符合创业板定位向行业咨询专家库中的专家提出咨询。<sup>⑤</sup>由上述可见,在问询机制下,中介机构毫无疑问会更加关注发行人的公司运作情况,进而弥补过去书面材料容易伪造、无法体现发行人真实运作情况的弊端。此外,当重大不当行为发生时,保荐人及证券服务机构会将可能影响发行人发行及针对上市条件的潜在风险及时出具意见说明,并上报给监管机构。

## 2. 专业性职责要求

2019年《证券法》笼统规定了证券中介机构所应当承担的基本职责要求。而根据证券市场下不同中介机构的专业领域划分和职责要求的不同,以及中国证监会及

<sup>①</sup> 根据《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第19条规定:“交易所设立独立的审核部门,负责审核发行人公开发行并上市申请;设立科技创新咨询委员会,负责为科创板建设和发行上市审核提供专业咨询和政策建议;设立科创板股票上市委员会,负责对审核部门出具的审核报告和发行人的申请文件提出审议意见。交易所主要通过向发行人提出审核问询、发行人回答问题方式开展审核工作,基于科创板定位,判断发行人是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求。”问询制度经验同样在创业板改革中得以吸收,具体可参见《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第18条。

<sup>②</sup> 盘和林:《问询式监管确保科创板信息披露真实有效》,载《证券日报》2019年4月27日,A3版。

<sup>③</sup> 李有星、潘政:《科创板发行上市审核制度变革的法律逻辑》,载《财经法学》2019年第4期。

<sup>④</sup> 根据《上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则》第9条规定:“咨询委员会就下列事项提供咨询意见:(一)本所科创板的定位以及发行人是否具备科技创新属性、符合科创板定位;(二)本所《科创板企业上市推荐指引》等相关规则的制定;(三)发行上市申请文件中与发行人业务和技术相关的问题;(四)国内外科技创新及产业化应用的发展动态;(五)本所根据工作需要提请咨询的其他事项。”

<sup>⑤</sup> 《创业板注册制来了!首轮问询交易所重点关注什么?》,载新京报2020年6月23日,<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1670270096901341674&wfr=spider&for=pc>。

沪深交易所发布的相关规定对中介职责的细化,保荐人、会计师和律师事务所应承担的专业性职责要求如表1所示。

表1 不同机构承担职责的法律依据及内容

机构类型	主要法律依据	主要责任
保荐人及保荐机构	《证券发行上市保荐业务管理办法》《证券发行与承销管理办法》《保荐人尽职调查工作准则》等 <sup>①</sup>	(1)会计合规双重审核。“保荐人牵头责任模式”下,保荐人不仅要对发行人经营情况和风险进行全面核查验证,对发行人是否符合发行条件、上市条件独立作出专业审慎地判断,还要对发行人可能发生的法律问题(例如特别表决权股份安排以及特殊人员锁定期安排等)发表专业意见。 (2)核查验证文件。保荐人对发行上市申请文件进行全面核查验证,对招股说明书及其他中介机构所出具的相关文件的真实性、准确性、完整性负责 <sup>②</sup> 。 (3)定位判断。在科创板(创业板)下,保荐人须对发行人是否符合科创板(创业板)定位作出专业判断,并在完成尽职调查后出具关于是否符合定位要求的专项意见,并在该专项意见中披露相关核查过程、依据和结论。科创板和创业板都不约而同对拟上市公司提出“拥有核心技术、科技创新能力突出、符合高新技术和战略性新兴产业”的定位要求。 <sup>③</sup> (4)持续督导。保荐人在发行人成功于科创板(创业板)上市后,还有3个完整会计年度的持续督导义务,督导上市公司建立健全信息披露制度,风险内部控制制度,以及审阅信息披露及其他相关重要文件等 <sup>④</sup>

<sup>①</sup> 在对兴业证券股份有限公司的行政处罚中,除引用《证券法》(2014年修正)第31、191、192条外,主要依据包括《证券发行上市保荐业务管理办法》第4、24、29、30条和《保荐人尽职调查工作准则》第2、4、6、41、46、50、51条的规定,参见《中国证监会行政处罚决定书》([2016]91号)。

<sup>②</sup> 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第6条规定:“保荐人应当诚实守信,勤勉尽责,按照依法制定的业务规则和行业自律规范的要求,充分了解发行人经营情况和风险,对注册申请文件和信息披露资料进行全面核查验证,对发行人是否符合发行条件、上市条件独立作出专业判断,审慎作出推荐决定,并对招股说明书及其所出具的相关文件的真实性、准确性、完整性负责。”在《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第7条中同样有此规定。

<sup>③</sup> 例如,在《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》中,第6条规定:“保荐机构应当准确把握科技创新的发展趋势,重点推荐下列领域的科技创新企业……”《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》第3条规定:“支持和鼓励符合创业板定位的创新创业企业申报在创业板发行上市。保荐人应当顺应国家经济发展战略和产业政策导向,准确把握创业板定位,切实履行勤勉尽责义务,推荐符合高新技术产业和战略性新兴产业发展方向的创新创业企业,以及其他符合创业板定位的企业申报在创业板发行上市。”第5条第2款规定:“保荐人应当对该发行人与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合情况进行尽职调查,做出专业判断,并在发行保荐书中说明具体核查过程、依据和结论。”

<sup>④</sup> 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第59条规定:“首次公开发行股票并在科创板上市的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后3个完整会计年度。交易所可以对保荐人持续督导内容、履责要求、发行人通知报告事项等作出规定。”

续表

机构类型	主要法律依据	主要责任
会计师及会计师事务所	《会计法》《注册会计师职业道德守则》《中国注册会计师审计准则》《企业会计准则》等 <sup>①</sup>	(1) 检验资产。对企业资产及负债情况进行检查并出具独立公正的验资报告。 (2) 审计数据。审计会计数据,对发行人资料公正性、合法性、连贯性发表独立意见,保证发行人在招股说明书中财务会计资料真实完整,出具毫无保留意见的审计报告。 <sup>②</sup> (3) 协助建账。协助企业调整并建立符合规定的账目,确保符合会计准则和法律规范。 (4) 核查内控。核查发行人内部控制制度是否健全完备及有效实施,出具内部控制鉴证报告 <sup>③</sup>
律师及律师事务所	《律师法》《律师事务所从事证券法律业务管理办法》《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》等 <sup>④</sup>	(1) 独立出具法律意见书。律师主要按照行业标准、道德规范和职业精神, <sup>⑤</sup> 对发行人相关法律事项进行专业核查和法律分析,保证法律意见书不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏,并发表独立法律意见。 <sup>⑥</sup> (2) 公司内部调整。协助公司内部结构、运作调整完善,保证发行上市所涉及的相关事项符合法律规定,避免出现上市后投资者利益受损的情形。 <sup>⑦</sup> (3) 在注册制中律师事务所新增特别关注发行人关联交易、同业竞争、特别表决权安排以及掌握核心技术的技术人员的股份锁定期安排等事项。 <sup>⑧</sup> 律师事务所须对其出具的法律意见书及招股说明书中与其专业相关事项负责

① 在对瑞华会计师事务所的行政处罚中,除引用《证券法》(2014年修正)第173、223条外,主要依据包括《中国注册会计师审计准则》第1141号第21、22、26条,第1312号第17、18条,第1301号第10、15、23条,参见《中国证监会行政处罚决定书》([2018]126号)。

② 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第11条规定:“发行人会计基础工作规范,财务报表的编制和披露符合企业会计准则和相关信息披露规则的规定,在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量,并由注册会计师出具标准无保留意见的审计报告……”在《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第11条第1款中同样有此规定。

③ 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第10条规定:“……并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告。”在《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第11条第2款中同样有此规定。

④ 在对大成律师事务所的行政处罚中,除引用《证券法》(2014年修正)第173、223条外,主要依据包括《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》第4、5、11、14、26条,《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第12条第1款,参见《中国证监会行政处罚决定书》([2019]62号)。

⑤ 法律意见书中存在虚假陈述并不足以单独认定律师法律责任,还必须没有遵照行业公认业务标准和道德准则。参见彭冰:《证券律师行政责任的实证研究》,载《法商研究》2004年第6期。

⑥ 《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第13条规定:“律师事务所及其指派的律师从事证券法律业务,应当依法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。”

⑦ 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》,载黄宏元、蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第23卷,法律出版社2017年版,第10页。

⑧ 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第42条第2款规定:“保荐人和发行人律师应当就公司章程规定的特别表决权股份的持有人资格、特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有的表决权数量的比例安排、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围、特别表决权股份锁定安排及转让限制等事项是否符合有关规定发表专业意见。”在《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第42条中同样有此规定。

### 三、境外中介机构责任立法规定

为了督促和监督中介机构履行“看门人职责”,不同国家、地区对证券中介机构责任划分采取了不同的立法模式。考察美国、日本以及我国香港特别行政区在划分中介机构责任、设立免责标准上的不同模式,可以为我国注册制背景下中介机构责任的明确和改革提供可参考的思路。

#### (一) 美国法:“区分责任”模式

美国法主要通过《1933年证券法》(Securities Act of 1933)、《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)及司法解释规定了中介机构“区分责任”模式,立法者对发行人采用严格责任原则,对其他参与方采用过错推定原则。《1933年证券法》第11条详细规定了因虚假注册登记引起的民事责任,当注册登记的任何部分在生效时被发现含有对重大事实的虚假陈述或材料遗漏时,任何证券购买者(除非在购买该证券前对陈述不实或材料遗漏已经知情)都可以向有管辖权的法院提起诉讼。第11(a)条详细列举了投资者可诉对象的范围,包括对虚假注册登记负有法律责任的自然人和法人机构,<sup>①</sup>第11(b)条详细列举除发行人外的其他相关责任人的免责事由,<sup>②</sup>即除发行人对注册登记文件中的虚假陈述或材料遗漏承担严格责任外,其他第11(a)条列举的可能责任主体有权进行“合理勤勉”抗辩(due diligence defense),可能责任主体只有证明尽到“审慎核查”,即在确定合理调查并充分相信合理依据时,才可以免责,即“谨慎之人在管理个人财产时所需的标准”[Section 11. (c)]。抗辩事由内容包括吹哨人抗辩(whistle-blower defense)[Section 11. (b)(1)]和不知情抗辩[Section 11. (b)(2)]。此外,由于信息披露文件通常由不同主体(包括专家和非专家)参与合作制定,为了区分多方主体所承担责任内容,Section 11. (b)(3)作了详细区分,具体内容如表2所示。

---

<sup>①</sup> 美国《1933年证券法》第11(a)条规定:对注册文件虚假陈述承担责任的主体包括:(1)所有签署注册报告书的人;(2)在发行人申报注册登记表中与其被指称责任有关的部分时,所有的发行人董事或合伙人(或履行类似职能的人);(3)所有经其同意,列明于注册文件的现任或未来董事、合伙人或履行类似职务的;(4)编制或签署注册报告书某个部分或与文件相关联的报告或资产评估报告的会计师、工程师或评估师,或其他因职业关系在文件中作出有证明力的陈述,并经其同意列明于文件任何部分的编制者(陈述责任仅限于准备或验证部分);(5)所有相关证券承销商。参见中国证券监督管理委员会:《美国〈1933年证券法〉及相关证券交易委员会规则与规章》,法律出版社2015年版,第51页。

<sup>②</sup> See Securities Act of 1933, SEC. 11(b).

表 2 美国《1933 年证券法》第 11 条具体内容

序号	分类	具体规定	
Section 11. (b)(1)	“吹哨人”抗辩	(A)在注册登记表虚假陈述生效之前,责任人已辞去相关职务或拒绝履行相关行为。 (B)以书面形式通知发行人其已采取相关行动,且将不会对注册登记表中的相关部分承担责任	
Section 11. (b)(2)	不知情抗辩	即对注册登记表的不实陈述生效表示并不知情,但在知情后立即采取通知委员会、合理公告声明对其不知情的行动	
Section 11. (b)(3)		专家	非专家
	经过专业机构验证或者保证 (expertised) 的内容	(1)经自己验证并签字保证:负有积极 (affirmative) 注意义务。必须经过核实调查,保证信息披露真实完整,不存在陈述欺诈,才能免责。 (2)经其他专家验证和签字保证:负有消极 (negative) 注意义务,只需证明没有合理理由相信内容含有实质性虚假陈述即可免责	有权对“经专家验证和保证的内容”予以信赖
	未经专业机构验证或保证 (unexpertised) 的内容	不负有注意义务	负有积极注意义务,必须核实调查,保证有合理理由相信披露内容的真实性、完整性、连贯性,不存在材料遗漏和重大误导性、虚假陈述才能免责
	官方陈述 <sup>①</sup>	负有消极注意义务,不承担积极核查义务	有权予以信赖,具体范围包括政府公开并主动提供的文件、官方人士的答复及陈述等

除了法律明文规定,区分原则在实践应用中进一步发展出“滑动责任标准”(sliding scale of liability)。在 1968 年“爱斯考特诉巴克利司建筑公司案”(Escott v. BarChris)中,<sup>②</sup>法院对案件中所有涉及的可能责任主体(包括发行人建筑公司、建筑公司签字董事、证券承销公司、律师事务所、会计师事务所)提出的“合理抗辩事由”进行逐一审查和分析,并最终在内部与外部人士、专家与非专家、外部专家中区分了不同免责标准,即“滑动责任标准”,该责任标准适用灵活,会考虑参与人专业水平、工

<sup>①</sup> 包括政府提供的证明文件、公开的政府文件以及官方人士的陈述。

<sup>②</sup> Escott v. BarChris Constr. Corp., 283F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1968).

作扮演角色、准备上市过程中实际参与度等多重因素。<sup>①</sup> 在该案中,根据责任主体不同,法院分别作出了不同的认定,如表3所示。

表3 爱斯考特诉巴克利司公司案判决对不同主体的责任认定

责任主体	法院判决
内部高管董事	不能主张应有的谨慎抗辩
外部独立董事	在考虑应有谨慎抗辩的前提下,应当对招股说明书内容作专家与非专家的区分: (1)专家部分:对于会计师事务所审计后出具的数据可以予以信任。 (2)非专家部分:盲目相信董事长出具的保证声明,未对招股说明书中的其他部分中的材料遗漏和虚假陈述保持应用谨慎,应当负有法律责任
证券承销商	(1)尽职调查程序并不满足应有谨慎抗辩。 (2)法院认定信赖外部顾问律师主张不成立
会计师	(1)会计师作为专家,应当对注册登记表中的会计部分负责。免责事由是其有正当理由认为并确认内容真实且不存在重大遗漏。 (2)会计师事务所未合理完成尽职调查工作
律师	(1)本案中律师扮演的角色并非外部顾问,而是作为董事会成员签署文件。 (2)专家部分:有权对招股说明书中经过审计的会计数据和财务交易文件保持信任。但对其他公司律师和承销商律师制作的文件部分无权保持信赖。 (3)非专家部分:要求明显易发现的问题进行检查,否则不成立应有谨慎抗辩

从上述裁判内容可以看清法官思路,在坚持专家与非专家的区分、考虑专业水平的前提下,法官具体问题具体分析,对不同主体适用了不同标准。从该案例可以认识到,“滑动责任标准”只是在实践中对认定“区分责任”作出大致方向,并没有明文规定出中介机构必要注意事项,适用范围广泛的背后依然存在很大空间交给法官解释。并且随着时间推移和法律发展,市场发展程度、专业人员水平、工作参与程度等多项因素均会导致责任认定标准的“上下浮动”,事实上并无统一刚性的责任标准来适用每一个案件,必须根据个案具体内容的不同来灵活加以运用,而这对审判者商事法律素养提出了极高的要求。

## (二) 日本法:合理勤勉抗辩和免责事由

日本的证券发行制度采取注册制,在综合性交易所之下,由金融所管官厅实施一元化监督。<sup>②</sup> 根据日本《金融商品交易法》(日文名:『金融商品取引法』)第13条第1

<sup>①</sup> 耿利航:《中国证券市场中介机构的作用与约束机制——以证券律师为例证的分析》,法律出版社2011年版,第202~203页。

<sup>②</sup> 朱宝玲:《日本金融商品交易法——一部保护投资者和构建公正透明的投资市场之法律》,法律出版社2016年版,第306页。

款和第 15 条第 2、3 款规定,公司进行 IPO 需要提交有价证券申报书、制作招股说明书并直接交付给投资者。第 18 条第 1 项规定,有价证券申报书、招股说明书中的重要事项中存在虚假记载时,发行人对投资者负有无过错的损害赔偿责任。第 21 条规定投资者可以向虚假记载的有价证券报告书相关审计机构和会计师追究赔偿责任,会计师和审计机构承担的是过错责任。只有在证明虚假记载没有故意或者过失的情况下,才可以免于承担赔偿责任。

在日本法上,证券公司只承担承销商的职责,并不负有保荐职能。证券承销商的职责除扮演包销和代销证券的角色外,还包括针对发行人的公司情况提出评估意见报告及承销价格的说明义务,<sup>①</sup>根据日本《金融商品交易法》第 21 条第 2 项第 3 款规定,证券承销商的免责事由是,如果承销商能够证明其根本无法知道记载中的虚假陈述或者内容有所欠缺,同时对经过会计监察人查核签证的财务报告以外的部分,在已经尽到相当注意的前提下仍然无法知悉,可以免除其赔偿的责任。简单来说,证券承销商无须对会计师、律师事务所出具的专业意见文书仅承担一般注意义务,无须承担高度注意义务。

如果所出具的财务报表存在虚假陈述、内容与实际不符的情况时,会计师在出具查验报告并无错误时,则无须对财务报表虚假陈述负责。查验报告需按照审慎尽责、公平合理的行业标准制作。如果会计师明知所核查的财务报表存在虚假陈述依然出具无误证明,则需要担责。“会计师必须将依据一般认为公正妥当之惯行所实施之查核结果正确记载于查核报告书中,始可谓无故意或过失。”<sup>②</sup>但即便已经依照普通人思维中认为公正合理的方式核查后,如果发现有其他特别需要调查的事项,则可能会要求采取高于一般核查标准的方法。<sup>③</sup>

在公开发行政程序中,有关律师的法律意见书部分,日本证券法并没有特别规定,在企业日常的公开招股书类中也并不多见。但如果律师对于法律意见书中的虚假陈述未尽勤勉核查义务之责,因此导致投资者受到损害,可依照民法上的侵权行为规定请求赔偿责任。<sup>④</sup>

---

<sup>①</sup> 廖大颖:《日本证券交易法对于公开说明书专家责任之规范》,载月旦知识库, [www.lawdata.com.tw](http://www.lawdata.com.tw), 最后访问日期:2020年8月2日。

<sup>②</sup> [日]神崎克郎、志谷匡史、川口恭宏:《金融商品取引法》,青林书院 2012 年版,第 557 页。

<sup>③</sup> 戴铭升:《证券交易法信息不实免责要件之研究》,载月旦知识库, [www.lawdata.com.tw](http://www.lawdata.com.tw), 最后访问日期:2020年8月2日。

<sup>④</sup> 廖大颖:《日本证券交易法对于公开说明书专家责任之规范》,载月旦知识库, [www.lawdata.com.tw](http://www.lawdata.com.tw), 最后访问日期:2020年8月2日。

综上所述,日本法并未像美国法那样设置“专家”的概念以及“吹哨人”抗辩那样复杂,在合理勤勉抗辩上,其设置了两道关卡:承销商、会计师、律师事务所首先需要证明主观不存在故意或者过失,其次尽到合理谨慎的注意义务标准。根据专业性质和所担任职务的不同,注意义务标准同样有所区别。只有达到上述标准,才能免于承担赔偿责任。

### (三) 中国香港特别行政区法:“保荐人牵头责任”引入和优化

1999年,我国香港特别行政区学习英国在另类投资市场(alternative investment market)实施“指定保荐人”制度(nominated adviser)的做法,<sup>①</sup>在香港联交所创业板引入了保荐人制度,而后监管机构于2003年又首次将保荐人制度引入香港联交所主板。<sup>②</sup>香港联交所希望通过采取“保荐人牵头责任”的监管模式,实现证券市场发行市场化,通过设定严格明确的义务内容督促机构履行责任。

然而,“欧亚农业”等发行欺诈事件给本寄予厚望的保荐人制度带来了巨大质疑和沉重打击。香港证监会反思了该模式下,中介机构间职责划分不明、职责范围过宽等问题导致各中介机构并未更好地进行分工合作。之后香港证监会着手实施重大改革。<sup>③</sup>2003年,香港证监会和香港联交所联手对保荐人制度进行大刀阔斧的改革,将保荐人一分为三,分别分解为保荐人(sponsor)、合规顾问(compliance adviser)和独立财务顾问(independent financial adviser)。保荐人承担证券发行人上市前的推荐、辅导等工作,合规顾问承担发行人上市后回应发行人咨询、提供法律意见和指引等工作,独立财务顾问则承担公司上市体检、评估融资方案利弊、提供策略性审查和咨询意见等责任,在整个IPO流程中,合规顾问和独立财务顾问大致可类比为内地律师事务所和会计师事务所所担任的角色。同时,文件还规定保荐人与发行人之间应当保持相对独立性,并引入了独立性测试(bright-line test,也称为黑白分明测试),形成中介机构各司其职、合力监管的态势。此次改革厘清了保荐人、合规顾问和独立财务顾问尽职调查责任,促使不同证券中介机构从专业职能上共同保障发行人信息披露

---

<sup>①</sup> 另类投资市场于1995年建立,是伦敦交易所专为规模较小但具有高成长性的公司提供的融资市场,相当于“创业板”。AIM上市条件较为宽松,对大部分文件没有审查要求。为了保证上市公司质量和保护消费者权益,伦敦证券交易所引入“保荐人”制度。参见伦敦证券交易所对AIM的相关介绍,载伦敦证券交易所官网2021年1月1日, [https://www.londonstockexchange.com/resources/raise-finance-resources?tab=aim&accordionId=0-4aa333ec-7909-44a8a-9a49-ab9fedec87f1&moduleId=block\\_content%3A871b0950-565a-402a-95e2-1de0ad689807](https://www.londonstockexchange.com/resources/raise-finance-resources?tab=aim&accordionId=0-4aa333ec-7909-44a8a-9a49-ab9fedec87f1&moduleId=block_content%3A871b0950-565a-402a-95e2-1de0ad689807)。

<sup>②</sup> 陈思远:《香港保荐制度最新修改对内地投资银行业的启示——以注册制改革为背景》,载《证券市场导报》2014年第2期。

<sup>③</sup> 郭雳:《检讨与重构金融中介服务机构的法律职责——以资本市场为例》,载《金融服务法评论》2012年第3卷。

体系。在该模式下,不要求保荐人核实专家报告,也不预期保荐人等同专家,容许委聘第三方专业人士。<sup>①</sup> 此次改革较好地解决了证券市场不同中介机构的协作配合问题。

在2010年,洪良国际财务欺诈丑闻引起香港证监会对现有保荐人制度设计的进一步反思。<sup>②</sup> 为督促保荐人履行投资者保护的公共责任,2013年香港证监会通过发布以《有关监管保荐人的咨询文件》(Consultation Paper on the regulation of sponsors)、《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结等》(Consultation Conclusions on the regulation of IPO sponsors)为代表的文件,正式对保荐人制度实施新一轮改革。此次改革主要从三方面着手:(1)在权利上,文件规定简化监管流程以配合信息披露,确保聘任第三方配合保荐人工作,规定最短委任期制度,单列保荐费用等。(2)在义务上,进一步对包括信息披露、尽职调查、资源准备和记录保存等方面作细致的规定,尤其在尽职调查上,采取了行业公认的评估标准,规定保荐人要及时识别申请人在招股说明书上的重大问题,对于专家和非专家第三方机构出具的专业报告,保荐人应当审慎核查,即使不要求达到专家水准,保荐人也应当以掌握的资料和个人最大水平去审查是否符合常理。同时,记录保存上也规定了保荐人应当对涉及尽职调查的专家或非专家文件保存7年。<sup>③</sup> (3)在责任上,针对保荐人的民事和刑事责任也进一步细化,使投资者对招股说明书中的虚假陈述拥有针对保荐人的救济途径。作为对“洪良国际案”的检讨和反思,此次针对保荐人的改革对保荐人的地位与职责进行匹配,促进了保荐人在监管下的“归位尽责”。

总结我国香港特别行政区多年来改革的经验,可以看出我国香港特别行政区在英美“保荐人制度”和“区分责任”两种模式之间不断进行探索和实验,结合地域实际情况形成了独具特色的融合模式。这对我国内地在注册制下,重新思考“保荐人牵头责任”模式具有重要的参考价值。尤其在我国证券市场仍在转轨中、投资者维权意识尚待加强、证券集团诉讼等保障机制尚不够完备的情况下,部分呼吁取消保荐制度的

<sup>①</sup> 谈萧:《香港保荐人制度最新修订述评》,载《证券市场导报》2005年第4期。

<sup>②</sup> 在“洪良国际案”中,兆丰资本作为洪良国际的保荐人,没有履行其相关职责,被香港证监会罚款4200万港元,并被撤销为机构融资提供意见的牌照。香港证监会披露了关于兆丰资本未能尽责履职的若干表现:(1)是尽职调查不达标,没有对洪良国际的顾客、供应商和特许经营商作出应有的尽职调查。(2)兆丰资本未达到保荐人应有的独立性,尽职调查中的重要资料均来自洪良国际。(3)审核线索不足,兆丰资本并没有以文件载明尽职调查工作的计划和工作的重要范畴。(4)是兆丰资本未能充分监督员工,由公司内部经验不足的员工来完成大部分的尽职调查工作;(5)违反保荐人承诺及向香港联交所申报不实声明。参见王玮、夏中宝:《“洪良国际案”对境内欺诈上市案件查处的启示——以“绿大地案”为比较分析样本》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》第7卷,法律出版社2012年版,第611页。

<sup>③</sup> 郭雳:《香港保荐制度改革新规述评与镜鉴》,载《证券市场导报》2014年第2期。

声音是脱离我国现下实际的。我们可以参考我国香港特别行政区的模式,继续保留我国的保荐人制度,对证券交易市场下的不同主体进行地位排序和责任归位。

#### 四、构思:强化中介机构责任之规制路径

上文已澄清“看门人”、证券中介机构、勤勉尽责和注意义务等概念或问题,并且在证券市场中以保荐人、会计师事务所、律师事务所为主要对象,在梳理不同中介机构勤勉尽责的法律基础和具体内容的基础上,比较研究了其他国家(地区)在责任划分、免责事由等规定。于此可供我国注册制下重构中介机构责任体系的思路包括以下方面。

##### (一)明确“专家”“勤勉尽责”等术语的具体内涵

在注册制改革下,立法者未对中介机构的具体内涵进行立法上的明确,而基础概念的缺失将会进一步导致实务中具体操作标准的混乱。因此,应当对“专家”和“非专家”概念进行界定和细分。可规定范围主要应当包括保荐人、律师事务所、会计师事务所等中介机构,而“专家”的认定则应当以专业职责进行区分和认定,例如,律师在所出具的法律意见书、律师工作报告中应当认定为“专家”,在对于保荐人、会计师出具的专业文书中明显涉及的法律问题同样应当以“专家”进行认定,而在非法律问题部分则应当视为“非专家”。“非专家”的概念不仅适用于“专家”在面对个人专业以外的领域,同样也包括缺少专业水准的发行人、公司董事和中小投资者们。同样,立法者可以选择以法律、司法解释的形式,将前文中提及的关于“勤勉尽责”“注意义务”的理论表述予以明确。通过明确区分“专家”“非专家”“勤勉尽责”“注意义务”的概念,则可以为证券中介机构责任体系的设计和构建奠定良好的基础。

##### (二)细化和区分“注意义务”具体情形

在一般注意义务上,应当根据信赖原则,以证券中介机构职责为中心,根据职责内容不同进行区别。在“保荐人牵头责任”模式下,保荐人作为发行保荐工作的核心,负责和把关保荐工作从开始到上市后的整个流程。保荐人实质性审查其他机构所出具专业文书并承担核查不力责任的工作模式引发了保荐人重复工作、责任泛化、中介机构责任混淆等一系列问题。<sup>①</sup>同时,保荐人先行赔付制度的确立在保护投资者利益

---

<sup>①</sup> 刘志云、龙稳全:《论完善投资银行勤勉义务规制的路径选择》,载《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2018年第6期。

的同时也大大增加了保荐人的经济负担。因此,对一般和特别注意义务的划分,应当给保荐人一定情况下的减负。对上市文件中由会计师、律师出具的专业文书,保荐人应做到一般注意义务,可参考香港联交所《第21项应用指引》的规定,对会计师、律师的资历、经验及其胜任工作的能力,以及其他中介机构所出具专业意见的底层资料真实性,发表专业意见的假设、方法、基准及法律依据是否合理作出判断。只要其他证券中介机构所出具的专业意见达到上述要求,保荐人应当保持合理信赖,除非判断标准过于专业,已远超常理要求。而会计师、律师事务所对专业能力以外的文件应当保留专家信赖,合理期待其他机构能够勤勉尽责,审慎核查底层资料和依据专业标准提供意见,仅有当其出具的专业文件中出现明显的、以普通人水准皆可意识到的疏漏情形,才应当承担未履行一般注意义务承担的责任。

在特别注意义务上,中介机构理应回应公众的合理期待,专家提供服务理应具有权威性,通过专业行为客观公正地判断发行人实际情况。如果未全面核查验证注册申请资料 and 信息披露文件,出现材料重大遗漏、误导性陈述或者虚假记载的情形,可要求出具对应专业文件的中介机构承担责任。对特别注意义务的把握可从范围和程度出发:一方面,在范围上,中介机构应当以专业为中心,对法律规定和专业范围以内发表的意见尽到特别注意义务;<sup>①</sup>另一方面,在程度上,应当以谨慎管理人对待个人财产的注意水平为标准,在满足行业基本专业要求的同时,鼓励证券中介机构提高自我要求但不应做强制要求。以证券律师为例,如果其无法满足检索法律法规、法律逻辑分析、出具法律文书等基本专业能力要求,则必然会被认定为未尽特别注意义务。但同时也不应对证券律师能力做过苛要求和期待,有学者指出应当对程度高低进行一定的限制,特别注意义务往往与执业风险相互关联,应当综合考虑市场成熟度、时间节点、征信系统及信息查询体系完善度等综合因素。<sup>②</sup>

当出现工作交叉、专业意见互相引用的情况时,对于交叉部分,中介机构只需达到一般注意义务水平,但如果该引用专业意见涉及属于法律规定,或者专业领域内的知识,对此则须负有同等特别注意。如果中介机构仅违反了一般注意义务,则需要与违背注意义务的中介机构共同承担责任,具体承担可根据双方责任分配、过错大小等

---

<sup>①</sup> 例如,在注册制下,保荐人和律师应当就公司章程规定的特别表决权股份的持有人资格、表决权数量比例、锁定期安排以及转让限制、参与表决的股东大会事项范围等发表专业意见。注册会计师应当针对企业最近3年财务会计报告出具无保留意见的审计报告,公平公正反映发行人的财务状况、经营成果和现金流量,对内部控制制度是否健全且被有效执行内部控制鉴证报告。

<sup>②</sup> 郭雳:《证券律师的职责规范与业务拓展》,载《证券市场导报》2011年第4期。

进行考量。

### (三)厘清中介机构的责任承担和免责情形

中介机构免责事由缺失和内部责任划分不明的问题,往往阻碍了中介机构内部寻求救济的可能。因此针对不同注意义务设定相应免责事由便成为改革之必要。同时由于我国“保荐人牵头责任”模式尚运行平稳,在我国语境下讨论,也需要对保荐机构和其他证券服务机构进行区分。

在特别注意义务免责上,一方面,对作为发行工作核心的保荐人而言,对其他证券服务机构出具的专业意见应当秉持审慎态度,审查原始资料真实性、完整性和系统性并出具专业意见,并且对其他证券服务机构的工作方法、基准、依据以及程序等是否合理进行评估。只有履行上述要求才能免责。但保荐人无须重复实质核查,对会计师出具的财务报告或律师出具的法律意见书中主干内容及推导结论负责,否则责任过重、重复工作反而导致各中介机构提前串通形成利益集团,丧失“看门人”独立性。另一方面,其他证券服务机构必须证明自己已尽到合理尽职调查,直到理由充分可信,认为发行人不存在材料重大遗漏、虚假性陈述等情形,才可以免责。如果在法定履职和专业履职范围内,其进行的专业活动存在其他中介机构出具的意见时,中介机构不能仅仅通过“专业信赖”进行免责。<sup>①</sup>

在一般注意义务免责上,如果证券中介机构在引用其他机构出具的专业意见时(例如,律师事务所引用会计师事务所出具的财务报告来出具法律意见书),引用方只需要尽到一般注意义务,即被引用材料不存在明显缺乏法律依据以及与现实不符、无合理理由怀疑欺诈等情况即可,在满足前述标准的前提下,引用方已经满足作为社会普通人应当达到的要求,则对文书内容与结论无须过多干涉,从而在可预见的范围内践行公平原则,最大化实现“责任自负”。

### (四)通过程序着手认定勤勉尽责义务

从相关案例来看,中国证监会在行政处罚中考虑中介机构是否勤勉尽责时,除了以相关法律法规的具体规定作为依据,主要以程序性事项是否得以实际履行作为切入点进行认定。例如,在针对瑞华会计师事务所的处罚中,瑞华会计师事务所被认定未尽勤勉尽责义务的原因之一就是未直接与公司治理层沟通是否存在舞弊事宜,而

---

<sup>①</sup> 如科创板下明确规定保荐人及发行人律师应当对发行人特别表决权及股份锁定期作出专业意见,保荐人不应援引律师所作意见,应当依据独立性,审慎对发起人实际情况作独立判断并发表专业意见。具体参见《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第41、42条规定。

是仅询问财务总监和发展部经理,导致瑞华会计师事务所无法了解在此过程中治理层所发挥的作用,进而导致错误评估舞弊风险。此外还包括未对传真取得的询证函回函的异常情况进行核验,不恰当地依赖内部控制,对应收票据实施盘点和倒轧程序,所获取的审计证据可靠性低等问题。而在“欣泰电气欺诈发行案”中,东易律师事务所对从其他中介机构取得的工作底稿直接适用,而未履行必要的审查验证程序。<sup>①</sup>总结部分行政处罚书的内容,如果当认定发行人信息披露出现瑕疵时,若中介机构未编制查验计划或者保留工作底稿,则将被认定为未尽履职责。<sup>②</sup>而对于尽职调查所出具的资料,如果未按照行业公认应当履行的流程、未保持合理的职业怀疑时,可认定为未尽履职责。风险评估程序不充分适当,未能识别出潜在的舞弊风险,也难辞其咎。中国证监会可通过在公布行政处罚书和列举典型案例中,总结其中出现的共性问题,明确中介机构在具体业务中所应当完成的流程,使中介机构的业务开展和责任分配更加清晰化。

## 五、结 语

中介机构理应紧绷审慎履职这根“弦”,始终保持“本领恐慌”,<sup>③</sup>通过履行勤勉义务,平衡各主体之间的责任匹配,减少信息不对称风险,降低市场交易成本,达到维护市场秩序的目的。在我国资本市场的长期发展中,过多强调保荐人牵头责任则导致保荐人责任过重,对会计师事务所、律师事务所的相对忽视则导致中介机构在市场运营中注意义务标准不明晰、责任边界模糊、免责标准缺失等问题。可供参考的改革思路是以境外“区分责任”模式为参照对象,结合我国“保荐人牵头责任”的实际国情,建议立法者在法律规范或司法解释中明文解释“专家”“勤勉尽责”等术语的具体内涵,从基础上为中介机构责任体系的设计和构建提供方向;明确划分特别注意义务与一般注意义务,根据不同中介机构的角色类型和责任承担分别设计不同的责任标准;根据不同中介机构的特点厘清责任承担分配和免责情形,在可预见的范围内践行公平原则,实现“责任自负”;从程序着手认定未尽勤勉尽责义务,总结行政处罚中中介

<sup>①</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书》([2017]70号)。

<sup>②</sup> 根据《律师事务所从事证券法律业务管理办法》及《律师事务所律师执业规则(试行)》,律师应通过“制定计划、保留工作底稿、采取符合规定的查验方法”等途径表明其进行了审慎核查验证。

<sup>③</sup> 孙煜:《专访普华永道首席合伙人李丹:注册制下会计师需要始终保持“本领恐慌”》,载《21世纪经济报道》2020年12月17日,第10版。

机构出现的共性问题,以明确具体业务中所公认的流程,使业务开展和责任分配更加清晰化和透明化。

随着推行注册制“宽进”和退市新规“严出”的基本定位,沪深交易所改革试点经验总结和措施配套升级,《刑法修正案(十一)》加大对欺诈发行、信息披露造假犯罪的刑事处罚力度,以信息披露为“一个核心”、交易所审核和中国证监会注册为“两个环节”的注册制架构正在不断建立,<sup>①</sup>我国资本市场透明化、市场化和法治化的前景也越来越明朗。中介机构作为投融资双方的桥梁,监管机构的助手,只有通过改革进一步区分责任、明确定位,才能让证券中介机构最终“归位尽责”,实现投资者“买者尽责、风险自负”,为落地在即的全面注册制保驾护航。

---

<sup>①</sup> 王媛媛:《全面注册制条件逐步具备,专家称 2021 年两会后或有望落实》,载国际金融报 2020 年 12 月 29 日, <http://stock.jrj.com.cn/2020/12/29235331598239.shtml>。