

# 证券发行虚假陈述：中介机构过错责任认定与反思

周淳

(浙江大学光华法学院, 浙江 杭州 310008)

**摘要：**发行人中介降低直接融资市场的信息成本，为证券质量提供声誉担保。当下司法实践对中介机构在证券发行虚假陈述中的责任认定过于严格和粗放，容易导致激励失当。作为发行人委任的信息披露辅助者，中介机构责任承担的核心争议为其是否直接参与虚假陈述且对此存在过错。中介机构的过错认定应以其客观职责为基础，以信息获取、核实与验证能力为前提，综合考量其是否以合理的审慎和勤勉控制发行人虚假陈述的风险。具体而言，中介机构对发行人提供的信息须保持必要怀疑，对专业业务事项应积极行动，采取合理措施避免和防止虚假陈述；对非专业业务事项，除确有证据表明存在虚假陈述外，原则上可消极信赖有关专业人士的陈述。

**关键词：**发行人中介；勤勉尽责；滑动责任；合理注意；证券发行；虚假陈述

**Abstract:** Issuer intermediaries reduce the information costs of the direct financing market and provide reputational guarantees for the quality of securities. At present, the judicial practice determines the responsibility of intermediary institutions in the false statement of securities issuance too strictly and extensively, which can easily lead to the misincentivation. As an information disclosure assistant appointed by the issuer, the core dispute over the intermediary's liability is whether it is directly involved in and at fault for the misrepresentation. The fault determination of an intermediary institution shall be based on its objective duties and on the premise of the ability to obtain and verify information, and consider whether it controls the risk of false statements by issuers with reasonable prudence and diligence. In particular, intermediaries must maintain the necessary doubts about the information provided by the issuer, take positive action on professional business matters and take reasonable measures to avoid and prevent misrepresentation. In non-professional business matters, in principle, the professional concerned may be passively relied upon, except for evidence of false statements.

**Key words:** intermediary, due diligence, sliding scale of liability, reasonable care, securities issuance, false statement

**作者简介：**周淳，女，法学博士，浙江大学光华法学院讲师，研究方向：公司法、证券法、金融监管。

**中图分类号：**DF438.7 **文献标识码：**A

## 一、引言

发行人中介是证券市场的“看门人”<sup>1</sup>，对发行人信息进行核实、验证与加工，缓解直接融资中投融资双方的信息不对称，也出借自身声誉为发行人提供证券质量担保。其信息验证与声誉出借行为是否合宜，关乎市场效率与投资者福利。过去，发行人中介多有失职却少有承担民事责任的情形一直饱受诟病。证券发行注册制改革背景下，司法机关在裁判中已开始全面压实中介机构对

证券发行虚假陈述的赔偿责任，中介机构对投资者承担巨额赔偿责任的风险已经陡然上升。2020年，上海金融法院和杭州市中级人民法院在各自审理的发行虚假陈述案件中，不同程度地支持了投资者要求中介机构承担连带责任的请求，两案中的券商和会计师事务所均被判决对投资者损失承担全部连带赔偿责任。<sup>2</sup>但是，对投资者损失承担全部赔偿责任的风险，与中介机构的发行信息披露辅助人之地位不符，过度追责可能导致激励失当。既有裁判文书对中介机构的过错判定或一笔带过，或语

焉不详，甚而实质标准殊异，也难以为市场主体提供清晰确定的行为指引。

厘清发行人中介的职责边界与过错标准，激励中介机构审慎履行“看门人”职责，方能顺利实现股票发行核准制向注册制的转变。我国《证券法》中的“看门人”责任规则继受自美国法，但在具体适用中却“得形而忘意”，问责过于严苛与粗放；现有研究多关注证券发行后持续信息披露中存在虚假陈述时的各方主体责任，对发行阶段虚假陈述的集中探讨较少。本文系统地梳理美国成文法与判例法对中介机构在发行虚假陈述中的过错责任问责机理，以期为我国夯实中介责任、推进注册制改革提供镜鉴。

## 二、美国证券法中发行虚假陈述的中介连带责任

证券发行之全面信息披露制度肇始于1930年代的美国立法。1929—1933年大萧条中，发行人董事、中介机构等受托人在“管理他人财产时的全面沦丧”，导致公众对资本市场信心尽失。美国国会通过联邦立法，确立发行人与中介机构披露证券“全部真相”的义务与责任。<sup>3</sup>其中《1933年证券法》第11条规定，发行人、发行人董事和注册说明书的签署人、承销商、会计师和其他专业人士应对注册说明书中的虚假陈述承担法定的连带赔偿责任。该条款借鉴了英国《1929年公司法》中招股书虚假陈述规定<sup>4</sup>，但责任主体更为广泛、构成要件又更为宽松，对发行人中介前所未有地从严、从重课责。

其一，在构成要件与责任范围上，发行人中介依据第11条所面临的发行虚假陈述责任较其从事其他欺诈或过失陈述行为更为严格(见表1)。美国法中，投资者主张中介机构承担虚假陈述责任的进路有二。一是中介机构构成欺诈或协助发行人进行欺诈。按照一般的证券欺诈

规定，投资者须证明中介机构存在双重故意，即中介机构明知事实为虚假，且有意利用该虚假事实诱使投资者进行交易。在《1934年证券交易法》10-b款的实践中，投资者须有强有力证据证明被告明知或应知其陈述不实。同理，协助发行人欺诈的构成，要求发行人中介与发行人的主观心态均为故意。但按照第11条的规定，投资者无须证明中介机构明知信息不实，中介机构就应对其因一般过失作出或未纠正的虚假陈述承担责任。二是中介机构的虚假陈述对信赖其陈述真实性的投资者造成损失，构成过失侵权。专业人士对合同相对人以外的第三人承担过失陈述责任的前提是信赖与利害关系。而依据第11条，投资者无须证明其依赖不实的注册说明书作出投资决策，也无须证明其承受的损失与虚假陈述之间的因果关系。即中介机构将对实际上从未阅读过注册说明书的后手证券购买者负有注意义务，远远突破了侵权责任法中专家对第三人责任的边界。

其二，在责任形式上，承销商和参与制作说明书并署名的专业人士均承担连带责任。依照侵权法理，发行虚假陈述中发行人承担首要责任，其主观心态通常为故意；当中介机构仅为过失时，在过错范围内的补充责任对中介机构更为公平。但从公共政策考量，连带责任能对中介机构形成极大威慑，改变其私人成本的计算方式。违法成本与核验成本的对比能促使中介机构谨慎核验发行人提供的信息、约束发行人的机会主义行为，进而提升证券市场的公平与效率。可供对照的是，美国1995年《证券私人诉讼改革法》(Private Securities Litigation Reform Act)为抑制滥诉和精准追责，将第11条项下有过失的外部董事责任范围限制为按份责任<sup>7</sup>，并同时限制了中介机构违反14(a)9规则的责任，中介机构只有在明知委托投票资料存在虚假陈述时才承担连带赔偿责任。对比可见，立法者认为证券发行虚假陈述中的中介机构并非应被松绑的无辜主体。<sup>8</sup>当然，对外连带、对内按份，中介机构享有分摊请求权，可请求法院在责任主体内部确定承担比例。<sup>9</sup>

其三，在归责标准上，中介机构可通过自证勤勉尽责来免责。考虑到投资者很难证明发行人董事及中介机构的过错，第11条对发行人以外的责任主体采过错推定标准，前述主体证明其对发行文件之真实、准确与完整

表1 美国法中不同类型证券欺诈的构成要件对比

	普通法欺诈	《1933年证券法》第11条	《1933年证券法》第12(a)(2)条	《1934年证券交易法》第10(b)条
重大性	有	有	有	有
主观心态	明知	发行人严格责任; 其他过错推定	一般过失	明知
信赖	有	特定情形下的追踪规则 <sup>5</sup>	无	交易因果关系
因果关系	有	无因果关系作为抗辩	无因果关系作为抗辩	交易因果关系和损失因果关系
后果	损害赔偿(不限于差价)	损害赔偿(确定公式, 仅限差价) <sup>6</sup>	撤销交易或损害赔偿	损害赔偿(不限于差价)

尽到注意义务的，可免除责任。至于未尽注意义务与虚假陈述造成的损失有无因果关系，则在所不论。第11条第(c)款又规定，发行人董事与中介机构应以谨慎人管理自身财产应有之注意行事，这与传统信托法下受托人的注意义务相一致。但在代理法与公司法中，代理人或公司董事仅对受托事务负有一般处于类似位置的人管理他人财产的注意。易言之，受发行人之托为其提供信息验证与加工的机构，其对发行文件之真实、准确与完整的注意义务，高于非证券业务中其对委托人的注意义务；类似地，发行人董事对发行文件之真实、准确与完整的注意义务，也高于其他情形中对公司利益的注意义务。同时，谨慎人管理自身财产应有的注意标准，意味着中介机构管理与控制虚假陈述风险的主观态度(包括精力与能力的能动投入)，也在法院的事后审查范围内。

### 三、美国司法实践中勤勉尽责免责的判断标准

美国《1933年证券法》第11条(b)款通过专业人士与非专业人士、专家陈述和非专家陈述的二分构造，框定了各中介机构责任范围和尽责标准(见表2和图1)。律师、会计师等专业人士仅对其所作专家陈述中的虚假陈述承担责任；承销商可能对注册文件中所有虚假陈述承担责任，但归责标准不同，承销商对专家陈述的注意义务显著小于非专家陈述部分。

不过，在合理调查与合理信赖的标准细分上，法条文本的表述过于抽象和概括，须由法院在个案裁判中具体解释和适用。1961年BarChris(巴克雷斯)案与2005年

Worldcom(世通)案一同勾勒了发行人董事与中介机构勤勉尽责界定的基本形貌。<sup>10</sup>BarChris公司公开发行次级可转债仅18个月后即无力支付利息。法院发现，注册说明书中经审计的财务报告里存在虚增营收、虚增利润、隐瞒或有债务等情形，并且未披露股东向公司提供借款、公司“借新还旧”、公司回款困难和重大关联交易等重大事项。法院认为公司董事、承销商与会计师的勤勉尽责抗辩不能成立。<sup>11</sup>Worldcom案中，世通公司在债券发行文件中通过将电信线路租赁费记作资本性支出等方式虚增收入，事发后于2002年7月申请破产，法院认为承销商不构成勤勉尽责。

#### (一)专家陈述与非专家陈述之二分构造

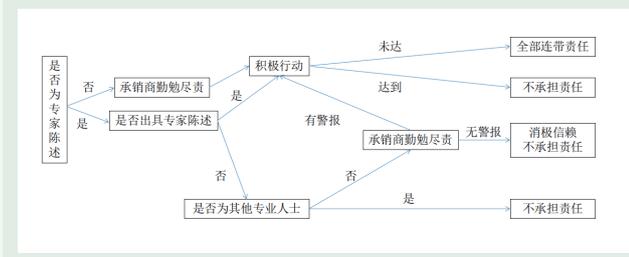
《1933年证券法》第11条通过区分注册说明书中的专家陈述和非专家陈述，将勤勉尽责又分为“积极行动”与“消极信赖”两类标准。专业人士对自己出具的专家陈述、承销商对非专家陈述，须自证已采取积极行动以形成有关陈述真实准确的内心确信——经客观上的合理调查，其有理由相信、主观上也确实相信有关陈述之真实性。第11条(b)(3)(C)项规定了非专业人士对专家陈述的合理信赖标准，仅从文义看，该项要求发行人董事或承销商证明消极事实之不存在，似很难具有操作性。从立法意旨观之，该条款意在保护发行人董事与承销商对专家陈述的合理信赖，从而减轻其注意义务。故在合理信赖标准下，只要未有不应相信专家陈述真实性的理由，非专业人士并无作为义务，即便无视或忽视信息不实也可能免于责任。

因此，专家陈述之范围划定，本质上是在多大程度上允许发行人董事和承销商通过将其职责委托给专业人士来减轻甚至豁免自身的责任。按照定义，专家陈述是注册说明书中由专业人士制作、出具并署名的部分，如会计师对年报的审计意见、律师就证券发行合法性发表的法律意见等。<sup>12</sup>因此，监管者和法院可在法解释中通过限缩专家陈述之内涵来夯实发行人董事对虚假陈述的首要责任以及承销商的尽职调查义务。例如，在BarChris案中，法院拒绝认定招股书与发行文件因律师起草而构成专家陈述。再如，为了鼓励会计师审阅公司的季度报告，美国证监会规定会计师对发行人季报是否符合会计准则之报告不构成第11条规定的专家陈述。相应的，发

表2 美国《1933年证券法》第11条(b)款勤勉尽责标准

	专家陈述	非专家陈述
专业人士 (会计师、评估师、律师等)	经合理调查、有合理根据相信且确实相信陈述为真	不承担责任
非专业人士 (发行人董事与承销商)	不相信且没有合理理由不相信陈述不为真	经合理调查、有合理根据相信且确实相信陈述为真

图1 美国《1933年证券法》第11条认定中介责任的适用流程



行人董事与承销商对该报告仍应尽合理调查义务。<sup>13</sup>另外,在具体个案中,发行人、承销商、律师和会计师也可通过谈判和协商来划定专家陈述的覆盖范围与文字表述,以在事前进行大致的责任规划。

## (二)滑动责任——勤勉尽责的认定框架

在积极行动与消极信赖二分的前提下,美国联邦法院在个案裁判中发展出“滑动责任”框架(sliding scale of liability)。不同类型主体注意义务标准的认定要素包括发行人内部信息可及性与发行人中介发现与验证有关信息真实性的专业能力。就此,发行人中介的注意标准高于发行人外部董事,低于发行人内部董事;发行人中介内部,合理注意的标准则按照具体职责匡定。

### 1.以内部信息可及性区分内部人和外部人

按照美国《1933年证券法》第11条的意旨,确保证券发行文件的真实、准确与完整是公司董事的法定义务,所有董事均应对证券发行文件进行最低限度的合理调查,严禁尸位素餐。<sup>14</sup>但到20世纪中期,董事兼职化已很普遍,法院对内部董事与外部董事也区分对待。公司内部董事与管理层是信息披露的首要责任人。内部董事熟悉公司事务,对公司经营状况掌握一手信息,必须要证明其尽到合理努力以确保注册说明书的准确和完整方能免责。“应知而不知”不构成免责事由,因其表明董事的疏于注意。即便对专家陈述,在明知信息可能不实时,内部董事也不能依赖外部专家去发现或纠正该陈述。<sup>15</sup>所以,内部董事的注意义务最高,接近于严格的保证责任。<sup>16</sup>

外部董事也被看作监督内部人机会主义行为的守门人。<sup>17</sup>但外部董事对公司一手信息掌握有限,只要其主动获取公司经营相关的信息、且有关信息与注册说明书记载大致相符,即构成勤勉尽责。易言之,外部董事并无调查义务,例外情形是外部董事与中介人士身份重合,将导致注意标准和责任标准升高。在BarChris案中,公司首席承销商负责人在债券发行前一个月成为公司董事。法院主张,一方面,在公司任职可能导致承销商的利益冲突,从而影响其独立核实义务之履行;另一方面,在公司内部任职便利其取得第一手的公司内部信息,应承担更高的注意义务。同时,若董事为公司提供有偿的咨询或投行服务,即无法认定为外部董事,也就

无法适用按份责任。<sup>18</sup>

### 2.以专业性区分专业人士与非专业人士

中介机构勤勉尽责认定的核心是中介机构是否具备并发挥了获取与验证发行人内部信息的客观能力,该能力与中介机构的专业性和在证券发行中的具体职责密切相关。

#### (1)承销商

美国法下,承销商是发行信息披露的“第一道防线”<sup>19</sup>,对发行信披负有全面责任。承销商对注册说明书专家陈述之外的部分负合理调查义务。BarChris案中,法院将承销商对非专家陈述的合理调查标准具体化为独立调查与核证。该案中,承销商律师在尽职调查中没有检查公司管理层会议和重要子公司董事会会议的纪要、主要合同、客户支付记录;虽然了解到股东(管理层)向公司提供融资等事宜,也发现公司提供的12份建造合同中有10份逾期未交付,却均未进行进一步问询或调查,仅依赖公司管理层的口头保证作出尽调结论。法院由此认为承销商未尽注意义务。

从其他案例中亦可发现,承销商无须独立核证所有的底层数据,但至少应调查公司业务与财务状况的核心材料,除审查发行人提供的会议记录与纪要、重大合同等文件外,还应当通过实地调查和访谈发行人的员工、主要债权人、主要供货商或主要客户等方式进行外围调查,通过一手数据或外部信源核实与验证发行人管理层提供信息的真实性。<sup>20</sup>一言以蔽之,对非专家陈述部分,法院要求承销商在对发行人管理层保持必要的怀疑与谨慎的基础上独立调查。

相反,承销商对专家陈述没有调查义务,除非有反向证据证明其信赖是不合理的。原告须举证承销商明知或应知足以动摇一个管理自身财产的谨慎人对专家陈述之信念的警报。<sup>21</sup>在Worldcom案中,世通公司虚增收入后,公司的费用收入率远低于其同行业相似规模的竞争对手,法院认为这一事实构成警报。承销商辩称这一事实已为市场所知悉,未有任何证券分析师或评级机构提出质疑,故承销商对财务报告的信赖是合理的。然而,法院主张,承销商在发行中的特殊地位决定其能够接触并披露发行人的内部信息;承销商也有专业知识和技能洞察发行人可能存在的损害投资者利益的行为。易言

之，承销商对发行人信息的可及性及其技能，决定其应该认知到这一事实，并认知到这一事实意味着财务报告可能存在虚假陈述的可能。这一判断在Worldcom案中或许合理，因法院发现承销商已在内部降低对发行人的评级、对自有持仓进行风险对冲，可推知承销商已对财务报告的真实性产生怀疑。

但是，Worldcom案的判决冲击了合理调查标准与合理信赖标准之间看似清晰的界线。合理信赖标准下，中介机构若发现警报，也应开展调查，直到形成对专家陈述真实完整的内心确信，这与合理调查标准又有何分别？某一可疑事实是否构成“警报”，取决于每一发行人发行时的具体情况。但一般来说，合理调查标准下“警报”所蕴含的虚假陈述风险应远远低于合理信赖标准下“警报”所蕴含的风险。在美国法实践中，承销商协调证券发行、负责证券定价，其尽职调查若包括熟悉发行人财务、经营与运行，充分认识行业状况，访谈发行人雇员、主要客户或债权人以验证发行人所提供数据，取得发行人与会计师真实披露的保证，即可视为合理。<sup>22</sup>合理信赖标准下，承销商有意识地无视明显异常的事实时，才可能对专家陈述中的虚假陈述承担责任。

### (2) 会计师

会计师是最有可能对发行虚假陈述承担责任的中介<sup>23</sup>，因财务信息是发行文件的核心。影响投资者决策之关键在于由财务报告呈现的发行人盈利能力、未来商业前景和可信度。判断会计师是否尽责，通常适用会计行业人士平均能力的客观标准。BarChris案中，会计师没有CPA资格，也无相关行业的审计经验，法院认为其通过应付票据的大量增加本应意识到发行人流动性紧张的事实，可见法院是以其应当具备的行业内平均水平与能力而非其实际具备的能力要求会计师。法院认为，合理调查意味着“主动检索和查问”(searching inquiry)，要求会计师采取规范流程、始终以职业谨慎核证数据，在可疑事实出现时采取恰当手段积极求证，直到内心确信或者作出准确披露。但合理调查只意味着合理控制错报与漏报的风险。审计工作不可能发现会计报表中的所有错误，合理注意标准内含手段与风险在成本收益上的匹配性，不应因小概率事件的实际发生而惩罚此前调查未极致。因此，对会计师过错的认定最终往往落到是否遵

从了执业准则上。譬如，在Software Toolworks案中，原告未能证明会计师的行为违反美国注册会计师协会发布的审计准则，法院驳回了原告对会计师的起诉。

### (3) 律师

律师几乎从不承担发行虚假陈述的赔偿责任。首先，律师对发行人信息之验证职责显著低于承销商与会计师。传统观点认为，律师的首要(如果不是唯一)义务是忠于委托人。<sup>24</sup>在非证券业务中，律师的首要任务是便利交易；在证券业务中，律师被加以鉴证和担保交易合法性的职责，但其看门人定位依然存在争议。<sup>25</sup>其次，律师在发行人中介中处于次要地位。律师可能参与注册文件的起草，但除非其对某些特定事项给出法律意见，并同意该意见成为注册说明书的一部分，否则不应因起草文件而成为《证券法》第11条的责任主体。而且，律师的法律意见一般仅涉及发行合法性与税法事项，少数情形包括不动产或知识产权权属，但通常都不牵涉复杂的裁量权行使。再次，律师出具的法律意见书通常只涉及专业意见或观点，也可通过文书修辞表述其观点与意见，避免对发行人的事实状况下绝对结论，从而规避了“虚假陈述”的规范前提。<sup>26</sup>

### (三) 滑动责任的影响因子

在信息可及性与专业能力匡定中介机构尽责之大体范畴的前提下，注意义务要求量体裁衣、一事一议。裁判者须在每一个案中、面对每一虚假陈述，比较相关责任主体的心理状态、能力水平与应达标准之间的差异，后者通常又为客观情境所决定。因此，即便对同一类中介机构，勤勉尽责标准也是变动不居的。美国证券交易委员会(SEC)通过Rule 176大致列举了勤勉尽责标准的若干影响因子，包括发行人类型、证券类型、责任主体类型、合同约定与中介机构的分工等。<sup>27</sup>其中，具体情形中发行人内部信息与数据的可及性依然是核心因子，因其决定了中介机构核验成本的高低。例如，承销商及其关联主体首次为公司提供服务，与承销商长期为公司提供投资银行或咨询服务相比，注意义务应有不同。

有较大分歧的是，证券发行之类型是否影响勤勉尽责标准。在美国，符合条件的大型公司可采用一次注册、多次发行的储架发行方式，但这一简便程序给发行人和中介机构的信息披露产生较大压力。而且，发行人

既为大型公司，其经营状况本就受到证券分析师、投票顾问、评级机构等诸多机构的关注，发行人中介的过错推定责任就被质疑为多余和严苛。<sup>28</sup>但司法实践倾向认为储架发行中的信披责任并不因发程序的简化与时间的压缩而减轻。SEC在Rule 176中也主张，储架发行的集合信披系统只是为了减少信息数量，并非减轻参与及协助披露之各方主体的责任，承销商应通过改变尽职调查的方式方法来适应。

勤勉尽责的每一次判断均同时伴随法律解释和事实评价。这不仅给裁判者带来决策压力，也提高了市场中中介的合规成本。随之产生的争议是，应否制定具体的行为指南、给出合理注意的计算公式，以更清晰地指导中介机构行事。但明线规则反而扼杀了中介服务的价值，也产生被规避的风险。上世纪70年代，全美证券交易商协会(NASD)曾应SEC要求试图制定承销商尽职调查行为准则，因遭到会员一致抵制而作罢。以摩根斯坦利为首的投资银行认为，尽职调查因事、因地而异，拟定尽职调查清单并不能提高承销商的工作质量。<sup>29</sup>上世纪末，SEC拟定了储架发行中承销商尽职调查标准，包括要求会计师出具安慰信、要求承销商律师出具注册说明书中无虚假陈述之法律意见(favorable opinion)等，但随即撤回了该草案。<sup>30</sup>

#### 四、我国中介责任认定实践的反思与建议

我国《证券法》借鉴了美国《1933年证券法》第11条，对发行虚假陈述的中介机构也规定了法定的连带责任和过错推定原则。在过错的具体认定上，一方面试图继受美国法关于专家陈述与非专家陈述的二分法，另一方面又受大陆法系的影响，发展出中介机构对专业事项的“特别注意义务”和对非专业事项的“一般注意义务”。然而，中介机构在证券发行中职责交叉重叠，监管与司法机关父爱主义倾向严重，导致实践中的中介机构责任边界模糊不清；法院在司法裁判中事后偏见严重，为追求个案救济而要求中介机构对非虚假陈述的轻过失也承担部分连带责任，责任与过错难称匹配，过错责任有演变为保证责任的趋势。

##### (一)明晰中介机构职责之边界

勤勉尽责的具体认定，以明确职责为前提。在美国

证券发行中，中介机构各有分工、各司其责。律师对发行主体的适格性与合规性发布专业判断；会计师鉴证和评价发行人财务报告记载的财务信息；承销商在前述机构提供的基础信息上进行筛选、复核与整合，形成关于发行人证券品质的意见，向市场推荐；评级机构评估发行人未来偿债能力，并制作成简洁明了的评级符号。但我国证券发行中，中介机构职责高度交叉重叠，发行文件大量相互引用、相互担保；《证券法》第163条又规定律师、会计师应对“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”，更提高了精确问责的困难。

##### 1.保荐人或承销商作为兜底者

我国对股票公开发行采严格的保荐人牵头责任模式。<sup>31</sup>保荐人对发行人有督导职责，是发行的总负责人、策划人和协调人，对发行信披中的任何虚假陈述承担连带责任。《证券法》规定了保荐人的审慎核查义务和过错责任原则，但未细述过错标准。《保荐管理办法》第22、23条借鉴美国实践，区分了专家陈述与非专家陈述，可在允许保荐人合理信赖专家陈述的同时又要求其“保持职业怀疑”“运用职业判断”。保荐人并非专业人士，其职业怀疑与职业判断究竟所指为何并不清晰。《保荐机构尽职调查工作准则》要求保荐人对会计师出具的专业财务意见中“重要财务事项进行重点核查”，最高法院要求保荐人在专家陈述基础上仍应对发行人的经营情况和风险进行客观中立的实质验证。<sup>32</sup>可见，监管者和裁判者均要求保荐人重复核实和验证审计、法律、资产评估等专业工作，无论是否出现警报，保荐人的“牵头”演变为“兜底”。如前所述，美国《1933年证券法》第11条所规定的承销商责任某种程度也是全面核查责任，但也允许承销商在没有重大异常情况时消极信赖专业人士。在Software Toolworks案中，法院申明承销商的尽职调查仅限于审查合同，对软件许可使用这类交易的收入确认是否得当，属于会计师的职责；在无证据证明承销商明知财务信息不实的情况下，承销商不因未发现财务信息不实承担责任。

##### 2.会计师的发现真相职责

会计师于委托人之独立性是审计意见可信的前提。会计师对公众投资者的诚实义务切断了其与发行人的委

托关系。发行人虽负有会计责任，但利益冲突导致发行人有很强的粉饰财报甚至造假动机，发行人可能通过设计交易来规避会计准则、粉饰财务数据。会计师的审计职责要求其检验会计资料的真实性与可靠性，以准确反映发行人真实的财务状况，故有“发现真相”之义，其合理调查义务对独立性、客观性与专业性的要求更高，包括对发行人提供的信息保持专业怀疑，自行检索、独立核实和验证底层数据、按照会计准则的要求进行编写和表达等。然而，未能发现真相并不等于会计师存在主观过错，会计师的合理注意以尽到必要的职业谨慎为限，以发现不实会计信息的成本不显著超过收益为限。法院裁判的关键，即在衡量会计师因过失未能发现不实会计信息时其过错的大小。<sup>33</sup>

### 3. 证券律师的全面核查职责

在美国，法定的发行文件不包括法律意见书，律师参与证券业务是发行人内部董事与承销商为减轻自身责任的自发行行为。但在我国，证监会将律师的法律意见书与工作报告纳入证券发行的申请文件，律师从事证券业务一度须经证监会特许。我国证监会定位证券律师担当第一线的监督功能<sup>34</sup>，而非发行人或保荐人的代理人。我国的证券律师因而天然具有公共性，其可问责性(accountability)自然应高于美国的证券律师。然而，实践中律师对发行信披承担的全面核查责任，远远超过律师之客观能力和法律服务所能负载的功能。《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号》中法律意见书和律师工作报告囊括发行的各个方面，包括大量的非法律专业事项，律师面临的错述与遗漏风险显著增加。而且，证监会要求法律意见书对招股说明书是否存在错述或遗漏进行评价，屡次处罚律师事务所未能发现发行人的财务造假<sup>35</sup>，可见监管者要求律师对保荐人、会计师的工作承担重复核查与验证职责。

是以，我国证券发行中，专业人士制作和出具的文件远大于美国法下专家陈述的范围，导致专业人士可能对由其出具的、非与其专业业务相关的虚假陈述承担损害赔偿赔偿责任。对重大事项，常有多方专业人士给出具有法律效力的核查与验证，又有保荐人或承销商承担兜底责任。但重复的核实与验证未必能产生“双保险”或“三保险”，职责不明导致责任不清，中介机构存在搭

便车动机，反而产生合作困境。监管机构事无巨细地事前规制，也导致中介机构无法通过事前协商进行分工，增加的交易成本终将由投资者买单。

### (二)厘清勤勉尽责的内涵与标准

勤勉尽责包括态度(innocence)和能力(competence)两个方面。首先，中介机构应是善意的，若中介机构明知其陈述中存在虚假陈述，当然没有勤勉尽责免责之余地；其次，中介机构应证明其对不知道虚假陈述的状态不存在过错。美国法区分陈述主体与虚假陈述之类型来厘定勤勉尽责之应然程度，我国部门规章与规范性文件也尝试采用此种分类，但特别注意义务与一般注意义务的区分并不清晰。

#### 1. 勤勉尽责的本质：态度与能力的结合

美国法院在考察中介机构得否免责时，关注其在信息核验与加工过程中是否认真负责、是否客观上具备并主观上积极调动了自身发现和纠正不实信息的专业能力。保荐人、律师、会计师均有准入门槛，鉴于看门人之重要地位、公共政策之期待，法院不应以有关人员实际具备之力量量身定做标杆，而应以行业内平均水平与一般标准作为标杆。BarChris案中，“承销商律师没有经验”及“审计师还未取得注册会计师资格、且对发行人所属行业毫无经验”，非但不能免责，反而坐实了过错。<sup>36</sup>确立标杆后，法院检视有关虚假陈述，是否为中介机构集中精力、调动专业能力、采取适当手段即可发现或纠正，亦即中介机构未发现和纠正虚假陈述是否因欠缺应有的谨慎和注意。谨慎的实现应以合理的勤勉为前提，勤勉可能反映为遵守有关执业准则、行业惯例和规范流程，但未遵守相应程序和流程也未必构成不认真、不负责，仍要视其是否充分调动自身专业能力，以尽心态度履行职责。

#### 2. 勤勉尽责的程度：特别注意义务与一般注意义务

我国监管与司法实践已试图区分中介机构对专业业务事项与非专业业务事项的注意义务标准，但界分模

表3 中美两国实践中中介机构注意义务细分类型之比较

	美国法	中国法
专业人士对自己所作专家陈述	合理调查标准	特别注意义务
专业人士对其他专业人士所作专家陈述	不承担责任	一般注意义务(核查、验证、职业怀疑)
非专业人士(保荐人或承销商)对专家陈述	合理信赖标准	一般注意义务(核查、验证、职业怀疑)

糊、理据粗糙，颇值商榷(见表3)。中介机构对专业事项应负特别注意义务。然而，特别注意义务或高度注意义务为大陆法系学者继受英美过失侵权责任时对专业人士注意义务的误译。<sup>37</sup>在法律、医学、会计等专业领域内，专业人士具有高于一般人的知识与经验，具有更高的风险识别与控制能力，法律要求与其专门知识与能力相匹配的审慎与注意，以维持并发挥其能力。是故，特别注意义务，“特别”于角色和职责的专门化，在内涵上正是合理小心、谨慎与注意的具体化。易言之，在获得特别执照、从事证券发行业务时，券商、律师和会计师本应秉承比其处理一般事项时更谨慎小心的态度，调动更多的注意力，来保持对发行人信息的必要怀疑，但其本质仍是审慎人在类似位置下应有的注意，也不超过合理注意的范畴。

既然特别注意义务仍为“合理的注意义务”，其与一般注意义务之分界就殊值探讨。五洋债案中，杭州中院认可律所对财务数据仅负有一般注意义务，但认为“其应当对可能涉及债券发行条件、偿债能力的重大债权债务、重大资产变化等事项给予关注和提示。”法院最终要求律所对未披露投资性房产之出售事项承担连带责任，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。在相似的中安科案中，上海金融法院一审却判决律师事务所不应对重组对象的评估值不准确承担责任。同案异判折射出司法机关对注意义务标准的莫衷一是。

专业人士对非专业业务也是“门外汉”，只需尽到普通人在类似情形应有的谨慎与注意即可。普通人不具有核实与验证专业信息之真实准确性的客观能力，《证券法》第163条规定的核查与验证义务，应仅限于与其已知的事实进行比照，如有明显的、一般人稍加关注即能发现的异常，则应进一步调查或问询；如无异常，即便事后发现其引用或以为陈述基础的材料存在虚假陈述，也不承担责任。当然，不同中介机构在证券发行中的地位和谈判能力决定其信息可及性不同，以合理审慎所能发现的异常也应不同。律师或会计师对非专业信息的注意义务，应低于保荐人或承销商。

### 3. 过犹不及：事后审查的分寸把握

中介机构勤勉尽责的目标在于协助发行人实现信息

披露的真实、准确与完整，其承担民事责任的前提是对虚假陈述具有过错。重大性与过错标准共同构成中介责任的筛选机制，重大性降低了对信息披露准确性颗粒度的问责要求，合理注意则排除了中介机构的保证责任。对中介机构的过错，应从其尽职调查之过程，而非结果加以判断。在事后已然发现虚假陈述的情形下，法院从结果反向逆推其发生的原因，检视有无避免虚假陈述的可能性，很可能被认知偏见所困扰，得出对中介机构并不公平的结论。认知心理学将这一人们事后知晓特定结果时夸大该结果发生可能性的现象称为“后见之明”。在此影响下，法院极易将此前控制虚假陈述风险的措施评价为不当或不足。法经济学者早已指出，后见之明可能把宣称的过错实际上都转变为严格责任。<sup>38</sup>

我国当前的虚假陈述行政处罚实践即表露较强的结果论倾向。证监会采用大量的明线规则，以中介机构尽职调查中形式瑕疵的发现代替对其行为合理性的判断，如未编制查验计划、未制作目录索引、欠缺访谈对象签字等。从事后确定的不良后果去倒查事前的风险防范，一定会发现或多或少的形式瑕疵。然而，形式瑕疵未必代表中介机构未尽审慎注意，形式完美也未必意味着中介机构始终维持其对虚假陈述风险的认知能力——明线规则很容易被操纵与规避。一旦监管机关过于注重流程的标准和细节的完美，要求中介机构必要怀疑与小心验证的规范目的也就隐匿不显了。

司法裁判则进一步混淆了过程审查与结果审查、行为标准与责任标准。在虚假陈述的民事诉讼中，法院“只论结果不论过程”。有前置行政处罚的，法院往往直接引用行政处罚对中介机构过错的认定；<sup>39</sup>没有前置行政处罚的，法院裁判甚至对重大性和过错的具体认定均付之阙如。<sup>40</sup>对比美国的司法实践，滑动责任问责的核心是考察中介机构在具体情境下作为或不作为之合理性——即便离理想标准仍有距离，也无须因此承担民事责任。在我国，对中介机构课以重责也没有正当性。在发行虚假陈述中，发行人及其内部人动机最强，防范成本也最低。中介机构尤其是律所、评级机构的参与度有限，可接触的一手信息有限，依赖非专业中介机构去发现和监督发行人的财务造假，未免强人所难。对中介机构课以重责仅能有限提升发行披露的质量。即便中介机

机构提高注意程度，也不可能将虚假陈述风险降低为零，因为证券发行中的信息不对称与代理问题不可能完全消解。超出能力范围的义务与责任是无效的<sup>41</sup>，只会导致中介机构缩小信披范围、降低信披数量。而在监管强制规定信披事项与范围的情况下，逆向淘汰终将发生，声誉资本更厚重的机构可能拒绝向风险较高的民营企业、创新型企业等中小型发行人提供服务。这与注册制改革发展壮大直接融资市场的目标背道而驰。美国《证券法》立法过程中也曾争论应否对发行虚假陈述中的所有责任主体一律按严格责任追责，但国会认为，不分首末的严格责任只会损害证券市场的公平与公正，最终仍将损害投资者的利益。

## 五、结语

中介机构能否恪尽职守、审慎勤勉是股票发行注册制改革得否顺利推行的的重要因素，夯实中介责任势在必行，但应秉承首从区分、权责相配的原则。中介机构是

发行信息披露的辅助者，除非中介机构主动谋划，否则仅在其直接参与虚假陈述并有过错时承担次要责任。中介机构勤勉尽责的底线是对发行人提供的信息保持必要怀疑，对专业业务事项积极行动、合理调查，对非专业业务事项则可消极信赖专业人士的工作，除非有相反证据提示存在虚假陈述的重大风险。

在美国，集团诉讼的繁盛<sup>42</sup>、中介机构可能承担之赔偿责任数额的巨大与法院对中介机构过错认定的谨慎态度共同作用，实现了约束中介机构戒慎行事与促进市场信息供给之间的平衡。但我国证券集团诉讼方才兴起，连带责任的认定方案仍未完善，中介责任的贸然严格化将导致投资者选择“深口袋”引发滥诉，中介机构因单笔业务而破产的风险大为升高。滥诉不仅将导致市场公众对看门人信任的崩塌，扰乱证券市场的信息生产传递机制，也可能放纵发行虚假陈述的真正操纵者与受益者。此前，在康得新财务造假案中担任审计的内资大所瑞华会计师事务所分崩离析，表明声誉机制依然强有

(上接第20页)

### 参考文献：

- [1] Brogaard J, Hendershott T, Riordan R. High frequency trading and the 2008 short-sale ban[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(1): 22-42.
- [2] Fung H-G, Tse Y, Yau J, Zhao L. A leader of the world commodity futures markets in the making? the case of China's commodity futures[J]. *International Review Finance Annual*, 2013, 27: 103-114.
- [3] John H F, Fernandez-Perez A, Indriawan I, Todorova N. Internationalization of futures markets: lessons from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2020, 63: 1-23.
- [4] Mihaljek D, Packer F. Derivatives in emerging markets[J]. *BIS Quarterly Review*, 2010, 12.
- [5] Obstfeld M, Taylor A M. Globalization and capital markets[J]. *National Bureau of Economic Research*, 2012, 121-188.
- [6] O'Hara M. High frequency market microstructure[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 116(2): 257-270.
- [7] Xu C, Zhang D. Market openness and market quality in gold markets[J]. *Journal of Futures Market*, 2019, 39: 384-401.
- [8] 巴曙松, 王一出. 高频交易对证券市场的影响: 一个综述[J]. *证券市场导报*, 2019, (7): 42-51.
- [9] 常清, 颜林蔚. 原油期货与人民币国际化[J]. *中国金融*, 2018, (6): 58-59.
- [10] 方毅, 张屹山. 国内外金属期货市场“风险传染”的实证研究[J]. *金融研究*, 2007, (5): 133-146.
- [11] 冯军飞, 李鹤楠. 我国期货市场国际化路径初探[J]. *福建金融*, 2007, (9): 21-23.
- [12] 黄辉. 中国金融监管体制改革的逻辑与路径: 国际经验与本土选择[J]. *法学家*, 2019, (3): 124-137.
- [13] 姜洋. 发现价格: 期货和金融衍生品[M]. 北京: 中信出版社, 2019.
- [14] 姜洋. 期货市场国际化[M]. 北京: 中信出版社, 2020.
- [15] 张宗新, 张秀秀. 引入国债期货合约能否发挥现货市场稳定效应?——基于中国金融周期的研究视角[J]. *金融研究*, 2019, (6): 58-75.
- [16] 姜哲. 境内期货市场双向开放问题探讨[J]. *证券市场导报*, 2019, (4): 33-41.
- [17] 姜哲. 外汇期货发展的国际经验与启示[J]. *金融与经济*, 2019, (6): 65-70.
- [18] 欧阳日辉. 全球化背景下的中国期货市场开放战略[J]. *国际经济合作*, 2005, (7): 17-20.
- [19] 欧阳琛, 朱国华. 中国期货市场对外开放战略选择及应对策略[J]. *现代管理科学*, 2013, (2): 38-40.
- [20] 张明, 高卓琼. 原油期货交易计价与人民币国际化[J]. *上海金融*, 2019, (6): 44-49.
- [21] 王擎. 资本市场开放与金融安全[M]. 北京: 中国金融出版社, 2011.
- [22] 王咏梅. 禁令与开放: 中国境外期货的发展之路[J]. *管理世界*, 2010, (1): 169-170.
- [23] 吴伟央. 高频交易及其监管政策探析[J]. *证券法苑*, 2013, (9): 945-965.
- [24] 邢全伟. 中国期货市场发展的历史阶段和向成熟状态的嬗变[J]. *中国经济史研究*, 2018, (2): 146-159.

(责任编辑: 吴林祥)

力地约束市场中的重复博弈者，巨额的民事赔偿责任并非唯一可行的激励机制。发展健康的行业格局、强化内

部治理、加强公共监督，或许才是证券市场中介机构行稳致远的更佳措施。 ■

注释

1. 参见[美]约翰·科菲. 看门人机制：市场中介与公司治理[M]. 黄辉, 王长河, 等, 译. 北京: 北京大学出版社, 2011: 3.
2. 上海金融法院《民事判决书》〔2019〕沪74民初1049号；浙江省杭州市中级人民法院《民事判决书》〔2020〕浙01民初1691号。有关五洋债案的具体分析，参见徐文鸣. 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.
3. H. R. REP. No. 85, 73 d Cong., 1 st Sess. 2 (1933).
4. See Landis J M. Legislative history of the Securities Act of 1933[J]. George Washington Law Review, 1959, 28(1): 29.
5. 15 U.S.C.A. § 77k(a). 除非投资者系在发行人上市后首个覆盖上市后12个月的损益表公开后买入股票，投资者需要初步证明对招股说明书的信赖，但也无需证明其实际上阅读了说明书并且以此为依据做出投资决策。
6. 15 U.S.C.A. § 77k(e). 差价指投资者购入证券的价格(不得高于发行价)与嗣后证券交易价格之间的差价。
7. 15 U.S.C.A. § 77k(f).
8. See Steinberg M I, Olive C D. Contribution and proportionate liability under the federal securities laws in multidefendant securities litigation after the Private Securities Litigation Reform Act of 1995[J]. SMU Law Review, 1997, 50(1): 348. 事实上，在1995年《证券私人诉讼改革法》立法前，会计界就试图游说国会限制其在《1933年证券法》和《1934年证券交易法》证券欺诈条款中的连带责任，最后以失败告终。
9. 同注7。
10. 绝大部分进入起诉阶段的案件以和解结案，极少进入实体审理，参见Klausner M, et al. State section 11 litigation in the post-cyan environment[J]. Business Lawyer, 2019, 75(2): 1775.
11. Escott v. BarChris Const. Corp., 283 F. Supp. 643(1968).
12. 同注7。
13. In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628(2004).
14. In the Matter of Franchard Corporation, 42 S.E.C. 163 (1964), Release No. 4710.
15. In re Livent, Inc. Noteholders Securities Lit., 355 F. Supp. 2d 722 (2005).
16. Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation, 332 F. Supp. 544 (1971).
17. See Sale H A. Independent directors as securities monitors[J]. Business Lawyer, 2006, 61(4): 1376.
18. 17 CFR 240.16b-3(b)(3).
19. Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation, 332 F. Supp. 662 (1971).
20. Weinberger v. Jackson, 1990 WL 260676.
21. In re Software Toolworks Inc. Sec. Litig., 50 F.3d 615(1994), p. 632.
22. In re International Rectifier Securities Litigation, Fed. Sec. L. Rep. WL 529600 (1997); Weinberger v. Jackson, 1990 WL 260676.
23. 参见刘燕. 关注会计师看门过程中的法律噪音[J]. 清华法学, 2020, 14(6): 147-160.
24. 不过，由于上市公司造假丑闻频发，学界对律师的看法有

所改变，see Coffee J C. Can lawyers wear blinders-gatekeepers and third-party opinions[J]. Texas Law Review, 2005, 84(1): 59.

25. See Coffee J C. Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms[J]. Boston University Law Review, 2004, 84(2): 346.
26. 美国实践中，律师可采取“未发现”(not found)、“未注意到”(not to attention)等措辞表达意见，也会详细列出其意见的依据。但我国证监会要求律师以“不存在”“未发生”来对发行人的事实状况下绝对化的结论。后者相比前者的错报、漏报风险显著为高，体现了证监会对律师调查范围与调查手段的极高要求。
27. SEC Release No. 6335, 1981 W 31062.
28. See Christian A Y. Looking back on Worldcom: addressing underwriters' due diligence in shelf registration offerings and the need for reform[J]. Suffolk University Law Review, 2006, 40(2): 544-546.
29. See Lawrence G M. In search of reasonableness: director & underwriter due diligence in securities offerings[J]. Securities Regulation Law Journal, 2019, 47(3): 189-260.
30. Regulation of Securities Offerings, Securities Act Release No. 33-1167A, 68 SEC Docket 1427, 1512 (Nov. 13, 1998).
31. 参见郭雳. 证券市场中介机构的法律职责配置[J]. 南京农业大学学报(社会科学版), 2011, 11(1): 98-104.
32. 最高人民法院《关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》和《关于为创业板改革并试点注册制提供司法保障的若干意见》。
33. 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[J]. 财经法学, 2021, (2): 98-116.
34. 参见中国证监会有关部门负责人就《律师事务所从事证券法律业务管理办法》答记者问[EB/OL]. [2021-02-22]. [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/200703/t20070327\\_68480.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/200703/t20070327_68480.html).
35. 中国证监会行政处罚决定书(北京市东易律师事务所、郭立军、陈燕殊)(〔2017〕70号)。
36. 同注10。
37. 对这一问题，刘燕教授在其论文中已有详细探讨，参见刘燕.“专家责任”若干基本概念质疑[J]. 比较法研究, 2005, (5): 143-150.
38. 参见[美]凯斯·R. 桑斯坦.《行为法律经济学》[M]. 涂永前, 等, 译. 北京: 北京大学出版社, 2006: 112.
39. 李锦荣等与上海大智慧股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷判决书(上海市第一中级人民法院〔2016〕沪01民初877号民事判决书)。
40. 对未经前置程序时重大性的认定，参见陈洁. 证券民事赔偿诉讼取消前置程序的司法应对——以虚假陈述民事赔偿为视角[J]. 证券市场导报, 2021, (5): 63-70+78.
41. 参见清澄君. 勿枉勿纵，妥善定责：再谈五洋债中介责任[EB/OL]. [2021-01-10]. “比较公司治理”公众号<https://mp.weixin.qq.com/s/KOu-IoXfs4sobzclKqY8uw>.
42. 数据显示，2019年，每18家在美国上市的公司中即有一家成为证券集团诉讼的原告。See Cornerstone Research. Securities class action filings, 2019 year in review [EB/OL]. [2021-03-15]. [www.cornerstone.com](http://www.cornerstone.com).

(责任编辑：杨梦)