

【标题】检讨与重构金融中介服务机构的法律职责

【副标题】以资本市场为例

【作者】郭雳{1}

【期刊名称】《金融服务法评论》

【期刊年份】2012 年

【期号】3（第三卷）

【页码】275

【摘要】 证券中介服务机构作为资本市场“看门人”的功能正普遍受到强调。在综合借鉴境外实践基础上，我国现在采取了“严格的保荐人牵头责任”模式，然而在审查范围、尽职标准、责任划分上问题不少。律师事务所的特殊性目前尚未得到足够重视。在证券中介机构与发行人/上市公司之间，宜坚持连带责任原则，但应明确前者的免责事由；在各中介机构之间，独立判断基础上的分工合作及区分责任或是更好的选择。

【正文】 各大资本市场发展的历史与实践表明，中介机构的参与扩大了证券融资和交易的规模，减少了各主体之间信息不对称的程度，对资本市场的发展发挥了重要影响。证券公司、资产评估机构、资信评级机构、会计师、律师事务所等中介机构各司其职，根据其专业知识分别对信息开展调查和审核，发表专家意见；由此它们可以监督和规范发行人/上市公司的活动，使外部第三人少受虚假、错误信息的诱导。翔实、客观、准确的中介机构意见对于市场监管者而言，能够降低其监管成本，提高监管效率；对于市场投资者而言，能够使其处于较好的保护状态之下，降低调查、询信、保险等交易成本；对于资本市场整体而言，能够提高透明度和安全性，促进市场高效运行。

然而，证券中介机构毕竟无法抽离于其之所以介入的原初身份——发行人/上市公司等的代理人，既然接受了委托和报酬，显然就必须首先为该委托人的利益服务。当委托人利益与公众（投资者）利益发生冲突时，负有双重身份的证券中介机构不免面临如何平衡两者的困境。当然这里首先需要辨析的是何为委托人利益或谁是委托人。当上市公司内部所有者与经营者分离时，在中介机构的聘任与解聘问题上发挥决定作用的往往是后者——董事会或高管，尽管在某些专业领域中（如法定审计、合规审查）他们本应是中介机构进行监督的对象。因此在实践中，中介机构出现迷失，管理层“选购”保荐人、审计意见、法律意见的现象并不鲜见。对此，证券中介机构应当明确和坚持的原则是：其委托人是发行人/上市公司，而不是内部的管理层，前者的整体利益才是关切所在。

即便就委托人的问题没有异议，平衡委托人利益与公众利益之间的关系，也很难仅仅依赖于证券中介机构的觉悟与自律。为防止中介机构更可能倒向其委托人一边，从而损害投资者公众利益，忽视其作为资本市场“看门人”的作用，针对中介机构施加外部职责规范并科以相应的责任就成为普遍做法。基于对发行人/上市公司

和证券市场有效监控的目标，各国、地区证券监管机构根据所获法律授权的范围，对涉及证券市场诸多中介机构的法律责任划分采取了不尽相同的模式，但大多十分注意明确各中介机构的职能与责任边界。恰恰在这方面，我国大陆地区目前的规定并不清晰，甚至存在偏颇或矛盾之处，值得讨论。

一、境外证券中介机构的职责划分模式

（一）“保荐人牵头责任”模式

保荐制度最早由英国伦敦证券交易所于 1995 年在其新开设的成长型公司板块——AIM 市场（另类投资市场，创业板）中引入。这是由于 AIM 市场上市条件宽松、程序简单，企业一般处在发展初期，发育尚不成熟，其所面临的技术、市场、经营、管理以及财务等风险因素相比主板上市企业要大，因此从防范风险和保护投资者利益的角度出发设计了保荐制度。保荐人通常由投资银行、律师行或会计师行担任，在 AIM 市场挂牌公司上市交易的整个期间都要负责监督。^{2} AIM 市场保荐制度内容散见于其《保荐人规则》、《公司规则》及《处分程序和申诉手册》中。伦敦证券交易所所有权对保荐人的履职情况实施审查，调阅有关工作底稿，对不履行其保荐义务者给予纪律处分，直至取消资格。

与此近似但要求略低的是德国在其初级证券市场（Entry Standard）上所采取的“上市伙伴”（Bourse Listing Partner）制度。根据法兰克福证券交易所《初级市场条款通则》（the General Terms and Conditions for the Entry Standard）的要求，拟在初级市场交易股份的公司须指定所谓的“上市伙伴”，除非是那些自身具备一定上市能力的企业（如大银行、大企业集团、康采恩，它们可以单独提出上市申请）。上市伙伴由具有法定资格的金融机构、投资信贷机构、国外金融机构的德国境内分支、律师事务所或欧盟其他成员国的证券交易机构等担任。要取得上市伙伴资格，前述主体须向法兰克福证券交易所提交申请，并且提供至少一家其他上市伙伴出具的推荐信以及至少三封由在受监管市场上市的公司所出具的推荐信，确认申请人在过去三个日历年度内有成功代表他们处理涉及证券交易所的资本市场业务的经验。^{3} 上市伙伴为首次公开招股前后的发行人提供各种咨询顾问服务（特别是财务、沟通协调、法律服务）、帮助发行人编制申请材料，上市伙伴要对投资人承担一定责任，如保证申请材料真实完整、保证证券能够通过交易所流通、证券上市后的更新信息及时公开。

香港联交所在 1999 年开设创业板市场时仿效英国 AIM 市场的做法，施行保荐制，并于 2003 年在其主板市场也建立了简化版的保荐制度。当时在香港，两者的主要区别在于，联交所主板上市规则中，保荐人的主要职责是将符合条件的企业推荐上市，并对申请人申请行为、上市文件等所披露信息的真实、准确、完整以及申请人董事知悉自身应尽的责任义务等负有保证责任；尽管联交所建议保荐人在发行人上市后至少一年内还继续维持对发行人的服务，但保荐人的责任原则上随着股票上市而终止。而对于联交所创业板上市公司，保荐人的责任在当时被法定延续到发行人上市后的两个完整会计年度之内。^{4}

接下来的 2004～2005 年，香港证监会和联交所修订了相关上市规则，对保荐制度进行改革。原因在于本被寄予厚望的保荐制并没有阻止上市公司欺诈、财务丑

闻的发生，而保荐人的连带责任和持续义务被指过于严苛，引起券商业界的反弹。就保荐人的职责而言，修改内容主要体现在：（1）废除了保荐人的持续督导职责，将其原来职责一分为三，分别由保荐人、合规顾问和独立财务顾问来承担。保荐人承担对新上市申请人上市前的推荐和辅导；合规顾问承担发行人上市后的持续督导；独立财务顾问根据证券法规的要求对发行人的重大交易和法定行为等的公允性和合规性进行审查。（2）增设了详细的保荐人尽职调查应用指引，明确其职责和范围。其中，“主板上市规则”增设第 21 项指引，“创业板上市规则”增设第 2 项指引。（3）进一步借鉴英国的做法，强化了对保荐人独立性的要求，建立了独立性测试规则。{5}

简言之，上述国家和地区对证券市场中介机构采取了由保荐人担任“牵头责任人”的监管模式，规定由保荐人对风险度可能较高的公司（创业板企业或新上市公司）统筹负责，通过设定义务和施加处罚敦促其协助交易所或证监会进行监控，切实承担起提供诚实和公正专家意见的使命。香港之所以特别青睐保荐制度，并将其从交易所措施提升为证监会规则，固然与联交所改制直接相关，可能也源于其上市公司及上市申请人多注册于境外，核查不易，亟须找到有效便利的“抓手”来辅助监控。而香港证监会的监管对象主要限于证券公司等持牌机构，会计师、律师等基本不在其处罚范围之内。例如，证券律师即主要由事务律师自律组织来管理，受律师纪律审裁团惩戒。即便如此，上述香港改革的事实也在提醒我们，一味倚重证券公司、对其强加过多的义务可能不是出路。同理，虽然实行了保荐制，英、港对于中介机构之间的责任划分没有在成文法或普通法上予以特别处理，会计师、律师等专业人士以其所签名的文件范围认定责任；中介机构与他人共同签署一份文件时，若因合理相信其他专家的意见而为之，则对该部分不承担责任。

（二）“区分责任”模式

与上述国家/地区不同，美国没有规定保荐制度，证券公司扮演的只是承销商角色。承销商是协助证券发行人推销其证券的商事组织或个人，其对招股说明书负有应有谨慎的义务，因为潜在投资者在决定购买证券时，也是出于对承销商信誉的信赖。承销商须以合理的努力对公司提供的资料进行认证，保护投资者的利益不受侵犯；如果招股说明书等材料存在虚假陈述或重大遗漏，承销商与发行人一样要承担责任，除非其已进行了合理调查。{6}

现行美国《证券法》第 11 条实际上确立了“区分责任”为主体的监管模式。在这种模式下，证券市场的中介机构之间能够形成事实上的委托关系，{7}但这种委托是根据代理法的标准，对相关专业的工作进行委托。中介机构之间相互引用意见来作为发行人（或交易商）的登记注册文件进行申报或披露时，有时还需要支付费用。第 11（a）条罗列了包括发行人在内、可能对登记注册文件中不实陈述或遗漏负有法律责任的自然人和组织，涉及发行人、其主要行政、财务及会计主管以及所有对登记注册文件内容负责的董事、承销商、会计师或其他专业人员。虽然美国法律没有强制要求律师参与，其也未被明确列入本条规定，但是律师在提供专家意见时会被作为专业人士对待。

在责任承担上，第 11（b）条对发行人规定了无过错责任，对发行人以外的人

规定了免除责任所应承担的各种举证义务。发行人以外的人大致存在三种法定抗辩情形，即辞职抗辩、不知情抗辩和应有谨慎抗辩。美国判例法（Escott vs. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643, S.D.N.Y. 1968）还发展出“滑动责任标准”（或称“区别对待标准”，sliding scale of liability），{8}法院尝试在签署登记注册文件的内部人和外部人之间划出一条界线，最高的注意标准适用于签署登记注册表的内部人，外部人根据专业知识不同被分解到不同的注意标准中；此外还认可了“信赖专家抗辩”（reliance on experts）。{9}

第 11 (f) 条规定，原则上第 11 (a) 条涉及的所有人应负连带责任，但实际只有过错较大的被告才负连带责任。1995 年《证券私人诉讼改革法》（PSLRA）之后，更进一步对连带责任予以严格限制，支持根据责任大小承担按份责任。“每一被告将按照其在所有被告过错（不管如何界定或计算）中的份额，对所有被告行为造成的全部损失的一定份额负法律责任”。{10}美国“区分责任”模式的基础，部分地源于美国证券法律体系授予美国证监会（SEC）针对各类市场参与主体进行监管的广泛权力，包括向违反证券法者发出停止侵害令、向地区法院提起民事诉讼等[例如《证券法》第 20 (d) 条、《证券交易法》第 21 条]。而且，2002 年《萨班斯—奥克斯利法》（Sarbanes-Oxley Act）还通过修订《证券交易法》，明确了 SEC 享有申斥权（authority to censure, SEC Resources and Authority 602），即 SEC 有权临时或永久性地拒绝任何人（通常适用于会计师、律师、工程师及其他专业人士）在其管辖下的履职或执业。无论是基于事实还是法律授权，SEC 较之其他国家、地区证监会更宽泛的监管半径和更灵活的监管手段，客观上可能都有助于美国实施运用区分责任。{11}

二、我国大陆“严格的保荐人牵头责任”模式

在借鉴美国的基础上，我国《证券法》等法律授予证监会对证券市场各参与主体进行监管的广泛权力。中国证监会不仅对证券公司具有监管权，还有权会同有关主管部门制定各证券服务机构（包括投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所）从事证券服务业务的审批管理办法，依法对其进行监督管理，并有权惩戒。事实上，自 2006 年修订后的《证券法》实施以来，证监会及有关部门发布了一系列规范证券市场中介机构的法律文件，如 2007 年财政部和证监会联合发布的《关于会计师事务所从事证券期货相关业务的通知》、司法部和证监会联合发布的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》，以及最高人民法院发布的《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》（“审计侵权司法解释”）。

与此同时，我国又参考英国和我国香港特区市场的做法，近十年来积极引入了保荐制度，并将其应用范围从上市、首发拓展到再融资领域。对大陆而言，香港地区的保荐制度无疑影响更大、更直接。为人所熟知的，力推保荐制的中国证监会前副主席史美伦女士正是香港人，并曾担任香港证监会副主席。在其任内，中国证监会于 2003 年发布《证券发行上市保荐制度暂行办法》（现已修订为《证券发行上市保荐业务管理办法》2009 年版，以下简称《管理办法》），修订后的《证券法》第 11、49 条进一步明确规定了证券发行、上市保荐制度。然而，前述我国香

港特区以“分解职责、明确标准、强化独立”为核心的改革，却似乎并非在大陆继续得到明显的呼应。相比之下，目前我国大陆采取的是围绕保荐人（保荐机构和保荐代表人）的范围更广、更为严格的“牵头责任”监管模式。

《管理办法》第3条要求，证券公司从事证券发行上市保荐业务，应向证监会申请保荐机构资格，而保荐机构履行保荐职责，应指定取得保荐代表人资格的个人具体负责保荐工作。虽然本文无意探讨，但并存交织的所谓“双保制”——保荐机构的团体责任与保荐代表人的个人责任，怎样合理配置一向是争议的热点。{12}除此之外，现行保荐制还体现出下列特色：（1）证券发行（首发或再融资）及上市，都必须由保荐人推荐，证监会或交易所只接受由其推荐的申请文件；（2）保荐人应勤勉尽责，对申请文件和披露材料审慎核查，承担连带责任；（3）保荐人对所推荐公司在上市后的一段时间负持续督导责任，并对后者在此期间的不规范行为承担责任；（4）保荐人须按要求建立一系列的内部管理制度；（5）证监会对保荐人实行持续监管。{13}

考虑到修订后的《证券法》空前地强化了监管部门对证券公司的控制力，证监会选择证券公司来扮演统领各中介机构的牵头角色，并不意外。与香港规则形成显著差异的首先是时间上延伸甚长的持续督导义务。在大陆主板首发上市的，该督导期间为证券上市当年剩余时间及其后2个完整会计年度；主板上市公司再融资的，期间为证券上市当年剩余时间及其后1个完整会计年度。对大陆创业板而言，持续督导期间则更长，分别是证券上市当年剩余时间加3个（首发上市）或2个（再融资）完整会计年度。而且，保荐机构在履行职责期间未勤勉尽责的，其责任不因持续督导期届满而免除或者终止。而从职责范围来看，也有不少扩张和细化。例如，要求督导发行人规范运作；有效执行并完善内控制度、保障关联交易公允性和合规性；督导发行人履行信息披露义务；持续关注发行人募集资金的使用、投资项目的实施等承诺事项；持续关注发行人为他人提供担保等。之所以要将保荐人持续督导的职责规定得如此繁重、如此具体，应该是考虑到改革开放后证券市场起步较晚、上市公司违规事件常有发生，另外现有的中介机构诚信意识相对比较薄弱。{14}

值得注意的是，我国《证券法》规定保荐人在发行上市的全过程以及上市后的持续督导期内，须对发行人、上市公司公告材料、年报、半年报等的真实性、准确性和完整性承担民事连带责任。这可能是由于英港的金融法律体系比较完备，保荐人审查上市材料的目的是减轻发审的压力。而我国大陆囿于金融法制发展水平的制约，各领域还未形成成熟的行业惯例，法律对中介机构之间就损害赔偿责任的划分尚无清晰规定，故而采取要求保荐人承担较为严苛责任的监管模式，且没有明确规定“信赖专家抗辩”等免责事由（虽然已确立了推定过错的原则），要求保荐人对本属会计师、律师等业务范围内的事项也须独立审查并承担责任。

《管理办法》第29条就规定，对发行人申请文件、证券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容，保荐机构应当结合尽职调查过程中获得的信息对其进行审慎核查，对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断。实际上，审计、评估、法律都是专业性很强的领域，而且就其所出具的审计报告或者法律意见书等本身就具有法律效力，相关中介机构应对此承担法律责任。如果让

保荐人对其他中介机构所出具的专业意见再进行实质性核查，很可能会令保荐人承担一种过重的职责，而且长期来看不利于分清保荐人和这些中介机构之间职责的界限。

类似地在行政责任方面，《管理办法》第 67 条规定，向证监会、证券交易所提交的与保荐工作相关的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，证监会自确认之日起暂停其保荐机构资格 3 个月；情节严重的，暂停其保荐机构资格 6 个月，并可以责令保荐机构更换保荐业务负责人、内核负责人；情节特别严重的，撤销其保荐机构资格。但事实上，相关文件出现前述纰漏的原因可能有很多种，有必要具体情况具体分析，明确划分保荐人和其他中介机构的责任，再根据保荐人责任的大小采取相应的处罚措施。

三、“证券服务机构”对第三人的责任格局

我国《证券法》第 173 条规定“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，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。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，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”第 69 条则针对作为保荐人、承销商的证券公司给予了相同的对待。但如下所述，尽管第 173 条也提及了“法律意见书”，但律师事务所并没有像其他五类中介机构——投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所那样，被明确地定义为《证券法》中所称的“证券服务机构”，传统上所理解的证券中介机构群体出现了概念上进一步分化的悬疑。更重要的是，该条（或第 69 条）所调整的其实是“证券服务机构”（或保荐人）与发行人、上市公司之间的民事责任分配，至于不同证券服务机构之间（或其与保荐人间）的关系则并没有明确。

实际上即便仅是对于前一组关系，已有法律之间也存在矛盾，这突出地体现在当证券活动产生对中介机构与其委托人这两者之外第三人的民事责任时。2002 年最高人民法院发布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《虚假陈述司法解释》）第 27 条的规定，其实扩大了中介机构的责任范围——即使中介机构没有参与虚假陈述行为，只要其知道或者应当知道存在虚假陈述行为，而不予纠正或者不出具保留意见的，就构成共同侵权，承担连带责任。该规定不仅没有区分中介机构的主观状态，对何为“不予纠正”也未明确界定。此外，中介机构因共同侵权承担的连带责任范围还可能大于其虚假陈述的范围，因为依据该司法解释第 24 条，对于后者，中介机构只就其负有责任的部分承担连带赔偿责任。

显著不同的是，前述《审计侵权司法解释》第 5 条规定，注册会计师故意出具不实报告的，与被审计单位承担连带赔偿责任；第 6 条和第 10 条规定，过失出具不实报告则承担与过失程度相应的赔偿责任，并先由被审计单位赔偿利害关系人的损失，不足则由会计师事务所不在不实审计金额范围内赔偿。同是最高人民法院司法解释，先是采取了颇为严厉甚至扩张了的连带责任姿态，在五年后却针对其中一类

特殊主体——会计师大幅限缩了其责任，不仅体现为主观状态的区分，也反映在赔偿顺序的设定，抛开利益团体的游说，这一逆转欠缺令人信服的解释。

采取前一种方式，对损害发生有过错的所有中介机构共同且分别地对投资人的损失承担全部责任，最有效地保护了原告的利益，但可能在被告之间造成过错与责任不匹配的情况。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。然而，在中介机构执业过失案件中，由于调查验证、审计等过程从事后来看总有可资商榷或完善之处，而瑕疵信息与错误决策之间的因果关系似乎又不言自明，因此，一旦法官确认存在注意义务，中介机构基本上无法逃脱赔偿的责任。^{15}这使“注意义务”不再是侵权责任的一个前提，而变成一个结论，即有注意义务就意味着中介机构要对投资者的全部投资损失承担责任。连带责任的“深口袋”对特定的被告来说可能是不公平的，它与现代社会所信奉的“责任与过错相匹配”的理念发生直接冲突。从侵权责任角度来看，连带赔偿责任通常适用于共同侵权行为，只有在数个侵权行为人彼此之间具有主观上共同的情况下，才承担连带责任；而中介机构涉及证券市场中虚假陈述的情况，却往往并非如此。

后一种方式以公平分配责任为基础，根据主观过错来决定中介机构所应承担的责任，当中介机构与发行人不存在共同作弊时，不适用连带责任，而适用与过错相应的比例责任（除可以免责的情形），并且先由发行人赔偿，对发行人赔偿不足的部分在所应承担的份额内对投资者承担补充责任。然而，这要求法律能够明确规定中介机构之间的业务范围和划分责任的标准，而实际上，中介机构的责任交织并在不同案件中具体情形各异，成文法下立法者的事前厘定很难涵盖所有情况，“严格保荐人牵头责任”模式更混淆、加剧了这个困难。我国与美国的另一大显著区别在于后者还拥有非常成熟的过失责任保险体系（malpractice insurance），这也是其能够确立区分责任模式的重要原因。

综合上述考虑，针对我国证券欺诈频发、中介机构诚信屡遭质疑的现状，笔者主张，对于中介机构与委托人之间，目前宜采用明确免责事由基础之上的连带责任，促使其基于应有谨慎对相关方提出的不合理要求予以坚决抵制，同时充分保护受损害投资人的利益，但应限缩《虚假陈述司法解释》中所谓“共同侵权”的应用，在承担次序上可考虑补充方式。对于各中介机构之间，则更倾向于划清各自勤勉尽责标准前提下的区分责任。

四、律师事务所从事证券服务的特殊性

目前，关于律师事务所、律师从事证券业务及其对于第三人的责任，主要规定于《股票发行与交易管理暂行条例》第73、77条，《禁止证券欺诈行为暂行办法》第12、20、23条，以及中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》等。不太为人所注意的是，《证券法》本身并未明确将律师事务所列为其所谓的“证券服务机构”（第169条），言及律师的条款仅见于任职证券交易所、证券公司某些职位的消极资格要件而与证券律师业务无涉（第108、131条），实际上只是通过“法律意见书”这一纽带相当间接、含混地在律师行业与证券服务之间建立起关联（第45、52、173、201条）。因此严格而论，尽管有司法部与证监会联合发布的前述规章，尽管《虚

假陈述司法解释》也将律师纳入其适用范围，相比会计师事务所，国内证券业界律师事务所的法律根基其实并不那么牢靠。

更重要地，虽然各种讨论中往往将律师和注册会计师并列，虽然律师与会计师工作内容确有相似之处，但归属不同专业领域的两者在功能和职责上其实仍存在差别，并已被识者所指出：

首先，律师和会计师的工作性质不同。一般而言，律师主要是通过审查委托人提供各种文件的合法性，进而对委托人行为的合法性作出评价，但律师很难对文件本身的真实性负责（即使是专业人士通常也无法就一项假冒文件的真实性作出判断）。而会计师主要是对委托人的财务会计资料的公允性、合法性、一贯性发表意见，这要求会计师以其职业谨慎对财务会计资料的真实性加以判断，如会计师对于某些未能反映出企业真实交易的会计记录必须能够以一定的概率发现。这在某种程度上意味着会计师对于其所出具的审计报告等文件理应承担更大的责任，近些年间对于中介机构的诉讼主要是针对注册会计师的事实，也说明了这一点。

其次，律师和会计师对抗第三人的尽职调查标准相应地存在差别，免责抗辩的理由和重点也不同。假如证券律师因出具了虚假的法律意见书而遭到第三人的起诉，其可能的抗辩理由是委托人所提供的文件或其陈述、保证存在虚假，而会计师则更可能侧重以其已经以职业谨慎从事工作，其判断本身并无过错来进行抗辩。例如，注册会计师可以证明其工作已依据《独立审计准则》操作，但仍然无法避免审计固有的风险。

最后，律师和会计师所出具的意见类型也不尽相同，这决定了其责任承担风险度也不一样。会计师可以出具标准无保留意见的审计报告，也可出具带解释或说明段的无保留意见审计报告，还可出具保留意见的审计报告，或是拒绝表示意见。此外，会计师还可以要求委托人对会计资料进行调整。相反，律师无法要求委托人调整其相应的法律文件，只能出具或肯定（合法）或否定（不合法）的意见，选择空间较小。这意味着律师的工作更缺乏灵活性，理论上更可能招致对第三人的责任。{16}

当前股票发审实践中，律师在出具法律意见书时还经常遇到各种尴尬：标准不清晰（如“重大违法”行为），检索难穷尽（如“涉诉情况”），询证遭遇不配合（如海关、专利、土地部门），更可能在反馈过程中被要求就“行业前景”、“市场份额”等非专业内容出具意见。《管理办法》中的部分规定（如第 58~61 条）加大了保荐人实施干预的范围和权力（作为对其施加严苛责任的某种平衡），在一定程度上却导致律师事务所独立于其他中介机构的地位受到影响。因此，有必要结合律师工作的实际特点，进一步考虑中介机构之间的责任边界。

五、结论：弱化严格牵头责任、加强分工合作

21 世纪以来，随着安然公司等丑闻及《萨班斯—奥克斯利法》出台，出于政策选择，为充分保护公众投资者的利益，中介机构的独立性和公共使命获得强化，它们在证券市场上被要求扮演好“看门人”的角色，切实发挥客观审查职能，筛选出合规、优质的公司上市交易。{17}在此大背景下，不同法域相继设计和发展出了各自的模式。通过多头借鉴，我国大陆实施“严格的保荐人牵头责任”模式已经有一段

时间，虽几经微调，但以证券公司为主的保荐人其职责涉及发行人/上市公司的财务、金融、会计、管理、法律等各方面。然而这种看似周详的照护并未非常有效地抑制违法行为的发生，过苛的责任反而容易令保荐人不堪其负，滋生“撞大运”的心态，甚至与其委托人合谋作弊、掩盖问题，同时客观上也加剧了券商与评估师、律师、会计师等中介机构之间职能上的划分不明。更合理的安排应该是不同中介机构既各司其职，又相互制约，有主有次并不意味着非要一枝独大，破坏体系的均衡。反思上述状况，本文认为在中介机构与发行人/上市公司之间，目前宜坚持连带责任原则，但应明确前者的免责事由，并限缩《虚假陈述司法解释》中所谓“共同侵权”的使用；在各中介机构之间，独立判断基础上的分工合作更应得到重视，有必要积极探索划清彼此勤勉执业尺度前提下的区分责任；而责任配置的变化反过来又将影响作用于尽职履责的标准。

【注释】 {1}北京大学法学院副教授。

{2}参见周正庆：《证券知识读本》（修订本），中国金融出版社 2006 年版，第 389 页。

{3}See the General Terms and Conditions for the Entry Standard of the Frankfurt Stock Exchange .

{4}参见谈萧：“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。

{5}参见李有星、徐晓琼：“论证券发行上市中保荐人职责制度的完善”，载《商业经济与管理》2008 年第 1 期。

{6}参见黄振中：《美国证券法上的民事责任与民事诉讼》，法律出版社 2003 年版，第 119 页。

{7}参见 [美] 莱瑞·D.索德奎斯特：《美国证券法解读》，胡轩之、张云辉译，法律出版社 2004 年版，第 180 页。

{8}See also, SEC Rule 176(1982) .

{9}参见黄振中：《美国证券法上的民事责任与民事诉讼》，法律出版社 2003 年版，第 122 页。

{10}参见 [美] 莱瑞·D.索德奎斯特：《美国证券法解读》，胡轩之、张云辉译，法律出版社 2004 年版，第 314 页。

{11}See Sarbanes-Oxley Act, Commission Resources and Authority, SEC 602, Appearance and Practice before the Commission (2002) .

{12}参见谈萧：“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。

{13}参见周正庆主编：《证券知识读本》（修订本），中国金融出版社 2006 年版，第 152 页。

{14}参见李有星、徐晓琼：“论证券发行上市中保荐人职责制度的完善”，载《商业经济与管理》2008 年第 1 期。

{15}参见刘燕：《会计师民事责任研究：公众利益与职业利益的平衡》，北

京大学出版社 2004 年版，第 154 页。

{16}参见袁锦秀：“律师从事证券业务对第三者的民事法律责任研究——兼与注册会计师比较”，载《时代法学》2004 年第 4 期。

{17}See John C. Coffee, Jr., “The Attorney As Gatekeeper: An Agenda For The SEC”, in *Columbia Law Review*, 103 *Colum. L. Rev.* 1293, 1316 (2003) .