

IPO 中各中介机构的职责分配探析

——从欣泰电气案议起

郭 雳* 李逸斯**

摘要:由“欺诈发行退市第一股”欣泰电气引发的系列诉讼纠纷,将IPO中保荐人、会计师事务所、律师事务所等中介机构的责任分配问题推向风口浪尖。中介机构的职责源起于市场的自发行为,后由立法增厚补强。其职责范围也应以专业为中心进行判定,并考虑专业意见的局限性和责任范围的有限性,以及交叉引用下的责任主次关系。结合欣泰电气案,剖析中介机构职责的划分机理,并对目前市场环境下IPO中各中介机构职责分配实践提出一些完善建议。

关键词:IPO 欺诈发行 中介机构 职责

2017年9月18日,兴业证券将欣泰电气、北京兴华会计师事务所及直接主管人员、北京市东易律师事务所及直接主管人员、欣泰电气相关责任人、欣泰电气控股股东辽宁欣泰股份有限公司等26名被告告诉至法院,索赔约2.27亿元。由此,“欺诈发

* 北京大学法学院教授、博士生导师。

** 北京大学法学院博士研究生。

行退市第一股”欣泰电气引发的纠纷继续升级,一场起诉混战将 IPO 中保荐人、会计师事务所、律师事务所等的责任分配问题推向风口浪尖。梳理该案的起因及发展,横向比较类似案例,纵向考察国内外的立法和裁判沿革,可为相关问题的解决提供一些思路。

一、案发争议的由来与初步评析

2015年7月14日,欣泰电气因涉嫌信息披露违法违规,被证监会正式立案调查。2016年6月1日,证监会调查完毕,并于7月5日对欣泰电气及其责任人作出行政处罚。欣泰电气不服,向证监会申请行政复议;复议申请被驳回后,又向北京市一中院提起行政诉讼。2017年5月4日,该院一审宣判,认定欣泰电气及原董事胡某相关违法行为成立,证监会作出的行政处罚并无不当,驳回欣泰电气及胡某的诉讼请求。

2016年7月25日,证监会认为兴业证券作为欣泰电气的保荐人及主承销商未能发现虚假陈述等问题,对兴业证券和保荐代表人作出处罚。7月27日,作为审计机构的兴华会计师事务所及其责任人,也受到了证监会的处罚。时隔近一年,2017年6月27日证监会发布《行政处罚决定书》,对北京东易律师事务所及其主管人员作出处罚。

与此同时,由该案引发的民事案件在发行人欣泰电气、各中介机构、欣泰电气控股股东、投资者等多方主体之间展开。

投资者起诉方面,2017年2~3月,欣泰电气投资者以该公司 IPO 申请文件存在虚假记载和重大遗漏,向沈阳市中院提起 26 宗诉讼,并追加兴业证券承担连带责任。3~6月,有投资者向福州市中院起诉兴业证券,要求其赔偿因欣泰电气虚假陈述造成的损失,其中一些诉讼还将兴华会计事务所列为被告。兴业证券于 2017 年 6 月 9 日设立“欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金”,用于先行赔付适格投资者因此遭受的损失。

至于发行人与中介机构、各中介机构之间,2016年9月19日欣泰电气发布公告称,兴业证券向上海国际仲裁中心提出仲裁申请,要求赔偿相关损失。同年12月,欣泰电气控股股东辽宁欣泰股份有限公司对

置条件,^[4]因此,分析证监会的有关决定,对解析 IPO 中保荐人、会计师事务所、律师事务所的职责分工与责任分配具有重要作用。本文选取新近发生的欣泰电气案和振隆特产案进行对比,概述如下(如表 1 所示):

**表 1 证监会认定欣泰电气、振隆特产两案中
各主体在 IPO 期间违法违规事实对比**

	欣泰电气	振隆特产
发行人	IPO 申请文件中相关财务数据存在虚假记载(通过外部借款、使用自有资金或伪造银行单据的方式虚构应收账款的收回)	1. 虚增销售收入和利润; 2. 虚增存货少结转销售成本,虚增利润; 3. 虚假披露主营业务情况
保荐人	(兴业证券) 1. 出具的保荐书等文件存在虚假记载(未对欣泰电气应收账款、银行存款情况进行审慎核查); 2. (作为主承销商)未审慎核查欣泰电气公开发行募集文件的真实性和准确性	(信达证券) 1. 未审慎核查振隆特产与主要客户销售情况; 2. 未审慎核查振隆特产生产情况; 3. 未审慎核查振隆特产存货情况
会计师事务所	(北京兴华会计师事务所) 1. 在将收入识别为重大错报风险的情况下,对与其相关的应收账款明细账中存在的大量大额异常红字冲销情况未予关注; 2. 未对应付账款、预付账款明细账中存在的大量大额异常红字冲销情况予以关注; 3. 在应收账款、预付账款询证函未回函的情况下,未实施替代程序,未获取充分适当的审计证据; 4. 未对银行账户的异常情况予以关注	(瑞华会计师事务所) 1. 未保持应有的职业怀疑,未充分关注境外销售合同的异常情况; 2. 未对函证保持控制; 3. 未按审计准则及其设计的舞弊风险应对措施、总体审计策略执行相应的审计程序; 4. 未按审计准则及总体审计策略的要求,实施有效的抽盘程序

[4] 最高人民法院《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》第 6 条第 1 款规定:“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理。”

续表

	欣泰电气	振隆特产
律师事务所	(北京市东易律师事务所) 1. 出具的《法律意见书》存在虚假记载; 2. 未审慎核查和验证兴业证券提供的相关资料; 3. 未编制查验计划,未对《法律意见书》进行讨论、复核; 4. 工作底稿未加盖律师事务所公章,且大部分底稿未标明目录索引;大部分访谈笔录没有经办律师签字,还存在访谈笔录中律师和访谈对象均未签字的情形	(北京市中银律师事务所) 1. 对有关事项进行核查和验证前,没有编制查验计划; 2. 提供法律意见书过程中,工作底稿有重要缺失; 3. 出具法律意见书前的工作未勤勉尽责,导致出具的文件存在虚假记载

首先,必须区分发行人责任与中介机构责任。二者存在高度相关性,因为发行人对外披露的信息需要交付保荐人、会计师和律师核验,发行人的虚假陈述往往意味着保荐人、会计师或律师未勤勉尽责。实践中证监会就欺诈发行案件经常会对发行人、中介机构同时作出处罚。但是正如证监会所述,认定这两种责任时,所依事实证据、法律依据、归责原则并不相同。^[5] 因此,这两种责任并不必然存在联动关系,界定相关责任时应当严格区分,不可混淆。

其次,证监会对中介机构的处罚理由均是“未勤勉尽责”,案由是保荐人出具的保荐书等文件、会计师事务所出具的审计报告、律师事务所出具的法律意见书存在虚假记载,追责的法律依据是《证券法》第 173 条^[6]或者第 20 条第 2 款。^[7] 其中,证监会在认定中介机构未勤勉尽责时,非

[5] 参见《中国证券监督管理委员会行政复议决定书(立信会计师事务所)》([2016]114号)。

[6] 《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。”

[7] 《证券法》第 20 条第 2 款规定:“为证券发行出具有关文件的证券服务机构和人员,必须严格履行法定职责,保证其所出具文件的真实性、准确性和完整性。”

常重视程序性事项的履行。例如,欣泰电气案中兴华会计师事务所在识别明显异常后,“未给予关注”;或者“未实施替代程序,未获取充分适当的审计证据”。又如上述两案中,证监会分别认定两家律师事务所未编制查验计划,或者工作底稿存在瑕疵。

最后,中介机构的职责存在重叠,实务中大量存在相关文书相互引用、相互担保的情况。例如,欣泰电气案中,兴业证券“直接引用会计师事务所审计工作底稿,且对审计工作底稿未能审慎核查”〔8〕东易律师事务所“工作底稿中留存的对主要客户的承诺函、询证函、访谈记录,大多数直接取自兴业证券”,“《法律意见书》中……‘根据上市申请人提供的相关文件、北京兴华会计师事务所出具的《审计报告》及本所律师核查,上市申请人在最近三年内无重大违法行为,上市申请人在最近三年财务会计报告中无虚假记载……’的表述,与欣泰电气相关财务数据存在虚假记载的事实不符”〔9〕再如振隆特产案中,信达证券“相关材料全部引用了会计师的存货盘点文件。同时,未对会计师存货盘点工作的合理性、准确性、完整性进行审慎核查和独立判断”〔10〕

需要指出的是,各中介机构“注意义务”的标准并不明确,责任边界模糊。实际上中介机构之间工作交叉现象较为普遍,只是它们应当在各自职责范围内发表独立的专业意见,并负担相应的法律义务,对交叉部分则应根据不同工作特点要求其承担不同程度的责任。我国现有法律法规对各中介机构的规定,存在职责泛化、重复劳动、边界不清的问题。法律规范中“审慎核查”“充分调查”“特别的注意义务”“一般的注意义务”等用语未被明确定义,相关标准在法规及其实施细则中亦未做规定。在证监会处罚过程中,尚可依据中介机构出具的文书为界限追究责任,并依据其收入情况处以罚金。然而当案件进入民事程序,中介机构对投资者损失进行赔付时,由于法律法规只笼统地规定了发行人及不同中介

〔8〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(兴业证券股份有限公司、兰翔、伍文祥)》([2016]91号)。

〔9〕 参见《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)。

〔10〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(信达证券股份有限公司、寻源、李文涛)》([2016]109号)。

机构间存在连带责任,但不同主体的相关责任如何界分,存在巨大争议。^[11] 这也是兴业证券起诉最引人关注的部分。

二、各中介机构职责划分的机理

原理上,责任的承担依赖于职责的划分。欣泰电气案中,各中介机构相互之间如何分担责任,取决于其各自承担职责的范围和程度。

(一) IPO 中中介机构职责的来源

中介机构在 IPO 中发挥重要作用,源于其能够减少市场各主体之间信息不对称的程度,即体现“看门人机制”的核心功能。^[12] “看门人机制”指向的是证券公司、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、信用评级机构等中介机构。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,从而以自身声誉为担保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。但由于中介机构的委托责任来自发行人,报酬也来自后者,为了平衡委托人与公众、监管者之间的利益,各证券市场纷纷对中介机构施加外部职责规范并课以相应的责任。^[13] 可以说,中介机构的职责源于市场的自发行为,而后由立法增厚补强。

不仅如此,中介机构的存在也降低了市场监管者的监管成本。监管者一方面依托中介机构提供真实、完整的信息来保护投资者;另一方面视中介机构为监控的有效“抓手”。各法域证券市场根据不同的市场现

[11] 保荐人连带赔偿责任见《证券法》第 69 条:“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、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,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、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,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;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”其他中介机构连带赔偿责任见《证券法》第 173 条,前注[5]。

[12] [美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉等译,北京大学出版社 2011 年版,第 4 页。

[13] 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。

状,出于不同目的设置了不同模式的看门人机制,但出发点之一即是借助中介机构监督和规范发行人的行为,甚至通过中介机构实现责任追究的落实。^[14]这是各资本市场中介机构承担职责不同的原因,即基于监管需求和监管部门的能力、中介机构的实力,对中介机构附加相关职责。

具体到我国,2003年保荐制度确立。发行活动以证券公司作为保荐人,总负责IPO项目,召集、协调会计师事务所、律师事务所等开展相关工作。将保荐制度引入主板市场是我国的首创,在所有中介机构中,保荐人的职责最为全面、重要。

其一,我国证券市场尚不成熟,发行人大多欠缺法律意识和市场经验,需要一个合格的中介机构予以辅导和监督。同时,投资者以散户为主,风险意识普遍淡薄,投资缺乏理性。通过保荐制度降低发行人与投资者之间的信息不对称,在这种环境下意义凸显。保荐人、会计师、律师等作为金融、财务、法律领域的专业人士,对有关事项发表的专业意见,不论是出具保荐书、审计报告,还是法律意见书,均具有法定证明效力,“保证”了公众获取信息的真实性、准确性。我国当前的金融版图中,证券公司一般更具能力或资源,既有专业的财务分析人员、法律人员,又有专门的行业研究员。因此法律指定证券公司为保荐人,担纲IPO项目的牵头者,寄望于其履职能力,具有合理性。

其二,保荐制度设立的逻辑在于服务证券市场改革,实现由“额度指标制”向“核准制”的转变,监管思路也从“关口”式监管转向“管道”式监管。^[15]监管者从监督成千上万家的企业,转化为监督百来家具有保荐资格的券商,是中国证券市场市场化的重要一步,也极大地方便了监管。考虑到《证券法》经2005年修订后,监管部门对证券公司的控制力

[14] 例如,我国香港地区之所以青睐保荐制度,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。参见郭雳:《证券市场中介机构的法律职责配置》,载《南京农业大学学报》(社会科学版)2011年第11期。

[15] 新华社:《保荐制将给股市带来何种变革?》,载南方网,<http://www.southcn.com/finance/cjzt/gsbjz/gsbjzjbzg/200308220611.htm>?COLLCC=3916466981&,2017年9月30日访问。

空前强化,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。证券公司获得保荐资格需要满足注册资本、净资产等要求,实力较为雄厚;经历 2004~2007 年的综合治理后,证券公司与中央政府的关联度提升。^[16] 这些变化提升了中介机构责任承担的整体能力。

可以说,IPO 中中介机构义务的设定基础在于市场机理,具体划定和运行则与其所在资本市场的发展状况、历史沿革、各机构间的实力对比等息息相关。在研究保荐人、会计师事务所、律所职责分工与责任分配时,既要关注基础的市场原理,也要立足于国情实际。

(二) 职责分配的逻辑:以专业为中心

原则上,中介机构应当在各自职责范围内发表独立的专业意见,并承担相应法律责任。换言之,中介机构存在的市场动力是发挥其专业优势,从而为披露的信息提供“保证”,因此其职责的范围也应以专业为中心判定。上述原则在我国法律法规中有不同的表现,^[17] 整体可以归纳为,中介机构对于自身肩负的职责应尽特别注意义务,做到充分的尽职调查;对于其他机构已出具专业意见的事项应尽一般注意义务,进行审慎核查。

由于保荐人出具的保荐书涵盖面广,保荐意见内容与多个中介机构的专业意见相重叠。因此,具体分析中介机构各自职责时,不妨换个角度,先以审计意见、法律意见为基础入手。

首先,IPO 项目中会计信息是信息披露的核心内容。欺诈发行或者虚假信息披露案件主要与会计信息造假有关。这主要是因为会计信息反映了公司运行状况、财务状况、经营成本等重要指标,清晰昭示着公司

[16] 沈朝晖:《监管的市场分权理论与演化中的行政治理——从中国证监会与保荐人的法律关系切入》,载《中外法学》2011 年第 4 期。

[17] 《证券发行上市保荐业务管理办法》第 29~30 条规定,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;无专业意见支持时,保荐机构应当获得充分的尽职调查证据。《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第 14 条则要求,律师在出具法律意见时,对与法律相关的业务事项应当履行法律专业人士特别的注意义务,对其他业务事项履行普通人一般的注意义务;《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》第 6 条进一步表明,律师从事证券法律业务,应当就业务事项是否与法律相关、是否应当履行法律专业人士特别注意义务作出分析、判断。

的运营好坏,与公司下一步的财务决策息息相关。^[18] IPO 过程中,会计师事务所的责任可优先划定。其对发行人的会计信息进行审计,对发行人会计资料的公允性、合法性、一贯性发表意见。例如,会计师先检查企业的财务会计账簿和记录同企业的损益表和资产负债表是否相符,验证会计信息赖以产生的会计资料的可靠性;而后对发行人提交的会计信息的质量提出意见,对发行人提供的报表所反映的该会计年度企业获利能力和年终财务状况作出真实公允的评价。

某种程度上,会计师事务所在中介机构中承担较大的责任。综观证监会的执法情况,从 1996 年强化发行人或上市公司会计信息质量的提升,并加强执法力度开始,至 2002 年,其间证监会处罚的欺诈发行或者虚假信息披露案件中,发行人与会计师事务所往往被同时追责。2003 年引入保荐制度后,由于保荐人统领性的角色,证券公司和会计师事务所共同成为了会计信息的背书主体,会计信息作假的中介责任逐渐转化为证券公司与会计师事务所共同承担。会计师事务所始终是证监会监管会计信息时的关键对象。

其次,律师出具关于发行人行为合法性的法律意见,这是律师事务所担责的基础文件。律师主要对发行人与法律相关的事项进行专业核查和法律分析,并发表独立法律意见,如判断公司设立及历次股权变更的合法性、论证改制重组方案的合规性、分析公司重要资产权属、组织机构运作、税务等事项的合法性等。同时,律师还要协助企业规范、调整和完善发行上市所涉及的法律事项。

律师主要是通过审查发行人所提供的各种文件,进而对发行人行为的合法性作出评价。发行人发布的招股说明书中,相当比例的内容与法律意见书、律师工作报告重合,但我国当前保荐制度下,保荐机构一枝独大,律师事务所的角色、职责往往是辅助性的,收入也远低于保荐人和会计师事务所。欺诈发行或者虚假信息披露案件中,律师事务所受到证监会处罚的案件相对较少。

再次,其他中介机构在 IPO 过程中所承担的职责和责任更为边

[18] 文建秀:《证券市场信息披露中注册会计师的法律责任》,法律出版社 2003 年版,第 11 页。

缘,且相对独立,因此本文不作重点讨论。仅以资产评估公司为例,其出具的评估报告重在分析评估对象的公允价值,承担的是评估不实的责任。2014年证监会第一次处罚资产评估公司,截至2017年9月,共做出6起针对资产评估公司的行政处罚。相比于保荐人、会计师事务所、律师事务所,其与发行人IPO中虚假陈述责任的关联度低。

最后,在我国法下也是最重要的是以保荐书为界限,划定保荐人的职责。由于保荐书的综合性,同时受我国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,保荐人承担了较为严苛的责任,通常需要对自身及其他中介机构的事项承担连带责任。但事实上,保荐人角色不在于重复甚至是代替会计、法律、评估等专业方面的工作,而应着重考察这些中介机构的资质和诚信状况,将其成果与自身掌握的资料比对验证,查找矛盾或有悖常理之处。^[19]

审计、法律、评估等都是专业性很强的领域,会计师事务所、律师事务所、评估机构就其所出具的审计报告、法律意见书、评估报告等文书,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,很可能会令保荐人职责泛化,造成重复劳动,长期来看不利于分清保荐人和这些中介机构之间的职责界限。

笔者认为,保荐人在其保荐书中应该述明其履行了以下职责:一是对其他中介机构的业务及人员资质等情况做尽职调查,确保后者能够提供准确、完整的专业意见;二是已审慎审查其他中介机构出具的专业意见是否与实际情况有出入之处,专业意见据以产生的基准、假设等内容及相关执行程序是否合理、有效;三是确认其有合理理由相信其他中介机构提供的专业意见,从而为发行人、其他中介机构提供补充性的担保。

[19] 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。

三、中介机构责任承担的考量

(一) 专业意见的局限性和责任范围的有限性

专业意见的形成是一项技术活动,存在较高不确定性,需要中介机构保持职业审慎,并做出适当的专业判断。以审计活动为例,在计划、程序实施、完成的每个阶段,都涉及技术性和不确定性,会计师因此设定一个财务报表错报和漏报的容忍空间,即“重要性水平”(materiality)。如果某个财务报表项目抽样审计的结果,与公司提供的报表数据有一定出入,但未超出重要性水平的范围,会计师就认为公司的报表数据是可以接受的,公允地反映了其财务状况。

任何职责都应有一定限度。由于技术原因及现实障碍,过苛的要求既不现实,又容易适得其反。例如,对于大型复杂的IPO项目,律师往往需要审查海量的企业资料,加上时间上的限制,合法性审查过程中有时难免存在瑕疵。典型如各种文件中签字的真实性。面对数以千计的历史文件,对签字的真实性逐一开展笔迹鉴定,不但律师难堪重负,对于企业也是巨大负担。又如律师对公共机构出具的文书可能承担着过多的复核责任,实际上,律师事务所可就文书的真伪或者有效性向出具文书的公共机构复核确认,但对于文书的实质内容及专业结论恐怕无法进行过多干预。^[20]

专业意见生成上的客观局限性使在相关文书的责任基础上,有必要再对中介机构的责任范围进行限缩,或是设定尽职调查标准。对于尽职调查的标准,香港证监会指出将根据“保荐人的同业认为客观适当的方式来厘定”。这表明其不是以事后的标准去审核保荐人有无尽职,而是采用相对客观的行业标准加以评估。与事后标准相比,此种尽职调查的标准更显公允。当然,保荐人同业就客观标准能否达成统一尚未可知。目前,香港已有一些保荐人制定了自身的尽职调查标准,但其是否能代

[20] 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。

表整个行业的客观标准尚待观察。^[21]

境内在实际操作过程中,尽管未形成完整的尽职调查标准,但监管部门在查处有关违法违规时,比较注重相关的程序性事项。例如,欣泰电气案中,证监会在对东易律师事务所的《行政处罚决定书》中就指出:“判断律师在 IPO 项目中是否勤勉尽责,可以从两方面考虑:一是是否严格按照《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》进行执业,二是在发表法律意见时是否履行了必要的核查验证程序,获取足以支撑发表意见的证据材料。”^[22]

这两个方面从不同角度对中介机构的行为进行审查:一是借助相关管理办法、职业规则的规定,审查中介机构“做什么”;二是查验程序合法性、适当性,判断中介机构在出具法律意见书过程中的方法、程序,审查其“怎么做”。特别是后者,成为证监会判断中介机构是否勤勉尽责的重要标准。反过来,这也是中介机构对证监会处罚进行抗辩的重要理由,即申辩自己依照相关规则设计的程序进行了信息核验,验证了信息的真实、准确、完整,据此得出的专业意见在绝大多数情况下是合理的,进而证明自己尽到勤勉尽责的义务;至于实施合理程序后仍无法发现的问题,超出了中介机构注意义务的范围,不应对此担责。

当然,类似抗辩并非总能奏效。在振隆特产案中,信达证券申辩称已依据相关法律规定,结合多种尽职调查方式进行了审慎核查,履行了严格的内核程序。但证监会根据实质重于形式、结果与过程并存的原则,认定信达证券核查工作不充分、不彻底,持续性的、多方面的不勤勉尽责,忽视发行人的造假迹象,进而导致未能发现发行人首发过程中的财务造假问题。^[23]

[21] 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。

[22] 参见《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)。

[23] 参见《中国证监会行政处罚决定书(信达证券股份有限公司、寻源、李文涛)》([2016]109 号)。

(二)交叉引用下的责任主次

如前所述,IPO实践中各中介机构出具的文书大量存在相互引用、相互担保之处。这种现象不可避免,因为各专业意见需要分工配合。例如,《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》第24条规定,“律师应在进行充分核查验证的基础上,对本次股票发行上市的下列(包括但不限于)事项明确发表结论性意见……(三)本次发行上市的实质条件……”第32条规定,律师应“逐条核查发行人是否符合发行上市条件”。其中,在核查发行人是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》所要求的连续三年盈利发表意见时,律师势必要引用审计报告中公司近三年盈利情况的内容。

这种客观状况使有必要进一步对中介机构专业意见之上形成的责任划定主次。上述例子中,律师在引用会计师事务所的审计报告时,无须关注有关交易事项是否计入相关会计科目,只需对该科目及其形成有初步了解即可。在没有发现存在明显问题的情况下,律师可以直接将其引用到法律意见书中。换句话说,律师履行了“普通人一般的注意义务”后,得以引用相关会计信息描述。

又如,律师发现拟上市公司的历史沿革中存在国有主体的参股和退出,作为法律专业人士就应从国资管理的角度,去关注和查验该国资主体的进入、退出是否履行了法定程序,是否符合相关法律规定。而作为非法律专业人士参与项目的会计师,则可依赖律师发表的意见认为公司目前的股权结构是合法的,无须关注其历史上的股权变动是否合规。^[24]

由此推论,保荐人、会计师、律师等专业人员可以其所签名的文件范围认定责任;不同类型中介机构共同签署一份文件,其中若包含非本专业的意见,或者有必要对本专业范畴之外的事项发表意见时,只要本机构尽到合理的注意义务,有充足的理由相信其他中介机构的意见,则对该部分意见不承担责任。

赋予中介机构“合理信赖”其他专家而免责的权利是国际上普遍的做法。这在英国、我国香港地区这些率先施行保荐制度的市场都有实

[24] 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。

践。类似地,美国虽然没有规定保荐制度,但其 IPO 过程中,各中介机构之间能够形成事实上的委托关系,对相关专业的工作进行委托,责任的划分也参照委托—代理法律关系。中介机构之间相互引用意见来作为发行人的登记注册文件进行申报或披露,有时还需要支付费用。^[25] 在我国法律中相关标准暂不明晰、责任分配不明确的情况下,可以考虑借鉴美国的经验,鼓励中介机构之间就交叉引用的各自权利、义务、责任达成协议,并通过发行人的公告文件进行披露。

(三)对连带责任的反思与限缩

从欣泰电气案来看,投资者提起的民事诉讼中,一般将发行人欣泰电气和保荐人兴业证券同时列为被告,或者单诉兴业证券,只有个别案件中将审计机构兴华会计师事务所列为被告。可见,保荐人证券公司被认为财力雄厚,成了民事诉讼中的“理想被告”。与此相关,欣泰电气 IPO 保荐人兴业证券设立了专项基金,用于先行赔付适格投资者的损失。这也是对《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书(2015 年修订)》新规定的落实,^[26] 亦印证了前文所述证监会以证券公司为“抓手”施行监管的考虑。此前万福生科虚假陈述案中,保荐人平安证券同样主动出资设立专项基金对投资者先行赔付。

然而,专项赔偿基金的设立并非故事的结局。监管部门通过保荐机构先行赔付制度基本解决了投资者权益的保护问题,但该制度背后进一步追责的困局依然存在。此番兴业证券起诉欣泰电气及其他中介机构,将某一中介机构承担(或先行履行)民事连带责任后如何与其他主体分担责任的问题凸显出来,也再次对现行法律法规中“连带责任”设置的合理性,提出反思。

“连带责任”安排为我国《证券法》所确立,具有充分保护原告(投资者)利益、便利司法操作的优点,也是许多法域处理虚假信息披露下各责

[25] 郭雳:《证券市场中介机构的法律职责配置》,载《南京农业大学学报》(社会科学版)2011 年第 11 期。

[26] 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书(2015 年修订)》第 18 条规定:“招股说明书扉页应载有如下声明及承诺:……保荐人承诺因其为发行人首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者造成损失的,将先行赔偿投资者损失。”

任主体间关系的基本规则。而其弊端在于可能造成被告之间过错与责任的不匹配,出现“一个只有1%的过错的人却对100%的损失负责任”的情形。^[27]《证券法》上就连带责任的规定较为原则,主要体现在前文提及的第69条、第173条,2003年2月起实施的最高人民法院《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《若干规定》)对此进行了补充,但也产生出新的问题。

《若干规定》第27条指出,中介机构“知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述,而不予纠正或者不出具保留意见的,构成共同侵权,对投资人的损失承担连带责任”。这一规定延续甚至扩张了《证券法》对于连带责任的认定,在未区分各中介机构是否具有共同主观过错的情况下,即认为构成共同侵权,与侵权法的原理不符。同时,该规定与同一司法解释的第24条似乎亦存龃龉,后者规定中介机构及其直接责任人虚假陈述,“就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的,应予免责”。

2007年6月最高人民法院《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》,则对会计师承担连带责任的过失前提和连带赔偿金额范围作了限定,并规定被审计单位先行赔付。^[28]这对于服务资本市场的会计师而言,无疑是一个好消息,但差异化对待的理据并不清晰。如前所述,2015年证监会修订招股说明书准则,又要求保荐人承诺先行赔偿投资者损失。由此看出,相关部门在连带责任和比例责任之间有所踌躇,除会计师的审计责任有所例外,连带

[27] 刘燕:《会计师民事责任研究:公众与职业利益的平衡》,北京大学出版社2004年版,第248页。

[28] 最高人民法院《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》第6条规定:“会计师事务所在审计业务活动中因过失出具不实报告,并给利害关系人造成损失的,人民法院应当根据其过失大小确定其赔偿责任。”第10条规定:“人民法院根据本规定第六条确定会计师事务所承担与其过失程度相应的赔偿责任时,应按照下列情形处理:(一)应先由被审计单位赔偿利害关系人的损失。被审计单位的出资人虚假出资、不实出资或者抽逃出资,事后未补足,且依法强制执行被审计单位财产后仍不足以赔偿损失的,出资人应在虚假出资、不实出资或者抽逃出资数额范围内向利害关系人承担补充赔偿责任。(二)对被审计单位、出资人的财产依法强制执行后仍不足以赔偿损失的,由会计师事务所在其不实审计金额范围内承担相应的赔偿责任。(三)会计师事务所对一个或者多个利害关系人承担的赔偿责任应以不实审计金额为限。”

责任依然是中介机构担责的主要原则;而就欺诈发行连带责任的第一(实际)承担者,亦在发行人和保荐人之间斟酌。

笔者认为,连带责任能给予投资者更充分的保护,在我国证券市场不完善、声誉和诚信机制不健全的背景下,发行人与保荐人间仍应坚持实施较为严格的连带责任制度,但有必要明确保荐人的免责事由。而中介机构之间“共同侵权”责任应当予以限缩,由于其他中介机构出具的文件均具有法律效力,宜在划清各自勤勉尽责标准前提下区分责任,按过错程度承担相应的责任。其中,尤其应区分的是保荐人和其他中介机构之间的责任。保荐人在对自己的虚假陈述承担责任之外,对于其他中介机构出具的专业性意见中的失实、疏漏或错误,如果保荐人能够证明其尽到了必要的审查义务,则可免于承担或仅承担补充性的法律责任。

四、结语

2017年7月,第五次全国金融工作会议提出要把发展直接融资放在重要位置。最典型的直接融资手段便是股票发行。此前2015年年底,证监会发布修订后的《首次公开发行股票并上市管理办法》等规章,重启受股市剧烈波动影响而暂停了半年的IPO。现行机制是在核准制法定框架下,为注册制改革目标进行的尝试和准备。有评论认为,此次改革的思路是不断减少监管部门为发行背书的事项,发行人及相关中介机构需要对发行人的信息披露承担更重的责任。^[29]

[29] 例如,修订后的《首发办法》和《创业板首发办法》删除了原发行条件部分的独立性要求相关条款,同时均增加了以下规定:“发行人应当在招股说明书中披露已达到发行监管对公司独立性的基本要求。”新修订的《招股说明书格式准则》第51条进一步明确了前述“发行监管对公司独立性的基本要求”,该等要求的主要内容基本上与原《首发办法》中独立性章节被删除的条款内容一致,并要求发行人披露保荐人对前款内容真实、准确、完整发表的结论性意见。上述内容的调整并不意味着独立性的要求不再,而是说明发行监管部门将不再为发行人的独立性背书,发行人及相关中介机构需要对发行人符合独立性基本要求的信息披露承担责任。参见张平、张焕彦:《IPO新规解读:“独立性”的门槛真的降低了?》,载北大法宝网,<http://www.pkulaw.com/lawfirmarticles/1778404461.html>,2017年9月30日访问。

发行注册制的核心是信息披露,保荐人、会计师事务所、律师事务所等提供的尽职调查在未来尤为关键。明确其在提供专业意见过程中的职责分工与责任配置,有助于确保发行人披露信息的真实、准确、完整,提升新股发行的质量。由欣泰电气欺诈发行引出的系列案件,特别是兴业证券起诉各中介机构,将成为深入探讨相关问题的难得契机。学理上可以对各中介机构职责的划分机理进行剖析,对责任范围予以界定或限缩,当然这需要实践的检验。无论如何,厘清各中介机构职责的来源,准确描绘相关主体之间的勾连和博弈关系,会为类似案件的裁判提供理论支撑。