



★北京律协课题★

V&T LAW FIRM
万商天勤律师事务所

北京大学金融法中心与万商天勤律师事务所
科创板研究报告（之三）

二〇一九年十一月

北京 BEIJING

北京市朝阳区建国路86号
佳兆业广场南塔T1座12层 100124
12/F, T1 South Tower, Beijing Kaisa Plaza,
86 Jianguo Rd, Chaoyang
District, Beijing, 100024, PRC
Tel: +86 10 82255588

www.vtlaw.cn



课题总负责人：

彭冰（北京大学教授、博士生导师、北京大学金融法研究中心执行主任）

李宏（北京市万商天勤律师事务所主任、北京大学法学博士、北京大学法学院法律硕士生兼职导师）

执笔人：

张翕、程海宁、乔同超、张迈

课题组成员：

徐猛（北京市万商天勤律师事务所创始合伙人）

徐春霞（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

李云丽（北京市大成律师事务所高级合伙人）

杨兆全（北京市威诺律师事务所主任、合伙人）

孙涛（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

周游（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

董亮（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

王毅（北京市万商天勤律师事务所）

目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 科创板下证券中介机构的责任..... | 4 |
| 一、科创板注册制下得以强化的中介机构责任及其成因..... | 4 |
| 二、科创板下有关证券中介机构的亮点规定..... | 5 |
| 三、对科创板下压实中介机构责任的评价..... | 13 |
| 四、小结..... | 15 |

科创板下证券中介机构的责任

一、科创板注册制下得以强化的中介机构责任及其成因

为促进高新技术产业和战略新兴产业的发展，增强资本市场对提高我国核心技术创新能力的服务水平，2018年11月5日，国家主席习近平宣布科创板将在上海证券交易所正式开立，并且在该板块实行证券发行的注册制改革。2019年1月23日，中央全面深化改革委员会审议并通过《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》和《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（下文将简称《实施意见》），为科创板的设立奠定总基调。《实施意见》中明确将强化中介机构的责任。证券监管机构对发行人、上市公司虚假陈述负有责任的证券中介机构——保荐人、会计师事务所、律师事务所和资产评估机构，将加大处罚力度。¹

在证券发行的核准制下，证监会不仅要依据信息披露的规定在形式上审查证券发行人的发行申请文件，也需要实质性地判断发行人是否满足发行要求。原因在于发行人可能会为了获得公开发行证券的资格而在发行文件中进行虚假陈述，证券中介机构也可能会存在为了快速获得发行人的报酬而存在未能勤勉尽责协助发行人完成信息披露的情形。当发行人披露的信息并不具备真实、完整、准确的特性时，由于专业知识的匮乏，市场中的投资者未必能够及时发现。投资者将采信其获知的信息进而作出不理性的投资决策。尤其是中国的资本市场上存在大量的散户，这些个人投资者更难对（拟）上市公司所披露的信息进行有效识别和分辨。因此，政府作为整个市场的监管者需要对发行人所披露的信息进行监管，

¹ 《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》第（十八）条：保荐人作为主要中介机构，必须诚实守信、勤勉尽责，充分了解发行人经营情况和风险，并对发行人的申请文件和信息披露资料进行全面核查验证。建立保荐人资格与新股发行信息披露质量挂钩机制。适当延长保荐人持续督导期。证券服务机构及其从业人员应当对本专业相关的业务履行特别注意义务，对其他业务事项履行普通注意义务。对发行人、上市公司虚假记载、误导性陈述或重大遗漏负有责任的保荐人、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构，加大处罚力度。

以保护中小投资者的利益。在强势的政府监管面前，市场自律的主动性和积极性严重受挫，中介机构未能有效发挥其证券市场“看门人”²的作用。

当证券的发行方式从核准制走向注册制时，证券监管部门在发行审核中既不实质性地判断或者是保证股票的投资价值或是投资收益，也不保证注册申请文件具备真实、准确、完整的特性。³证券监管部门在证券发行的前端审核作用逐渐弱化。对于证券发行信息披露的监管，将更加倚重市场的力量。证券中介机构作为较早接触到发行材料的市场主体，其资本市场“看门人”的角色自然会被强化，以期望能够对发行人产生某种制约。如此一来，证券监管部门的监管重点也可由先前的对申请材料的审核，转逐渐移到对上市公司股票注册发行后的监管之中，监管资源得到重新配置，市场自律回到本位。同时，中介机构的监督作为一种事前防范机制，也能有效降低证券监管机构事后监管的成本。⁴

因而，在强调信息披露的科创板注册制中，证券中介机构的职能得以凸显，角色定位不断得到强化。负责检验、核查、监督发行人信息披露和保证拟发行证券品质的保荐人、承销商、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等证券中介机构将迎来更为广阔的展业空间，同时也将面临着更大的挑战。

二、科创板下有关证券中介机构的亮点规定

证券中介机构在本文中的界定将涵盖保荐人、承销商以及证券服务机构（包括会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等）机构。下文对科创板亮点规则的介绍也将按照以上分类展开。

（一）科创板注册制背景下保荐人的责任

保荐人制度最早出现在国外的创业板，伴随着 2005 年《证券法》的修订被正式引入中国。在中介机构的责任划分中，中国大陆奉行的是“严格的保荐人牵

² 虽然中美《证券法》中并没有直言证券中介机构的“看门人”（gatekeeper）的角色定位，但学界已成共识。“看门人”一词最早出现在上世纪 80 年代证券法学者的论文中。“看门人”以保护投资者利益为价值归属，承载着维护证券市场秩序的使命，需履行核验信息披露的义务，对于缓解信息不对称、降低交易成本甚有益处。See John C. Coffee Jr. Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance [M]. Oxford: Oxford University Press, 2006.

³ 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第八条：同意发行人首次公开发行股票注册，不表明中国证监会和交易所对该股票的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证，也不表明中国证监会和交易所对注册申请文件的真实性、准确性、完整性作出保证。

⁴ 甘培忠、孔令君：《论 IPO 注册制改革背景下中介机构作用之强化》，载于《法律适用》，2015 年第 8 期。

头责任模式”，保荐人承担着各个中介机构的牵头人的角色。因而，科创板下保荐人责任的明晰与具体落实成为压实证券中介机构责任的重要一环。

保荐人的工作重在“推荐”，即其需要尽责推荐发行人的证券发行，同时需要对发行人注册申请材料的真实性、准确性、完整性负责。根据《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第六条⁵和《上海证券交易所科创板股票上市规则》3.1.2条⁶，并结合《证券发行上市保荐业务管理办法》（下称《保荐业务管理办法》）的有关规定，保荐人的职责涵盖了辅导、尽职调查、推荐发行上市、担保以及持续督导等具体内容。与主板、中小板中保荐人的责任相较，科创板对保荐人的相关规定中存在以下亮点：

1. 明确保荐机构相关子公司的“跟投”制度

《实施意见》中提出，将构建科创板股票市场市场化发行承销机制，其中的亮点之一就是试行保荐人相关子公司“跟投”制度。《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法（征求意见稿）》第十七条规定“发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司，可以参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期，具体事宜由本所另行规定。”

根据该条的表述，保荐人对于是否跟投享有选择权，属于其享有的一项权利。但这种陈述又显然与《实施意见》试行跟投制度的本意相违背。因此，在3月1日科创板正式落地时，有关跟投的制度安排已经进行了相应的调整，跟投正式成为保荐人的一项义务。

《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》第十八条规定“科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度。发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司，参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期。”具体而言，“跟投”制度要求在科创板中，保荐公司需要通过子公司以自有资金对首次公开的新股以发行价格进行认

⁵ 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第六条：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。

⁶ 《上海证券交易所科创板股票上市规则》3.1.2条：首次公开发行股票并在科创板上市的，持续督导期间为股票上市当年剩余时间以及其后3个完整会计年度。持续督导期届满，如有尚未完结的保荐工作，保荐机构应当继续完成。

购，且跟投主体不得参与询价与定价的环节，只能被动接受既定的价格，认购比例为首次公开发行股票数量的 2%-5%，锁定期为二十四个月。

保荐人相关子公司“跟投”制度的设立初衷主要是绑定保荐人与上市公司的利益诉求，从激励和约束两端促使其从投资者的立场来辩证识别上市公司提交的相应材料。按照我国目前的规定，发行人的上市和证券的发行必须通过保荐人的辅导和推荐。而我国保荐人通常采取“风险收费”模式，即只有公司成功上市以后，保荐人才能获得相应的报酬。因此，为了快速拿到发行人许诺的酬劳，保荐人难免会出现过度包装、“报喜不报忧”的现象。仅靠政府的监管，很难杜绝上述情况的发生。尤其是科创板中的上市公司多是兼具发展潜力和投资风险的企业，客观上对保荐机构的审查职责也提出了更高的要求。

在保荐人相关子公司“跟投”制度下，上市公司与保荐人的利益被捆绑在一起，这样也能进一步督促保荐机构勤勉尽责地履行自己的义务，从而减少发行人注册和证券发行过程中的虚假陈述、欺诈等情况的发生，进一步保护市场投资者的利益。与此同时，保荐人相关子公司的“跟投”制度却使得保荐人叫苦不迭，市场中对该制度的质疑声也逐渐响起。

首先，保荐人本身并非投资机构，“跟投”制度本身使得保荐人承担着较重的财富负担。按照规定，保荐人相关子公司需要跟投的比例在首次公开发行股票数量的 2%-5%，并配有 24 个月的锁定期安排。科创板中高估值的企业并不罕见，并且不少拟上市公司属于需要长期培育的企业，跟投的安排对保荐人的整体财力状况进行了极大的考验。通常情况下，证券公司只要注册资本不低于人民币 1 亿元，净资本不低于人民币 5000 万元即可满足成为保荐机构的财务要求。在“跟投”制度的要求下，大量的中小证券公司将在市场竞争中处于不利境地。市场中的赢家是那些大型证券公司，中介机构的垄断现象将会进一步加剧。

其次，在“跟投”制度的作用下，保荐人将会提高对发行人的审核标准。由于“跟投”制度使得保荐人与发行人之间实现了利益捆绑，为了使自己在相应的锁定期内不至遭受亏损，保荐人将会对发行人未来的盈利能力作出评价，并且这个评价将会尽可能的保守。如此一来，大量难以能在股票发行上市两年内保证高盈利的发行人可能将会被保荐人拒之门外。与主板中的上市公司相比，科创板中

的企业本就是发展潜力与投资风险并存。“跟投”制度的设计初衷本是督促保荐人能够勤勉履责,但是过于严苛的要求,反而会成为科创板蓬勃发展的“抑制剂”。

2. 持续督导期的延长

在科创板中,保荐人的持续督导期间被延长。《上海证券交易所科创板股票上市规则》第3.1.2条规定“首次公开发行股票并在科创板上市的,持续督导期间为股票上市当年剩余时间以及其后3个完整会计年度。持续督导期届满,如有尚未完结的保荐工作,保荐机构应当继续完成。”而在主板和中小板中,保荐人的持续督导期间则为股票上市当年剩余时间及其后两个完整的会计年度。

无论是主板、中小板将保荐人持续督导期间设定为“2年”还是科创板下“3年”的规定,保荐人的持续督导制度本身在实践中可能并未达到理想的效果。持续督导制度设置的初衷是促使保荐人能够在较长时间内对证券发行人起到督促、检查和指导作用。但是,这样的制度设计可能会产生一定的道德风险问题。如果保荐人在辅导发行人发行上市的过程中存在未能诚实守信、勤勉尽责,使得发行人披露的信息存在虚假记载、错误陈述和重大遗漏的情形下,保荐人为了掩盖其失误,可能并不会再次进行信息披露或者纠正。并且,保荐人在完成推荐公司注册、上市之后,即能收到该笔业务的收入。缺乏激励机制的保荐人自然在后续的督导期内就丧失了督促、检查和指导的动力。因而,只是单纯地加长保荐人的持续督导时长未必能够真正有效促使保荐人能够在公司上市、发行之后仍然履行其负担的监督、指导义务。

3. 督导事项的增加

除了保荐人持续督导期间的延长,在科创板中,保荐人的持续督导义务也得到了进一步的明确和细化。关于保荐机构需要承担的持续督导事项,在《证券发行上市保荐业务管理办法》第三十五条⁷的基础之上,《上海证券交易所科创板

⁷ 《证券发行上市保荐业务管理办法》第三十五条 保荐机构应当针对发行人的具体情况,确定证券发行上市后持续督导的内容,督导发行人履行有关上市公司规范运作、信守承诺和信息披露等义务,审阅信息披露文件及向中国证监会、证券交易所提交的其他文件,并承担下列工作:

(一) 督导发行人有效执行并完善防止控股股东、实际控制人、其他关联方违规占用发行人资源的制度;

(二) 督导发行人有效执行并完善防止其董事、监事、高级管理人员利用职务之便损害发行人利益的内控制度;

(三) 督导发行人有效执行并完善保障关联交易公允性和合规性的制度,并对关联交易发表意见;

(四) 持续关注发行人募集资金的专户存储、投资项目的实施等承诺事项;

(五) 持续关注发行人为他人提供担保等事项,并发表意见;

(六) 中国证监会、证券交易所规定及保荐协议约定的其他工作。

股票上市规则》3.1.6条增加了以下内容：（1）督促上市公司建立和执行信息披露、规范运作、承诺履行、分红回报等制度；（2）识别并督促上市公司披露对公司持续经营能力、核心竞争力或者控制权稳定有重大不利影响的风险或者负面事项，并发表意见；（3）关注上市公司股票交易异常波动情况，督促上市公司按照本规则规定履行核查、信息披露等义务；（4）对上市公司存在的可能严重影响公司或者投资者合法权益的事项开展专项核查，并出具现场核查报告；（5）定期出具并披露持续督导跟踪报告。

4. 加重对违法保荐人的处分

在科创板中，对违法保荐人的处分也相应地被提到了一个新的高度上。以保荐机构、保荐代表人制作或者是出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的情形为例，在《证券发行上市保荐业务管理办法》中，对于该情形的处理需由证监会进行确认，证监会确认之后可视情节轻重暂停保荐机构资格3个月、6个月或是撤销保荐机构的资格。而在科创板之中，上交所可以直接采取3个月至3年内不接受保荐机构、证券服务机构提交的申请文件或信息披露文件，1年至3年内不接受保荐代表人及其他相关人员、证券服务机构相关人员签字的申请文件或者信息披露文件的纪律处分。⁸不仅监管措施的期限被延长，并且增加了上交所的纪律措施，有效加强了对违法中介的打击力度。

（二）科创板注册制背景下承销商的责任

承销商在证券市场中发挥着重要作用，其在证券的上市发行的过程中主要在以下三个方面发挥着重要作用：其一，作为保荐人统筹各方工作，进行尽职调查，并独立发表核查意见；其二，建立估值模型，通过相关数据和业绩情况估算出公司的价值和股票的价格；其三，通过路演等手段将发行人的股票推销给机构投资者和个人投资者。

证券发行的核心问题在于成功将股票销售出去，为上市公司筹集资金。将股票成功销售出去主要有三方面的必备条件：市场推广、价格和品质。由于市场中的投资者人数众多，且居住分散在全国各地，显然其直接与发行人进行协商定价是无法完成的事情。因而，在大型价格的确定上，主承销商和机构投资者就成为协商定价的主力军，其中承销商起到了主要作用。⁹

⁸ 《上海证券交易所科创板股票上市规则》14.2.8

⁹ 彭冰：《信息披露是注册制度的核心》，载于《证券法苑》第十二卷，第272页。

在传统核准制下，证券监管机构在证券发行中的主导作用使其自然而然成为上市新股的“隐性担保者”。投资者在监管机构的发审机制背景下，往往会低估投资风险。¹⁰由于证券监管机构的“背书”和其对价格的实际管控，发行的新股往往会出现供不应求的现象，承销商丧失发现价格的动力，新股的价格也未能反映出市场中真正的供需关系。

在科创板实行注册制的背景下，政府不再对股票的价格进行管控，23倍市盈率上限被取消，承销商、发行人、投资机构之间的相互牵制、平衡，在市场均衡的博弈下，股票发行定价机制得到真正市场化。

（三）科创板注册制背景下证券服务机构的勤勉尽责义务

在科创板中，除增加对违法证券服务机构的处罚力度之外，另一重要的亮点为《科创板首次公开发行股票注册管理办法》第七条第二款规定：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。¹¹本节将对证券服务机构的专业注意义务和一般注意义务进行阐述。

1. 证券服务机构范围的厘定

一般认为，证券服务机构指的是《证券法》第一百六十九条所列举的投资咨询机构、资信评级机构、资产评估机构和会计师事务所。虽然律师事务所为企业上市提供法律服务，且《证券法》第一百七十三条规定的证券服务机构提供的文件包含法律意见书。但严格意义上讲，律师事务所并未被《证券法》第一百六十九条纳入其认定的证券服务机构之中。这与大众对证券中介机构的内涵的认识并不一致，证券中介机构群体的界定出现疑问。¹²通过《科创板首次公开发行股票注册管理办法》第三十条有关“发行人的保荐人，以及律师事务所、会计师事务所等证券服务机构……”的叙述可知，在科创板下，律师事务所亦属于证券服务

¹⁰ 吕红兵、孙艳：《注册制主要问题的思考框架》，载于《证券法苑》第十二卷，第255页。

¹¹ 一般注意义务是指一个正常且理性的社会人能够履行的注意义务。“与本专业相关的业务事项履行特别注意义务”即专业注意义务，证券服务机构的人员须在执业过程保持“职业审慎”，负有较高的注意义务。当然，这种专业注意义务并不能与专家注意义务之间画上等号。专家是指一个行业中的权威，而专业人士则是指从事某一特定行业的人。专业人士对该行业的认知深度和广度并不能和专家抗衡。社会也并不期望具体从事某一行业的人士都能够成为该领域的专家，只要其能够认知能够远超普通人的水平即可。因此，专家注意义务是一种高度注意义务，而专业注意义务只是一个行业平均水平的注意义务。刘燕：《“专家责任”若干基本概念质疑》，载于《比较法研究》，2005年第5期。

¹² 郭雳：《检讨与重构金融中介服务机构的法律责任——以资本市场为例》，载于《金融服务法评论》2012年第3卷。

机构一份子的事实也得以确认。律师事务所同其他证券服务机构一样需要承担相应的勤勉尽责义务。

2. 证券服务机构勤勉尽责义务

按照《证券法》第一百七十三条的表述，证券服务机构为其制作、出具的文件应当勤勉尽责，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。

(1) 勤勉尽责与注意义务的关系

证券监督机构对证券服务机构作出行政处罚的主要依据是《证券法》第二百二十三条。在该条的表述中，“证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”是引发证券服务机构行政责任的原因，条文中并没有直接涉及到注意义务的描述。

而现实中的情形是，证券服务机构违反注意义务将构成对勤勉尽责义务的违反。郑舒倩通过对 2016 年证券服务机构行政处罚案例的研究认为，证券监管机构认定证券服务机构未能勤勉尽责主要有两个路径：（1）违反程序规定；（2）未尽注意义务。¹³如果证券服务机构的执业人员在执业时未就某一事项执行完整的程序，而该程序又与其出具的文件瑕疵有关时，就该事项，证券监管机构会直接认定证券服务机构没有尽到勤勉尽责的义务；如果证券服务机构在出具文件的过程中程序完整，那么证券监督机构将会进一步分析和论证证券服务机构在对某一具体问题进行调查和审核时是否尽到注意义务。

(2) 一般注意义务与专业注意义务

关于科创板中证券服务机构责任规定的亮点在于，《科创板首次公开发行股票注册管理办法》第七条第二款直接规定了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。¹⁴

¹³ 郑舒倩：《2016 年证券服务机构行政处罚案例综述》，载于《规训资本市场》，法律出版社 2016 年版，第 461-469 页。

¹⁴ 一般注意义务是指一个正常且理性的社会人能够履行的注意义务。“与本专业相关的业务事项履行特别注意义务”即专业注意义务，证券服务机构的人员须在执业过程保持“职业审慎”，负有较高的注意义务。当然，这种专业注意义务并不能与专家注意义务之间画上等号。专家是指一个行业中的权威，而专业人士则是指从事某一特定行业的人。专业人士对该行业的认知深度和广度并不能和专家抗衡。社会也并不期望具体从事某一行业的人士都能够成为该领域的专家，只要其能够认知能够远超普通人的水平即可。因此，专家注意义务是一种高度注意义务，而专业注意义务只是一个行业平均水平的注意义务。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。

相类似的规定曾出现在《律师事务所从事证券法律业务管理办法》中，第十四条就规定了律师在审核具体事项时需尽到注意义务的程度：对于法律相关的业务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。

而对于会计师来说，其在证券市场中从事服务工作的主要法律依据为《证券法》、《关于会计师事务所从事证券期货相关业务的通知》、《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》。上述法律文件中并没有就会计师需要关于专业业务和其他业务承担不同的注意义务进行规定。实务中，证券监管机构对注册会计师责任的认定，主要基于以下两点：（1）注册会计师执行审计业务是否严格遵循了审计准则的要求，保持了应有的职业审慎；（2）由于审计存在固有风险，并且注册会计师的审计职权、范围等存在一定限制。因此，无法苛求注册会计师发现和披露会计报表中的所有错报和漏报。对于充分实施审计程序仍然难以查出的错报或者漏报的内容，注册会计师不负审计责任。¹⁵按照上述责任认定的逻辑来看，会计师在执业时仅对专业事项负有注意义务。

按照《科创板首次公开发行股票注册管理办法》第七条第二款的规定，证券服务机构需要承担专业注意义务和一般注意义务。对专业注意义务和一般注意义务的承担也由之前的律师事务所扩展到了所有的证券服务机构。在科创板下，判断一个企业是否满足发行和上市的要求，律师事务所、会计师事务所等证券服务机构不仅需要在自己专业的领域内进行审核调查，对于非专业领域的事项，证券服务机构仍然需要承担一般的注意义务。如果证券服务机构在发表专业意见时违反了一般注意义务，其行为则将违反法律法规的规定，面临着遭受行政处罚的风险。与之前相比，证券服务机构的责任无疑被大大加重。

具体而言，如果证券中介机构在审查某事项中需要引入其他机构的专业性意见，最安全的做法是其对该专业性意见进行审慎核查和验证，并且详尽地说明自己的核查过程与结论，若证券服务中介机构没有做到此点，其则构成未能勤勉尽责。在“东易所”一案中，证监会认为北京市东易律师事务所对来自于保荐机构的访谈记录“未履行一般的注意义务，未审慎履行核查和验证义务”。据此可以

¹⁵ 李慧：《利安达会计师事务所未勤勉尽责案评析》，载于《规训资本市场》，法律出版社2016年版，第519页。

推知证监会认为律师对于从券商、会计师处取得的文书仍需要承担一般的注意义务。¹⁶这也与《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第十五条的规定相吻合。按照该条的规定，律师从国家机关、具有管理公共事务职能的组织、会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构、公证机构（以下统称公共机构）直接取得的文书，可以作为出具法律意见的依据，但律师应当履行本办法第十四条规定的注意义务并加以说明。

因而，在科创板下，证券服务机构所负注意义务的内容被扩大，责任也因此加重。证券服务机构及其人员在执业时，对其经手的文件（包括其他证券服务机构所制作、出具的文件）履行相应的注意义务，做到勤勉尽责，以减少证券监管机构对其责任的追究。

三、对科创板下压实中介机构责任的评价

在注册制下，证券中介机构将在促进信息披露方面发挥更为重要的作用，其“看门人”的角色定位也得以进一步强化，“压实中介机构责任”、“加大处罚力度”成为了维持资本市场秩序、保护投资者的不二选择。但问题在于仅仅通过增加责任内容、加大处罚力度的方式能否有效减少中介机构违法行为的发生，促使其履行资本市场“看门人”的责任仍存疑问。毕竟在证券发行核准制中存在的中介机构“委托——代理困境”和声誉机制的失灵在注册制中仍然存在。

1、委托——代理困境

导致证券中介机构的“看门人”角色失灵的原因首当其冲的就是“委托——代理”困境。“看门人”的角色要求证券中介机构的执业目的具有双重性：维护委托人的合法权益和维护证券市场的公共秩序。这样的双重身份在实际操作中必然存在某种程度上的冲突。证券中介机构受雇于发行人，其所获的报酬亦是由发行人支付，但是其却被要求对发行人进行监督，服务于市场中广大的投资者。发行人委托和付费的模式难免会导致中介机构受制于发行人，甚至会沦为发行人的“宠物”，而非市场的“守护者”。¹⁷如果证券中介机构真的能够对市场中的投

¹⁶ 程金华、叶乔：《中国证券律师行政处罚研究——以“勤勉尽责”为核心》，载于《证券法苑》2017年第二十三卷，第19—48页。

¹⁷ [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336页。

投资者负责并监督发行人的行为的话，又难免会引起发行人的不满。发行人虽然在是否需要聘任中介机构（如保荐人）上并不具有选择权¹⁸，但是其却可以自主决定将选择何家中介机构。如此一来，对发行人言听计从，低质量、不对市场和投资者负责的中介机构似乎更符合发行人的口味，进而引发证券中介机构“柠檬市场”（the market of lemons）¹⁹的问题。

总之，在此种委托——代理模式下要求证券中介机构能够作为独立看门人，为市场和投资者负责，这样的想法和要求未免过于理想。

2、声誉机制的失灵

证券中介机构本质上是将自己的执业声誉作为担保，向投资者担保发行证券品质的市场中介机构。该类声誉中介（reputational intermediary）的运行机理是将自己的声誉资本出借给证券的发行人，进而使得资本市场或者投资者对发行人所披露的信息以及证券的品质能够产生足够的信赖。而证券中介机构可以成为市场中独立的守门人原因在于其作为市场中的“重复博弈者”和声誉中介将会小心保护自己的声誉。证券中介机构更愿意通过充分的尽职调查进而为市场推荐优质的证券，也更能够抵御一次性的诱惑，将虚假陈述等证券欺诈行为拒之门外。

但是，实务中的真实状况却并非如此，事实上仍有不少的证券中介机构在长久利益（声誉资本为其带来的收益）与短期收益（发行人承诺给予的好处）的博弈中选择了后者。有学者认为，中介机构的行业垄断和声誉信息未能有效传递是证券中介机构甘愿放弃长期创建的声誉资本，采取短视举动的重要原因。²⁰声誉机制的失灵使得证券中介机构运行的根基遭受重创。

或许，压实中介机构责任、加重处罚力度是在“委托——代理困境”和声誉机制失灵现象存在的情况下强化中介机构市场独立“看门人”角色的无奈选择。但是，只要“委托——代理困境”和声誉机制失灵的问题不被从根源上解决，仅是通过加大处罚力度的方法未必能够真正地敦促证券中介机构能够保证其独立性并为市场和投资者负责。中介机构加大的违法成本或许最终被转移到市场或者投资者的头上。

¹⁸ 如根据我国《证券发行上市保荐业务管理办法》规定，首次公开发行股票并上市的发行人必须聘请具有保荐资格的证券公司履行保荐职责。

¹⁹ 柠檬市场，意同“劣币驱逐良币”，是指交易双方对信息的获取是不对称的，卖方可以通过这种信息不对称对买方进行欺骗，从而导致“逆向选择”，即市场的优胜劣汰机制发生扭曲，质量好的产品被挤出市场，而质量差的产品却留在市场上。

²⁰ 刘志云：《论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位》，载于《现代法学》，2017年第4期。

3. 相应的完善意见

对于“委托——代理”关系的重构虽然在学术上也有讨论，但考虑到在试行注册制的初期，便放弃已经积累大量经验的“委托——代理”的关系，改革的步伐未免迈的过大。目前，保荐人的费用普遍采用风险代理的方式，与是否“过会”直接挂钩，不与项目后续督导等执行周期相匹配。保荐机构为了获得保荐费用协助发行人在申报文件中进行虚假记载、误导性陈述的现象并不少见。对此，现阶段可以规定保荐人的费用不应与发行结果直接挂钩，以激励保荐机构能够开展尽职调查，确保其能够审慎核查发行人所披露的信息，真正扮演好资本市场“看门人”的角色。

而对于证券中介机构声誉机制的完善，可以建立统一的中介机构声誉信息披露平台，该平台披露的信息应当涵盖中介机构的注册信息、持牌情况、相应的项目承揽情况、所受的违规处罚等信息。并且，赋予公众登录、查询相应信息的权利，以公众对于该中介机构声誉信息平台的使用，进而有效发挥公众的舆论监督能力。

四、小结

在市场化程度较高的证券市场中，证券中介机构以其信用担保协助发行人完成发行证券、筹集资金的任务。各中介机构披露的文件都是投资者购买证券的重要依据。注册制下，证券发行奉行市场化的准则，行政监管的色彩逐渐淡化，中介机构需要承担起监管证券市场的职责，做好独立“守门人”的角色。纵观科创板中有关证券中介机构责任的相关规定，中介机构的责任被进一步压实，对于中介机构违规的处罚力度也更重。但是，这种负面激励能否真正有效使得中介机构摆脱的“委托——代理困境”和中介声誉市场失灵的负面影响，真正起到督促证券中介机构承担起看门人角色的作用，仍未可知。对于证券服务机构的勤勉尽责义务的认定中，科创板的相关规定区分了专业注意义务和一般注意义务，从而防止证券服务机构为非专业事项承担过重的责任。

总之，科创板的诞生对于兼具发展潜力与投资风险的新型企业而言自是极大的红利。科创板带给证券中介机构更多的展业机遇的同时，也使其责任空前加重。

证券中介机构在获取科创板带来的展业红利时，也应保持头脑清醒，保持其执业的独立性，真正做好市场的“看门人”，为市场中的投资者负责。