部门法研究

文章编号: 1001 - 2397(2016) 06 - 0097 - 11

证券服务机构 IPO 监督机制研究

侯东德,薄萍萍
(西南政法大学,重庆 401120)

摘 要: 证券服务机构在 IPO 过程中承担核查、验证、审核义务,客观、公正的证券服务机构对于公司证券市场价值准确定位、公司治理结构优化以及风险防控的作用不可小觑。但是通过实证样本分析发现,目前我国证券市场服务机构违法违规问题频出。一方面原因在于外部市场因素的影响,另一方面则受法律与制度规定中证券服务机构角色错位的影响,最终导致其应然价值的迷失。在全面推进 IPO 注册制改革的新形势下,证券服务机构需从理论与实践中重塑"委托—代理"关系,建立诚信系统、完善诉讼机制,创建证券服务机构增强自我约束的多元路径。

关键词: 注册制; 证券服务机构; 角色错位; 投资者保护

中图分类号: DF438.7 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001 - 2397.2016.06.09

党的十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》首次指出,要推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资。在注册制模式下,IPO(Initial Public Offerings,即首次"公开募股")监管制度由核准制下证券服务机构及监管机构双向审核,向注册制下证券服务机构独立实质审核转变,实现 IPO 市场化,但激进的追求 IPO 的完全开放,无益于目前证券市场问题的解决,注册制改革无论对监管,还是对市场而言,所带来的不仅仅是价值与定位的冲击,更多的是对制度与机制的考验。证券服务机构作为 IPO "看门人",如何通过制度设计保证其勤勉尽责的承担核查、验证、审核义务,是注册制改革实现稳步推进的关键。

收稿日期: 2016 - 06 - 30

作者简介: 侯东德(1973),男,四川绵阳人,西南政法大学民商法学院教授,法学博士; 薄萍萍(1986),女,山东临沂人,西南政法大学民商法学院民商法专业博士生,中共江西省委党校法学教研部助教。

一、问题的提出: 现行市场中证券服务机构的角色错位

证券市场中为投资者提供信息认证服务,通过信息披露监督和保证证券品质的各类证券市场服务机构,包括审计师、律师、证券分析师、信用评级机构等中介服务机构被统称为"看门人"①。顾名思义,其主要承担核查、验证、审核义务,平衡证券市场各主体之间的信息不对称,降低投资者与其他市场主体间的交易费用,但作为投资者保护的中坚

① 学者对于"看门人"的定义各有不同,John C. Coffee 在 *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid* 一文中认为看门人是指在资本市场中为投资者提供认证与验证服务的信誉中介机构; Reinier Kraakman 在 *Gatekeepers: The Anatomy of a Third - Party Enforcement Strategy* 一文中将看门人定义为通过拒绝与违法者合作,实现阻断违法目的的独立第三方; Assaf Hamdani 在 *Gatekeeper Liability* 一文中认为看门人是指向希望进入特定市场或者从事某一活动的客户销售所必须的商品或者服务的组织。学者间对于看门人的具体表述虽有不同,但定义范畴均是在资本市场领域,同时将功能设定为提供某些独立性服务,且定位亦均是为投资者服务。本文未对看门人进行定义,仅从各定义的共性出发进行讨论。

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

防线，目前证券服务机构似乎并未能够恪职尽责。该类机构违法违规操作，侵害投资者权益事件屡见不鲜。遗憾的是，我国目前立法仅对证券服务机构的义务作概括性规定①，最新《证券法》修订草案虽独立成章细化证券服务机构责任，但仍难逃窠臼，对于证券服务机构的角色定位仍含混不清，未有大的改进。立法不彰带来的直接后果是角色错位、违法成本低廉，而最终所带来的法律风险却由投资者承担。

通过对2009年以来证监会公布的388份行政处罚决定书②进行归纳分析，目前证券服务机构违法违规行为主要呈现以下几个方面的特点:

(一)违法违规案件呈现集体性

证监会公布的处罚决定书中共有23份处罚系针对证券服务机构从事证券服务业务作出，此23份行政处罚几乎囊括了所有服务机构种类，另对42名包括签字注册会计师、签字律师以及保荐人等个人进行了处罚。目前证券服务市场的集体乱象丛生，虚假陈述、重大遗漏、虚假记载、信息披露违法屡禁不止，集合最优质资源的证券市场俨然已成为“吞噬”投资者的“黑洞”，而证券服务机构自是“功不可没”[1]，如被撤销证券服务业务许可的深圳鹏城会计师事务所在绿大地招股说明书中编造虚假资产、虚假业务收入，出具无保留意见的审计报告，发表不恰当的审计意见，几乎快要“圆满”地完成欺骗投资者、粉饰发行人、规避法律的任务。整个证券服务市场均存在义务不明、责任不全、处罚不严的状况。

(二)违法违规案件呈现关联性

23份处罚决定书共涉及12家上市公司，如2013年接连查处的绿大地、天能科技以及新大地等公司的IPO违法违规问题中，会计师事务所、律所以及券商均牵涉其中。对于这一现象我们可以作两种假设，一是集体上当，二是集体行骗。证券服务机构承担着审计、核查、验证、指导等职责，堪称证监会监管证券市场的“左膀右臂”，集体上当的可能性较低。比较而言，第二种假设倒更合乎情理一些，但究竟是什么原因导致服务机构纷纷倒戈，是监管的失利还是制度的缺陷，抑或是市场的逆流，恐怕任何一方都难辞其咎。

(三)处罚手段单一、威慑力差

根据统计样本的显示，证监会的处罚结果多为警告、没收违法所得和罚款，仅有两家注册会计师事务所被撤销证券服务业务，并且针对中介机构罚款的前提是必须存在违法收入，罚款金额最高为违法收入的两倍③。自2009年1号处罚决定至2015年3月20日公开的受处罚中介机构共计罚款3 7256 090元。在实际执法过程中，证监会对机构的罚款将上限定为业务收入的两倍，并且以取得收入作为罚款的前提条件，这种规定是否合理④？证监会2013年56号处罚决定，对南京证券的处罚结果为警告，因其未取得业务收入，所以不再给予罚款处罚。照此逻辑推理，保荐人同样未取得业务收入，为何却给予罚款处罚呢？在所统计的违法违规行为中，司法机关仅对绿大地在招股说明书中虚增资产、虚增业务收入的行为进行了介入，给予了刑事处罚，对于其他的违法违规行为仅仅给予警告或者给予两倍违法所得的“重罚”。证券服务机构的违法成本有多大？证券服务机构违法的动因究竟应如何通过处罚阻断？这些问题尚待解决。

(四)处罚原因粗略，稳定性差

处罚原因无一例外均为未能勤勉尽责，包括信息披露违法、未审慎核查、存在重大遗漏、误导性陈述、虚假记载等方面。处罚依据为《证券法》第二十条、第一百九十二条以及第二百二十三条。真实、完整、高效、透明的信息披露，是监管部门和投资者

① 《中华人民共和国证券法》第二十条第二款规定“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”。《中华人民共和国证券法(修订草案)》第二十九条、三十条、三十一条对证券服务机构的义务分别进行规定，但同样是采用概括性规定。

② 详情参见证监会官方网站: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/，统计日期截止至2015年3月20日。

③ 2013年11月1日光大证券因在“乌龙指”事件中涉内幕交易被处以违法所得5倍的罚款。

④ 《证券法》第二百二十三条规定“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的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。”

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

对上市公司的基础性要求,证券服务机构应当按照本行业公认的业务标准和职业规范对相关内容进行核查、验证、审核,并独立发表意见。虽然行业规则众多,但是否可以直接作为证券法的解释性条款仍存分歧,行政处罚与刑事处罚之间的界线亦成为认定难题。

另外,对服务机构监管不彰的另一个重要原因是执法的稳定性差。通过处罚结果进行统计分析,如图所示,我们发现证监会对中介机构的查处力度存在较大波动性,这种波动不排除与市场的数量变化有关,但更有可能是监管重心的变化造成的,而监管重心的变化多与宏观调控政策的变化相关。这在一定程度上易于使现实的与潜在的违法违规中介机构产生监管预期,从而规避监管,弱化了监管的有效性。

表 1: 证监会 2009—2015 年公布的处罚决定书统计表

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	合计
处罚件数	1	0	0	1	13	7	1	23

二、IPO 注册制下证券服务机构的角色新认知

(一) 证券服务机构角色定位的挑战性分析

1. 有效市场假说: 权力由政府到市场的过渡

Fama(1970) 认为理想市场中的价格因素是影响资源配置的重要指标,而资本市场的主要作用则在于能够对经济存量资本所有权进行合理配置[2],证券市场的价格变动极具随机性,因此依据有效市场假说理论(EMH,Efficent Markets Hypothesis) 任何人都不可能在证券市场持续获利。在我国 IPO 审核制模式下,有效市场假说理论却明显弱势于凯恩斯的市场干预理论,政府对于股票市场长期进行持续性的干预,一方面是控制股票市场的供给与需求,保持价格稳定; 另一方面则是规范市场环境,监管市场运行[3]。但是在市场经济体制下,政府权力对市场自主的过分僭越不仅加大了 IPO 成本,降低 IPO 推进效率,也无益于证券市场的建立与完善,长期处于受保护状态下也不利于投资者市场环境下自我风险意识的强化。注册制模式下证监会回归监管本位,并仅作形式审查而非核准,发行股票的价值交由市场进行评判。但是有效市场理论成立的前提是: (1) 资本市场证券的交易成本为零; (2) 市场参与者获得市场可得信息的成本为零; (3) 对于影响所有证券当前价格和未来价格走势的信息处理都没有异议[2]。简言之,能否实现信息披露的真实、准确、完整是有效市场理论能否发挥作用的关键。但在注册制下,发行人是否充分履行信息披露义务,不再经由证监会实质审核,而是交由市场投资者依靠市场机制来进行投资判断。同时,投资者利益保护是证券市场关注的重点,在投资者自担风险与其利益保护之间能否实现真正的平衡则主要靠证券服务机构。根据深交所 2015 年 3 月 13 日发布的《2014 年个人投资者状况调查报告》,投资者尤其是个人投资者入市资金持续上升,证券市场各中介机构的竞争呈现白热化,随着"康达新材"、"华锐风电"等为上市不惜铤而走险,"粉饰"业绩而遭处罚的发生,中介机构"独立、客观、公正"的职业形象以及信用状况备受质疑,甚至成为上市公司造假的"帮凶"。证券中介机构能否站在投资者的角度为其服务,如何从申请上市公司的利益诱惑下突围,或者从最根本的角度出发,如何尽职尽责地履行义务是注册制下投资者保护的重要一环,也是证券服务中介机构需要解决的问题。

2. 社会系统理论: 重心从公司治理向机构治理的移转

卢曼认为"社会"与"法律"并列,他不仅反对将法律与社会割裂,而且同样反对把法律视为社会控制之工具的观点[4]。法律与社会其他组成之间通过"结构耦合"互相影响。从客观性上讨论,专业的服务机构要发现上市公司在信息披露以及合同等方面所存在的问题并非难事,那为什么还会出现如此多的违法违规行为呢? 难道注册会计师、律师,甚至经验丰富的券商都集体"失明"? 还是大家心照不宣地同时选择掩耳盗铃? 国内外大多数研究都是关注公司治理尤其是董事独立以及董事会

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的议事程序方面①。但是,在过去 20 年的时间里,我国的公司治理改革是在不断改良的,如为提高公司运行效率,公司治理由股东中心主义向董事中心主义的转变,以及后续为完善董事制度进行了一系列改进措施,如 2001 年独立董事制度的建立,2014 年再次发布《上市公司独立董事履职指引》,对独立董事的权责进行清晰界定等具体措施,目前的公司董事会虽称不上完美,但已然成为一个积极主动的公司机关。根据《中国上市公司社会责任信息披露研究报告(2014)》所公布的数据,上市公司社会责任报告数量持续稳步增加,整体综合得分显著提升,企业社会责任氛围增强[5]。从卢曼的社会系统理论视角出发,上市公司问题并非是封闭的公司治理问题,公司自身与其治理环境之间通过不断地互动反馈逐渐形成一个多元素的综合体,并将其他各种环境因素的影响转化为系统运作的组成部分。因此,在公司治理已经十分精进的前提下,仍以公司治理机制的缺乏来敷衍证券市场的混乱,可能略显牵强。一个完整的公司治理链条应该包括董事、经理、"看门人"三方主体[6]。在公司治理制度日益完善的前提下,最可能出问题的便是证券服务机构这一环节,其未能尽职尽责,未能充分地质疑和调查,管理层亦因手段缺乏而无法有效制约,公司治理体系最终无法有效运转,而导致了现今的混乱。因此,如何有效发挥证券服务机构的作用,实现公司治理和"看门人"治理的良性互动,尤其是在注册制这一宽松的市场环境下如何更好地发挥证券服务机构的作用以保护投资者便成为一个重要问题。

3. 实质理性追求: 职能向投资者保护的进一步倾斜

虽然一定意义上以形式理性为目标进行事实判断更具程序价值,但是投资者保护应是当前形势下任何改革均不可动摇的实质理性价值追求。在注册制下,一方面证券服务机构的工作重心从服务证监会向服务证券投资者转变,监管转型倒逼证券服务机构转型,服务内容转为协助发行方进行定价、承销等工作; 另一方面注册制下证监会的角色由发行前的审核转变为发行后的监管,股票发行程序的简易化将原先证监会的事前审核内容批量转化为证券中介服务机构所承受的责任内容,改变了原本发行人与保荐人"同坐一条船"的局面,双方产生不同的利益诉求。为保证市场模式下投资者的利益,证券服务机构的惩罚机制在一定程度上会被强化,服务机构将会面临多方的责任追究。如果缺乏法律的配套,豁免注册的发行犹如没有保险装置的车辆驶上资本市场的快车道,风险隐患不可不虑。与审核制相比,注册制下市场对服务机构的反馈会比以前更灵敏与直接。证券服务机构真正要发挥的作用就不能仅仅只是走个形式,而是要时刻盯紧那些可能乘虚而入的人。责任与利益诉求的转变从根本上改变了"看门人"的角色与职能,原本帮助发行人服务好证监会就足够的日子将一去不复返,为市场服务、为证券投资者服务,承担起更为艰巨的责任将是证券服务机构在新时期所必须接受的挑战。

(二) 证券服务机构角色定位的功能主义解释

1. 市场价值准确性的保证

"柠檬市场"是公众公司都会面临的问题[7],证券市场具有开放性,因此不难想象上市公司同样面临着自我标价的难题。由于投资者缺乏判断上市公司证券预期收益的信息基础,而对于上市公司的自我定价持怀疑态度,因此证券市场上理性的投资者无法完全依据证券优劣进行定价,而通常以自己对市场上证券质量的模糊判断进行支付; 换言之,证券市场上的所有证券价格都因信息不对称的存在而打了折扣。假定优质股票价值 100 元,垃圾股票价值 0 元,则证券市场的平均价值为 50 元,那么投资者的证券市场定价可能就在 50 元左右。对于优质股票来讲即使其自我标价为 100 元,但由于信息无法准确传递,投资者为规避购买到毫无价值的

① 柠檬市场(The Market for Lemons)也称次品市场,是指信息不对称市场。对于这一问题 Jeffrey N. Gordon 认为,安然事件对市场有效假说理论的可行性提出了质疑,公司股价的高低盲目地依赖服务机构对其股票的等级认证,而公司董事会的奖惩机制设定过分地依赖公司股价的高低,一定程度上应与公司是否诚信披露相关联。而 Marco Becht, Patrick Bolton 以及 Ailsa Röell 认为应该强化对大股东的适度干预,以此保护小股东利益。Roger C. Cramton、George M. Cohen、Susan P. Koniak 认为应该注重法律和道德标准的提高。Lucian Bebchuk 认为可以由股东发起和制定变更公司章程或者经营决策规则,通过增强股东权利来提升公司的治理安排。罗培新教授认为针对公司治理的功能性紊乱需要进行公司治理的"去行政化"改革。

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

垃圾股的风险，只愿保守出价 50 元，而滥竽充数的垃圾股却可以超额获利 50 元。从而导致不愿低价出售证券的发行人退出市场，或者选择与垃圾股同流合污，虚假标价，最后的市场状态演化成一个“劣币驱逐良币”的结果，而因此产生的负外性最终都将由投资者承担，理性的投资者终究会发现这一假象，彼时，市场将走向崩溃[8]。

因此，发行人需要一个“中介”对公司品质进行验证，而这一责任目前主要由证券服务机构来承担。由此，证券市场上的公司会有经过验证的和未经验证的，以及验证高品质与低品质之分。对于高品质的上市公司来讲，公司信息披露的可信度更高，投资者对公司的信任度更强，通过对公司品质的甄别，让投资者将不同等次的公司进行区别定价，提升公司股价，降低融资成本。比如公司上市过程中由会计师事务所来收集和验证披露材料的“真伪”，律师来担当公司信息披露决定者的重任，来判断和决定依据证券法需要披露哪些“实质性”信息，披露的内容与方式投资者是否能够理解等方面。这些披露前期准备工作将直接关涉公司披露文件的内容和质量水平[8][16]。

2. 规避公司治理风险的利器

对于上市公司来讲，所有权与控制权相分离已成为普遍现象，因此现代公司制度的演进过程始终无法回避“委托—代理”这一问题。市场根据受托人即经营权人的经营绩效进行报酬定价或者奖惩，从而在所有者与经营者之间形成有效的激励机制。然而，市场竞争下产生的充分信息并不是完全信息，信息不对称只是在程度上被降低了，却没有被消除。依照这种方式对经营权人的奖惩具有事后性，在所有权人与经营权人承担的经营责任不对等的情况下，经营权人极有可能采取机会主义行为或者对公司资产进行掠夺性转移[9]，给公司带来不计后果的风险。从利益属性的角度来讲，公司所有者与投资者所维护的是纯私有性质的利益，但是在所有权与控制权相分离的情况下，对于公司管理者来讲，无论是站在公司的角度还是投资者的角度，其所维护的并非是真正意义上的“私有利益”，因此，控制权人作为公司所有者的代理人，其治理公司的激励是否有效直接影响公司风险的高低。因此，需要建立事前监督以制约经营者的经营行为，最大限度地降低经营者在与所有者之间责任不对等情况下进行风险经营的可能性。而证券服务机构，作为公司所有者的另一代理人，从所有者的角度来讲一定意义上承担的是对公司管理者的监督职责，对公司品质审核、验证的过程等同于对公司管理者工作结果检验。相较于风险发生的事后追究，此种事前的检验更能增加风险存在的机会成本，对公司所有者与投资者利益的保护更有裨益。

3. 公司内控制度的需要

上市公司雇佣服务机构的目的是为了提高其披露信息的可信度，服务机构的工作主要是从专业的角度核查公司的相关情况。但公司为什么要聘用这样一个机构来对自己进行考核呢？事实上，在有些情况下公司希望能发现一些问题，关键是问题被发现的频率。服务机构的作用除提升投资者的信任度，降低融资成本之外，对于公司内部治理亦具有重要的作用。中介服务机构所提供的客观报告，包含对公司财务、法律等各方面风险的全面评估，正是公司管理层做出公司经营策略与方向的依据，报告既能够清晰地反映出公司所取得的业绩、目前的市场定位以及将来的市场前景，而且能够诊断出目前公司存在的问题，因此，从公司内部风险的控制角度来讲，客观公正的评估、验证报告是公司长远发展所必须的。

三、“看门人”机制失灵的原因分析

（一）信息不对称的机制障碍

图一：证券市场发行的四种模型

		发行人1	
		诚实披露	虚假披露
发行人2	诚实披露	-50，50	-25，75
	虚假披露	-25，75	0，100

假设 1：证券市场存在两个发行人，且发行人和

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

投资者均是理性的;

假设2:市场信息不对称形成“柠檬市场”,投资者无法准确地了解证券的真实价值,因此投资者会选择以市场上证券的平均价值购买;

假设3:发行人1的发行证券属于未来收益高的证券,价值100元;而发行人2发行的债券属于未来收益低的证券,价值为0元。

假设4:发行人选择真实披露的情况下,证券的价值为其真实价值,发行人选择虚假披露的情况下,证券的价值会上升50元。

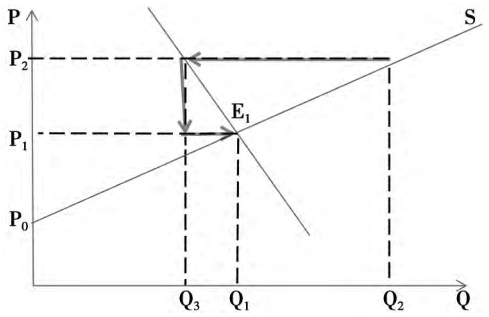
如果发行人1和发行人2都选择真实披露自己的证券,此时发行人1的证券价值100元,发行人2的证券价值为0元,市场上证券的平均价值为50元。此时投资者会以50元的均价购买这两种证券,发行人1会损失50元,发行人2会获利50元;如果发行人1选择虚假披露,发行人2选择真实披露,此时发行人1的证券价值为150元,发行人2的证券价值为0元,市场上证券的平均价值为75元。此时,投资者会以75元的均价购买这两种证券,发行人1会损失25元,发行人2会获利75元;如果发行人1选择真实披露,发行人2选择虚假披露,此时发行人1的证券价值为100元,发行人2的证券价值为50元,市场上证券的平均价值为75元。此时,投资者会以75元的均价购买这两种证券,发行人1会损失25元,发行人2会获利75元;如果发行人1和发行人2同时选择虚假披露,此时发行人1的证券价值为150元,发行人2的证券价值为50元,市场上证券的平均价值为100元。此时,投资者会以100元的均价购买这两种证券,发行人1会获利0元,发行人2会获利100元。

通过以上四种可能模型的分析,可以发现最终市场上的发行人会都选择进行虚假信息披露。在目前证券市场各方信息不对称、责任义务不明的情况下,发行人进行虚假信息披露的成本远远要低于其所获收益,服务机构的作用并未得到有效发挥,其存在的形式意义大于实质意义。

(二)利益冲突存在的原始驱动

根据证监会公告,截至2013年具备证券从业资格的注册会计师事务所共有40家[10],截至2014年,共有120家证券公司[11],而从2014年1月至2015年5月,深交所新增上市公司152家,上交所新增上市公司98家[12],在IPO市场中明显呈现“僧多粥少”的局面。

图二:证券市场供求关系



用供求关系来分析更为直观,假设证券市场上服务机构的供需实现完全竞争,市场的均衡点是E1,均衡价格为P1,但由于目前市场供大于需,所以价格会从P2逐渐下降到供需均衡点P1,生产者剩余减少,利润的畸低会导致服务机构寻求机会补足缺失的利润。另一方面服务机构担负着“看门人”的职责,受发行人或者券商的委托,来保护投资者的利益。在这种双面角色中,服务机构难免分身乏术。其接受委托人的委托与报酬,必然要为委托人的利益服务,在委托人要求将非法内容合法化或者睁一只眼闭一只眼时,必然与投资者的利益发生冲突,在这种双面角色下,服务机构究竟该如何选择,尤其是在公司所有权与经营权相分离的环境下,这种角色冲突更为严重,给付服务机构报酬的董事会往往正是其监督的对象[13]。一面是职业伦理规范的要求,要在职业信誉与客户信任的基础上维护委托人的利益,但另一面则是公共责任的需要,以批判的眼光审查客户,维护投资者利益。如何在二者之间达到一种平衡实难把握。尤其是在竞争激烈的证券市场,宝贵的客户资源往往迫使理性的服务结构最终投向客户的阵营,甚至不惜铤而走险。

除去行业竞争带来的利益冲突之外,自身业务发展也促使服务机构不得不“为五斗米折腰”。对于律所、注册会计师事务所以及券商等服务机构,其业务范围除去IPO等证券中介业务外,还包括占较大比重的业务咨询等内容。比如,律所的业务范围目前已拓展至金融、证券、房地产、知识产权、国

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

际贸易、反倾销、高科技以及企业兼并等领域,其中证券业务只占很小比例,虽然大型律师事务所以涉外与非诉业务为主,但是占市场主导地位的中小型律师事务所仍然以综合性业务为主,特别是以诉讼业务为主。而证券中介服务的客户均是此类业务的潜在客户,服务机构如果发现为现有客户提供新服务的盈利可能性更大,与其大费周折地发展新客户,不如向现有客户推销业务,于是,服务机构与公司客户之间便产生利益输送的可能。在利益的诱惑下,迁就客户、扭曲事实便"顺理成章"。

(三) 职业声誉的从众性弱化

证券市场服务机构在某种意义上异于一般行业,其所倚重的并非是雄厚的实物资本或产业规模,而主要凭借过往积累的信誉来寻求业务机会。从发行人的角度来讲,其与市场投资者之间的信息不对称特征明显,公司质量优良的发行人为向市场投资者有效传递信息,一般需要依靠声誉良好的证券服务机构来做担保。在成熟的市场机制下,如果中介服务机构出现重大遗漏、虚假陈述等行为,则市场投资者会自动降低对该服务机构的声誉评价,进而降低经该机构审计、验证或者保荐的公司的心理预期。总之,在成熟的市场机制下专业的职业声誉机制能够通过未来与短期利益的平衡来约束中介服务机构。但当市场惩戒力度微弱,或者法律责任弱化以致服务机构守法成本高于违法预期收益时,理性的中介服务机构会为追求现实利益而背信弃义。

除受利益驱动放弃追求声誉外,"从众性"现象也是引发声誉机制崩溃的始作俑者。在市场泡沫大量存在的情况下,没有公司业绩的支撑,股价依旧可以顺势攀升。这可以更好地解释中国证券市场服务机构违法违规为何呈现集体性、关联性等特征,除去法不责众的心理认同外,特别是在集中的市场中,证券服务机构意识到市场并不是特别需要一份完美无瑕的声誉,而只需要不明显劣于竞争对手即可,如果竞争对手的信用记录劣迹斑斑,而他自己的销售记录却是白玉无瑕,那么他便可能对其声誉资本进行了过度投资,虽然一定程度上这种永不妥协的"完美"在市场中会形成一定竞争力,但是却事倍功半,会形成与管理者之间的"隔阂",从理性的角度出发,不如投机行为更能达到投资者与管理者之间的平衡[14]。

(四) 市场竞争的理性化选择

在狂热的市场中,投资者所拥有的只是对市场的非理性狂热,并不依赖于证券服务机构的认证,因此公司管理层的目标是迎合投资者去制造"市场繁荣"。证券服务机构的审核仅仅被视为国家监管的形式要件,而非必需品。只有在投资者小心谨慎并且持有合理怀疑态度的情况下,证券服务机构的作用才会显得格外重要; 相反在泡沫市场中,理性的思维、合理的谨慎以及必要的怀疑都会被束之高阁,在很大程度上中介服务机构的存在早已被狂热的投资者遗忘。证券服务机构在这种市场环境下很难体现其价值,而作为一个理性的"人",为了维持市场的竞争力,其最有可能采取的策略便是尽可能地顺从客户公司,降低成本。

投资者认真对待中介服务质量的前提是其真正需要中介服务,唯有如此,证券服务机构才会认真对待中介服务的质量。在当下的证券市场,服务机构赖以维持生计的信誉并未得到重视——管制排除了投资者对于公司真实信息的需求,投资者不依靠中介机构的判断选择股票、进行交易。选择信誉良好的中介服务机构并不能给公司带来利益,同样,劣迹斑斑的中介服务机构不会给公司带来直接的损失。目前的中国证券服务机构仍处于低级价格战的阶段,并未达到服务水平竞争的层级,对于价格的过分倚重必然导致对发行人的迎合,因此为发行人屡屡铤而走险似乎成为中国证券服务机构生存的"理性"选择。

四、重构 IPO "看门人"机制的现实路径分析

随着注册制的呼之欲出,公司将自然取得发行证券的权利,政府部门将实质权力交还给市场,但作为新兴市场,目前我国证券市场的完备程度、投资者的素质、发行人的自我约束均需要加以完善才能应对。证券市场服务机构作为"看门人"亦需要进行伤筋动骨式的改革方能填补如今处处受限的

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

局面。法律究竟该如何激励服务机构提升工作表现呢？从美国的实践来看，《萨班斯－奥克斯利法案》的颁布从服务机构的角度弥补了投资者保护的空白，但其作为安然等群发丑闻的某种应激反应，所能获得的最终结果只能是纷繁复杂的规则与还剩一步之遥的成功。证券服务机构的制度重构路径是有限的，主要包括诉讼、信息披露以及公司治理等方面，但如何在这些路径的基础上实现各服务机构真正的“归位尽责”，仍然值得探讨。

（一）重建“委托—代理”关系

当前证券市场服务机构存在这样一个矛盾境况，服务机构并不是受雇于其保护对象即广大投资者，而是受雇于其监督对象即发行公司，进一步讲是受雇于发行公司的管理层即董事会，而非公司所有者。这种现象如前所述主要是由其相互间的利益冲突、声誉机制的失效及市场化的结果造成的。美国《萨班斯－奥克斯利法案》通过控制利益冲突的方式来解决这一问题，如将会计师事务所的审计业务与咨询业务相分离，但是这种改革方式是不彻底的。对于此项改革已有学者进行了深入的研究，有学者建议采取随机抽签的方式选择审计机构[15]，但是这种方法并不是对制度本身的改革，利益冲突仍有可能存在，服务机构“看门人”作用失灵亦在所难免；有学者提出可以通过财务报告险的方式将中介服务机构的雇主转嫁为保险公司[16]，这一方案一定程度上解决了中介服务机构与公司的利益冲突问题，但是保险公司仍然可以将承担的损失通过增加保费的方式转嫁给中介机构；还有学者提出可在公司与中介机构中间再设立一个中间人，而这将是一个无限循环。最根本有效的办法是重建投资者与“看门人”之间的委托—代理关系，一个强大的委托人在一定程度上可以提升代理人的表现，并可以降低法律的监管成本。作为公司的所有权人，公司股东对证券中介服务机构的选任具有最大话语权，由公司股东来直接选任证券中介服务机构是最有效的方式，一方面能够省却由所有者委托管理者，再由管理者委托中介服务机构的繁琐与投机可能，使得证券服务机构与公司管理层脱钩，避免利益冲突的可能，更多的是从所有者的角度为公司的长远发展考虑；另一方面能够避免 IPO 由审核制向注册制转化过程中市场化竞争对服务机构带来的负面压力，保证服务机构与公司管理层的地位对等，降低服务机构一味“取悦”、“粉饰”的必要性与可能性。但是权力仅限于审计、核查、监督公司的各项情况，或者通过外在形式监督公司管理层的运营，对公司股东负责。证券服务机构的选任与公司治理息息相关，在立法完善层面建议在《公司法》中将证券服务机构的选任纳入第一百三十三条股东大会发行新股的决议事项当中，或者鼓励公司在公司章程中明确将证券服务机构的选任交由股东大会进行。

（二）借鉴诚信机制的信托义务

诚信机制的建立需以资本市场的完全市场化为条件，而我国证券发行即将推行的由审核制向注册制的改革使得这一条件得以实现。但是目前中介服务机构的诚信状况离这一目标的实现尚远，从证监会公布的行政处罚决定中各种虚假陈述均可见中介服务机构为虎作伥的影子。而导致服务机构失灵的利益冲突、声誉机制均与诚信缺失不无关联，如何让市场的中介服务机构既能加强自律，管好自己，又能在市场上发挥中介机构服务的作用，提高市场的运行效率，是目前我国迈向成熟证券市场法治亟需解决的问题[17]。

首先，要进行理念革新。上市公司要摒弃进入证券市场便是为了筹资、“圈钱”这一过度偏激的目的。尤其是在注册制下，如果此种观念一味被坚持，那证券市场的调控与治理必将难以取得成效。理念的创新是实行改革的重要一步，也是基础性的一步。在上市筹资的同时必须将投资者利益的保护放在至关重要的位置，只有维护了投资者的信心才能实现证券市场的良性运行，否则一味地因循守旧、抱残守缺，势必导致证券市场前进之轮深陷泥潭而不可自拔。其次，对于保荐人来讲，要将其机构执业转变为个人执业，将其从主经销商与保荐人的双重身份中解放出来，实现承销业务与保荐业务的分离；对于会计师事务所与律师事务所，建议实现证券业务的分离，保证其证券审计、核查业务的客观独立性。长期以来证券服务机构角色错位的

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

重要原因之一便是其在“谋道”与“谋利”之间的失衡,对利益的过分追求以及行业的恶性竞争导致其对自身定位的迷失,因此,斩断服务机构过分谋利的可能性是服务机构重建诚信机制的前提。再次,建立中介服务机构诚信备案登记制度。将中介服务机构的违法违规次数、涉案金额等记录备案,并及时公开,依据中介机构的诚信记录对中介机构进行逐级分档,该记录将作为中介服务机构强制退出证券市场的依据。最后,加大证券欺诈的查处力度,对于查处的中介服务机构应当建立以惩罚性而非补偿性为价值取向的投资者赔偿制度[18]。要在采取概括性与列举性规定相结合的方式,明晰重大遗漏、误导性陈述、虚假记载等违法违规具体情形的基础上,加大处罚力度。建议将《证券法》修订草案第二百四十六条修改为“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、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、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。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,依据具体情形、严重程度计入证券服务机构诚信系统,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。对于诚信记录良好的服务机构,国务院证券监督管理机构可推荐雇佣。具体办法由国务院证券监督管理机构制定”。取消法律责任一章中对于证券服务机构违法违规行为的罚款上限,提高罚款下限。

(三) 优化现行过错责任原则

从增加中介机构责任合理性的角度来讲,鉴于目前中介机构自律失败的后果,有必要通过增强责任来加大威慑力。必须实现成本与收益的平衡,在阻止守法客户进入市场的机会成本与合理引导中介机构阻止客户的错误行为之间实现平衡。通常情况下如果将证券市场中介服务机构置于高诉讼风险中极有可能促使其更关注自身执业行为的合法合规性,从而间接提高对投资者权益的关注度,但同时要防止过度惩戒给中介服务机构带来的“极刑”考验。鉴于证券市场异常波动可能带来的“蝴蝶效应”,证券服务机构的任何一次违法违规行为,如果一定要提起诉讼将责任追究到底的话,足以让任何一家机构破产,所以归责原则的设定举足轻重。

无过错责任原则遵循的是“唯结果论”的逻辑,其优点是一方面能够给予违法者以震慑力,具有事后补救作用; 另一方面能够将司法机关从认定中介机构是否已尽“充分注意义务”中解放出来[19],节约司法成本。换言之,在无过错责任归责原则之下,规避处罚成为小概率事件,在实现威慑潜在违法者的同时,促使固有违法者在违法获利与高昂违法成本间进行理性选择,采取自身利益最大化的最优行为,降低未来违法可能。但是规避处罚作为小概率事件将处罚的几率大幅提升,并非必然意味着小概率的违法行为不能获利,并不能阻断中介机构违法的原始冲动。实行严格责任的初衷是希望通过中介机构对证券欺诈等损害投资者利益的行为负责来强化中介机构审查、认证服务的独立性,倒逼中介机构归位尽责,但事实是中介机构审查、认证是目前审核制也是未来注册制下 IPO 的必经环节,证券中介机构可通过“逆向选择”,提高收费标准的方式来填补违法获利损失[20],而发行人往往愿意在 IPO 成功公司市值被高估的获利范围内给付中介机构高昂费用,费用的提高可能会将真正的守法发行人拒之门外,最终将导致证券市场的崩溃。而过错责任原则的逻辑则是“唯原因论”,适用过错责任的前提是法律能够对中介机构的义务作出详细明确的规定,同时,中介机构是否遵循法律规定履行义务有明确的标准。但事实是上述前提都是不可能实现的,鉴于中介机构审查、验证等服务内容的复杂性,其具体义务内容不可避免地具有一定的多变性与复杂性,而从技术限制的角度来讲,即使中介服务机构尽到了足够的注意义务仍然可能有违法违规行为的发生。

综合来看,采用无过错责任原则要优于过错责任原则。从规则本身来讲,规制原则的最终落脚点在于立法,而适用严格责任原则可以最大限度实现立法要求,避免立法技术的限制所带来的立法原则化; 从现实角度出发,注册制模式相较于审核制来

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

讲，证监会由“审”到“监”的角色转化，监管方式由“事前”到“事中”“事后”的推移，权力由“政府”到“市场”的不断过渡，一定程度上赋予证券中介机构更多的权利空间，而与权利增加相对应的是责任的加重。目前证券市场证券中介机构的违法违规行为与责任的弱化存有直接关联，在注册制下投资者将过度暴露于市场，唯有归责的强化与责任的加重才能避免市场不完全给投资者带来的伤害。从法经济学成本与效益的角度出发，无过错责任原则的偏好也明显高于过错责任原则，无过错责任原则相较于过错责任义务内容的细化能够最经济地预防不法行为。但为了避免中介服务机构发生一旦承担责任便万劫不复的情况，需要设定一个责任上限。这主要是基于公平原则，毕竟在注册制下中介服务机构只是投资者的“一只眼睛”，投资者仍然需要依靠自身的能力来做出判断，对于投资者来讲其注意义务显然要高于中介服务机构，在发生发行人或者上市公司欺诈的情况下除需追究发行人或上市公司以及中介服务机构责任外，投资者自身仍然要为其未尽到充分的注意义务负责，所以全部不利后果不能由中介服务机构独自承担。因此在欺诈情况下，发行人或者上市公司应承担主要责任，而中介服务机构与投资者承担次要责任[21]。

（四）机构规模竞争去垄断化

声誉机制原本可以有效的约束证券服务机构执业，但是在目前的证券市场下，证券服务机构维持和保护声誉资本的动机逐渐丧失，这与中介服务市场的垄断不无关联[22]。目前证券市场业务主要被一些大型的中介机构所垄断，市场优胜劣汰的作用在此无济于事，无论中小型机构有多么完美的声誉也无法与大型律所的招牌相抗衡，因此中小型机构无力进军证券市场，而选择保守的业务内容。处于垄断地位的部门，其谈判协商的筹码极大，竞争亦无需过多依靠声誉，偌大的市场总能分到“一杯羹”。因此，目前需要采取激进的措施改变这种局面。证监会应将监管的方向从审核制下的具体的操作向注册制下市场环境的营造转移，在此问题上可考虑控制中介服务机构规模、拆分大型机构的可能性，因为对于中介服务机构来讲规模效应无关紧要，其业务是相互独立的，不需要具备较强的连贯性，所以可将其范围设定在构成一定垄断的标准之下。

十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，要推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资。因此，在发行体制向注册制转变的时代背景下，证券服务机构作用的发挥显得十分迫切。注册制下的证券市场服务机构究竟是会因循旧制还是改弦更张，在现代市场体系下的证券市场中证券中介机构会以何种姿态迎接注册制的实施，对此，我们将拭目以待。ML

参考文献：

[1] 耿利航. 中国证券市场中介机构的作用与约束机制[M]. 北京：法律出版社，2011(6)：11.

[2] Eugene F · Fama. Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work[J]. The Journel of Finance，1970，25(2)：383.

[3] 李木. 市场有效理论对我国股市发展的启示[J]. 财经科学. 2001(2)：75.

[4] 杜健荣. 法律与社会的共同演化[J]. 法制与社会发展. 2009(2)：114.

[5] 中国企业社会责任网. 中国上市公司社会责任信息披露研究报告(2014)[EB/OL]. [2015-04-20]. http://www.chinacsr.cn/index.asp.

[6] 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(7)：13.

[7] George A. Akerlot. The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism[J]. The Quarterly Journal of Economics，1970，84(3)：488.

[8] Stephen J. Choi，Jill E. Fisch. How to Fix Wall Street: A Voucher Finance Proposal for Securities Intermediates[J]. Yale Law Journal，2003，113：269.

[9] 林毅夫、李周. 现代企业制度的内涵与国有企业改革方向[J]. 经济研究. 1997(3)：3.

[10] 8000 家会计师事务所 40 家有证券业务资格[EB/OL]. [2015-02-20]. http://finance.people.com.cn/n/2015/0220/c1004-26584518.html.

[11] 中国证券业协会. 2014 年度证券公司经营数据

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

[EB/OL]. [2015 - 04 - 21]. http://www.sac.net.cn/hysj/zqgsjysj/201501/t20150120_116331.html.

[12] 中信(浙江)金翼赢家软件数据库。

[13] 郭雳. 中国证券律师业的职责与前景[C]//证券法苑,2012,第七卷:208.

[14] 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(7):41.

[15] David B. Kahn, Gary S. Lawson. Who Is the Boss[J]. Emory Law Journal,2004,53:392.

[16] Joshua Ronen. Post - enron Reform: Financial Statement Insurance and GAAP Revisited[J]. Stanford Journal of Law Business & Finance,2002 - 2003(8):39.

[17] 顾耕耘. 深化证券市场的制度改革需认真审视的几个问题[J]. 证券法苑,2012(6): 20 - 22.

[18] 郭锋. 构建资本市场中介机构的诚信机制[J]. 证券法苑,2013(8):42 - 44.

[19] Steven Shavell. Strict Liability Versus Negligence[J]. The Journal of Legal Studies,1980:5.

[20] Assaf Hamdani. Gatekeeper Liability[J]. Calif. L. Rev,2003,77:60.

[21] 韩力. 我国证券内幕交易案中投资者求偿权研究[J]. 重庆理工大学学报:社会科学,2015(2):72 - 76.

[22] 侯自赞. 经济法强、弱势主体限制与保护模式的传统与现代化[J]. 重庆工商大学学报(社会科学版),2015(5):8.

Research on IPO Supervision Mechanism of Securities Service Institution

HOU Dong-de, BO Ping-ping

(Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, China)

Abstract: The securities service institutions undertake verification, validation and audit duties in the IPO process, objective and fair securities service institutions' function in the accurate positioning of the company stock market value, the corporate governance optimization and risk prevention should not be overlooked. But the empirical sample analysis indicates that there are lots of illegal problems in the current stock market service institutions in China, one reason is the influence of external market factors, the other is the influence of laws and regulations in the securities service institution role dislocation, eventually leading to the loss of value. In the new situation of comprehensively promoting the IPO registration system reform, securities service institutions shall reformulate "Entrust and Surrogate" relationship from the theory and practice, establishing credit system, perfecting the litigation mechanism, creating multiple paths of self-restraint for securities service institutions.

Key Words: registration system; securities service institutions; role dislocation; investor protection

本文责任编辑:林士平

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net