

# 论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位

刘志云, 史欣媛

(厦门大学 法学院 福建 厦门 361005)

**摘要:**在我国股票发行注册制改革的历史机遇下,证券市场中介机构在保护投资者利益方面的作用更加凸显。但在实践中,“委托—代理”关系畸形、声誉约束机制失灵和违法违规成本低廉等三方面原因导致证券市场中介机构IPO违法违规频发,并进一步形成证券市场中介机构回归“看门人”角色本位的桎梏。从制度根源上,应改变既有的发行人委任模式,重构以证监会为委任人的“委托—代理”关系。同时从营造自由竞争的市场环境和加大力度方便投资者查询声誉信息两方面推进,建立市场化的声誉约束机制。此外,还应完善责任约束机制,建立民事责任、行政责任、刑事责任三者形成良好衔接的责任格局。

**关键词:**证券市场中介机构;看门人;角色迷失;理性归位

中图分类号: DF438.7 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2017.04.08

## 一、问题的提出

角色作为社会学概念,系指对群体或社会中具有某一特定身份的人的行为期待。长期以来,证券市场中介机构即被赋予了多样的角色期待,“看门

人”角色就是其中之一。哈耶克曾经论证,经济活动的信息是分散与不完整的,这些信息存在于相互独立的个体,中央计划者并不占有所有相关的知识<sup>[1]</sup>。面对证券市场存在的信息不对称困境,“看门人”角色应运而生。“看门人”以保护投资者利益为价值依归,承载着维护证券市场秩序之使命,承担着核验信息披露之义务,对于缓解信息不对称、降低交易成本甚有裨益<sup>[2]3</sup>。证券市场中介机构本该坚守“看门人”角色本位,勤勉尽责,以保护投资者利益作为唯一的价值诉求。然而,现实却是令人担忧的。近年来证券市场中介机构IPO违法违规行为屡见不鲜,成为我国资本市场监管的棘手问题。万福生科、绿大地、天丰节能、欣泰电气、振龙特产等一系列IPO违法违规事件皆牵涉到多方中

收稿日期: 2017-03-02

基金项目: 2017年度国家社科基金项目“新发展理念下中国金融机构社会责任立法问题研究”(17BFX009);厦门大学“中央高校基本科研业务费专项资金资助”(20720151038)

作者简介: 刘志云(1977),男,江西瑞金人,两岸关系和平发展协同创新中心/厦门大学法学院教授,博士生导师,金融法研究中心主任,法学博士;史欣媛(1991),女,辽宁沈阳人,两岸关系和平发展协同创新中心/厦门大学法学院经济法学专业博士生。

中介机构,显示出我国证券市场中介机构角色错位的行业乱象。中介机构俨然从保护投资者利益的“看门人”异化为迎合发行人顺利上市的“帮凶者”。证券市场中介机构缘何偏离“看门人”角色本位,选择与发行人同流合污?其中的缘由也正是“看门人”角色归位路上的桎梏与羁绊。唯有对引起“看门人”角色错位的原因进行剖析,方能采取相应措施予以回应与修复,进而使证券市场中介机构理性归位于“看门人”角色。

随着最近几年《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》《关于全面深化改革若干重大问题的决定》等文件的陆续颁布,以及我国股票发行注册制改革的各项工作的积极推进,作为一场以“让市场的归市场,政府的归政府”为背景的改革,发行人、中介机构、投资者、监管者等多方主体的角色和职责将不可避免地发生一系列嬗变<sup>[3]</sup>。其中,证监会收缩权力,对IPO信息披露不再进行实质性审核和价值判断已在理论界和实务界达成共识。此时,证券监管将更加倚重市场力量,中介机构无疑是市场中能够奉献力量的重要一员,在注册制改革中迎接空前机遇。故而,在此背景下研究证券市场中介机构偏离“看门人”角色的桎梏以及理性回归“看门人”角色的进路更是当务之急。然而,综观我国学界研究现状,有关证券市场中介机构“看门人”角色之理论著述寥寥,难以肩负起保护投资者利益之学术使命。是故,在股票发行注册制改革这一难得的制度机遇下,对证券市场中介机构“看门人”角色理性归位的桎梏进行探析,并在此基础上厘清其“看门人”角色理性归位之努力方向,无疑具有深刻的理论意义与现实意义。

## 二、证券市场中介机构“看门人”角色的本质及其在实践中的迷失

### (一)“看门人”角色的本质透析

看门人(gatekeeper)一词广泛运用于社会科学

的诸多领域,通常而言,该词蕴含着某种外部监察的意思。在资本市场领域,“看门人”特指券商、律师、会计师、审计师、证券分析师等中介机构。许多学者注意到了“看门人”角色的重要性,并对此进行了多方面研究,如哈佛大学法学院教授 Reinier H. Kreakman 在 20 世纪 80 年代最早提出“看门人”定义,认为“看门人”担负着在市场交易中阻止不当行为的职责,是“能够通过不合作或不同意的方式来实现阻断违法目的的市场专业人士”<sup>[4]</sup>;哥伦比亚大学法学院教授 John C. Coffee Jr. 认为“看门人”理论的核心在于声誉资本绑定机制,据此将“看门人”界定为“那些以自己职业声誉为担保向投资者保证发行证券品质的各种市场中介机构”<sup>[2]</sup>;哈佛大学法学院教授 Assaf Hamdani 指出,在“看门人”提供服务对投资者进入特定市场是必要的理论预设下,“看门人”是指向“希望进入特定市场或从事特定活动的客户提供所必需的服务或销售商品的组织”<sup>[5]</sup>。总体而言,学者对于“看门人”的勘定虽在表述上略有差异,但从其相关描述中可窥探出,学者对“看门人”的本质特征已达成如下共识性认知:

其一,“看门人”以保护投资者利益为价值依归。信息经济学通说认为,证券市场存在严重的信息不对称。以证券发行为例,发行人在进行信息披露时往往会陷入“集体行动”的“囚徒困境”:潜在发行者数量众多,其无法一致行动选择诚实披露信息,于是“经济人理性”驱使分散的发行人采用虚假披露的“最优策略”,以实现利益最大化<sup>[6]</sup>。此时,所有投资者将无法辨别不同程度的机会主义风险,进而引发“柠檬市场”(the market for lemons)<sup>①</sup>难题。“看门人”的功用即在于为投资者提供信息收

① 柠檬市场是指交易双方对质量信息的获得是不对称的,卖方可以利用这种信息的不对称性对买方进行欺骗,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。(参见:George A. Akerlof, The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488-500.)

集、加工、传输和验证服务,确保信息披露的真实性、准确性与完整性。由此观之,“看门人”可帮助投资者甄别有效信息和诚实发行人,其以维护投资者利益为终极目标与价值依归。诚如学者所言:“‘看门人’的角色定位乃为投资者服务。”<sup>[7]</sup>

其二,“看门人”功能发挥的核心载体为“声誉资本”(reputational capital)。在准入门槛较低的自由竞争市场上,良好的声誉是“看门人”生存和发展的基础,而“看门人”针对发行人信息披露所出具的法律意见书、招股说明书、评估报告、审计报告等都会影响其“声誉资本”。由于“看门人”的核验结果是公开、直观、连续的,其可靠性随时受到市场的检验,故而投资者很容易对“看门人”建立起累积印象,并以此作为是否继续信赖该“看门人”的依据。事实上,“看门人”的执业行为亦是以其“声誉资本”为发行人信息质量提供担保,为发行人的信誉进行“升级”或“加保”<sup>[8]</sup>。“声誉卓著的投资银行的名字可以提高先前不为人知的发行人的可信度,投资者则可能仅以承销商的声誉为依据决定是否购买发行人所发行的证券。”<sup>[9]</sup>因此,为获得发行人的持续信赖和投资者的良好评价,“看门人”不得不勤勉尽责、恪尽职守,极力确保核验结果的可靠性,小心谨慎地维护并增进其“声誉资本”。

其三,“看门人”功能实现的前置要件为具有独立性。“看门人”肩负保护投资者利益的庄严使命,这就要求“看门人”在执业时必须保持客观、中立,基于投资者利益保护之诉求勤勉尽职,核验发行人信息的真实性、准确性和完整性。需要注意的是,前述“看门人”以其“声誉资本”作担保为发行人增信的前提是信息披露符合要求,而非单纯为发行人利益行事,成为发行人的“私人保镖”,“看门人”的终极目标依然在于保护投资者利益。在1984年美国联邦最高法院审理的一起经典案例“U. S. v. Arthur Young&Co. et al. 案”中,首席大法官 William Burger 即指出,“作为社会大众的‘看门人’的会计师在任何时候都要保持与发行人之间的完全独立,

应对投资者的信赖负有完全义务。”<sup>①</sup>故而,为更好地履行职能,“看门人”必须独立于发行人,避免产生利益冲突。

## (二) 证券市场中介机构的角色迷失

如前所述,“看门人”机制有助于解决“柠檬难题”,加强对投资者利益的保护,因而证券市场中介机构业已成为国外成熟证券监管体系中不可或缺的重要组成部分<sup>[10]</sup>。中国制度设计者在建立资本市场伊始就深刻认识到,中国证券市场尚处于初级阶段,监管资源有限,于是设立了第三方(中介)执行机制,大力发展与培育中介机构,以协助证监会共同治理证券市场。然而从目前来看,这样的美好愿景在中国特色市场环境及制度环境下已然幻灭,证监会希望借助中介机构的“专业技能”与“声誉约束”延伸其监管触角,提前展开有效的市场控制的理性设计几乎完全落空<sup>[11]</sup>。

表1:2011年~2016年证券市场中介机构IPO  
违法违规行政处罚数量统计表

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	总计 (例)
证券公司	0	0	4	2	0	3	9
律师事务所	0	0	4	1	0	1	6
会计师事务所	1	2	6	4	0	4	17
资产评估机构	0	0	0	0	1	2	3
总计(例)	1	2	14	7	1	10	35

表1为根据2011年~2016年证监会公布的有关证券市场中介机构未勤勉尽责,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行政处罚决定书,梳理与归纳的年度处罚数量统计表<sup>②</sup>。单从数据来看,除2013年和2016年外,其余年份中

① 参见: U. S. v. Arthur Young&Co. et al. 465 U. S. 805 817-818(1984)。

② 参见: 中国证券监督管理委员会. 中国证券监督管理委员会官方网站行政处罚决定专栏[EB/OL]. [2017-01-20]. <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>. 统计日期截止至2017年1月20日。

中介机构涉嫌违法的案件数量均为个位数,看似不多。但事实上,2013年和2016年证监会乃基于政策要求明显加大了处罚力度,因而这两年调查出的IPO违法违规数量明显增多,但此数量应是常态,处罚数量的多少关键取决于执法力度。2013年3月18日,前证监会主席肖钢上任后,对资本市场进行了大刀阔斧的整饬,核查风暴席卷了诟病许久的A股市场,特别是IPO。在此过程中,证监会查处了多家中介机构。而在经历2015年股灾之后,2016年2月20日,刘士余正式接棒证监会主席一职,并在该年两会期间明确表态要“从严监管、依法监管、全面监管”和“保护投资者合法权益”。此后着力部署会计师、评估机构等中介机构IPO违法违规专项执法行动,查处了多家中介机构。可见,2013年和2016年中介机构IPO违法违规数量居多内嵌着政策原因,在严苛的政策背景下,证监会加大了执法力度,查处出不少违法违规的中介机构。缘此推论,其余年份的违法违规数量理论上不止于表格记载的数字,若取2013年和2016年数据之平均数,至少年均均有12例中介机构IPO违法违规案件。

值得注意的是,在35份行政处罚决定书中共涉及21家上市公司,其中有5例上市公司IPO违法违规案件牵涉了保荐人、律师、会计师等三方中介机构,另有2例牵涉两方中介机构<sup>①</sup>。换言之,在IPO违法违规案件中有1/3是中介机构“联合行骗”的结果。最具标杆意义的则是证监会于2013年9月对万福生科所作的处罚。万福生科因涉嫌财务造假被查处,平安证券、中磊会计师事务所和湖南博鳌律师事务所三方中介机构皆受到了处罚<sup>②</sup>。可见,中介机构与发行人之间以及中介机构相互之间进行合谋,共同策划骗局俨然成为IPO违法违规的常见形式,本该保护投资者利益的“看门人”如今却沦为了发行人的集体“帮凶”。Henry Friendly法官在著名的“United State v. Benjamin案”中有一个形象的比喻:“在我们如今这个复杂的社会中,会计师的证明和律师的法律意见书作为导

致经济损失的工具,比凿子、撬棍更为厉害。”<sup>③</sup>

无疑,近些年接连查处的证券市场中介机构IPO违法违规案件以及其中的“联合行骗”现象昭示出中介机构严重背离“看门人”角色的倾向与态势。中介机构肆无忌惮地失信,将严重摧毁投资者对证券市场的信心,破坏证券市场秩序。是故,法律有必要对此作出理性回应。

### 三、证券市场中介机构“看门人”角色理性归位的桎梏

作为一个理性的行为主体,证券市场中介机构选择偏向发行人利益,背后必然有着复杂的利益驱动机制。那么,究竟是何种原因导致其冒险选择丧失安身立命的“声誉资本”,背离以保护投资者利益为价值依归的“看门人”角色使命?

#### (一)“委托—代理”关系畸形

尽管“看门人”角色的设定初衷是保护投资者利益,但实践中频频爆发的中介机构失信乱象亦向人们发出警示:“看门人”的制度设计存在致命要害——“委托—代理”关系出现严重畸形。当前IPO市场呈现出发行人、中介机构与投资者三方主体的复杂交易结构,超越了委托合同中二元主体的常态。

根据《证券法》《证券发行上市保荐业务管理办法》《首次公开发行股票并上市管理办法》《证券发

<sup>①</sup> 根据证监会公布的2011年~2016年行政处罚决定书,在天丰节能、广东新大地生物科技、山西天能科技、万福生科、云南绿大地生物科技等IPO违法违规案件中,保荐人、律师事务所、会计师事务所等中介机构均牵涉其中;振龙特产IPO违法违规案件牵涉保荐人、律师事务所两方中介机构;欣泰电气IPO违法违规案件牵涉保荐人、会计师事务所两方中介机构。(参见:中国证券监督管理委员会、中国证券监督管理委员会官方网站行政处罚决定专栏[EB/OL].[2017-01-20].<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>.)

<sup>②</sup> 参见:中国证券监督管理委员会、中国证券监督管理委员会官方网站行政处罚决定专栏[EB/OL].[2017-01-20].<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>.)

<sup>③</sup> 参见:United State v. Benjamin,328 F.2d 854,863(2d Cir.) cert.denied,377 U.S.953(1964).

行与承销管理办法》等相关规定,发行人享有聘用中介机构的决定权并向中介机构支付报酬。然而,如此的委托—代理关系设计必然引发中介机构的“角色冲突”问题:一方面,从委托人即发行人的立场出发,其为顺利筹资,往往不期望中介机构将可能影响其发行、上市或股价的信息公布于众。同时,依据行为经济学理论,资本市场泡沫化是中国经济转型的必经“痛点”,在这样的市场环境下,投资者也并不会过多倚赖中介机构的核验结果<sup>[11]</sup>。故而,对于发行人而言,聘任中介机构仅是一种重复负担,尤其在注册制改革背景下,证监会不再对信息进行实质性审核和价值判断,意味着股票发行与上市变得相对简单<sup>[12]</sup>。如此,中介机构在发行人眼中更无用武之地。一言以蔽之,低质量、不负责的中介机构似乎更能讨发行人欢心;另一方面,从投资者的立场出发,作为以保护投资者利益为价值依归的“看门人”,中介机构理应勤勉尽责,对发行人的注册文件进行审慎核查。但如前所述,这无疑会与发行人利益发生冲突。正是由于中介机构“身兼多角”,其在执业中经常陷入角色迷失的彷徨之中。

面对角色冲突,证券市场中介机构因如下原因,在实践中往往庇护发行人利益:一是出于“发展业务”的需要。证券公司、律师事务所、注册会计师事务所等中介机构的业务范围除去IPO等业务外,还包括业务咨询等其他内容。譬如,根据《证券法》第125条规定,证券公司的业务范围包括证券经纪业务、证券投资咨询业务、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务、证券承销与保荐业务、证券自营业务、证券资产管理业务等。同时,根据证券业协会发布的证券公司相关经营数据,证券承销与保荐业务净收入占主营业务总收入的15.7%<sup>[13]</sup>。不难发现,保荐业务只占证券公司业务范围的很小比例,但保荐业务的客户很有可能是其他业务的潜在客户。因此,在利益的诱惑下,中介机构与发行人之间便产生了利益输送的可能,宝贵的客户资源

驱使中介机构最终投向客户的阵营,进而引致发行人与投资者间的利益冲突。二是基于顺利获得报酬的动机。譬如,在畸形的“委托—代理”关系下,我国保荐人采取了“风险收费”模式<sup>[14]</sup>,即对于“保荐费”和“承销费”不作区分,只有公司成功上市以后保荐人才能按照一定比例获得相应费用。如此一来,保荐人往往会倾向于以“过会”为目的而推进项目,漠视尽职调查的执业操守。对此,John C. Coffee Jr.教授将中介机构比作公众利益的“看门狗”(watchdogs),认为其在日常喂养的主人面前,看门狗经常会变成一个宠物<sup>[2]335</sup>。综上,畸形的“委托—代理”关系乃导致证券市场中介机构偏离“看门人”角色的制度根源。

## (二) 声誉约束机制失灵

“认证中介理论”认为,面对证券市场存在的信息不对称问题,企业在上市过程中聘请中介机构的,目的乃通过借由中介机构的声誉来向投资者传达其股票价格与企业的内部信息质量是相一致的。故而中介机构的声誉越高,与之相关的IPO企业信息披露质量越能得到投资者的信任<sup>[15]</sup>。换言之,中介机构所富有的声誉和经验本身即可向潜在投资者传递证券的投资价值信息。基于声誉的约束,中介机构原则上会严格履行职责,以期建立良好的声誉资本从而获得发行人和投资者的信赖。然而,现实却是部分中介机构无视声誉资本的约束作用,在短期利益(发行人许诺的利益)和长远利益(声誉资本)的博弈中,中介机构选择了前者。究竟是基于何种考量致使中介机构甘愿牺牲长期建立的声誉资本?我们认为,其中的原因概而言之有二:

### 1. 中介机构的行业垄断

诚然,目前券商、律师、会计师等行业有众多具有竞争关系的中介机构从事IPO审核业务,但真正能吸引多数发行人目光的仅有几家名声较大的机构。换言之,证券市场业务具有明显的垄断特性。市场优胜劣汰的作用在垄断市场无济于事,无论中

小型中介机构有多么完美的声誉亦无法与大型中介机构的招牌相抗衡。以保荐业务为例,2016年IPO保荐业务数量排名前11的证券公司所承揽的保荐业务数量之和就已占共计103家证券公司承揽的保荐业务总数的51%<sup>[16]</sup>。可见证券保荐业务具有较高的市场集中度,少数证券公司“瓜分”了证券保荐市场的“半壁江山”。而在2011年~2016年证监会公布的有关证券市场中介机构IPO违法违规的行政处罚决定书中,涉及证券公司的案子有9起,其中有4起案子中违法违规的证券公司系IPO保荐业务数量排名前15的证券公司。不难发现,声誉约束机制对于大型保荐人来说近乎失灵。同样,根据注册会计师协会发布的数据,2015年大多数上市公司财务报表审计业务集中于少数几家会计师事务所。其中5家会计师事务所承接的上市公司财务报表审计业务数量就已占共计40家会计师事务所承接的上市公司财务报表审计业务数量的52%<sup>[17]</sup>。而2011年~2016年共有11家会计师事务所涉嫌IPO违法违规,其中有7家会计师事务所所在综合评价前百家会计师事务所中排名前30<sup>[18]</sup>。这进一步印证了声誉约束机制在垄断行业难以发挥应有功用。

声誉约束机制在垄断市场失灵,究其原委,一方面在于对投资者而言,其在垄断市场通常难以甄别不同的大型中介机构,仅能认出个大概。“每一家事务所都会遇到声誉打击这种尴尬的时刻,但不会给投资者留下长久的记忆。”<sup>[2]321</sup>这就为证券市场中介机构与发行人同流合污创造了有利条件。另一方面,出于共同的经济利益,竞争者之间往往有共谋或者串通限制竞争的倾向。诚如亚当·斯密所言,若同类产品的生产者聚集在一起,其目的便是商讨如何对付消费者<sup>[19]</sup>。在垄断市场,竞争者深知,没有竞争对手会给自己制造麻烦,大家都是一丘之貉。故而在一个高度集中的市场,中介机构作为理性的“经济人”,大家共谋维持一个低水平的服

务质量标准,决定不在声誉方面进行竞争即是一个理性的策略选择。

## 2. 中介机构声誉信息的非有效传递

根据Kreps教授构造的声誉机制博弈模型,声誉机制发生作用的关键在于“当事人的不诚实行为能被及时观察到”<sup>①</sup>。这事实上反映的是中介机构声誉信息的传递问题,唯有投资者和发行人能够及时、便捷地观测与查询到中介机构的声誉状况,方能合理抉择出可被信任的中介机构,由此对中介机构形成声誉约束机制。故而,建立有效的中介机构声誉信息传递机制对于声誉约束机制作用的顺利发挥尤为关键。然而,实践中有关中介机构声誉的信息流动缓慢,声誉信号的发送者和声誉信号的接收者之间存在着严重的信息不对称。虽然我国监管部门目前已经建立中介机构及其人员信用评价体系,但散见于不同的政府网站,不便于公众投资者查询。另外,证监会于2012年7月25日发布的《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》(以下简称《办法》)虽然明确了声誉机制的约束、激励和引导作用,但仔细审视,《办法》中的相关规定亦存在弊端,阻碍中介机构声誉信息的有效传递。譬如,根据《办法》第16条之规定,投资者只能查询自己的诚信信息,但未被赋予查询证券市场中介机构及其相关从业人员的诚信信息的权利<sup>②</sup>。显然,此规定不利于社会公众投资者对拟上市公司聘请的中介

① Kreps教授通过构造声誉机制博弈模型,推论出声誉机制发生作用的四个条件:一是博弈具有可重复性;二是代理人具有可观的收益;三是当事人的不诚实行为能被及时观察到;四是具有一定的惩治机制。目前享有良好声誉的中介机构都是建立在其具有丰富的推荐IPO成功经验的基础之上,故满足条件一;证券公司、律所、会计师事务所在推荐IPO业务方面素来费用不菲,故满足条件二。对于条件四的讨论详见下文。(参见:James E. Alt&Kenneth A. Shepsle. Perspectives on Positive Political Economy [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990: 90 - 143.)

② 《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第16条规定“公民、法人或其他组织提出诚信信息查询申请,符合以下条件之一的,中国证监会及其派出机构应当予以办理:(一)公民、法人或其他组织申请查询自己的诚信信息的……”

机构及其人员声誉作出评判,由此弱化声誉约束机制的功用。上述因素致使绝大部分的投资者对中介机构的声誉情况知之甚少,那些对信息具有强烈需求的客户很难方便搜寻到有关中介机构声誉的详细信息,从而导致投资者因声誉信息搜寻成本过高而舍弃对声誉的需求,在市场中进行盲目或错误的选择。

### (三) 违法违规成本低廉

“在注册制改革背景下,投资者将过度暴露于市场,唯有责任的加重方能避免市场不完全给投资者带来的伤害。”<sup>[7]106</sup>然而,目前我国对中介机构IPO违法违规行为的处罚力度过轻,法律制裁预期成本明显低于预期收益。具体而言:其一,尽管我国法律已就中介机构IPO违法违规行为规定了相应民事责任、行政责任和刑事责任,但在实践中,中介机构大多只承担行政责任。目前我国在刑法的适用方面较为谦抑和谨慎,往往认为中介机构IPO违法违规行为未达到入罪的要求,因而中介机构承担刑事责任是极为少见的<sup>[3]23</sup>。对于民事责任,依据最高人民法院于2003年1月9日发布的《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》之规定,提起证券民事诉讼需要以证券监管机构对违法行为的行政处罚决定作为前置程序<sup>①</sup>,故而实践中能顺利进入民事诉讼程序的相关案件不多,诉权保障严重不足。即使进入诉讼环节,投资者亦会面临举证烦琐、认证难、耗时长、成本高、投资者分散、诉讼结构不确定等诸多困难,因此多数投资者不会诉诸民事诉讼来保障权益。此时,证监会即担当起了重任,对中介机构施以行政处罚以试图达到阻吓效果。无疑,对于中介机构的违法违规行为,民事责任和刑事责任几乎起不到实质性作用,仅仰仗行政处罚难以对中介机构造成严厉的威慑。

其二,证监会对于中介机构的行政处罚力度过轻。根据《证券法》第192条和223条之规定,保荐人、律师事务所等中介机构所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,证监会将没收业务收入,并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款<sup>②</sup>。根据文义解释,对中介机构施加罚款应以取得业务收入为前提,而我国执法实践亦依循此解释对相关主体进行处罚。如证监会于2013年10月15日对南京证券有限责任公司的IPO违法违规行为仅处以警告,原因即为“因其未取得业务收入,不再给予罚款处罚”<sup>[20]</sup>。无疑,此规定明显限缩了中介机构的责任范围,结果只能进一步纵容中介机构的失信行为。因为在实践中,保荐费用通常连同承销费用在企业成功上市后统一支付。这意味着,在企业成功上市前中介机构实施的失信行为即使被发现,因其尚未获得收入,证监会亦无法对其处以罚款。低廉的违法成本以及丰厚的利润驱使中介机构逐渐偏离“看门人”角色,成为发行人的“看门狗”。此外,根据2011年~2016年证监会公布的证券市场中介机构罚款情况,实践中证监会对于中介机构大多处以业务收入的1倍和2倍罚款(见表2),分别占比31.4%和37.2%,另有20%甚至没有处以罚款,只是作警告处理。这对于收入丰厚的中介机构来说,显然难以达到阻吓之效果。

① 《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108条规定的,人民法院应当受理。”

② 《中华人民共和国证券法》第192条规定“保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书,或者不履行其他法定职责的,责令改正,给予警告,没收业务收入,并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款……”;《中华人民共和国证券法》第223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……”

表 2: 2011 年 ~ 2016 年证监会公布的证券市场  
中介机构罚款情况统计表

	无罚款	1 倍	2 倍	3 倍	4 倍	5 倍	总计
数量(例)	7	11	13	4	0	0	35
比例(%)	20	31.4	37.2	11.4	0	0	100

总而言之,我国对中介机构 IPO 违法违规行为的处罚是较轻的。如此轻度处罚的立法与执法态度于违法者而言,违法成本可能小于其违法收益,造成“违法合算”,难以威慑其继续或再度违法;另一方面于潜在违法者而言,“违法合算”可能会鼓励其从事违法行为,造成激励违法的扭曲现象,难以实现处罚的威慑目标。

#### 四、证券市场中介机构“看门人”角色理性归位的进路

##### (一) 重构以证监会为委任人的“委托—代理”关系

如前所述,委托人与代理人的利益不一致乃引发中介机构“角色冲突”的症结所在。是故,重构“委托—代理”关系,寻找一个“强大的委托人”是走出“角色冲突”藩篱的出路。此时须进一步追问:何人为“强大的委托人”?对此,诸多学者发表了不同观点:首先,有观点认为,以投资者作为委托人,可以起到防范中介机构失信作用,因为投资者与中介机构具有利益的一致性,皆共同致力于监督核验发行人信息披露的真实性、准确性与完整性。然而,在我们看来,这是不切实际的空谈。中国的投资者多为散户,分布范围广,如此庞大而分散的投资者存在“集体行动问题”,中介机构与投资者群体难以达成有效率的服务条款<sup>[21]</sup>。尤其在投机性浓厚的中国证券市场,理性的思维、合理的谨慎以及必要的怀疑都会被束之高阁,在很大程度上中介机构的存在早已被狂热的投资者遗忘。故而,以投资者作为委托人并非理想方案;其次,有观点指出可以发行人的股东大会、监事会等特定机构作为委托人。

此方案看似隔离了发行公司管理层对中介机构的控制,但其依然难以解决证券市场中介机构的角色冲突问题,原因有二:一是股东大会中很多股东带有投机目的,期望公司顺利上市以筹集资金,同时,很多管理层亦持有大量股权,因而以股东大会作为委托人仍然会给中介机构的勤勉尽职造成压力。二是公司监事会中的股东代表由股东大会选举产生,如前所述,股东大会事实上也是由控股股东和管理层控制,故监事会自身的非独立性难以担当委托人重任。总之,中介机构作为“看门人”的角色定位决定了其委托人应与发行公司的股东大会、监事会、管理层等任何机构脱离利益关系,保持自身独立性。再次,有观点提出可以证券交易所作为委托人。证券交易所作为管理证券秩序的组织,带有某种“公共监管者”的性质,因而以证券交易所作为委托人雇佣中介机构并给付薪酬,可脱离发行人控制,避免利益冲突。然而,我们认为,证券交易所亦会陷入角色冲突的窠臼。证券交易所上市费用为收入来源,在此利益驱动下,其希望中介机构能够帮助发行人顺利过会并成功上市。故证券交易所也并非合适的委托人。最后,有观点指出可在既有“委托—代理”关系的框架下引入保险机构监督中介机构。具言之,发行人向保险公司购买“财务报告险”,此后若发现投保的财务报告虚假或者违规,投资者即可从保险公司获赔相关市场损失。为保护自身利益,保险公司自然更有动力去密切监督审计师,从而防范审计师的失信行为。此种提法看似新颖,但仍存在较大局限性:一是保险公司可以通过向客户收取高额保险费的方式涵盖可能的损失,因而其缺乏足够的动力去监督中介机构。二是若保单签发后才发现发行人的信息披露违规,保险公司事实上和发行人一样具有掩盖欺诈信息的动机。是故,投保保险公司也并非可行之策。

综合上述各方观点的优势及局限性,我们认为,“强大的委托人”须具备以下特质:其一,不存在

帮助发行人过会上市的动机;其二,具有监督证券市场中介机构执业行为的内在激励。循此思路,由证监会担任委托人乃可行路径。一方面,证监会作为中立的监管机构,与发行人并无利益关系,唯一的担忧是其可能会帮助国企过会上市。事实上,近些年地方政府纷纷开展融资平台来满足其庞大的融资需求,此种方式较之于国企上市融资方式,成本更低、阻碍更小。故而实践中政府已几乎不再通过操纵国企上市的方式进行融资<sup>[22]</sup>。换言之,证监会并不存在帮助国企过会上市的动机;另一方面,在注册制改革背景下,证监会的职责将回归监管本位,终极目标为保护投资者利益<sup>[23]</sup>。而中介机构作为证监会市场监督触角的延伸,恰恰是通过履行“看门人”职责,承担部分公共职能,从而保护投资者利益。故从根本上说,中介机构与证监会基于公共监管者的角色定位而具有利益的一致性,正因如此,证监会具有监督证券市场中介机构的内在激励。如学者所言,“由证监会选任‘看门人’能够最大限度地维护我国资本市场的稳定。”<sup>[24]</sup>

在此“委托—代理”关系框架下,由于报酬给付机制的设计乃又一重大命题,我们将另作研究,故在此不作赘述,仅说明机制设计的核心要点:一是聘用中介机构的费用不能由发行人私下给付;二是中介机构的选任不能由发行人决定;三是应避免“不成功,不收费”的制度安排;四是应对保荐费和承销费作出有效界分。

## (二) 建立市场化的声誉约束机制

### 1. 营造自由竞争的市场环境

在证券市场领域,垄断对于“看门人”的影响乃富有争议的命题:垄断虽会导致证券市场中介机构忽视服务质量,弱化声誉约束机制的作用,但在既有“委托—代理”关系框架下却可为中介机构更好地抵制来自发行人方面的压力助力,促使其有效发挥监督职能。在我们看来,营造自由竞争的市场环境方能实现社会整体利益的最大化,其优势大于垄

断。尽管垄断可在一定程度上提升中介机构之能力与地位,但事实上,解决问题的关键仍在于“委托—代理”关系的重构。一旦发行人不再成为中介机构的选任人和报酬的给付者,中介机构自然可脱离发行人的控制,更无须借用“垄断”这一扭曲市场竞争机制的极端方式来同发行人抗衡。是故,打破垄断,建立自由竞争的市场秩序,乃提升中介机构执业质量,加强声誉机制的约束作用之可行路径。

如前所述,目前我国少数几家大型中介机构承揽了大多数的IPO业务,且随着中介机构兼并重组不断涌现,大型中介机构的规模会越来越大,垄断的行业格局将愈演愈烈。鉴于此,建议合理调控中介机构的并购重组规模,既要有序扩大,又要严控风险,防止因地方保护主义或“价格战”等因素造成“劣币驱逐良币”。另外,注册制改革将真正让市场在资源配置中起决定性作用。故而,厘清政府与市场的关系,建立以行业协会自律为主,行政监管为辅的监管模式,乃肃清证券市场中介机构的行业秩序,促进中介机构自由竞争的有效途径。在此强调行业协会与政府部门的协同监管作用,共同为声誉约束机制发挥应有功用创造良好的外部环境。

### 2. 加大力度方便投资者查询声誉信息

在原来严苛的管制条件下,投资者是基于对政府的信任而购买股票。而如今在注册制下,政府权力收缩,权力交还市场,投资者将更加依赖中介机构对信息的核验来判断证券价值,故而中介机构的声誉对于投资者进行证券投资而言至关重要。为了使中介机构信用信息进行有效传递,方便投资者知悉发行信息,在此我们提出如下建议:其一,拓宽声誉信息的传递渠道。如前所述,目前有关证券市场中介机构的信用评价散见于各个不同部门官网,不利于投资者搜寻。对此,简单而有效的方式即为强制要求在招股说明书中披露中介机构及其相关从业人员的诚信信息,使得投资者能够通过招股说明书便捷地知悉中介机构的信用状况。如此一来,

既可激励中介机构及其从业人员勤勉尽责,不断提高服务质量和业务能力,亦可在现行“委托—代理”模式下,倒逼发行人只去选任声誉状况良好的中介机构为其增信,从而形成良性循环。此外,应以全国性的行业组织或者行业监管部门的传播为主,并结合网络信息技术、股票软件、电视公告及报纸杂志等媒体广泛性和及时性的优点,对行业声誉信息进行有效、快速的传播。其二,对《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》作出修正,赋予投资者向中国证监会及其派出机构查询证券市场中介机构及其相关从业人员诚信信息的权利,为投资者查询中介机构声誉信息提供便利条件,以充分发挥舆论监督的重要作用。长此以往,方能实现声誉对资本市场投资方向的顺利引导,牵动发行人对高声誉中介机构的需求,最终在证券IPO市场真正形成以声誉为指导的优胜劣汰之公平竞争机制。

### (三) 完善责任约束机制

欲对证券市场中介机构进行有力约束,理想上应当建立民事责任、行政责任、刑事责任三者形成良好衔接的责任格局<sup>[31]</sup><sup>24</sup>。然而,实践中我国针对证券市场中介机构IPO违法违规行为主要课以行政责任,民事责任和刑事责任未能发挥实质性作用。其中的原因如前文所述,既有立法上的缺陷,亦有执法上的不足。对此,我们拟提出如下建议:

在民事责任方面,因证券市场虚假陈述行为侵权赔偿诉讼前置程序的设置对投资者提起诉讼形成了一定的阻碍,故而取消前置程序的诉讼无疑是改革的方向与趋势<sup>①</sup>。但应当明晰的是,短期内保留证券市场虚假陈述行为侵权赔偿诉讼前置程序乃符合中国国情的务实做法<sup>[25]</sup>。因为我国法院目前尚缺乏审理证券民事赔偿诉讼所必需的资源 and 技能,故而法院仍须借助证监会等专业执法机构对于证券违法违规行为进行认定并制止诉讼的失控和蔓延<sup>[26]</sup>。鉴于此,建议我国采取循序渐进的温和改革思路,在维持既有前置程序的同时,充分发挥

专家的作用,共同参与证券市场虚假陈述等侵权赔偿案件的审判。待法院积累了一定经验,具备了审理此类案件所需的专业技能和资源后再彻底废除前置程序<sup>[27]</sup>。此外,证券市场虚假陈述系侵犯不特定民众小额利益的大众侵权行为,我国传统诉讼机制显然难以处理此种纠纷。而美国的集团诉讼正是伴随着处理小额多数侵权纠纷的社会需求应运而生,能有效解决传统诉讼的“集体行动困境”难题<sup>[28]</sup>。故而目前很多学者建议我国引入集团诉讼制度<sup>②</sup>。但须进一步拷问的是,引入美国集团诉讼是解决中国问题的合理方案吗?我们认为,在此问题上须秉持谨慎态度。一方面,美国的集团诉讼本身存在诸多缺陷,如诉讼滥用、和解逼迫、和解勾结等问题;另一方面,集团诉讼移植过程存在本土化问题,若引用还须考虑相关的配套机制,工程浩大。故而在中国语境下,目前理想的做法应当是完善证据认定规则和责任归责原则,并引入专家辅助人制度,以帮助投资者顺利进行诉讼。

无疑,欲通过民事责任发挥约束中介机构的良性作用任重而道远,故而在中短期内,优化行政责任立法和执法理念、方式或许是更为理性的选择。前已述及,我国《证券法》目前规定对中介机构IPO违法违规行处罚款应以取得业务收入为前提

① 代表性成果包括:刘敏.论民事诉讼前置程序[J].中国法学,2011(6):106-116;王建敏.证券民事诉讼的形式以及前置程序分析[J].政法论丛,2005(2):69-73;谭秋桂.证券民事赔偿案件诉讼程序若干问题分析[J].现代法学,2005(1):125-131;贾纬.证券市场侵权民事责任之发轫——解析《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》[J].法律适用,2003(3):4-12;等。另外,最高人民法院在其重点调研课题“证券欺诈行为的民事责任调研报告”之成果《关于审理证券侵权纠纷案件的若干规定(试拟稿)》中,亦建议取消证券侵权诉讼前置程序。

② 代表性成果包括:章武生.论群体性纠纷的解决机制——美国集团诉讼的分析和借鉴[J].中国法学,2007(3):20-30;胡永庆.证券欺诈民事赔偿案件中集团诉讼模式之构建[J].比较法研究,2004(4):105-120;耿利航.群体诉讼与司法局限性——以证券欺诈民事集团诉讼为例[J].法学研究,2006(3):63-76;汤维建.陈巍.缝隙策略:我国集团诉讼制度的移植路径探析[J].政治与法律,2008(1):111-116;等。

条件 这对于尚未在企业成功上市前取得业务收入的中介机构而言显然起不到任何威慑作用。令人欣慰的是 2015 年 4 月 20 日第十二届全国人大常委会第十四次会议审议的《中华人民共和国证券法(草案)》(以下简称《草案》)对此规定作了重大调整。《草案》第 271 条和第 322 条根据保荐人和证券服务机构业务收入的不同,针对没有业务收入的情形分别规定了不同的惩罚数额区间<sup>①</sup>。这一修订弥补了《证券法》的缺憾,对中介机构 IPO 违法违规行为的惩处更为严厉与全面,可谓《证券法》的一大进步。此外,学界很多学者提出针对中介机构 IPO 违法违规行为应建立惩罚性赔偿制度,取消罚款 5 倍上限。然而,“没有法律责任,中介机构可能会肆无忌惮。但若法律责任过于苛刻,为规避责任,中介机构服务又可能变得没有多少用处”<sup>[2][37]</sup>。换言之,为避免风险,中介机构可能会选择拒绝为新兴行业或小企业提供服务,而这些公司恰恰却是最需要通过 IPO 进行融资的公司。是故,我们认为不宜取消罚款上限,对中介机构过于苛刻。事实上,通过前述实证分析可知,我国当前法律规定的罚款标准不低,真正的问题在于行政执法层面。鉴于此,建议证监会制定相关细则,明晰对中介机构处以业务收入的 5 倍罚款之情形,以此适度增加对中介机构的处罚力度。

另外,考虑到打击中介机构 IPO 违法违规行为的迫切需要以及民事、行政责任作用的无力,我国应更加重视刑事处罚在惩处中介机构 IPO 违法违规行为方面的重要作用。针对行政执法机关“以罚代刑”问题,建议加强公安机关与行政执法机关的通力协作,不断完善行政认定与刑事认定的衔接,从而提升证券犯罪的刑事惩治力度。

## 五、结束语

注册制改革一方面降低了企业股票发行成本,

促进了金融效率;另一方面却将投资者置于信息披露质量良莠不齐的境况中,金融正义岌岌可危。此时,以保护投资者利益为价值依归的证券市场中介机构将发挥更加显著的作用,助力投资者核验发行人信息。然而,实践中不少证券市场中介机构违反勤勉尽责义务,偏离了“看门人”角色本位,选择牺牲投资者利益而与发行人同流合污。其中,以发行人为委托人的畸形“委托—代理”关系乃导致上述行业乱象的制度根源;行业垄断和声誉信息的非有效传递所引致的声誉约束机制失灵则纵容了证券市场中介机构的失信行为;而民事责任、刑事责任以及行政责任的无力进一步导致证券市场中介机构漠视法律后果。故此,欲使证券市场中介机构理性回归“看门人”本位,须先从制度根源入手,强化证监会的监管职责,重构以证监会为委托人的“委托—代理”关系,此其一。二是通过采取相应措施来营造自由竞争的市场环境以及加大力度方便投资者查询声誉信息,以对证券市场中介机构形成有力约束。三是从立法上廓清证券欺诈民事诉讼障碍,同时加大行政执法力度和刑事惩治力度,以提升违法违规成本,完善责任约束机制。唯有如此,方能使证券市场中介机构从迎合发行人顺利发行股票的“帮凶者”理性回归为保护投资者利益的“看门人”。■

<sup>①</sup> 《中华人民共和国证券法(草案)》第 271 条规定“保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书及其他文件,或者未履行持续督导义务的,责令改正,给予警告,没收业务收入,并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款;没有业务收入或者业务收入不足五十万元的,处以五十万元以上五百万元以下的罚款……”;《中华人民共和国证券法(草案)》第 322 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,或者违反规定提供证券发行、上市、交易相关的服务的,责令改正,没收业务收入,并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款;没有业务收入或者业务收入不足二十万元的,处以二十万元以上二百万元以下的罚款……”

参考文献:

- [1] F. A. Hayek. The Use Of Knowledge: in Society [J]. The American Economic Review ,1945 ,35( 4) : 519 – 530.
- [2] John C. Coffee Jr. Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance [ M ]. Oxford: Oxford University Press 2006.
- [3] 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 [J]. 法律适用 2015( 8) : 17 – 24.
- [4] Reinier H. Kreakman. Gatekeepers: The Anatomy of a Third – Party Enforcement Strategy [J]. Journal of Law , Economics & Organization ,1986 2( 1) : 53 – 104.
- [5] Assaf Hamdani. Gatekeeper Liability [J]. Southern California Law Review ,2003 77( 1) : 53 – 122.
- [6] Stephen Choi. Market Lessons for Gatekeeper [J]. Northwestern University Law Review , 1998 ,92 ( 3) : 916 – 966.
- [7] 侯东德 薄萍萍. 证券服务机构 IPO 监督机制研究 [J]. 现代法学 2016( 6) : 97 – 107.
- [8] Ronald J. Gilson. Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing [J]. Yale Law Journal , 1984 94( 2) : 239 – 314.
- [9] Dana B. Klinges. Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933 [J]. Fordham Law Review ,1985 53( 5) : 1063 – 1088.
- [10] Bernard S. Black. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets [J]. UCLA Law Review ,2001 48( 4) : 781 – 856.
- [11] 蒋大兴 沈晖. 从私人选择走向公共选择——摧毁“保荐合谋”的利益墙 [J]. 证券法苑 ,2011( 1) : 222 – 268.
- [12] Kenneth A. Froot ,Maurice Obstfeld. Instinct Bubbles: The Case of Stock Price [J]. The American Economic Review ,1991 89( 5) : 1189 – 1214.
- [13] 汤欣 魏俊. 股票公开发行注册审核模式: 比较与借鉴 [J]. 证券市场导报 2016( 1) : 4 – 16.
- [14] 中国证券业协会. 中国证券业协会发布证券公司 2016 年三季度经营数据 [EB/OL]. [2017 – 01 – 20]. [http://www.sac.net.cn/hysj/zqgsjysj/201611/t20161129\\_129612.html](http://www.sac.net.cn/hysj/zqgsjysj/201611/t20161129_129612.html).
- [15] 陈思远. 香港保荐制度最新修改对内地投资银行业的启示——以注册制改革为背景 [J]. 证券市场导报 , 2014( 1) : 11 – 18.
- [16] Booth J. R , Smith II. R. L. Capital Raising , Underwriting and the Certification Hypothesis [J]. Journal of Financial Economics ,1986 ,15( 1) : 261 – 281.
- [17] 新浪财经. 2016 年券商承销保荐年度报告 [EB/OL]. [2017 – 01 – 30]. [http://finance.sina.com.cn/zt\\_d/2016qsyjsc](http://finance.sina.com.cn/zt_d/2016qsyjsc).
- [18] 中国注册会计师协会. 中注协发布 2015 年年报审计情况快报( 第十五期) [EB/OL]. [2017 – 01 – 20]. <http://www.cicpa.org.cn/news/201605/W020160518361303288881.pdf>.
- [19] 中国注册会计师协会. 2016 年会计师事务所综合评价前百家信息 [EB/OL]. [2017 – 01 – 20]. <http://www.mof.gov.cn/mofhome/mof/zhengwuxinxi/bulinggonggao/tongzhitonggao/201701/P020170120305494641469.pdf>.
- [20] 亚当·斯密. 国富论( 下卷) [M]. 郭大力 王亚南译. 上海: 上海三联书店 2009: 25.
- [21] 中国证券监督管理委员会官方网站. 中国证监会行政处罚决定书( 南京证券有限责任公司、胡冰、廖建华) [EB/OL]. [2017 – 01 – 20]. [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjh-public/G00306212/201311/t20131115\\_238383.htm?keywords =](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjh-public/G00306212/201311/t20131115_238383.htm?keywords=).
- [22] 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: 41.
- [23] 沈朝晖. 证券法的权力分配 [M]. 北京: 北京大学出版社 2016: 125.
- [24] 蒋大兴. 隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整 [J]. 法学评论 ,2014( 2) : 39 – 53.
- [25] 王彦明 吕楠楠. 我国上市公司外部监督论略——以“看门人”机制为分析进路 [J]. 社会科学战线 , 2013( 12) : 165 – 171.
- [26] 黄辉. 中国证券虚假陈述民事赔偿制度: 实证分

析与政策建议[J]. 证券法苑 2013(2): 967-995.

2011(6): 106-116.

[27]彭冰. 中国证券法学[M]. 北京: 高等教育出版社 2007: 452.

[29]奥尔森. 集体行动的逻辑[M]. 陈郁,等,译. 上海: 上海三联书店, 1995: 42.

[28]刘敏. 论民事诉讼的前置程序[J]. 中国法学,

## The Rational Return of Intermediaries in Securities Market's Role as "Gatekeeper"

*LIU Zhi-yun , SHI Xin-yuan*

( Law School , Xiamen University , Xiamen 361005 , China)

**Abstract:** In the historical opportunity of registration-based initial public offering system in China , the role of intermediaries in securities market in the protection of the interests of investors is more prominent. But in practice , three reasons result in frequent violations about IPO of intermediaries in securities market , including the malformation of "principal-agent" relationship , the failure of reputation restriction mechanism and the low cost of illegal acts , which form shackles of intermediaries in securities market to return the role as "gatekeeper" further. In the institutional roots , the existing mode of issuer delegation should be changed , and reconstruct "principal-agent" relationship with the Securities Regulatory Commission as the trustee. Moreover , market-oriented reputation restriction mechanism should be established from two aspects , firstly , creating a free competitive market environment and secondly , stepping up efforts to enable investors to query the reputation information more conveniently. In addition , we should improve the obligation restriction mechanism , and establish responsibility structure that civil liability , administrative responsibility , criminal responsibility connect well.

**Key Words:** intermediaries in securities market; gatekeeper; role misunderstanding; rational return

本文责任编辑: 李晓锋