

论IPO注册制改革背景下 中介机构作用之强化

甘培忠 孔令君*

摘要 新股发行领域的注册制改革即将在我国展开,随着改革的逐步推进,中介机构将迎接空前的机遇,同时也将面临承担更重大的责任。在注册制改革的背景下,中介机构需明晰其规范执业的专业人、恪守独立的看门人、自担风险的责任者的基本定位。因此,提升执业水准、完善声誉机制、重构自律组织、修正责任机制应成为中介机构作用强化的相应配套举措。

关键词 新股发行 注册制 中介机构 改革

一、问题的提出

近些年来,新股发行的相关制度改革成为理论界和实务界广为探讨的一个热门话题。^[1]目前我国新股发行实行的是核准制,即指证券监管机关在审查证券发行人的发行申请时,不仅要依信息披露原则作形式审查,还要对发行人是否符合发行条件进行价值判断并据此作出是否核准其申请的决定。^[2]依据核准制的原理,证券发行上市是一项特权,是面向不特定的公众募股集资的行为,须经证券监管机构同意后方可取得。核准制须对企业进行实质性审查,过滤掉资质不好的企业,以降低市场风险。^[3]而作为核准制的对照,注册制是指发行人在准备发行证券时,必须将依法公开的各种资料完整、真实、准确地向证券主管机关呈报并申请注册。至于发行人营业性质,发行人财力、素质及发展前景,发行数量与价格等实质条件均不作为发行审核要件,不作出价值判断。^[4]其认为,证券发行上市是一般权利,除非可能损害公众利益,否则政府就

不应加以限制。^[5]值得注意的是,有论者认为,这种非此即彼的“注册制”与“核准制”二分法存在问题。^[6]其认为作为国内研究的重点关注对象,美国的注册制事实上是所谓的双重注册制(Dual Registration):联邦注册制以信息披露为主,联邦证券监管权限受到严格的限定,而各州的证券发行监管一百多年来普遍实行实质审核,控制证券的投资风险。这是完整的美国本土公司IPO监管制度。^[7]总而言之,有关注册制的内涵目前在理论界仍存在争议。^[8]

我国目前决策层已经将注册制改革确立为完善金融市场体系的重要举措,并将其提升至全面深化改革的高度上来。^[9]显而易见的是,注册制改革注定是我国资本市场的一场系统化、体系化的变革,而绝非小修小补,零敲碎打。伴随着注册制改革,发行人、中介机构、投资者、监管者等的角色和职责功能终将不可避免地发生一系列嬗变。

迄今为止,理论界对注册制改革的路径、推进措施等方面已经进行了大量研究,形成了丰富的理论成果。^[10]同

*甘培忠,北京大学法学院教授,博士生导师;孔令君,首创证券有限责任公司合规部员工,北京大学经济学硕士。

[1]学界和监管层有关注册制改革的不同看法和评析,参见郑成:“论证券发行监管的改革路径——兼论‘注册制’的争论、困境及制度设计”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第148—163页。监管层对注册制改革原因之最新阐述,可参见肖钢:“聚焦监管转型提高监管效能”,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/20150116_266708.html,2015年1月20日访问。

[2]叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第144页。

[3]曹凤岐:“推进我国股票发行注册制改革”,载《南开学报》2014年第2期。

[4]金幼芳、李有星:“论证券发行注册制的理想与现实”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第11卷),法律出版社2014年版,第249页。

[5]同注[3]。

[6]沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年9月号,第14页。

[7]同上注。

[8]有关理论界关于注册制内涵的争议与共识,参见金幼芳、李有星:“论证券发行注册制的理想与现实”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第11卷),法律出版社2014年版,第249—251页。

[9]2013年11月十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出:“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重”。

[10]代表性作品包括而限于:曹凤岐:“推进我国股票发行注册制改革”,载《南开学报》2014年第2期;唐应茂:“我国离注册制还有多远——兼论推进我国股票发行注册制改革的措施”,载《上海金融》2014年第7期;吴国舫、袁康:“构建我国股票发行注册制的法理逻辑”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第58—73页;金幼芳、李有星:“论证券发行注册制的理想与现实”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第11卷),法律出版社2014年版,第248—261页;李文莉:“证券发行注册制改革:法理基础与实现路径”,载《法商研究》2014年第5期。



时,也有论者从监管的角度切入,提出有关注册制改革的卓见。^[11]但在理论界的研究当中,对于作为证券市场重要参与者的中介机构则关注不足。尽管一些论著在论及改革的措施时涉及了注册制下中介机构角色的转变,但将其作为一个独立命题进行系统、全面讨论的成果却极为少见。事实上,注册制改革的系统性决定了任何一个环节的偏差均可能导致这场声势浩大的改革沦为失败的结局,而中介机构作为资本市场中必不可少、身兼重任的角色,其能否顺应改革的需要,呼应改革的推进对改革的成败无疑是极为关键的。此外,作为一场以“让市场的归市场,政府的归政府”为背景的改革,注册制改革必须倚重市场的力量,中介机构无疑是市场中能够奉献能量的重要一员。

随着新股发行制度的改革,中介机构将迎接空前的机遇,同时也将面临承担更重大的责任是现阶段的一个基本共识。鉴于此,本文将注册制改革背景下的中介机构作用之强化作为选题,以期厘清注册制下中介机构的基本定位,并展示中介机构作用强化的基本构想。

二、中介机构重要性之凸显

(一)证监会角色的弱化

我国的新股发行审核制度,在过去的20余年中经历了从审批制转为核准制的历程。具体来讲,审批制分为额度管理和指标管理两个阶段,核准制分为通道制和现行的保荐制。^[12]从整体来看,确实有行政化减少、市场化增强的趋势,但仍远远不够。我国自2001年3月17日实施核准制以来,围绕核准制所展开的质疑一直层出不穷。较为典型的包括:存在权力寻租和腐败问题、^[13]审核质量差、审核效率低、人为控制发行节奏等。^[14]证监会在新股发行中占据绝对主导地位,以及其缺乏透明度的相关程序成为众矢之的。

从证监会的角度而言,其已逐渐认识到核准制是造成其监管职能异化和证券市场乱象的一大原因。证监会主席肖钢在2015年全国证券期货监管工作会议上的发

言,即可成为对核准制缺陷的一种有力阐释:一是由于证监会审核把关,客观上形成了政府对新股发行人的盈利能力和投资价值的“背书”作用,降低了市场主体风险判断与选择,证监会的责任和压力不断加重,同时弱化了发行人、保荐机构以及会计师事务所等方面的责任;二是证监会对新股发行“管价格、调节奏、控规模”,虽然短期有稳定股指和投资者心理的作用,但却不利于市场自我约束机制的培育和形成,甚至造成市场供求扭曲,对中长期股市发展不利;三是行政干预过多且主观色彩浓,市场主体难以做出稳定、明确的预期,造成了市场主体与监管机构的博弈代替了市场主体之间的博弈,不利于规范市场主体行为和市场稳定运行。^[15]

诚然,核准制下过度强化了证监会的角色。对此,一种形象的说法是,证监会扮演了警察与家长的双重角色。^[16]所谓警察角色,即指证监会在资本市场监管,尤其是资本市场秩序维护上所扮演的角色,例如证监会打击内幕交易、上市公司信息披露违法等行为。而家长角色,则是指由于证监会行政的手伸的过长,将市场主体均作为“孩子”一样“过分呵护”。在新股发行领域,证监会不仅牢牢把握着准许哪些公司发行上市的决策权,试图甄选所谓的优质公司成为上市公司,而且把控着新股发行的节奏,新股发行暂停和重启形成了反复循环的“怪圈”,短则停发半年,长则1年多,20年来总共发生了8次之多。^[17]在这种状况下,市场只能被动等待监管机关的“喂食”,而投资者也自然而然地将新股视为经家长检验过的“安全食品”,自身风险意识丧失。实践证明,“家长难当”,证监会的把关不仅饱受外界诟病,而且其自身也不堪重负。^[18]

在注册制改革的背景下,证监会应当回归理性,逐步弱化其角色。这里所说的弱化,是为在发行领域让出主角的位置,不再成为万众瞩目而又神秘感十足的焦点,不再成为总揽全局的舵手,从而将其让出的决策空间合理地分配给市场主体承担。据此,证监会可以将更多的精力投入于总结市场现象,拟定市场规则,处罚违法行为。

[11] 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”,载《法学评论》2014年第2期;郑威:“论证券发行监管的改革路径——兼论‘注册制’的争论、困境及制度设计”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第148—163页。

[12] 同注[3]。

[13] 陆媛:“发审的秘密”,载《财新新世纪》2013年第4期。

[14] 李文华:“中国式注册制:市场基础与实施路径”,载《上海金融》2014年第9期。

[15] 肖钢:“聚焦监管转型提高监管效能”,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266708.html, 2015年1月20日访问。

[16] 参见林采宜:“证监会,‘警察’又要当‘家长’”,载《第一财经日报》2014年1月15日第B05版。

[17] 吴国舫、袁康:“构建我国股票发行注册制的法理逻辑”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第62页。

[18] 据媒体报道,证监会发行部2011年平均每人每个工作日工作时间超过12个小时,成为加班时间最长的部门。另外由于行政编制的限制,证监会不得不大量借调两大交易所的人员参加到预审工作中,其成本也相当之高。参见陆媛:“发审的秘密”,载《财新新世纪》2013年第4期。

(二)中介机构角色的强化

有论者曾指出,“中国证监会审核的文件、事项多,管的事情多,必然产生‘挤出效应’,导致交易所的作用、中介机构的作用受到限制,市场的作用受到限制。交易所的作用有限,券商、律所和审计师的作用受到压制,这些中介机构永远‘长不大’,也就越让中国证监会感觉不放心,由此造成恶性循环”。^[19]的确,在政府—市场的格局下,政府的手伸得越长,市场发挥作用的空间就被挤压得越发狭窄,从而难以形成二者之间的合理分配。正如上文所言,随着证监会角色的弱化,市场主体角色的强化便水到渠成。

但是,一个疑问可能仍将存在,即在核准制到注册制的变革过程中,为什么是中介机构的作用得到强化?其又何以强化?笔者认为,在注册制下,中介机构角色的凸显是伴随着市场化进程,中介机构的作用突出化、责任实质化的结果。众所周知,在我国目前的发行核准制下,中介机构的参与是必不可少的,但其所发挥的作用则是难以令人满意的。由于核准制的内核仍为行政审批,因而中介机构更多地扮演了帮助发行人应对审批、通过审批的角色,而无须多虑市场对自身的评价,实践中出现了在一些新股发行弊案中,中介机构失职失责,甚至与发行人勾连串通的现象,产生了较大的社会影响。就整个市场而言,由于聚焦于行政审批的结果,而信息披露则显得重要性不足,因而参与信息披露的中介机构作用也就大打折扣。同时,由于核准制所奉行的监管机关实质审核的哲学,成功发行的新股似乎已成为经检验合格的产品,中介机构所应当承担的把关作用则被忽视,这在客观上致使中介机构良好的责任意识难以形成。

在注册制的框架下,信息披露将成为发行阶段的核心所在,同时也成为市场主体关注的焦点,因此,发行人信息披露的质量将直接影响到发行上市的成败,关系到相关中介机构在其职业领域的评价,中介机构的作用将更加前台化。同时,市场也更依赖中介机构扮演好其“看门人”的角色,从而对发行人形成有效的制约。概言之,中介机构的“戏份”将更加充足。此外,核准制还包含着对新股发行节奏的控制,因此大量发行人排队的现象屡见不鲜。而推行注册制后,新股发行的频率有望加快,将有更多的公司加入到发行上市的行列中来,中介机构自然也会获得更多参与机会。此外,中介机构角色的凸显不仅体现在其将发挥更大的作用,也意味着其需要承担更直接和更重的责任。在过往的实践中,由于有政府对新股发行人的“背书”作用,在出现发行弊案时,尽管相关中介机构

也受到了相应处罚,但出于监管机关也难辞其咎的考量,中介机构的责任似乎并不严重。而到注册制下,没有了权力背书的因素,完善的责任机制将使失职失责的中介机构承担起相当份量的责任。

三、中介机构定位的三个面向

正如上文所述,注册制的推行势必将中介机构推向前台,其将承担更大的责任,发挥更广泛的作用,也面临更频繁的风险。鉴于此,我们必须对注册制下中介机构的定位进行科学描绘,以从理论层面对中介机构的责任进行框架性的构建。

(一)规范执业的专业人

首先,规范执业是中介机构的使命所在。市场之所以需要中介机构,其原因在于借助中介机构的专业能力,来解决市场所存在的信息不对称问题。借助中介机构的优势在于,中介机构拥有专业知识和技能,也有相关专业领域的从业经验,其有能力给出专业意见。同时,中介机构的参与是一种事前防范机制,降低了监管机构事后监管的成本。以上所述,追根溯源来看,均有赖于中介机构坚守其规范执业的专业人之本位。从历史的教训所见,一些中介机构所给出的专业意见或者存在硬伤,或者流于形式,不但给自身的声誉带来了极其恶劣的影响,继而影响整个行业的公信力,且给投资者和市场造成了难以估量的损失。可以说,规范、专业的操作是中介机构执业的起点,是其之所以被证券市场需要的原因所在,但这不应仅停留在起点的层面,更应成为其贯穿始终的要求。

其次,规范执业是其专业化水平提升的要求。以我国的证券律师行业为例,已经有一批律师事务所在市场化的浪潮中脱颖而出。例如,在2009年首次公开发行股票、上市公司再融资、上市公司并购重组等法律服务业务量排名中位居前10位的律师事务所,共出具的法律意见书占到了这三类业务总量的近一半。^[20]而注册制的推行将继续推进这一专业化、集中化的进程。在注册制下,更需要中介机构在发行人需要披露的所有信息方面尽更充分的注意,运用专业知识和经验解决整个过程中面临的问题,专业化水平越高的中介机构势必将在激烈的竞争中脱颖而出。而规范执业在效率提升、风险管理等方面的优势,决定了其将为专业化水平提升的一条主线。

再次,规范执业是中介机构的避险要诀。所谓规范执业,旨在要求中介机构从业人员依据法律、法规、规章、指引等的要求,审慎地进行执业活动。值得注意的是,法律、法规、规章仅能对规范执业起到宏观的指导作用,从业人

[19]唐应茂:“我国离注册制还有多远——兼论推进我国股票发行注册制改革的措施”,载《上海金融》2014年第7期。

[20]中国证券监督管理委员会:《中国资本市场法制发展报告2009》,法律出版社2010年版,第450页。



员的自律组织、职业共同体可以从实践中汲取经验,进而制定具有操作性的执业指引、守则等规范,从而推广有益经验,提升整个职业共同体的专业水准。因此,规范的执业可以表明中介机构在执业过程中已经尽到专业、审慎的相关注意义务,履行了其相应责任。从反面来说,在面临执业上的非难、质疑时,规范执业能够成为中介机构可以主张的免责理由。

概而言之,规范执业是中介机构安身立命的基础,唯有如此才能完成其使命。同时,随着注册制的推行,中介机构领域的竞争势必日趋激烈,规范执业是其业务得以拓展的关键。在面临越来越高的执业风险时,规范执业将成为中介机构最好的保护。

(二)恪守独立的看门人

科菲教授认为,看门人包含着两层含义:第一,看门人是能够通过不合作或不同意的方式来阻止市场不当行为的市场专业人士;第二个定义,也是更为准确的一个定义是:那些将自己执业声誉作为担保向投资者保证发行证券品质的各种市场中介机构。这种声誉中介(reputational intermediary)的运行机制是,他们将自己的声誉资本借给或抵押给公司发行人,从而投资者或市场能够据此信赖公司发行人的信息披露和证券品质。^[21]中介机构之所以担任看门人的职责,原因即在于中介机构作为市场中的“重复博弈者”,其为某一发行人服务只是其职业生涯的一个片段,获取的相应报酬也是其职业收入的一小部分,其在自身的职业圈子中的声誉将直接影响其生存,因而相比较发行人而言,中介机构更能抵御一次性的诱惑,而将欺诈、虚假陈述等行为拒之门外。

显而易见的是,独立性是中介机构发挥看门人作用的基础。正如美国联邦最高法院的William Burger大法官在一起针对会计师的著名案件中所指出的,执行特别义务的独立审计师对发行人的债权人和投资者负有最终的信赖义务。这种作为社会大众的“看门人”的功能需要会计师在任何时候都要保持与雇主之间的完全独立,应对社会大众的信赖负有完全的义务。^[22]而丧失了独立性的中介机构将成为发行人的附庸,甚至成为欺诈等恶劣行为的帮凶,投资者的利益将无所依附。

然而,理想与现实总是不可避免地存在差距,很多方面的因素将制约中介机构作为独立看门人机制的运行。例如,看门人职业的市场竞争度不完美、声誉资本价值已经减少到很低、受到诉讼追究的风险很低等。^[23]而Stephen J. Choi教授则归纳了更为重要的导致中介机构失灵的四大原因:一是财务难题,二是利益冲突,三是代理难题,四是投资者无知和非理性。^[24]其中最广为人知的即财务难题。具体而言,中介机构的委托人是发行人,报酬是由发行人支付的,而其却需要负责对发行人进行监督,从而服务于投资者。如此一来,中介机构受制于发行人的情况就难以避免了。过去一段时间,我国中介机构热衷于扮演拟上市公司的“美容师”、“化妆师”,着力于打扮、装饰行为即是成例。正如科菲教授所言,“关于当代看门人服务市场的一个令人惊讶的事实是,看门人不是受雇于他们的服务对象即投资者,而是受雇于他们的监督对象即公司管理层。除了极个别的情况之外,现实中通常都是由公司管理层聘用律师、投资银行家及其他市场顾问机构,这些人反过来向股东提出建议。很显然,这样的安排导致由此给出的建议和观点都偏向管理层。‘看门狗’如果被它们所应当看管的人所雇,就往往会变成了宠物,而不是守护者”。^[25]

因此,论者们提出了相当多的方案来解决制约中介机构发挥看门人作用的障碍。例如重构委托—代理关系,由投资者而不是公司管理层来聘用看门人;以更大的诉讼风险对中介机构进行威慑;引入同行评审机制;要求中介机构在出现利益冲突时予以披露等。然而,上述措施尽管从理论上看似合理,但也面临着现实可行性上的诘问。以最受关注的重构委托—代理关系方案为例,投资者的分散化导致其很难形成一个强有力的委托人来制约代理人,使得该方案的实施存在疑问。可见,看门人的约束机制是一个需要各国进行更深入论证、甚至尝试的机制,也是极具动态发展性的焦点问题。

总之,从实践的情况来看,无论是美国资本市场在本世纪之初爆发的安然公司、世通公司的丑闻,^[26]还是我国近年来产生巨大恶劣影响的万福生科、绿大地上市弊案,^[27]中介机构在其中不仅未能履行自身的看门人职责,而且同

[21][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3页。

[22]U.S. v. Arthur Young & Co. et al., 465 U.S. 805, 817-818 (1984).

[23]同注[21],第9页。

[24]Choi, Stephen J., "A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries." Berkeley Business Law Journal 1.1 (2004).

[25]同注[21],第336页。

[26]同注[21],参见科菲教授的详细分析,第20-64页。

[27]参见《中国证监会行政处罚决定书(万福生科(湖南)农业开发股份有限公司、龚永福、严平贵等21名责任人)》([2013]47号)、《中国证监会行政处罚决定书(云南绿大地生物科技股份有限公司、赵国权、胡虹等12名责任人)》([2013]23号)。

流合污、推波助澜。尽管如此,中介机构所能发挥的独特作用又是证券市场不可或缺的。因此,如何构建相关的机制、制度来推动中介机构看门人职责的运行,既是我国证券市场、推行注册制的必需,也是一个国际性的难题。

(三) 自担风险的责任者

无责任则无约束。缺少相应责任机制的中介机构势必如同脱缰野马,难以限制。笔者认为,在注册制下,中介机构应成长为自担风险的责任者,具体而言,包括了三个要素。

其一,责任自负。正如上文所言,核准制下所造成的“权力背书”现象制约了中介机构走到责任的前台;在注册制下,中介机构必须关注到风险与责任的相互联系。在核准制下,中介机构往往以“过会”作为最重要的目标,这势必造成中介机构和发行人一样,试图在不透明的行政审批程序上下功夫。而一旦发行人通过造假等手段成功发行上市,中介机构也将其视为执业的成功。由于仅在极少数的案件中,欺诈、造假等行为被发现,中介机构的违法成本较低。同时,即使违法行为被发现,由于存在着行政审批的程序,至少在舆论上,监管机关成为了共同的责任者。而在注册制下,中介机构所参与的信息披露将成为投资者“用脚投票”的主要依据,也是整个市场考量中介机构专业水准、诚信程度的窗口。不尽职责的中介机构将在市场的浪潮中面临被淘汰的命运。同时,一旦发行人存在欺诈等行为,中介机构也将受到直接的责难,这促使中介机构审慎、尽责地完成自身的使命,避免因故意或过失的纵容发行人造假而对自身的职业生涯造成毁灭性的打击。

其二,责任合理。过于宽宥和过于严苛的责任机制均不利于中介机构履行自身职责。过于宽宥的责任机制将导致违法者受到相应惩罚的可能性极低;或者即使被发现,其所受惩罚与违法行为不成比例。责任机制的要旨即在于,通过剥夺违法者利益,消除其违法的动力。恶劣的行为得不到相应的处罚,将会使得行为人肆无忌惮,同时产生“劣币驱逐良币”的效应。而过于严苛的责任机制也不是维持市场秩序的良方。即使已经采取了所有可能采取的措施,仍可能面临着巨大的被惩罚危险,将导致行为者过度地畏首畏尾,市场有萎缩的风险。同时,既然难以摆脱被惩罚的结局,行为者更无动力采取认真、谨慎的工作方式,“劣币驱逐良币”的效应同样难以避免。

其三,责任协调。考虑到参与到新股发行领域的中介机构包括券商、会计师事务所、律师事务所等多个机构,其责任应与职责相协调,在中介机构之间责任的不合理、

不协调分配,将破坏各个中介机构之间的平衡。这里关系到中介机构的责任划分模式的问题。就境外而言,存在着“保荐人牵头责任”模式和“区分责任”模式的界分。前者以英国、我国香港地区为代表,后者则以美国为典型。^[28]我国大陆奉行的则是“严格的保荐人牵头责任模式”,将证券公司定位于统领各中介机构的牵头人角色。总体而言,无论是何种职责划分的模式,均存在着责任协调的问题。在责任协调的格局下,中介机构才能一方面为共同的工作形成协力,一方面相互制约,遏制风险。

四、中介机构作用强化的基本构想

在注册制背景下中介机构作用的强化是一个宏观的、关涉众多的命题。本文拟在本部分提出在我国中介机构作用强化的进程中需要注意的几方面问题,而不是提出缺乏针对性的详细建议。毕竟具体的制度构建可能变动不居,但总体的方向性框架应当明晰。

(一) 执业水准的提升

中介机构的执业水准若不提升,即使在核准制下,也是不称职的,更遑论在注册制下发挥更大的作用。在注册制改革的背景下,提升执业水准是中介机构承担更大责任、发挥更大作用的必然要求,也是在日趋激烈的市场竞争中必需的生存法则。

其一,逐步完善相关的执业标准,并形成落实机制。目前,我国虽然已经形成了保荐人、会计师、律师的相关执业准则和规定,但仍存在着相当多的问题。例如过于笼统、范围不清等问题还普遍存在。究其原因,一个重要的因素即是所形成的规范呈现行政主导性,缺少行业参与,无法凝聚行业共识。以证券律师为例,证监会、司法部于2007年发布的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》和2010年发布的《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》均是监管机构和律师管理机关出台的规范,由于专业性和立场的原因,不可避免地存在着与执业实践脱节、过于宽泛等问题。例如实践中,证监会要求律师出具涉及“技术领先性、市场竞争地位、产能状况”等内容的法律意见书,明显超越了律师的专业范围,令律师无所适从。^[29]鉴于此,在执业标准的制定过程中,必须要引入职业共同体的参与。具体而言,行业协会作为自律组织应当承担凝聚行业共识,推动行业发展的责任,同时在行业中已经取得较成熟发展的中介机构理应发挥中坚力量的作用,用更开放的态度分享从业经验。就执业标准的落实机制而言,应当搭建执业状况评价平台,使得优秀的从业者从中脱颖而出。

[28] 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》2011年第1期。

[29] 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110页。



其二,从目前中介机构的状况而言,执业水准的提升离不开内控机制的完善。证监会在处罚万福生科案件的保荐人时明确指出,“万福生科欺诈发行股票,既与具体承担保荐职责的保荐代表人未勤勉尽责有关,也与平安证券内部整体缺乏有效的质量控制和风险管理有关。虽然从形式上看,平安证券在案发时已按照法律规定建立保荐业务制度,但从本案的发生看,平安证券保荐业务相关质量控制制度未能得到有效执行”。^[30]按照投行从业人员的说法,目前投资银行的运作中普遍存在着业绩第一的文化。采取作坊式承包制及巨额提成机制往往导致项目团队以“过会”为工作中心目标,因而会诱导舞弊和造假。^[31]鉴于此,对于证券公司而言,合规建设的重要价值应当得到重视。合规是公司稳定发展的基石,缺少了这一机制,任何急速的突进均有可能因一次风险的降临而前功尽弃。证监会2008年即发布了《证券公司合规管理试行规定》,但从目前的状况来看,其落实的情况恐怕并不乐观。因此,对于证券公司而言,注册制将会在业务上为其带来更大的增长可能性,而合规建设将是这种增长的“安全带”,否则数年前出现的多家被托管、清算、关闭、破产的证券公司的现象将难免重现。^[32]

对于会计师事务所、律师事务所而言,同样存在一个完善内控体系的问题。以律所为例,我国的律所以合伙制为主,整个律所组织较为松散,人员流动性较高。这似乎使得内控体系变得较难形成。但事实上,因具体律师未尽到勤勉尽责义务,使得律所一并受到处罚的现象较为普遍。^[33]毕竟,律所是项目的受托方,律师代表律所履行职责,这些案例给相关律所带来的损失,尤其是声誉损失不可谓不重大。因此,“作为证券律所,只有制度化的内控体系及其有效执行,才能使整体一线经办律师的业务研究成为一种常规的生活方式,才能真正告别中国证券律师乃至整个律师业的个体户作坊和比拼寻租路径大时代,甚至能在出现执业危机之时,以强有力的内控流程提出抗辩”。^[34]

总之,执业水准的提升是中介机构应对注册制改革所必须进行的努力,唯有如此,才谈得上发挥其应有的作用,进而取得更大的发展。

(二)声誉机制的完善

声誉机制是约束中介机构的重要机制。其原理在于,

中介机构是市场中的重复博弈者,其长期从事某领域的专业服务,良好的信誉是其生存、发展最依赖的资产。比起发行人,其更可能扼守底线,履行自己“看门人”的职责。反过来看,运用信誉机制即可达到约束中介机构行为的重要作用。

声誉机制的有效性建立在中介机构对声誉足够珍视,对眼前利益(如发行人许诺的利益)和长远利益(自身在市场中长期的发展)充分衡量并最终选择坚守声誉的基础之上。该机制的运行取决于以下几个因素。其一,声誉是投资者考量的重要因素。但在某些市场中,中介机构的声誉高低对投资者的选择影响甚微,所以声誉难以对中介机构形成有效的吸引力。例如,在我国的新股发行中,所谓的“新股不败”现象导致投资者根本无需考虑所谓券商、会计师、律师的声誉问题。其二,声誉是中介机构获取长期发展的依靠。在不规范的市场中,中介机构获取业务、谋求发展,受到一些其他因素的强烈影响。例如,在上世纪九十年代我国配额制的环境中,地方政府与国家部委在公司上市筛选中扮演主角,证券公司的“核心竞争力”不是业务能力与市场声誉,而是政治人脉。^[35]时至今日,在核准制下,证券公司、会计师事务所、律师事务所的公关能力仍然在业务招揽过程中发挥着重要作用。在这样的格局下,中介机构难以注重业务能力的提升和声誉的维护,极可能为了眼前利益,放弃履行自身“看门人”的职责。其三,存在有效的声誉影响机制。不能忽视的是,即使在不规范的市场,声誉机制仍然发挥着其作用。研究表明,在我国,市场占有率高且执业质量好的投行可以显著降低IPO发行折价,并且能够在未来获得更多数量以及更高质量的上市公司的认可。也就是说,只有那些在“质”和“量”方面同时占据优势的投行才更容易获得市场投资者的认同,帮助发行公司降低融资成本。^[36]然而,这种机制发挥效果的前提是中介机构的执业质量存在表现于外的顺畅机制,易言之,执业质量好的中介机构能够被市场所认识,执业质量差的也能够被市场所识别。这绝非仅仅依赖“口碑”,而需要一些长效机制使之得以实现。例如对市场长期的、专业的数据统计和状况分析,这需要行业自律组织来承担;对中介机构的不规范行为乃至违法行为,有客观中立的新闻媒体予以报道、披露;对触犯相关法律法

[30]参见《中国证监会行政处罚决定书(平安证券有限责任公司、吴文浩、何涛等7名责任人)》([2013]48号)。

[31]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”,载《证券市场导报》2014年2月号,第17页。

[32]王学峰:“中国证券公司内部控制体系研究”,载《中央财经大学学报》2007年第10期。

[33]孔令君:“证券律师行政责任案例初步研究”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第13卷),法律出版社2014年版,第494—510页。

[34]同注[29],第115页。

[35]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。

[36]徐浩萍、罗炜:“投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究”,载《经济研究》2007年第2期。

规的中介机构及从业人员,存在相应的责任机制能够及时、适当、合理的分配责任。

综上所述,完善声誉机制是注册制改革下中介机构作用得以强化的要求。监管部门也已经开始注意到声誉机制的独特作用,证监会在2013年发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》就提出,“进一步加大对发行人信息披露责任和中介机构保荐、承销执业行为的监督执法和自律监管力度。建立和完善中国证监会保荐信用监管系统、中国证券业协会从业人员自律管理系统与证券交易所信息披露系统之间的信息共享和互通互联,方便社会公众参与监督,强化外部声誉和诚信机制的约束功能”。

(三)自律组织的双重

自律组织的作用在美国注册制的制度框架下彰显得尤为重要。就证券的发行阶段而言,金融业监管局(FINRA)对其有着重要的影响。该局的前身是全美证券商协会,是全美证券业独立的自律性组织。其主要职责是对证券发行中的证券公司和从业人员进行监管,防止他们谋取不正当利益,维护行业信誉;依法审核公开募集文件,审查对象主要是参与发行的会员券商的生效合同,即承销行为是否规范、发行价和佣金水平是否符合市场原则。证券发行须向FINRA注册,由其来确认承销行为是否符合其从业规范,符合的即注册通过,由FINRA向SEC通知许可。^[37]

再如,美国律师协会(ABA)作为法律人的自律组织对执业律师有着广泛而深刻的影响。^[38]美国律师协会1983年通过了《职业行为示范规则》(The Model Rules of Professional Conduct),由行业协会对律师的行为进行约束。其中的第1.13条规则对律师作为公司代理人时可能遇到的问题和如何进行处理进行了较为全面的规定,可以说是为协调律师、公司、投资人三者的关系进行的积极尝试。^[39]

就我国而言,虽然已经形成了证券业协会、会计师协会、律师协会等自律组织,但其却问题重重,难当重任。其一,严重的行政化。由于历史原因,我国的行业协会一般均有其挂靠单位。例如中华全国律师协会,其挂靠单位是司法部。挂靠单位从人事任免、事项决策等多方面均对下属协会有着显著的影响力。如此一来,协会根本称不上所谓的自律组织,而是可以看做挂靠单位下属的一个部门,协会也无法发挥自律组织的优越性。其二,影响的虚无

化。整体而言,目前我国自律组织的影响力可谓乏善可陈。究其原因,既有目前制度方面的限制,也有自律组织自身的问题。自律组织缺乏相应的平台发挥其作用(例如上文的美国FINRA在发行阶段的作用),同时也缺乏对专业领域施加影响的积极尝试。

因此,在注册制的背景下,重构自律组织将是中介机构作用强化的配套措施。具体而言,至少应该包括以下方面。其一,可以尝试在注册制的框架下,给予自律组织相应的平台发挥其作用。例如,有论者提出,证监会不再将中介机构的专业意见、工作报告、工作底稿等文件纳入审核范围,由行业协会进行审查,发现涉嫌违法的,给予自律处分,移送证监会给予行政处罚。证监会对中介机构执业行为的监管由事前转向事中、事后。^[40]这其实就是自律组织履行自律管理职能的一种模式。其二,自律组织应当积极地参与到资本市场建设中来,包括而不限于:通过数据统计、业务分析等方式来构建中介机构的“信誉市场”;通过典型执业事例的总结和公布,解决专业市场上的普遍性问题;汇集行业经验和教训,编制切实可行的执业指导、规则,并根据市场情况,及时进行更新。其三,解决自律组织的地位问题。这是基础性的但难度最大的措施。事实上,无论是注册制改革,还是人们呼吁的交易所公司制,均是围绕着证券市场中政府权力和市场权利之间分配展开的。总体而言,改革的主线是收缩政府权力,拓展市场权利。因而,在注册制下,自律组织的去行政化也势在必行。注册制所需配套的是市场化的证券市场、市场化的中介机构,需要的是高度自治的、摆脱行政依附的自律组织。

(四)责任机制的修正

正如上文所述,注册制改革推行的过程中,中介机构应当成为自担风险的责任者。与声誉机制一样,责任机制同样是约束中介机构的重要方式。就我国目前的情况而言,虽然形成了民事责任、行政责任、刑事责任的三元责任结构,但事实上,就中介机构而言,承担的仍主要是行政责任。究其原因,刑法具有谦抑性,仅在较为严重的情形下方可适用,从实践的情况来看,中介机构承担刑事责任的极为少见。而民事责任则由于多年来法院系统对证券民事诉讼的排斥态度,^[41]同样难以落实。从合理性上而言,我国的责任机制不足以起到威慑中介机构的作用。理

[37]同注[29],第5页。

[38][美]德博拉·L·罗德、小杰弗瑞·C·海泽德:《律师的职业责任与规制》,王进喜等译,中国人民大学出版社2013年版,第15页。

[39]吴明晖:“美国证券服务机构监管机制探析”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第11卷),法律出版社2014年版,第320页。

[40]同注[17],第71页。

[41]最高人民法院2002年公布的《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》即规定“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”。也就是确立了证券民事诉讼的前置程序,这无疑为投资者提起民事诉讼设置了障碍。



想的责任格局应当是三种责任形成良好的衔接,从而对中介机构进行有力的约束。就刑事责任而言,对于极为恶劣的案件,符合条件的,应当进入刑事诉讼程序。当然,更主要的还应是行政责任和民事责任。

就行政责任而言,过往的经验表明,监管机关缺少应有的强硬。这不仅表现在实际承担行政责任的案例较少,也表现在相关主体承担的责任较轻。一般来说,警告、罚款、没收业务收入是较为常用的处罚。而值得注意的是,近些年来监管机关开始逐渐适用“市场禁入”这一最为严厉的行政责任手段。笔者认为,适当运用“市场禁入”是维护市场秩序的需要。毕竟对于一些情节恶劣的中介机构从业者而言,警告、罚款之类的处罚过于轻微,而“市场禁入”是对其职业生涯的重大甚至是毁灭性的打击,其威慑效果十分明显。此外,在注册制改革以后,监管机关势必要将更多精力投入到市场监管当中,也必须加大监管力度、提升稽查强度,以更广泛地打击市场中的违法行为。

就民事责任而言,这里仅对证券集团诉讼作简要阐释。从美国的情况来看,其私人诉讼与SEC的公共执法在证券法律实施中相互补充,证券集团诉讼的律师往往自比为“民间检察官”、证券市场上的“警察”。在美国,证券集团诉讼补充了政府证券管理部门的职能,被视为执行证券法律的“最有力的武器”。^[42]尽管美国的集团诉讼面临着诸多的困境,^[43]但其影响到越来越多的国家和地区也是不争的事实。从长远来看,证券集团诉讼确实是遏制证券违法行为、保护投资者的一个重要机制。就本文的主题而言,如果存在集团诉讼对中介机构的强力约束,中介机构在注册制的广阔空间下将更为有序地履行自身职责。

同时,考虑到我国目前“证券中介及服务机构信用较弱,还应大量发行相关的责任保险,运用商业化的保险救助机制确保证券发行安全,使救济补偿能先行赔付或者得到更大程度的保障”。^[44]责任保险机制将成为中介机构进行证券业务的资信保障,提升其抗风险能力。

责任机制落实的前提是责任的合理化区分。这实际上涉及到中介机构之间的责任模式划分问题。目前较受推崇的是美国模式。具体而言,“美国上市项目中,承销商负责项目的总体协调和销售,律师负责法律问题以及披露文件和交易文件的起草,会计师负责财务的审计,各司

其责,相互制约”。^[45]披露文件一般由公司律师起草,包括承销商在内的其他中介意见通过律师得以体现在披露文件中。其好处是,律师的职业性质决定了其风险意识强、行文谨慎,有利于为披露文件打好风险控制的底子;律师控制行文,其他方的意见必须通过律师才能得到反映,客观上是一个质量控制的过程,有利于互相制约,权衡风险。这是美国高诉讼风险环境下市场自发形成的风险控制模式。这种模式实质上是充分发挥律师在风险管理当中的作用,赋予其在合规方面更大的职责,以实现中介机构在此过程中彼此间的合作与制约。

而目前,我国将证券公司定位于统领各中介机构的牵头人角色。正如有论者所言,“在券商不关注发行而是把重点放在写招股书上、律师不写招股书而是把精力放在准备法律意见书的这个模式下,中介机构的角色出现错位,各个机构都在做自己擅长的事情,由此导致投资者看到的最重要的信息披露文件——招股书——不是由真正的专业人士撰写”。^[46]由此,在注册制改革推进的过程中,将招股说明书这一最为核心的发行文件交由中介机构中最具风险管理意识和能力的律师来承担,是一种顺势而为的选择。^[47]如此一来,证券公司将精力集中在承销上,律师和会计师分别负责合规和财务审计,相互协调制约,格局合理,责任明晰。

五、结语

综上,伴随着注册制改革的推进,中介机构的作用将得到显著的强化。因此,其能否承担相应的重任即成为一个受人关注的疑问。从过往的经验来看,中介机构无论在专业性还是在独立性上均存在着问题。笔者认为,在注册制下,中介机构必须坚守其基本定位:规范执业的专业人、恪守独立的看门人、自担风险的责任者。鉴于此,从中介机构自身和外部环境出发,提升执业水准、完善声誉机制、重构自律组织、修正责任机制是笔者提出的构想。上述方面得以良好配合的局面将是:更加专业、合规的中介机构在市场上通过竞争形成自身的品牌效应,以其声誉约束自身、应对竞争、谋求发展;自律组织在声誉机制的形成、行业执业水准的提升、行业共识的凝聚上作出自己应有的贡献;中介机构之间职责明确,相互配合且制约,出现违法行为的中介机构承担其应负的责任。

[42]郭丹:“证券集团诉讼在中国的制度价值——法经济学与法社会学的悖论”,载《北方法学》2012年第2期。

[43]耿利航:《中国证券市场中介机构的作用与约束机制——以证券律师为例证的分析》,法律出版社2011年版,第244—252页。

[44]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”,载《法学评论》2014年第2期。

[45]刘君:“美国证券公开发行如何做到‘注册制’”,载《中国证券报》2013年11月20日版。

[46]唐应茂:“我国离注册制还有多远——兼论推进我国股票发行注册制改革的措施”,载《上海金融》2014年第7期。

[47]有关律师牵头起草招股说明书的深入讨论,参见郭雳:《证券律师的行业发展与制度规范》,法律出版社2013年版,第136—154页。