

证券服务机构自律治理机制研究

侯 东 德*

摘 要:以往的治理主要指的是“他律治理”,随着社会治理形态的发展,“自律治理”逐渐成为国家治理体系的重要组成部分,资本市场中证券服务机构的自律治理可谓其中之典型。证券服务机构的内部治理规则涉及律师事务所、会计师事务所和评级机构等诸多相关方,证券服务机构已经居于治理角色的位置。中国资本市场治理亟须证券服务机构承担治理者角色,在国家治理之外,发挥好证券服务机构自律治理的功能。鉴于国家治理与资本市场治理存在局限,证券服务机构参与治理成为必要,但目前其自律治理也因主体定位不明等原因存在明显不足,故有必要重思证券服务机构自律机制的构建。以投资者保护及有限政府理论为逻辑基础,引申出实质保护、辅助监管以及严格审核三项治理功能,据此着力构建完备的作用发挥保障体系。一方面要探寻证券服务机构自律治理作用发挥的可能性,另一方面要保障自律治理作用发挥的可行性,从双重维度构建证券服务机构自律治理机制的良性运行模式。

关键字:证券服务机构 自律治理 资本市场 金融监管

DOI:10.16390/j.cnki.issn1672-0393.2020.01.011

我国资本市场的发展从无到有已历 30 余年,由荆棘丛生到鲜花满地,不可谓成果不显著,但依旧面临诸多问题和挑战。在政策层面,需要“加强统筹协调,改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架”;^①在市场层面,需要“防范化解金融风险,加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场”,^②这些都是亟待解决的重要问题。资本市场的建设在经济发展和生活中占据重要地位。作为证券市场极其重要的组成部分,严格有效的监管是实现证券行业发展目标的保障,证券服务机构的“做大做强”,不仅需要外在的强制监管,更需要有内生动力支撑的自律监管。相较于政府监管的短暂性控制,自律监管对企业的影响更为深远,并且手段更为多样。宏观经济政策本身具有很强针对性,要想保持证券市场健康发展,充分发挥市场机制调节作

* 西南政法大学民商法学院教授、博士生导师
基金项目:重庆市社会科学规划项目(2017ZDY03)

① 习近平:《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议〉的说明》,http://www.xinhuanet.com/politics/2015_11/03/c_1117029621.htm, 2017-04-20。

② 《习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上的讲话》,http://www.xinhuanet.com/politics/2015_11/10c_1117099915.htm, 2017-05-01。

用,就必须加强基础制度建设,加强市场监管,保护投资者权益。“要把防控金融风险放到更加重要的位置,全面梳理资本市场各项风险点,自觉维护和依靠金融监管协调机制,牢牢守住不发生系统性风险的底线,牢牢把握资本市场来之不易的发展机遇。”^①

与证券监管的相关法律可以分为3类:施加信息披露义务、对欺诈和操纵的限制以及对内幕交易的限制。^②与此同时,资本市场普遍的同化监管产生了未曾预料到的消极后果。^③ 证券服务机构作为资本市场的“看门人”,对资本市场中公司的品质进行验证,在监管方面,证券服务机构的参与可以增强公司信息披露的可信度,提高投资者的信任度,通过这一渠道将不同等次的公司区别开来,区分公司股价。在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”,由律师来担当公司信息披露决定者的重任,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。^④ 上市公司雇佣证券服务机构的目的是为了提高其披露信息的可信度,同时也是让证券服务机构以其专业性为上市公司的业绩背书。证券服务机构依靠信息披露的真实性来维护投资者的权益,从本质上讲,“看门人”是信誉中介,为投资者提供验证和认证服务。“看门人”机制实际上是承诺建立一个声誉资本,多年来为众多客户提供类似服务。从理论上讲,这样的声誉资本不会用来为单个客户买单。然而,逻辑与现实可能会产生冲突。尽管“看门人”理论的逻辑十分清晰,但一直以来的经验表明,专业的“看门人”确实默许了管理欺诈,故有国外学者将“安然丑闻”归结于“看门人”机制的失败而非公司治理的失败。^⑤ 对此,“委托—代理”关系的重建、诚信机制的信托义务、责任原则优化以及机构规模竞争去垄断化等路径是解决冲突的合理路径,^⑥但证券服务机构责任的强化是一个从企业私人自治转向社会共治的过程,因而证券服务机构的自律治理也是针对资本市场治理而形成的治理方式,是在国家治理之外的一种有益补充。

一、证券服务机构参与治理的现实需求

(一)我国资本市场的治理现状

1. 国家治理与资本市场治理的局限

首先,国家治理存在失灵现象。英国经济学家亚当·斯密“无形的手”理论诞生之初,就对政府报以怀疑态度,主张任何权力都应当受到制约,包括公权力。重温有限政府理论,启示有三:(1)权力应该得到约束,由政府监管迈向自律型监管并不是不需要公权力监督,恰恰是因为政府监管权力应当受到约束,而鼓励和倡导一种自律型监管。(2)政府监管的目的和手段有限,如果监管手段太过宽泛,极易造成监管失范。而一旦强硬监管,又容易与市场脱节。(3)政府的有限理性决定了政府能力一样有

^① 侯杰:《证监会党委召开会议学习贯彻习近平总书记重要讲话精神》, http://www.cnr.cn/list/finance/20170503/t20170503_523737428.shtml, 2017-07-23。

^② See Zohar Goshen, Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 *Duke Law Journal*, 716 (2006).

^③ See Jonathan R. Macey, *The Regulator Effect in Financial Regulation*, 98 *Cornell Law Review*, 59 (2013).

^④ 参见耿利航:《中国证券市场中介机构的作用与约束机制》,法律出版社2011年版,第16页。

^⑤ See John C. Coffee, Jr., *Understanding Enron: It's about the Gatekeepers*, *Stupid*, 57 *Business Lawyer (ABA)*, 1404-1405 (2002).

^⑥ 参见侯东德、薄萍萍:《证券服务机构IPO监督机制研究》,《现代法学》2016年第6期。

限,如果所有事情都依靠政府,必然会在政府监管无法触及之角落,出现监管盲区,反而有损监管的实际效果。同时,在有限政府理论指引下,权力从政府向市场的逐渐过渡使得证券服务机构能动性发挥得以实现。

现代资本市场需要健全的规则体系,国家治理主要体现在国家法的治理,依靠国家的制度供给为资本市场良性运行提供行为准则。国家法治理具有整齐划一和令行禁止的优势,但从另一个角度思考,其面临治理规则粗放、治理模式僵化、治理方式机械等劣势。也正因为如此,国家法治理在资本市场治理的过程中显露出的缺陷亟须弥补。具体而言:(1)国家治理的规则缺位。国家治理主要依靠立法,我国立法程序繁复,一部法律的制定周期通常都需要3到5年。^①且国家治理的规则供给无法做到事无巨细,也存在模糊不清。国家法的制定严格遵循法定程序,且法律条文囿于语言表达的限制,使得在对某一制度进行规制时难以做到详尽的规范,在很多地方会留下立法空白。而这些立法空白在短时间内又是无法被填补的。(2)国家治理模式无法适应外部市场环境的变化。随着市场主体认识市场规则、适应市场规则能力越来越强,市场主体与市场之间的关系也变得日益复杂。不论是国际还是国内的资本市场丑闻,都使得人们不得不全面反思之前的市场管制理念与方法,迫使人们重新考量国家法的治理缺陷。封闭性、单向度的治理模式本身无法回应和提升治理对象的价值诉求。随着经济社会主体范畴以及权利内容的快速发展,单一向度、封闭性的治理模式已然无法真实回应监管对象提升权益的诉求。监管对象的程序性权益诉求因应现代经济社会中主体的全面复苏而与日俱增,权益诉求更为积极、主动,广泛表现为要以主体身份广泛参与规则的制定,寻求治理过程正当与结果正义的统一。(3)国家法治理的实质是管制思维,强制性因素较大,缺乏沟通性。国家法实施依靠国家强制力,这就导致在治理过程中,国家法治理强调“管制”,在面对新问题的時候,往往采取“是”或“否”的认定方式。在“否”的论断下,则是一禁到底的高压手段,没有协商的余地。这种治理手段在资本市场发展初期是必要方法,因为市场初立,雷霆手段能够禁止“擦边球”式的违法行为。但是,我国资本市场经历了几十年的发展,规则层次丰富,认定标准清晰,之前的管制手段已然不适应现实需要。而更为重要的是,治理手段“一禁了之”的单一形态已经损害到市场本身的发展壮大。

其次,资本市场治理存在局限。除国家法治理外,资本市场本身的治理也存在一定的局限性。我国资本场所面临的问题不仅仅是投资功能失灵,^②在治理方面也同样问题重重。这表现在:(1)资本市场治理主体单一,立法缺乏民主性、协商性。证券监督管理机构作为资本市场的主要治理主体,在现有体制中,其他社会组织很难与其分享治理权力与治理权威,因此形成一个以国家法和国家机构为中心的封闭管理体系。这种模式忽略了社会组织的兴起。使得规则创制主体呈现一元化,创制方式单一,缺乏协商元素,使得其他社会组织的治理能力被大大削弱。虽然近些年也在强调证券交易所作为治理主体的回归,但证券监督管理机构和交易所的组合依旧不能解决治理主体单一性这一问题。(2)资本市场治理成本较高,主要依靠强制力。目前我国资本市场的治理体系依然带有较为强烈的行政性,体系复杂,对市场的倚重不明显,监管主体与监管对象为上下级间的强制服从关系,即使发生违法行为也仅采用国家强制力来追究法律责任,监管成本较高。追究法律责任本身并没有错,但如果治理手段过于单一,单纯倚靠强制力,就会大幅提高治理成本。资本市场的发展要求一种快速、便捷、有效且成本较低的治理方式,现行治理手段难免在这一方面有些力不从心。

① 参见吴志攀:《“互联网+”的兴起与法律的滞后性》,《国家行政学院学报》2015年第3期。

② 参见刘俊海:《打造投资者友好型证券法 推动资本市场治理现代化》,《法学论坛》2015年第4期。

2. 证券服务机构需要自律治理

现行的资本市场治理体系存在一些明显的问题,诸如自由意志体现不足、实践执行与立法差距大、市场主体互动不明显,等等。在这种对现行资本市场治理缺陷深深的担忧中,证券服务机构自律治理对当前资本市场而言显得更为迫切,其必要性主要体现在以下几个方面。(1)证券服务机构自律治理能够保障资本市场的规范性。证券服务机构在治理的过程中更加注重实践需求,出于快速回应治理现实的需要,一方面对那些只有指引性、示范性、建议性的笼统规则进行细化和完善。另一方面,自律治理需要对那些没有规定而又亟须规则指导的领域进行规范。对资本市场治理的完善而言,国家法规范显然无法做到事无巨细、面面俱到,有很多规范的空白领域需要自律规范去填补。(2)证券服务机构自律治理的适应性与多样性能够保障资本市场的灵活性。证券服务机构的自律治理对资本市场治理实践的发展具有极强的适应性,资本市场的法律修改频率虽然较合时宜地适应了社会经济的发展,但资本市场治理领域的实践变化太过迅速,需要建立更为灵活的反馈体系与更为强大的试错机制。证券服务机构自律规范出于充分适应经济现实的发展与资本市场治理的需要,其规则的修改较为灵活,为资本市场治理的完善留有回旋余地与调整空间。(3)证券服务机构自律治理的共识性与自觉性能够保障资本市场治理的有效性。证券服务机构自律治理的规定形式或者叙事方式明显不同于国家法规范,在自律治理模式之下遵循开放协商机制,能够在治理背景、行为标准、责任范围等重要方面形成共识,与依照间接民主所形成的自上而下的规范相比,对强制力的依赖弱化,更为关键的是在自律治理模式之中,立法者或治理者置身于资本市场之中,以市场为参照进行规则的制定,治理的有效性与针对性能够得到最大限度地保证。第一,自律治理规则的制定与实施主体为证券服务机构自身,其对市场规则与要求充分了解,自律组织作为自律治理规则的制定主体,能够直接体现该特定群体的意志。第二,自律治理规则的制定与实施过程更为简洁、高效、开放,规则制定成本与效率在开放机制之下较传统封闭立法更具优势,意见的反馈更为及时与准确,共识与认同的达成度更高。由于自律规则更加注重开放,并全面实践开放,证券服务机构自律治理模式的兴起成为必然。

(二) 证券服务机构自律治理存在不足

1. 证券服务机构治理主体定位不明

从我国资本市场的现状观之,证券服务机构在整个资本市场的治理体系中尚处于边缘地带,并未以治理主体身份有效地参与到资本市场的治理中来。制度安排与法律实践之间的距离或者是理想与现实的差距。目前自律机构在资本市场治理中主要发挥协调功能,自律治理能力的发挥非常有限,甚至有自律组织与企业共谋的情况。原因主要在于,一方面从外部约束机制来讲,目前自律治理机制不成熟,不稳定的社会舆论、非连贯的政府监管等均不构成有效的可置信威胁,自律组织作为一种法律之外的惩处机制和程序尚未健全。例如,目前的中国注册会计师协会,其性质究竟是事业单位还是社会团体,依据不同的规定所得出的结论截然不同,那么对注册会计师与注册会计师事务所的自律监管组织究为何人则无定论,自律组织、自律限度以及自律规范等问题均是我们实行自律监管需要详加探究的。目前对注册会计师行业的管制应属于政府管制或以政府管制为主的模式,而不能认定为自我管制或以自我管制为主的模式。^①另一方面,从内部自律动力来讲,自律规范目标的实现多需要借助利益诱导进行激励,企业作为追求利益最大化的组织,能否受益是其判断是否进行自律的首要因素,

^① 参见陈秧秧:《证券市场注册会计师管制模式比较研究》,载吴清总编:《证券法苑》2017年第23卷,法律出版社2017年版,第93页。

而对自律组织如行业协会是否有足够的话语权来决定利益的划分、奖惩力度等,是决定其内部认同度、外部合法性的重要前提。例如,中国注册会计师协会作为目前略带自律监管色彩的自律组织,其职责之一是“制定行业管理规范”,对会员的“违规行为予以惩戒”,^①其对会员违规行为给予惩戒的种类有训诫、通报批评、公开谴责这3类,^②仅为声誉方面的考量,未有绩效收益、身份收益、政策收益等内容,利益的多样性难以保证,且仅有反向的惩戒机制,正向的激励机制明显缺乏。

证券服务机构是当前资本市场的参与者与联结者,其承担对接目标公司与资本市场的大部分工作,对资本市场中的重要主体——上市公司——而言,证券服务机构的要求具有一定的导向性。证券服务机构作为治理主体,首先,其拥有重要的声誉资本,即使在缺乏有效法律诉讼机制的情况下,证券服务机构也会有动力去拒绝客户的“共谋”要求。其次,证券服务机构可能受到投资者法律诉讼救济机制的制约,那么即便是在没有重大声誉资本的情况下,它们也同样面临潜在损失大于同流合污的可期待收益。而从证券服务机构的违法成本角度观之,亦可得出如下结论:证券服务机构不愿意“为五斗米折腰”并且需要以治理者的身份参与到资本市场的治理中来。

2. 证券服务机构治理效果欠佳

证券服务机构能否获得资本市场治理者的身份,这种身份认同度能有多高,如何发挥其自律治理的职能,都是亟待资本市场检验的重要问题。在资本市场的运行中,必须要回答一个问题,那就是资本市场一直以来“看门人”机制失灵的原因是什么?甚至需要回答一个更为严峻的问题,“看门人”机制集体失败的原因是什么?证券服务机构在资本市场治理中有何欠缺,资本市场治理有哪些内容,证券监管是其重要内容吗?

首先,在诸多上市公司丑闻中,作为证券服务机构的证券公司、会计师事务所、律师事务所难辞其咎。以美国为例,大规模的上市公司丑闻暴露出了作为“看门人”的证券服务机构的种种劣迹。美国2002年出台的《萨班斯—奥克斯利法案》是对安然公司丑闻及该公司的审计者安达信会计师事务所没能阻止欺诈行为的直接反应。该法案再次强调了在证券服务机构中审计者保持独立的重要性,并主张加大对审计失败的惩罚力度。其中,法案第404章节规定管理层和审计者必须提交一个内部的控制权报告,并对财务内部控制报告的有效性进行评估。而由美国前总统奥巴马于2010年7月21日签署的《多德—弗兰克法案》目标更为精准,直接面对的就是华尔街改革,目的在于监管证券服务机构,提高金融产品和服务的消费者保护水平。^③在中国资本市场中,证券服务机构的违法行为呈现出集体性特点。笔者曾对中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)公布的行政处罚决定书进行考察,其中针对证券服务机构的行政处罚几乎囊括了所有服务机构种类,其中对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。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、信息披露违法等行为屡禁不止,欺骗投资者、粉饰发行人、规避法律的现象屡屡发生。整个证券服务市场存在义务不明、责任不全、处罚不严的问题。^④

其次,现行资本市场的证券监管体系以中国证监会监管为主,监管虽然力度明显加大,但依旧难

^① 参见2018年6月26日中国注册会计师协会第六次全国会员代表大会表决通过、民政部于2018年8月20日核准生效的《中国注册会计师协会章程》第7条。

^② 参见2018年6月26日中国注册会计师协会第六次全国会员代表大会表决通过、民政部于2018年8月20日核准生效的《中国注册会计师协会章程》第13条。

^③ 参见[卢森堡]马克·格尔根:《公司治理》,王世权等译,机械工业出版社2014年版,第122页。

^④ 参见侯东德、薄萍萍:《证券服务机构IPO监督机制研究》,《现代法学》2016年第6期。

以满足资本市场庞大的体量要求。但是,监管权的集中行使使得如交易所、行业协会等机构都难以有效发挥监督作用,证券服务机构的监督作用无从谈起。从证券服务机构本身的性质来看,其对稳定市场本可发挥巨大作用。但是,目前法律法规对证券服务机构如何有效实施监管并无专门规定,这就使得证券服务机构的治理显得“师出无名”,缺乏正当性基础。

证券服务机构如何由企业造假帮凶转变为中国证监会的监管帮手,仅仅只是增加责任还是发挥其治理功能,要想实现良性监管,就必然需要调动证券公司的能动性,不能只依靠中国证监会的行政监管。

二、证券服务机构自律治理的博弈论分析

在现行法律框架下,证券服务机构承担的任务是对上市公司的各类信息进行客观披露。证券服务机构参与资本市场治理已是大势所趋;职是之故,其参与治理的纯粹性将接受市场和法治的双重考验。在此,笔者拟通过博弈论研究在博弈规则下证券服务机构应如何作出行动决策,在不同的环境中这些行动会相应导致不同的社会结果,合理的社会制度让在这个制度下的博弈结果尽量处于或接近社会目标集合。^① 博弈论具体化了信息成本和对策成本,有利于行为的均衡分析。^② 具体而言:

(一) 博弈分析的前提

在博弈的框架下,可以得出一种博弈均衡与均衡对应的结果,从而对整体进行评价。^③ 当博弈参与人为上市公司和证券服务机构时,上市公司可以选择委托或者不委托证券服务机构,证券服务机构可以选择接受委托或者不接受委托,上市公司与证券服务机构的委托与被委托关系可以长期存在。在证券服务机构接受委托的情况下,其可以选择合规策略或者非合规策略。具体而言:(1)当证券服务机构选择合规策略时,企业收益为证券服务机构所提供的服务为企业带来的价值与证券服务机构从企业获得的报酬之差。如果企业不委托证券服务机构,企业的收益为零。只有当企业委托证券服务机构比企业不委托的收益更大时,对企业而言,委托证券服务机构进行合规行为才是理性选择。(2)当证券服务机构选择非合规策略时,证券服务机构的净收益为,从企业获得的报酬与证券服务机构选择非合规策略而额外从企业获得的寻租收益之和再减去其因非合规策略而可能遭受处罚而导致的违法成本。(3)如果违法成本高于或者等于寻租收益,证券服务机构就不会选择非合规策略。在单期博弈中,如果违法成本低于寻租收益,证券服务机构有可能会选择非合规策略;在长期重复博弈中,即使违法成本低于寻租收益,证券服务机构有可能选择非合规策略,也有可能自律地选择合规策略。企业可以从证券服务机构的非合规策略中获得额外收益。当额外收益大于寻租成本时,企业可以从证券服务机构的非合规策略中获得净收益。

(二) 单期博弈分析

在单期博弈中,如果从企业获得的收益并未高于市场报酬水平,证券服务机构的策略可能是不接受委托。反之,当从企业获得的收益较为可观时,证券服务机构则会选择接受委托,而此时的证券服务机构面临两个选择:采取合规策略或者非合规策略。如果证券服务机构接受委托,但在某一期选择非合规策略,那么从下一期开始,证券服务机构将承担由于声誉受损而导致市场报酬损失的后果。此

^① 参见丁利:《制度激励、博弈均衡与社会正义》,《中国社会科学》2016年第4期。

^② 参见魏建:《理性选择理论与法经济学的发展》,《中国社会科学》2002年第1期。

^③ 参见赵骏、范良聪:《补偿博弈与第三方评估》,《法学研究》2012年第3期。

时,前一期证券服务机构非合规行为的声誉损失越大,则其下一期能够从其他地方获得的市场报酬越少。

(三)多期博弈分析

不同长度的博弈关系带给行为人的行动激励不同,当处于长期博弈时,理性的行动者总是对相对方予以合作型的回应。^① 单期博弈已经揭示了非合规策略出现的可能,然而,很多时候博弈的参与者往往并不看重从偶发的、一次性的交易中获取短期利益,而是追求长期的、持续的稳定收益。^② 在多期博弈中,证券服务机构即面临非合规策略带来的短期收益与合规策略带来的长期收益之间的权衡比较。假定在第一个周期,证券服务机构接受委托但选择非合规策略,那么从第二个周期开始,证券服务机构因为声誉受损,从市场上获得的报酬水平降低。一方面,当证券服务机构的非合规策略所带来的寻租收益高于其所需要承担的违法成本时,证券服务机构有选择非合规策略的驱动力。因此,在这种情况下,非合规策略的短期收益增量为正。另一方面,选择非合规策略意味着其他两个方面的损失:从企业获得长期收益的损失和声誉损失。

证券服务机构接受企业委托并选择合规策略提供服务,这将带来长期报酬贴现价值的增长。但是,上一周期的非合规策略将导致下一周期证券服务机构面临声誉损失,从其他地方获得长期市场报酬的现值将减少。因此,当证券服务机构非合规策略的短期收益增量小于或者等于合规策略的长期收益增量这一条件满足时,证券服务机构将会自觉选择长期合规策略。从这一条件可以看出,在其他条件不变的情况下:(1)当证券服务机构因选择非合规策略而从企业获得的寻租收益越小或者因非合规策略导致的违法成本越大时,短期收益增量越小,证券服务机构自律的可能性越大。(2)当长期合规策略的收益越大或者因为非合规策略导致长期声誉损失越大时,证券服务机构自律的可能性越大。(3)当未来收益的贴现系数不够大时,证券服务机构将更重视短期利益,从而可能选择非合规策略,极端情况下将完全忽视长期收益与声誉损失。在这种条件下,只要寻租收益大于违法成本,证券服务机构便有选择非合规策略的利益动力。(4)对以上推论加以扩展,长期的合规策略能带来声誉增加,这体现在委托报酬的逐期增加上,而声誉资本积淀带来的溢价也同样会逐期体现。因此,如果考虑声誉资本积淀带来的溢价,证券服务机构长期选择合规策略的折现收益也将出现相应的增长。当非合规策略的短期收益增量小于或者等于合规策略的长期收益增量这一条件满足时,证券服务机构将自觉选择长期合规策略。进一步来看,短期非合规策略不仅仅是从获得寻租收益的角度来定义,同样可以理解成为了减少投入成本。因此,证券服务机构短期收益增量为,寻租收益加上其未尽勤勉义务或者未尽职调查而减少的投入成本,再减去因非合规策略受处罚导致的违法成本。在这一基础上同样可以推导出前述结论,当非合规策略的短期收益增量小于或者等于合规策略的长期收益增量时,证券服务机构将自觉选择长期合规策略。

三、证券服务机构自律治理欠缺的原因

(一)缺乏自律思维

目前我国证券服务机构的自律治理相对欠缺,与英国、美国等监管体制发达国家以自律监管或以

^① 参见吴元元:《双重博弈结构中的激励效应与运动式执法——以法律经济学为解释视角》,《法商研究》2015年第1期。

^② 参见赵磊:《商事信用:商法的内在逻辑与体系化根本》,《中国法学》2018年第5期。

自我监管为主的监管模式相比,我国目前对证券服务机构的监管仍然以政府监管为主,从整个监管体系完整性角度来看,主体仍以政府为主,对市场作用的发挥利用不足,存在监管失衡的问题。究其缘由,一方面,我国的市场经济是由计划经济发展而来,与发达国家证券服务机构自律传统相比,我国证券服务机构对外部约束较为依赖,对自我约束缺乏传统与习惯。但是,虽然我国证券服务机构自律的氛围及传统与发达国家相比较弱,但证券服务机构对声誉资本的重视是存在共性的,这个共性为我国进一步发挥自律治理在证券服务机构监管中的作用奠定了基础。^①另一方面,对政府与市场的界限划分一直未有定论,党的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,经济体制改革的核心问题是处理好政府与市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。作为一个重大的理论突破,它将市场的作用由“基础性”提升至“决定性”的高度,一定程度上是对过去政府在两者关系中强势地位的一种矫正。作为投资人与发行人的中介,声誉是证券服务机构立于证券市场的重要资产,因此无论是律师、会计师还是其他证券服务机构,作为市场中的“理性人”均会选择诚信尽责,以维护自身于市场之地位,从而取得更多的市场地位和市场利益。因此,自律监管既是自身职业发展的要求,亦有市场趋利性的驱动。

(二)监管理念落后

我国资本市场的监管理念依旧是以行政监管为主。但是,现代资本市场的监管理念更为看重“信任”。信任是金融市场运行的基础,培育信任则是金融监管的中心职责所在。好的监管密切留意企业的稳健性,从而保护消费者利益,同时促进整个金融体系的稳定和健全。^②在证券市场中,由于信息不对称,投资人对信息的需求最迫切,因此,信息披露制度是现代证券市场制度的核心,监管也主要围绕信息披露进行,核心工作集中于信息披露的真实性与完整性,以保证证券市场信息的公开透明。一个稳定健全的证券监管体系既包括证券发行信息披露,也包括持续性信息披露。从监管主体的角度来看,仅仅依靠中国证监会等行政机关进行监管不仅存在人力上的困难,同时由于上市公司种类繁多、信息名目复杂,仅靠中国证监会一己之力难以胜任监管之责。但是,纵观现行监管实践,仍然停留在行政监管的层面,监管多样性、市场化程度不高,在当前证券市场改革形势下,证券服务机构作为监管主体的介入非常有必要。在证券服务机构进行信息披露时,上市公司和投资人也在对其进行监督,以实现市场参与主体之间的互相监督。同时,应重视法律追责制度,通过严厉惩戒违法的上市公司和证券服务机构,用民事赔偿的手段收缴其违法所得,让市场主体认识到利用不正当手段承担的损失风险远远超过可能获得的利益,进而自发遵守监管的要求。^③

适应性监管实践与侵入性监管实践的周期性循环是监管问题中的难题。^④所以,在博弈论框架中诞生的监管互动模型就成为不二选择。一旦将法律视为一个回应型的监管体系,资本市场中的投资者就知道会有机会争论不公正的规则。澳大利亚学者约翰·布雷斯韦特影响监管的“金字塔”理论表明,监管政策应该对不良行为采取一种非正式的对话,在受到尊重的方法失效时应升级到更为严厉的惩罚。通过这样的过程,如果严厉的控制确实在实践中发挥了作用,那么就可以被视为合法:“监管

^① 参见吴明晖:《美国证券服务机构监管机制探析》,载桂敏杰总编:《证券法苑》2014年第11卷,法律出版社2014年版,第320页。

^② 参见[荷]乔安妮·凯勒曼等:《21世纪金融监管》,张晓朴译,中信出版社2016年版,第2页。

^③ 参见吴明晖:《美国证券服务机构监管机制探析》,载桂敏杰总编:《证券法苑》2014年第11卷,法律出版社2014年版,第319页。

^④ 参见[荷]乔安妮·凯勒曼等:《21世纪金融监管》,张晓朴译,中信出版社2016年版,第85页。

寻求的是前后关系、完整性和连结策略的协同效应”。^① 互动监管的目标是获得公正,其通过公民社会的自我调节来实现,法律应该远离这个空间。^② 所以,在证券市场监管领域,更应该“以强化金融监管为重点,以防范系统性金融风险为底线,加快相关法律法规建设……加强功能监管,更加重视行为监管”。^③ 这就要求“结合我国实际,学习和借鉴国际上成熟的金融监管做法,补齐制度短板,完善资本监管、行为监管、功能监管方式,确保监管能力和对外开放水平相适应”。^④

四、证券服务机构自律治理的基本规则

(一) 证券服务机构自律治理转型的逻辑基础

根据制度建设的需要,我国要建成多层次资本市场体系,这其中包含的对投资者特别保护是非常重要的课题。因应这一需要,证券服务机构的自律型转变迫在眉睫。正是在这种监管转型的机遇下,不论是主动还是被动,证券服务机构的转型都应当向证券投资者倾斜,应当将自己的角色定位为协助发行方,为其提供服务。加强投资者保护,必然会加重证券服务机构的责任,这种责任不仅体现在惩处机制的完善上,还将体现在追责机制的健全上。这些机制与规则体系的建立密切相关,在深化金融改革的大背景之下,资本市场对证券服务机构的反馈会比以前更灵敏和直接。证券服务机构真正的任务是要时刻盯紧那些可能乘虚而入的主体。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,原先专司协助发行人的角色需要转型,向证券投资者负责、为证券市场服务,这是“看门人”应尽之义务。

(二) 证券服务机构自律治理的法律内涵

证券服务机构自律治理功能主要包括严格审核、辅助监管、实质保护三个方面。

1. 严格审核: 审核分权的逻辑与展开

严格审核以有限政府理论作为逻辑基础,审核权的行使不是行政权力演化的必然结果,在民主决策、合理分权的逻辑基础上,诞生以证券服务机构为有效补充的审核主体,承担原由中国证监会承担的核查、验证、审核义务。在审核分权的逻辑主线中,证券服务机构由被动接受监管的对象转化为主动行权对象,之前由证券服务机构策应上市公司造假以应对中国证监会检查核验的情形将有所改变,因为在获得权利的同时,证券服务机构也将承担更多义务。一旦审核不合格,将面临更为严苛的处罚。

2. 辅助监管: 监管职能的再造与勃兴

辅助监管主要是指证券服务机构在承担核查、验证、审核义务的基础上享有一定监管权力,一定意义上实现权利义务的一致性。而辅助监管既非全面监管,亦非全程监管,仅对其核查、验证、审核的公司享有后续整改、上市等方面的监管权力。证券服务机构并非全面监管的主体,其所承担的监管职责应当偏重于技术性与程序性。在技术性和程序性监管领域,应当主要由证券服务机构负责,实现公

^① John Braithwaite, The Essence of Responsive Regulation, 44 U.B.C. Law Review, 486-490 (2011).

^② See Alice Louise Klettner, Corporate Governance Regulation Assessing the Effectiveness of Soft Law in relation to the Contemporary Role of the Board of Directors, University of Technology Sydney Press, 2014, p.112.

^③ 习近平:《金融要回归本源 服从服务于经济社会发展》, <http://kuaixun.stcn.com/2017/0715/13494618.shtml>, 2017-07-23。

^④ 《习近平主持召开中央财经领导小组第十六次会议》, http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/17/content_5211349.htm, 2017-07-23。

司整改以及上市后续工作的持续、有效开展。证券服务机构的辅助监管也将实现权力与义务的对等设计,强化证券服务机构的监管职责。

3. 实质保护:投资者的实质保护与理念更新

实质保护是以投资者保护为逻辑基础,针对目前证券市场投资者尤其是中小投资者利益难以得到切实保障的现状,证券服务机构在审核、监管的过程中发现损害投资者利益的问题时,应当及时提醒并提供解决方案。而从实质保护的角度考虑,这些建议与意见都应当记录在案并供公开市场检验。从保护中小投资者的角度出发,强化证券服务机构对中小投资者的责任既是理念问题,同时也是利益问题。强化责任是阻断固有利益共同体的方式之一,如果保护仅停留在形式层面,那么依旧形同虚设。在中小投资者实质保护的层面,加强证券服务机构的责任意识任重而道远。

(三)自律型路径的治理蓝图

前文已经从国家治理、资本市场治理以及自律治理3个层面分析证券服务机构资本市场自律治理的重要性。国家治理体系的现代化赋予市场主体更多的自主权利,在现代资本市场治理体系下,资本市场的改革同样是对市场作用的进一步肯定,证券服务机构自身作为市场主体,在此改革背景之下无论是从自身发展着眼,还是从最大限度发挥主体作用角度分析,都应当实现从消极服务向自律治理的转变。

那么,要求证券服务机构自律是否可行?从域外实践考察,需要加强如下两个方面的规定:(1)道德要求。借鉴《萨班斯—奥克斯利法案》确立的道德守则,包括“诚实的、合乎道德的行为,在处理个人关系及职业关系中的利益冲突或者潜在的利益冲突时采取符合道德伦理的行动”。^①(2)自律治理包括利益冲突时的自律,遵守法律、规则以及监管规章的自律,禁止不合法、不道德行为的自律。证券服务机构从事的所有活动都应当是符合道德的行为。应当鼓励在难以定夺特定情形下哪种行动最佳时,向监管者或其他合适人员表达疑虑。如果发现违反法律规则、监管政策以及公司商业行为守则的事项时,应向有关人员报告。

五、推动证券服务机构自律转型的法治路径

(一)多主体监管制度的完善

证券服务机构自律治理功能的发挥需要接受持续的监督,缺少此类监督则极易在行业内部形成垄断,与自律型治理功能转变目标相悖,因此要依赖监管者与投资者的监督,完善相应的监督机制。

1. 针对证券公司的监管

深圳证券交易所提出,逐步建立“以监管会员为中心”的监管模式,从投资交易行为的监管模式逐步转向监管投资者与监管会员并重。^②这要求:(1)证券公司要承担起对证券投资者进行教育的责任,在转变监管模式之前观念的转变才是前置条件,面对我国证券市场投资者较为分散且中小投资者居多的现实情况,对体量庞大的投资者进行监管存在一定难度,进行投资者教育,扭转监管理念成为势在必行之举措。(2)监管模式需要做出调整,管制前移有利于构建不同于之前事后监管的新型模式,以期推动前置监控、中段控制的监管效果。(3)改变监管机构的单一监管模式,构建多维立体的监

^① [美]马丁·洛伊:《公司治理:公众公司董事指南》,刘燕译,法律出版社2005年版,第71~72页。

^② 参见徐金鹏、孙飞:《深交所三路并进强化一线监管》,http://news.xinhuanet.com/2017-07/09/c_1121289240.htm,2018-06-12。

管模式,改变之前以违法违规结果为主的事后监管模式,从动态防控的角度出发,针对异常行为主动出击。改变之前长期关注个体风险的做法,关注并有效预防系统性风险的出现。

2. 针对律师事务所的监管

律师是前置监管中的重要一环,作为信息披露者,律师的专业知识和风险预判能力都有助于在接触业务信息时及时发现可能存在的违法违规问题,而律师同样有责任对其披露的信息的真实性和准确性予以核实。针对律师执业过程中的监管需要更为细化。律师属于独立的证券服务人员,根据规则设计,可以公正独立地披露信息,将所了解到的公司情况以最直观的方式反馈给市场和投资者。但实践中,律师需要从发行公司处获取报酬(或其他收益),难免沆瀣一气,所以律师在职业道德与利益之间面临选择的时候难免会遭受考验。如何促进律师做出正确选择以及如何设计规则,都是监管需要考虑的内容。美国的监管模式经历了多年市场检验并不断完善,既体现出对律师参与证券市场活动的肯定,同时也强化了律师在从事证券业务过程中所应承担的责任。在《萨班斯—奥克斯利法案》中,对律师的报告义务更趋严格,针对公司的重大违法行为,律师需要履行从首席法务(或首席执行官)到董事会审计委员会(或其他委员会)逐级报告的义务。^① 针对律师还规定了所谓“申斥权”,^②即暂时性或永久性禁止其在美国证券交易委员会治下执业。这些都是针对律师的监管规则,目的在于通过强化义务督促律师尽职尽责。在我国资本市场的监管模式向自律型监管转变的过程中,同样需要注重从制度设计层面防止证券服务机构和服务人员疏于披露信息,以规则督促其向市场尽责,向投资者尽责。

3. 针对会计师事务所的监管

我国的会计师事务所同样面临在审计结果与获得报酬的矛盾之间的境遇,如果审计结果不能满足客户的需要,那么将损失巨额收益,但如果“委曲求全”满足客户不合理甚至不合法的需要,则将损害整个市场尤其是中小投资者的权益。此时,报告的真实性和独立性如何保障?在美国根据《萨班斯—奥克斯利法案》第 101 条成立的美国公众公司会计监管委员会有权登记备案注册会计师事务所,并针对在册会计师事务所制定审计准则和道德准则。^③ 在美国公众公司会计监管委员会制定的《美国公众公司会计监管委员会审计及相关专业实务准则》中,对会计师事务所和注册会计师所出具的审计文档都有严格的要求,文档应该“充分翔实”“提供与重要发现或事项之间的清晰的关系”,记载“财物报表认定有关的实施程序、获得的证据和得出的结论”,以便于“与该业务没有联系的审计师”了解。^④ 会计师事务所审计的各项财务指标更具有可查验性,概而言之,如果会计师事务所进行审计数据造假,更容易从披露的原始数据中发现问题。因此,会计师事务所不论是从声誉影响的角度还是从责任承担的角度,都应当为市场提供更为真实的信息。但是,与律师事务所相同,以利益考验人性,往往需要从制度层面给予“快刀斩乱麻”式的切割。欲解决此问题,首先需要实现会计师事务所向自律型监管的转变,在内部构筑“防火墙”,学习先进的自律监管经验,变被动监管为主动监管,并对关联利

^① 参见美国《2002 年萨班斯—奥克斯利法案》第 307 条,ZETA—CIA 研究中心译,法律出版社 2004 年版,第 116~117 页。

^② 参见郭雳:《我国证券律师业的发展出路与规范建议》,《法学》2012 年第 4 期。

^③ 参见美国《2002 年萨班斯—奥克斯利法案》第 101~103 条,ZATA—CIA 研究中心译,法律出版社 2004 年版,第 13~14 页。

^④ 参见《美国公众公司会计监管委员会审计及相关专业实务准则》(第一辑)审计准则第 3 号第 4~6 条,ZETA—CIA 研究中心译,法律出版社 2007 年版,第 13~15 页。

益进行隔离。要让会计师事务所经得起利益诱惑,就必须有效隔离开咨询业务,使会计师事务所不会为了眼前利益而放弃职业操守和职业声誉。

4. 针对评级机构的监管

评级机构在证券市场中介机构中较为弱势,同时受到发行方与投资者双方的压力,目前国内较为知名的信用评级机构主要有大公国际、联合资信、中诚信、鹏元、上海新世纪、东方金诚、上海远东、中债资信等。其中,中债资信为投资人付费模式,多数采用发行人付费模式。与注册会计师、律师相比,评级机构准入门槛相对较高,但针对评级机构的监管并非固若金汤。特别是2018年以来,在去杠杆和严监管的证券市场环境下,虽然市场风险偏好降低,但评级机构评级虚高、执业质量不高等问题依然存在。由于评级市场本身的特点,目前的信用评级市场监管较为分散,存在银行、地方政府、中国证监会等多头监管的现象,监管责任的指向性并不明确,信用评级机构作为中介机构的职责最终仍然体现在自身合规与信息披露上。在相当长的一段时间内,并没有针对信用评级机构之系统的、可执行的监管规范,其监管约束力并不强。真正起到规范评级机构行为作用的,还是机构自身为维护声誉以追求溢价效应而进行的自律。^①对信用评级机构的监管,一方面要厘清监管责任主体,避免市场交叉监管带来的责任推诿问题;另一方面,要提高评级机构的自律监管能力,充分发挥自身的主动性,解决目前信用评级市场存在的多头监管、投资者监管依赖性高等问题,因为自律监管是从信用评级机构自身出发,能够直击问题深处。

(二)全方位信息披露的强化

证券服务机构的主要作用是保证上市公司充分履行信息披露义务,并对其披露的信息进行核查、验证。在此监管模式之下,监管部门的作用由核准转变为审查,股票的价值由市场、投资者进行判断。信息披露的真实性、准确性与完整性作为证券市场的重要信息,交由市场中的服务机构及上市公司自己负责,这是强监管环境下政府职能履行效率提升的必要保证。而由专业的中介机构承担这一职责并非难事。但是,有关调查结果显示,^②目前证券服务机构市场竞争激烈,在公司治理模式日益完善的背景下,上市公司信息披露出现问题最大的可能,便是证券服务机构为业绩主动提出、协助进行虚假信息披露,因此,从证券服务机构自身入手是解决问题的关键。政府监管与自律治理的良性互动是解决这一问题的正确选择。

(三)投资者适当性的准确定位

截至2018年,中国证券市场投资者数量已经超过1.35亿。^③2005年,原中国银行业监督管理委员会颁布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,对“了解客户”规则作出具体要求,首次引入投资者适当性管理规则。投资者适当性制度最早应用于证券行业,其基础社会价值在于保护投资者,^④在实

^① 参见吴明晖:《美国证券服务机构监管机制探析》,载桂敏杰总编:《证券法苑》2014年第11卷,法律出版社2014年版,第315页。

^② 根据深圳证券交易所的调查,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激烈,参见《深交所〈2014年个人投资者状况调查报告〉发布》,http://www.szse.cn/aboutus/trends/nes/t20150313_518579.html, 2017-07-23。

^③ 参见刘慧:《中国证券市场投资者数量超过1.35亿 A股超过1.34亿》,http://finance.sina.com.cn/roll/2018-02-15/docifyrqwkc-6889715.shtml, 2018-08-15。

^④ 参见罗培新:《美国金融监管的法律与政策困局之反思——兼及对我国金融监管之启示》,《中国法学》2009年第3期。

践中主要与投资者分类制度相结合。我国在引进投资者适当性制度之初,规定较为笼统概括,随着市场的发展才逐渐细致、全面,但我们必须认清立法全面细致而现实执行力不够的尴尬局面,广大投资者仍须面对“质次价高”的残酷市场现实。在现行立法框架下,投资者适当性管理包括合格投资者制度、了解客户和资料保存义务以及适当推荐义务 3 个方面,^①这在《证券公司监督管理条例》《金融期货投资者适当性制度操作指引》等文件中均有所规定。但是存在将投资者适当性制度定位不当的问题,解读目前的规定,投资者适当性是为满足监管要求而实施的一项针对投资者的管理制度,这明显本末倒置。无论是“做大做强”市场的要求,还是“去杠杆严监管”的市场态势,都不能忽略投资者保护这一重要市场价值追求,投资者保护应当是制度的初衷而非形式。证券服务机构在执业过程中需要的正是摆正投资者适当性的制度定位,投资者保护是其最终目标而非为满足监管要求。

基于这一价值追求,证券服务机构需要从两个方面做好投资者适当性安排:一是对证券服务机构的责任确定。投资者适当性制度全面、详细,但对证券服务机构是否严格执行如何进行准确分辨?以信义义务为基础,证券服务机构对投资者的义务范围与边界如何?证券服务机构对投资者的归责原则应当采过错责任原则还是无过错责任原则?这些都是投资者权益受侵害事后救济需要考虑的内容,也是目前立法的薄弱环节。二是对证券服务机构权利义务内容的设定,需要遵从投资者保护这一基本要求,从投资者保护的角度进行考虑设定。由此方能充分发挥投资者适当性制度在当前资本市场创新环境下的减震作用。

(四) 责任与激励机制的完善

证券服务机构违法违规行为较多的主要原因是现有责任机制威慑不足,违法成本较低,因此要强化证券服务机构的责任机制,同时要注意合理责任上限的设定,实现激励与惩罚的平衡。当下,亟须健全如“市场禁入”等惩罚性机制,针对其所存在法律性质界定不明、缺乏司法约束、体系缺乏系统化、规范模糊不清等问题进行完善。^②

证券公司在承销过程中有虚假或误导性披露的,就要对投资者承担足够的责任风险,因此证券公司会抵制上市公司的某些要求,以便获得更全面的信息。对投资者的责任设置可以提升证券公司对其声誉的关注。责任风险提供了一个令人信服的理由,即证券公司可以向希望披露更多信息的客户提供更全面的信息。

对会计师而言,诉讼手段只是权宜之计,一旦触发底线,其自然面临巨额赔付的执业风险。但是,启动这道事后监督程序之时“大错”皆已铸成。只要责任意识与自律治理这道防火墙一天未建立起来,那么在重利诱惑之下,会计师个人就会不惜以牺牲事务所甚至行业声誉为代价来招揽客户和获取利益。

律师在资本市场治理中的责任就是确保公司提供的文件符合披露要求。律师的角色可能取决于上市公司、公司内部人士和证券公司是否面临有意义的责任风险。如果有,那么上市公司和证券公司就会聘请律师来撰写和审查关键的披露文件来保护自己。律师的谨慎将有助于确保信息披露制度的良好运行,即使律师本身没有承担责任风险。相反,如果上市公司和证券公司面临的风险很小,他们可能会放弃聘请昂贵的律师来撰写披露文件,或者拒绝律师的告诫建议,信息披露质量可能因此而受

^① 参见张付标、李玫:《论证券投资者适当性的法律性质》,《法学》2013年第10期。

^② 参见黄辉、李海龙:《强化监管背景下的中国证券市场禁入制度研究:基于实证与比较的视角》,《比较法研究》2018年第1期。

到影响。^①

因此,律师业务也是证券服务机构自律治理的重要内容。合法合规、勤勉尽责是律师事务所及律师的基本要求,尽职调查是否严格、法律意见书是否真实准确、事务所风险控制制度是否完备等,都是律师事务所作为证券服务机构需要自律治理的内容范畴。

在强化责任的同时,也要完善激励机制。一是身份激励,需要从立法上明确证券服务机构自律型治理的范围与标准;二是利益激励,需要将证券服务机构能动性治理功能发挥的效果可视化,对诚信记录良好的中介机构,可设立中国证监会推荐雇佣机制,提升其声誉资本评价,激励其进一步勤勉尽责。

六、结语

资本市场的治理,就是一场公平与效率的持续性斗争。在整个治理体系中,证券服务机构发挥自律治理功效也是题中应有之义,通过建立完善的自律治理机制让证券服务机构更好地发挥“看门人”作用,让资本市场在更为良性的轨道上运行,改革的过程需要运用法治方式应对改革风险,确保对改革全过程的有效控制。^②从证券服务机构自身而言,首先需要明确其治理主体的地位,使其参与到资本市场的治理中来;其次是从实质保护、辅助监管以及严格审核三个方面完善自身治理机制,在向自律型转变的过程中为资本市场法治路径的完善贡献力量。

设立行业自律组织,一方面通过行业自律保障自律治理的效果,另一方面承担保护证券服务机构免受打击报复,保证自律治理功能持续发挥。同时,从立法先行授权、市场充分竞争、行业发展规范以及机构监管到位四个方面保障制度效果。

证券服务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。^③应当根据市场经济体制的运行需要、政府与市场的应有能力、商法宗旨及实现机制,确定政府与市场的功能定位。随着中国证监会权力的结构性重整,证券服务机构的权利内容也要进行相应调整,让其承担部分的实质审核权,^④发行审核监管需要设置精细的监督机制来有效约束交易所作为发行审核一线机关可能存在的利益冲突。资本市场已经成为社会主义市场经济体系极其重要的组成部分,而证券服务机构自律治理又是资本市场治理中的关键一环。对资本市场治理与国家治理体系之间的良性互动,证券服务机构的自律治理与资本市场治理之间的关系处理,保障证券服务机构自律治理地有效发挥都亟待展开较为全面和深入的研究。证券服务机构自律治理作用的发挥并不是自发形成的,受其自身及外在因素影响,其自律治理作用的发挥需要一系列的制度保障。

责任编辑 翟中鞠

^① See Bernard S.Black, The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48. UCLA Law Review, 795-797(2001).

^② 参见陈甦:《构建法治引领和规范改革的新常态》,《法学研究》2014年第6期。

^③ 参见甘培忠、孔令君:《论IPO注册制改革背景下中介机构作用之强化》,《法律适用》2015年第8期。

^④ 参见蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,《法学评论》2014年第2期。