

## 反思投资者保护逻辑下的 新股发行制度改革\*

李 润\*\*

**摘要:**第四轮新股发行制度改革以行政干预定价和强化中介责任两个维度展开,体现了投资者保护的改革逻辑,在此基础上,监管机构要求发行人和中介服务机构对投资者权利进行针对性保护,并行使行政处罚权对中介机构违法行为予以规制。干预定价的政策导向和律师法律责任的扩张解释助推了新股发行以来的乱局,而以信托市场的刚性兑付、债券市场的违约兜底、银行业的大而不倒、股票市场的退出不畅为代表的市场怪相,则是“过度保护投资者”之路径依赖的典型衍生品。理性的新股改革方向,必须明定投资者保障的边界、赋予证券监管机构中立化定位和单一化价值取向,在此基础上,以法律的稳定性来约束规则的适应性,以此来调整证券监管规则中的民粹主义倾向。

**关键词:**投资者保护 新股发行 保障边界

---

\* 本文受2013~2014年度“华东政法大学上海地方高校大文科研究生学术新人培育计划”资助。

\*\* 华东政法大学国际金融法律学院研究生。

## 一、新股发行制度的阶段性梳理

从“总量控制、限定家数”的审批制,到通道特色核准制,再到保荐特色核准制,随着2013年11月30日证监会《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的正式出台,以及相关配套措施的不断推出,中国资本市场史上第8次,也是历时最长的一次“首次公开发行”暂停就此终结。<sup>[1]</sup>前三轮改革有四个趋势:其一,不中断对报价申购和配售约束制度的完善;其二,不断增加信息披露规则;其三,对新股定价从间接干预到直接干预,并逐步强化;其四,围绕干预定价扩张管制范围,如干预新股供给。对第4轮新股发行制度改革<sup>[2]</sup>中一系列党的政策和证监会部门规章的梳理,能帮助我们有效理解新股发行制度的变迁逻辑和改革去向。

第一阶段,以2013年11月15日十八大三中全会文件中中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》<sup>[3]</sup>为起点,要求“推进股票发行注册制改革”,“提高直接融资比重”,为接下来向注册制过渡定下

---

[1] A股史上第一次暂停1994年7月21日至12月7日,空窗期为5个月;第二次:1995年1月19日至6月9日,空窗期为5个月;第三次:1995年7月5日至1996年1月3日,空窗期为6个月;第四次:2001年7月31日至11月2日,空窗期为3个月;第五次:2004年8月26日至2005年1月23日,空窗期为5个月;第六次:2005年5月25日至2006年6月2日,空窗期为12个月;第七次:2008年12月6日至2009年6月29日,空窗期为8个月;本轮暂停从2012年11月16日开始,至2014年1月9日重启,空窗期为14个月。

[2] 第一轮是2009年6月10日中国证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,主要修改三点:其一,询价和申购的报价约束机制;其二,网上网下申购制度;其三,打新股风险揭示制度。第二轮是2010年8月20日中国证监会发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》,主要修改四点:其一,报价申购和配售约束制度;其二,网下询价范围扩张;其三,定价信息披露制度;其四,回拨与中止发行制度。第三轮是2012年4月28日中国证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,主要修改五点:其一,信息披露制度;其二,询价和配售的定价约束制度;其三,发行价格管制;其四,新股供给增加;其五,打击炒新和执法力度。

[3] “中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定”,载 [http://finance.ifeng.com/a/20131115/11093995\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20131115/11093995_0.shtml),2014年4月9日访问。

基调。

第二阶段,以2013年11月30日《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》<sup>[4]</sup>为起点,主要措施可以归纳为四点:其一,控制高超募:存量发行(老股转让)以控制超募资金规模,新股发行数量与募投项目资金需要对应,<sup>[5]</sup>是间接调节发行数量供给,抑制高定价。其二,约束高定价:新股定价剔除高报价<sup>[6]</sup>(剔除的申购量不得低于申购总量的10%)、限价减持、提高网下配售的比例(网下网上回拨)、主承销商自主配售机制。其三,强化中介责任:保荐机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券服务机构及人员在发行过程中的独立主体责任,划清责任边界。信息披露重大违法时中介机构的赔偿责任。发行人信息披露存在重大违法,给投资者造成损失的,中介机构必须依法赔偿投资者损失。确认业绩“变脸”,即暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请,并移交稽查部门查处。其四,在强化中介责任的同时,明确证监会的角色定位和责任界定。比如,明确限定其审核的期限,重申证监会不因审核而对企业盈利状况承担“背书人”责任。<sup>[7]</sup>由此,我们发现,第二阶段围绕新股定价干预和中介责任配置两个维度展开。

但是随后的新股发行并未遵循监管机构的规定路径,而是呈现市场理性与管制理性的冲突,结果是市场非理性和管制非理性的集中暴露:市盈率越高,老股减持比重越高,高发行价、高发行市盈率未变,老股高量减持替代了高超募。上市公司为了不超募不断压缩新股发行量,从而导致供给不足,推升股价,同时不得不启动存量发行满足需求,

---

[4] “关于进一步推进新股发行体制改革的意见”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201311/t20131130\\_239079.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201311/t20131130_239079.htm),2014年4月9日访问。

[5] 新股发行募资数量不再与募投项目资金需求量强制挂钩,但要根据企业所在行业特点、经营规模、财务状况等因素从严审核募集资金的合理性和必要性。

[6] 询价机构为获取更多的配售股份往往放弃理性判断,报价偏离公司内在价值。

[7] “发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核,不对发行人的盈利能力和投资价值作出判断”,中国证监会不因审核而对企业盈利状况承担“背书人”责任,投资者自行判断投资价值与承担风险。

又为老股减持套现提供契机。<sup>[8]</sup>

第三阶段,在发行价最高、发行市盈率最高、老股减持最多的奥赛康暂缓发行后,证监会紧急于2014年1月12日发布了《关于加强新股发行监管的措施》,<sup>[9]</sup>类似“打补丁”规则。主要规定两点:其一,控制高市盈:市盈率高于同业平均水平需三周连发风险公告;其二,强化价格干预:抽查询价及路演、网下报价。然而,连续强力干预与中止发行的政策能抑制发行价虚高的现象,却增加了新股被爆炒的可能性。

第四阶段,证监会于2014年3月21日发布《完善新股发行体制改革相关措施》,<sup>[10]</sup>及时对发行承销办法、老股转让规定、募集资金运用信息披露等进行了微调和完善,突出事中事后监管。主要规定三点:其一,防高超募:募集资金使用限制适当放宽,限制老股转让。其二,防高定价:规范网下询价和定价行为,增加网下向网上回拨的档次,满足中小投资者的认购需求。其三,强化包括承销商在内的中介责任。

第五阶段,是指经历新股发行乱象之后,注册制改革的妥协与让步。主要表现在两个方面:其一,中国式注册制必须要审核。中国证监会主席肖钢在2014年3月5日出席人大安徽团全团审议会议时对记者表示:“注册制并没有一个成熟的样本可以学,我们要根据中国的国情,搞中国式的注册制改革。”“股票公开发行涉及广大公众利益,不论是注册制还是核准制都需要经过政府部门,或者政府授权部门的严格审核。”<sup>[11]</sup>故而从正面确定了IPO注册制必须要审核,“中国式的注册制改革”相比于十八大三中全会中提出的“注册制改革”,已经有所“退

[8] 新宝股份发行市盈率30.08倍,未超募无老股减持;我武生物发行市盈率39.31倍,老股减持占发行量的56.44%;安控股份发行市盈率39.54倍,老股减持占发行量的63.15%;全通教育发行市盈率51.37倍,老股减持占发行量70.55%;炬华科技发行市盈率51.37倍,老股减持占发行量的78.47%;奥赛康发行市盈率67倍,老股减持占发行量78.61%。资料来源:<http://news.stcn.com/2014/0113/11081599.shtml>,2014年4月12日访问。

[9] “中国证券监督管理委员会[2014]4号公告”,载[http://www.gov.cn/gzdt/2014-01/12/content\\_2565099.htm](http://www.gov.cn/gzdt/2014-01/12/content_2565099.htm),2014年4月13日访问。

[10] “中国证监会完善新股发行改革相关措施”,载[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201403/t20140321\\_245900.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201403/t20140321_245900.htm),2014年4月1日访问。

[11] 肖钢:“我们搞中国式注册制改革”,载[http://news.cnstock.com/news/sns\\_jd/2014qglh/2014lhht/201403/2934860.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_jd/2014qglh/2014lhht/201403/2934860.htm),2014年4月13日访问。

步”。其二,注册制改革加上“积极稳妥”为定语。2014年3月25日国务院常务会议发布资本市场“国六条”:主要有两点:一是“积极稳妥推进股票发行注册制改革”;二是“从严查处虚假陈述、内幕交易、市场操纵等违法违规行为,坚决保护投资者特别是中小投资者合法权益。”<sup>[12]</sup>

阶段性的规则梳理后,我们发现,新股发行制度改革以行政干预定价和强化中介责任两个维度展开,经历了监管层与市场参与主体的博弈后,注册制改革的目标有所异化(中国特色),注册制改革节奏开始放缓。

## 二、投资者保护逻辑下的改革回望

回望本轮改革,投资者保护措施主要从两个维度出发:第一是发行人和中介服务机构对投资者权利的针对性保护;第二是证监会以行政处罚权为代表对中介机构违法行为予以规制。

### (一) 投资者三项权利的针对性保护

投资者保护的對象是投资者的四项权利,即知情权、参与权、监督权、求偿权。本轮新股发行制度改革主要针对其中三项权利:

第一,通过强制发行人承诺来保护投资者知情权。证监会要求发行人的控股股东和高管作出四项承诺:其一,稳定股价承诺。若公司股价在上市后3年内低于每股净资产,公司控股股东、实际控制人必须做出说明;并采取回购股票、高管增持等稳定股价措施。其二,减持价格承诺。大股东和中小股东在锁定期满后2年内,减持价不低于发行价,以保护市场价格。其三,锁定期承诺。上市后6个月内,若连续20个交易日内的价格低于发行价或6个月后的节点上价格低于发行价,持股锁定期必须延长6个月。其四,回购承诺。若发行人的信息披露中被认定为虚假记载、重大遗漏或误导性陈述,大股东和发行人有义务回购发行的全部股票。

---

[12] “国务院发布资本市场‘国六条’:要市场要法治”,载 [http://news.ifeng.com/gundong/detail\\_2014\\_03/26/35156120\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/gundong/detail_2014_03/26/35156120_0.shtml),2014年4月13日访问。

第二,通过强化发行人和中介机构责任来保护投资者求偿权。其一,若信息披露存在虚假记载、重大遗漏或误导性陈述,发行人和控股股东、实际控制人、董事、监事以及高管有义务向中小投资者承担赔偿责任;其二,为发行人提供服务的中介机构如果在信息披露过程中存在虚假记载、重大遗漏或误导性陈述,需向中小投资者承担相应的赔偿责任。

第三,通过提升中签率来保护投资者参与权。即调整新股配售机制和回拨机制,发行新股分为网下配售和网上配售,前者针对机构投资者,后者针对中小投资者。网上投资者认购热情高涨,认购的倍数在50%~100%之间,要回拨20%;在100%以上要回拨40%;在150%以上要回拨90%。

## (二) 中介服务机构的违法行为规制

第一,中介机构必须承担独立主体责任和归位尽责义务。其一,“独立主体责任”和“归位”强调中介机构的责任边界,即所有中介机构在各自专业范围内以各自身份递交的资料,必须保证真实、准确、完整、及时,但如何界定责任边界以实现责任独立并无明确规则,下文详述。其二,“尽责”即要勤勉尽责和发表相应意见,如会计师可以出具标准无保留意见、带解释或说明的无保留意见、保留意见或拒绝表示意见;而律师则只能出具或肯定意见、保留意见或揭示风险。

第二,行政处罚与暂停受理并行。其一,如果前面申报的材料和后面的材料信息有重大不一致,首先会中止审查,其次会暂停受理该保荐机构递交的所有材料。其二,若进入立案稽查阶段,将会暂停受理所有中介机构递交的材料。其三,若查证属实,36个月内将不会受理企业的再次申请。

第三,声誉处罚机制。<sup>[13]</sup>如果中介机构服务的公司出现违法现象并被给予了行政处罚,将在各自协会的诚信记录和执业情况进行记载和公示。

---

[13] 天丰节能案中,竞天公诚律所在第一时间向全国律师协会递交了一份专项报告,声明放弃在案件调查中所有的陈述申辩和听证的权利,愿意依法接受处罚。请求尽快出台处罚决定以求最大限度降低因调查期限不确定性和处罚决定的声誉损失。

### 三、对投资者保护理念的反思

#### (一) 干预定价的政策导向存在合理性争议

第一,强制干预扭曲市场定价,人为造成一级市场和二级市场之间的套利空间。其一,新规要求剔除 10% 以上的最高报价,市盈率不得超过行业平均水平。从发行数据来看,确实抑制了新股发行价,但由于新股发行制度未得根本变革,新股供给有限,进一步推高了新股在二级市场的价格,<sup>[14]</sup>以众信旅游为例,发行人和承销商自动剔除了 96.33% 的高报价,发行市盈率也低于行业平均水平超过 40%,<sup>[15]</sup>却于上市后连续出现 8 个涨停。其二,剔除最高报价使得报价虚高者免责,有效的报价约束应当要求报价者对报价负责,需按各自报价和申购量进行认购。

第二,根据上市规则,首发新股数量由发行前股本决定,而募投项目所需资金也需事前确定。因此发行价决定了高超募,而高市盈率是高定价的体现,所以“三高”的表象可以简化为高市盈率,<sup>[16]</sup>以行业平均市盈率统一作为上限,着实限制了发行市盈率,看似牵住了“三高”问题的牛鼻子,却忽视了企业实际经营状况和发展前景。市盈率应当由市场自主形成,行政干预只会造成一级市场定价的不合理。事实上,二级市场的价格是经过证券市场上买卖双方充分博弈确定的市场化定价,炒新股作为无风险套利工具的部分动机在于发行定价受到人为

[14] 截至 2014 年 2 月 18 日,已上市的 45 只新股炒新平均收益率高达 42.70%,除沪市首只新股纽威股份炒新收益率为负,其余新股炒新收益率均为正数。参见魏静:“不舍上市首日涨幅 45 只新股平均投资收益高达 42%”,载 [www.cs.com.cn/gppd/zzyj2014/201402/t20140219\\_4310228.html](http://www.cs.com.cn/gppd/zzyj2014/201402/t20140219_4310228.html),2014 年 4 月 2 日访问。

[15] 网下询价剔除最高报价比例中,除最高的众信旅游 96.33% 外,汇金股份 95.57%、扬杰科技 94.28%、博腾股份 94.24%、绿盟科技 92%、东方网力 88.82%。参见雷震:“三新股重启发行新政显威剔除比例高企”,载 [http://www.p5w.net/kuaixun/201401/t20140117\\_455354.htm](http://www.p5w.net/kuaixun/201401/t20140117_455354.htm),2014 年 4 月 2 日访问。

[16] 黄永强:“‘三高’:股市民粹的伪命题与新股改革的真失败”,载 [http://blog.jj.com.cn/0567894512\\_13339355a.html](http://blog.jj.com.cn/0567894512_13339355a.html),2014 年 4 月 2 日访问。

限制。

第三,试图以老股转让解决公司超募问题却陷入两难困境。其一,老股东锁定期满后两年内减持的,减持价格不得低于发行价,<sup>[17]</sup>看似保护了从首发到老股减持期间的投资者利益,但对于老股退出后的投资者则有失公平,单纯“保护”投资者的角度,对于退出前的投资者,当然是老股减持价越高越好;而对于退出后的投资者,老股减持价越低越好。其二,限制老股转让比例。<sup>[18]</sup>新股发行改革中引入了老股转让制度,但当出现老股转让数量大幅超过发行新股数量的情形时,<sup>[19]</sup>监管机构又开始担忧老股套现,故而对转让比例做出限制,但事实上,单纯的限制只是平抑市场情绪、安抚投资者的权宜之计,试图通过“定点突破”的方式解决超募问题无益于全局化改革。

由此可见,本轮 IPO 新政中,干预定价的主要目的在于遏制媒体热炒的“三高”问题(高定价、高超募、高市盈率),以维护投资者利益,却未获收效。实际上,高定价与损害投资者利益并无必然关联,若投资者完全依据披露的公司信息对上市公司做价值投资,则不会投资定价过高的企业。相反,目前的境况是,市场上存在相当数量的投机投资者,在监管机构的“溺爱”中“赌博”心态愈发严重,由此引发了投机情绪加重和投机群体扩容的恶性循环:“投机→风险过高→保护‘投资者’→行政干预→投资(机)者对监管救济产生‘信赖预期’→原投机者赌博情绪加重/原投资者因逐利演变为新投机者→监管机构被动干预以遏

---

[17] 杨波:“新一轮新股发行体制改革启动 大股东不得低于发行价减持”,载 <http://money.163.com/13/0607/17/90PLDR8J00254TI5.html>,2014年4月2日访问。

[18] 首批48家发行公司中,10家公司未发售老股,其他38家公司老股转让数量占发行总量的平均比例为38.3%。参见程丹:“老股转让比例应有所限制”,载 [www.p5w.net/stock/news/newstock/201401/t20140118\\_456744.htm](http://www.p5w.net/stock/news/newstock/201401/t20140118_456744.htm),2014年4月2日访问。

[19] 证监会通过监管问答(2014年1月17日)做出解释:“一是首批发行的是早已通过发审会的企业,其中申报的募投方案均系二、三年以前制定的计划,加之一些企业近两年业绩增长较快,从而导致可容许的新股发行数量较低。二是个别企业发行定价过高,也使老股转让数量超过新股的情况更加突出。三是为防止发行人随意编制募投项目,发行审核中一直从严把握募集资金投向,通常不允许企业用募集资金补充流动资金、偿还银行贷款等。”参见“2014年1月17日新闻发布会”,载 [www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201401/t20140117\\_242743.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201401/t20140117_242743.htm),2014年4月2日访问。



制风险膨胀。”

## (二) 中介机构责任的厘定——以证券律师为例

### 1. 证券律师的角色冲突

在 IPO 法律服务中, 证券律师扮演着三重角色: (1) 为券商或者发行人提供法律服务, 保证其行为合法以降低法律风险; (2) 以独立专家身份为发行人提供信誉保障; (3) 作为资本市场的“看门人”(gatekeeper) 为投资者提供保护。<sup>[20]</sup> 普通律师在不触犯法律底线和职业操守的前提下, 以维护委托人利益为最高宗旨, 而证券律师除了针对委托人的忠实义务外, 还以看门人身份被赋予一线监管职责, 其义务对象扩张到整个证券市场投资者群体。<sup>[21]</sup> 约翰·科菲认为: “律师在公共证券交易中扮演着怎样的角色? 是积极提倡者, 还是控制交易成本的工程师? 抑或更宽泛地说, 是市场的看门人, 即负有监督公司披露准确性责任的声誉中介? 对律师看门人角色的质疑主要在于这一角色与律师对客户负有的传统意义上忠实义务相冲突, 而且赋予律师看门人义务会消减律师和客户之间的沟通, 进而降低合规性。”<sup>[22]</sup>

从投资者利益保护的角度来看, 监管机构往往将拟上市公司和为其首发服务的中介机构视为一体, 更倾向于赋予包括券商、律师、会计师、审计师、评级机构等中介机构以看门人职责。从委托人拟上市公司的角度来看, 若发现中介机构偏向于严格中立地履行职责, 会把中介机构和监管部门视作一体, 就会产生中介机构与委托人之间代理关系的淡化。<sup>[23]</sup> 客户可能在主观上存在不愿意主动披露部分信息的动机, 这种“被动披露”的沟通方式加大了中介机构的核查难度, 而且也提高了尽职调查中信息遗漏的风险。律师较之其他中介机构所面临的角色冲突更小, 具有承担“看门人”职责的可能性与合理性, 因为律师对委托

[20] 彭冰: “证券律师, 何去何从”, 载《金融法苑》2005年第3期。

[21] 律师根据专业知识对信息进行调查和审核, 并提出公正、客观的专家意见, 保证所披露信息真实、准确、充分、完整, 其审核调查后认可的信息和出具的专家意见是投资者进行投资决策的重要依据。

[22] Coffee, John C. Jr., *Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 Colum. L. Rev. 1293 (2003), pp. 1293-1316.

[23] See ABA Section of Corp., *Banking and Bus. Law, SEC Standard of Conduct for Lawyers: Comments on the SEC Rule Proposal*, 37 Bus. Law. 915, 922-23 (1982).

人的主要职责就是消除发行人面临的法律风险,而消除法律风险的最优方式就是保证委托人行为的合法性,在本质上与“看门人”职责一致。<sup>[24]</sup>

## 2. 律师“连带跨界”责任的框定

2013年1~11月,证监会启动最严厉的财务核查,<sup>[25]</sup>以保荐机构和会计师事务所为参与主体,律师起配合和协助作用(负责核查采购商、产业链上下游客户等的工商注册信息和关联关系)。882家排队拟上市公司中,<sup>[26]</sup>有268家企业提交终止审查申请,<sup>[27]</sup>占比30.49%。抽查环节中,广东秋盛和天风节能被移送稽查。在核查中,监管机构的态度是希望所有的中介服务机构应具备跨界专业知识,互负“连带”责任:

第一,律师须对法律以外的其他事项发表意见并承担相应不利后果。要求律师对收入中的各种事项发表明确的法律意见,去证明收入确认是否合法合规,但收入确认并非律师专业范畴,而是会计领域知识。<sup>[28]</sup>

第二,职责交叉情形下律师不能免责。万福生科案中,核查发行人与主要客户销售合同及其执行情况属于保荐机构的法定职责,但律师仍应当对销售合同的真实性、准确性进行核查和验证,律师援引保荐机构制作的合同明细表格,不属于可以依法免责的理由。<sup>[29]</sup>新大地案

[24] 参见郭雳:“中国证券律师业的职责与前景”,载《证券法苑》2012年第2期。

[25] 2012年11月,证监会发布《会计监管风险提示第4号首次公开发行股票公司审计》;2012年12月28日,证监会发布《关于做好首次公开发行股票公司2012年度财务报告专项检查工作的通知》。

[26] 数据截至2013年1月4日。

[27] 数据截至2013年10月11日。参见敖晓波:“财务核查戳破268企业上市梦”,载《京华时报》2013年10月12日第38版。

[28] 而检索到的2007年一份律所出具的法律意见中,依然明确声明“仅就本次发行所涉及法律事项发表意见,并不对财务会计、审计等非法律专业事项发表意见。本所律师在本法律意见书中对有关会计报表、报告中某些数据或结论的引述,并不意味着本所对这些数据、结论的真实性和准确性做出任何明示或默示的保证”。载 <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2008-08-14/42115425.PDF>,2014年4月10日访问。

[29] “中国证监会[2013]15号市场禁入决定书(刘彦、胡筠)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201402/t20140214\\_243819.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201402/t20140214_243819.htm),2014年4月2日访问。

中,律师借助券商出具的核查笔录制作实地笔录,被视为虚假记载。

在日益职业化的社会中,“人们对专业服务质量的期待也在迅速增加,在特定行业中形成了‘期望差距’(expectation gap)”。<sup>[30]</sup>期望差距导致的法律责任风险可以通过有限责任合伙等组织法的方式予以化解。而证监会对于律师责任的扩张理解,可以认为,面对投资者与中介服务机构之间的期望差距,监管机构采取的对策是突破中介机构法律责任的边界,以求实现对中小投资者利益的保护。

英国2001年《有限责任合伙法》传递的立法精神是:不同职业的专业人士在合作中,彼此承担连带责任是不合理的。专业职业的法律风险被放大其本质是合伙组织形式适用于专业人士执业方式时暴露的局限性,所以立法对有限责任合伙从组织法角度做了制度创新,“在保留专业人士所珍视的合伙价值取向与消除合伙过大的责任风险之间达成了一个精巧的平衡”。<sup>[31]</sup>

从组织法角度来看,中介服务机构内部的专业人士之间应当存在合理信赖,但对于中介服务机构之间的法律责任,则无法通过组织法来解决。鉴于专业知识的边界和专业中介服务机构细化分工的社会趋势,职业的分工产生多个群体的合作,进而形成结构性的利益安排。<sup>[32]</sup>

[30] 刘燕:“职业利益笼罩下的法律制度创新——对英国《有限责任合伙法》的一个评述”,载《环球法律评论》2005年第2期。同时,刘燕认为,“期望差距是美国Cohen委员会1979年对会计职业的责任问题进行的一个调查报告提出的概念,简言之,它是指公众对一个职业的期望超过该职业的能力和职业人士自身的认知。这种期望差距被认为是导致近30年代针对专业人士的诉讼爆炸的一个深层原因”。

[31] 刘燕:“职业利益笼罩下的法律制度创新——对英国《有限责任合伙法》的一个评述”,载《环球法律评论》2005年第2期。

[32] 比如,郭雳教授就认为,律师和会计师的分工就存在本质上的合理性:“第一,工作性质不同。律师主要通过审查委托人所提供各种文件的合法性,进而对委托人行为的合法性作出评价,但很难对文件本身的真实性负责。而会计师主要是对委托人的财务会计资料的公允性、合法性、一贯性发表意见,这要求会计师以其职业谨慎对财务会计资料的真实性加以判断,例如,会计师对于某些未能反映出企业真实交易的会计记录必须能够以一定的概率发现。第二,尽职调查标准不同,免责抗辩的理由和重点也不同。证券律师往往以委托人所提供的文件或其陈述、保证存在虚假作为抗辩理由,而会计师更侧重以其已经以职业谨慎从事工作,其判断本身并无过错来进行抗辩。”参见郭雳:“证券市场中介机构的法律职责配置”,载《南京农业大学学报》(社会科学版)2011年第1期。

中介机构之间应当有合理信赖的权利,对律师的勤勉和谨慎核查义务的期待应该保持在合理的限度,否则不顾专业分工一味强调各中介机构彼此互担保责任,要求一个群体要对之前其他群体的所有意见进行确认并发表意见的,貌似取悦了投资者,最终破坏了中介服务市场规律。此时,应当从合同法角度,赋予具有合作关系的中介服务机构之间以专业分工上的信赖利益,为发行人提供公开发行业务的证券中介机构之间可以通过缔约方式约定彼此责任范畴,对未予明确约定且无法通过专业区分进行判断的领域承担连带责任,能够更好地实现中介服务机构之间的良性互动以提升服务的增值空间。

所以,对于中介机构与发行人的委托关系维度,宜采用明确免责事由基础之上的有过错连带责任,<sup>[33]</sup>促使中介机构基于应有谨慎对委托人的不合理请求予以纠正与揭示;对于中介机构之间,在划定的各自勤勉尽责边界内承担连带责任。<sup>[34]</sup>

### 3. 律师核查责任的扩张

以近期证监会对律师进行行政处罚的万福生科、新大地、天能科技案件为例,证监会在以下几个方面规定了律师在首次公开发行股票提供法律服务方面应当履行的职责和承担的相应义务。

第一,律所文件(主要指法律意见书和律师工作报告)涵盖内容被扩张解释。律师事务所制作、出具的文件之内容应包括对相关事实材料及查验工作的表述,以及作出结论性意见的论证分析,不仅限于结论性意见。新大地案中律师未对当事人访谈,尽管法律意见的结论正确,但对查验方式和查验过程等内容作出虚假表述,构成《证券法》第 223

---

[33] 法律依据是《证券法》第 173 条:“证券服务机构……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。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给他人造成损失的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”

[34] 法律依据是《证券法》第 161 条:“为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书的专业机构和人员必须按照执业规则规定的工作程序出具报告,对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证,并就其负有责任的部分承担连带责任。”

条所述虚假记载的行为。<sup>[35]</sup>

第二,“重大遗漏”情形被扩张解释。其一,律师对当事人主观隐瞒信息的行为承担责任。新大地案中,发行人故意隐瞒关联关系,而律师未全面收集梅州绿康的工商资料,调取的资料不完整,核查验证不充分,构成未勤勉尽责。<sup>[36]</sup>其二,律师对客观遗漏<sup>[37]</sup>信息负责。新大地案中,对于以普通人的注意义务标准存在质疑的关联关系,律师应履行特别注意义务,采取必要的措施予以证实或排除,其中工作底稿的质量是判断律师是否勤勉尽责的重要依据。<sup>[38]</sup>

第三,律师特别注意义务<sup>[39]</sup>被扩张解释。律师的特别注意义务主要有两个来源:其一,律师与发行人之间的受托关系,是受托义务的一部分;其二,律师作为专业职业人员,产生了区别于非律师职业的人士所必须履行的注意义务,“律师必须按照律师职业的特殊要求,以律师的独特身份和视野,勤勉尽责地完成发行人所委托的证券法律业务”。<sup>[40]</sup>

但是,律师的特别注意义务在证监会核查中被实质放大,放大的方式分为两类:其一,核查的合同种类扩大,对“发行人将要履行、正在履行以及虽已履行完毕但可能存在潜在纠纷的重大合同”中的“重大合

[35] “中国证监会[2013]18号市场禁入决定书(刘军)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115\\_238391.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238391.htm),2014年4月12日访问。

[36] “中国证监会[2013]18号市场禁入决定书(刘军)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115\\_238391.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238391.htm),2014年4月2日访问。

[37] 目前尚未明确界定信息披露的内容范围,只有规则束构成的“不完全正面清单”,发行人和中介服务机构以“必要性”作为披露原则,一方面不利于信息披露标准的固化;另一方面也隐性加重了发行人和中介服务机构信息披露的责任,提高了违规的可能性。

[38] “中国证监会[2013]18号市场禁入决定书(刘军)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115\\_238391.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238391.htm),2014年4月18日访问。

[39] 《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第14条对律师的特别注意义务和一般注意义务做出规定:“律师在出具法律意见时,对与法律相关的业务事项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。”

[40] 黄伟民、曾宪政:“浅议从事证券法律业务律师应履行的特别注意义务”,载 <http://china.findlaw.cn/info/minshang/minfa/minfalunwen/66444.html#p1>,2014年4月14日访问。

同”在实际核查中做扩张解释。<sup>[41]</sup> 万福生科案中未实际履行合同尽管不涉及业绩欺诈,也属于“正在履行的重大合同”,律师应履行特别注意义务。<sup>[42]</sup> 天能科技案中,证监会以合同金额、销售总额占比、应收账款占比三项指标确定合同的重大性。<sup>[43]</sup>

其二,核查手段的扩大,核查方法<sup>[44]</sup>提升到稽查的高度。新大地案中,证监会认为,查阅工商登记资料作为判断关联关系的重要核查手段,律师应当调取全套工商材料而非基本信息档,用稽查的方法核查关联关系,属于特别注意义务,在新大地和曼陀神鹿的关联关系中,律师没有发现工商底档中预留的电话信息相同,遗漏关联关系。<sup>[45]</sup>

第四,律师一般注意义务被扩张解释:律师负有对依据直接因果关系导致的财务造假结果承担阻断义务。审核合同的合法性、有效性以及是否存在风险,是律师的最低注意义务,律师被期待能够通过合同的合法性、有效性以及合同债权存在的风险进行说明和提示,阻断财务造假行为。天能科技案中,三个工程项目未进行招投标程序,是天能科技财务造假成功的重要因素之一,律师对招投标程序和合同有效性均

---

[41] 当然,本规定早在2001年证监会发布的《公开发行证券公司信息披露编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》第40条第1款即做明确规定。

[42] “中国证监会[2013]15号市场禁入决定书(刘彦、胡筠)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201402/t20140214\\_243819.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201402/t20140214_243819.htm), 2014年3月18日访问。

[43] “单个合同的金额均在500万元以上,合同金额共约1亿元,约占天能科技2011年1~9月销售总额的15%;涉及的三个客户为天能科技前五大应收账款客户,共占当期末应收账款总额36%。”引自“中国证监会[2013]46号行政处罚决定书(北京市君泽君律师事务所、许迪、王祺)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131101\\_237367.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131101_237367.htm), 2014年4月18日访问。

[44] 有关律师核查方法的规定主要有两个:第一,《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第12条:“律师进行核查和验证,可以采用面谈、书面审查、实地调查、查询和函证、计算、复核等方法。”第二,《公开发行证券公司信息披露编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》第27条规定,律师工作报告中必须“说明律师……查验、走访、谈话记录、现场勘查记录、查阅文件的情况……”

[45] “中国证监会[2013]18号市场禁入决定书(刘军)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115\\_238391.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238391.htm), 2014年3月18日访问。

未作核查,根据因果关系原理对财务造假结果承担应负责任。<sup>[46]</sup>

### (三) 投资者保护过度的路径依赖与衍生

路径依赖(path dependence)在过度保护投资者利益的思维中显现出了对市场化改革的负面作用:在市场化信用担保制度尚未建构完全的背景下,基于保护投资者而骑虎难下的隐性担保制度,衍生出信托市场的刚性兑付、债券市场的违约兜底、银行业的大而不倒、股票市场的退出不畅等市场怪相。

#### 1. 刚性兑付的利率扭曲

信托计划<sup>[47]</sup>发生兑付困难时,信托公司以自身或者关联方信用,为信托计划原受益人实现兑付的非市场化兑付行为。<sup>[48]</sup>第一,刚性兑付使信托公司或其关联方为信托计划提供了隐性担保,将信托业务异化为信托公司的隐性负债,进而对投资者形成“高收益零风险”的扭曲心态。第二,信托公司或者关联方受让信托受益权的动机是为了规避监管不利后果,受让价格不符合受益权的市场价值。第三,从合同法维度,刚性兑付并未体现在信托合同中,信托公司出于维护市场声誉和低风险隐性承诺而因此承担了非合同义务。

其负面影响体现在三个方面:第一,资本收益得不到合理的风险定价,导致资金供求失衡,集合资金信托规模非理性扩张;第二,受益权流转产生击鼓传花效应,导致风险积蓄与传导,易诱发系统性风险;第三,最具灾难性的是对投资心态的扭曲,时间的累积将推高最终的解决成本。

#### 2. 债市违约的兜底思维

2011年年底起陆续出现了数起信用风险事件经各方博弈后终以

[46] “中国证监会[2013]46号行政处罚决定书(北京市君泽君律师事务所、许迪、王祺)”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131101\\_237367.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131101_237367.htm),2014年3月18日访问。

[47] 主要是集合资金信托计划。

[48] 需要明确的是,并非所有信托计划发生困难时信托公司的兑付行为均属于刚性兑付:第一,信托公司通过处置信托计划项下资产实现向信托计划收益人实现兑付以结束信托计划,是信托公司受托义务之一;第二,由资产管理公司等第三人受让信托计划受益权,原受益人获得受让价款后退出,信托计划继续存续,属于信托受益权流转。

政府兜底画上句号。政府为避免债券违约对社会带来较大冲击因而出面为其兜底,在其主导下,违约债券中部分由银行替企业偿付,企业欠银行的钱转为贷款,一部分由承销商垫付,还有一部分通过财政拨款的形式偿还,最终避免了普通投资者受到损失。<sup>[49]</sup>

中国债券市场从1993年起陆续发生大面积债券不能如期兑付的危机,截至1997年年末,全国大约有近30亿元的企业债券逾期未能兑付。所以,从1997年开始,政府部门行政干预介入了债市整顿中,加强对债券发行的监管,按照“严格把关,降低违约风险,保证企业债券兑付”的原则,严格对发行人进行资格审批,提高发行门槛,严格管制发行额度与资金用途。从1998年到2004年之间,商业银行为企业债提供担保内化了违约风险。出于对银行表外风险的担忧,2007年银监会要求商业银行采取措施逐步退出现有的对以项目债为主的企业债的担保,禁止银行今后再对此提供担保,而发改委也在2008年正式松绑了对企业债的担保要求。在去担保的过程中,政府兜底的惯性延续造成了路径依赖的无奈:政府出于维持当地经济社会稳定和政绩下滑的顾虑,国有银行担任的承销商出于声誉考虑或经政府授意,继续展开行政化的违约兜底措施。

### 3. 大而不倒的银行神话

在隐性存款保险制度下,银行发生兑付危机,往往由金融当局通过行政接管<sup>[50]</sup>、托管、重组等方式避免进入破产程序。尽管机构无法通过实行差别费率、限额赔付和返还保费等方式降低银行的道德风险,却造成了银行以避免系统性风险为由构建的“大而不倒”神话。

### 4. 差而不退的赌博心态

\* ST长油公开退市时间表:4月23日之前进入退市整理期交易。30个交易日的整理期结束后,公司股票将从上证所摘牌。如无意外,\* ST长油将成为退市新规实行以来首家从上证所退市的上市公司,也

[49] 2006年“福禧事件”后,银行主承销商组织债权人委员会维权,经各方利益博弈、在相关机构的干预下,福禧债如期足额兑付全部短融本息,是近年来债市第一起兜底。

[50] 接管组织根据银监会的决定,全面控制银行并代行股东会、董事会及管理层职权、经营问题银行。接管期内,金融监管机构组织各方,通过内部整合和外部救助等方式,避免撤销或破产。



是 A 股市场首家退市的央企。暂停上市前最后一个交易日,公司股票被大量买单封至涨停,<sup>[51]</sup>炒作 ST 股和垃圾股的投机心态显露无遗,投资行为映射的是投资者根据历史逻辑<sup>[52]</sup>推导的博重组投资思路,期待央企能获得额外的“复活”机会。

#### 四、新股发行制度改革的取向与调整

##### (一) 投资者保障的边界

民粹主义(populism)是指一种在政治上刻意迎合普通民众的理念,极端强调平民群众的价值和理想,把“全体人民”当作所有行为的唯一合法性源泉,要求全体普通群众直接参与政治过程,主张依靠平民大众对社会进行激进改革,非常强调对大众情绪和意愿的绝对顺从。前证监会主席郭树清就认为“对未来改革可能影响比较大的负面因素有两个:其中之一是民粹主义”,“觉得老百姓提什么,一部分老百姓说什么都是对的,政府就应该作出响应,就应该给予回应,就应该落实,那么就可能会影响到长远利益、根本利益”。<sup>[53]</sup>

所以,过度的投资者保护其本质是资本市场治理理念中的民粹主义,市场化进程的障碍是民粹主义思潮下的政府隐性担保和审核背书所造成的。如何框定投资者保护的边界?

第一,树立执法底线思维。底线思维就是作最坏的打算,设置市场参与主体不得逾越的执法红线,并明确赋予其市场公示效力,能实现“以不变应万变”,避免因市场变化导致政策的盲目适应与调整,避免执法政策的随意调整对市场波动的放大效应,是“有守”和“有为”的有

---

[51] 吕雅琼:“\*ST长油样本:尴尬的‘中国式退市’”,载 <http://www.yicai.com/news/2014/04/3658380.html>,2014年3月18日访问。

[52] 截至4月1日,A股上市公司总数2537家,退市的企业共计88家,绩差企业因连续亏损而退市的不足50家,占A股上市企业总数不足2%。从2007年就开始断档的上市公司退市,仅有两家公司在深交所摘牌,而暂停上市的公司往往通过借壳、重组等方式复牌。

[53] “民粹主义和狭隘的民族主义 未来影响改革两大因素”,载 <http://stock.sohu.com/20121128/n358938348.shtml>,2014年3月18日访问。

机统一。比如在经济领域确立经济运行的合理区间,就是运用底线思维对宏观调控思路和方式的重要创新。<sup>[54]</sup>刑法中的谦抑性也是底线思维的体现。

第二,以“保障”取代“保护”。保障思维强调机制的外部作用而不是内在驱动作用,与保护相比更强调通过信息披露投资者知情权、救济权的保障,而不是单纯的利益维护和执法偏向。保障投资者的意义在于维护投资者对证券市场的信心、对市场公平的信心、对监管有效性的信心,但事实上片面的保护投资者,所维护的不是信心,而是扭曲的赌博心态。保障投资者不是保护其利益不受损失,而是保障其获取的信息真实、准确,基于该信息做出的投资决策,在享受投资收益的同时,应当自行承担不利后果。

第三,树立适格投资者买者自负原则。买者自负是在金融商品或服务的提供者已经向适格投资者充分披露了相关信息的前提下,由投资者自行承担投资风险。<sup>[55]</sup>在新股发行中,投资者与发行人、中介服务机构的平等的法律关系,投资者拥有足够的用脚投票的机会,忽视买者自负原则的适用,不仅加大发行人和中介机构的责任负担,而且不利于投资者教育和风险意识培育。

## (二)证监会的角色定位和价值取向

在确定投资者保障边界的前提下,证监会有必要进一步明确自身角色定位和执法价值取向。

第一,证监会的多重角色致使股市的政策导向性较强。以“半夜鸡叫”的方式发布规则就是一个典型实例。<sup>[56]</sup>偏离了市场的居中裁判者身份后,监管机构对市场的规则供给将深度影响市场各参与主体的博

[54] 人民日报评论部:“以底线思维定边界——我们需要怎样的‘改革思维’之五”,载《人民日报》2014年3月17日第5版。

[55] 杨东:“论金融服务统合法体系的构建——从投资者保护到金融消费者保护”,载《中国人民大学学报》2013年第3期。

[56] 例如,2007年5月30日凌晨上调印花税;2008年4月20日晚发布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》;2009年3月31日凌晨发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》;2013年3月6日半夜发布《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》;2014年1月12日半夜发布《关于新股发行监管的措施》;从2014年4月18日深夜到19日凌晨紧急开闸IPO预披露。

弈考量因素与利益权衡因素。之所以特意挑选“半夜鸡叫”的时间,本意是为了不当寻租和市场过分动荡,却凸显了监管机构在规则制定中的两难境地,其进退维谷的现状是多重身份集于一身所致。

第二,证监会的多元化执法价值取向导致政策波动。其一,设置证券市场的初衷是吸收社会闲散资金帮助国有企业融资和改制,所以确保证券市场融资效率成为执法价值之一,融资导向在证监会规则中体现的较为明显。其二,证券市场的维稳功能。多达八次 IPO 重启即可发现,通过核准制对上市节奏的行政干预,过多考虑新股发行的“市场条件”是否成熟:如股指走势,若指数一路下挫,往往不敢随意开闸以免引发市场强烈反应;若市场交易不活跃,发行对存量资金产生抽水效果,亦不敢重启。其三,受社会舆论影响,负有维护社会稳定职责,由于承载了较多非市场考量因素,监管执法中往往偏离了其监管初衷。

所以定位的中立化,价值的单一化是改革的方向,以简政放权的名义促成行政干预在新股发行中的淡化,不失为一个精妙的契机。

### (三) 法律的稳定性约束

证监会角色定位和价值取向的改革可以通过部门规章体现出来,此时,就需要用法律的稳定性来框定制度的灵活性,用法律来变革对制度的依赖。“法律对于社会的意义在于,通过‘规则’这种人类能够把握的方式,可以达到一种确定性的共同生活状态——秩序与安宁。”<sup>[57]</sup>法律在其基本价值中具有稳定性、确定性和可预见性,目的是为法律治理下的公民以合理的期待,维护其信赖利益。然而,证券市场的不断演进,决定了证券法规则必须具有较强的适应性和弹性,能够对市场变化做出及时反映,此时规则的公允性就需要依赖法律原则的约束。

---

[57] 周少华:“法律之道:在确定性与灵活性之间”,载《法律科学》2011年第4期。