

美国证券服务机构监管机制探析

吴明晖*

摘要:美国证券市场是一个高度开放活跃的市场。为了适应经济发展需要,维护证券市场的稳定,充分发挥资本的积极效益,运行有序、管理有效的证券服务机构显得非常重要。因此,美国证券市场重视对律师、会计师和信用评级机构等证券服务机构建立有效的监管体系,发挥其积极作用。在具体实施中,由美国 SEC 统一实施对证券服务机构的监管,同时配合行业自律和市场投资者的监督,完善责任追究制度,最终实现对证券服务机构的有效监管。借鉴美国的监管经验,笔者提出,我国应进一步完善对证券服务机构的行业监管,可探索先行试点在证券服务机构行政监管中推进行政和解执法模式,以期提高执法效率。

关键词:SEC 证券服务机构 信息披露 行业自律 行政和解执法模式

* 上海证券交易所员工,本文仅代表作者的观点,与作者所在工作单位无关。

一、美国证券市场监管机制简介

在自由市场环境下,信息不充分极可能引起混乱无序的资本流通,从而带来劣币驱逐良币的市场结果。资信状况不佳的金融产品相比于资信良好的金融产品通常具有高利润率和高投资风险的特点,而投资者在不能获得足够多关于产品风险的信息的情况下就会被高利润所吸引而购买资信状况不佳的产品,最终反而使资信良好的金融产品处于被淘汰的境地。为了避免这一状况的出现,产生了对充分掌握市场信息的证券服务机构的需求,^[1]希望这类机构帮助投资者掌握完整的信息以进行正确的投资选择。然而,证券服务机构也是由市场参与者组成的,在逐利性的驱使下也会做出损害投资人、发行人乃至整个证券市场的行为,所以需要对证券服务机构进行监管。现实中,随着证券市场规模的扩大与经济形势的变化,对证券服务机构的监管在不断地发展与完善。

在美国的政治文化背景下,市场的需求通常会引起法律体系的变化。市场需要进一步加强对证券服务机构的监管,各州与联邦相应的进行了立法上的调整。1911年堪萨斯州制定第一部旨在保护公众投资利益不受欺诈的法律——蓝天法(Blue-sky Laws),^[2]随后各州普遍效仿,各州政府开始各自实行立法监管。在1929年大萧条之后,联邦开始立法,1933年通过了《联邦证券法》(Federal securities laws of U. S. A),1934年通过了《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934),开始全国统一立法。该法确立了美国现行的、以证券交易委员会(The

[1] 证券服务机构,依据我国《证券法》第169条的规定,包括证券投资咨询公司、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所。而作为在证券发行、上市和交易等活动中提供专业法律服务的律师事务所,虽并未在证券法中予以明确列示,但通观各国法律,律师事务所都是证券市场的重要参与者与服务机构。2007年,证监会与司法部联合发布《律师事务所从事证券法律业务管理办法》,就律师事务所及律师从事证券法律业务进行全面规范,本文将着重讨论的证券服务机构主要为律师事务所、会计师事务所、信用评级机构。

[2] 马惠明编:《英汉证券投资词典》,商务印书馆出版社2007年版。

U. S. Securities and Exchange Commission, 以下简称为 SEC) 为中心的集中型监管体系, 大致如图 1 所示,^[3] 由 SEC 负责对全国的证券市场进行监管, 它由总部和 11 个分支机构组成, 各州可保有自己的证券交易委员会。在 SEC 的监管下, 证券交易所、证券交易商协会和证券结算机构作为自律组织发挥作用。最后, 各类证券服务机构以及上市公司, 设立专门的内部监督机构进行管理内部监督。

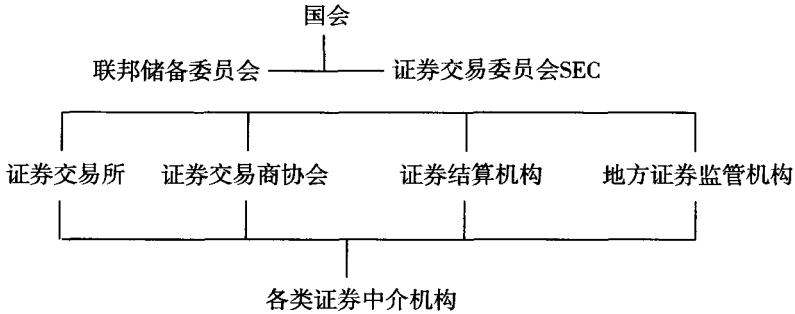


图 1

在对美国的证券市场监管机制有整体了解的基础上, 笔者进行深入分析, 对这些规定在实践中如何发挥约束证券服务机构以保持市场稳定的作用进行具体了解。

二、美国证券服务机构监管的具体措施

(一) 律师行业监管的建构

美国的证券律师在证券市场中发挥了什么样的作用? 在证券市场中, 投资者是非常注重控制风险的, 相比于有政府财政作为担保的政府债券, 公司债券和股票的担保力度较小, 投资者在投资时会更加谨慎。因此其发行人为了提高信用以获得投资人的青睐, 会聘请具有优良社会声誉的律师作为信息披露人, 来显示所发行债券或股票是交易透明

[3] 何侃:“美国证券市场监管体制简介”, 载《财会学习》2009 年第 4 期。

与值得信任的,从而提高投资人的投资信心,促成交易,^[4]而普通投资者也倾向于信任其所提供的信息进行投资,认为这样的交易更为公平。由此可见,证券律师在证券交易活动中的主要职责,是依靠其自身的信誉使得投资人相信其披露的信息是真实、充分、有效的,从而促成投资人投资。在美国联邦政府 1933 年《证券法》生效后,美国证券交易委员会成立并制定了 Regulations S - K 规则,其中第 601 条规定了注册股票时需要律师出具法律意见书,首次在立法层面明确了律师的在证券市场的作用。在实际操作中,证券律师由于具有独立于公司的法律地位,的确可以对公司进行尽职调查并将重要信息进行公正地披露,维护交易公平,从而受到投资人信赖;但是同时,由于被聘请的律师与公司存在利益关系,希望从公司获得丰厚的报酬,因此在披露信息时会考虑到公司的意见。投资者们要求信息得到完全的披露,而公司要求披露时有所选择,两者对证券律师的要求存在冲突,这导致证券律师在执行业务的时候会面临选择,而选择结果有可能是维护市场公正透明,也有可能是站在公司角度以获得更高的报酬。为促使证券律师做出的选择是有利于维护市场公正的,就有必要对其进行有效的监管。

为了实现对证券律师进行有效监管,有两股力量开始发挥作用。首先是美国律师协会。美国的律师业是有悠久自律传统的行业,美国律师协会对每一个执业律师有着强烈的约束力,职业道德成为约束律师行为的第一道标准。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 and 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。^[5]

第二股力量是 SEC。1972 年,SEC 在 Fields 案的判决书中宣称有权管理律师,“我们有责任要求律师业的专业操守达到最严格的标准”,在此案中,涉案律师被永久性地禁止在 SEC 出现和执业。1979

[4] 张守鑫、李政辉:“论证券律师的职能定位——以美国为范例”,载《法治研究》2012 年第 4 期。

[5] Rule 1.13: Organization as Client.

年,SEC 在 Keating. Muething & Klekamp 案中宣称有权管理律师行为,SEC 认为,律师在为公司准备的向 SEC 提交的文件时,没有全面履行专业职责,要求该律师事务所建立合理设计的内部监管程序,并且在 60 日内,不得与新的客户签订合同。在向 SEC 报送文件时,SEC 要求律师在执业过程中采用合理的程序。

“安然事件”发生后,在 SEC 的努力下,美国国会迅速通过了“萨班斯法案(Sarbanse - Olxey Act of 2002)”,^[6]该法案规定证券律师对参与证券市场活动的客户进行监管,而律师本身则受到了来自 SEC 的监管。该节明确要求在法案生效后的 180 天之内,SEC 应基于公众利益和保护投资者的立场,对以任何方式代表发行人的律师,制定最低的执业行为标准。在发生诉讼之后,律师也会受到调查,以检查其是否达到了 SEC 的要求——是否进行了尽职调查,是否执行了严格的信息披露,并且规定了将要承担法律责任。根据法案的授权,SEC 制定的《律师执业行为标准》中第 2(e) 条规定了对证券律师的行政诉讼程序,使 SEC 或其他人获得对律师进行追责的权利,从而监督规范律师的行为。由于美国律师协会不欢迎其他机构对律师行业进行干涉,这一规定最初受到了美国律师协会的抵制。但 SEC 利用自身拥有的制定程序规范的权利,使双方最终达成了妥协,规定了律师需要对上市公司的信息披露承担相应的责任,追责权利由 SEC 拥有,而美国律师协会则对监管提供必要的帮助。

该法同时规定,律师负有“梯式报告”(report up - the - ladder)公司违法行为的义务。在 2003 年,SEC 根据“萨班斯法案”第 307 节制定了《律师职业行为标准》,全面规定了梯式报告的主体、程序以及责任等。“梯式报告”是指为美国公众公司提供法律服务的律师,依法将公司或其代理人严重违法的证据在公司内部逐级呈报,报告接收方依法回应包括必要时依法通知 SEC 的制度。“梯式报告”要求律师:(1)将公司不当行为的证据报告给首席律师和首席执行官;(2)若公司首席

[6] “安然事件”,是指 2001 年 12 月安然公司突然申请破产曝光了证券市场的漏洞而带来的对资本市场投资信心的巨大动摇。紧接着,为恢复投资者的信心和证券市场的健康,美国国会于 2002 年通过了“萨班斯法案(Sarbanse - Olxey Act of 2002)”,大幅度加强了政府对证券市场的监管,以下简称“萨班斯法案”。

律师或高级职员未对该证据予以适当回应,律师应将该违法之证据继续呈报给发行人董事会的审计委员会、董事会的其他委员会或董事会本身。“萨班斯法案”加强了律师的责任,打破了“律师—客户”保密特权,使证券业律师与注册会计师一样承担起证券市场信息披露监管的责任。但“梯式报告”只是向公司管理层逐级报告,而不是向 SEC、更不是向公众投资者报告,这就使得律师还未真正承担起对投资者的责任。

最后,由于律师行业本身对信誉积淀带来的溢价效益非常重视,再加上美国律师协会强有力的行业自律和 SEC 对证券律师监管体系的完善,使得证券律师在出具相关法律意见书、执行信息披露的过程更重视维护市场的公平交易秩序,做到公正尽职。总体而言,美国对证券律师行业的监管制度是体系完整、发展成熟的。

(二) 会计师行业监管的实现

会计师在证券市场中发挥了什么样的作用? 会计师主要负责对上市公司或债券发行公司的财务状况进行审计和披露,让公众了解该公司的财务情况。当会计师为一家客户提供专业审计服务时,客户公司通常也会为了财务优化同时对其进行财务咨询。而 2002 年前的美国会计师业务结构中存在一个严重的缺陷: 会计的审计业务与非审计业务(咨询业务和税务服务)通常是不分离的,公众公司的审计与非审计业务是可以交给同一家会计师事务所办理。1999 年,美国会计师行业的咨询业务占到了总业务量的 51%,安然公司与安达信会计师事务所的关系即是如此。由于存在咨询业务的巨大利益关系,会计师在执行审计业务的时候无法完全独立,而是会接受客户公司的影响,将一些对客户公司不利的信息进行掩盖。在巨大的利益面前,显然无法期待会计师做出完全公正的信息披露,会计财务审核结果的真实性便大打折扣,这时候在会计师事务所、上市公司、监管机构之间存在着如图 2 所示的利益关系。我们对此进行进一步的分析: 会计师事务所通过为上市公司服务获得利益,这个利益是会计师事务所为上市公司进行会计财务审核结果作假的动力所在; 作假行为被揭露的概率和被揭露后产生的损失则是会计师事务所进行会计财务审核结果作假的阻力; 监管机构的监管力度影响了会计财务审核结果作假被揭露的概率,监管机

构的惩罚力度影响了会计财务审核结果作假被揭露后的损失程度;但监管需要成本,这使得监管不能无限被加强。2002 年之前,美国的会计师事务所进行会计财务审核结果作假可以获得的利润高于被揭露后产生的损失,即作假动力大于阻力,使市场上会计审核信息不真实的情况比较严重;2002 年“安然事件”的曝光引发整个市场的信用危机,监管机构大幅度提高了监管的力度,使得会计师进行计财务审核结果作假的阻力迅速提高,减少了会计财务审核结果作假的情况。接下来我们将对美国是如何加强对会计行业的监管进行分析。

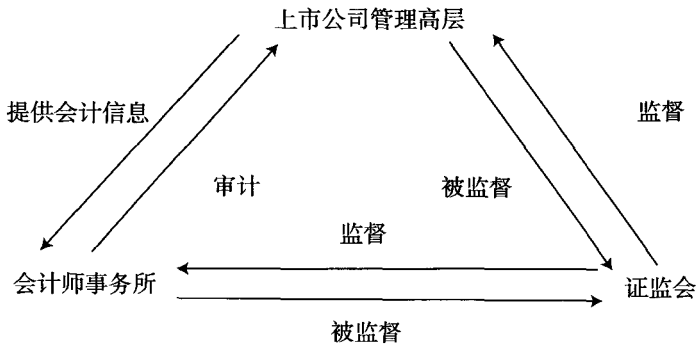


图 2

与律师业相类似的是,美国的会计行业也具有较强的行业自律传统,会计行业受到信誉品牌的约束,信誉品牌是会计师事务所在长期的市场竞争中不断累积的结果。维护品牌的激励使会计师勤勉尽责。“四大”之所以能够提供高质量的审计,原因之一就是为了保护会计师事务所的品牌。1977 年,美国注册会计师协会(PICPA)发起成立了公共监督委员会(POB),对会计师进行监督。但是“安然事件”曝光引起整个市场的恐慌,暴露出行业自律约束力的薄弱,美国国会通过的“萨班斯法案”加强了对会计师监管。

一方面,法案授权 SEC 成立了一个新的会计行业的监管机构:公众公司会计监督委员会(PCAOB),加强对会计师行业的监管。法案规定:PCAOB 由 5 名专职委员组成,由 SEC 与美国财政部长和联邦储备委员会主席商议任命,任期 5 年。5 名委员应熟悉财务知识,其中可以有 2 名是或曾经是执业注册会计师,其余 3 名必须是代表公众利益的

非会专业人士。^[7] PCAOB 的 5 位由 SEC、财长和美联储主席共同商议任命的负责人,其资金来源是国会和各个注册会计师事务所,保证公众公司与其不存在利益冲突。监管机构的高度独立性为有效监督会计师的审计和中介行为奠定了基础。该监督机构的成立也意味着会计业被纳入了 SEC 的监管范畴,监管方式由自律为主转向了他律为主。当然,会计师行业的行业自律协会也在同时发挥作用,配合监管机构对会计师业务行为进行约束。

另一方面,法案列举了一些会计师事务所不允许参加的非审计业务,开始了审计业务与咨询业务的强制拆分。其中第 404 款规定,公众公司管理层应当对公司内部控制进行披露,强制其指出内在不足,随后注册会计师对该报告进行审计。执行审计的会计师不参与公司财务咨询业务。^[8] 由此,公众公司的财务审计申报披露机制中,审计业务与咨询业务相分离,而专门负责审计的会计师处于一个与公众公司独立并受到审计监督委员会监管的局面,其行为受到有效的约束,减少了内幕交易与虚假披露的情况。

可见,在“萨班斯法案”实行之后,美国建立起了对会计师的全面监管体系:首先加强他律监管,由 SEC、财政部长、美联储主席三方共同设立公众公司会计监督委员会(PCAOB),建立混合的领导队伍避免一人独断和同业竞争,并对 PCAOB 提供独立的经济支持,建立权威的监管主体;同时对公众公司积极施加配套监管措施,强制高管自我披露并且要求经过会计师审计,而审计会计师不承担咨询服务以避免利益冲突,从而避免公众公司同会计师事务所利益牵连过深;最后是继续要求注册会计师协会(PICPA)以及公共监督委员会(POB)继续发挥行业自律,制定会计师行为准则,从内部建设专业队伍,配合监管目的的实现。

(三)对评级机构的监管架构

投资风险是证券市场的必然产物,风险与收益的快速变化刺激证券市场保持高度的活力,加强了投资者对风险大小进行评估的重视,信用评级机构应运而生。与律师、会计师行业相比,评级机构算是新兴产

[7] SEC. 101—ESTABLISHMENT; ADMINISTRATIVE PROVISIONS—(e)—(1).

[8] SEC. 404—MANAGEMENT ASSESSMENT OF INTERNAL CONTROLS.

物。1975年,SEC提出了“全国认可的统计评级机构(NRSRO)”,信用评级机构系统建立,首批获得该资格的便是现在的三大信用评级机构:惠誉国际、标准普尔、穆迪。

理论上,信用评级机构要获得资格就必须经过SEC的许可,因此相对于律师和会计师,这类机构受SEC监管的程度要高得多。但是实际上,在1975年之后的一段时间内,SEC并未制订针对信用评级机构的系统的、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,还是机构自身为了维护名誉以追求溢价效应而进行的自律。NRSRO设立之后,评级机构获得了巨大的社会影响力,盈利模式从收取订阅费转变成对评级企业收取评级费。^[9]如此一来,利益冲突显而易见:企业为了获得良好的评级进而在资本市场中获得更大的利益,而评级机构为了争取企业成为自己的客户从而收取更多评级费,两者互有需求,公众的利益诉求无法有效表达。虽然在评级机构中,评级师是独立薪酬的,但是依然无法避免评级对象通过评级机构影响评级师——评级师为了在中意的评级机构工作必然考虑评级机构对他的压力。在这种情况下,仅仅依靠信用评级机构和评级师的自律无法保证评级结果的公平公正透明,评级结果的可靠性可能受到质疑。

公众对评级机构的信任在“安然事件”中被严重动摇,产生了巨大的信用危机——安然公司破产前一周,它的信用评级还在投资级,直到2001年11月28日,SEC已经正式调查安然公司一个多月,标准普尔才将其调整到“垃圾债券”,此时距离安然公司申请破产已不到100个小时。评级机构作为可以而且应当深入了解企业经营状况从而提前预估风险帮助投资者了解风险信息的机构,在此次事件中的表现还不如一般的投资机构,导致安达信甚至整个信用评级行业的信誉受到了质疑。该事件反映了证券市场对完善信用评级机构监管体系的迫切需求。

然而,对信用评级机构进行监管面临一定的困难。评级机构的评级报告很多时候被认为是受到自由出版保护的出版物,监管机关受制于美国第一宪法修正案对出版自由的保护而不能进行干涉,只能在评

[9] 柳永明:“美国对信用评级机构的监管”,载《上海金融》2007年第12期。

级结果产生后由购买者自己鉴别并做出优劣判断,因此评级机构一直没有受到有效的监管,甚至“安然事件”后出台的“萨班斯法案”也未对信用评级机构监管体系进行改动。但是,信用评级机构在证券市场中的巨大影响迫使联邦政府为了证券市场的稳定加强对评级机构的监管。2006年,美国国会通过信用评级机构改革法案(Credit Rating Agency Reform Act of 2006),要求提高评价及机构透明度,随后SEC也将其纳入了强制监管范围,制定了信息披露规则,强制要求评级机构对FORM NRSRO及其附表信息做出披露,^[10]使得评级机构的评级依据、评级模型都受到公众监督。同时SEC也提高了评级机构的准入门槛,通过提高行业的整体业务水平增强公众的信心。

不过,由律师与会计师提供的中介服务已经获得市场的认可,相比之下,美国评级机构却因评级结果质量不高而饱受市场诟病。究其原因,主要有三点。一是行业的高度垄断性。本身的信誉积累难度加上SEC授权制度,信用评级市场份额集中到几个大的机构之中。大规模的机构的确有更强的评估能力,但实际上由于未实现评级市场的充分竞争,评级机构未能发挥其最大能力进行充分评估。因此评级机构的准入门槛过高受到了众多学者以及从业人士的批评。二是评级机构的陡壁效应(cliff effect)。^[11]因市场看好则提高评级,市场看空则快速跟随降级,加剧了投机行为带来的市场不稳定,这一点在2007年次贷危机中表现得很明显。信用风险评估机制助长了投机,加重了信用风险的负面影响,这也受到了市场参与者的指责。^[12]第三点是获利途径并未产生大的改变,评级机构通过对金融产品进行评估收取费用依然是其主要收入来源,因此评级机构与被评级对象两者间的利益联系依

[10] 聂飞舟:“信用评级机构法律监管研究——美国法的考察和中国借鉴”,载华东政法大学2011年博士学位论文,第167页。

[11] 又称悬崖效应,经济学上主要指:当银行等金融机构面临信用风险需要筹集更多资金应对时,评级机构此时会因为该机构面临的风险而调低信用评级,进一步加重了金融机构的筹资压力,使其面临更多的信用风险。信用风险的不利影响经过叠加而放大,又进一步恶化了金融机构的状况从而引起信用评级愈加降低,进入一个循环,最终使金融机构如坠下悬崖一般难以弥补损失。

[12] 鄂志寰、周景彤:“美国信用评级市场与监管变迁及其借鉴”,载《国际金融研究》2002年第2期。

然紧密,不利于其公正地进行评估。

(四) 法律诉讼的支持

对证券服务机构的监管需要法律的约束力,而要实现法律的规范作用,将法律的约束力体现出来,就离不开诉讼的支持。在美国,涉及证券市场案件的诉讼,有两个特别之处。

一是法务会计的产生与适用。诉讼过程中,由于证券资本市场的复杂性与专业性,需要专业人才提供支持,帮助推动诉讼程序进行。因此,能够参与诉讼的会计人才和能够准确解读财务的法律人才,越来越成为诉讼过程中不可缺少的专业人士。法务会计这一角色可分为两大分支:调查会计(D. Larry Crumbley)和诉讼支持。其中,调查会计业务主要涉及调查犯罪证据、要求获得或拒绝给予赔偿两个领域;而诉讼支持业务的执行者被称为法务会计,主要与诉讼程序相关,一般指在涉及会计专业知识的诉讼过程中提供法律与会计专业内容的服务,在具体工作内容、基本方法、具体程序等方面与调查会计存在区别。^[13] 不过法务会计缺少权威的资格认证机制,通常由会计师协会和法官自行进行选择认定,并未形成行业性的规模和运行方式,所以尚未成为一个新的行业,需要进一步的发展与完善。

二是证券集团诉讼的展开。证券产品的涉及面很广,如果投资者各自单独进行民事诉讼,可能由于势单力薄而处于不利地位,诉讼代价对其而言过于昂贵,同时也会占用大量的司法资源,因此,集团诉讼成为证券民事诉讼的主要趋势。美国在证券集团诉讼方面已经有较为丰富的处理经验。1966年《联邦民事诉讼规则》对集团诉讼的规定进行修正,符合“众多性”、“共同性”、“典型性”、“代表性”的都可以进行集团诉讼,并在1998年《证券诉讼统一标准法》对具体操作规定进一步进行细化。通过集团诉讼的提出与受理、首席原告与首席律师的产生、选择退出机制的完善、和解机制的成熟,美国的集团诉讼已经能够适应证券市场发展的需求,这为涉及证券市场的案件提供了诉讼支持,使投资者寻求法律救济途径变得切实可行。但是由于美国的诉讼成本高

[13] 冯萌、李若山、蒋卫平、杨展光:“从安然事件看美国法务会计的诉讼支持”,载《会计研究》2003年第1期。

昂,原告与被告公司的经济压力都比较大,而且律师面临败诉产生损失的风险,各方都倾向于和解,和解代替诉讼判决比重非常高。

三、美国证券服务机构监管体系的特征

通过以上分析,美国证券市场如何实现对证券服务机构的监管已清晰可见,接下来对其做一个框架性的总结。

其一,发挥行业自律的作用。我们可以清晰地感受到行业自律在证券服务机构中的约束力。因为美国有浓厚的自由主义氛围,追求自由的市场参与主体不欢迎外部约束而倾向于进行自我约束,这赋予了律师、会计师等行业进行自律监管的传统。

其二,SEC 作为核心监管机构进行统筹安排。经过克林顿政府时期“微观自主”政策的培育,美国证券市场空前繁荣,种类、数量和范围都大幅增加。但另外,自由活跃的证券市场缺少有效的监管,过度的逐利行为最终导致了安然事件、世界通信会计丑闻等问题的出现,导致了信任危机。于是在 2002 年,“萨班斯法案”颁布,SEC 作为美国证券市场监管的核心机构进行统筹安排,完善法律规则,为律师、会计师、评级机构制定行业标准,加强对三者违规行为的法律追责,从而对三者形成了强力监管,弥补自律监管的不足。

其三,监管紧紧围绕信息披露制度展开。在证券市场中,投资人对信息的需求是最迫切的。“信息披露是美国证券市场监管机制的基石。”^[14]为了建设健康自由的投资环境,促进资本合理流向与优化分配,监管的核心工作集中在追求信息披露的真实、完整。对庞大复杂的证券市场不可能面面俱到地进行监管,因此,SEC 进行监管的主要目的就是维护一个信息充分透明的市场,而后由投资者进行自由的选择。为此,SEC 一方面直接对公众公司提出了信息披露的要求,并进行必要的监管;另一方面,由于公众公司纷繁众多,要求中介结构尽职监督公众公司,进行信息披露。在证券服务机构进行信息披露时,公众公司和

[14] 孙旭:“美国证券市场信息披露制度研究”,吉林大学 2008 年博士学位论文。

投资人也在对其进行监督,实现了市场参与主体之间的互相监督。

其四,严格依法监管。每一次监管体系的变化都离不开法律规则的变化,说明其重视依照法律授权进行监管。SEC 基于法律授权,对原本高度依赖自律的律师和会计师行业进行了干预,从而建立了以它为核心的监管体系,体现出对程序合法性的尊重,符合美国的法治传统。同时重视法律追责制度,通过严厉惩戒违法上市公司和中介结构,用民事赔偿的手段收缴其违法所得,^[15]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了可能获得的利益,进而自发遵守监管的要求。

其五,监管体系一直处于快速适应新变化之中。随着经济形势、产品种类等的变化,监管的强度、力度、方式随之快速调整。在证券市场产生之初仅依靠行业自律;在资本跨入垄断时代、信息不对称加剧时期,为了实现资本合理配置,各州开始制定“蓝天法”;在 1929 年经济大危机之后政府主动干预,通过联邦立法实现了证券市场监管的统一化;而后在“二战”之后经济繁荣期,监管进入了相对宽松的时期,让市场自由发展;新世纪证券市场高度活跃高度复杂、不稳定性增加的情形下又进一步加强了监管。不断满足经济形势的需求使得监管更为有效。

总结而言,现在的美国证券市场对证券服务机构的监管体系是:在 SEC 的统一监管下,以实现充分的信息披露为目的,辅以行业自律和市场参与者互相监管,完善法律追责制度,最终实现对证券服务机构的监管。

四、美国证券服务机构监管体制对我国的借鉴意义

分析美国证券市场如何实现对证券服务机构的有效监管,能够为我国证券服务机构监管提供良好的借鉴。笔者认为,我国证券服务机构监管可从以下两个方面进一步完善:

[15] 王慧:“独立审计信用监管机制研究”,中南大学 2009 年博士学位论文。

(一) 进一步完善对证券服务机构的行业监管

如前所述,美国证券服务机构监管制度是由行业自律和 SEC 监管体系共同组成,其监管体系相互配合、完整有效。在我国,证监会对证券服务机构的监管相对完善,^[16]但证券服务机构的行业自律监管则相对欠缺,造成我国证券服务机构监管的不平衡。究其缘由,也许因为美国有浓厚的自由主义氛围,市场参与主体不欢迎外部约束而倾向于进行自我约束,这赋予了律师、会计师行业自律的传统。相较而言,我国证券服务机构自律的氛围及传统比美国弱,但证券服务机构对“信誉资产”的重视是存在共性的,这个共性为我国进一步发挥行业自律在证券服务机构监管中的作用奠定了基础。既不是发行人也不是投资人的证券服务机构自形成之初便承担了桥梁的作用,而信誉是其在证券市场中获得相应地位的重要资产。无论是律师、会计师还是评级机构,对“信誉资产”的重视使他们经过理性分析后会选择诚信尽责的方式努力维护自身的良好信誉以获得投资人信任,从而取得更多的市场份额和市场利益。因此,行业自律带来的自我监管,既是职业道德的约束,也是市场利益的驱动。我国证券市场应当进一步加强行业自律,以证券服务机构信誉资产评估作为落脚点,完善对证券服务机构的监管体系。

(二) 探索在机构监管中推进行政和解执法

如前所述,美国的集团诉讼等法律支持已经能够适应证券市场发展的需求,使投资者寻求法律救济变得切实可行。但同时,在美国市场,由于诉讼成本高昂,和解代替诉讼判决比重也非常高。实践中,由于证券市场交易关系复杂,涉及利益巨大,违法违规行多呈现高智能、涉众广、跨区域的特点,取证难度大,查办案件耗时长。而实行行政和解制度,调查处理结案的时间则相对要短得多。按照行政和解制度的做法,对于存在事实状态不明确,且这种不明确的状态在客观上难以排除,或者彻底查清需要大量资源,短期内难以及时作出处罚决定的,

[16] 依据《证券法》的规定,投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所从事证券服务业务,必须经国务院证券监督管理机构和有关主管部门批准。同时,证监会和司法部共同发布《律师事务所从事证券法律业务管理办法》,加强对律师事务所从事证券法律业务活动的监督管理。

监管机构即可以与当事人进行协商,双方各做适当让步,以当事人支付必要数额的和解金补偿受损投资者为条件,达成监管机构不再另行作出处罚决定的和解协议。行政和解执法模式能够在特定情形下,更加快速有效地实现惩治违法、保护受害投资者、及时恢复市场秩序的监管执法目的,更为符合资本市场的要求。^[17]

笔者认为,借鉴美国市场成熟做法,我国可尝试先行试点对证券服务机构的行政监管和解执法制度。理由如下:第一,“信誉资产”是证券服务机构执业的生命线,证券执法和解较行政处罚更有利于维护被调查证券服务机构的声誉。监管机构对证券服务机构启动行政调查程序,会对被调查的证券服务机构声誉造成一定的负面影响,可能导致其客户资源的流失。而与监管部门和解,在形式上不会留下行政处罚的不良记录。和解本身并不具有证明违法的作用。这对重视信誉资产的证券服务机构无疑具有很重要的意义。第二,证券执法和解能够减少证券调查给证券服务机构带来的负面影响。各国法律都规定,被监管对象有配合监管部门调查的义务,而提供资料、接受质询,提供调查场所等会对证券服务机构的正常经营活动带来不便并会对其形象造成不良影响。证券服务机构执业活动不同于上市公司等经营主体,每个项目在存在形式上是独立的,可分割的,例如律师事务所,其个别律师有关项目被证券执法部门调查,亦会影响该所其他律师的项目发展。如果证券服务机构能够尽快的与证券执法部门和解,将会极大程度减轻有关调查事件带来的影响,以利于其尽快恢复正常的经营活动。况且在违法违规行为中,证券服务机构基于其提供专业服务的角色,缺乏主动、主导违法违规的动机与出发点,往往只起到附属、配合、协助的作用,因此也往往更愿意进行和解,从而促进整个事件的妥善解决。第三,证券服务机构的行业属性决定其重视与监管部门保持良好、畅通的关系。证券服务机构往往服务于多家公司,如因其中一家公司的业务长时间处于证券监管部门的监管调查中,与监管部门处于对立位置,将会对证券服务机构的全盘业务带来持久而深远的负面影响。所以证券服务机构更有动力接受证券执法和解的方式,尽快恢复与监管部门的

[17] 肖钢:“积极探索监管执法的行政和解新模式”,载《行政管理改革》2014年第1期。

良好沟通关系。由此可见,证券服务机构监管执法采用行政和解执法模式,具有先行试点的基础。目前,《证券法》修订已经纳入十二届全国人大的立法工作规划,笔者建议在《证券法》中先行确立我国证券执法中的行政和解制度,为在证券服务机构监管领域实施行政和解执法模式提供充分的法律依据。