

## 构建资本市场中介机构诚信机制\*

郭 锋\*\*

近两年,爆发的胜景山河、绿大地、万福生科,以及设计财务问题被证监会定性为“虚假陈述”的案例,对证券市场的诚信建设蒙上了阴影,打击了投资者的信心。上市公司造假与中介机构失职行为密切相关。据披露,平安证券、华泰联合证券和国信证券及其保荐代表人问题较为突出。

金融市场的情况也令人忧虑。华夏银行上海一家分支机构代销的总额高达人民币 1.4 亿元的理财产品到期无法兑付,这款理财产品承诺投资者的收益率在 11% 到 13% 之间。而 2011 年我国基准的存款利率不到 4%,这是近年来最引人关注的投资违约案件之一。和在美国的结构性债券类似,理财产品所获得的部分资金,被用于向高风险的民营企业发放高利贷,贷款在经济周期放缓时,这个贷款违约的高概率现象可能会放大。

从海外上市的中资企业来看,诚信问题正在引发国际纷争。在加拿大上市的林产品企业嘉汉林业,被指控夸大了采购量,误导投资者。据悉在和

---

\* 本文系根据郭锋教授在 2012 年 12 月 8 日第三届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

\*\* 中国证券法学研究会会长、中央财经大学法学院院长。

解过程中,尽管安永不承认存在违法行为,但同意支付高额的和解费。

据华尔街日报等媒体报道,美国 SEC 今日高调对四大会计师事务所的中国所提起行政诉讼,指控他们在 SEC 调查 9 家中国公司会计欺诈嫌疑期间拒绝提交要求提存的文件,但四大则表示,中国国家的保密法不允许他们将工作文件交给海外监管机构。在这一案例当中,我们看到不论是 SEC 还是会计所,他们异口同声的把责任推给中国证监会。SEC 向中国证监会提交了二十多个审批文件,要求在 16 宗调查中给与协助,但迄今没有收到任何所有要求的审计文件。而普华永道等四大均声明说,这是一个全行业问题,并不限于某一家机构,相信中美监管机构的实践将协商这一问题,达成解决方案。这个案例比较复杂,它既涉及司法权的问题,又涉及两国的交往利益,我尚不方便在这个场合对国家间的行为和是非做评述。

我澄清一下,中介机构是诚信关系的关键主体,我认为中介机构的诚信建设需要解决好以下问题:

第一,必须在资本市场完全市场化的条件下,建立中介机构的诚信约束机制。一个行政审批权非常强大的市场是无法建立市场诚信的。应当改革发行审核制度,放松市场准入监管。建议主板、中小板和创业板发行审核过渡到注册制,将证监会的发行审核权下发到证券交易所。允许证券公司实行合伙制,允许证券分析师个人执业等。

第二,进行保荐代表人制度改革。保荐代表人的持股、关联方保荐、保荐人直投、保荐人造假,是当前保荐制度存在的主要问题。现行保荐制度中,保荐人面临严重的利益冲突,保荐人由发行人聘请,同时又是主承销商,保荐人只有将发行人推荐上方能实现利益最大化,但同时作为主承销商的制度安排使保荐人处于利益冲突之中,难以保证其独立性。可以考虑将保荐人目前的“机构执业”修改为“个人执业”,将保荐代表人从证券公司中分离出来,独立执业,保荐业务与承销业务严格分离,不再承担保荐义务。

第三,完善中介机构的民事赔偿制度。对证券中介机构、合伙人应建立以惩罚性而非补偿性为价值取向的投资者赔偿制度。美国广泛采用的集团诉讼方式,我们也可以考虑进一步研究、探讨和建立,

第四,防止中介机构利用国际监管协调漏洞欺诈投资者。比如四

大会计师事务所以保密法为由对美国证监会提出抗议我个人是认为违法的,中国的法律将审计文件视为国家机密信息,如果在未获得批准的情况下,将文件交给 SEC,其审计人员可能被判入狱。但根据我国《保密法》的有关规定,我们看不出这些在美国上市企业的财务信息可以构成国家秘密。中国的中介机构仍然要对国际投资者负责。最近 10 年来,有数十家中国公司在美国和加拿大上市,融资数十亿美元。2011 年,中国审计客户向“四大”在华合作所支付了 1.725 亿美元的费用。随着国际板的建设,外国来华上市也需要满足中国法律和监管的要求。在全球化的背景下,各经济体市场的监管规则、法律和标准的差异仍然存在。这就需要中介机构自律诚信,以高标准执业,各国监管机构不能陷入一场争相放松监管的竞赛中。

应当说,中国证监会的诚信制度建设非常有特点,取得了阶段性成效。在政府诚信建设中,无论是信息公开化,还是诚信档案、诚信考评,放松行政审批事项、发行制度改革、查处证券欺诈、投资者保护等,证监会都走在了各部委前列。从近三年 IPO 的数据来看,把一批问题公司挡在了市场之外。此外,证监会对保荐机构的公开信用监管也是一种很好、很有效的诚信制度建设。中介机构的诚信建设任重道远,必须放在中国特色社会主义资本市场的特有国情下来进行。正如郭树清主席所说,我们的不足之处在于资本和金融市场体系发展不平衡,市场运行效率和金融监管的有效性有待提高,如何兼顾安全性和便利性、稳定性和灵活性,成为中国资本市场改革开放必须面临的重大理论和实践问题。我们希望中国资本市场的诚信机制将随着资本市场的发展壮大而不断健全。