

“洪良国际案”对境内欺诈上市案件 查处的启示

——以“绿大地案”为比较分析样本

王 玮* 夏中宝**

摘要:比较分析我国香港地区“洪良国际”和大陆“绿大地”两起欺诈上市案件的查处,发现内地关于欺诈上市的法律责任制设计存在与违法收益不相配比的问题,对于中介机构违法责任的追究不利,某种程度上也印证了“监管捕获理论”的框架。借鉴香港地区的查处经验,充分调动中介机构的力量使其成为监管的“哨兵”,赋予证监会特别调查权和公诉权以提高执法效率,设置专门金融法庭以保证证券犯罪案件处理的独立性与公正性,是进一步完善内地证券执法体制的有益方向。

关键词:欺诈上市 回购 责任追究 执法体制 金融法庭

诚信是资本市场的基石,融资的基础在于企业信用,欺诈上市等背信失信行为从源头上损害了资本市场的信用根基,理应严惩。国内那种以维护稳

* 中国政法大学经济法硕士。

** 清华大学民商法硕士生。

定和促进发展为“堂皇理由”而存在的与欺诈上市行为违法收益不成比例的法律责任制度和从轻发落的案件处理方式,迫切需要作进一步的深刻反思与完善检讨。我国香港“洪良国际案”是一起典型的欺诈上市案件,其案发、查办、处理受到了社会的广泛关注,创造了若干个“第一”,是香港地区证券执法史上里程碑式的案件。在本案查处过程中体现出来的香港地区证券监管部门的执法理念、监管思路、查案方法等值得内地监管机构总结和借鉴。本文将以内地近年发生的“绿大地案”作为比较的样本,分析、总结“洪良国际案”对我国境内欺诈上市案件查处的启示。

一、“洪良国际案”的概况及特点

洪良国际是注册在开曼群岛的离岸公司,^①实际控制人是台湾人,主要营运基地在中国内地,主营运动服、休闲服的贴牌代工。2009年12月24日在香港联交所上市,获得超过38倍的超额认购,募得资金净额9.97亿港元。上市保荐人为兆丰资本、审计师事务所为毕马威。洪良国际案发于2010年二三月份,该案的及时发现、及时查处主要基于以下几个因素。

(一) 中介机构的自查与举报

2010年2月20日,洪良国际曾试图支付毕马威的审计师刘淑婷额外报酬,遭到刘淑婷拒绝。但随后,毕马威高级经理梁思哲同时也是刘淑婷在洪良国际项目的上司,接受了洪良国际30万元港币,将其中的10万元港币交给刘淑婷。

2010年3月1日,刘淑婷将此事报告给毕马威负责内部调查的合伙人。随即,该合伙人约谈梁思哲。毕马威紧急启动了对洪良国际IPO审计项目的内部核查,并且发现了一些问题,决定将此事报告给相

^① 离岸公司指在英属维尔京群岛、开曼群岛、百慕大群岛等离岸法区内成立的有限责任公司或股份有限公司。投资人不用亲临当地,其业务运作可在世界各地的任何地方直接开展,当地政府对这类公司没有任何税收,只收取少量的年度管理费。

关的监管机构。香港证监会及廉政公署于是相继介入调查。

(二) 调查工作准备充分、展开及时

在2010年4月正式开展调查之前,香港证监会前期作了大量的准备工作,有力地保障了调查和执行的顺利进行。

第一,3月29日,香港证监会申请高等法院原诉法庭^②发出临时强制令,^③冻结洪良国际9.974亿港元,以备未来用作返还给投资人的资金。实际冻结8.32亿港元。^④

第二,香港证监会向法院申请了搜查令,在3月29日在洪良国际的香港办事处搜走了包括财务账目在内的多份文件及物品。

第三,2010年3月30日开盘前,香港证监会向港交所发出指令,对洪良国际的股票停牌直到香港证监会通知复牌,^⑤以维持公平有序的市场,保障投资者的利益。

第四,香港证监会暂停了保荐人兆丰资本2010年3月1日以后新项目的保荐资格。

(三) 责任追究的多维度推进

本案涉及上市公司、会计师、保荐人等多个主体,香港证监会采取了与其他部门紧密协作、各主体分别推进、民事行政刑事多通道追责的

② 香港地区的司法机关由不同级别的法院组成,分别是终审法院、高等法院(分为原诉法庭和上诉法庭)、区域法院、裁判法院等。其中,高等法院原诉法庭审理100万元以上的民事案件,并负责最严重的罪行审讯,如谋杀、误杀、强奸等。参见薛琪:“感悟两大法系的精义与融通”,载<http://sxfy.chinacourt.org/public/detail.php?id=20134>,2012年8月30日访问。

③ 香港证监会根据《证券及期货条例》第213条展开有关法律程序,并在2010年3月29日提出最初的申请,再于同日单方面取得临时强制令。参见<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR38>,2012年8月30日访问。

④ 原诉法庭于2010年3月29日应证监会的紧急申请,在此法律程序中作出临时命令,冻结洪良及其两家附属公司所持合共9.974亿元的资产;证监会只能成功追查其中8.32亿元的下落。参见<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/enforcement-news/doc?refNo=12PR63>,2012年8月30日访问。

⑤ 根据《证券及期货(在证券市场上市)规则》第8(1)条,香港证监会有权指示香港联合交易所暂停任何上市公司股份的交易。参见<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR38>,2012年8月30日访问。

方式。

行贿受贿责任方面,2010年4月8日,廉政公署宣布起诉审计师梁思哲,罪名是涉嫌向下属提供贿款10万港元,以及收受贿赂30万港元。但香港区域法院经过一年的审理,廉政公署一审败诉。原因在于刑事案件的证明标准高,廉政公署的证人证言之间存在矛盾。根据“疑罪从无”的原则,宣告梁思哲无罪。

欺诈上市责任方面,香港证监会吸取了廉政公署的经验教训,不强求对上市公司及其负责人的刑事追责,而是更加注重民事赔偿。2012年6月5日,洪良国际一案正式开审。6月20日控辩双方达成妥协,签署了“议定事实陈述书”。洪良国际承认,其招股章程中有虚假及具误导性的数据,结果诱使投资者买入其股份,并承认构成了《证券及期货条例》第298条^⑥规定的披露虚假或误导性资料以诱使他人交易。但洪良国际及其董事以无法核实真正状况为由,不同意证监会指证的有关数据的夸大程度,也不承认在刑事上违反该条。据此,香港高等法院原诉法庭首次动用了《证券及期货条例》第213条赋予的“强制当事人恢复交易之前状态”的权力,颁发了强制令,要求洪良国际向约7700名公众股东回购其发行在外的5亿股,回购价为2010年3月30日停牌时的价格,涉及的总金额为10.3亿港元,除了冻结的8.32亿港元,剩余1.98亿港元在28天内缴付。

勤勉尽责责任方面,2012年4月,香港证监会认定,兆丰资本的尽职审查不足、未能独立办事等,对其开出撤销其保荐资格并罚款4200万元的史上最重罚单^⑦。对毕马威等其他中介机构的查处,还在进行中。

^⑥ 《证券及期货条例》第298条是一项有关市场失当行为的条文。该条规定,凡任何资料在要项上属虚假或具误导性,并相当可能会诱使他人认购或购买证券,则任何人如知道该资料属虚假或具误导性,或罔顾该资料是否属虚假或具误导性,均不得分发该资料。参见 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/enforcement-news/doc?refNo=12PR63>,2012年8月30日访问。

^⑦ 兆丰资本持有按《证券及期货条例》颁发的牌照,可以进行第1类(证券交易)、第4类(就证券提供意见)及第6类(就机构融资提供意见)受规管活动。香港证监会撤销兆丰资本第6类的牌照。就第1类受规管活动而言,兆丰资本不得从事涉及企业融资以外的交易活动。参见 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR39>,2012年8月30日访问。

二、对境内案件查办与完善执法体制的启示

(一) 充分调动中介机构的力量,使其成为监管的“哨兵”

洪良国际 2009 年 12 月上市,3 个月后就被发现存在问题,4 月就全面开始调查。而绿大地 2007 年 12 月上市,2009 年 8 月云南证监局检查发现存在违法行为,2010 年 2 月建议立案,3 月才开始正式调查,间隔时间长达 27 个月,是洪良国际案的六倍多。

究其原因,洪良国际欺诈上市问题的及时发现归功于中介机构及其人员的自律和内控。中介机构凭借其掌握的一手信息和专业知识,完全有可能成为监管的“哨兵”。但是我国内地缺乏这种诚信环境和市场纪律,几乎没有由中介机构举报的案件,多数案件的发现只能依赖监管部门的异常监控和日常检查。设想如果内地中介机构及其人员处在毕马威、刘淑敏的情境下,恐怕很少有人会拒绝接受客户的不当利益给付,纵然不接受也很少会向内控部门报告,中介机构知晓后也会想方设法掩盖隐瞒而非主动向监管部门报告。

证券市场执法的及时,不能仅仅依靠监管部门自身的力量,必须调动社会的一切力量。培育中介机构的诚信、建立鼓励中介机构报告违法违规行为的机制,尤其是应建立对靠近信息源主体的举报奖惩制度、评级制度。一方面,对知情不报的中介机构及涉案个人实行严格责任追究机制,降低评级或撤销相关资质;另一方面,对及时举报的中介机构及个人,在给予物质奖励的同时,提高中介机构及个人在业内的评级。

在证券违法犯罪的执法领域,尝试建立对靠近信息源主体的举报奖惩制度,如欺诈发行案中对了解财务信息真假的中介机构人员的举报奖惩制度,如内幕交易案中知情人对他人内幕交易的举报奖惩制度等,从某种意义上来说将是私人执法模式的一种雏形。借助私人执法中举报者的信息优势和利益相关者的跟进优势,可以较好地解决公共执法中资源有限、效率偏低、缺乏明确线索等问题。

(二) 强制停牌的机制设计,为投资者民事求偿铺平道路

香港证监会指令洪良国际从调查一开始即停牌,优点在于:其一,锁定股价,避免洪良国际股价受到监管部门调查的影响而剧烈波动,造成更多投资者的损失;其二,锁定卖出,避免洪良国际董事等可能对其造假负有责任的人,在知悉公司被监管机构调查的重大信息后,通过各种途径卖出股票谋取不正当利益;其三,锁定回购对象,由于当时刚上市不久,投资者认购或买入股票的依据主要是公司的招股书,这时投资者的损失与上市公司欺诈发行的因果关系较为简单且明确,便于日后回购和民事诉讼赔偿的确定与处理。

与“洪良国际案”形成鲜明对比的是,“绿大地”在2010年3月被监管机构正式调查、2011年3月发布董事长何学葵被捕的公告后,股价剧烈波动下跌,期间还发生了控股股东何学葵股权质押、股权转让等事宜。对此,市场上质疑,股价下跌普通投资者受损,但欺诈发行的主要责任人何学葵却通过股权转让获取数亿元资金。

我国《证券法》并没有赋予监管机构强制停牌权,更没有事前保全机制。实践中,除了交易所在自然灾害、技术故障时可以采取技术性停牌之外,主要依靠公司主动停牌。在调查“绿大地案”中,如果公司不愿停牌,实际上监管部门也无可奈何,不利于广大投资者权益的保护。在《证券法》的修订过程中,是否有必要借鉴香港地区《证券及期货条例》,赋予证券监管机构指示交易所暂停任何上市公司股份交易的权力,需进一步审慎评估。

(三) 及时行使搜查权、冻结权,以固定证据、保证执行

“洪良国际案”中,香港证监会在洪良国际尚无准备时搜查了财务账目等多份文件物品,第一时间申请冻结了洪良国际近10亿港元,固定了证据、保证了执行。

我国现行《证券法》没有赋予证券监管机构搜查权,因而在案件调查中,违法主体在知悉被调查的信息后,转移、销毁证据的情况屡见不鲜。“绿大地案”调查中,上市公司拒不提供财务凭证、人事合同等文件,在调查人员尽力劝说下,提供的却是篡改后的财务凭证,给调查工作造成了极大的阻碍。虽然《证券法》在第180条第5项赋予证券监管机构“对可能被转移、隐匿或者毁损的文件和资料,可以予以封存”的

权力,但是目前证券监管机构较少运用该项权力。对于“封存权”的含义应如何解释,在执法实践中应如何使用,值得进一步研究。

此外,由于中国证监会对民事赔偿的介入十分有限,《证券法》和《冻结、查封实施办法》并没有考虑为保证民事赔偿而冻结当事人资金,导致受损投资者之后向上市公司进行民事追索时无法获得赔偿保障。在进一步完善证券侵权民事责任制度的同时,为保证投资者民事赔偿能够得到有效执行,有必要审慎考虑修订现行《证券法》和《冻结、查封实施办法》,赋予证券监管机构在执法调查过程中冻结涉案违法公司和人员资金的权力。

(四) 赋予证监会特别调查权、公诉权,提高执法效率

“洪良国际案”中,香港证监会与廉政公署先后介入调查,彼此相互借鉴、各司其职,是一种“并行式”的关系。香港证监会独立调查、直接向法院提出控诉,整个案件办理环节少、效率高。

根据《关于在行政执法中及时移送涉嫌犯罪案件的意见》(高检会[2006]2号)和《关于加强行政执法与刑事司法衔接工作的意见》(中办发[2011]8号)等文件规范,目前内地是一种公权力部门之间“衔接式”的执法司法体制,一般是证券监管部门先行政调查,调查终结才能将案件移送给公安部门,公安部门立案进行刑事侦查后再移送给检察院,检察院审查决定后才能向法院提起诉讼。

实践表明,内地这种“衔接式”的体制,存在以下影响执法效率的问题:

第一,衔接不顺畅,执法实践中下游部门受困于破案率等因素影响而经常以各种理由不予接案,甚至因地方保护而出现人为的执法障碍。

第二,案件办理的环节增多、办案周期被进一步拉长,折腾几圈之后,时间流逝,影响了监管执法效率,难以及时回应市场与投资者期待,削弱了监管执法的社会效果。

第三,证券监管部门调取的部分证据难以直接有效地转换为刑事司法证据,造成大量重复取证,浪费国家执法资源,加大国家执法成本。

第四,证券市场上的违法犯罪行为具有极强的专业性,很多时候,证券监管部门必须向公安机关和检察机关的办案人员进行大量的专业讲解,导致工作量的增加和案件办理效率在某种程度上的下降。

为了构建更加高效合理的执法体制,建议考虑借鉴香港地区的做法,赋予证监会对证券犯罪案件的特别调查权、特别公诉权(或者类似于国外集团诉讼中代表人的诉权),由证监会直接查办、直接起诉,充分发挥证监会的专业优势,减少案件办理环节,降低部门间多环节衔接造成的消耗,提高执法效率。

(五) 设置专门金融法庭,保证独立、公平、公正

香港地区的证券犯罪类案件由证监会直接入禀法院,归高级法院原诉法庭集中管辖。而内地现行体制是证券监管机构将案件移交公安部,公安部证券犯罪侦查局将案件交由地方公安机关侦查,然后进入当地检察机关公诉和法院审判。这样就使得全国集中统一的证券市场监管中央事权变相转化为地方事权,可能造成的不利影响:一是,使得证券违法案件容易受到地方保护主义的干扰;二是,各地公、检、法的水平参差不齐,容易出现同样案件判决迥异的局面。案件查办的独立性、公正性、公平性因而可能受到不当的影响。

从构建适合我国国情的、更加高效公正的司法体制来说,可以考虑设置针对证券案件审理的特别金融法庭,专门对口审理证券刑事和民事案件,直接由最高人民法院指导,配备具有证券专业知识的审判员、书记员,保证案件处理的专业性、及时性、审理的独立性和裁判的一致性。

三、对我国案件处理与违法责任追究的启示

(一) 优化违法收益与违法成本的配比

内地欺诈上市的违法收益与违法成本不成比例,这是“洪良国际案”与“绿大地案”对比反映出的最突出问题。同为欺诈上市,洪良国际被命令以 10.3 亿元向受欺诈的投资者进行回购,其首次公开招股时向公众集资所得的净收款项几乎全部“吐出”;而造假欺诈上市、虚增收入 2.96 亿元, IPO 募资近 3.5 亿元的绿大地,在一审判决中仅被处以 400 万元罚款及责任人缓刑。云南省昆明市官渡区人民法院对绿大地的从轻发落,可能过分偏重于上市公司所在地的地方维稳的“小

局”，未能充分顾及严惩欺诈以维护中国资本市场发展根基的“大局”，无异于纵容资本市场上的违法犯罪行为，鼓励铤而走险、鼓励继续造假。

实际上，问题的根源并不应仅简单归咎于官渡区法院对刑罚幅度的权衡。我国《证券法》第189条和《刑法》第160条，对于欺诈发行的罚金均规定为处以“非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下”的罚款。此外，《证券法》第189条还规定，以欺骗手段骗取发行核准，尚未发行证券的，处以30万元以上60万元以下的罚款。

从经济学的角度上看，我国现行法律制度规范，是在鼓励资本市场上的造假行为。解析《证券法》第189条和《刑法》第160条，其经济含义是“欺诈上市收益极大，但违法成本与法律责任极小”：（1）欺诈上市收益极大，可以募集到几千万甚至数亿的资金。（2）欺诈上市并不一定都会被发现，被发现、查实、认定、处罚的概率远小于100%。（3）如果尚未发行证券的，仅可能被处30万元至60万元的罚款。（4）已经发行证券的，仅处以非法所募资金金额1%至5%的罚款。假设欺诈发行募集到1亿元资金，罚金只可能在100万元至500万元。

马克思曾经有过一个形象的论断，“有50%的利润，它就铤而走险；为了100%的利润，它就敢践踏一切人间法律；有300%的利润，它就敢犯任何罪行，甚至冒绞首的危险”。^⑧根据《证券法》和《刑法》的规定，对违法收益巨大的欺诈发行仅处以1%至5%的罚金，其违法收益何止50%、300%，甚至可高达百分之九千多。

因此，针对欺诈发行等违法犯罪，亟须解决法律制度规范中违法行为收益与法律责任不成比例的问题。一是，罚金上缴国库的规定不利于补偿投资者，建议考虑借鉴香港模式，对欺诈发行主体规定“回购责任”，既可以迫使其将违法收益全部吐出，又能很好地保护和补偿投资者的利益。二是，鉴于欺诈发行等违法行为被发现查实有一定的概率问题，建议考虑提高罚金的比例与金额，提高刑罚的幅度，对有违法意图的主体切实产生震慑效力。

^⑧ [德]马克思：“资本论”（第1卷），载《马克思恩格斯全集》（第23卷），人民出版社1972年版，第829页注释。

(二) 价值取向的偏好: 惩罚优先还是保护优先

“洪良国际案”中,在选择追究刑事责任还是民事返还时,香港证监会权衡的天平偏向于民事返还。在他们看来,相较于将违法责任人处以刑罚,对受损投资者的补偿更加重要。而民事返还的落实,实际上也是对违法责任人的惩罚。

刑事追责的主要目的是惩罚和预防犯罪,民事赔偿的主要目的是纠正被违法行为扭曲的经济关系,直接赔偿受害人的损失。从证券市场监管角度看,惩罚和预防犯罪固然重要,但是保护广大投资者的利益却更加关键。并且,刑事诉讼的证明标准大大高于民事诉讼,对监管部门而言,追究刑事责任意味着更重的取证责任、更多的调查投入、但更低的胜诉概率。

长期以来,内地的证券执法侧重于行政处罚、刑事追责,民事赔偿机制相对落后。不仅证券执法部门的任务重、要求高,而且最终的社会效果也不尽如人意。例如,“绿大地案”移送公安后,市场在拍手称快的同时,却有更多投资者嗟叹于事无补,再严惩责任人也无法补偿自己的损失。

香港地区对刑事民事追责的选择取向,给我们提供了以下启示:

第一,在推进刑事追责的同时,必须积极加强对民事赔偿制度的建设。在某些情况下,民事赔偿可能是执法成本更低、社会效果更好的处理措施。

第二,香港对于欺诈上市的民事处理,在内地现行的民法框架下也有可能实现。根据《合同法》原理,以欺诈手段订立的合同在效力上属于“可撤销可变更”,在受害方选择“撤销”的情况下,欺诈方承担责任的方式包括恢复原状、返还财产。^⑨更有甚之,依据民法原理,由于欺诈发行违反法律行政法规的强制性规定,因而由此引发的后续民事合同可解释为无效。《合同法》第58条规定,合同无效或被撤销后,因该合同取得的财产,应当予以返还。照此法理,欺诈上市的公司应当返还投资者的投资款,从而达到与香港法律中“回购责任”基本相同的效果。

^⑨ 参见崔建远主编:《合同法》(第5版),法律出版社2010年版,第121页。

第三,从对上市公司进行惩罚和警示的角度而言,民事赔偿制度的完善也必将使违法者的图谋落空,欺诈上市的公司被打回原形,没有获得收益却支付了昂贵的上市成本和理赔成本,从这个角度来讲,这本身就是一种更根本更严厉的惩罚和警示。

(三) 严惩中介机构违法行为,促使其归位尽责

在洪良国际欺诈发行案中,香港证监会同时也重点调查了中介机构(保荐人兆丰资本)在欺诈发行过程中的违法行为。香港证监会的调查认定,兆丰资本未能全面履行其保荐人的职责。^⑩ 第一,针对洪良国际的顾客、供应商和特许经营商作出尽职审查,对评估洪良国际业务表现的真实性与准确性至关重要。然而,兆丰资本的尽职审查不足,亦未达标。第二,兆丰资本针对洪良国际的供应商、顾客和特许经营商的尽职审查工作中重要的资料均来自洪良国际,并未经过独立的审查,反映兆丰资本不当地依赖发行人。第三,尽职审查工作的审核线索不足,兆丰资本未充分以文件载明其尽职审查工作的计划和工作的重要范畴。例如,兆丰资本未记录其针对洪良国际的供应商、顾客和特许经营商所进行的背景或其他尽职审查的搜寻工作。第四,大部分尽职审查工作在不充分的监督下,由兆丰资本内初级和经验不足的员工处理。兆丰资本的两名负责人员为洪良国际上市申请的保荐人的主要人员,两人均否认对上市申请负责。第五,违反保荐人承诺及向香港联交所申报不实声明。基于上述调查结果,香港证监会决定撤销兆丰资本保荐资格并罚款4200万元。

内地的“绿大地案”中,在行政调查、刑事侦查、一审判决等一系列程序结束半年多后,对于中介机构的违法责任的处理一直未能作出并公布。究其原因,主要有以下几个方面:

第一,欺诈发行、虚假陈述等重大违法案件中常伴生中介机构未能勤勉尽责等违法行为,而以往对中介机构违法责任的追究,一般都是“从轻发落”、“像打自己的孩子,下不去重手”。此种处理模式,极易落

^⑩ 香港证监会对兆丰资本的调查结果,参见 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR39>,2012年8月30日访问。

入“监管捕获理论”^①的框架:与广大分散的投资者相比,组织严密、资金雄厚的特殊利益集团(中介机构),往往以促进其所在行业的发展为借口,为了自身利益在各种场合不断对监管行为施加影响,使得监管者常常遭到被监管的业界的“捕获”,其监管的独立性与公正性受到一定程度的扭曲。

第二,我国的证券稽查执法部门,在调查欺诈发行、虚假陈述等重大违法案件时,更多的精力放在了对发行人、上市公司违法行为的调查上,对于中介机构未能勤勉尽责等违法行为的调查通常处于“配角地位”,而在最终认定、处理、追究中介机构的违法责任时,可能在某种程度上存在事实不够清楚、证据不够充分的问题。

第三,目前存在关于行政处罚与刑事裁判衔接关系的一些错误认识,即对中介机构违法行为的行政处罚要等发行人欺诈发行的刑事裁判确定之后再作出,防止行政处罚与刑事裁判不一致而损害行政机关执法的权威性。实际上,行政执法机关完全可以先行依据已掌握的证据作出行政处罚,不必等待刑事裁判作为基础。若都针对同一主体,行政处罚的罚金可在此后的刑事追责中予以抵扣。退一步而言,即使行政执法认定了违法行为,而刑事裁判不能认定违法行为,也无损行政机关执法的权威性,因为达到明显优势证明标准即可予以行政处罚,而刑事侦查调取的证据无法排除合理怀疑则不能刑事追责,因证明标准不同,两者之间并不存在矛盾之处。

因此,在欺诈发行、虚假陈述等重大违法案件中,应当更加重视对中介机构未能勤勉尽责等违法行为的调查与惩处,促使其归位尽责;鉴于行政机构与司法机关的职责角色不同,对相关中介机构的行政处罚也不必等待下游欺诈上市刑事裁判的结果,应以适当的行政执法效率回应市场与投资者的期待。

^① George J. Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No. 1. (Spring, 1971), pp. 3-21.