

全面注册制下“看门人”机制的反思与重构

丁德鸿

浙江工商大学法学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2023年9月21日; 录用日期: 2023年10月7日; 发布日期: 2023年10月27日

摘要

证券市场“看门人”是指以专业性和声誉为保证向证券市场投资者提供专业服务的证券服务(中介)机构。在全面注册制时代,信息披露成为重中之重,市场对“看门人”机制的投资者保护作用寄予更多期望。近年来证券虚假陈述案件的涌现表明目前“看门人”机制还存在着各种失灵情形,“看门人”独立性缺失、自律治理不足及问责制度滞后等因素制约着该机制的良好运行。本文在探析“看门人”机制具体不足之处的基础上,从提升“看门人”独立性、强化“看门人”行业自律监管及完善“看门人”问责制度等方面对“看门人”机制进行重构,使之更为符合我国全面注册制证券市场的实际需要。

关键词

全面注册制, 看门人机制, 投资者保护

Reflection and Reconstruction of “Gatekeeper” Mechanism under Full Registration System

Dehong Ding

Law School of Zhejiang Gongshang University, Hangzhou Zhejiang

Received: Sep. 21st, 2023; accepted: Oct. 7th, 2023; published: Oct. 27th, 2023

Abstract

The “gatekeeper” of the securities market refers to the securities service (intermediary) institutions that provide professional services to investors in the securities market with professionalism and reputation as the guarantee. In the era of full registration system, information disclosure has become a top priority, and the market places more expectations on the investor protection role of the “gatekeeper” mechanism. In recent years, the emergence of securities misrepresentation cases shows that there are still various failures in the current “gatekeeper” mechanism. The lack of in-

dependence of the “gatekeeper”, the lack of self-discipline governance and the lag of the accountability system restrict the good operation of the mechanism. On the basis of analyzing the specific shortcomings of the “gatekeeper” mechanism, this paper reconstructs the “gatekeeper” mechanism from the aspects of enhancing the independence of the gatekeeper, strengthening the self-discipline supervision of the gatekeeper industry and perfecting the accountability system of the gatekeeper, so as to make it more in line with the actual needs of the comprehensive registration system of the securities market in our country.

Keywords

Full Registration System, Janitor Mechanism, Investor Protection

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

我国证券市场设立之初即借鉴域外成熟证券市场经验引入了“看门人”机制，现行《证券法》第八章及第十章所规定的证券公司及证券服务机构即为我国证券市场的“看门人”。由专业的证券服务机构利用自身的专业性和声誉作为证券市场的“看门人”，旨在消除资本市场各方的信息不对称问题并降低交易成本，在全面注册制的证券市场中“看门人”的作用无疑将进一步凸显。然而，近年来“看门人”机制失灵的新闻屡见不鲜，让人不禁疑惑“看门人”机制到底有无作用。2022年1月21日最高人民法院发布的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称“《新证券虚假陈述司法解释》”)废除证券虚假陈述案件相关责任主体需先经行政处罚方可被诉的诉讼前置程序后，证券服务机构在此类案件中基本会成为被告之一。目前证券服务机构受证券发行人委托并收取相关费用的模式又可能使“看门人”丧失独立性，对“看门人”定责有着规范其勤勉尽责之目的，但若对其赋予太过严苛的义务标准，又会使权利义务失衡而造成“寒蝉效应”。如何完善“看门人”机制以符合中国特色资本市场的实际需要，是一个需要迫切回应的现实问题。

2. “看门人”机制的反思

2.1. “看门人”独立性缺失

2.1.1. 委托代理关系异化

“看门人”机制的一个不合理之处在于“看门人”并非受雇于他们的服务对象(投资者)，而是受雇于他们的监督对象(证券发行人)。“看门人”机制的失灵的主要原因之一就是“看门人”的收入来源于其监督对象，这种畸形的委托人——代理人模式天然容易造成“看门人”独立性的缺失，引发道德风险。

“看门人”不仅要履行民法视角下委托合同项下的义务，又要依据《证券法》等的相关规定对没有实际委托代理关系的广大投资者承担勤勉尽责义务，超出了传统民法上委托合同二元主体的形态。除了证券发行委托合同的收入，“看门人”诸如证券公司、会计师事务所和律师事务所为了能够获得为证券发行人提供其他专业服务的商业机会，也会丧失独立性。

2.1.2. 声誉约束机制失灵

《证券行业执业声誉信息管理办法》第二条将证券执业声誉信息定义为包括证券中介机构在内的协

会成员在执业过程中的诚信信息以及协会收集的协会成员影响声誉的会员管理、从业人员管理等其他执业信息。投资者在信息不对称时相信中介机构的原因之一是基于中介机构在大量的市场交易中积累了可观的声誉资本，市场认为这些声誉资本可以督促其勤勉尽责。随着“看门人”机制的失灵，“看门人”声誉机制的作用开始被质疑，人们发现单靠声誉机制模型无法完全实现规制目的。

声誉约束机制的失灵主要有竞争环境、利益冲突以及声誉资本市场三方面原因。竞争环境方面，国内证券服务机构的垄断效应较为明显，头部证券服务机构的市场占有率较高，而腰部及尾部的证券服务机构即使积累了良好的市场声誉也无法凭此获得足够的业务量。利益冲突方面则主要是因为前文所分析的委托代理模式的天然缺陷，此处不再赘述。声誉资本方面，多数个人投资者对证券发行过程中的具体“看门人”身份并不关心，这就导致“看门人”即使产生负面新闻也不会受到投资者的关注，随着“看门人”因未能勤勉尽责而被处罚的事件越来越多，“看门人”整体行业开始避免在声誉积累方面展开竞争，声誉无法带来额外的收益，声誉机制开始扭曲。

2.2. “看门人”自律治理不足

2.2.1. 投资者保护理念缺失

《证券法》应当以公众投资者利益保护为基本价值取向，其本质上是一部投资者权益保护法¹。“看门人”机制作为证券市场发行制度的配套机制之一，无疑也是以保护投资者作为出发点和依归。《证券法》的实施主要通过证监会监管形式的公共执法及投资者民事索赔形式的私人执法来强化对投资者的保护，“看门人”等独特市场基础为证券法的公共执法提供了土壤[1]。

全面注册制的实施意味着证券市场一直以来的“父爱主义”被打破，而作为消除信息不对称角色的证券中介机构却因委托代理模式的天然缺陷又不直接服务于投资者，“看门人”没有树立投资者保护理念的土壤谈何实现保护投资者权益。“看门人”投资者保护理念的缺失，无疑对“看门人”机制作用的发挥产生负面影响。

2.2.2. 可投性信息披露不足

投资者要实现正和博弈需投资优质公司，而挖掘和保荐优质公司正是“看门人”的法定职责。证券发行中涉及的专业文件除满足证监会和交易所的“真实、准确及完整”这一“可批性”监管要求外还应具备“可理解性”及“可投性”的特点，方便不具有专业背景的投资者也可以对企业的投资价值进行判断。

注册制改革的本质是把选择权交给市场，监管部门不再对企业的价值作出实质判断²。但绝大部分个人投资者在缺乏专业机构服务的情形下无法独立从动辄上百页的专业文件中归纳出有效的投资信息从而进行合理的投资决策。现有的招股说明书等文件无法体现出行业、资质及竞争力各异的公司所具备的不同投资价值，无法提升“看门人”对发行人的价值发现能力，也无法有效引导全面注册制证券市场树立价值投资理念。

2.3. “看门人”问责制度滞后

2.3.1. 勤勉尽责义务的标准不清

厘清“看门人”勤勉尽责义务的标准是对其进行定责的前提。勤勉尽责义务一般是指注意义务，“看门人”应以行业惯例及法律规定的专业性标准去履行注意义务，《首次公开发行股票注册管理办法》第

¹ 参见原证监会主席肖刚在2013年11月28日第四届“上证法治论坛”的演讲，网址：https://www.gov.cn/gzdt/2013-11/28/content_2537788.htm。最后访问时间：2023年9月1日。

² 参见2023年2月1日证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会征求意见新闻稿，网址：<http://www.cssrc.gov.cn/cssrc/c100028/c7047626/content.shtml>。最后访问时间：2023年9月1日。

八条规定“看门人”在专业相关领域履行特别注意义务，在其他业务领域履行一般注意义务，这与《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》的相关规定一致。不过，对于“看门人”特别注意义务及一般注意义务的具体区分标准，目前法律法规尚无明确规定，亟需理清。

我国“看门人”机制经过发展形成保荐人牵头、其他证券服务机构辅助的业务模式，但实践中各“看门人”还是存在职责交叉情形，从而产生勤勉尽责义务边界的争议。《证券发行上市管理办法》第二十二条规定了保荐机构在面临其他“看门人”的专业意见是可以合理信赖，但要再次对内容不合理之处进行判断核验，这似乎意味着保荐机构不仅要承担保荐职责，还要对注册会计师及律师的专业意见背书，此亦不尽合理。

2.3.2. 民事侵权责任的配置模糊

《证券法》第八十五条及一百六十三条规定了证券服务机构在有过错给他人造成损失时应与委托人承担连带赔偿责任，这种责任是过错推定责任。《新证券虚假陈述司法解释》直接指出证券虚假陈述的民事赔偿责任是侵权责任，承担连带责任的当事人之间按照民法典第一百七十八条之规定分担追偿。近年来，法院已开始在一些证券虚假陈述案件中根据中介机构的过错程度判其承担比例连带责任以平衡各方权利义务，虽然比例连带责任相较全部连带责任已减轻许多，但证券发行涉及的融资金额一般都数以亿计，这也使得比例连带责任的实际赔偿金额仍然较大。

“看门人”承担的比例连带责任是对外的责任划分，而该比例是否也是各责任主体内部的最终承担责任之比例不无疑问。新《证券虚假陈述司法解释》第二十三条原则性规定了承担连带责任的当事人之间的责任承担与追索按照《民法典》第一百七十八条之规定处理，若按此理解，则过失较小的“看门人”可在超过责任份额的范围内向其他当事人追偿。“看门人”是证券发行的辅助机构，相较于证券发行人及其控股股东、实际控制人等“首恶”而言承担的是次要责任，故应结合因果关系并综合考量“看门人”在证券虚假陈述中的过错与原因力，进而确定终局赔偿责任。如何让“看门人”在过失情形下承担与其职责相匹配的民事责任，值得研究。

3. “看门人”机制的重构

3.1. 提升“看门人”独立性

3.1.1. 探索公共委托模式

John C. Coffee 教授指出，提升诉讼威慑力、强化信息披露制度及专家同行评审制度等对策都不足以规制“看门人”，最有效的改革方案是重构委托——代理关系，在投资者无法作为委托人的情况下必须引入足够强大的委托人^[2]。目前学界绝大多数学者均接受重构委托——代理关系方案，笔者也赞同该观点。

国内学者提出的公共委托人主要有保险公司、证券交易所、证监会及中证中小投资者保护中心(简称“投服中心”)^[3]。笔者认为由投服中心作为委托人具有合理性。投服中心主要负责投资者教育、公益持股行权、提供调解及损失计算、开展支持证券代表人诉讼及股东直接诉讼派生诉讼等职责³。投服中心在具体投资者保护事宜上有着更为丰富的经验，且其为证监会批准并直接管理的证券金融类公益机构，专业性及公正性符合要求，由其选任“看门人”也符合其保护投资者的职能。

3.1.2. 健全声誉约束机制

“看门人”市场存在垄断效应，从而让声誉失去规制作用，恢复公平自由的市场竞争环境势在必行。

³ 参见驻马店市金融工作局网站文章：《中小投资者四大维权途径》，网址：<http://jrj.zhumadian.gov.cn/XXGL/show-7516.html>。最后访问时间：2023年9月1日。

公平自由的竞争市场不应阻止合理竞争，同时也需要防止资本无序扩张的风险，因此需要证监会协同市场监管部门等协同执法，强化“看门人”的公平竞争审查，规制地方保护主义及低价竞争等不正当竞争行为，合理控制“看门人”的并购重组规模等可能产生垄断效应的行为。

在声誉资本市场提升声誉信息规制性主要从两方面入手，一是强化声誉信息披露，二是强化声誉影响。强化声誉披露方面，证监会等部门应尽快建设可供公众便捷查询的“看门人”执业信息库，并结合互联网时代信息传播的优势通过证券时报、证券日报和巨潮资讯等较有影响力的专业财经媒体的网站、微信公众号及抖音短视频等渠道加强“看门人”声誉信息的宣传和传播。在强化声誉影响方面，可建立在招股说明书中附带“看门人”诚信信息的强制披露制度，通过直接影响“看门人”商业价值的市场化方式规范“看门人”重视自身声誉积累^[4]。

3.2. 强化“看门人”自律治理

3.2.1. 以投资者保护为导向

全面注册制时代，在失去证监会的“隐形背书”后，投资者需自行对证券价值进行判断，在法律法规限度内对投资者予以保护是全面注册制顺利推行的前提，而解决投资者与发行人的信息不对称问题正是“看门人”的存在基础，以投资者利益保护为导向实为“看门人”机制的应有之义。督促“看门人”树立投资者保护理念，一方面是要提升“看门人”独立性，另一方面则是要明确其市场定位，加强行业自律管理。

证券业协会作为证券业自律性组织，应当在“看门人”行业自律管理上发挥更加重要的作用，更加重视行业文化建设。接受证券业协会自律管理的“看门人”主要是证券公司，而从事证券业务的律师事务所、会计师事务所、资信评估公司等机构仍由各自的协会管理，各协会间不同的自律管理能力也会影响“看门人”行业树立投资者保护理念的进度，各协会应当加强合作形成协同效应，稳步推进“看门人”行业实现市场角色转型。

3.2.2. 增强信息可投性

全面注册制下的信息披露理念由追求审核过会的“可批性”向为投资者提供决策参考的“可投性”演变，“看门人”以专业性为保证，主导发行人的品质把控、证券定价和发行进度，行业竞争环境由“数量”向“质量”转变^[5]。2023年7月21日上海及深圳两大证券交易所联合发布实施《以上市公司质量为导向的保荐机构执业质量评价实施办法(试行)》旨在推动保荐机构从“可批性”到“可投性”的转变，规范以往保荐人“只荐不保”的现象⁴。

“看门人”还应自主加强可投性信息披露以满足市场需要，全面注册制下具备良好研究能力和定价能力的“看门人”无疑会更加受投资者青睐。以保荐机构为例，重构券商核心能力的关键在于理念变革，券商承销的核心竞争力有两个：一是定价能力，二是销售能力，但销售能力并非仅取决于销售端，还跟承揽及承揽环节质量相关，如此方可构建核心竞争力⁵。“看门人”通过增强可投性信息的披露，符合全面注册制的改革趋势，符合投资者保护的切实需要，还有利于“看门人”核心竞争力的提升。

3.3. 完善“看门人”问责制度

3.3.1. 厘定勤勉尽责义务的标准

《证券法》第一百六十三条规定了“看门人”勤勉尽责的要求，即保证信息披露的“真实性、可靠

⁴ 参见证券时报文章：《保荐机构执业导向变了“只保不荐”将饭碗确保》，网址：<http://www.stcn.com/article/detail/928303.html>。最后访问时间：2023年9月1日。

⁵ 参见证券时报文章：《券商“可投性”理念前移投行如何“养出”优秀企业？》，网址：<http://www.stcn.com/article/detail/929379.html>。最后访问时间：2023年9月1日。

性和完整性”。“看门人”勤勉尽责的标准应根据不同的专家身份进行区分，保荐机构、会计师事务所及律师事务所在各自专业领域内的勤勉尽责标准有所不同。

对于“特别注意”义务的判断标准，有学者认为它应当以专业领域的合理专家在相同或者相似条件下所采取的行为判断标准，该种判断标准应是行业平均水准，“特别注意义务”中的“特别”是指“特别领域”，是故专家的“特别注意义务”是指在其专业领域的“一般注意义务”[6]。“看门人”作为证券市场专家，提供专业服务时未能尽到特别注意义务构成过失需承担专家过失侵权责任，“看门人”的注意义务判断标准最终是根据其是否遵循了法律法规及行业规范而定[7]。“看门人”的注意义务的范围取决于该义务要预防的风险，不同的风险分配模式会产生不同的义务范围，需结合个案具体判断[8]。监管部门应根据各“看门人”专业领域的不同厘定职责范围，让保荐人负责项目保荐及发行职责，会计师事务所负责财务审计职责，律师事务所负责合法合规职责，唯有明晰“看门人”职责的边界才能更好的判断“特别注意义务”和“一般注意义务”的范围。

3.3.2. 规范民事侵权责任配置

在侵权法理论中，比例连带责任的理论基础是半叠加的分别侵权，半叠加的分别侵权是指在分别实施侵权的数人中，一人的行为原因力达到 100%而其他人的行为原因力小于 100%，行为人分别侵权却造成了同一损害后果，表现为“100%原因力 + 50%原因力 = 100%原因力”的分别侵权模式，各行为人应就叠加的侵权部分共同承担连带责任而在其外各自承担其余责任[9]。比例连带责任的比是一个相对数值，而计算百分比时的分母则有绝对计算法和相对计算法两种形式：绝对计算法以我国台湾地区为代表，采用该方法在确定某个被告应承担的连带责任比例时，在个案中考虑被告的违法性和过错程度，并无明确的分母，我国目前亦采用该种算法；相对计算法则以美国为代表，法院通过确认所有加害人的总责任(主观过错与客观因果之和)，结合侵权行为的性质及因果关系确定每个加害人的过错比例，相对计算法的所有责任人责任比例总计 100%，更加科学合理[10]。使用相对计算法进行最终过失证券虚假陈述比例确定的方法如下：首先，区分不同虚假陈述行为，分别认定各被告的责任比例；其次，对于具体某一虚假陈述行为，结合原因力及过错，分别确定所有责任主体的各自责任及总责任，各责任主体的责任比例即为其占总责任的比例，该内部责任比例也是外部连带责任比例；最后，每一责任主体分别以此确定最终连带责任比例，且故意虚假陈述责任主体在总责任内部的责任比例不影响其对原告承担全部连带赔偿责任。

法院的判决是各责任主体对外责任承担的外部比例，该种比例是中间责任比例，各责任主体最终承担实际责任的内部比例应重新确定，法院的判决在确定外部比例是无需考虑各责任主体比例之和已超过 100%，而在确定内部比例时应考虑比例之和等于 100%，因此外部比例体现各责任主体的连带责任关系，而内部比例则体现各责任主体的按份责任关系。结合半叠加的侵权理论，确定过失虚假陈述的各责任主体的内部比例可按如下方式进行：首先，确定外部比例的总责任；其次，根据内部过错程度确定内部比例，即内部比例 = 外部比例/总责任；最后，比较外部比例与内部比例的差额，此差额部分即有权向内部其他责任主体追偿的数额[11]。

4. 结语

我国证券市场全面注册制的实施意味着证券市场的发行制度、监管方式及投资理念等多方面的革新。随着证监会将实际审核权下放至交易所而不再对发行人进行实质审查，“看门人”机制成为证券市场的第一个筛选机制，其重要性前所未有。对“看门人”机制的研究和完善应遵循马克思主义的科学指导，一切从实际出发，符合我国证券市场实际需要。建设中国特色现代证券市场需要多方的努力，仅靠一项制度无法实现这一目标，需要多方的配合与努力。在制度改革的关键转型期，应加快完善“看门人”机制，使其不断为证券市场注入活力。

参考文献

- [1] 蔡伟, 黄韬, 冷静, 缪因知. 新《证券法》投资者保护机制实施的“中国问题”[J]. 地方立法研究, 2021, 6(4): 1-7.
- [2] [美]约翰·C.科菲. 看门人机制: 市场中介与公司治理[M]. 黄辉, 王长河, 等, 译. 北京: 北京大学出版社, 2011: 381-393.
- [3] 孙杨俊. 中美证券市场“看门人”机制对比及其启示[J]. 江淮论坛, 2020(6): 79-85.
- [4] 毛育晖. 政府管制、中介机构声誉机制与 IPO 信息披露质量[J]. 武汉金融, 2014(6): 27-30.
- [5] 安青松. 注册制促进形成高质量发展新动能[J]. 中国金融, 2022(10): 32-34.
- [6] 邢会强. 证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩[J]. 清华法学, 2021, 15(5): 69-85.
- [7] 陈洁. 证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正[J]. 中国法学, 2021(6): 201-221.
- [8] 洪国盛. 义务范围理论下证券服务机构过失虚假陈述赔偿责任[J]. 法学研究, 2022, 44(5): 120-138.
- [9] 杨立新. 环境侵权司法解释对分别侵权行为规则的创造性发挥——《最高人民法院关于审理环境侵权责任纠纷案件适用法律若干问题的解释》第 3 条解读[J]. 法律适用, 2015(10): 30-35.
- [10] 邹学庚. 虚假陈述比例连带责任的认定模式与体系展开[J]. 法学研究, 2023, 45(4): 131-151.
- [11] 李建伟, 李欢. 证券虚假陈述比例连带责任的理论证成及其修正适用[J]. 证券市场导报, 2023(8): 52-64.