

《证券法》承销保荐民事 法律责任制度的完善*

段 涛**

摘要:保荐机构“只荐不保”现象颇受诟病,而现行《证券法》规定的承销保荐民事法律责任比较抽象,在责任划分、证明标准、责任范围等方面的一些规定还值得商榷。从承销、保荐制度的本质看,应根据承销商、保荐人在证券发行中所担负的角色,权责均衡地匹配其权利义务及法律责任;在由保荐人(主承销商)担负起对证券品质的保证责任的前提下,可在归责原则、责任范围等方面适当减轻一般承销商的民事法律责任;应清晰界定保荐人(主承销商)尽责的证明标准,特别是对专业中介服务机构意见的核查义务标准;对于在证券发行过程中承担核心或关键职责的自然人,可考虑适当强化其个人责任;对于证券侵权民事诉讼,立法应明确适格原告资格及损害计算标准。

关键词:承销 保荐 民事法律责任 权责均衡

* 上海交通大学凯原法学院庄加园博士审阅初稿后提出了一些意见和建议,在此深表感谢。本文仅为个人观点,文责自负,不代表所任职单位意见。

** 中信证券股份有限公司法律部高级副总裁。

一、引言

2005年《证券法》规定的证券承销制度和保荐制度与国际成熟资本市场接轨,在规范证券发行和承销、提高上市公司质量和证券经营机构的执业水平、保护投资者合法权益、促进证券市场的健康发展等方面,提供了制度保障,起到了良好的促进作用。

随着我国资本市场的不断发展,实践中也发现了现行承销保荐制度存在的一些问题,有一些限制过严和制度缺失的情况。比如,《证券法》规定的组建承销团的要求过严、承销商配售权有限。《证券法》第32条要求向不特定对象发行的证券票面总值超过人民币5000万元的,应当由承销团承销。近年来,随着证券公司资本实力和风险控制能力的增强,独立承销并不存在较大困难和风险;即使存在风险,是否能够独立承销还是由证券公司自行判断为宜。实践中,为了满足法定组团要求,经常出现主承销商完全能够独立承销,却仍需组建形式上的承销团的情况。此外,现行法律还缺失一些重要的制度安排,比如缺失发行后的股价稳定制度,价格稳定制度通过承销商的力量来防止新发行股票的价格异常波动,从而维护发行人、投资者和承销商自身的利益,对稳定股市、增强投资者的信心具有重要作用;^[1]再如,《证券法》关于债券的发行、承销、保荐等规定都比较简单,实践中更多适用效力层级较低的一些配套规定;等等。

但从社会效果看,大众最为诟病的,则是保荐机构未能履行保荐职责、IPO造假、业绩变脸频发的现象。不管是“绿大地”案,还是“胜景

[1] 美国1934年《证券交易法》104规则(Rule 104 of Regulation M)规定,价格稳定操作的一般要件包括:(1)其目的为防止或延缓证券之市场价格下跌;(2)该主承销商所承销的证券未被操纵;(3)进行稳定报价买进时,必须予以披露;(4)非稳定操作的买入指令具有优先性;(5)不得以市价委托来进行稳定操作,而仅能以固定价格进行。在美国股票发行市场的实践中,承销商采取的价格支持机制主要有以下几种:纯粹的稳定价格方式、超额配售选择权(“绿鞋”机制)、无保护的空头头寸以及惩罚性投标等方式。修改《证券法》时,可考虑规定价格稳定制度,为主承销商在新股上市后一段时间(如40天)进行稳定股价的操作提供法律依据。

山河”案、“万福生科”案,保荐机构都付出了沉重的代价,但投资者却并不认可查处这些案件能够起到足够的警示作用,认为保荐机构“只荐不保”,责任严重缺失。对此,学术界颇为关注,开出了各种药方,比如,“承销商与保荐人分离”,^[2]“保荐人的公共选择”,^[3]保荐人由目前的“机构执业”改为“个人执业”,等等。^[4]笔者认为,一项制度能否切实发挥其设计功能,取决于是否合理地、权责均衡地匹配了法律责任;法律责任是保证制度设计发挥作用的最后救济和保障措施,又反过来影响着相关各方的履职动机和履职行为。“欺诈发行的‘前赴后继’”,突出反映了欺诈上市的法律責任与违法收益不成比例的问题。”^[5]本文拟从民事法律责任的角度,探讨承销保荐制度的完善问题。

二、现行承销保荐民事法律责任制度存在的问题

现行《证券法》规定的承销商、保荐人的民事法律责任还还原则,法律的实施效果不佳,未能起到应有的保护投资者合法权益、震慑违法违规行为的作用。对比境外成熟资本市场法律规则,我国现行制度在责任划分、证明标准、责任范围等方面的一些规定,还存在值得商榷的地方。

(一) 承销商、保荐人民事法律责任的归责原则不尽合理

归责在法律上的本意是指责任承担的依据,归责原则就是承担责任的基本规则。《证券法》第十一条、第三十一条分别规定了保荐人和

[2] 李有星:“股票首发中承销商与保荐人分离的制度探讨”,载《证券法苑》2011年第5卷,第205~221页。

[3] 蒋大兴、沈晖:“从私人选择走向公共选择——摧毁‘保荐合谋’的利益墙”,载《证券法苑》2011年第5卷,第222~268页。

[4] 郭锋:“四方面入手推动中介机构诚信建设”,2012年12月8日在第三届“上证法治论坛”上的发言,载 <http://copy.hexun.com/148901962.html>,2013年9月11日访问。

[5] 上海证券交易所法律部:“2012年证券市场法治述评”,载《证券法苑》2013年第8卷,第473页。

承销商的核查义务,第二十六条规定了保荐人对撤销发行核准的过错推定责任及与发行人的连带责任,第六十九条则规定保荐人和承销商对发行人、上市公司信息披露虚假陈述造成损失的过错推定责任及与发行人、上市公司的连带责任。

实务中,虽然保荐人通常是证券的主承销商,但若存在多个主承销商,则主承销商并非均是保荐人,而在组建承销团的情况下,则还存在主承销商以外的多个承销商。其一,现行《证券法》缺乏对保荐人和承销商清晰的职责界定和责任区分,这不利于证券公司有效实现其证券保荐和承销两项不同职责下的目标,通过后面的分析可知,这种制度过分加重了证券公司作为承销商对于发行文件的审慎核查义务和法律责任。其二,现行《证券法》未区分主承销商和其他承销商的义务。在实务中,要求每个承销商开展自己的尽职调查是不实际的,其他承销商通常仅在发行环节参与,需要依赖保荐人、主承销商完成尽职调查。因此,要求其他承销商对公开募集文件依过错推定原则承担连带赔偿责任并不一定恰当。其三,保荐人、承销商与发行人董监高适用同样的归责原则,这一制度安排的妥适性值得商榷。

(二) 承销商、保荐人与其他中介机构的责任划分不明确

《证券法》规定,律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等证券服务机构仅对其自身出具文件中存在的虚假陈述承担过错推定连带责任。而保荐人、承销商不仅要对发行人所有披露文件中的虚假陈述,均承担过错推定连带责任,同时,现行规则要求保荐人对律师事务所、会计师事务所出具的专业意见负审慎核查义务。会计、法律都是专业性很强的领域,会计师事务所和律师事务所出具的审计报告和法律意见书本身就具有相应的法律效力,让保荐人对其出具的专业意见承担实质性审查义务是否合理、核查义务的边界在哪里,都值得商榷。

(三) 发行人与中介机构的法律责任不明确

我国《证券法》规定发行人与中介机构均应对公开发行募集文件的虚假陈述承担连带赔偿责任,其中,发行人为严格责任,发行人董监高及中介机构采过错推定责任原则,但《证券法》没有明确赔偿责任的计算标准,发行人与中介机构的法律责任区分不明确,尤其是发行人与保荐人、承销商之间的责任划分不清,没有规定认定保荐人、承销商无

过错或已勤勉尽责的证明标准,亦没有明确保荐人、承销商的责任范围。

三、从承销保荐制度的本质看民事法律责任设计

证券承销是指发行人、上市公司委托证券承销商在证券市场上销售证券的行为。证券承销包括代销和包销方式。证券代销是指证券公司代发行人发售证券,在承销期结束时,将未售出的证券全部退还给发行人的承销方式;证券包销又分为全额包销和余额包销,是指证券公司将发行人的证券按照协议全部购入或者在承销期结束时将售后剩余证券全部自行购入的承销方式。根据我国规定,发行人向不特定对象发行股票,发行人应当同证券公司签订承销协议,目前我国股票市场通常采用余额包销的承销方式;但上市公司非公开发行股票未采用自行销售方式或者上市公司配股的,应采用代销方式。

在美国,股票承销是 IPO 市场中的关键环节。美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)^[6]负责审批 IPO 承销安排,^[7]在发行人取得美国金融业监管局对承销安排的无异议函之前,美国证监会不会宣布发行人的注册声明生效。实践中,发行人一般选择两到三家投行担任主承销商,主承销商的家数则取决于发行规模、承销商对发行人的兴趣等因素。当主承销商多于一家时,其中一家主承销商将被选定为牵头主承销商,其余主承销商则被称为联席主承销商。牵头主承销商负责簿记建档等工作,在确定发行结构、发行时机、定价、股份配售等方面发挥主导作用。主承销商一般要组建承销

[6] FINRA 是美国证券业自律组织,受美国证监会监管;其前身是美国全国证券商协会(National Association of Securities Dealers, NASD);2007年7月,经美国证监会批准, NASD 与纽约证券交易所会员监管及仲裁部门合并成立 FINRA。

[7] FINRA 规则中的“企业融资规则”具体规定了对承销安排的审核要求,比如要求提交预计最高发行价格、预计最大承销折扣或承销费、预计支付给承销商的最高财务顾问费、承销商与发行人之间的关联关系等方面的信息,参见 http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6831, 2013年9月12日访问。

团,以组织更多的投行分销股票、分担发行风险。发行人一般不参与承销团的组建,但主承销商通常也会认真听取发行人关于组团的意见。除主承销商外的其他承销商,并不参与尽职调查、起草招股书、路演等程序。尽职调查旨在确保注册文件和招股书中披露的信息是准确的,不存在重大遗漏、虚假记载或者误导性陈述。为招股书的准确性承担责任的人包括发行人的董事、高级管理人员、参与验证招股书的专业人士(如会计师、评估师等)以及承销商等。

保荐制度起源于英国伦敦证券交易所的另类投资市场(Alternative Investment Market, AIM)。根据英国伦敦证券交易所另类投资市场提名顾问(Nominated Adviser)规则,保荐人负责就股票的上市交易提供指导和咨询意见、保证发行人符合上市条件、监督发行人遵守上市交易规则,使发行人持续地符合上市条件。^[8]该制度后经发展推广至主板市场。英国金融行为管理局(FCA)^[9]的上市规则,要求新发起人为首次公开发行上市指定独立保荐人。上市规则第2.9条规定保荐人的职责包括:(1)对发行人及其顾问进行尽职调查以保证发行人符合上市的条件;(2)提交独立性证明文件;(3)向英国上市监管机构提交报告以确认发行人是否符合上市规则;(4)确保其提交给上市监管机构的确认和声明文件是准确和完整的;(5)保证其向上市监管机构提交的意见是及时和全面的。^[10]可见,英国的保荐制度要求保荐人(“提名顾问”)应就其向上市监管机构(交易所)提交报告的准确性、完整性和非误导性负责。

根据美国1933年《证券法》,承销商因注册说明书信息披露瑕疵应承担第11条项下的民事责任。但应当注意的是,不同于我国法律规

[8] AIM Rules for Nominated Advisers (effective 20 February 2007) <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/aim-rules-for-nominated-advisers.pdf>, 2013年9月12日访问。

[9] 2013年4月1日,原英国金融服务管理局(Financial Services Authority, FSA)被拆分为两个新的监管机构:审慎监管局(Prudential Regulation Authority, PRA)和金融行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)。FCA负责金融服务业的日常监管,旨在保护金融消费者、确保金融业稳定、促进金融服务提供者间的良性竞争等。

[10] FCA: The Listing Rules, see <http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA/LR>, last visit on September 19, 2013.

定的承销商无限制的连带赔偿责任,根据1933年《证券法》第11条(e)款,除非某承销商从发行人处获得了额外利益,各承销商所应承担的赔偿以其自身承销公开发行的证券的总价为限。对此,理论界并不完全认同,有学者认为,承销商是证券发行过程中的关键参与方,但它们的责任却限于其各自承销的证券总价,这是不合理的;主承销商应当对发行的全部证券承担责任。^[11]也有学者认为,虽然《证券法》规定承销团中的所有承销商都要对招股书中的误导性陈述承担责任,但在实践中,尽职调查是由主承销商独自完成的,其他承销商依赖于主承销商的工作;这一规定并未改变激励机制,一般承销商还是没有更多地参与尽职调查过程,让主承销商承担法律责任是最经济的。^[12]在司法实践中,关于允许承销商将尽职调查责任托付给主承销商的观点,已得到了判例法上的支持。^[13]

根据英国《金融服务与市场法》第90条,对公开发行文件负责责任的主体应就文件的不实、误导、重大遗漏,对遭受损失的证券持有人承担损失赔偿责任。^[14]而有关需要对公开发行文件负责的主体范围包括:(1)英国金融行为管理局(FCA)的招募说明书规则第5.5条规定的对招募说明书负责的主体包括证券发行人、发行人的董事、在招募说明书中声明对文件负责人的人、要约人(Offeror)及其董事、要求准予挂牌交易的请求人及其董事及上述类别以外的有权批准招募说明书的人;^[15](2)上市规则第6.A.1-6.A.9条规定的需要对发行文件负责的人员包括发行人的董事、发行人的保荐人、会计师、律师等在募集文件中声明许可的专业人士。英国学者指出,在英国,受监管招募说明书

[11] Dana B. Klinges, "Expanding the Liability of Managing Underwriters under the Securities Act of 1933", April, 1985, 53 Fordham L. Rev. 1063.

[12] Noam Sher, *Underwriters' Civil Liability for IPOs: an Economic Analysis*, 2006, 27U. Pa. J. Int'l Econ. L. 389.

[13] See *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283F. Supp. 643. (S. D. N. Y. 1968); *Gap Stores Sec. Litig.*, 79 F. R. D. 283, 300 (N. D. Cal. 1978); 菲利普·伍德:《国际金融的法律与实务》,姜丽勇等译,法律出版社2011年版,第491~492页。

[14] Financial Service and Market Act 2000, see <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8>, last visit on September 19, 2013.

[15] FCA Prospectus Rules, <http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA/PR>, last visit on September 19, 2013.

并没有一般的承销商过失责任,英国的政策似乎是要限制承销商的责任。^[16]

从上面的分析可以看出,美国没有保荐制度,证券发行中发挥主要作用的是主承销商,而主承销商以外的承销商并不参与尽职调查、起草招股书以及路演等程序,虽然1933年《证券法》规定了承销商的赔偿责任,但判例法支持其他承销商将其义务托付给主承销商。英国在建立保荐制度后,监管机构和投资者将保荐人作为上市公司质量的首要把关者,并从法律上限制了承销商责任。

一个不容忽视的事实是,发行人在选聘承销商、保荐人时,除了研究实力、在发行人行业的相关发行经验、行业内声誉等因素外,资本实力和销售能力是一个相当关键的因素;而对投资者而言,由于承销商、保荐人的法律责任通常属于连带责任,因此,承销商、保荐人的经济实力决定了投资者通常首先要求它们承担责任。^[17]事实上,不管承销商、保荐人最终是否被法院认定应承担未勤勉尽责的法律责任,一旦被公众认为未能发现发行人业务中的重大问题,其在行业内的声誉将受到极大损害。因此,虽然有一些责任限制和抗辩理由,近年来国际投行都更加重视进行彻底的尽职调查;同时,一旦出现问题,往往希望能与投资者达成和解。^[18]

四、完善建议

我国《证券法》对民事责任规定得相当抽象,这种简略的立法风格

[16] 菲利普·伍德:《国际金融的法律与实务》,姜丽勇等译,法律出版社2011年版,第493页。

[17] 菲利普·伍德:《国际金融的法律与实务》,姜丽勇等译,法律出版社2011年版,第485页。

[18] 在著名的美国世通公司(WorldCom)财务欺诈案中,世通公司分别在2000年和2001年发行了经美国证监会注册的50亿美元和119亿美元的公司债券,两次债券发行的承销团共计收取了8500万美元的承销佣金,而在爆出财务造假后,承销商共向投资者支付了50亿美元的民事和解赔偿。

无法使法律具有可操作性,使投资者权益难以通过司法途径得到保障。^[19] 要真正发挥好保荐人、承销商的“看门人”作用、保护投资者利益,就应当系统梳理、细化民事法律责任制度,从侵权责任的归责原则、过错、损害、因果关系等方面,建立权责明晰、公正高效、具有可操作性的法律规则。

(一)合理配置归责原则

2012年,香港证监会曾就改善香港保荐人监管制度咨询意见。在保荐人是否应对招股书承担法律责任问题上,保荐人商号及律师事务所均提出反对意见。他们认为,保荐人的职责只限于在上市过程中向上市申请人提供意见和协助,撰写招股书是一个协作过程,要求保荐人就董事作出的披露内容或其他专业人士进行的工作负上法律责任,并不公平。^[20] 香港证监会认为这种观点是错误的,保荐人须对招股书的内容富有独特而清晰的责任,并须向香港联交所提供声明,表明上市文件载有充足详情及资料,使合理的人皆可对上市申请人的财务状况及盈利能力达致有根据并有理由支持的意见。^[21]

笔者认为,介入尽职调查工作越多的机构,对投资者应当承担更重的义务。在保荐制度下,证券保荐就是对所发行证券品质的担保,并因此而取得合理收益,不能“只荐不保”。从理论上讲,保荐人应承担起审查信息披露真实性、准确性和完整性的责任,并通过持续督导中的各种监督措施,实现对投资者利益的持续性保护。而证券承销则主要是为了取得证券销售的最佳商业效果和收益,主承销商以外的一般承销商,只是在发行阶段才参与进来,并不负责尽职调查、撰写招股书、路演等工作,也是依赖于发行人、保荐人及主承销商所作的信息披露;主承销商以外的其他承销商不与发行人签署《承销协议》,而是与主承销商

[19] 邢会强:“从简略式立法到精细化立法——以《公司法》和《证券法》为例”,载《证券法苑》2011年第5卷,第64~87页。

[20] 香港证券及期货事务监察委员会:《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》(2012年12月12日),第45页。参见 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>,2013年9月20日访问。

[21] 香港证券及期货事务监察委员会:《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》(2012年12月12日),第46页。参见 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>,2013年9月20日访问。

签署《承销团协议》，并按其约定承担一定份额的余额包销责任，是所承销股票的潜在投资者；同时，在坚持严格保荐人和主承销商法律义务和责任的前提下，适当减轻主承销商以外的其他承销商对发行文件的审慎核查义务和法律责任，并不会将投资者置于更为不利的境地。实践中，证监会近年来处理了一批信息披露存在虚假记载或者重大遗漏的案件，对保荐人和保荐代表人予以行政处罚或者采取监管措施，但保荐人（主承销商）之外的一般承销商，均未被证监会处罚，亦未承担任何民事责任。

因此，基于权责对等原则，建议规定由保荐人和主承销商承担审慎核查和尽职调查义务，在归责原则上仍采过错推定责任；主承销商以外的承销团其他成员的归责原则，则修改为过错责任，且不再与发行人、保荐人及主承销商承担连带责任；若更进一步，则可借鉴美国立法，将一般承销商的法律责任限于其承销金额。

（二）清晰界定保荐人（主承销商）尽责的证明标准

保荐人在履行保荐工作过程中的职责在于督促发行人履行信息披露义务，对其披露信息的真实性、准确性和完整性承担责任。但实践中，保荐人与发行人之间存在明显的信息不对称，如果发行人提供给保荐人的资料本身就是不完整、不准确的，或者做出决策后不告知保荐人，要求保荐人对披露的不真实信息承担责任就是不公平的。那么，保荐人“审慎核查”、“尽职调查”合理努力的边界在哪里？这个边界对于确立侵权责任的过错以及因果关系都至关重要。

1. 尽职调查义务的边界

公众对于保荐制度的诘问，在很大程度上来自于对保荐人与发行人利益共同体的推定和排斥。但事实上，保荐人与发行人的利益不可能完全一致，虽然保荐人由发行人选聘，但保荐人不仅对发行人负有合同义务，更基于法律规定和监管规则对证券市场投资者负有法定义务。有学者认为，证监会对于上市保荐人违反勤勉义务的行为予以处罚，实质就是把民事法律关系当作行政法律关系处理。^{〔22〕}笔者认为，证监会

〔22〕 陈甦、陈洁：“证券法的功效分析与重构思路”，载《环球法律评论》2012年第5期，第17页。

对保荐人、会计师事务所、律师事务所的处罚,是证监会作为证券市场监管者对上述主体不履行法定义务的制裁,与司法局对律师事务所、财政局和工商局对会计师事务所的行政处罚同理同源;据此认为,保荐人应当由监管机构选聘,或者认为监管机构制裁保荐人就改变了法律关系的性质,都是值得商榷的。香港证监会明确指出,委任保荐人是上市申请人的商业决定,但这并不妨碍香港证监会为加强保荐人职责及提高披露质量,在《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》中对违反尽职调查义务设定严厉罚则。^[23]

保荐人与发行人串谋欺诈上市,在任何一个国家都构成严重犯罪;不能因为他们存在“合谋”的可能,就认定他们之间的共同利益关系不可切割。证券业是一个声誉比金钱更值钱的行业,在市场竞争中脱颖而出机构尤为重视声誉。^[24]要破除利益同谋,不仅要在行政监管中强化对于违法行为的监管和处罚,^[25]也要在民事法律关系中给各方主体的权利义务及法律责任划定清晰的边界。

现行《证券法》并未给各方主体的权利义务划定清晰的边界,没有

[23] 香港证券及期货事务监察委员会:《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》(2012年12月12日),第1~7页。参见 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>,2013年9月20日访问。

[24] 这不是说,国际顶级投行就不会爆出丑闻,而是在爆出丑闻后,它们更能够积极赔偿投资者,有时甚至支付数十亿美元与政府达成行政及刑事和解。其原因就在于,有罪裁判对于公司声誉的影响将是致命的。声誉溢价能给公司带来巨大收益。有研究表明,声誉高的投资银行承销的债券,其利率要低于声誉低的投行所承销的债券。See Miles Livingston and Robert E. Miller, *Investment Bank Reputation and the Underwriting of Nonconvertible Debt*, *Financial Management*, (Summer 2000), pp.21 - 34.

[25] 香港洪良国际欺诈上市案中,保荐人(主承销商)兆丰资本是台湾兆丰金融控股公司在香港的全资子公司,爆出欺诈上市丑闻后,兆丰资本被香港证监会吊销保荐人牌照、罚款4200万港元。反观我们自己,“监管工作中不依法办事、不规范执法的现象仍然存在,执法不严、惩戒不够、违法违规成本过低的问题还相当突出”。(证监会前主席郭树清2012年12月8日在第三届“上证法治论坛”开幕式上的演讲。)举一个可能不太恰当的例子,2005年修订的《证券法》第147条规定,与内部管理、业务经营有关的各项资料保存期限不得少于二十年,而《证券公司治理准则(试行)》(证监机构字[2003]259号)则规定证券公司股东会、董事会会议记录保存期限不得低于15年,这一规定直到2012年12月才被废止和修改;而截至2013年9月底,绝大多数上市证券公司章程中关于经营管理资料保存期限的规定仍违反《证券法》。

明确保荐人、主承销商“无过错”的证明标准。我国台湾地区“证券交易法”第三十二条规定,发行人的职员和证券承销商对于公开说明书中未经专业中介机构鉴证的部分,如能证明已尽相当之注意,并有正当理由确信其中主要内容无虚伪、隐匿情事或对于签证之意见有正当理由确信其为真实者,免负赔偿责任;专业中介机构如能证明已经合理调查,并有正当理由确信其签证或意见为真实者,亦可免除赔偿责任。在美国证券法中,承销商除了可运用发行人的免责事由外,只要证明其在审查注册文件时,已经过合理的调查,履行了恪尽职守和合理调查的义务,就可以免责。比如,可以提出以下理由作为抗辩:第一,如果这些人员在注册文件生效以前,已经离开了在注册文件上报时的相关职位,而且书面通知了发行人以及联邦证券交易委员会;第二,如果这些人员不知道注册文件已经生效,那么只要发表适当的公开声明,说明他对已生效的注册文件的某些部分不知情即可;第三,对于并非由专业人员完成的内容,如果这些人员在登记文件生效的时候,通过适当合理的调查后,有理由相信,并且也确实相信这些登记内容是真实的,对重大情况没有隐瞒等。类似地,香港证监会已决定,将保荐人对上市文件进行合理尽职审查义务的标准由“确保”改为“应有合理理由相信并应该相信”。^[26]

笔者建议,一方面,《证券法》应明确规定发行人对尽职调查的积极协助义务,及时、全面地向保荐人、主承销商披露与履行其职责有关的所有资料,明确保荐人、主承销商的知情权、调查权;另一方面,应细化关于各方主体权利义务的法律规则,参考相关立法例和证监会制定部门规章的有益经验,在法律层面规定保荐人、主承销商证明自己已勤勉尽责的证明标准,明确法定免责事由。^[27]

[26] 香港证券及期货事务监察委员会:《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》(2012年12月12日),第22页。参见 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>,2013年9月20日访问。

[27] 证监会《证券发行上市保荐业务管理办法》第七十五条规定,对保荐机构或保荐代表人有证据证明“发行人或其董事、监事、高级管理人员故意隐瞒重大事实”或“发行人及其董事、监事、高级管理人员在持续督导期间故意违法违规,保荐机构和保荐代表人主动予以揭示”的,可免于承担行政责任。可参考这一标准,明确《证券法》第六十九条认定保荐人“无过错”的证明标准。

2. 明确保荐人对专业中介服务机构意见的核查义务标准

中国证监会依据《证券法》第 11 条授权制定了《证券发行上市保荐业务管理办法》,规定保荐人对律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等专业中介服务机构出具的意见负有审慎核查义务。但这些文件属于“专家意见”,有很强的专业性,而且这些机构对相关内容的调查更为深入,应对其自身出具的专业文件承担首要责任。现行《证券法》对于保荐人、承销商和证券服务机构对于信息披露的民事责任分列于第 69 条和第 173 条,证券服务机构制作、出具的审计报告、资产评估报告、资信评级报告或者法律意见书等文件是否属于第 69 条所称“其他信息披露资料”、保荐人是否应对因证券服务机构未勤勉尽责导致的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏而依据《证券法》第 69 条与发行人承担连带责任、保荐人是否能以不具有专业服务资质和能力识别出专业报告存在的问题来证明自身“无过错”等问题,均不明确。

1933 年美国《证券法》第 11 条规定,就受监管的招股说明书而言,专业人士要对自己的报告承担责任。在 *United States v. Arthur Young & Co.* 案中,美国最高法院将会计师描绘为公众的监察员,认为他们不仅应对其发布财务报告的公司负责,同时应对依赖其观点的该公司股东和公众投资者负责。^[28] 在 *Escott v. Bar Chris Construction Corp* 案中,美国纽约州南区地方法院驳回了会计师的尽职抗辩,认定会计师事务所所在发布数据前必须寻找事实来证实登记说明书中的陈述,仅仅询问公司管理人员是不够的,要依普遍认可的会计准则(GAAS)进行更进一步的调查,法院最终判决会计师承担责任;该案确立的原则是,所有在招募说明书中作出陈述并且同意说明书包含陈述内容的人(包括承销商、会计师、律师及其他专业人士)都要根据“近因性”标准承担责任,即被告参与一项合理调查的程度越深,法院对其要求的注意程度越高。^[29]

关于保荐人对专业中介服务机构意见的核查义务标准,经修订后

[28] *United States v. Arthur Young & Co.*, No. 82 - 687, SUPREME COURT OF THE UNITED STATES, 465 U. S. 805 (1984).

[29] *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283F. Supp. 643(S. D. N. Y. 1968).

于2013年10月1日起生效的香港《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》新设第17.7段,明确了保荐人须就专家报告进行尽职审查义务的范围,主要包括:专家的资格、经验及独立性,专家的工作范畴,专家报告所依据的基准及假设,专家意见连同专家报告所载的其他资料。同时,在注意义务标准方面,第17.7(e)段明确规定,在进行上述审查程序时,保荐人“应符合以其本身并非处理有关专家报告的事宜的专家,而可对其预期的标准”。这显然区别于保荐人对其他事项的审慎核查义务标准。

从理论上讲,保荐人作为整个上市进程的总协调人,应对发行人所有信息披露文件均负有审慎核查义务,并承担法律责任。但专业中介服务机构出具的文件,具有很强的专业性,不能要求保荐人对其以专家的身份进行验证,不应要求保荐人承担与专业机构相同的注意义务。建议对信息披露文件应当承担法律责任的主体范围予以整合,在《证券法》中予以集中规定;明确专业中介服务机构在制作、出具专业报告时的审慎核查义务标准;明确保荐人应对发行人所作出的包括专业中介机构报告在内的所有信息披露文件承担审慎核查义务,但对于保荐人审查专业中介机构出具的报告,应设定较轻的审慎核查义务标准。

(三) 强化自然人责任

强化自然人责任,并不是要建立个人执业的保荐制度或者承销制度。一方面,从建立了保荐、承销制度的英国、香港等国家和地区看,个人执业的保荐、承销制度尚未有先例,其激励约束机制没有得到任何实证经验的支持。^[30] 另一方面,国际证监会组织在其《证券监管的目标及原则》中明确,证券市场中介,应建立能够反映其所承担风险的资本要求及其他审慎要求。^[31] 在洪良国际案中,保荐人(主承销商)兆丰资

[30] 在英国,并不强制要求保荐人与承销商分离,亦未采保荐人个人执业制度,参见经英国 FCA 授权的保荐人名单:<http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/ukla/sponsor-list>,2013年9月20日访问。在香港,进行第6类受规管活动的“保荐人”,应为其牌照或注册证明书容许其从事保荐人工作并根据《上市规则》被委任为保荐人的“持牌法团或注册机构”。

[31] Objectives and Principles of Securities Regulation, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>, last visit on September 19, 2013.

本被香港证监会处以罚款 4200 万港元,“万福生科”案中,保荐人(主承销商)平安证券垫付 3 亿元设立赔偿基金,这些在个人执业制度下都是很难实现的。

强化自然人责任,是指要让那些在公开发行过程中承担核心或关键职责的自然人真正承担起其对信息披露真实、准确、完整的保证责任。

一方面,要强化发行人董监高的法律义务和责任。保荐人无法参与发行人的经营管理过程,相比之下,发行人的管理层拥有更多的有关公司质量和潜在风险的内部信息。在保荐人与发行人信息不对称的情况下,不强化发行人管理层的个人责任,无法确保管理层积极配合保荐人工作。美国 2002 年《萨班斯—奥克斯利法》(Sarbanes - Oxley Act of 2002)要求上市公司的首席执行官(CEO)和首席财务官(CFO)对公司向 SEC 提交的定期报告的真实性和准确性提供个人保证。^[32]我国台湾地区“证券交易法”2006 年修订时,对第 20 条第 1 项之规定予以增订,规定发行人之董事长、总经理对于虚假陈述行为应承担与发行人同样的责任,即严格责任,而其他董事、高管则仍承担过错推定责任。

另一方面,要强化保荐机构直接责任人及负责人的个人责任。其一,从中国证监会近年查处的欺诈发行案看,在保荐制度仍采用机构执业的情况下,虽然保荐机构的保荐代表人和相关负责人被撤销了保荐代表人资格及证券从业资格、处以一定数额的罚款,但不妨碍他们坐拥因欺诈发行而获得的高额薪酬和奖金,然后摇身一变,“换个马甲”,以不受证监会监管的身份(如担任私募基金高管等)变相参与证券市场;而保荐机构承担的行政处罚和民事赔偿责任,最终却落到了保荐机构股东的身上,这对保荐机构的股东来说,是不公平的。其二,在保荐制度采机构执业的情况下,保荐代表人作为雇员,在保荐机构内部处于被管理的地位,难免受到领导意志的干扰。而在我国现有的保荐制度下,保荐机构和保荐代表人是保荐业务的主要责任主体,内核负责人、保荐业务部门负责人和保荐业务负责人不应当被认定为《证券法》规定的

[32] Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, fifth edition, (Matthew Bender & Company 2009), pp. 158 - 160.

责任主体。^[33] 但不把相关负责人纳入直接的法律主体,不仅不利于防止他们妨碍保荐代表人的正当履职行为,也无法确保其真正承担起应尽的管理职责;这不管是对于行政法律责任,还是对于民事法律责任,应当都是适用的。当然,负责人职级越高,其参与具体业务层面工作的深度越浅,对具体问题免于承担责任的证明标准应当越低。综合上述两点,建议《证券法》考虑对直接责任人和负责人设定一定限度(比如,因欺诈发行项目所获得的收益)内的直接法律责任。

(四) 完善证券发行侵权民事诉讼制度

证监会在光大证券 2013 年 8 月 16 日异常交易事件调查处理情况的通报中明确:“对于投资者因光大证券内幕交易受到的损失,投资者可以依法提起民事诉讼要求赔偿。”^[34] 但投资者首先遇到的问题就是,是否有资格提起诉讼,哪些证券交易可以视为受内幕交易影响、如何认定投资者损失与内幕交易之间的因果关系、投资者损失及赔偿金额如何计算等。对此,虽然《证券法》第 76 条第 3 款规定,“内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”,但《侵权责任法》、《民事诉讼法》等相关法律并未对证券侵权作出专门规定,投资者告状无门。

同样,现行《证券法》对欺诈发行侵权责任的民事救济制度亦付之阙如。实践中,最高人民法院于 2002 年年底制定了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》。但司法解释毕竟不是法律,其中的一些规定也值得商榷,建议在法律层面进一步完善证券发行侵权民事诉讼制度。

1. 明确证券发行民事侵权诉讼的原告资格

几大国际金融中心所在国,一般都在法律层面明确了证券发行侵权诉讼的原告资格问题。美国 1933 年《证券法》第 11 条规定,“当注

[33] 参见 2013 年 06 月 14 日《投资快报》报道:“江平等五法学家上书肖钢 呼吁对原平安证券薛荣年留情”,载 <http://stock.sohu.com/20130614/n378816313.shtml>;而财经网对此开展的网上调查显示,超过 80% 的网友认可对薛荣年的处罚,载 <http://stock.caijing.com.cn/2013-06-14/112906240.html>,2013 年 9 月 29 日访问。

[34] http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201308/t20130830_233365.htm,2013 年 9 月 11 日访问。

册报告书的任何部分在生效时含有对重大事实的不真实陈述或漏报了规定应报的或漏报了为使该报告书不致被误解所必须的重大事实时,任何获得这种证券的人(除非被证明在获取证券时,他已知这种不真实或漏报情况)都可以根据法律或衡平法在任何具有合法管辖权的法院提起诉讼。”德国《交易所法》第45条第1款规定,如果已获准上市交易的有价证券的说明书对评价有价证券非常重要的有关说明不正确或者不全面,则根据该说明书购买该有价证券的购买人可以要求赔偿;第46条第2款规定,在下列情况下,不存在第45条规定的请求权:(1)有价证券并非根据说明书才购买的;(2)在说明书中对其说明不正确或者不全面的事实,并未导致有价证券的交易所牌价下跌;(3)买方在购买时明知说明书不正确或者不全面;(4)在买卖交易达成前,在发行商的年度账目或者中期报告中,在根据《有价证券交易法》第15条规定的公布中或者等同于公布的公告中,已在国内公布对不正确或者不全面的说明所做的清晰更正。

投资者根据清晰的民事法律责任条文诉诸法院以行使其权利的前提是,法院能依法受理其案件。如果《证券法》能够明确适格原告主体资格的确认真原则,破除行政前置程序,必将有助于《证券法》规范功能的实现。

2. 明确投资者损害的计算方法

最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》亦对损失认定作了专门规定,在确定“卖出证券平均价格”上,创造性地引入了“基准日”的概念,并详细规定了基准日的确定方法。但对“买入证券平均价格”并未作出限制。美国1933年《证券法》第11条旨在以损害赔偿来取代撤销交易,即赔偿购买价格与转售价格之间的差额减去股票购买者已取得的任何资本收入或收益,并具体规定了损失的计算方法。美国1934年修改《证券法》时,在第11条(e)款纳入了一种经修正的损害赔偿计算方法,将投资者购买证券的价格限定于不超过IPO价格,受到这一规定限制的,主要是在二级市场上购入股票的投资者。^[35]无疑,对于欺诈发行后有二级市场的交易的

[35] Louis Loss, Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5th Edition, (Wolters Kluwer 2004), p. 1238.

证券来说,由于发行上市后的二级市场价格并不是发行人、主承销商能够决定或者影响的,也很难说与欺诈上市的虚假陈述存在因果关系,因此,将买入价格限定于 IPO 价格,对于发行人、主承销商来说是公正的,也能起到警示投资者不要跟风炒作的目的。

对于投资者损害的计算方法,可以有学术争论,但参考相关立法例和我国司法实践中积累的经验,确立明确的法律规则并写入法律,不管是对于明确发行人、保荐人及主承销商的责任范围,还是对于投资者保护和投资者教育,都将具有积极意义。

五、结语:兼论资本市场监管的理念突破

笔者认为,在《证券法》修订过程中,对完善具体制度的分析讨论,十分必要;但要打造《证券法》升级版,不仅涉及立法技术问题,更取决于监管理念的准确定位与突破。实践中,一项完全相同的证券业务创新方案,在大陆和在香港面临着迥然不同的实施路径。在香港,如果创新方案中涉及受规管业务,^[36]在券商具有监管规则要求的业务牌照的情况下,只需按照规定办理相应的备案或披露;而在大陆,券商则要取得证监会无异议函,^[37]或者通过中国证券业协会组织的专业评价,^[38]否则不得开展此项业务。法治的一个基本原则是,对于公权力机关而言,法无明文授权即不可为,而对于市场主体这样的私人而言,法无明文禁止即可为。而目前对于证券公司及证券业务的管制,很多时候却

[36] 在香港,“受规管活动”的定义载于《证券及期货条例》附表 5。受规管活动包括:第 1 类:证券交易;第 2 类:期货合约交易;第 3 类:杠杆式外汇交易;第 4 类:就证券提供意见;第 5 类:就期货合约提供意见;第 6 类:就机构融资提供意见;第 7 类:提供自动化交易服务;第 8 类:提供证券保证金融资;第 9 类:提供资产管理;第 10 类:提供信贷评级服务。

[37] 《证券法》第 125 条将证券公司业务范围限于证券经纪等六类列明的业务及第(七)项“其他证券业务”,《证券公司监督管理条例》第 26 条第 2 款规定:“证券公司及其境内分支机构经营的业务应当经国务院证券监督管理机构批准,不得经营未经批准的业务。”

[38] 2013 年 8 月 13 日,中国证券业协会发布了《证券公司创新业务(产品)专业评价工作指引》。

没有遵循对市场主体的规制原则。

不久前,李克强总理在论及经济体制改革时指出:“改革的关键是要处理好政府和市场、社会的关系。就是市场能做的就让市场去做,社会可以做好的就让社会去做,政府管好自己应该管的事情,让市场发挥应有的作用,激发更大的活力,这样才能形成经济持续健康发展的内生动力。”^[39]因此,打造《证券法》升级版,关键在于处理好行政管制与市场机制的法律分野,并将这种理念突破贯穿到具体制度设计中去,推广“负面清单”经验,真正做到简政放权、“放松管制、加强监管”。

在目前的证券发行制度下,市场人士对于“发审委行使决定权,保荐人、承销商承担全部法律责任”的现实并非没有怨言。而实施保荐制度,本来就是为我国证券发行制度最终向注册制过渡奠定基础。^[40]而在香港,香港证监会在2012年进行了保荐人制度的评估后认为,鉴于相关制度改革将促使保荐人提供更具素质的申报文件,香港证监会和香港联交所将会合作,进一步简化及缩短监管机构审阅程序。^[41]

目前,发行制度和承销保荐制度的改革受到广泛关注,我们应积极推动发行制度和承销保荐制度的改革。从全球范围看,注册制证券发行是主流,而承销保荐民事法律责任制度的关键,就在于如何确保保荐人、承销商承担好资本市场“看门人”角色、保护好投资者利益。从国际经验看,权责对等、可执行性强、严格的民事法律责任制度,将有助于倒逼承销保荐机构强化内部风险控制、切实履行职责。

[39] 国务院总理李克强2013年9月10日在大连会见出席2013年夏季达沃斯论坛的企业家代表时的发言,参见http://news.xinhuanet.com/2013-09/10/c_117313822.htm,2013年9月29日访问。

[40] 中国证监会网站:“深化发行制度改革的重要举措——中国证监会实施证券发行上市保荐制度”,载http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/gzdt/200701/t20070108_69302.htm,2013年9月20日访问。

[41] 香港证券及期货事务监察委员会:《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》(2012年12月12日),第4页。参见<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CPI>,2013年9月20日访问。