

## 论发行审核制度与保荐 制度的同步重构

——以注册制改革为背景展开

陈思远\*

**摘要:**保荐制度和发行审核制度是我国证券发行中的两大基础性制度,这两项制度之间存在互为表里的关系。保荐制度的落实决定了发行审核制度的最终实施效果、发行审核制度改革同样决定了保荐机构执业的走向。实践证明,这两个制度对于证券发行市场的有序运作发挥了积极健康的作用,同样也存在需要对相关制度做基础性修改的问题。在目前注册制呼声下,不能仅仅将重心集中于发行审核制度,对两大制度存在的问题做出基础性同步改革,才能成为证券发行体制改革的突破口和关键节点。本文从实务、法律和财务相结合等角度分析了保荐制度和发行审核制度存在的问题,并在同步修改的方向下针对问题提出了相应的修改建议。

**关键词:**证券法 保荐 发行审核 注册制  
上市公司

作为我国证券发行的两大基础核心制度,发行

---

\* 中国人民大学法学院 2013 级经济法专业博士研究生;光大证券投资银行管理总部执行董事。

审核制度规范的主体是证券监管机构,保荐制度更侧重于规范保荐机构的行为,这两大制度的共同目标就是保障拟上市企业或上市公司的证券发行符合公开、公平、公正等原则。<sup>[1]</sup>目前对发行审核制度的改革倾向于以注册制为方向,一方面,人们可能热衷于探讨备案就发行等流行热点话语,但这些流行话语的理解是否到位存在问题;另一方面,由于我们将重心集中在发行审核制度上,可能忽视了保荐制度的深层改革,未能关切保荐机构<sup>[2]</sup>目前的困境和彷徨。路该怎么走,我们往下逐步展开。

## 一、发行审核制度改革与保荐制度的同步变革

### (一) 发行审核制度改革对保荐制度必然会提出同步变革的要求

保荐制度和发行审核制度是我国证券发行中的两大基础性制度,保荐制度是借鉴了英国和香港有关制度后自2004年引入我国证券法及投行实务中,期间经历了多次修订;发行审核制度自证券法立法之初即作为一个基本制度在运行。从制度的总体设计层面来看,这两项制度属于一枚硬币的正反面。首先,从实现手段来看,发行审核制度的落地主要通过投资银行的保荐业务工作和尽职调查工作来实现;其次,从制约关系来看,在具体的投行业务当中,保荐工作的成效以及尽职调查到位程度决定了证券发行项目是否能顺利通过发行审核委员会的审核。目前,保荐制度和发行审核制度的基本规范是《证券法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》等法律和部门规章之中;具体的制度设计上,保荐制度主要由《证券发行上市保荐业务管理办法》、《保荐人尽职调查工作准则》等规范,而发行审核制度则由《中国证券监督管理委员会

---

[1] 出于篇幅考虑,同时限于本文主题,本文不打算就资本市场发行承销有关问题展开讨论,尽管其是新股发行改革制度中的另一个重要内容。本人博士生导师刘俊海教授、硕士生导师刘燕教师、白晓红博士等对本文提出了宝贵的指导意见。

[2] 根据我国的制度环境和实务操作,保荐机构和主承销商往往合为一体,在内部设置中往往称之为投资银行部或企业融资部,如无特别指明,本文所提及的保荐机构、投资银行部、投行、主承销商等都指同一含义,不做严格划分。

员会发行审核委员会办法》等具体落实。

近段以来,实务界和学术界对于发行审核制度的革新上有着较为强烈的呼声,希望逐步实现由核准制到注册制的过渡,目前证监会正在大力推行进行新一轮的新股发行体制改革,但最终结果尚未出台,政策似乎在最后筹备当中。然而,我们可能忽视了发行审核制度的保障制度即保荐制度修改的同步性,正如前文所述的两者关系,如对证券发行审核制度革新,那么必然涉及对保荐制度的重构和完善。

然而,现在制度革新的重点仿佛是发行审核制度,只要这个制度变化了,市场就能大幅提升效率,然而制度的落地靠的是投行,而不是单纯审核机构自身的努力就可以的。如果忽视了两者的同步改革,那么可能导致改革最后始终成为了某些人一厢情愿的改革。

另外,随着制度变革的呼声下,有的人可能认为注册制仅仅是简单的信息备案和披露,是不需要进行审核的,或者认为企业无须盈利即可上市,等等,一方面证监会很多时候是在努力尊重事实规律的,另一方面又要迎合媒体和不那么专业的批评人士的呼声,导致监管机构出台政策时候游移不定。甚至导致业界部分人士也认为投行的保荐工作和尽职调查工作可以大幅弱化。这些不尽正确的认识应该值得高度警惕。

进一步,从实务的角度来看,自2004年引入保荐制度以来,保荐制度的实施一方面使投资银行业务执业质量有了大幅提升;另一方面也产生了不少问题,保荐制度特别是保荐代表人制度的功效饱受批评和质疑,保荐制度适用范围上需要更进一步的明确,保荐制度的修改势在必行。从目前爆发的部分IPO项目造假和虚假信息披露案例<sup>[3]</sup>来看,投资银行执业质量存在明显缺陷,投行尽职调查准则亟须进一步明确规范,高压态势下投资银行执业越来越趋向于会计师(审计)的基础工作,出现了“投行会计师化”的倾向,造成很多投行从业人士怨声载道、不胜其烦,而忽视了投行本身应有的价值。

特别值得关注的是,2013年香港证监会亦发布了关于保荐制度的

---

[3] 部分案例如绿大地、新大地、天丰节能等,相关处罚决定或者动态可见证监会网站行政处罚公告或者每周记者会栏目, [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)。

有关咨询文件,强调了若干尽职调查的原则和执行标准,并提出将作假的有关人士处以刑事责任,虽引起香港投行人士强烈反弹,但香港证监会似乎是“一意孤行”,相关文件已经正式发布,这些改革动向值得我们关注。<sup>[4]</sup>

## (二) 理念变革——发行审核制度的变革是对保荐机构灵魂深处的利益改变

随着注册制和信息披露的理念在发行审核制度中的改革中的不断落实,保荐机构的展业理念将发生深刻的内在变化:

首先,投行将不再将企业在主板、中小板或创业板上市作为其唯一的目标,为企业的财务状况提供适当市场上市或者挂牌的建议,为企业搭建多渠道的融资平台,根据企业财务的实际状况和市场环境提供多样化的产品服务,如并购和并购基金、新三板、股权质押融资、多样化债务融资、资产管理计划等。投行将由财务税务服务和合规顾问角色向全方位金融服务商的角色发生重大转变。进一步来讲,投行的价值发现功能将会得到更大的促进,而不是仅限于通道提供者的角色。

其次,投行的内部控制体系也将发生重大变化,以业绩为中心的展业理念将得到较大转变,投行的工作不再以迎合监管机构需要为中心,而转变为满足各投资者信息披露需要为中心。投行内部的质量控制和风险控制部门独立性将不断提高,走向独立于投行业务部门的道路。

再次,随着审核理念的转变,各类发行人或融资主体的内部控制的规范性将得到更高层面的重视,因为企业内部控制的有效性将决定了融资发行信息披露的真实性和有效性是建立在可靠基础之上的。

最后,投行需要强调其利润和社会责任之间的平衡。对于业务部门的考核,将改变以往的纯粹以业绩和奖金为驱动力的评价体系,奖金发放会和项目周期及后续持续督导期限进行挂钩匹配。对于风险较大的业务,投行可能权衡风险后果断放弃,要通过细分优势和展业,不断树立业绩口碑和细分行业优势。

---

[4] 载香港证监会网站,<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR46>,2013年9月17日访问。

概言之,投行江湖化的时代将终结。<sup>[5]</sup>

### (三) 执行内容变革——发行审核制度的变革对保荐机构的工作内容提出了全新变化

发行审核制度的变革同样意味着投行工作的未来方向应发生重大变化。重大变化的核心体现在消除了实质性审核导致的投行尽职调查手段的扭曲,这种改变应该是双重层面的:一方面,投行应该认识到自己的工作不是以往仅仅限于自身的工作,要逐步涵盖财务、法律、业务方面的工作,要努力加强内部人才队伍建设;另一方面,要学会采取适当方法下借鉴其他中介机构的工作。最为重要的变化在于,伴随着实质性审核的要素去除,投行的尽职调查重心不在于财务技术操纵服务,而是真实还原问题。正是如此,尽职调查的工作程度并未减轻,甚至有可能大幅提升,但侧重的是信息披露和风险提示。笔者并不赞同部分投行人士认为尽职调查义务是越少越好。

以企业“收入、利润、现金流量”这一审核条件为例,在审核制下,各中介机构的目标可能为了迎合审核标准的需要,对企业的业绩进行粉饰,特别是在各报告期内运用各种手段进行跨期操纵,<sup>[6]</sup>这种条件会使企业为了符合企业增长的要求,刻意调节企业利润曲线,故意扭曲其经营实际情况,甚至和行业趋势和经济环境发生重大背离。在注册制下,由于去除了所谓持续盈利能力的标准,中介机构的目标转变为促进企业尊重企业实际运行状况,对各期业绩进行充分披露即可,而无须过分担心因为业绩曲线的波动而导致审核不通过。投行的工作中心将由应对企业实质性判断条件核查而转向促进信息披露进行尽职调查。

正因为如此,由于去除了企业盈利指标基准,投行无须为企业业绩波动而战战兢兢,<sup>[7]</sup>甚至被处罚或者被吊销保荐代表人资格。以2012~2013年所做的不完全统计显示,证监会已经处罚了多起因业绩变脸项

---

[5] 投行江湖化时代的终结,不是笔者的发明,早在很多年前,知名投行人士谢风华即提出过,不过最终谢风华以内幕交易罪名入狱。

[6] 如设定企业收入增长的比例和持续盈利能力等实质性要求,企业势必在各年度间调节收入迎合这类要求。

[7] 根据《证券发行保荐业务管理办法》,主板企业上市当年业绩下滑50%,相关保荐代表人资格即被吊销,投行面临三个月以上不予受理的处罚。

目中的上市公司和保荐机构。<sup>〔8〕</sup>产生这一切的根源在于持续盈利能力条件下企业刻意调节利润或者后继乏力而导致的。投行的工作中心不在于怎么绞尽脑汁去寻找各种勉为其难、理由苍白的解释依据,而是真实反映一个企业在成长过程中的各种不合规问题,披露其存在的合规风险。投行的工作不再是替企业去包装粉饰,而是充分披露其原始资料,促进企业完成规范化后真实披露。

## 二、以投行实务为视角——我国目前发行审核制度与保荐制度存在的现实问题

实际上,正如前文指出的,发行审核制度存在的问题往往也是保荐制度所存在问题的一种反映,在复杂背景下相互交织更为复杂。首先,必须先谈一谈存在的种种流行话语或语境,澄清一些误解。

### (一) 流行语境下的种种误解之批判

#### 1. 流行话语批判之一——实质性审核无所不包

实质性审核的根源在于“父爱主义”和“上市资源稀缺”。一方面,实质性审核的目标就是为投资者提供一个价值投资平台;另一方面,在上市需求旺盛的情况下,设定实质性审核条件来建立门槛。然而,对于什么是“实质性审核”这个概念,的确存在种种模糊化理解的迹象,笔者直到今天也未能查阅到实质性审核的准确定义,按照部分教科书的定义,实质性审核就是持续盈利能力的审核,是一种对上市公司持续增长能力的审核。在实务中,实质性审核的内涵有所扩大,涵盖了三个方面:一是持续盈利能力审核;二是独立性审核,包括对内独立性(严禁同业竞争、减少关联交易)和对外独立性(业务独立性,如不依赖于上下游);三是募集资金投向的盈利审核。<sup>〔9〕</sup>但目前存在一些过度的扩张解释,认为实质性审核甚至包括了对历史沿革、公司合法合规性的审

〔8〕 如康达新材项目,见证监会网站。

〔9〕 该规定存在于《首发办法》和《首发创业板办法》中,同时在证监会历年公布的审核总结及不予核准公告中普遍性援引及存在。

核,甚至是对公司治理结构的审核。更有甚者,对于企业的业务技术状况和创新性审核、部分前瞻性信息(如管理层讨论分析)也涵盖进了实质性审核。如此一来,整本招股书的内容都被套进了实质性审核的范围。正因为认为实质性审核必须取消,由此推论认为对招股书是不需要审核的,任何审核都是一种罪过,造成了投行从业人士和公众不必要的惶惑。

从实务的角度来观察,特别是对于财务信息的审核,很难说是实质审核还是规范审核,以美国招股书审核为例,相关审核人员会提出大量的财务会计信息问题,这类审核类同形式审核,但相关信息的揭示无疑为实质性判断提供了指引和基础信息。不过,有一点必须指出的是,我国财务审核根本上还是为了实质审核服务的,比较强调业绩的增长和业绩的截止时间划分。

## 2. 流行话语批判之二——注册制下不存在审核

注册制与核准制是目前教科书中通行的对各国证券发行并上市制度的二元划分法。最为典型的说法就是认为美国证券市场上不存在审核,提交相关文件备案 20 天即可发行,等等。这方面的声音比比皆是。然而,有的学者<sup>[10]</sup>指出,即便是在美国等实施注册制的国家中,证券发行中仍然充满了审核。从实务人士的工作经验<sup>[11]</sup>来看,美国证监会在上市阶段审核过程中所提出的问题较之于国内不相上下,甚至更多,对比中美反馈意见数量,以美国投行实务界人士的经验 and 笔者经验来看,几乎目前是不相上下。<sup>[12]</sup> 美国证券市场存在一定的审核周期,相应的审核程序最起码半年以上,而且我们很有可能忽略了之前的秘密递交程序。以 Facebook 上市为例,相关程序即超过半年。而最新的推特上市程序刚刚宣布启动,相关时间应已经超过了二十天以上。

中国证监会也在多次不同的场合善意甚至是用心良苦的告诫业

---

[10] 沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011 年第 9 期。

[11] “中美 IPO 体制存四大差异”,载《证券时报》2012 年 3 月 19 日。

[12] 唐应茂:《登陆华尔街:中国企业美国上市操作读本》,北京大学法学院、中国法制出版社 2010 年版。另外目前根据笔者掌握的数十个上市企业项目在上市进程的反馈意见来看,单纯就数量而言,已经逐步和美国市场趋同了。

界人士,<sup>[13]</sup>注册制下并非不存在审核,按照美国1933年证券法下的REGULATION SX和REGULATION S相关条例内容,招股书信息涵盖的内容非常丰富,我们很难相信,如果没有审核,仅凭中介机构的自觉性,没有外在约束,就能达到法规的要求,就能达到充分信息披露的要求?

### 3. 流行话语批判之三——企业无须盈利即可上市

以投资银行资本市场部门承销项目的通常做法,无论境内还是境外,往往在最后上市的阶段需要向各机构投资者提供一份所承销证券的《投资价值评估报告》。<sup>[14]</sup>以最常规的典型制造业企业为例,报告中需要分别运用“绝对估值法”和“相对估值法”对企业进行价值评估。投资价值评估报告上市条件设定的第一个财务逻辑是“绝对估值法”,绝对估值法的基本理念是根据企业实体过去和未来的现金流量通过折现来估计企业的市场价值。因此,上市条件中规范提出收入、利润、现金流量条件等是一个财务逻辑必然的结果,原因很简单,如果一个企业不提供上述财务指标则无法取得估值结果,没有市场估值,就没有办法在公开市场上以一个合理的价格进行交易。上市条件设定的第二个财务逻辑是“相对估值法”,最为典型的就是“市盈率”法(PE),即企业价值等于最近一个报告年度净利润乘以可比上市公司市盈率。如果发行条件不提出企业盈利指标(即每股收益EPS),更无法取得企业的估值。当然我们不排除境外为了极少数如矿产公司或者基建类企业等某些特定行业需要,可能存在对盈利性无要求的上市条件。<sup>[15]</sup>

从总体上来观察,从前文所述的上市条件的两个核心的财务逻辑来看,提出企业盈利的基准条件是必要的,这个不取决于我们的一厢情愿,而取决于市场,取决于财务管理学科的基本要求,进言之,取决于投资者投资的财务逻辑和基本面分析理论。因此,我们不能从法学学科的逻辑角度得出一个简单的结论,即在企业不需要盈利即可上市。相反,必须要有盈利才可以上市。只是不要刻意塑造成长曲线。

---

[13] 详见证监会首页有关新股发行体制改革专题文章, [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn), 2013年10月8日访问。

[14] 参见《证券发行承销管理办法》。

[15] 参见香港《联交所上市规则》对该类企业上市有关规定。

#### 4. 流行话语批判之四——发审委制度是证券发行改革制度的突破口

从我国目前 IPO 项目审核实务来观察,一个项目审核的过程,存在投行、律师、会计师的内部审核,地方证监局的辅导验收,证监会预审员审核,发审委员审核四大类不同主体的把关,同时还存在外部媒体和公司利益相关方的监督;即便是如此重重关卡之下,仍然存在审核失败的可能。我们必须容忍审核失败,因为证券法责任条款设置的目的是为了审核失败而存在的。否则没了审核失败,没了欺诈上市,责任条款存在的必要性就没有了。

但目前存在的一种观点认为,发审委制度是发行改革的关键。<sup>[16]</sup>然而实事求是的来观察其运作规律,发审委制度恐怕只是一个形式化的审核进程,其结果在发审会前就已经有所确定。从投资银行的利益独立性、证监会人员组成结构上、事后责任追究等来做出适当的调整恐怕是一种较佳的选择。相反,发审委的改革相比没那么重要。因此,部分学者认为发审委制度是发行改革制度的突破口这一观点不能得到笔者的赞同。

### (二) 发行审核制度和证券发行监管机构存在的问题

#### 1. 审核哲学基础是为“实质性审核”服务

从目前审核的基础思维来看,存在的思维导向可能主要还是为了实质性判断服务,很多基础性材料本身,如各年度盈利状况、控股股东所控制的企业、上下游客户分析等,都在一定程度上是为判断某些实质性问题服务,如为了判断其持续盈利能力、是否存在同业竞争、业务独立性等。这种思维一方面会导致实质性审核的色彩愈加浓厚;另一方面给投行一种暗示或者指引,刻意改造企业的情况来符合审核标准。这种审核哲学基础根深蒂固的存在于政策指定和审核实践中,特别是通过历年的保荐代表人培训会议传达至投行人士。这种哲学基础导致了寻租现象频发,甚至形成了某种不良风气,投行人士以认识所谓“会

---

[16] 时晋、曾斌:“发审委制度的困境与反思”,载《证券市场导报》2012年第6期,该文认为:发审委制度的完善应当成为证券发行监管制度改革的关键点和突破口。

里人”为荣,动辄以“会里说”忽悠企业,置自身操守不顾。<sup>[17]</sup>

2. 审核标准的尺度过大,审核过程的透明度不高,审核人员的素质有待提升,发审委机制的不独立

早年,中国证监会公布了若干批发行审核备忘录,对一些重大难点疑点问题等做了明确的指引,随后随着行政许可法等颁布实施,这批备忘录相继大部分被废除。日常很多审核标准仅仅见于历年保荐代表人培训课件中,很多审核内容弹性较大,往往某一标准在一个项目中可行,放在另外一个项目中则不行。<sup>[18]</sup>同时对于不少相关行业能否上市,审核的标准究竟如何,投行从业人员经常面临各种困惑。最为典型的就是餐饮服务企业能否上市问题。<sup>[19]</sup>

另外一个方面,审核过程的透明度不高,2011年之前甚至不公布被否决的理由,实质上违背了行政许可法有关规定;2011年后尽管公布部分理由,但仍然和部分媒体报道的原因等有所出入。相关项目的反馈意见和补充反馈意见等都不上网,除了部分反馈意见在公开法律意见书可以查阅之外,其余均很难获取。最后预披露的招股书往往都是经过多轮反馈意见修改之后的美化版招股书。

另外,在部分项目的理解上,鉴于目前审核人员的知识结构类型多限于法律和财务,对于行业的理解往往不够充分,即便是投行从业人员也不能在短时间理解一个新型行业,因此所提出的问题往往和行业本身存在较大的差距。

在发审委人员构成上,来自于会计师和律师事务所成员占有相当大的比例,这个尚不是关键问题,问题在于,作为行使行政权力的辅助机制,相关中介机构甚至以此寻租或者承揽业务,在一定程度上破坏了监管机构的公信力。

---

[17] 张兰田律师在其《企业发行上市审核实证辨析》一书前言谴责了这种恶劣伎俩,认为这种行为背离中介机构人员的基本操守。

[18] 以良信电器案例为例,被否决的理由系报告期内租赁了大股东的房产造成业务不独立。同样的事实发生在广电运通案例中,报告期内全部租赁大股东房产,却顺利过会。

[19] 业界一直存在这个困惑。香港市场发布了相关指引。在郭树清任职前期,通过其呼吁,证监会得以推出该项政策,然而事实上随后无一企业上市,根源在于对餐饮企业的实质性不信任。

### 3. 监管机构的监管理念的摇摆不定

早在证券市场规范建立之初,高西庆先生就曾分析过监管机构的态度一直在“强制性信息披露”和“实质性审核”之间游离。<sup>[20]</sup>该文发表于1996年,经过这么多年的监管实践,事实上,这种游离还继续存在,甚至于对于相关分界线都模糊不清,也就是说,目前我国监管机构在一定程度尚未形成自己一种独特的,符合国情实际的监管哲学基础,或者说,还在探索和形成当中。只有这种哲学基础明确了,才能给审核政策和保荐制度提供一个前进的方向标杆。长时间的新股发行停顿更凸显出监管理念的不自信和无底气,相关政策迟迟不能发布,根源在于监管理念的摇摆不定。

#### (三) 保荐制度及保荐机构存在的问题

##### 1. 对业绩文化的过度强调

目前证券公司投资银行的运作中普遍存在业绩第一的文化,忽视了社会责任,没有放弃业务的精神。对项目采用作坊式承包制,实施巨额提成机制往往会导致投行项目执行团队以“过会”为一切工作的中心目标。另外,相关奖金一次性发放,不和项目后续执行周期(如持续督导等)匹配起来,导致项目组工作进度和奖金发放存在不匹配情形,对上市后的规范运作存在严重影响,甚至监管机构不得不设立一些制度来回应这种情况。<sup>[21]</sup>

##### 2. 投行内部制约缺乏和外部制约机制的异化

投行在强调业绩的同时,则是忽视合规风控建设。许多证券公司的投行质量控制部门不独立于投行系统,合规风控部门的审核流于形式。证监会曾于2012年发布过《保荐机构内部控制指引》(征求意见稿),提出要求将投行质量控制部门独立于投行,由不同的高级管理人员分管,由于行业反对声音较大,法规至今未下文。相对于证券公司发行承销业务至今尚无一部专门的规章来规范其内部控制。从监管

---

[20] 高西庆:“证券市场强制性信息披露制度的理论根据”,载《证券市场导报》1996年第10期

[21] 如深交所设立了持续督导专员岗位,明明这是保荐代表人的责任,但往往保荐代表人拿了奖金却不干活了,相关上市后的持续督导无人管理,以至于交易所不得不设立持续督导专员制度来弥补这个证券公司短视所造成的漏洞。

俘获理论的角度来看,投行某种意义上绑架了监管机构。作为证券公司最为核心的业务,自营、经纪、资产管理、信用业务等业务都有对应的内控指引,唯独投行业务没有内控指引,岂非怪事?

同时,投行业务的外部制约机制,以新闻媒体监督为例,近年来各种无良新闻媒体的敲诈甚至存在愈演愈烈的趋势,如何应对,对拟上市公司和投行本身而言是较难承受的。这种外部监督机制的异化,在IPO产业链条上的寄生机制,导致了很多企业在实质性审核的历史原罪背景下不得不支付大笔的“沉默费用”。

### 3. 缺乏尽职调查的基本理论指导和法规建设

严格意义上的狭义投资银行业<sup>[22]</sup>引入我国尚不足二十年,是一个较为年轻的职业,必然也就存在着理论建设不丰富、实际经验尚不够全面的情况。以2010年出版的第一本投行实务专著<sup>[23]</sup>以来,行业内部充分交流的时间尚不足三四年。

以笔者实务经验观察,尽管存在《保荐人尽职调查规则》,但这个规则适用的范围较为狭隘,在行业上仅仅适合于传统的制造业企业,融资类型仅仅限于首次公开发行项目;由此规则出发制定的《工作底稿指引》对工作底稿同样缺乏不区分发行种类和特点、不区分发行人的各种行业性特点和历史沿革的缺点。

在尽职调查中,缺乏行业的整体性执业标准,对于各类尽职调查程序不能设计出必要的“重要性”判断标准,没有风险意识,不能像审计机构一样有一套完整的执业准则,以至于投行尽职调查的执业理念陷入一个怪圈,即事无巨细,百分之百地进行保证式尽职调查。

在尽职调查中,目前投行作为一个总协调人和总背书人,要对会计师、律师、资产评估师等中介机构意见全面核查,全面背书,不区分专家意见和非专家意见,究竟投行尽职调查的边界在哪里,行业内尚无明确定论。现在投行行业普遍较为彷徨,投行会计师化愈演愈烈的局面短

---

[22] 所谓狭义投行业,仅仅指证券发行承销和并购重组,相关划分可见2013年证券从业资格考试教材《证券发行与承销》第一章的有关介绍。

[23] 张国峰:《企业上市典型案例深度剖析:疑难问题与解决对策》,法律出版社2010年版。随后华泰证券、光大证券、投行小兵、张兰田律师、张艳伟律师等均出版了相关行业专著。

期内恐难扭转。

### 三、境外发行审核制度和保荐制度变迁

综观中国证券发行证券制度,在发行制度和信息披露制度上,效仿美国为多,如招股书准则相关内容,内容多效仿 REGULATION S - K,招股书财务信息披露内容效仿了 REGULATION S - X;同样随着相关判例发展,美国证券市场已建立了一套相对完整的尽职调查机制。

然而,美国证券法中并不存在所谓的保荐制度,我国 2004 年引入的保荐制度,最早始于英国,随后从中国香港引入。这两大类制度在美国和中国香港已经历多年实践,且在不断修改变化中。

#### (一) 美国

美国注册制度下,形成了一套完整的发行审核机制,同样也包括了两个大的方面:一个是审核机制,另一个是投资银行的尽职调查机制。前者在相关论文和专著中已经多有总结。<sup>[24]</sup> 本文着重归纳下其尽职调查机制的演变:

##### 1. 规则方面

诞生于 1929 年经济危机之后的美国联邦证券监管立法主要包括两大核心内容:一是强制性信息披露;二是反市场欺诈。美国联邦 1933 年《证券法》的中心是强制性信息披露,该法的核心条款第 5 条规定,公开发行证券必须向 SEC 注册,发行人应当向参与发行的投资者提供招股说明书,招股说明书必须包括所有规定的重大信息,因招股说明书中虚假陈述、重大遗漏或误导性陈述引致的投资者损失,相关责任主体应当承担相应的责任。

作为第 5 条的补充和发展,第 11 条、第 12(a)(2)条对“谁应当承担 责任、承担何种责任、责任豁免条件”进行了展开,各自提出了相应的尽职调查标准,第 11 条提出了“合理调查”标准(reasonable investigation)

---

[24] 唐应茂:《登陆华尔街:中国企业美国上市操作读本》,北京大学法学院、中国法制出版社 2010 年版。

和“合理信赖”标准(reasonable reliance),第12(a)(2)条提出了“合理注意”标准(reasonable care)。

1978年SEC制定的规则第175号(rule175)<sup>[25]</sup>是《证券法》中的安全港规则。该规则名称是“发行人对某些特定陈述的责任”,该规则规定,除非能被证明缺乏合理基础或恶意披露,否则发行人或相关专业机构所作的预测及展望性陈述不应当被认定为具有欺诈性质,该预测及展望性陈述包括以下范围:关于收入、盈亏、资本支出、分红、资本结构等财务指标的预测性陈述;关于未来业务经营的管理层计划或目标的陈述;管理层关于财务与经营成果的分析性陈述;关于相关假设条件的披露。根据规则第175号,原告对预测性披露要提起诉讼,必须举证被告没有合理基础或故意恶意作虚假或误导性披露。

1981年SEC制定的规则第176号(rule176)<sup>[26]</sup>是一个尽职调查标准指引。1933年美国联邦《证券法》第11条实施之后,如何达到尽职调查免责要求成为困扰投资银行的重要问题。投资银行认为SEC应当确定尽职调查的具体要求和程序,在符合相应要求和程序情况下就应当豁免责任。但实际上,规则第176号的内容离承销商的要求差距甚远,并没有给投资银行提供尽职调查的安全港,该规则仅规定了一些投资银行在尽职调查时应当考虑的特定因素,同时SEC强调,在决定是否符合“合理调查”和“合理信赖”标准时,应根据具体情况考虑规则第176号规定以外的因素。该规则规定投资银行在尽职调查时应当考虑的因素包括:(1)发行人种类;(2)发行证券种类;(3)尽职调查责任人员种类;(4)尽职调查责任人员为公司管理层时,他所拥有的权限;(5)尽职调查责任人员为发行人董事时,是否与发行人存在其他关联关系;(6)尽职调查人员信赖发行人管理人员、雇员或其他人员时,被信赖人员是否具有了解特定事实的职责;(7)尽职调查人员为承销商时,所采取的承销方式、安排、承担义务、获得发行人信息的可行性;(8)在采取索引方式披露信息时,使用索引的信息披露人员是否对所

---

[25] Federal Securities Laws; Selected Statutes, Rules and Forms, 2012, Jr. Coffee, Hillary A. Sale, Foundation Press 2012/7/25, 亦可在 [www.sec.com](http://www.sec.com) 等网站查询。

[26] 同前注。

索引信息承担职责。SEC 对上述因素的具体含义给出了详细说明,如对承销商的定义方面,将技术性的“法定”承销商与真正的投资银行区别,将主承销与参与承销的其他承销商区别。1998 年,由于采用储架发行等快速发行方式的公司越来越多,SEC 曾提出修订规则第 176 号的建议,建议法院在判断承销商是否符合合理调查要求时,重点考虑一些新的相关因素,如(1)是否对注册文件进预警信号(red flags)进行了认真核查;(2)是否取得了 CFO 等对注册文件及相关重大问题的确认;(3)是否取得发行人律师关于注册文件真实准确完整的承诺函等。上述建议最终没有被正式采纳。

1983 年 SEC 制定的规则第 415 号<sup>[27]</sup>给投资银行带来了最大的尽职调查困扰,该规则就是著名的储架发行规则。储架发行规则的最大困扰在于发行时间非常短的情况下,留给承销商进行持续尽职调查的时间非常短。

2005 年 12 月,投资银行的尽职调查带来了更大的挑战,2005 年 SEC 提出了 WKSJ 概念,该概念指“市场知名的发行人”,符合“WKSJ”要求的上市公司必须市值超过 7 亿美元以上。根据该项改革,符合“WKSJ”要求的发行人在提交了发行注册申请文件之后,注册文件马上生效,SEC 无须对申请文件事前审阅;申请文件生效之后三年内,发行人可以根据自动注册程序,在任何时候发行任何数量的上市证券。根据该项改革,投资银行须在没有提供尽职调查时间的情况下完成尽职调查。

## 2. 案例方面<sup>[28]</sup>

(1)1968 年 Barchris 案:美国投资银行的尽职调查责任第一课,法院在该案中也拒绝为承销商的尽职调查边界提供明确的指引,而是强调应根据不同的案件具体分析尽职调查的广度和深度,主审法官认为适合所有案件的尽职调查免责标准是不存在的,必须一事一议。

---

[27] Federal Securities Laws; Selected Statutes, Rules and Forms, 2012, Jr. Coffee, Hillary A. Sale, Foundation Press 2012/7/25, 亦可在 [www.sec.com](http://www.sec.com) 等网站查询。

[28] 相关案例参见 Marc I. Steinberg, Securities Regulation, Fifth Edition, Revised 2009, Lexisnexis US; Revised 2009, 另该等案例同时参考了《保荐业务通讯》中胡华勇先生有关文章。

(2) Sanders 诉 John - Nuveen 案是美国联邦最高法院涉及投资银行尽职调查问题且做出正式判决的极少案例之一。该案例明确认为投资银行可以合理信赖审计报告,不需要对审计报告的真实性、完整性进行独立的全面核查,否则将极大地影响资本市场的有效运行。联邦最高法院认为要求投资银行对审计报告的真正和完整性进行独立的核查,超过了第 12(2) 条的“合理注意”要求,也超过了第 11 条的“合理调查”要求。另外,该案例还就投资银行是否可以聘请第三方履行尽职调查职责做出回应,法院认为投资银行可以聘请第三方专家履行尽职调查职责,但不能豁免将来出现的尽职调查责任,投资银行必须对将来的责任负全部责任。

(3) Software Toolworks 案似乎在投资银行与监管机构之间达成了关于尽职调查标准的共识,该案前后的法院判例都基本支持了投资银行的尽职调查免责要求,投资银行在此期间也度过了一段难得的“美好时光”。

(4) 在 Worldcom 案之前,投资银行其实就一直生活在规则第 415 号的潜在恐惧之下,Worldcom 案使这种恐惧成为现实,使之前投资银行的“美好时光”成为幻觉。Worldcom 案在美国证券市场上具有重要历史意义:第一,该案在集团诉讼中被告支付了总计 61 亿美元的和解金额,为历史之最,它也是第一个正面解读规则第 176 号的案例。第二,该案第一次将《证券法》第 11 条适用到储架发行案例,该案使长期以来的投资银行尽职调查困局争议成为现实,法官判决认为投资银行在储架发行中使用的尽职调查应当也是彻底和耗时的,与其他发行方式一样,储架发行的尽职调查方式没有差异。在经过了 1980 年代的储架发行改革和简化信息披露改革之后,尽管发行人再融资的时间已经缩短为几个星期甚至几天,但投资银行的尽职调查还需要保持以前发行时间需要几个月时的标准。投资银行面临的选择是:要么认真履行尽职调查程序,导致不能满足发行人时间要求而流失该客户;要么不履行尽职调查责任,满足发行人时间要求但是承担将来的巨大法律责任。2005 年 12 月 SEC 更制定新规则,允许一些大型的、市场知名的发行人可以自动发行证券,即在 SEC 没有事前审阅的情况下发行证券,根据该规则,在理论上留给投资银行的尽职调查时间几乎不存在了,这更加

恶化了储架发行带来的尽职调查困局问题。

## (二) 香港新修订的保荐人制度法案

保荐人制度是香港主板市场一直采用的上市制度。香港联交所在设立创业板市场时引进了这一制度。大致可以有三个阶段:

### 1. 第一阶段:引入及实施

1999年11月24日,香港联交所创业板市场正式启动,为规避创业板的高风险,秉承英国法传统,香港创业板仿照伦敦证券交易所建立了较为完备的保荐人制度,要求在创业板上市的所有企业都必须至少聘请一名保荐人承担上市推荐辅导责任和上市后一定期限内的持续督导责任。作为引入保荐人制度的全球第一个主板市场,2003年香港联交所又在主板市场建立了比较简单的保荐人制度:要求股本证券、单位信托的基金单位或互惠基金的可赎回股份上市的申请人须委任保荐人,保荐人的责任于申请人获准上市后即告终止。

然而,随后实践表明,保荐人的角色期望与市场实践产生了巨大差距。在此背景下,香港特区政府开始筹划保荐人制度改革。改革的主要目标就是解决保荐人制度期望与现实的差距,厘清保荐人、上市后的顾问以及财务顾问之间的角色架构。

### 2. 第二阶段:2004年修订

2003年5月30日,香港证监会和联交所联合发布了《有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询文件》,提出了修改《上市规则》的建议,向市场咨询意见,由此拉开保荐人制度改革的序幕。7月31日咨询期结束,共收回129份就上市规则修订建议作出的回应。随后,香港证监会和联交所陆续修订并改良有关建议,并于2004年5月又找来利益关系最直接的保荐人及财务顾问公司作了进一步咨询。

2004年10月香港证监会和联交所联合发布了咨询总结,随后对《主板上市规则》和《创业板上市规则》根据咨询总结进行了修订并获得通过。至此,历时近两年的香港保荐人制度修订完成,修订条款于2005年1月1日生效。此次香港《上市规则》修订的核心内容是对保荐人制度的改革,修订幅度之大,改革内容之多,为香港实施保荐人制度以来之最。而在此前的8个月,中国证监会以香港保荐人制度为主要蓝本,通过立法在内地证券市场全面推行证券发行上市保荐制度。

香港此次保荐人制度修订的主要目的有三:(1)确保保荐人、上市后的顾问(被称为合规顾问)及独立财务顾问清楚了解监管机构对他们的职责期望,特别是尽职审查方面;(2)保荐人、合规顾问及独立财务顾问在公平竞争的基础上参与市场;(3)减低监管风险,使保荐人、合规顾问及独立财务顾问履行职责的方式不会令市场缺乏信心。

修订涉及的事项主要有两项:(1)关于保荐人及合规顾问。包括发行人何时须委聘保荐人或合规顾问,对保荐人及合规顾问独立性的要求;保荐人及合规顾问的角色及职责;保荐人及合规顾问须向联交所作出的承诺及声明。(2)关于独立财务顾问。包括对独立财务顾问独立性的要求;独立财务顾问的角色及职责;发行人在协助其委任的独立财务顾问方面的职责;独立财务顾问须向联交所作出的承诺及声明。

《主板上市规则》增设了《第21项应用指引》,《创业板上市规则》增设了《第二项应用指引》,分别就保荐人对首次上市申请进行审查的职责和范围进行了详细诠释。

### 3. 第三阶段:2012年修订<sup>[29]</sup>

#### (1) 发布咨询文件

2012年5月,香港证监会提出加强保荐人监管制度的多项建议,并就建议内容进行为期两个月的咨询。

有关建议旨在综合新订及现有的保荐人规定,成为《操守准则》的一部分。建议的制度包括以下主要规定:

①在呈交上市申请时:保荐人应已完成绝大部分的尽职审查工作;应在香港交易及结算有限公司的网站登载招股章程的首份草拟本;及保荐人应已解决关于公司营运、管治及架构的关键事项以及对上市合适性构成影响的事宜。

②尽职审查——保荐人应透彻地认识及了解公司状况;抱着开放及提问求证的心态行事,不应有关陈述照单全收;及与核数师、律师、董事及其他专家合作和讨论,以评估其所得有关公司的所有资料。

③披露责任——保荐人应:透过对公司进行尽职审查,合理地信纳

---

[29] 载香港证监会网站,<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR46>,2013年9月17日访问。

招股章程所载的数据均属真实、准确及完整;能够显示其依赖招股章程内的会计师报告、估值师报告及其他专家报告乃属合理——这样做并非重复专家所进行的工作,而是要检测该等报告所提供的数据从而确保招股章程的整体披露内容可信及贯彻一致;及紧密参与编制招股章程的管理层对财务表现及状况的讨论及分析部分,确保向潜在投资者清楚地传达充分的质化资料,以阐释公司的往绩纪录。

④资源及管理——保荐人的管理层应:确保首次公开招股项目获分配充足的资源;监督尽职审查的进度及水平;及紧密参与解决棘手的问题。

规定每宗上市只可委任一名独立保荐人,或对每宗上市可委任的独立保荐人数目设立上限。

在《公司条例》第40及40A条清楚订明,保荐人须就招股章程内的不真实陈述(包括重大遗漏)负上民事和刑事法律责任。

#### (2) 业界反对声音及香港证监会的强硬回应

然而,其中,有关保荐人是否需要承担法律责任成为最具争议的议题之一。咨询结果显示,该建议得到大部分买方机构的支持,而保荐人机构(如投行)和律师事务所则多数表示强烈反对。

与7年前提议遭拒不同,尽管此次业界又提出多方面抗议,香港证监会并未在增加保荐人法律责任上做出明显让步。早在咨询初期,就有不少保荐人机构表达出对该项建议的不满,他们认为,在繁复的上市过程中,仅仅自己被拎出来承担法律责任显得很不公平。在反馈中,有保荐人机构强调上市申请人及其董事须对招股书中的披露内容承担主要责任,而筹备招股书只是一个协作过程。

香港证监会在咨询总结中回应。“此等说法是错误的。”香港证监会指出,现行非法定的《上市规则》已经要求保荐人对招股书的内容承担独特且清晰的责任,并须向港交所提供声明,表明上市文件具备充足详情。此外,在这些非法定的规则和规定下,保荐人还须履行确认招股书披露内容的额外职责,并有责任确保市场廉洁稳定。“保荐人显然应在适当的情况下就招股书内不准确或不充分的披露内容负上法律责任。”

咨询总结显示,回应者指出保荐人机构并不适用于香港现行《公

司条例》第40条规定的“发起人”，认为香港证监会提议是要扩展这些条文的规定，因为保荐人既非批准发出招股书的人，也非发起人。“如果做出修订明确保荐人并无法律责任，将欠缺使人信服的理由。”香港证监会强调，相反，这些问题显示出香港有必要厘清分歧，明确保荐人是否受到现有招股书民事及刑事法律责任条文的约束。“这样的认定（保荐人无须承担法律责任）将与其他主要市场在法律责任方面采取的态度不符，并会损害香港作为基于法治和高水平监管的市场形象。”

### （3）最终公布相关条例，须追究刑事责任

2012年12月12日，香港证监会公布了有关加强首次公开招股保荐人制度的咨询总结，重申保荐人机构将须就招股书内的不实陈述（包括重大遗漏）负上民事及刑事法律责任，如有证据证明个人申谋在招股章程内做出不真实陈述，相关保荐人个人同样可能被追究刑事法律责任。新规定适用于2013年10月1日之后呈交的上市申请。香港证监会《企业融资顾问操守准则》及《保荐人指引》的相关修订也将于2013年10月1日起生效。同时，港交所也将对《上市规则》做出适当修改，使修订后的规则与有关规定同时生效。

证监会行政总裁欧达礼先生（Mr Ashley Alder）表示：“保荐人须牵头统筹首次公开招股项目。他们向董事提供意见及指引，主力确保招股章程载有对潜在投资者而言属可靠及关切的资料。投资者倚靠保荐人担当市场质素的主要把关者，我们提出的建议旨在鼓励所有保荐人商号一律采取最佳的作业方式。”

“可能被追究刑事法律责任的个人不限于受保荐人机构雇佣的职员”，香港证监会行政总裁欧达礼在记者会上强调，“同样也不限于董事或高级管理层。”“（新规定）旨在鼓励保荐人选择合适的上市项目。”欧达礼在记者会上强调，新规定将有助于保证香港上市环境的质量，降低投资者及参与首次公开招股的各类投资者的风险。

针对目前《公司条例》存在争议的部分，欧达礼表示，香港证监会将会建议修订法律，清楚制定明确招股书民事及刑事法律责任均适用于保荐人机构，他指出，相关建议将须经过立法会流程，但目前难以确定修订完成的时间。

香港证监会表示，由于“保荐人”的建议定义直接与持牌机构挂

钩,因此,建议由保荐人承担的民事及刑事法律责任将仅针对保荐人所在机构。除非有证据显示保荐人个人串谋在招股章程内做出不实陈述,则该个人将被控以协助及教唆罪。

对于负责管理保荐人机构的有关董事及其他人员,如果有证据证明该机构在相关董事或负责人员的同意或纵容下从事刑事犯罪,相关董事及负责人也将被控以刑事罪行。

要指控保荐人负有刑事责任,控方需要证明批准发出招股书的人明知相关陈述失实或罔顾该项陈述是否失实,同时,从投资者角度而言,该失实陈述具有重大负面影响。在现行法律下,一旦控罪,保荐人机构将面临最高罚款70万港元及监禁3年。香港证监会表示,目前不会建议修订相关量刑,但会将提高量刑的建议包括在随后进行的招股章程制度的整体检讨中,务求使该刑罚与《证券及期货条例》中的类似罪行保持一致。

除承担自身法律责任外,在新规定下,保荐人机构还需确保其他专家报告的可靠性,并将其了解的关于申请上市的公司及相关业界的资料与任何专家报告进行比对,确保向公众披露的整体资料连贯一致。

此外,上市申请人在呈交上市申请前正式委任保荐人时间须至少达到两个月。

### (三) 相关启示

1. 美国市场坚定奉行强制性信息披露的哲学基础。相反,香港市场奉行一定实质性审核理念,这点无论是在法规中,还是在香港证券从业资格考试教材<sup>[30]</sup>中都开宗明义的宣告了。实际上,奉行何种监管理念,都必须意味着充分的信息披露、配套法规体系必须完善及责任追究的刚性执法。

而且,监管机构要有足够的勇气树立自己的监管理念,正如香港证监会最新修订法案中的强硬回应就应该是我们监管机构的榜样。

2. 美国尽职调查机制演变的启示表明,理清各类中介机构的责任是建立审核机制的前提。

---

[30] 可以参见香港证券专业学会发布的有关从业资格考试教材的内容中关于评审制的介绍。该教材不公开出版。香港证券专业学会仅向报考者提供PDF版资料。

3. 可能一个统一的尽职调查机制并不存在,这一点,无论美国市场还是香港市场都通过实践予以了回应。但并不意味着统一尽职调查机制没有存在的必要,不仅要符合一般的规则要求,更应一事一议。

4. 保荐机构的工作内容应予以正确认识,并非保荐机构不涉及法律和财务工作,而是应以更加专业的态度参与到对律师和会计师的工作的复核中,因此必然要求其有更高更多的工作内容。

5. 各类创新业务类型可能会给投行带来更多的挑战,如各类资产证券化和资产管理业务、储架发行规则和知名成熟发行人概念等引入,会导致保荐机构带来巨大的工作压力,意味着投行应早期即不断介入相应客户的尽职调查,即便是其尚未启动发行业务。

6. 保荐机构的尽职调查工作实质上已经成为了整个发行环节的核心内容,其后的估值定价及承销工作相比不可能存在尽职调查工作中出现的违法违规可能。

7. 香港经验启示我们,必要的制度建设和理念建设的实施恐怕必须要依赖严刑重罚来实现,不久之前的洪良国际案例就是我们的前车之鉴。

#### 四、发行审核制度重构

##### (一) 发行审核制度的实质重构——从实务角度明晰实质性规范和形式性规范的边界

###### 1. 首次公开发行下的分析

在首次公开发行上市方面,结合美国和香港等地有关规则,境外企业发行上市条件包括两大类:第一类条件为满足公众公司的条件,第二类条件主要为收入、利润、现金流量条件。我国目前的制度与美国、香港等的监管规则上存在一定差别,通过交易所发布的《上市条件》规范上市条件,对应前述的第一类条件;证监会发布的《首发办法》等规范发行条件,对应上述的第二类条件;这和我国现有的发行审核体制分工安排有关。然而我国在第二类条件中加入了大量的实质性审核规范。具体如下文所述。

我国以《首发办法》为代表的法规提出了“持续盈利能力”、“独立性”、“募集资金使用效益”三个核心的实质性判断规范,同时在实务审核中以这三个条件否决的项目在过去三年的审核中,占比高达50%以上。<sup>[31]</sup>而这些条件在注册制的环境下并不会受到特别的关注。以“持续盈利能力”为例,我们是在“收入、利润、现金流量”的条件基础上,进一步提出了持续增长的要求,而这一新增的要求,正是“注册制”和“审核制”的关键性分野之一。在目前注册制的呼声下,首当其冲的就是要逐步去除这些实质性判断条件。

以下表为例,展现了我国目前IPO审核过程中的核心要求:

基本的审核条件	进一步展开的审核要点	存在的问题	性质
持续盈利能力	业绩可持续增长,如30%以上,等等	对业绩下滑容忍度较低,导致存在刻意调解利润的可能	实质性判断
独立性	对内独立性:禁止同业竞争、减少和规范关联交易 对外独立性:业务独立,不存在依赖上下游客户情形	对同业竞争容忍度太低	实质性判断
募集资金	募集资金投向合理且具有一定的使用效益	违背常规的商业逻辑,拼凑各种募投项目	实质性判断
历史沿革	历史沿革清晰,出资规范,股权清晰		规范性判断
财务规范性	各项会计核算准确、规范 管理层讨论分析	管理层讨论分析采用的是标准的杜邦分析体系,对前瞻性信息分析不够,安全港规则缺失	规范性判断

[31] 相关统计内容详见证监会公布的不予核准决定, www. csrc. gov. cn ,2013年10月8日访问。

续表

基本的审核条件	进一步展开的审核要点	存在的问题	性质
业务技术	系统介绍行业业务特征、介绍企业业务技术内容	看完招股书,不明白企业怎么就发展到今天的地步,业务脉络不清晰	规范性判断
公司治理和股利分配	介绍三会内容和股利分配政策	千篇一律的格式化条款介绍太多,浪费篇幅	规范性判断

如推动发行审核制度重构,那么相关审核理念将有较大改进,如笔者下表总结所示:

基本的审核条件	进一步展开的披露要点	性质
风险提示	大量展示企业风险	消除各种历史原罪、业务波动、财务不规范带来的风险,改变外部约束机制的异化
业务形成历史和业务技术创新点分析	清晰展现企业的业务发展脉络和业务创新	规范性判断
公司内部控制	从多个内容上分析企业内部控制的简历,明晰其曾经发生过的问题和未来的改进措施	规范性判断
财务信息和管理层讨论分析	侧重前瞻性信息探讨,提供安全港规则	规范性判断、预测性
公司治理和股利分配	侧重介绍其公司治理的风险和股利分配安排	规范性判断
历史沿革和股东股权变动可能	删减篇幅,关注现在的必要架构,允许类别股和股权激励架构设计	

## 2. 再融资分析

在再融资制度中,审核的内容仍然较为苛刻,一定程度上存在实质审核和过度审核的迹象,根据笔者总结了近三年以来有关再融资项目中

被证监会发审委否决的理由和案例<sup>[32]</sup>,主要如下:

被否决理由	案例(所列时间为不予核准公文发布时间)
(1)早期关注同业竞争和关联交易,这个也是《非公开发行实施细则第二条》的规定;	2010年6月28日 武汉凯迪电力股份有限公司非公开 2010年10月27日 吉林电力股份有限公司非公开 2011年1月21日 大唐电信科技股份有限公司非公开发行
(2)信息披露不完整,即便是信息披露不完整上,也体现的为对关联交易披露不完整;	2010年6月28日 武汉凯迪电力股份有限公司非公开发行 2011年6月30日 河南恒星科技股份有限公司非公开发行
(3)大股东对上市公司存在不诚信行为,且损害了上市公司利益;	2013年5月14日 上海汇通能源股份有限公司非公开发行 2013年1月31日 重庆三峡油漆股份有限公司非公开发行 2013年6月5日 吉林吉恩镍业股份有限公司非公开发行
(4)规范运作;	2011年12月7日 江苏亨通光电股份有限公司非公开发行
(5)是前次募集资金使用情况;	2011年12月7日 江苏亨通光电股份有限公司非公开发行 2013年6月5日 吉林吉恩镍业股份有限公司非公开发行
(6)值得关注的最新动态是,可能是随着财务核查的逐步展开,对于具体问题的核查手段核查过程的质疑,也成为了否决理由,这一点应该引起投行从业人员的高度重视	2013年5月22日 宝诚投资股份有限公司非公开发行 2013年6月5日 吉林吉恩镍业股份有限公司非公开发行

从上述内容分析可知,目前再融资的审核交织着实质性审核和规范性审核。而且审核这个权利直接由证监会来行使,不仅费时费力,审核

[32] 相关内容可见 [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn),2013年9月17日访问,表格内容系笔者自行总结。

时间过长,现实中还存在部分非公开项目价格倒挂,导致最后不了了之的情况,浪费了大量审核资源。

再融资审核的内容应该偏向于规范运作,对于实质性问题的审核更应该尊重市场主体,特别是公众投资者和机构投资者的意见,毕竟融资方案可以在上市公司股东大会中纳入分类表决,得以保障对中小股东和流通股股东的权益。

对上市公司实施一线监管的是交易所和地方证监局,相关监管员更熟悉上市公司情况,为节约资源起见,相关再融资审核应下放至交易所更为妥当,地方证监局协助即可。同时,交易所建立对应的上市公司诚信信息和规范运作信息库,符合条件的即可放行。证监会更应当在宏观政策制定和监督上行使相应权利,居庙堂之高则不应插手江湖之事,将证监会和交易所之间的关系从主管关系变为“监管者”和“被监管者”关系。

### 3. 实现注册制的核心要素

如何实现注册制,笔者认为有三个核心要素,也即监管理念的确立:一是从审核条件中逐步去除实质性审核条件,同时应注意避免简单化得出企业无须盈利即可上市和注册制不存在审核的简单化的思维;二是上市公司和各类中介机构应确立以信息披露为中心的理念,建立公开透明的投资者获取信息平台,要求上市公司、各类中介机构、监管机构各归其位,不断总结清晰又能符合实际的执业操作标准;三是建立严格的责任追究机制,严厉处罚证券市场中造假的融资主体和中介机构。

通过上述分析,笔者认为,只有从执业标准这一层面明确了实质性审核和规范性审核的分界线,才能从核心精神上保证发行审核制度的重构,保证其从审核制走向注册制的道路上有了清晰的指引和路标。只有保障信息充分披露才能使注册制以最小的成本得以实施。

## (二) 发行审核制度的程序重构

### 1. 增强透明度

增前透明度的核心在于全过程实现对审核信息的披露,从行政许可的受理开始,至过程中的审核反馈意见、各次修改的招股书和补充披露文件均应通过统一的信息平台向行业披露,相关问题的解决方案可以通过行业自律组织形成较为统一的行业共识。进言之,这也是防止行政权

力寻租的必然路径。

另外,监管机构内部也应做出回应,调整审核人员结构,等等。

## 2. 发审委的独立性机制

目前发审委的最大问题在于形成了“利益合谋”。主要在于各位委员的来源构成多和中介机构直接相关,除了来自于监管机构和交易所的委员之外,如何保持这些委员的独立性是一个具有挑战性的难题。目前,形成了很多“委员所”的称呼,凡是有现任委员在任的中介机构,就能大量承揽到发行项目,这种权力寻租极度败坏了发行审核的廉洁性。可供选择的路径,就是切断发审委员和中介机构执业之间的直接联系,应该来说,发审委员某种意义上行使了行政许可的权力,既然要行使,要么辞职,要么所在机构就不应承揽业务或者放弃业务,不存在中间道路。

## 五、回应——保荐制度的同步重构

### (一) 保荐制度的实质重构

#### 1. 严格限定保荐制度范围

目前,保荐制度的适用范围存在过度迹象,按照现行规定,发行人在首发、首发创业板、增发、配股、定向增发均需聘请保荐机构,并配备两名保荐代表人和一名项目协办人签字,公司债则需聘请保荐机构。实质上,保荐制度的核心目标在于规范未上市企业的规范运作,并保证其合法合规,当一个公司完成上市成为公众公司之后,相关信息通过定期公告和临时公告持续性向市场披露,加之存在持续督导制度保障,在其后的增发、配股、融资类定向增发等发行融资类型中继续强制适用保荐制度存在一定的监管过度和资源浪费。

因而,保荐制度的适用范围应大大缩小,尽量限定在拟上市企业中,其他的融资类型应侧重合规性审核。进一步,应该在相关再融资和公司债制度中废除相应的保荐制度和保荐代表人配备,废除相应的发行审核委员会制度。即仅在首发类项目中予以保留保荐人制度和发审委制度。

因此,在发行审核的程序性问题的构建中,更应尊重市场规律,减轻发行人负担,节约审核资源,减少寻租空间,回归保荐制度本义。

## 2. 改变利益导向机制

投资银行应改变以往的利益导向机制,某种意义上说,过分追求利润的业绩文化是有毒的,容易导致中介机构放松自我约束,在业绩和风险控制冲突时候,往往牺牲的就是风控。因此,投行应改变以往的利益分配格局,改变单纯以项目为中心的考核机制,改为大部门机制,实现奖金的年度递延发放,和项目上市之后的表现直接挂钩。

## 3. 明确投行的正常运作机制,强化内控机制

结合我国目前的立法与市场实际,作为保荐人和主承销商的投资银行至少可以得到以下启示:

第一,统一的适用于所有案例的证券发行尽职调查明确标准可能并不存在。投资银行需要根据发行人的具体情况,有针对性地进行尽职调查,必须对每个发行人进行全面的审慎调查和判断。

第二,投资银行对非专家意见信息的尽职调查应持审慎和独立态度。首先,对发行人提供的信息要审慎复核,不能仅仅依赖发行人书面承诺;其次,对发行人的利益相关者应进行独立核查,包括对主要客户、主要供应商、相关政府部门的走访。

第三,投资银行在对专家意见合理信赖的同时,也应保持足够的自身判断力。投资银行在两种情形下要特别小心,并要进行相应的独立判断:一是存在明显迹象显示专家意见存在问题的情形;二是作为投行专家应该发现专家意见存在问题的情形。投资银行可以聘请专家辅助尽职调查工作,但并不能因此免责。

第四,投资银行应旗帜鲜明的推行将内核机构、立项机构、投行质量控制部门独立于投行系统,这是企业内部控制的一个基本规则,证券公司更应率先垂范。

## 4. 正确应对市场化和各类创新业务带来的机会和风险

目前投资银行面对的市场化和创新业务的机遇不可谓不多,如储架发行、并购基金、资产管理计划、资产证券化等。投资银行对市场化的追求应保持足够的警觉。创新业务是“双刃剑”,并不能简单理解为“松绑”,市场化一方面固然会促进效率,另一方面也要求市场主体具有适应市场化的更高专业要求与作业标准。以储架发行为例,储架发行改革在以往几度提及,储架发行制度对发行人发行时机选择具有更大的弹性,

在一定程度上也可以降低承销风险,但也给投资银行的尽职调查提出了更高的要求,使投资银行面临更大的法律风险。再以资产证券化为例,投行系统承做此类项目,更需要专业掌控能力、数学建模计算能力、财务测算能力,如何保证其风险控制,面临着很大的挑战。

## (二) 保荐制度的形式重构

### 1. 明确保荐机构的责任边界

证券发行涉及多方中介机构的共同参与,承销商或者保荐机构无疑在中介机构中处于牵头的地位,属于第一责任人。但如何合理的界定承销商或者保荐机构的责任边界非常重要,承销商既不能将责任借其他中介机构的参与而推卸责任,也不应该就超出其专业范围和业务性质的部分承担严格责任。我国《证券法》第二十六条对于保荐机构的责任规定为“保荐人应当与发行人承担连带责任,但是能够证明自己没有过错的除外”。可见,我国保荐人的责任为“推定过错责任”。

在实践中,该规定在执行上具有一定的难度。首先,什么是过错并不明确,是否保荐机构按照中国证监会的有关规定进行尽职调查就可以认定为没有过错。其次,在多方参与的情况下,保荐人是否需要对所有的信息披露文件负责,包括会计师、律师等的工作成果负责。

中国证监会《证券发行上市保荐业务管理办法》明确了保荐人需要承担责任的情形,也在第75条进一步明确了保荐人的抗辩事由,对于保荐人明确自身的责任具有重要的指导意义。同时,证监会《保荐人尽职调查工作准则》对于明确尽职调查的范围具有重要的指导意义。下一步,可以借鉴美国证券法中关于承销商一般尽职调查的“合理调查”和专家意见的“合理依赖”的责任划分,进一步明确保荐人和其他中介机构的责任划分。此外,相关的自律性组织如证券业协会投资银行专业委员会,可以在证监会《保荐人尽职调查工作准则》的基础上,对发行保荐中存在的风险点进行归纳和整理,以利于提高行业的职业水平,强化保荐人的尽职调查义务。

### 2. 注册制的引入不会降低对保荐制度和尽职调查制度的要求,并树立价值发现者的地位

投资银行必须树立正确的职业观,注册制的引入将不会降低对保荐制度和尽职调查制度的要求,将改变以往荐而不保的局面。投行应改造

和完全性改变以往的执业模式,从财务粉饰或财务操纵的合谋者的不良角色中脱离出来。确保在尊重企业实际情况的基础上,披露其改进和完善的路径和方式。同时,投行的角色地位上将发生改变,价值发现者地位将不断确立。

在新股发行改革后的项目执行中,应该继续鼓励保荐机构聘请承销商律师以及发行人律师撰写招股书两个工作方向内容。

## 六、本文小结

根据目前新股发行体制改革的呼声要求,以信息披露为中心的发行审核制度是未来的改革方向,保荐制度的重新构建有了新的环境和利益基础,投行执业标准将会面临更大的挑战和革新,这些问题应该在制度的引入和实施之前即应有充分的评估,应做好系统性规划,做到未雨绸缪。一方面要对发行体制进行深层次的改革,同时又要对保荐制度进行对应性改革回应。

不过本文还有几个不足,限于主题范围和篇幅,一是未能提供更加详细的技术性解决方案;二是未能结合“发行承销和资本市场”的内容展开,未能考虑在证券承销过程中如何保护中小投资者的合法权益,如何实现市场价值的发现,确保市场发行过程中一二级市场价格落差不大,使二级市场更加运行平稳。