

注册制背景下的保荐人制度改革: 香港对大陆的启示

苏 盼*

摘要:香港证券发行注册制之下的保荐人制度,具有鲜明的特色。本文通过归纳总结香港保荐人制度历次修订,期望为大陆保荐监管制度的改革带来启示。香港对保荐人的要求越来越严格,但始终围绕保荐人的尽职调查等方面的责任和义务进行修订完善。大陆也必须借此次《证券法》修改的机会,厘清保荐人与承销商的关系,加强保荐人的协助信息披露义务,严格保荐机构的法律责任,取消保荐制度中的个人责任,促进保荐人完善持续督导的“看门人”任务。

关键词:注册制 香港证监会 保荐人 保荐代表人

一、引言

保荐人制度是指有资格的保荐人推荐符合条件的公司公开发行和上市证券,并对所推荐的发行人

* 北京大学法学院 2012 级博士生。

披露的信息质量和所作承诺提供审慎核查、持续训示、督促、辅导、指导和信用担保的制度。^[1] 保荐人作为证券市场的专业中介机构,扮演“看门人”的角色,^[2]他们可以通过不合作或不同意的方式阻止市场不当行为,如拒绝为信息披露严重不足的发行人进行保荐,对瑕疵交易者关上资本市场的大门;以自己的“职业声誉”为担保,向投资者保证拟发行证券的品质。因为“看门人”是市场中的重复交易者(持续为投资者提供专业服务,并从优质的专业服务中获得回报),在声誉机制健全的情况下,理性的保荐人以追求长期而可持续的利益为目标,谨慎从业,并可将将在市场中积累的声誉资本借贷或抵押给发行人,使投资者信赖证券的品质。

保荐制度起源于英国。英国另类投资市场(Alternative Investment Market – AIM)于1995年建立,是伦敦交易所专为规模较小但具有高成长性的公司提供的融资市场,相当于“创业板”。AIM上市条件较为宽松,比如没有最低市值、最少经营记录、最低公众持股份额等要求,上市文件在大多数情况下无须经过伦敦交易所或英国上市管理署(UKLA)的事先审查(招股说明书除外)。为了平衡这种宽松监管,伦敦交易所要求申请到AIM上市的公司,必须聘任“指定保荐人”(Nominated Adviser – Nomad)指导公司上市,确保公司财务等方面的健全,并在上市之后为公司提供建议。伦敦交易所为指定保荐人制定了严格的标准(AIM Rules for Nominated Advisers – 《指定保荐人规则》),要求指定保荐人需事先获得交易所审批,肩负顾问(advisor)与监管(monitor)的双重职责,并且为终身制保荐人。^[3] 有研究表明,保荐人可以从外部推进公司治理(有别于董事的内部公司治理)。^[4]

[1] 王林清:《证券法理论与司法适用》,北京大学出版社2008年版,第156页;转引自李有星:“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。

[2] 参见[美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版。

[3] 参见伦敦交易所的介绍,载 <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>,2013年9月30日最后访问。

[4] Chris Mallin & Kean Ow – Yong, *Corporate Governance in Small Companies – the Alternative Investment Market*, *Corporate Governance: An International Review*, Wiley Blackwell, Vol. 6, No. 4, October 1998.

香港特别行政区(“香港”)的保荐人制度借鉴自英国,并将其发扬光大。保荐人(sponsor)在香港证券市场中的地位非常重要,香港的证券监管机构倚重保荐人作为“看门人”,确保上市申请的信息披露真实、准备、完整,从而保障上市公司的质量。香港的保荐人一般由投资银行担任(同时投资银行还承担其他功能),投资银行是银行保荐人,占据了较大的市场份额。虽然在整个发行、上市过程中投资银行可能有多个头衔,例如,簿记管理人、全球协调人、承销商、承销团经理等,但就上市申请而言,“保荐人”是其在上市申请过程中唯一正式的法律角色。

二、香港保荐人监管制度沿革及最新修订

香港证券监管为“三层架构”模式:(1)由一个贴近市场的营运机构——香港联合交易所有限公司(“联交所”)负责前线监管;(2)由聘有具备专业知识及市场经验人员的独立监管机构——香港证券及期货事务监察委员会(“香港证监会”)加以监察;(3)香港政府对金融市场发展制定整体政策。香港规范证券市场的法律法规及文件主要有《证券及期货条例》、《公司条例》及联交所的《上市规则》(分为《主板上市规则》和《创业板上市规则》)。《上市规则》作为上市公司向联交所承诺履行的合同义务不具有法规效力,但是实践中具有准法律效力,因为相关准则的修订也需要经过证监会批准,并且联交所也被《证券及期货条例》赋予维持交易市场公平有序的职责。

香港没有将自己的证券监管贴上“注册制”的标签,但学理上一般作此理解。香港实行“双重存档制度”,即上市申请人只需将有关材料提交至联交所即可,由联交所负责核查申请人是否符合上市条件,联交所将材料副本转交给香港证监会,香港证监会可以行使法定调查权,对违规行为进行调查。联交所的审查以充分公开为主、实质审查为辅。

香港的证券监管机构在1999年设立创业板市场时就借鉴英国建立了保荐人制度,在香港上市公司和上市申请人中,公司注册地及主要业务都在香港境外的占据非常大的比例,联交所没有资源也没有权力

获取发行人业务的详细资料,预期保荐人在筹备申请人上市过程中会逐渐掌握资料,所以非常倚赖保荐人的工作和诚信状况。^[5]

香港目前有 89 家保荐人,^[6]除银行保荐人(投资银行)受香港金融管理局监管外,其余均受香港证监会监管。具体地,香港证监会负责保荐人的发牌、资格认证,包括制定适用于保荐人的资格准则及持续合规要求;联交所负责落实和执行《上市规则》的规定,包括尽职调查应用指引等。

香港证监会(有时与联交所一起)在正式修改证券法律法规之前,一般发布“咨询文件”,向相关人士征询意见和建议,以保持香港证券市场对投资者和发行人的吸引力。香港保荐监管制度的历次修订均发布了《咨询文件》。

(一) 2003 年开始启动的修订:保荐人的尽职调查责任及角色分工

因 2002 年下半年,香港证券市场出现多起上市公司丑闻及倒闭事件(如“欧亚农业”事件等),投资者及监管机构对保荐人的职责表现出明显的担忧,监管中介机构成为 2003 年香港金融监管工作的首要项目——香港政府、证监会和联交所推出《企业管治行动纲领》,而 2003 年 5 月发布的《有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询文件》^[7]就是《行动纲领》下的一项首要工作。

此次改革主要是联交所就保荐人的尽职调查责任推出了新的规则和程序,特别是在主板《上市规则》中引入保荐人制度。主要修订包括:增设一章有关保荐人、合规顾问的规则(主板第三 A 章,创业板第六 A 章);增设有关独立财务顾问的新规则;增设保荐人尽职调查的应用指引(主板:《第 21 项应用指引》,创业板:《第二项应用指引》)。

新的规则自 2005 年 1 月 1 日起生效,香港《上市规则》要求:(1)在

[5] 香港证监会、港交所:“有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询总结”,2004 年 10 月,载香港证监会网,<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=03CP8>,2013 年 9 月 30 日最后访问。

[6] 香港证监会:“保荐人名单”,载香港证监会网,<http://www.sfc.hk/publicregWeb/listOfSponsor>,2013 年 9 月 30 日最后访问。

[7] 香港证监会、香港交易及结算所:“有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询文件”,2003 年 5 月,载香港证监会网,<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=03CP8>,2013 年 9 月 30 日最后访问。

上市前,新上市申请人必须委聘至少一名保荐人协助其办理首次上市申请,需保证至少一名保荐人是独立保荐人,并引入独立性测试(bright-line test);(2)紧随上市后,发行人必须委聘一名合规顾问协助发行人在公司上市后的一定期间内(主板:至上市后首个完整财政年度的财务业绩公布时止;创业板:上市后第二个完整财政年度的财务业绩公布时止)进行持续督导;(3)在其他时间,联交所保留权利可酌情指示个别发行人委任保荐人公司,以在联交所指定的进一步期间内向发行人提供意见。^[8]

就这项规定而言,“保荐人”是在公司上市前,积极主动协助上市申请人完成上市文件的注册;“合规顾问”是在公司上市后,被动回应发行人的咨询,与其商讨并向其提供意见和指引,如刊登受监管的公告、财务报告,拟进行应予以公布的交易(无论是否为关联交易)等。合规顾问必须具有保荐人资格但可以不兼任保荐人,无须独立但应公正行事。

此前,联交所《上市规则》规定,在上市公司进行关联交易,或进行按《上市规则》须经独立股东批准的交易等情况下,发行人须委任一名被联交所接受的独立财务顾问,就有关交易条款是否公平合理,是否符合发行人及其股东整体利益,向独立董事委员会及股东提出建议,并就股东该如何表决给予意见。2003年开始的这次修订中,要求独立财务顾问像保荐人一样作出相同的承诺及声明,并根据《保荐人应用指引》列出采取了哪些合理步骤,确保意见书具有合理根据。所有独立财务顾问必须为独立人士,不一定都由保荐人担任。

香港将原来的保荐督导职责一分为三,融合美国的财务顾问制度、马来西亚“接力”保荐人制度和英国“终身”保荐人制度的特点,^[9]要求保荐人、合规顾问和独立财务顾问密切配合;同时,联交所设立“强制保荐期”+“指示保荐期”的做法,意在加强对保荐人的监管,促进公司上市及治理质量的提高。

[8] 这种情况包括发行人严重或持续违反《上市规则》,或就发行人可能违反《上市规则》作出调查。

[9] 谈萧:“香港保荐人制度最新修订述评”,载《证券市场导报》2005年4月号。

(二) 2005 年的修订：保荐人资格审查

在 2005 年 6 月，香港证监会发表《有关监管保荐人及合规顾问的咨询文件》，建议为保荐人和合规顾问设立一套单一的整合的监管制度，将《保荐人指引》列明的资格准则及持续合规要求纳入《证券及期货条例》之下适用于保荐人的发牌制度内。此次修改的背景是寻求到香港上市的大陆私人企业增多，大陆公司业务运作的法律与监管规则更为复杂（如中国大陆《证券法》和《公司法》相继修改），这为保荐人对大陆公司进行尽职调查工作带来了挑战，因此香港证监会发布了此项咨询文件进行改革。^[10]

新制度旨在评定机构融资顾问担任保荐人的整体合适程度，只有符合《保荐人指引》中特定资格准则的机构融资顾问才能担任保荐人，具体的资格包括：(1) 在保荐人工作方面的经验和专业知识；(2) 管理层的监督及责任；(3) 交易小组及主要人员（至少两名）的委任；(4) 内部系统及监控制度；(5) 财政资源，即最低注册资本金的要求（最低实缴股本 1000 万港元）。

此次修订既有实质内容的增补，即资格准入与持续合规要求的订明，又有技术方面的处理，整合保荐人监管制度，方便各方利益主体更为便捷、直观地了解保荐人规则，进而促进香港上市公司的内部治理水平。

(三) 2012 年再度改革：保荐人对招股说明书的责任

香港证监会在 2012 年 5 月发表了一份《咨询文件》，邀请公众就多项旨在改善香港的保荐人监管制度的建议发表意见，并在 2012 年 12 月发布《咨询总结》，加强了保荐人的责任，指出相关建议的着眼点在于使保荐人在辅导上市申请过程中及早进行全面的尽职调查，并应在申请上市时一并呈交一份比较完备的招股说明书草拟本。^[11]

[10] 香港证监会：“有关监管保荐人及合规顾问的咨询总结”，2006 年 4 月，载香港证监会网，<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=05CP8>，2013 年 9 月 30 日最后访问。

[11] 香港证监会：“证监会发表有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结”，2012 年 12 月，载香港证监会网，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR132>，2013 年 8 月 6 日最后访问。

这次改革的主要措施包括:(1)保荐人需承担招股说明书的法律责任:保荐机构需要对有问题的招股说明书负有民事及刑事法律责任;就刑事法律责任而言,需要看保荐机构的主观过错,即是否明知或不顾后果地批准发出载有不实陈述或重大遗漏的招股说明书,而不实陈述对投资者具有重大负面影响。(2)刊登申请版本:在上市申请时,需在联交所网站一并刊登较完备的招股说明书草本。(3)对于专家报告的责任:首先,保荐人应确保专家的工作可靠,否则保荐人应要求专家扩大其工作范围,或另行求助其他合格人员核对资料,或扩大保荐人自身的尽职审查范围;其次,保荐人需将其所知资料与专家报告对照,严格作出评估,确保向公众披露的整体资料连贯一致;最后,保荐人应与公司管理层紧密合作,共同编制适于投资者理解的管理层讨论及分析。(4)加强保荐人角色:首先,上市申请人在呈交上市申请前需正式委任保荐人至少两个月;其次,保荐人应将上市申请人任何不符合规定的情况及时通知监管机构,如果保荐人终止为上市申请人行事,应知会监管机构并解释原因;再次,上市申请人承诺,其与所有参与首次公开发行的专业顾问必须与保荐人全力合作,协助保荐人履行职责;最后,保荐人费用须于保荐人的委聘条款内列明,并纯粹以保荐人的职责而非其他无关的服务作为计算基础。

这些新规定适用于2013年10月1日或之后呈交的上市申请。证监会《企业融资顾问操守准则》及《保荐人指引》的相关修订亦于同日生效。联交所已经发布消息,将修订《上市规则》,以配合实施有关刊登申请版本的建议,也会对《上市规则》的相关条文作出修订。^[12]

此次修订无疑加重了保荐人的责任,特别是强化保荐人对公开招股说明书的责任,因为“保荐人的职能随着首次公开发行本身开始及终结,也只有保荐人须特别获得香港证监会的牌照”,投资者倚靠保荐人担任市场的最主要把关者,注重保荐人的尽职调查工作,因此香港监管者明确要求保荐人对上市申请最重要的文件——招股说明书承担责任。

[12] 香港交易所新闻稿:“联交所修订《上市规则》配合保荐人新监管规定的实施”,2013年7月23日,载香港交易所网,http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2013/130723news_c.htm,2013年9月30日最后访问。

三、香港保荐监管制度对大陆《证券法》修订的启示

中国大陆在 2004 年开始实行证券发行上市保荐制度,由《证券发行上市保荐制度暂行办法》规定具体的制度内容,2005 年修订的《证券法》特别对保荐人的法律责任作了明确规定。^[13] 大陆的保荐制度借鉴了香港的规则,但也作出了很多不同的规定,特别是在最初引进保荐制度时,大陆的证券发行监管刚开始转变为核准制,近十年来市场的发展使证券发行上市注册制改革势在必行。^[14] 香港保荐人制度及其沿革对大陆制度修订最大的意义在于,它提供了注册制背景下的保荐制度这样一个良好的范本。

(一)厘清保荐人与承销商的关系

香港证监会在 2003 年开始的修订中,曾建议保荐人和牵头包销商(香港的证券承销多采用包销的方式)都应在上市文件中陈述其尽职调查工作的详细程度。但是,市场从业者回应认为要求牵头包销商作出与保荐人相同的声明不尽合理,因为两者的角色并不相同:保荐人负责上市文件信息披露的准确、完整、没有误导成分,承销商(包销商)负责商业运作、销售证券;而在某些情况下,牵头包销商只在上市申请程序的较后阶段才开始获得委聘而加入,所以牵头包销商无法履行所有的尽职调查工作;要求牵头包销商与保荐人一样履行全部责任,将产生负面激励,上市申请人可能难以招揽到包销商为其工作。^[15] 在香港证券市场,保荐人担当全面机构融资顾问的角色,为上市申请提供意见,进行准备工作,因为在大部分情况下,投资者不了解上市申请公司,必

[13] 参见《证券法》第一百九十二条。

[14] 邢缤心:“IPO 重启路上的闭门会议:2015 年过渡到注册制”,2013 年 9 月 17 日,载 21 世纪网,<http://money.21cbh.com/2013/9-17/yMNjc2Xzc2OTcyMg.html>,2013 年 9 月 30 日最后访问。

[15] 香港证监会、港交所:“有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询总结”,2004 年 10 月,载香港证监会网,<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=03CP8>,2013 年 9 月 30 日最后访问。

须倚仗保荐人的技能、专业知识和诚信,确保申请人符合上市规定。从这个角度看,保荐人的角色要比承销商更为重要。因此,香港没有要求牵头包销商作出与保荐人相同的声明。

大陆《证券发行上市保荐业务管理办法》第六条规定,证券发行的主承销商可以由该保荐机构担任,也可以由其他具有保荐机构资格的证券公司与该保荐机构共同担任。所以保荐人必然是主承销商,要么是单一主承销商,要么是联合主承销商之一。由于保荐人在公司上市申请过程中对公司已有较深入的了解,同时也为了将保荐人的声誉作担保,便利后续的股票销售(承销),保荐人和主承销商合一,符合商业效率安排,所以一般地,保荐人同时担任主承销商(牵头承销商),承担项目筛选、辅导改制、保荐上市以及上市后的持续保荐等工作。^[16] 比如,因为创业板不要求采用承销团,创业板的 IPO,承销商与保荐人完全相同。

同时,理论上,采取保荐人为“单一主承销商”或“联合主承销商”模式,符合信用约束机制。因为主承销商需要承担发行失败的风险,特别是采用包销方式时,主承销商需要在证券发行失败的情况下自行买入剩下的证券。因此,保荐人担任主承销商,会受到约束,倾向于帮助质量好潜力大的公司上市。

但是在实践中,由于我国证券发行市场体制性缺陷,股票发行价格非市场化运作,承销商与保荐人合一,与发行人成为利益共同体,通过不规范行为,影响股票发行审核质量,“合谋”串通损害公共投资者利益。证券发行市场的虚假陈述、内幕交易、不正当竞争等,恰恰都与承销商保荐人的合一制度有关。^[17]

在香港,法律规定尽职调查工作由保荐人承担,承销商负责商业运作,即证券保荐是为了保证证券的品质,证券承销是为了推广、销售证券,取得最佳的发行效果。^[18] 但是,大陆法律规定,除保荐人应承担尽

[16] 张巍、刘怡:“保荐人制度研究”,载《武汉大学学报》(哲学社会科学版)2004年5月第3期。

[17] 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,法律出版社2011年版。

[18] 叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第180页。

职调查义务外,承销商也应对公开发行人募集文件进行核查,^[19]重复的制度安排没有厘清保荐人与承销商的关系,容易导致角色交叉和混同。所以在《证券法》的修订中,应该厘清保荐人和主承销商的关系,取消承销商文件核查义务,将尽职调查责任统一归于保荐人承担。

(二)注册制下保荐人的最重要义务:协助信息披露

因为中国大陆引进保荐制度时,证券发行采用核准制,所以在法律规定上,大陆保荐制度较之香港更为严格。大陆的保荐人责任分为两大方面——发行上市阶段的保荐和上市后阶段的持续督导,而大陆保荐人的持续督导期间较香港更长:主板是股票上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度,创业板是股票上市当年剩余时间及其后三个完整会计年度。

从香港保荐人制度及其历次修订的核心内容来看,香港非常注重保荐人对信息披露的责任。大陆现行证券法规定的股票公开发行实质是两个环节:发行审核和销售,发行审核是一个实质意义上的融资权取得,而发行销售只是股票的买卖过程。^[20]未来在注册制的大环境下,发行审核环节转变为证券注册,政府关注点侧重于上市文件信息披露的真实和准确性。保荐制度的核心是完成尽职调查,确保发行人信息披露完整、真实、有效,而不是要求发行人保证盈利性等上市条件和标准。注册制之下,政府不需要担保股票的品质,上市申请人的股票能否卖得出去,能否卖出高价,主要是市场机制发挥作用,所以保荐人的功能是确保发行人完善信息披露,向投资者提供充分信息以作为购买股票的参考。

那么,注册制下如何监督保荐人?其中一方面的努力是将保荐收费公开化、透明化。香港在2012年的保荐监管制度修订中表明,大型

[19] 《证券发行上市保荐业务管理办法》第二十四条规定:保荐机构推荐发行人证券发行上市,应当遵循诚实守信、勤勉尽责的原则,按照中国证监会对保荐机构尽职调查工作的要求,对发行人进行全面调查,充分了解发行人的经营状况及其面临的风险和问题。《证券法》第三十一条规定:证券公司承销证券,应当对公开发行人募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查;发现有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,不得进行销售活动;已经销售的,必须立即停止销售活动,并采取纠正措施。

[20] 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,法律出版社2011年版。

金融机构除担任保荐人外,通常提供包销等服务,在总的发行费用中,与保荐工作有关的费用未能适当反映与保荐人角色相关的责任或履行该项责任所需要的时间和资源,尽管厘定保荐费是一项商业决策,但香港证监会认为保荐人费用的透明度非常重要,所以要求保荐费不得与其他服务收费(如包销、定价等)混淆,不应取决于发行规模、发行成功与否,而已付和应付的保荐费用总金额应在上市文件中披露。^[21]

要求披露保荐费,实际上是在强化保荐人作为“私人警察”的公共职能,因为保荐人等中介机构,在证券市场中扮演“看门人”的角色,接受正式监管机构转移的监督职能,以其保荐行为确保证券发行过程中信息披露的真实性及证券质量。但是保荐人机制具有“私人性”,报酬给付一般是通过商业谈判、私人合约达成,^[22]并且保荐费一般与其他费用混淆,无法明确。根据香港证监会的统计,证券发行中大部分费用由保荐人以公司名义收取,部分保荐人以集团名义收取与保荐人工作有关的费用,如文件费、首次公开招股前融资费、包销费等,但是哪一项是保荐费一般没有披露,^[23]所以在2012年的修订中,香港证监会才要求保荐费透明化。

大陆要在注册制下实行保荐制度,也可参考香港做法,要求公开保荐费用,以督促保荐人尽职尽责,加强保荐人的公共性,强化保荐人作为“看门人”的角色和地位。

(三) 严格保荐机构的法律责任

香港在2003年保荐制度的修订中,只要求保荐机构必须“紧密参与编制”上市文件,而不是对上市文件“负责”,但在2012年的最新修订中,保荐机构必须对招股说明书承担法律责任,即对于出现不实陈述或存在重大遗漏的招股说明书,保荐机构同发行人/上市申请人一样要

[21] 香港证监会:“有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结”,2012年10月,载香港证监会网, <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>,2013年9月30日最后访问。

[22] 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。

[23] 香港证监会:“保荐人主题视察报告”,2011年3月,载香港证监会网, http://www.sfc.hk/sfc/doc/TC/speeches/public/surveys/11/Sponsor%20report_FINAL_Chi.pdf,2013年9月30日最后访问。

承担民事、刑事法律责任；当然，刑事责任的构成包括保荐机构的主观过错（明知或重大过失）以及后果（对投资者造成重大负面影响）等条件。

此前，香港证监会不定期对保荐人进行“主题视察”，发现存在的问题主要集中于尽职调查方面，比如保荐人没有就上市申请人的业务进行妥善调查（如未亲自会见业务相关人员）；没有就尽职调查备存适当的文件记录；保荐人内部系统和监控制度不够规范（如欠缺人手、资源）等。^[24] 联交所《上市规则》已经规定了对保荐机构的纪律制裁包括私下谴责、公开批评、公开谴责、剔除出保荐人名单、吊销牌照等；此外，《证券及期货条例》“中介机构”之下的处罚措施也涵盖了保荐机构的责任。此次修订是将《公司条例》对发行人的责任扩展至保荐机构，形成更为严密的责任体系。

香港设立的主板强制保荐期限是上市前 + 上市后一年，创业板是上市前 + 上市后两年，有研究发现在香港创业板，部分上市公司在保荐期间内没有出现违规行为，但是一旦保荐期满则立即“变脸”，如艾克国际案、数码库案等，^[25] 香港证监会对保荐机构违法违规行为的处罚也是“毫不手软”，如“洪良国际案”^[26]：洪良国际上市仅 3 个月，香港证监会即向高等法院指控其招股说明书存在虚假，具有误导性，严重夸大了财务状况，勒令洪良国际即日停牌。而在其后，香港证监会认定洪良国际的上市保荐机构兆丰资本存在重大过失，对其处以 4200 万港元的罚金，相当于其作为洪良国际保荐人所获得的全部收入，并撤销了兆丰资本的保荐牌照，这构成了香港证券市场上最严厉的处罚。

实行注册制，除了前述提到的法律强制要求保荐人协助发行人进行充分的信息披露外，还需要利用严格的法律责任制度威慑信息披露

[24] 香港证监会：“保荐人主题视察报告”，2011 年 3 月，载香港证监会网，http://www.sfc.hk/sfc/doc/TC/speeches/public/surveys/11/Sponsor%20report_FINAL_Chi.pdf，2013 年 9 月 30 日最后访问。

[25] 何基报、刘钊：“香港创业板公司违规特征及市场监管对策”，载《证券市场导报》2008 年 7 月号。

[26] “人民日报评洪良国际造假案”，2012 年 7 月 2 日，转引自中金在线网，<http://news.cnfol.com/120702/101,1591,12682143,00.shtml>，2013 年 9 月 30 日最后访问。

人,保证信息披露内容的真实、准确和完整,以及信息可被公平获得及利用。香港不断完善保荐监管制度,对保荐机构责任严格化的趋势也反映了这一理念。

大陆《证券法》第六十九条规定发行人、上市公司公告的招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,保荐人应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外;第一百九十二条规定了保荐人出具虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书,或者不履行其他法定职责,应责令改正、给予警告、没收业务收入并处以罚款,情节严重的,暂停或者撤销相关业务许可。第二百三十一条兜底性地规定了各义务主体(包括作为中介机构的保荐人)构成犯罪的,依法追究刑事责任。

仅从《证券法》的条文看,对保荐人的责任规定是比较严密的,尽管没有特别强调保荐人对招股说明书的刑事责任。但是,监管机构的执法效果如何?证监会在网站上登载了对保荐人的监管信用公示,^[27]在截至2013年7月所采取的99起监管措施中,证监会对保荐机构的处罚仅使用了责令改正、公开谴责、出具警示函、谈话提醒、一定期限内不受理保荐机构的推荐这些措施,没有没收业务收入或罚款这类更具威慑力的经济型制裁。《证券法》规定对保荐机构可处以三十万元以上六十万元以下的罚款,这个数额本身规定得并不严重,而实践中更没有发挥威慑作用,导致保荐机构违法成本低,所以才容易出现上市“变脸”、保荐“合谋”等现象。因此,非常有必要考虑提高罚款等经济罚措施,严格执法,增加保荐机构违法成本,督促保荐人尽责履行保荐责任。

(四)取消保荐制度中的个人责任

在2003年香港保荐监管制度的修订中,香港证监会和联交所曾在《咨询文件》中建议保荐公司的负责人(“合资格主管”)也向联交所作出书面承诺,声明其上市申请文件内容真实、没有遗漏任何重要事实。

[27] 中国证监会:“保荐信用监管列表”,载中国证监会网,<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/baxyjg/jgxyygs/>,2013年9月30日最后访问。

但是,大部分回应者都不赞同要求个人向联交所作出承诺,他们认为:[28] 第一,个人只是雇主的代理人,雇主应对雇员的行动负有最终责任;第二,如果追究个人的责任,公司的法律责任转移到个人身上,业界难以招募合格新人或留住人才;第三,对于不遵守《上市规则》的个人,联交所已经设立了“不可接受人士”名单(“保荐人黑名单”),已构成足够的惩罚;第四,要求个人竭尽所能确保公司履行相应责任,不切实际,因为相关个人的职级未必足以确保公司符合所有规则。因为市场的强烈反对,香港证监会和联交所在《咨询总结》中决定不再继续要求个人作出承诺,只规定保荐机构和独立财务顾问公司需要作出承诺。

香港的保荐制度是“单保制”,保荐机构下的个人不必承担保荐责任。我国大陆在设立保荐制度之初,就开创性地实施了“双保制”,规定保荐机构应当指定2名保荐代表人具体负责1家上市发行人的保荐工作,保荐代表人需要参加资格考试才能执业。但是,资格考试内容繁琐细密,导致“新毕业的人员会考试但不会做业务,老投行有实务经验但通不过考试”,[29]“唯考试”式的选拔制度扭曲了保荐代表人这一行业格局,亟须做出变革。

而对于保荐代表人责任的追究,大陆的法律规定保荐代表人承担与保荐机构相同甚至更大的责任。保荐代表人只是保荐机构的专业职员,在保荐机构利益面前,保荐代表人不享有独立性。保荐机构大多采用公司形式,而非会计师事务所和律师事务所采用的合伙制形式,[30] 保荐代表人作为公司员工,其对外责任不应过分被强化,机构的责任才应该是第一位的。实践中,中国证监会公布了自2004年6月至2013

[28] 香港证监会、港交所:“有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询总结”,2004年10月,载香港证监会网,<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=03CP8>,2013年9月30日最后访问。

[29] 第一财经日报(上海):“2010年保代考试通过率1.05% 证监会称未刻意调节”,2011年1月7日,载网易财经网,<http://money.163.com/11/0107/01/6POQER9I00253B0H.html>,2013年9月30日最后访问。

[30] 骆祚炎:“香港保荐人规则的新变化及其启示”,载《广东商学院学报》2005年第6期。

年7月,共99起对保荐人监管的记录,^[31]其中只有18起针对保荐机构作出处罚,而对保荐代表人的处罚达到81起,在所采用的措施方面,如12个月不受理保荐代表人负责的推荐、撤销保荐代表人资格等较之于保荐机构所受处罚,更为严格。

保荐代表人作为保荐机构的职员,往往无能力影响公司内部决策的作出,保荐机构与上市申请人、发行人“合谋”进行虚假陈述,保荐代表人反而承担了更为严重的责任,于理不合;对保荐代表人的处罚也包括了罚款等措施,但是保荐代表人个人没有足够的承担虚假陈述的责任,实际上也不能为投资者提供太大程度的保护。因此,建议取消保荐代表人制度,对相关法律法规进行修改。

四、结语

我国大陆借鉴香港建立了证券发行上市保荐制度,有实证研究发现,保荐制度的实施显著降低了新股发行的抑价,^[32]而另有研究也发现,保荐人声誉会影响到首次公开发行上市申请人的过会时间(拟上市公司从证监会受理其申请到在发行审核委员会过会的天数),保荐人声誉越高,其申请到过会时间越短;如果上市申请人过会时间越长,IPO后短期折价和中长期相对大盘走势越低,上市当年业绩下滑的可能性越大。^[33]保荐制度作为当初发行市场的重大变革,提供了证券质量的约束机制,在一定程度上促进了上市公司的规范运作,为中国证券发行“市场化”的过渡做出了贡献。

但是,大陆的保荐制度实施已近十年,特别是目前的大环境将有所改变——证券公开发行核查制度将经历从核准制向注册制的过渡。香

[31] 中国证监会:“保荐信用监管列表”,载中国证监会网,<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/baxyjg/jgxyygs/>,2013年9月30日最后访问。

[32] 周猛麟、刘伟巍:“保荐人制度下新股发行抑价率的变化及原因统计分析”,载《金融经济》2008年第12期。

[33] 罗党论、汪弘:“公司特质、保荐人与过会时间——来自中国创业板上市公司的经验证据”,载《证券市场导报》2013年3月号。

港的保荐制度是注册制背景下的产物,其十年沿革也为大陆未来的保荐制度发展提供了可资借鉴的范本。香港对保荐人的要求越来越严格,特别是根据市场变化,围绕保荐人的尽职调查,协助发行人进行信息披露这方面的责任和义务进行修订完善。趁此次《证券法》修改之际,大陆监管机构需要厘清保荐人与承销商的关系,加强保荐人的协助信息披露义务,严格保荐机构的法律责任,取消保荐制度中的个人责任,以促进保荐人完善持续督导的“看门人”任务。