

从私人选择走向公共选择

——摧毁“保荐合谋”的利益墙

蒋大兴* 沈 晖**

摘要:因“保荐合谋”现象的存在,今日中国之证券发行与上市,在某种意义上已演变一场“虚构的游戏”。希望借助保荐人的“专业技能”与“声誉约束”,延伸行政监管触角的“规整目的”之实现差强人意。因此,立足实践理性,保荐人的选任机制必须进行“去私人化”的改革,证监会应当介入保荐人的公共选任,借助诸如保荐费预缴、抽签选任、公共机构代付报酬、保荐人独立执业,以及强制保险、强化责任等一揽子策略,摧毁普遍存在的“保荐合谋利益墙”。此种“公共选任的图谋”,涉及中国证券市场监管者角色的重新安排——涉及如何平衡“市场力量”监管与“公共权力”监管间的关系。有关保荐人的这套“公共选择机制”,完全可以复制到证券市场的所有专业服务领域——包括会计师、审计师、律师的选任。尽管这种“公共化倾向的改革”会招来很多“市场派”的非议,但我们坚持这样一种理论虔诚:中国现阶段的市场规制力量作用

* 北京大学法学院研究员、博士生导师,北京大学中国企业法律风险管理研究中心主任。

** 北京大学法学院 2009 级经济法博士生。

有限,保荐人的公共选择是一条“走向监管成功”的道路,至少,是一种可以尝试的道路。

关键词: 保荐人 私人 选任 证券 监管

“让暴风雨来得更猛烈些吧”。

——[俄]高尔基^①

一、问题的提出

2004年开始实施的保荐人(nominated advisors, Nomads)制度规定,公司公开发行证券和上市时,须由具有保荐资格的保荐人推荐。^②这一制度,借鉴了英国伦敦交易所的“另类投资市场”或“创业板市场”(alternative investment market, AIM)的经验,^③旨在监督证券发行的质量,而且,我国将其扩张到各层次的公开发行——无论是主板、中小板、还是创业板都一体适用。由于保荐机构由发行人委任,且大部分保荐机构同时又是承销商,他们很自然地将申请发行的公司视为其潜在客户。因此,在一定程度上,今天中国的证券发行与上市,可能演变成一场“虚构的游戏”——在私人利益的驱使下,证券发行与上市中的“保

^① 参见[俄]高尔基:《海燕》,巴金、刘文飞选编,漓江出版社2003年版,第1页。

^② 《证券发行上市保荐业务管理办法》(中国证监会[2009]第63号令,下同)第2条规定:“发行人应当就下列事项聘请具有保荐机构资格的证券公司履行保荐职责:(一)首次公开发行股票并上市;(二)上市公司发行新股、可转换公司债券;(三)中国证券监督管理委员会认定的其他情形。”

^③ 在伦敦交易所挂牌上市的公司,受到英国上市局(UK Listing Authority)的监管,该机构隶属于英国金融服务局(Financial Services Authority),但对于在AIM挂牌的公司,监管权则授予了称为“Nomads”的私人机构。Nomads的全称是nominated advisors,即“指定顾问”或“保荐机构”,是市场中的金融服务机构,通常是投资银行,但也可以是会计师事务所甚至律师事务所。以上资料参见[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,第388页;London Stock Exch., A Professional Handbook: Joining AIM 3 (2005) (listing admissions criteria), at 19. Available at <http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/2FEDF9AD-2A8A-4EE6-B094-0A505E922F9A/0/LSEAIMGuidenographicsFINAL.pdf>.

荐合谋”——发行人、承销商、保荐机构、会计师、律师间的合谋——已相当普遍,甚至保荐人及其代表人在一定意义上充当了这场“合谋游戏”的“总导演”。证监会希望借助保荐人的“专业技能”与“声誉约束”,延伸其监管触角,提前展开“有效的市场控制”——这种理性设计的“规整目的”几乎完全落空。

如何立足实践,理顺政府的“公共监管”与市场的“私人监管”间的关系,改革证券市场上的“看门人”机制,重建市场信任,成为今日以及未来中国证券法制改革的重心。在证券市场日趋全球化的今天,这样的问题,其实,不仅仅是“中国的问题”,也是一个“普遍的全球问题”。如同美国著名公司法学者 John C. Coffee 所说:

“展望未来,新兴市场面临的一个更为重大的问题也许是,市场的看门人与政府的监管者之间将如何互动?这个问题既存在于国内市场,也存在于国际市场。……关于此问题的法律规则还不是很清楚,因此监管摩擦似乎不可避免。”

今天,市场有关保荐人制度改革的声音并不小,但在制度设计面,所谓“科菲的担心”(the Misgiving of Coffee)并未引起足够重视,关于保荐人制度设计的各种改良方案,仍存在明显的“角色错位”,一直停留在难以超越的“私人道路”上。本文试图反思中国沿用的“私人性”保荐人机制的局限,在私人治理失败的情况下,主张对保荐人制度进行“公共性改良”,让保荐人回归其“公共监管”的角色(the role of public supervision)。同时,通过配套的保荐人公共选任、独立执业、报酬分期分类委任给付等制度设计,摧毁保荐合谋的“利益墙”(interests wall),让保荐人能够真正独立地履行职责。我相信,这些改革机制,契合时下中国“权力式监管”的文化背景,将为资本市场迎来“有效监管”的新机会。

二、保荐人的“私人性”与“保荐利益墙”

(一)作为“私人警察”

按照 AIM 市场的设计,保荐人是证券市场上的“私人看门人”(private gatekeepers)或者说“私人警察”(private policeman),是证券监

管机构将一些“不那么重要的市场”的监管权转移到私人机构的产物。^④ AIM 的设计与此前失败的多数欧洲的“新兴市场”经验不同,其目标不是减少监督(reduce oversight),而是通过加强看门人的作用(enhancing the role of gatekeepers),将监督大量地转移到私人机构。如同 2009 年 Litvintsev 讨论的一样,^⑤AIM 是一个“交易所规制的市场”(exchange regulated market),这就意味着它是由其母体(parent organization)——伦敦证券交易所(the London Stock Exchange, LSE)而非正式的管制机构(formal regulatory agency)规制的。^⑥

在公司法中,学者通常用“看门人”来描述那些独立的市场专业人士,这些人扮演以下两种角色中的任何一种:其一,“看门人”是能通过不合作或不同意的方式阻止市场不当行为的市场专业人士。例如,承销商发现证券发行人信息披露存在严重不足,就可拒绝承销;同样,若审计师或律师发现其客户财务报表或信息披露存在重大问题,也可拒绝出具相关专业意见,由于这些意见是交易的必要条件,最终将阻止交易的完成。可见,“看门人”担负着在市场交易中阻止不当行为的职责。通过不合作或不同意,他们关上大门,使瑕疵交易者无法进入资本市场。^⑦其二,“看门人”是那些以自己的“职业声誉”为担保,向投资者保证拟发行证券之品质的各种市场中介机构。这种“声誉中介”的

^④ AIM 运作机制的基本逻辑是,如果上市公司与经验丰富的专业机构建立起一个紧密的顾问关系,就能代替监管者的严格监管。因此,对于“三无”的空壳公司,即这些公司既没有交易历史,也没有公众股东和财务记录,而且,几乎没有什么资产,只要他们能够找到一家合格的“Nomads”为其提供保荐服务,AIM 就允许他们挂牌。根据伦敦交易所的相关规则,Nomads 必须向伦敦交易所保证,AIM 挂牌公司的董事接受了他们提供的关于遵守 AIM 规则的建议和辅导,申请人的证券“适合上市”,并且他们在现在和将来都能随时向上市公司的董事提供关于守法义务的建议和辅导。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,第 388~389 页。

^⑤ Litvintsev, S. At What do Venture Capitalists AIM? Unpublished paper, Duke University School of Law, 2009.

^⑥ Joseph Gerakos, Mark Lang, Mark Maffett, Listing Choices and Self - Regulation: The Experience of the AIM, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1739137>, 2011 年 10 月 11 日最后访问。

^⑦ 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,第 2 页。

运行机制是,由于“看门人”是市场中的“重复交易者”,已在市场经营多年,服务了大量客户,积累了声誉资本。他们能将自己的声誉资本借贷或抵押给发行人,使投资者或市场能据此信赖发行人的信息披露和证券品质。^⑧

按照制度设计者的理性,保荐人是证券市场上的一种“私人看门人”,他们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。沿用此种市场理念的中国现行保荐人机制具有很强的“私人性”,这主要体现在以下几个方面:

其一,委任的私人性。保荐人都是根据与发行人签订的“私人合约”进入证券发行与上市过程中的。发行人“聘请谁做保荐人”,以及保荐人接受谁的委托,都是一种私人谈判过程,几乎完全由发行人与保荐人私人协商——当然,也可能是由发行人的大股东决定。换言之,保荐人是由发行人聘请,监督其申请公开发行、上市行为是否妥当的“私人警察”。由于委任的私人性,这种私人选择的“警察机制”,在实践运行中很容易异化为发行人的“私人保安”。

其二,报酬给付的私人性。通常,向看门人支付报酬的人正是看门人负责监督的对象。审计师、律师和投资银行(保荐人)通常都是从聘用他们的那些公司获得报酬。虽然看门人是被聘请用来服务投资者,让投资者相信金融产品的质量,但实际上看门人的主人是公司。^⑨保荐人的报酬也正是由其主人——发行人依据“私人合约”直接支付,因为私人合约的相对性,这种支付过程(尤其是合约费用的形成过程),带有很大程度的隐蔽性。

其三,工作方式的私人性。在保荐发行、上市过程中,保荐人虽然要依照有关规定披露信息,但保荐人大量的时间和精力都花在与发行人的沟通、协调以及发行、上市方案的设计、核查方面,工作过程带有很大私密性。尤其在中国,规模不是太大的发行人在公开发行、上市之前,一般都不喜欢过于张扬,以免“木秀于林、风必摧之”,即便在保荐

^⑧ 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,第3页。

^⑨ 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,第5页。

过程中发现发行存在问题,保荐人也习惯采取内部消化、秘密改进的方式解决。这种隐蔽的工作方式,使保荐过程几乎完全丧失了“警察功能”,很少有上市公司在发行或上市保荐过程中,被保荐机构明确拒绝保荐的。

其四,代表人离任的私人性。由于保荐人的聘任是基于私人契约,保荐代表人离职也大都通过私人解约(契约解除)方式进行。我国现行立法对保荐人与发行人终止保荐协议设定了两方面限制:第一,刊登发行募集文件前,终止保荐协议的,实行“限期报告制”——要求保荐机构和发行人应当自协议终止之日起5个工作日内向证监会报告并说明原因;^⑩第二,禁止在特定期间终止保荐协议,即在刊登证券发行募集文件后至持续督导期结束期间,若无合理理由,禁止保荐机构和发行人终止保荐协议^⑪。

上述规定似乎对刊登证券发行募集文件前终止保荐协议,以及刊登证券发行募集文件后至督导工作结束期间,如何终止保荐协议做了限制性规定,意图限制发行人解任保荐机构的“自由”——防止发行人随意解任过于尽职的保荐人,确保保荐机构能不受干扰、持续地进行独立判断。但是,由于保荐业务的具体工作都是由保荐机构委派的“保荐代表人”承担,上述限制只是针对“保荐机构”的解约限制,并不限制、也无法限制保荐机构更换保荐代表人,不能去除因保荐代表人离任而产生的“离任私人性”的问题。另外,现行规定强调在限制期以及禁止期内不得随意终止保荐协议,但并未完全禁止终止保荐协议,只要当事人能在法定期限内予以报告并说明原因,或者能找到“合理理由”,仍可终止保荐协议——即使在保荐人与发行人确实无法合作、基于保荐风险而不得不退出保荐的情形,在中国这样一个注重人际交往的“关系社会”中,大家也不会把事情“做得太绝”或者“太难看”,会给对

^⑩ 例如,《证券发行上市保荐业务管理办法》第44条规定:刊登证券发行募集文件前终止保荐协议的,保荐机构和发行人应当自终止之日起5个工作日内分别向中国证监会报告,说明原因。

^⑪ 例如,《证券发行上市保荐业务管理办法》第45条规定:刊登证券发行募集文件以后直至持续督导工作结束,保荐机构和发行人不得终止保荐协议,但存在合理理由的情形除外。

方“留一些面子”。因此,在向证监会报告时(不管具体的报告人是发行人还是保荐人),真正撕破脸皮、说明终止保荐协议真实原因的情形,恐怕微乎其微,除非客观存在的真实原因是可以堂而皇之予以公告的。否则,说了实话的保荐人不仅会被批评为“很不上道”,也会影响其未来竞争潜在业务——对这些“会告密”的保荐人,其他发行人往往会敬而远之。这就如同中国民间社会孤立告密者一样,告密者很难在原来的社群里生存下去。因此,发行人和保荐人要么会竭力维持保荐关系,要么会非常默契地编造一个看似合理的理由,终止保荐协议——即使那些有道德良心的保荐人,也会倾向于以“终止保荐协议”而非“拒绝出具保荐意见”的方式,温和地退出保荐过程。因此,实务中很少有保荐人“强硬”地退出保荐的情形。

可见,针对保荐人的“解约限制”很容易因“维持面子”、“延续关系”的需求而被规避。尤其,上述有限的解约限制是针对保荐人的,并不能阻止保荐代表人“私人离职”。在保荐代表人资源稀缺时,^⑩对其离职行为缺乏有效的公共控制,会使法律要求保荐人承担的持续督导

^⑩ 保荐资格获得方式是考试,而保荐代表人资格考试的通过率一直控制在5%左右的低水平上,使新保荐代表人产生难度很大。据统计,2004年,我国首次举办保荐代表人胜任能力考试,当年考试通过率约为40%,此后几年的考试通过率分别降为9%、5%、10%和18%。首次考试通过614人,随后通过人数逐年下降,最低时仅有88人通过。2009年的通过人数创历年新高,通过率高于前五年16.4%的平均通过率。2010年12月,全国保荐代表人胜任能力考试在北京、上海、深圳三地举行,分为证券综合知识和投资银行业务两科,3183人报考,2944人参考,最后“单科至少50分,两科总分不低于120分”的合格者31人,通过率仅为1.05%。虽然2010年考试通过率只有1.05%,但保荐代表人群已经迅速拓展。2009年我国共有保荐代表人1297人,准保荐代表人1564人。其中,2009年新注册保荐代表人155人,转会79人。截至2010年12月底,已经有保荐代表人1618人,通过考试未注册人员1172人。控制保荐代表人资格考试的通过合格率的目的是控制股票发行项目上报的速度和数量,监管部门试图用控制保荐代表人数量的方式来控制股市发行节奏,这是用行政方式调控股市供求关系的必然结果,其实质与2004年之前实施的“通道制”没什么两样。以上资料,参见尹中立:“保荐人制度之弊”,载<http://www.jrj.com>,2011年9月30日最后访问;“保荐人考试通过率创新低 最高年薪直逼500万元”,载《证券日报》2011年1月26日。资料来源:http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-01/26/c_121024098.htm,2011年10月5日最后访问。

义务^⑬难以有效落实。的确,在现实生活中,保荐代表人离职非常频繁。以平安证券为例,因原投行董事总经理龚寒汀离职带离大量保荐代表人,在一月之间,平安证券至少更换了包括高乐股份、长信科技等26家上市公司的保荐代表人。以瑞丰高材为例,该公司于2011年7月12日上市,最初保荐人为李建。至9月1日,即公司上市1个多月后,平安证券即发函,将其保荐代表人变更为汪家胜和杨伟伟。到9月14日,平安证券再度发函,将其保荐代表人更为汪家胜和王为丰。杨伟伟从担任瑞丰高材保荐代表人到离开,前后仅两周时间(参见表1)。^⑭

^⑬ 按照《证券发行上市保荐业务管理办法》的规定:发行人证券上市后,保荐机构应当持续督导发行人履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务(第23条)。保荐机构应当针对发行人的具体情况,确定证券发行上市后持续督导的内容,督导发行人履行有关上市公司规范运作、信守承诺和信息披露等义务,审阅信息披露文件及向中国证监会、证券交易所提交的其他文件,并承担下列工作:督导发行人有效执行并完善防止控股股东、实际控制人、其他关联方违规占用发行人资源的制度;督导发行人有效执行并完善防止其董事、监事、高级管理人员利用职务之便损害发行人利益的内控制度;督导发行人有效执行并完善保障关联交易公允性和合规性的制度,并对关联交易发表意见;持续关注发行人募集资金的专户存储、投资项目的实施等承诺事项;持续关注发行人为他人提供担保等事项,并发表意见;中国证监会、证券交易所规定及保荐协议约定的其他工作(第35条)。首次公开发行股票并在主板上市的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后2个完整会计年度;主板上市公司发行新股、可转换公司债券的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后1个完整会计年度。首次公开发行股票并在创业板上市的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后3个完整会计年度;创业板上市公司发行新股、可转换公司债券的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后2个完整会计年度。首次公开发行股票并在创业板上市的,持续督导期内保荐机构应当自发行人披露年度报告、中期报告之日起15个工作日内在中国证监会指定网站披露跟踪报告,对本办法第35条所涉及的事项,进行分析并发表独立意见。发行人临时报告披露的信息涉及募集资金、关联交易、委托理财、为他人提供担保等重大事项的,保荐机构应当自临时报告披露之日起10个工作日内进行分析并在中国证监会指定网站发表独立意见。持续督导的期间自证券上市之日起计算(第36条)。持续督导期届满,如有尚未完结的保荐工作,保荐机构应当继续完成。保荐机构在履行保荐职责期间未勤勉尽责的,其责任不因持续督导期届满而免除或者终止(第37条)。

^⑭ 参见蔡晓铭:“‘变更潮’挑战保荐人制度”,载 www.cnfol.com, 2011年9月26日最后访问。

表1 平安证券2011年9月更换保荐代表人一览表^⑤

公司	代码	公告时间	原保荐人	新保荐人	更换原因
瑞丰高材	300243	9月1日及9月14日两次	9月1日原保荐人李建,变更为汪家胜、杨伟伟;9月14日,又再次变更为汪家胜、王为丰	汪家胜、王为丰	工作变动
爱康科技	002610	9月9日	方红华、王会然	朱文瑾、吕佳	工作变动
德力股份	002571	9月8日	徐圣能、刘俊杰	徐圣能、江成祺	工作变动
奇正藏药	002287	9月8日及9月20日两次	9月8日原秦洪波、黄澎,变更为秦洪波、钱程;9月20日,因秦洪波“工作变动”,再次变更为钱程、王为丰	钱程、王为丰	工作变动
新和成	002001	9月8日	方红华	朱文瑾	工作变动
英飞拓	002528	9月8日	王会然	周凌云	工作变动
江河幕墙	601886	9月20日	秦洪波	王为丰、张贇	工作变动
福瑞股份	300049	9月20日	秦洪波	汪家胜、吴文浩	工作变动
爱建股份	600643	9月20日	陈新军	曾年生	工作变动
方正证券	601901	8月30日及9月2日两次	8月30日原保荐人刘哲、陈新军,变更为陈建、陈新军;9月2日,变更为陈建、张贇	陈建、张贇	工作变动
宝莱特	300246	9月2日	何书茂	周凌云	工作变动
新界泵业	002532	9月1日	陈新军	杜振宇、张贇	工作变动

^⑤ 参见王柄根:“投资者与保荐人为何纷纷抛弃平安证券”,载新华网,2011年9月30日最后访问。

续表

公司	代码	公告时间	原保荐人	新保荐人	更换原因
亚夏汽车	002607	8月29日	张浩森	汪岳、杨琴	工作变动
朗姿股份	002612	9月9日	方向	吴光琳	工作变动
通源石油	300164	9月20日	秦洪波	王为丰、 齐政	工作变动
银河电子	002519	8月26日	刘哲	谢吴涛、 陈建	工作变动
禾盛新材	002290	9月7日	黄萌、 张浩森	谢吴涛、 黄萌	工作变动
瑞凌股份	300154	9月7日	王会然	丰赋、 朱文瑾	工作变动
利源铝业	002501	8月31日	李建	王为丰、 汪家胜	工作变动
沃森生物	300142	9月1日	龚寒汀、 方向	周强、 方向	工作变动
金正大	002470	9月19日	秦洪波	汪家胜、 吴文浩	工作变动
富安娜	002327	8月31日	龚寒汀、 周强	周强、 谢运	工作变动
东方雨虹	002271	9月21日	秦洪波	王为丰、 陈华	工作变动
智云股份	300097	9月9日	刘俊杰	胡智慧、 汪岳	工作变动
长信科技	300088	8月26日	周宇	江成祺、 杨琴	工作变动
高乐股份	002348	9月2日	陈新军	赵锋、 张贇	工作变动
		持续督导保 荐人	浪子股份、亚夏汽 车,新上市立即更换		

如前所述,我国现行立法设定的保荐人为“持续督导保荐人”——承担法定持续督导义务的主体是保荐代表人任职的保荐机构,而非各个独立的保荐代表人,但具体的保荐业务均由保荐代表人完成,若保荐代

表人频繁更换,尽管保荐机构未发生变化,但因保荐代表人并不带走保荐业务,也不带走持续督导义务,持续督导必须留在原来的保荐机构,接任的保荐代表人要么需花费大量时间熟悉发行人的情况,要么干脆将督导义务流于形式——无论如何,持续督导成本都大大增加,直接影响到督导工作的顺利完成。简言之,保荐代表人离职的私人性,致使投资者难觅“持续督导”的意义,客观上也促成了普遍存在的保荐人重“发行与上市保荐”,轻“持续督导”的现象。

(二) 坚固的保荐利益墙

1. 利益墙的结构

由于保荐人是发行人透过私人合约选聘的,加之,保荐人的报酬是由发行人给付的,因此,保荐人的工作成果直接影响到其报酬取得。若公司发行失败,则保荐人无法取得约定报酬;若保荐人不能取得约定报酬,则保荐代表人作为保荐人的工作人员,也无法实现预定报酬,至少会影响到其“签字费”和“绩效工资”由此,在保荐人、保荐代表人与发行人之间很自然地形成了一道“一荣俱荣、一损俱损”的利益墙(参见图1)

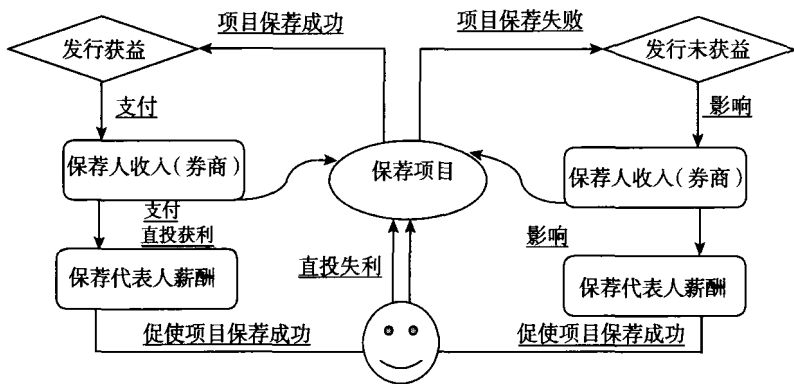


图1 保荐人、保荐代表人、发行公司之间的利益墙结构图

在实务中,保荐利益墙是现实存在的。从级别上来说,保荐代表人的职位一般是副总经理或以上。来自太和顾问的数据显示,2010年保荐代表人的年薪平均数值在240万元,最高能达到480万元;准保荐代

表人的薪酬也不低,年薪均达 89 万元,高位数值为 140 万元。保荐代表人的薪水一般分成四块:基本薪酬、补贴、签字费和绩效工资。签字费和绩效工资往往直接和保荐项目挂钩,构成保荐代表人薪酬的主体。以国内某前十大券商保荐代表人的薪酬为例,其基本月薪 4 万元,一年 13 个月月薪;签字费一年 80 万元,绩效奖金 81 万元,补贴数万元,总体薪酬超过 200 万元。若保荐代表人“撞大运”完成一个优质项目,这一数字将大大提升。一位投行的准保荐代表人,以 40 多万元年薪进入一家券商工作半年后,成功完成一个项目,当年竟然拿到 500 多万元年终奖金。^⑭

2. 利益墙的危害

保荐利益墙在很大程度上影响了保荐人的独立性。如同学者所言,保荐关系(nomad relationship)因保荐人由上市公司聘用和付酬的事实而被复杂化。^⑮实务中,“保荐+直投”或者“直投+保荐”等背离保荐人的客观公正性、^⑯损害公众投资者利益的现象比较严重。对于直投业务,尽管法律要求保荐人内部建立隔离墙,但这种隔离因为“高层管理者的一致性”,如同掩耳盗铃,并未产生预期效果。

所谓“保荐+直投”,是指在券商成为发行公司的保荐人后,直投突击入股,形成“我推荐你上市,你给我突击入股的机会”。所谓“直投+保荐”,是指券商先直投,后出任保荐人角色,这种模式对市场的危害与“保荐+直投”完全相同,这被业界称为“抢挑子”行动。^⑰一些保荐人为了在保荐项目中获得更大利益,以各种方式在发行人上市之前进行直

^⑭ 参见陈洁、王晶:“券商薪酬调查:保荐人一个项目或拿 500 万年终奖”,载《21 世纪经济报道》,转引自 <http://www.taoguba.com.cn/Article/407886/1>,2011 年 10 月 4 日最后访问。

^⑮ Joseph Gerakos, Mark Lang, Mark Maffett, *Listing Choices and Self-Regulation: The Experience of the AIM*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1739137>,2011 年 10 月 11 日最后访问。

^⑯ 《证券发行上市保荐业务管理办法》第 4 条规定,保荐机构及其保荐代表人应当遵守法律、行政法规和中国证监会的相关规定,恪守业务规则和行业规范,诚实守信,勤勉尽责,尽职推荐发行人证券发行上市,持续督导发行人履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务。保荐机构及其保荐代表人不得通过从事保荐业务谋取任何不正当利益。

^⑰ 参见皮海洲:“叫停‘保荐+直投’还远不够”,载《长江日报》2011 年 7 月 19 日,转引自 <http://www.chinanews.com/stock/2011/07-19/3193114.shtml>,2011 年 10 月 12 日最后访问。

投。一旦发行人上市成功,则保荐人可以获得保荐费用与直投利益双重报酬;反之,一旦保荐项目失败,则会同时影响到保荐人的双重利益。这种利益勾连导致保荐人、保荐代表人与发行人不得不站在同一条战壕里“并肩作战”,证券监督管理机构成为其联合博弈的对象。由此,我们不难看到,正是这种利益墙的存在,使保荐日益丧失了预定的“保荐功能”。皮海洲认为,“保荐+直投”模式对于中国股市来说,存在四宗罪。一是灰色交易,进行不正当利益输送;二是践踏了证券市场的“三公”原则;三是导致新股发审标准混乱;四是导致新股高价发行,损害投资者利益。^②

有关调查发现,自IPO重启以来,券商保荐业务暴露的问题越来越多。例如:首先,投行保代持股潜规则:要想上市先给100万股。根据中小板和创业板企业30元以上的平均价格,据此测算,保代能够获取的收益基本与二三千万元的估计相吻合;其次,关联方任保荐人、券商直投任保荐方的企业,保荐人在上市前突击入股;最后,保荐人对上市公司把关不严的现象时有发生。目前市场上个别保荐机构与保荐代表人要么业务胜任能力存在问题,要么职业操守存在问题,但利益至上却成为行业的“潜规则”。^③近两年大量创业板、中小板企业高市盈率上市,其中不乏直投项目。券商在成为拟上市公司的股东后,不论是为了赚取更多承销费,还是为了更高的退出价,都有理由推高公司上市发行的价格。^④2010年前10个月,53家公司IPO过会被否,引发业内人士对保荐人的专业性与职业操守的质疑。^⑤

^② 参见马会:“券商保荐+直投模式遭疑 网友认为国信涉嫌腐败”,载<http://www.people.com.cn/h/2011/0614/c25408-2975978730.html>,2011年10月12日最后访问。

^③ 参见“证券保荐人:端稳金饭碗不易”,载《侨报》2011年2月8日,转引自http://epaper.usqiaobao.com:81/qiaobao/html/2011-02/08/content_409100.htm,2011年10月4日最后访问。

^④ 参见蔡宗琦:“三问券商‘直投+保荐’‘天使’还是‘魔鬼’?”,载《中国证券报》,转引自<http://finance.people.com.cn/stock/h/2011/0920/c226333-463612014.html>,2011年10月12日最后访问。

^⑤ 参见“保荐人考试通过率创新低 最高年薪直逼500万元”,载《证券日报》2011年1月26日,转引自http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-01/26/c_121024098.htm,2011年10月5日最后访问。

一些调查研究表明,“保荐+直投”^⑤的确存在巨大的回报利益。^⑥清科研究中心分析师罗姝调查所得的数据显示,截至2011年7月底,共有36个券商直投项目获得IPO退出。其中,“保荐+直投”项目有34个,占比94.4%,共涉及8家券商直投公司,账面投资回报为42.54亿元人民币,平均每个“保荐+直投”项目的账面投资回报为1.25亿元人民币,平均账面回报率为4.9倍。^⑦

其中,2009年共有6个“保荐+直投”项目获得IPO退出,账面投资回报金额为4.98亿元人民币;2010年共有12个“保荐+直投”项目获得IPO退出,账面投资回报金额为16.25亿元人民币;而2011年前7个月已有16个“保荐+直投”项目获得IPO退出,账面投资回报金额为21.31亿元人民币。逐年上升的退出项目数和回报金额,不仅表明“保荐+直投”模式让券商们获利丰厚,同时还凸显了直投业务在券商收入

^⑤ 下文所引研究报告、媒体调查所列数据中的“保荐+直投”,包括“先保荐后直投”和“先直投后保荐”两种模式,特此说明。

^⑥ 例如,有媒体统计,到2011年6月,有31家券商设立直投机构,相关数据显示,直投机构投资周期短、平均回报率高,除了直投机构,紧随而至的PE也能够分杯羹。投中集团数据显示,券商直投平均回报率呈现增高趋势。2011年前5个月,平均账面回报率是5.1倍,而2010年该回报率是3.78倍。“CVAwards2010年度中国券商直投公司排行榜”显示,位列前十位的分别是:金石投资、广发信德、国信弘盛、海通开元、平安财智、华泰紫金、国元投资、光大资本、中金佳成和中信建投资本。4月12日,贝因美成功IPO,平安财智的账面退出回报率是11.34倍,这是券商直投IPO中退出回报率最高的。从市场分布来看,创业板是券商直投IPO退出主要场所。平安财智以“保荐+直投”方式进入贝因美。贝因美招股说明书显示,2009年8月贝因美增资扩股,平安财智投资6400万元认购800万股,当年12月贝因美实行转增分配方案,每10股转增13.5股。按照发行价计算,平安财智账面浮盈7.26亿元,投资回报率达11.34倍。截至目前,国信弘盛投资的公司有10家已经IPO,数量最多,2011年至今已从其中4家退出;此外,金石投资和广发信德也在IPO市场收获颇丰,分别有7家和6家企业已登陆A股市场。投中集团报告显示,从券商直投机构投资于企业到该企业IPO的间隔来看,2010年IPO的13家券商直投公司从融资到上市的平均周期为13.6个月,相比国内专业PE机构平均2年到3年的账面退出周期,投资周期较短。其中,周期最长的项目为金石投资的昊华能源,周期为27个月,最短的为海通开元投资的东方财富,投资到上市仅有8个月。以上资料参见马会:“券商保荐+直投模式遭疑 网友认为国信涉嫌腐败”,载<http://www.people.com.cn/h/2011/0614/c25408-2975978730.html>,2011年10月12日最后访问。

^⑦ 所引文献和图表,请参见罗姝:“‘保荐+直投’项目平均获利4.9倍 投资回报周期仅一年零两个月”,载<http://wenku.baidu.com/view/25828c21bcd126ff7050b15.html>,2011年10月12日最后访问。

来源中的日益重要性(参见图2)^②

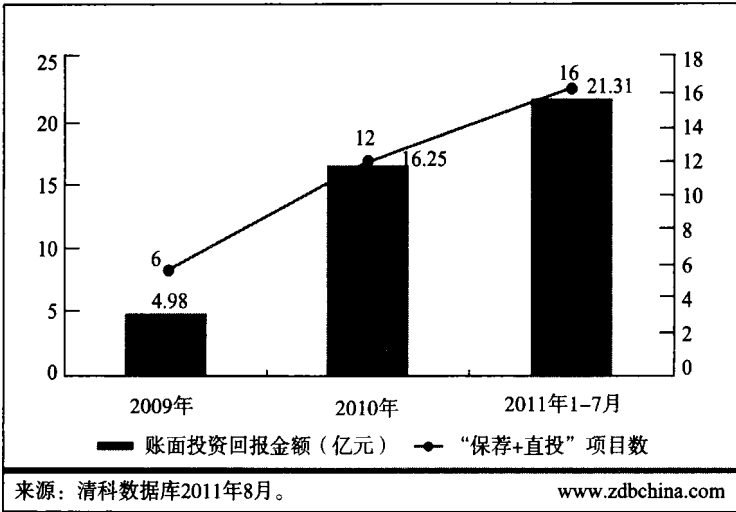


图2 2009年~2011年7月“保荐+直投”IPO退出项目数及账面回报金额

从券商直投公司入股,到企业首发上市的时间间隔和IPO退出账面回报率来看,“保荐+直投”项目投资回报周期都较短,以每月30天计算,平均投资回报周期为14.35个月。“保荐+直投”项目IPO退出的账面投资回报率波动也较小,2009年至2011年7月,该投资回报率均保持在4.9倍上下(参见图3)。^③

^② 所引文献和图表,请参见罗妹:“‘保荐+直投’项目平均获利4.9倍 投资回报周期仅一年零两个月”,载 <http://wenku.baidu.com/view/25828c21bcd126fff7050b15.html>,2011年10月12日最后访问。

^③ 所引文献和图表,请参见罗妹:“‘保荐+直投’项目平均获利4.9倍 投资回报周期仅一年零两个月”,载 <http://wenku.baidu.com/view/25828c21bcd126fff7050b15.html>,2011年10月12日最后访问。

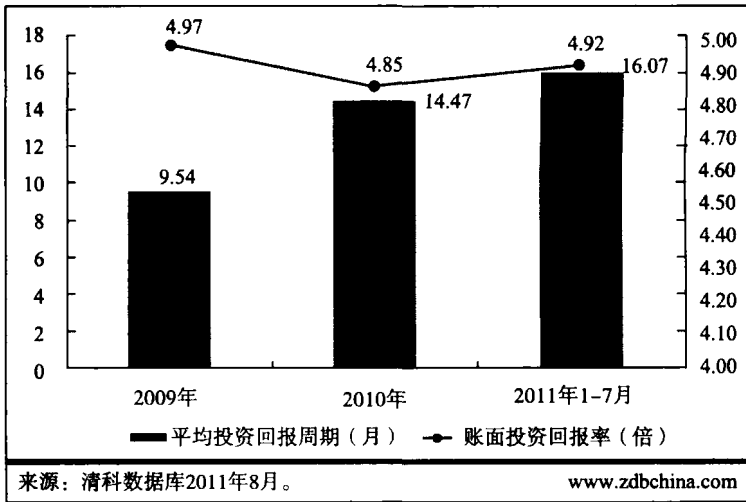


图3 2009年~2011年7月“保荐+直投”IPO项目
平均投资回报周期和平均账面回报率

在34个“保荐+直投”IPO退出项目中,投资回报周期最短的仅5个多月(5.5个月),周期最长的也不到两年半(27.9个月),分别为金石投资公司投资的神州泰岳和昊华能源,投资回报率分别为4.39倍和4.73倍。而账面投资回报率最高的“保荐+直投”项目为平安财智投资的贝因美,投资回报率为12.34倍,投资回报周期为18.63个月(参见表2与表3)。^②

表2 “保荐+直投”项目IPO退出账面投资回报率排名前十

上市公司	上市时间	上市地点	券商直投公司	投资回报周期(月)	账面投资回报率	账面回报金额(亿元)
贝因美	2011-4-12	深圳中小企业板	平安财智	18.63	12.34	7.9

^② 所引文献和图表,请参见罗姝:“‘保荐+直投’项目平均获利4.9倍 投资回报周期仅一年零两个月”,载 <http://wenku.baidu.com/view/25828c21bcd126fff7050b15.html>,2011年10月12日最后访问。

续表

上市公司	上市时间	上市地点	券商直投公司	投资回报周期(月)	账面投资回报率	账面回报金额(亿元)
阳普医疗	2009-12-25	深圳创业板	国信弘盛	8.1	8.21	0.87
纳川管材	2011-4-7	深圳创业板	广发信德	18.57	8.01	1.24
锐奇股份	2010-10-13	深圳创业板	平安财智	13.07	7.69	1.07
瑞凌股份	2010-12-29	深圳创业板	平安财智	12.8	7.17	1.11
天广消防	2010-11-23	深圳中小企业板	广发信德	17.67	6.73	1.01
青龙管业	2010-8-3	深圳中小企业板	广发信德	16.47	6.25	0.25
东软载波	2011-2-22	深圳创业板	金石投资	14.03	6.22	1.24
顺荣股份	2011-3-2	深圳中小企业板	国元直投	14.27	5.93	1.21
维尔利	2011-3-16	深圳创业板	国信弘盛	14.73	5.68	1.07

来源:清科数据库2011年8月。

www.zdbchina.com

表3 “保荐+直投”IPO项目投资回报周期最短排名前十

上市公司	上市时间	上市地点	券商直投公司	投资回报周期(月)	账面投资回报率	账面回报金额(亿元)
神州泰岳	2009-10-30	深圳创业板	金石投资	5.5	4.39	1.22
钢研高纳	2009-12-25	深圳创业板	国信弘盛	7.33	4.75	0.66
阳普医疗	2009-12-25	深圳创业板	国信弘盛	8.1	8.21	0.87
银江股份	2009-10-30	深圳创业板	海通开元	8.1	4	0.3
长盈精密	2010-9-2	深圳创业板	国信弘盛	8.6	2.69	1.33
三川水表	2010-3-26	深圳创业板	国信弘盛	9.3	4.4	0.34
金龙机电	2009-12-25	深圳创业板	国信弘盛	9.97	3.47	0.65
方直科技	2011-6-29	深圳创业板	平安财智	10.23	3.04	0.32
华仁药业	2010-8-25	深圳创业板	广发信德	12.17	4.37	1.4
香雪制药	2010-12-15	深圳创业板	中信建设资本	12.43	4.28	0.34

来源:清科数据库2011年8月。

www.zdbchina.com

从市场来看,深圳创业板是“保荐+直投”项目IPO退出的首选,34个项目中,有20个在深圳创业板首发上市,占比58.8%;其次是深圳中小

创业板,共有 12 个“保荐 + 直投”项目 IPO,占比 35.3%;上海证券交易所有 2 个“保荐 + 直投”项目 IPO,占比 5.9%。从平均投资回报率而言,深圳创业板最高,为 5.05 倍,深圳中小企业板和上海证券交易所分别为 4.85 倍和 3.65 倍(参见图 4)。^③

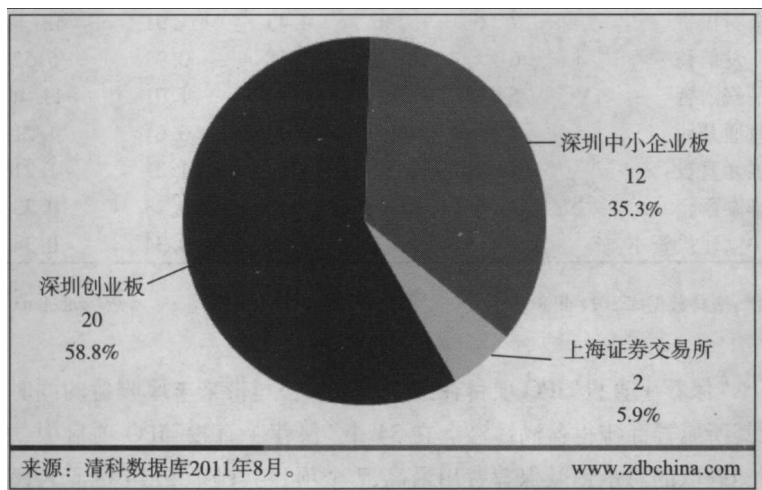


图 4 “保荐 + 直投”项目 IPO 退出市场分布图(按数量,个)

截至 2011 年 7 月底,“保荐 + 直投”IPO 退出项目数最多的是国信弘盛投资有限公司,共有 10 个项目实现 IPO,平均账面回报率为 4.38 倍;其次是金石投资有限公司,共有 7 个项目实现 IPO,平均账面投资回报率为 4.43 倍;此外收获颇丰的还有广发信德投资有限公司和平安财智投资有限公司,各有 6 个项目实现 IPO,平均账面投资回报率分别为 5.58 倍和 6.21 倍(参见表 4)。^④

^③ 所引文献和图表,请参见罗姝:“‘保荐 + 直投’项目平均获利 4.9 倍 投资回报周期仅一年零两个月”,载 <http://wenku.baidu.com/view/25828c21bcd126fff7050b15.html>,2011 年 10 月 12 日最后访问。

^④ 所引文献和图表,请参见罗姝:“‘保荐 + 直投’项目平均获利 4.9 倍 投资回报周期仅一年零两个月”,载 <http://wenku.baidu.com/view/25828c21bcd126fff7050b15.html>,2011 年 10 月 12 日最后访问。

表4 “保荐+直投”IPO项目相应券商直投公司排名(按退出数量,个)

券商直投公司	“保荐+直投”IPO项目数	平均投资回报周期(月)	平均账面投资回报率(倍)	平均账面投资回报金额(亿元)	总账面投资回报金额(亿元)
国信弘盛	10	14.05	4.38	0.87	8.74
金石投资	7	15.36	4.43	1.91	13.34
广发信德	6	16.29	5.58	0.92	5.52
平安财智	6	13.41	6.21	1.91	11.46
海通开元	2	11.08	3.63	0.61	1.21
国元直投	1	14.27	5.93	1.21	1.21
华泰紫金	1	12.9	3.63	0.73	0.73
中信建投资本	1	12.43	4.28	0.34	0.34

来源:清科数据库2011年8月。

www.zdbchina.com

“保荐+直投”IPO项目在给券商直投公司带来丰厚收益的同时,也让其所属券商赚得盆满钵溢。在34个“保荐+直投”IPO项目中,中信证券赚取的总承销及保荐费用最高,7个项目共赚取5.14亿元人民币,平均每个项目7348.22万元人民币;国信证券保荐的项目最多,10个项目共赚取承销及保荐费4.2亿元人民币,平均每个项目4200.4万元人民币(参见表5)。^②

表5 “保荐+直投”IPO项目承销及保荐费排名(按总承销及保荐费用)

券商直投公司	保荐及承销项目数	总承销及保荐费用(万元)	平均承销及保荐费用(万元)
中信证券	7	51,437.52	7348.22
国信证券	10	42,004.00	4200.40
平安证券	6	29,663.36	4943.89
广发证券	6	15,101.99	2517.00
海通证券	2	8014.47	4007.23

^② 所引文献和图表,请参见罗姝:“‘保荐+直投’项目平均获利4.9倍 投资回报周期仅一年零两个月”,载 <http://wenku.baidu.com/view/25828c21bcd126fff7050b15.html>,2011年10月12日最后访问。

续表

券商直 投公司	保荐及承 销项目数	总承销及 保荐费用 (万元)	平均承销及 保荐费用 (万元)
华泰证券	1	7215.00	7215.00
中信建投	1	4011.07	4011.07
国元证券	1	3297.50	3297.50

来源:清科数据库 2011 年 8 月。

www.zdbchina.com

虽然保荐存在很多问题,但保荐人被处罚的并不多。在英国 AIM 市场上,这种私人保荐的监督效果也不是很好。2009 年, Taylor 指出:在 AIM 市场的 14 年存在历史中,只有 4 家在该市场报价的公司被公开谴责,其中只有一家被罚款,只有一个 AIM 市场上市公司的保荐人被罚款和公开谴责。^③很显然,作为企业发行上市的经纪人(*servicing as a firm's broker*),由于保荐人的利益过于紧密地与发行公司绑在一起,将产生一种额外的道德风险问题(*additional moral hazard problem*),阻止保荐人有效筛选和监督其委托人(*prevents the Nomad from effectively screening and monitoring its client firms*)。^④

三、保荐人的角色归属与试验中的委任模式

发行公司透过“私人选择”而聘任的保荐人,为何未能实现法律强制要求的保荐目的? 其中,最为主要的问题是——现行制度未能解决保荐人、保荐代表人与发行公司间基于“私人利益”而达成的“保荐合谋”。此种不正常“合谋现象”的存在,不仅与保荐人责任不清有关,而且,与保荐人的角色归属不清有重大关系——保荐人角色归属不清,直接影响

^③ Taylor, P. *Astaire's Public Punishment is a Warning to Others*, *The Telegraph* (June 28, 2009).

^④ Joseph Gerakos, Mark Lang, Mark Maffett, *Listing Choices and Self-Regulation: The Experience of the AIM*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1739137>, 2011 年 10 月 11 日最后访问。

了保荐人的委任机制和报酬给付机制。为此,首先必须厘清这样的问题——到底谁需要保荐人,谁可以委任保荐人?

保荐人到底属于私人的受托人,还是公共的受托人?不同的保荐人角色归属会导致不同的委任模式。对此,理论界和实务界尝试了若干可供选择的模式,诸如发行人委任、投资人委任、独立保荐人及交易所委任模式(参见图5),但这些试验中或者用于试验的模式都存在各种各样的局限,难从根本上解决保荐合谋的问题。

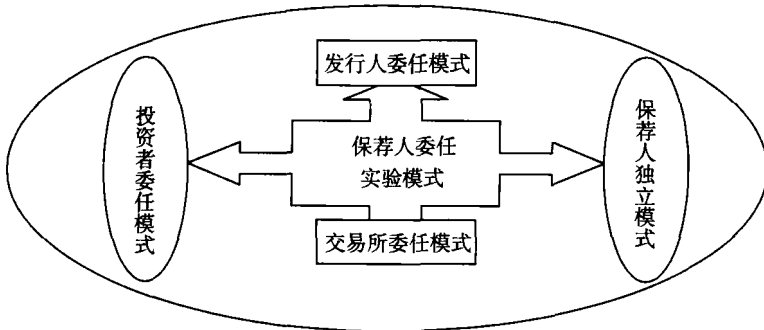


图5 保荐人委任的实验模式示意图

(一) 发行人委任模式 (appointed by issuer)

由发行人委任保荐人是一种最传统的模式。无论在国外,还是在我国,采取保荐制的国家,多由发行人委任保荐人。由于保荐人是证券发行的“看门人”,在证券发行上市过程中,保荐人负责对控制公司的管理层或控制股东的不当行为进行监督。若由发行人委任保荐人,保荐人的职能定位必使其与委托人均处两难境地,进而导致了立法预设的“保荐机制”失效。

保荐人的职责之一在于,通过对上市材料的核查验证来保证发行人披露信息的真实、准确、完整。但受到管理层或者控制股东控制的发行人,通常不愿让可能会影响公司发行、上市或者股价的信息为公众所知,很显然,保荐人与发行人之间存在利益冲突。委任保荐人监管发行人的信息披露行为,实为发行人为筹资而不得不接受的强制安排(若无立法强制,多数发行人不会主动接受保荐核查,也不会主动披露不利信息)——这在我国这样一个多数公司以圈钱为上市目的的环境下体现更

为明显。因此,发行人并无激励委托高水平、负责任的保荐人对自己进行保荐。因为,保荐人的水平越高,越负责任,可能导致发行上市的成本越高;水平越高、越负责任的保荐人也越容易发现发行人的不当行为,而致其不能上市或使其发行的股票定价更低。在发行人普遍实力不济的情况下,若委任保荐人的权力掌握在发行人手中,很容易诱导保荐人业务市场的竞争走向“朝底竞争”——保荐人相继降低监管力度,水平越低,越不负责的保荐人,越容易获得发行人青睐。

可见,在发行人委任体制下,一方面,保荐人的主要职责之一是对发行人的管理层或控制股东不愿披露的不当行为进行监督,防止不合格的证券发行;另一方面,保荐人能否获得委任进行此项监督的决定权恰恰掌握在其监督对象(管理层或者控制股东)手中。由此,保荐人为取得保荐业务便需讨好发行人的管理层或控股股东,又如何能奢望其严格履行职责,不怕“开罪”监督对象呢?况且,在中国当前的市场环境 with 保荐人机制下,保荐人获得一个“尽职”的声誉对自己并不能形成任何竞争优势,相反,倒可能会形成劣势。

发行人委任中的利益与职责冲突缺陷,是否可通过限定发行人选任保荐人的决策机构来避免呢?即能否强行规定由发行人的某一特定机关决定选聘保荐人,以解决前述角色冲突?答案是否定的。若由发行人委任,其董事会选任很难解决前述利益冲突,可供选择的相对中立的决策机关包括:发行人的股东会、监事会、或者完全由独立董事组成的审计委员会。然而,无论由何者机关决定,都无法逃离前述管理层或控制股东控制的现象。例如:

其一,由股东会决定。若发行人股权结构分散,必然存在股东集体行动的问题(problem of collective action),加之一些股东本来就是投机股东,可能不会积极参加股东会,最终公司股东会决议的形成仍然控制在大股东和管理层手中。而在股权集中型公司,因选择保荐人并非表决权回避之法定情形,控股股东完全可通过依法行使表决权影响最终决定。即便表决权设定为法定回避情形,因为追求发行成功或者上市成功这一未来利益的同质性,在选任便于合作的保荐人方面,大小股东都会心照不宣。因此,以股东会决定保荐人,最终仍会成为管理层或控制股东决定。

其二,由监事会决定。我国公司监事会的监事由股东代表和适当比例的职工代表组成,其中职工代表的比例不得低于三分之一。而股东监事则由股东会选举产生。因此,管理层及控制股东仍可通过控制股东会进而控制监事会,监事会难以真正发挥监督作用。我国公司治理实践中监事会失效早已彰显了这一事实。因此,由监事会选择保荐人也难以摆脱管理层或控制股东的控制。

其三,由独立的审计委员会决定。长期以来,独立董事制度在我国同样失效,引入独立的审计委员会恐怕也于事无补。并且,正如 John C. Coffee 教授在讨论作为看门的审计师和律师的委托人时所指出的那样,“可以要求审计师或者法律顾问向独立的审计委员会而不是公司管理层汇报……但这一解决方案在集中所有权结构下并不适用。在这一体系下,任何审计委员会都可能为控股股东利益行事。”^⑤我国的证券市场,恰恰是以集中所有权结构为代表的控制型市场。

可见,在发行人委任情形下,无论用何种方法都无法让保荐人这一“私人警察”有效地履行“公共监管”的职能。让发行人选任保荐人,显然属于对保荐人角色定位的错误,这不是帮投资者找到一位中立、客观的监督者,而是用立法强制的方式,帮发行人找到了一位掩盖发行瑕疵的“专业帮手”,对监管部门而言,这是不是“好心却办了坏事”?

(二) 投资者委任模式 (appointed by investor)

一种主张认为,保荐人是为投资人提供准确真实的证券信息的,因此,保荐人是投资者的助手,应当由投资人而非发行公司来委任保荐人,并由投资人负责支付保荐人的报酬。由此,让保荐人在法律关系上直接对投资人负责。美国联邦最高法院也曾在其判例中试图让证券市场的看门人——审计机构——直接向投资者承担信义义务。例如,在 *United States v. Arthur Yong & Co.* 一案中,法院一致认为:

“通过核实一家公司的财务报表等公开记录资料,独立的审计机构承担着一个公共责任,该责任超越了他们与客户之间的聘用关系。独立的公共会计师事务所在扮演该特殊角色时,必须忠诚于公司客户的债权

^⑤ [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,第111页。

人、股东、以及投资大众。这个‘公共监察者’的功能要求会计师保持完全独立,在任何时候都必须独立于其公司客户,并对社会公众绝对忠诚。”^{③④}

在保荐人由发行公司选任并付费的情况下,让其对虚幻的投资者承担信义义务,无异于天方夜谭。如同 Coffee 所言,从法律应然的角度来看,上述判词很好,令人振奋并充满期望,但从法律正当的角度来看,它脱离实际,没有反映公司客户能够影响和控制看门人的现实。这里真正的问题是,我们能否信任一个由被监督者聘用并付费的监督者?^{③⑤}

在英国 AIM 市场上,保荐人的主要责任和注意义务(primary responsibility and duty of care)是针对伦敦交易所而不是投资者(owed to the LSE and not to investors)。^{③⑥} 违反 AIM 规则应遭受处罚和制裁的保荐人是根据伦敦证券交易所的 AIM 市场的纪律程序(the LSE's AIM disciplinary procedures)进行的。虽然保荐人并不对投资者承担主要的注意义务,但投资者若被误导做了错误投资(been misled into making a poor investment),却可以起诉保荐人。然而,我们未曾发现任何文字记载的投资者成功起诉保荐人的案例。而且,LSE 对保荐人进行公共处罚或制裁(public fines or sanctions)也极为罕见。^{③⑦}

尽管在理论上似乎可以得出这样的结论——只要“看门人”的声誉资本价值超过他们从客户处获得的可期待利润,他们就会选择忠实于投资者,而不会与客户串通作假。这个逻辑曾一度被广泛接受,^{③⑧}但看门人的这种经济理性不断被实践证明是不可信的。无论你用投资者诉讼、

^{③④} 参见 465 U.S. 805 (1984), pp. 817-818. 转引自[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,第 5 页。

^{③⑤} 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,第 6 页。

^{③⑥} Joseph Gerakos, Mark Lang, Mark Maffett, *Listing Choices and Self-Regulation: The Experience of the AIM*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1739137>, 2011 年 10 月 11 日最后访问。

^{③⑦} Joseph Gerakos, Mark Lang, Mark Maffett, *Listing Choices and Self-Regulation: The Experience of the AIM*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1739137>, 2011 年 10 月 11 日最后访问。

^{③⑧} 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,第 6 页。

长期契约,还是其他的一些“绑定机制”(bonding mechanism)作为履行承诺的担保,声誉保障并不像我们理论推论的那样可靠。即使很著名的看门人,也可能很轻易地抛弃其多年累积的声誉资本,协助某些发行公司造假。

在中国,投资者委任并非一种最优模式,还在于中国投资者的特殊构成。虽然证券市场为投资者提供投资产品,因此,投资者需要证券市场乃不言自明之事。但我们必须清楚地知道,如同生活世界总是充满复杂性一样,^①投资者也是多样化的群体组合。复杂世界的真理总是相对的,因此,永远不要把复杂的投资者假想成单面、“线性”的现象。人类世界的矛盾无处不在,投资者偏好也可区分为很多矛盾类型:例如,有偏好营利性回报的,也有偏好非营利性回报的;有偏好长期回报的,也有偏好短期回报的;有偏好公开性证券投资的,也有偏好闭锁性权益投资的,等等。尤其是,证券市场是一种多方博弈的场所,看起来温顺的中国人的国民性里蕴含着“好赌”基因,且每个人的嗜赌需求及能力差异很大^②——好赌的中国人常将买卖股票称之为“炒股”,所谓“炒”,乃“炒作”之意。也即,只要市场上有适合翻炒的题材,投资者就可跟人,至于该题材是否真实、真实到何种程度,有时反而并不那么重要。对这部分“炒家投资者”而言,由于其并不完全追求信息的真实性(有时甚至故意制造虚假信息),他们通常不愿为“保障真实”的保荐行为买单。况且,在公司发行上市之前,投资者是潜在、分散地存在的,如何才能使这些“隐形人”集体行动、事先进行保荐人委任呢?

一种改良的投資人委任模式是,由投資人中将要购买股票的机构投资者委任保荐人——机构投资者可通过询价程序甚至在更早的时候“显形”,以缓解“投资人隐蔽”而无法选任保荐人的问题。John C. Coffee认为,尽管机构投资者的选择过程可能仍掌握在发行人管理层手中,但可借助法律责任安排,有效防止发行人与保荐人间关系过于“亲密”。例如,由法律规定保荐人需对投资者因欺诈遭受的损失自动承担一定比例

^① 参见李恒威:《“生活世界”复杂性及其认知动力模式》,中国社会科学出版社2007年版,导论部分。

^② 参见蒋大兴:《国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的‘好赌性’与市场调控法则》,载《北方法学》2009年第1期。

的责任。这可能是一种更有希望的改革方案,但仍需配套解决其中的利益冲突,并创建一个强大的委托人(或引入一定的威慑机制)。^④而且,它只部分解决了上市阶段的保荐人委任问题,未能解决公司上市后,因故解除保荐合同时,如何选择新的保荐人的问题?——此时,机构投资者可能已经退出,发行公司已经不存在机构投资者。

在我国,《证券法》已经安排了作为机构的保荐人责任,甚至安排了很严格的连带责任,但未能有效遏制“保荐合谋”的发生。在中国这样的人情社会,任何看起来合理、正当、有效的责任规则,只要有可变通或自由裁量的尾巴,都面临“执行失效”的问题——所以,“生活事实”告诉我们,针对作为单位的保荐人的“责任威慑”,充其量只能解决部分问题,甚至几乎完全不能解决问题。另外,在中国,新股发行仍属稀缺品,对公司上市时将要购买股票的机构投资者而言,由于“我国股市在股改后,大盘股上市即使反应差也不降发行价,小盘股的发行价与市场价有50%以上乃至数倍的悬殊”,^⑤机构投资者仍有激励与保荐人合谋,促使发行人股票上市,以从中渔利。而且,就我国目前制度而言,因公司上市应向证监会递交保荐书、保荐代表人专项授权书以及证监会要求的其他与保荐业务有关的文件,^⑥若保荐人尚未确定,也就无法提出上述申请,更无法进一步确定将要购买发行人股票的机构投资者。总之,投资人委任模式,在实践中很难真正操作下去。

(三) 保荐人独立模式 (independent sponsor)

另一种业界有较大影响的主张认为,保荐人的独立性取决于其机构的独立性,目前保荐机构与承销机构合一的体制,导致保荐代表人在具体业务过程中不得不听命于承销机构。因此,让券商的保荐职能与承销职能分离,让保荐人以独立保荐公司的形式存在,使保荐代表人隶属于专门的保荐公司而非同时作为承销机构的券商,可切断承销券商与保荐

^④ 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,第390页。

^⑤ 陈岱松:《证券上市监管法律制度国际比较研究》,法律出版社2009年版,第320页。

^⑥ 参见《证券发行上市保荐业务管理办法》第31条。

代表人之间的不当控制,从而实现保荐行为的客观、中立。^{④⑥}

的确,在现行体制下,由于承销机构与保荐人合一,承销机构与发行公司利益关系密切,保荐代表人在人事、薪酬给付等方面隶属于承销机构,无法独立保荐。保荐人独立模式也许可在一定程度上解决保荐代表人受制于承销机构的问题,但仍无法解决“保荐人与发行人合谋”的问题。相反,成立独立的保荐公司,也许更容易为发行人所虏获。因为,相较于规模较大、有一定财富积累、治理相对规范的承销机构而言,新成立的保荐公司可能在实力上会更弱一些,对商业利益的追求,会使单独的保荐公司更可能与发行人达成保荐合谋。此种情况下,保荐合谋的内在诱因并未消除——保荐人、承销机构、发行人仍是利益一致的主体,只是“保荐合谋”的当事人可能由两方(承销机构与发行公司)转向三方(保荐人、发行公司与承销机构),保荐合谋的协商成本可能增加了,但保荐合谋的内在诱因并未消除或减少,保荐人选任的“私人性”本质也未发生实质改变。

(四) 交易所委任模式 (appointed by exchange)

保荐人保荐的股票都要通过证券交易所发行或上市,因此,处在一线的交易所能较快发现保荐行为的瑕疵,并对保荐人展开监督。故有学者提议,是否可由交易所委任保荐人。例如,John C. Coffee 认为,如果保荐机构受雇于证券交易所,而不是将要上市的公司,那么,作为看门人的保荐机构至少将受制于一个更强大的委托人,^{④⑦}在强大的委任人面前,不负责任的保荐行为可能会有所收敛。但这样的判断多少带有猜想成分,证券交易所尽管可能会有维护其声誉的考虑,但它在看门人行为监管中没有很强的经济利益——无论保荐人是否尽职,交易所都可能坐收发行利益。因而,证券交易所可能缺乏监管保荐人的内在动力,并非最理想的委托人。^{④⑧}

^{④⑥} 2011年9月,笔者曾与某证券公司保荐人交流、讨论过这一问题,对方即持有这样的观点。

^{④⑦} 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,第390页。

^{④⑧} 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,第390页。

而且,一旦交易所具有了内在利益动机,交易所委任就会如同发行人委任一样,面临角色冲突的窘境。尽管传统的证交所被组织成由经纪人以及交易商建立和拥有的非营利组织,“他们的”证交所像一个排他性的俱乐部,对新的参赛者有很高障碍、带有地域性、甚至由国家垄断,堪比中世纪的行会。今天,国内和国际竞争日益迫使证交所放弃其排他性,走向重组、股份化,^④变成公共的营利性公司。^⑤ 这样的营利性公司可能会有越来越多的利益追求——让更多公司在交易所上市或发行新股,应是符合此种营利性交易所的利益需求的,从而,可能导致其愿意放松对客户公司的保荐管制。因此,一旦交易所商人化,则这样的委托人可能不仅没有强大的经济激励去督促保荐人尽职尽责,相反,倒有可能放任保荐人的不尽职行为。

虽然,“干净的市场最终会赢得尊重”——从长远来看,交易所也会有一种强大的内驱力,要确保在其内上市的公司能规范运作,以形成一种“声誉资本”、吸引足够多的投资者进场交易,从而,发展成有全球竞争力的市场。所有人都知道,充满欺诈的交易场所,不会有确定、璀璨的未来。可是,到今天为止,全世界还没有一家交易所能彻底解决股市的投机、欺诈问题,判断某一个交易所投资欺诈的“严重程度”,与其说是“是否存在投资欺诈”的问题,不如说是“是否发现投资欺诈”的问题。在全球证券发行诈欺盛行的时代,在长期利益与短期利益竞争过程中,如同很多人会青睐短期利益一样,由人所掌控的交易所也可能会让“长远利益”让位于“短期利益”——因此,交易所委任虽然会改良糟糕的现状,但交易所不一定是一种出色、独立的委任主体。事实上,在今天交易所全球竞争过程中,如何进行证券产品和发行机制的改革,以吸引更多域外公司到本交易所发行上市,已成为各国证券交易所在全球开发客户

^④ 参见“证券交易所的全球整合与中国的对策”,载 <http://China.findlaw.cn/falvchangshi/zhengquan/zqiy/smsqiy/13585.html>,2010年10月6日最后访问。

^⑤ 蒋大兴:“谁需要证券交易所——中国证交所上市主体、产品的结构性改革”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第50页。

的竞争重点,^⑤由交易所监管保荐行为,至少在短期之内,会不会导致放松管制的“朝底竞争”?怀疑始终难以消除。

无论如何,发行人、投资人委任也好,还是保荐人独立也好,又或者是交易所委任也好,都没有完全超出“私人委任”的结构,基于其中潜藏的委任人与保荐人私人利益的一致性、委任人集体行动的困难等,始终难以解决保荐人的角色与利益冲突,在制度设计上难以保证保荐人理性、中立、客观地履职。因此,我们必须反思保荐人作为私人警察的合理性,保荐人是不是仅仅是私人警察?到底是谁最需要保荐人?如何消弭传统保荐人委任中的“私人性障碍”、突破保荐利益墙、击破保荐合谋?——看来,保荐人的委任应当有另外的思路和设计。

四、证监会委任:保荐人的公共选择

我们认为,解决保荐人委任困境的基本方向应当是强化委任行为的“公共干预”,使保荐人委任从比较纯粹的“私人选择”走向“公共选择”——由证监会直接介入保荐人的委任过程。此种保荐人的公共选择性方案,取决于设立保荐人制度本身的“公共性欲求”,以及公共选择机制在化解保荐人私人利益冲突中的特殊功能。

(一) 保荐人作为一种公共需求

从私人角度而言,发行人并无须求保荐人的内在动力,会计师和律师就能完成发行上市的全部事务性工作,对发行人来说,保荐人其实是一种“重复负担”,或者在中国这样实行审核制的熟人社会,至多是一种“专业的公关角色”。因此,如若不是法律的强制安排,发行人并不需要保荐人,即使是境外发行——会计师和律师也可完全搞定所需一切手续。部分投资者虽然需要保荐人,但投资者本身无法在股票发行或上市前,聘任保荐人。从保荐制度的起源来看,保荐人其实不仅仅是一种满

^⑤ Cyrus Afshar and Paul Rose, *Capital Markets Competitiveness: A Survey of Recent Reports*, 2007 The Ohio State University Entrepreneurial Business Law Journal (2 Entrepren. Bus. L.J. 439).

足私人需求的供应品,更主要的是一种“替代公共监管”的产物,是英国的证券监管部门针对 AIM 市场上的投资人保护的公共欲求而设计的。正如 Joseph Gerakos 等人在“Listing Choices and Self - Regulation: The Experience of the AIM”一文中所说的那样:在 AIM 市场上,主要的监管权被授予 Nominated Advisors or “Nomads”这些由私人公司选任的具有看门人(gatekeepers)、规制者(regulators)、建议者(advisers)角色的私人实体(entrusted to private entities)。^⑤ 所以,尽管保荐人的选任带有私人性,但保荐人本身是透过交易所规则设定的公共安排——承担公共职能,对在 AIM 市场发行上市的公司来说,其聘任是强制的,功能也是强制的——不能由拟发行上市的私人公司以章程形式自主选择是否聘用保荐人,也不能由其以章程形式自主压缩其功能。在中国,保荐人作为一种“公共性需求”,还与证券监管机构本身作为公共看门人的本质相关,也与国家对证券市场的能动监管有关。

1. 证监会的公共看门人本质

保荐人是证监会市场监督触角的延伸。保荐人所做大量工作,要么是在发行上市前预先减少证监会的监督压力(事前监督),要么是在发行上市后规范上市公司的行为(持续督导),从外部监管而非自律监管角度而言,这些工作都属证监会的职责范围。因此,保荐人的存在,实际上是让私法主体承担了证监会监管证券市场的部分公共职能,或者说是由私法主体、私法机制完成公法的任务。由证监会组织选任与监管保荐人,保荐人应向证监会负责,从而形成了委托人与受托人的利益一致性,解决了保荐人的中立性与利益冲突问题。保荐人的职责在于尽职调查,认真核查验证发行人的申请材料记载内容的真实性、准确性、完整性。而证监会代表国家的职责与利益所在,也要求其维护证券市场的健康发展,保荐人尽职履行保荐责任,显然对于证券市场健康发展有利。由证监会选任与监管保荐人,可使保荐人摆脱监督委任者的尴尬境地,有利于避开利益冲突、维护保荐人的独立性,确保委托人与受托人“目标利

^⑤ Joseph Gerakos, Mark Lang, Mark Maffett, *Listing Choices and Self - Regulation : The Experience of the AIM*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1739137>, 2011年10月11日最后访问。

益”的一致性。

“信托策略”,为证监会的此种“第三方选任监管权”提供了解释依据。信托策略,是最常见的直接市场监管形式。⁵³ 信托策略的目的是——在事先消除利益冲突,从而确保代理人的“恶行”不会得到奖励。这种策略假定,在缺乏内容非常明确的(强式)金钱激励遏制机会主义的情况下,代理人将会对弱勢的激励(良心、荣耀和声誉)有所反应,从而有可能为了委托人的利益而开展经营活动。作为受托人的代理人可以是公司内部人(如对控制股东实施的自我交易予以批准的无利害关系董事),也可以是外部人(如被法律要求批准公司行为的投资银行家、政府官员或者法院。)⁵⁴在该策略中,没有利害关系的第三人被授权审查希望进入公开证券市场的公司。主要是国家的法律大都保留了以下形式的信托痕迹:证券监管官员或证券交易所进行实质审查。在美国证券法中,这种形式的信托策略被称作“实质监管”。传统上,美国联邦证券监管几乎完全是基于强制信息披露的进入策略(至少理论上如此⁵⁵),而州法(所谓蓝天法)中的证券发行监管,在很大程度上是以实质监管为基础。在美国许多州法中,证券监管机关可以决定代为保管发行所得,直到发行人募集到额定数量资金,或者要求重新修改发行要约,以满足某些实质性的行为准则。这些官员倘若认为该发行缺乏经济价值,甚至可以拒绝批准风险较高的发行行为。在实践中,监管机关的这类否决权很少行使,并且严格限制在由不知名的承销商协助小公司首次发行股份的情况。不管如何,即使在美国也存在实质监管。⁵⁶美国还根据萨班斯—奥克斯利法案设立了公众公司会计监督委员会(PCAOB),PCAOB的重

⁵³ 参见[美]莱纳·克拉克曼、[英]保罗·戴维斯、[美]亨利·汉斯曼、[瑞士]杰拉德·郝蒂格、[德]克劳斯·霍普特、[日]神田秀树、[美]爱德华·洛克:《公司法剖析:比较与功能的借鉴》,刘俊海、徐海燕等译,北京大学出版社2007年版,第251页。

⁵⁴ 参见[美]莱纳·克拉克曼、[英]保罗·戴维斯、[美]亨利·汉斯曼、[瑞士]杰拉德·郝蒂格、[德]克劳斯·霍普特、[日]神田秀树、[美]爱德华·洛克:《公司法剖析:比较与功能的借鉴》,刘俊海、徐海燕等译,北京大学出版社2007年版,第31~32页。

⁵⁵ 证券交易委员会在审查预备登记报告中信息披露的充分性时,偶尔也会发生隐蔽的实质监管。不充分的信息披露和不充分的要约之间的界线有时是模糊的。

⁵⁶ 参见[美]莱纳·克拉克曼、[英]保罗·戴维斯、[美]亨利·汉斯曼、[瑞士]杰拉德·郝蒂格、[德]克劳斯·霍普特、[日]神田秀树、[美]爱德华·洛克:《公司法剖析:比较与功能的借鉴》,刘俊海、徐海燕等译,北京大学出版社2007年版,第251~252页。

要意义在于标志着美国“结社治理”、“自我规制”基础的取消,即使这只是部分取消。⁵⁷ 欧洲国家也采取了实质监管形式的信托策略。更加具体的例证是,大部分欧盟成员国已经授权市场监管者根据投资公众的利益去审查上市申请。⁵⁸

可见,证券监管机关作为第三方对证券发行行为进行干预早已得到理论与实践的支持——这种干预,自然也可以扩展到对保荐人的选任干预中。因此,我们认为,可由证券监督管理机构作为保荐人的委托人,保荐人可由证券监督管理机构组织选择并监管,如此,既可解决委托人的激励问题,也可解决保荐人的中立性与利益冲突问题,这也符合监管的现实需求。根据《证券法》第187条,国务院证券监督管理机构依法对证券市场实行监督管理,维护证券市场,保证其合法运行。由国务院证券监督管理机构代表国家组织选择与监管保荐人,有立法上的依据。

2. 国家(地区)对证券市场的能动监管

保荐人是证券市场中的国家能动性的需求和体现。虽然,在AIM市场,监管者创设保荐人制度是为了用“私人监管”替代“公共监管”,对AIM市场的准入放松管制,是在上市局缺席的情况下,如何透过交易所的私人监管机制确保证券上市的质量。但在中国,立法者导入保荐人制度的目的,主要在于加强对公司上市材料的审验,最终提高上市公司质量,形成健康的资本市场。因此,在中国,保荐人制度的导入是全面的,无论是主板,还是创业板、中小板的股票公开发行、上市都适用保荐制。这种保荐也不是对公共监管的替代,相反,是为了弥补公共监管的不足。所以,中国的保荐制,从一开始就没有“替代公共监管”的功能,而是通过多层次监管,强化证券市场的整体管制。这与透过公共权力发展资本市场的路径基本上保持一致。

资本市场的发展,不仅仅是私人投资者需要的,更是国家在全球竞争中所需要的——尤其是在那些股票/权利交易尚不活跃、需求不足的地域,国家通过公共权力方式,前瞻性地主动筹建交易所和证券市场,更

⁵⁷ 参见 Justin O'Brien:“萨班斯—奥克拉利法案背景下的政治象征主义”,载[澳]保罗·阿里、[美]格雷格·格雷戈里乌编著:《萨班斯—奥克斯利法案后的公司治理》,王燕祥、陈铃译,中国时代经济出版社2010年版,第15页。

⁵⁸ 参见《欧盟上市和常规信息指令》第12条。

是鲜明地展示了证券市场的公共意义。在一些长期盛行“实物交易”的国家,企业也好、投资者也好,并不十分需要甚至不知道证券市场。在这些国家,证券市场的建立往往是基于经济发展需要从上到下筹建的,具有明显的“国家目的性”。“世界上许多发展中国家用证券市场作为向其停滞工业注入资本的方法,或者作为更有效率分配资源的方式,或者只是作为其推行私有化的一种辩护和工具”。^⑤ 例如,东欧国家在 20 世纪 80 年代市场并不发达,股票交易需求不足的情况下,仍重建证交所,建立证券市场,显属典型的国家强制变迁的行动。^⑥ 又如,在中国等后发经济国家,证交所的设立通常也都是在需求不足时,“国家/政府计划/强制安排”的结果。^⑦ 在这些国家,为融入全球资本竞争体系,或者为给某些特殊/重要企业(如国企)提供资金融通机会,国家往往从“大局”出发,强制设立证交所,建立证券市场。这样的选择,是因为很多人相信,“发展中国家证券市场的发展会促进经济增长和消除贫困”。尽管阿吉·辛在 1997 年 5 月的经济杂志上撰文指出,证券市场有可能对国家经济发展起着阻碍作用,^⑧但发展中国家仍然为了“国家利益”而对建立与完善证券市场趋之若鹜。

今天,在世界范围,证券市场被不同的组织管制着,例如:(1)市场实质的自我管制组织,其只适用对发行上市和交易规制的规范;(2)行业自律组织,如美国的金融业监管局(FINRA)或者加拿大的投资商协会(Investment Dealers Association),其至少在理论上被视为私主体,采取的是合意基础上的规范并且将遵守这些规范作为在该市场上交易的专业

^⑤ See Jason Gottlieb, *Launching the Phono Penh Stock Exchange: Toward a Legal Framework for Launching a Stock Exchange in an Underdeveloped Country*, 14 Colum. J. Asian L. 235, Spring, 2000.

^⑥ 例如,贝尔格莱德证券交易所于 1989 年恢复设立,1990 年 2 月 28 日开始首次交易,但直到 1994 年年底,仅有上市公司 2 家,到 1998 年年底上市公司数达到 36 家,这显然并非企业股票交易的发展需要证券交易所,而是国家经济的发展需要设立证交所。参见屠光绍:《证券交易所:现实与挑战》,上海人民出版社 2000 年版,第 14~17 页。

^⑦ 例如上海证交所开业之初,也只有 8 只股票上市交易。

^⑧ 科林·查普曼:《股市的奥秘——国际股票市场指南》,上海证券交易所译发展研究中心译,上海人民出版社 1999 年版,第 115 页。

适格条件;^⑤(3)专门的证券监管机构,如美国的 SEC 或者法国的 AMF, 其行使政府职权并监管从属的自律机构;(4)中央政府,典型的是通过财政部或者一个类似的属于内阁序列的机构,在主要政策的制定上保留权威。不同主体之间的管制职能分配差异很大,但是典型的差异类型主要存在于大陆法法域和普通法法域之间。^⑥ 在大陆法法域,中央政府的作用更大,干预更多,给私主体和自律组织的自主决定权更少。近来最细致的调查结论认为,在世界范围,存在三种基本的证券管制类型:(1)“政府主导型”,其中中央政府保留了对证券市场管制的重要权威(主要的如法国、德国和日本);(2)“灵活型”,其授予市场参与者决定基本政策的极大权威,但却保留了公共机构制定总的政策并且保留了一些执行能力(如英国、香港和澳大利亚);(3)“合作机制”,其赋予市场参与者在政策制定的绝多方面一系列广泛的权力,但是也创造了与之平行、重合的公共监管组织,并享有强大的执行权威(主要的包括美国和加拿大)。^⑦ 主要证券市场的大陆法法域都属于第一种类型——政府主导型——而没有一个普通法法域属于这一类型。^⑧ 在政府主导型中,该法域的法律倾向于要求中央政府在特定的重要活动以及管制政策上采取更多的干预并且“限制市场机构的管制角色。”中央政府通过决定证券管制的框架“以保持其对于市场组织的影响力”来确保其(对证券市场管制)的影响。例如,很多日本证券监管者的规范需要得到首相的批准才能生效,而在法国 AMF 的规范则“需要财政部长的批准”。尽管在这一类型下有专门的证券监管者,但是中央政府依然对这些监管者进行直

^⑤ See Marcel Kahan, *Some Problems with Stock Exchange - Based Securities Regulation*, 83 Va. L. Rev. 1509 (1997); Paul G. Mahoney, *The Exchange as Regulator*, 83 Va. L. Rev. 1453 (1997); Sam Scott Miller, *Self-Regulation of the Securities Markets: A Critical Examination*, 42 Wash. & Lee L. Rev. 853 (1985).

^⑥ See John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229 (2007).

^⑦ Howell E. Jackson & Stavros Gkantinis, *Markets as Regulators: A Survey*, at 21 - 22 (John M. Olin Ctr. for Law, Econ. & Bus., Faculty Discussion Paper No. 579, 2007), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/JacksonGkantinis579.pdf.

^⑧ See John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229 (2007).

接的监督,比较典型是指派代表参与其董事会。对于任何拥有管制决策的私人市场机构而言,其“很大程度只能对机构监管者的行为进行补充”,而非积极的发展新的创新行为。^⑦从经济分析的角度而言,在证券市场相对发达的国家,无论其采取何种监管模型,包括普通法国家,证券监管都需要付出大量成本。例如, Jackson 认为:

“普通法国家……被认为在我所能够研究的各个方面都拥有更高强度的管制……这种在金融领域更高的管制强度可以表明普通法国家(在法律执行上)采取更为有力的措施并且实施更为频繁和有力。”^⑧

英国 FSA 在其年度报告中汇集了其针对十大主要法域的管制成本, Jackson 将其数据概括为图 6:^⑨

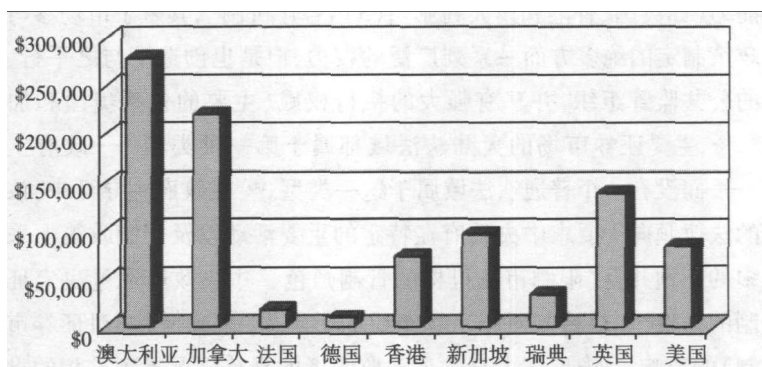


图 6 英国 FSA 统计每十亿美元市值的证券管制成本图

^⑦ Howell E. Jackson & Stavros Gkantinis, *Markets as Regulators: A Survey*, at 22 - 27 (John M. Olin Ctr. for Law, Econ. & Bus., Faculty Discussion Paper No. 579, 2007), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/JacksonGkantinis579.pdf. John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229 (2007).

^⑧ Howell E. Jackson, *Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications* (John M. Olin Ctr. for Law, Econ. & Bus., Faculty Discussion Paper No. 521, 2005), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Jackson521.pdf.

^⑨ See FSA, *Annual Report: 2003/04* app. 5, at 100 - 01 (2004), available at http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar03_04/ar03_04.pdf. Howell E. Jackson, *Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications* (John M. Olin Ctr. for Law, Econ. & Bus., Faculty Discussion Paper No. 521, 2005), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Jackson521.pdf.

如果再比较大陆法系国家与普通法系国家的管制成本,我们可以看到如下的结构——普通法国家的单位管制投入甚至超过了大陆法系国家(参见图7)^⑩:

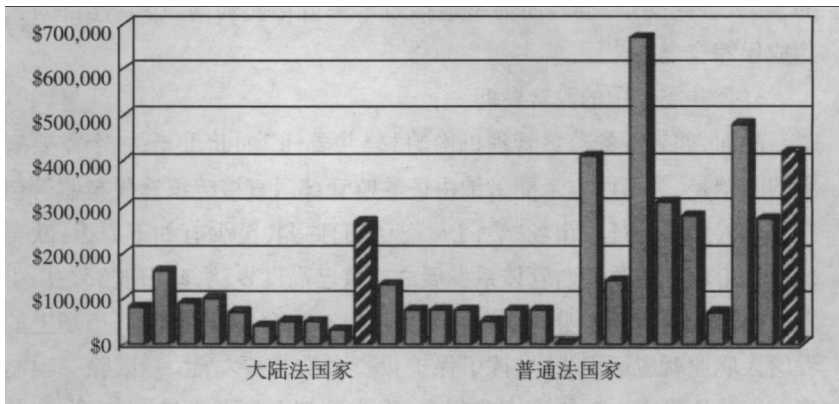


图7 大陆法国家与普通法国家管制成本比较图(每十亿美元 GDP)

因此,无论处于怎样的法域,国家对证券市场总会进行诸多的管制——毫无疑问,如果一个国家属于政府主导型的国家,如果其证券市场的建立在很大程度上取决于“国家的需要”,一旦该目标明确,则证券法以及证券监管规则都会促使证券市场向该方向发展。^⑪ 因此,对这样的法域来说,有效的保荐人机制,不仅要有助于国家实现建立证券市场的目的,而且,要有助于节省国家的证券监管资源/成本——这些都属于公共性需求/考量。传统的“私人性”的保荐人委任机制,显然背离了我们将保荐人作为一种“公共安排”导入的本质和初衷。既然国家需要健康的证券市场,那么,国家自然需要能够切实履行职责,通过尽职调查来对公司发行上市材料进行审查验证、促进市场健康发展的保荐人。简言之,如果保荐人的存在是一种公共需求,那么,保荐人委任机制就应当体

^⑩ See John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229 (2007).

^⑪ 这从江泽民、李鹏等在视察上海证交所时的题词可窥一斑,即要“发展和完善有中国特色的证券交易市场”,“证券交易为社会主义建设服务”,这些题词无形当中影响到中国证券市场的发展方向。参见龚浩成等主编:《上海证券市场十年》,上海财经大学出版社2001年版,第44页。

现这种公共性——应当由某种公共机构来承担,或者至少应当体现出一定的公共选任因素,不应当仅仅是一种“私人合约的安排”。如同所有私人利益都很容易凌驾于公共利益之上形成“共有地悲剧”一样,纯粹的“私人合约安排”会轻而易举地摧毁本来就很脆弱的“公共性目的”,达成保荐合谋。

3. 公共委任中的隐含疑问

然而,如果证券监督管理机构的“公共委任”如此重要,一个需要解释的问题是,为何西方未能采纳由证券监管部门直接组织选任与监管包括保荐人在内的证券市场“看门人”?我们揣测,至少有如下原因:欧美的金融市场是在政府监管体系发展之前就已高度发达,政府监管在历史上远晚于金融市场本身。在金融市场还没有被政府监管之际,市场上的看门人职业就应运而生,发挥了保护投资者的重要功能。^⑳ 废除一项制度可能要比设立一项制度困难得多,因为这涉及利益调整,会产生利益集团的游说,进而影响相关立法。其实,各国都曾尝试要求中介组织接受政府监管,只是在一些国家,这种呼声受到了相关利益团体的强烈反对。例如,自1994年起,荷兰银行业就被要求报告所有“非正常交易”,即超过25,000荷兰盾(大约相当于14,000美元)的现金交易。荷兰司法部曾向议会提交了法案,要求会计师报告所有舞弊行为。会计业为之震惊并强烈抵制,其抵制取得了成功。^㉑ 因此,欧美未由证券监管机构组织选择与监管保荐人等看门人,多少与路径依赖及利益集团的游说有关。反观中国,我们的证券市场从一开始就是在国家的政府的监管下形成与发展的。因此,在中国由证券监管机构组织选择与监管保荐人可能不会遇到欧美国家那么强烈的阻碍。

另外,由证监会组织选任并监管保荐人,令人担心的是,是否会产生对国有企业或具有政府背景的企业的偏袒?有学者对2006~2009年申

^⑳ 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,科菲教授序第4页。

^㉑ 参见H. J. L. Van Luijk:“从监督者到主人?对会计师通告舞弊行为规定的道德评论”,载[英]W. 迈克尔·霍夫曼、朱迪思·布朗·卡姆、罗伯特·E. 弗雷德里克、爱德华·S. 佩特里:《会计与金融的道德问题:信任、责任和控制》,格致出版社、上海人民出版社2010年版,第137页。

请首发上市审核的企业数据进行了分析,通过搜集与分析股权分置改革后进入中国证券监督管理委员会发行审核委员会首次公开发行上市审核的企业构成数据,发现地方国企申请通过证监会首发审核渠道上市的企业数量十分稀少,平均每年两个省加起来才有一家地方国企申请IPO,而这家企业大约有20%的可能性被来自市场与政府的人员所共同组成的发审委所否决。因此,实际进入资本市场的地方国企数量更少。全国集中的证券监管体制已产生了不同所有制企业的公平竞争效果。时易世移,“股票市场为国有企业脱贫解困服务”这个流行说法已不一定符合股权分置改革完成后的股票市场的真实情况。^⑭况且,证监会与国企有各自不同利益追求,认为证监会会放弃履行自己职责而偏袒国企似乎有些多虑。

再则,也可能还存在另外一种不必要的担心。例如,认为过强的公共管制,会使证券市场丧失其全球吸引力。在美国,现在也在辩论过度的管制是否会威胁到其资本市场的竞争力。例如,资本市场监管委员会(the committee on capital markets regulation)(又称“Paulson委员会”)在2006年年末所发布的一个中期报告(interim report)中宣称:“美国与境外的资本市场和金融中心相比正在逐渐丧失其领先的竞争地位”。^⑮几周后的2007年年初,由纽约市长Michael Bloomberg和参议员Charles Schumer进行了一项与Paulson委员会相类似的研究工作,^⑯上述两个报告都认为(因为严格的管制)使交易、上市以及交易量等转向了更少管制的证券市场,尤其是伦敦和香港的证券市场。他们认为境外证券发行者并没有真的离开美国资本市场,相反,他是通过美国的非公开市场(private market)(其中最为显著的是Rule14A市场——非公开发行证券市场),因此既进入了美国资本市场,而又能够规避公开市场以及大多

^⑭ 参见沈朝晖:“地方政府与企业上市”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第632~633页。

^⑮ See Comm. on Capital Mkts. Regulation, *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation* 2-6 (2006), at ix. <http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30CommitteeInterimReportREV2.pdf>.

^⑯ See Michael R. Bloomberg & Charles E. Schumer, *Sustaining New York's and the U. S.' Global Financial Services Leadership* 10-14 (2007).

数美国证券交易委员会的强制披露要求。从数据上看,萨班斯-奥列克斯法案因为使美国资本市场成本过高而成为了发行者进行美国市场的障碍,并使他们转向其他市场进行发行。总的看来,过度管制看起来似乎限制和阻碍了金融的发展。^⑦但Coffee的研究又认为,资本市场上更高的执行强度给美国经济带来了更低的资本成本和更高的证券价值,这种对法律的更高的(执行)强度,吸引了一些境外公司,但也阻碍了另一部分。^⑧由于法律的安排与法律的执行是两回事,因此,一个国家是否会因过强的管制规则而减少资本市场的吸引力,其实答案并不那么简单,尤其是在中国这样一个“执法非常软化”的国家,更是如此。

(二)公共介入的功能性机制

尽管公共性的集体行动也存在诸如效率较低等问题,但它可以化解私人共谋——私人行动最容易引致保荐合谋。证监会的监管存在所有公共监管类似的问题——因为这种监管没有强大的利益支持,很容易导致“监管权力寻租”现象发生。因此,如何设计保荐人的公共介入机制,让证监会既能介入保荐人的选任,又能避免保荐人以及证监会权力寻租,成为极为重要的问题。我们认为,可以采取“发行人预付费—公共(抽签)选任—公共付酬—独立执业—责任强化”的方式,让证监会作为公共权力的代表,有效介入保荐人的选任过程,从而打破保荐利益墙,实现独立保荐的目标。公共介入的功能性机制设计如下:

1. 发行人预付费

在证监会或者通过证监会建立起公共的保荐人选任机构(以下简称选任机构),该机构只负责对保荐人选任进行程序安排,有关费用仍应由保荐人的消费单位——发行人承担。

发行人欲申请证券发行或上市,应先向选任机构提出选任保荐人的申请。同时,按照其所欲选聘的保荐人等级预支保荐费,保荐费预收标准按照目前行业情况确定,也可适当参考发行人该次发行或者上市规模的一定比例来确定。预交的保荐费中,可以提取少量比例作为选任机构

^⑦ See John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229 (2007).

^⑧ See John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229 (2007).

工作人员的薪酬费用或办公开支。

2. 公共(抽签)选任

实行保荐与承销分离制——完全将保荐职能从证券公司等承销机构剥离出来,打破目前保荐代表人隶属于证券公司登记注册的陈规,由证监会选任机构建立全国统一的保荐人名录,^⑨所有注册保荐人都进入该名录。保荐人名录根据保荐人的执业年限、保荐业绩、保荐通过率、保荐企业的违法记录等,将其区分为若干等级(如A级、B级、C级),不同等级的保荐人收取的保荐费予以适当区分。当发行人向选任机构提出聘请某一等级的保荐人的申请之后,由选任机构采取“公证抽签”的方式,在该等级的保荐人中抽取最终承担保荐业务的保荐人。

抽签是一种最原始的公正,“鉴于社会生活中资源分配面临的现实矛盾,当分配的实体标准匮乏或用尽时,应当引入程序标准加以分配。抽签基于其纯粹的程序正义特性,在特定情形下可以充分实现分配的效率、公正”。^⑩在美国,也有学者建议用抽签方式选择审计师。^⑪因抽签选任具有偶然性,以抽签方式选任保荐人可以避免发行人与熟悉的保荐人合谋。同时,由于抽签具有“不可控性”,也可避免选任机构采取权力寻租方式,向发行人推荐其青睐的保荐人。这样的选任方式,使保荐人在业务竞争中始终处于流动状态,也使保荐人可不必顾忌保留将来业务的需要,而不得不配合发行人的需求,影响保荐的客观和中立。

一个问题是,被抽中的保荐人是否需进行“独立性”承诺?因保荐业务的恒常性,保荐人是以保荐业务为生的人,加之,保荐人资源的有限性,对保荐人独立性承诺的检验应当限制,不能因保荐人以前曾承担过申请人的保荐业务,就构成其“独立性丧失”的理由。

另一个问题是,被抽中的保荐人是否有权拒绝承担保荐业务?证监会选任机构是否需要设定“强制保荐”的制度,以确保抽签能有效进行?

^⑨ 由于已取消证券公司作为保荐人的“单位保荐制”,自无隶属证券公司的“保荐代表人”一说,此时,所谓的“保荐人”,其实就是以前的“保荐代表人”,只是其不再隶属于证券公司,而是在证监会选任机构独立注册,独立存在。

^⑩ 李友根:“论抽签程序在经济法中的运用”,载《现代法学》2008年第3期。

^⑪ See David B. Kahn & Gary S. Lawson, *Who's the boss? Controlling auditor incentives through random selection*, 53 Emory L. J. 391 (2004).

我们认为,公共选任的保荐人履行保荐责任不仅仅是一种权利,也是一种义务。因此,保荐人一旦被抽中,原则上就应接受选任,担任申请人相关业务的保荐人,除非有特别原因(例如,有证据表明保荐具有极大风险,或者由其进行保荐将丧失起码的客观、公正等),保荐人方可拒绝保荐,拒绝保荐应以公告方式告知投资者。当然,即便存在上述可拒绝保荐的情形,保荐人仍可接受保荐,只是,最终的保荐风险——保荐责任要由其自行承担。事实上,在保荐人业务资源仍存在“买方竞争”的情形下,保荐人主动拒绝保荐的可能性并不大。

3. 公共机构付酬

由于保荐代表人不隶属于证券公司,采取保荐代表人集中抽签的方式,为避免利益冲突,有关聘请保荐人的费用预先支付给保荐机构,由受托行使公共选任权的保荐机构代为支付,保荐机构可以专门成为保荐费代付中心,以切断发行人与保荐人之间的利益墙——尽管保荐人所获得的利益最终仍然由发行人支付,但支付给谁,如何支付?已非发行人所能控制,而是证券监管机构控制,这就使保荐人在履职过程中,不需听命于发行人。

当然,因为保荐业务是对证券发行上市行为进行公共监管(事前的或者事后的公共监管),因此,这一付酬带有一定的公共性,但同时保荐业务也是一种专业服务,为鼓励保荐人对不合格证券发行予以监督,保荐人的付酬应当采取分期、分类付酬的方式进行。例如:

其一,将保荐人的酬金区分为保荐酬金和持续督导酬金,二者各占50%。保荐酬金在发行或者上市完成时获得,而持续督导酬金须延期支付。例如,可在督导期结束时付完,持续督导酬金的具体支付,根据具体督导业务的履行展开。

其二,保荐酬金的支付是一种专家劳务报酬,与保荐是否成功没有必然关系。即使在保荐过程中,保荐人对不合格的证券发行出具了“拒绝保荐”的意见,保荐人仍属完成了保荐工作,可获得一定比例的保荐酬金(如30%),这样,可以鼓励保荐人拒绝递交不合理的发行或者上市申请。当然,“拒绝保荐”的酬金比例的确定要认真考量,以避免保荐人基于保守起见,一律出具拒绝保荐的意见。

其三,建立保荐酬金评级制度。保荐机构可以结合“保荐通过率”

以及“发行人违法记录”等考核指标,在保荐人等级确定中分别安排不同的权重,综合考核保荐行为的绩效——既防止保荐人采取“保守保荐”的方式,一律不递交发行或者上市申请;又防止保荐人为获得全额酬金而“冒险保荐”。如果保荐人所保荐的业务无一项通过,或者其保荐通过的业务,事后发现发行人存在较多违法情形,则保荐机构可以相应降低保荐人等级并予以公告,由此,最终会影响到保荐人的保荐收入。

其四,建立保荐人浮动报酬制度。为避免保荐人在“抽签”体制下,出现“纯靠运气赚钱”的现象,保荐机构可根据保荐人的履职情况,确定保荐人考核标准。在保荐业务收费中,提留一定比例,对尽职考核名列前茅的保荐人支付一定的浮动报酬(该费用标准、支付对象等应在每年年初时公布)。

总之,公共付酬的最大特点在于,将本应由发行人私人支付的报酬,通过证监会保荐机构进行透明支付,去除了发行人与保荐人商谈的程序。同时,由于实行分期、分类付酬的技术,打破了保荐人与发行人的利益墙,也使保荐人必须重视“持续的保荐督导”,解决目前持续督导形式化的问题。

4. 独立执业

由于保荐代表人不隶属于任何证券公司,只在证监会保荐机构的指导下从事保荐业务,因此,可以确保其更为独立地执业。在保荐人个人业务制下,相对于现今的保荐制度而言,保荐人的独立执业有三方面含义:独立于委托人执业、独立于承销机构执业和独立于受监管的发行公司执业。

其一,独立于委托人执业。证监会保荐机构对保荐人的指导主要是一种“业务指导”、“业务监督”,保荐人是“独立的个体执业人”,其与证监会之间并无法律上的人事隶属关系,也无法律上的直接责任关系——证监会只进行行政性监管,不需对保荐人的过失行为承担法律上的责任,这如同证监会监督上市公司,却无须对上市公司的造假行为承担直接责任一样。

其二,独立于承销机构执业。保荐人的独立执业,还相对于目前隶属承销机构的“捆绑执业”而言。独立执业可以解决目前广为存在的保荐代表人离任,而引致的督导义务虚化的问题。由于保荐代表人在证监

会保荐机构统一注册,只有一个“业务槽”,除非其完全放弃保荐业务,否则不存在目前此种广泛出现的“离任跳槽”现象,自然也就不存在所谓因保荐代表人离任,保荐机构不得不频繁更换保荐代表人的问题——只要保荐代表人不放弃保荐注册,其所承担的保荐工作(包括持续督导)就不可能解除。甚至,可以在《证券法》中对此进行强制安排——保荐人一旦接受委任,无正当理由就不能解除保荐关系,而只能在保荐过程中出具否定性或者保留性保荐意见。

其三,独立于受监管的发行公司执业。当然,尽管保荐人独立执业,其在被公共选任之后,与发行人之间仍应建立一种私人合约,但这种私人合约是透过公共方式建立的,而且,保荐人与受监督者的直接付费关系、付费的事前私下谈判模式被切断,此与发行人、保荐人透过私人协商达成的保荐合约有实质的不同。无论其形成、履行还是终止,都应受到强烈的公共干预,保荐人相对于被监督对象而言的独立性,大大增强。

与保荐人独立执业相关,还必须进一步彻底解决保荐人对发行公司的“隐蔽直投”问题。尽管2011年出台的《证券公司直接投资业务监管指引》取消了“保荐+直投”的做法。其第3(9)条明确规定:证券公司担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的,自签订有关协议或者实质开展相关业务之日起,公司的直投子公司、直投基金、产业基金及基金管理机构不得再对该拟上市企业进行投资。但这一规定,仍存在两大明显缺陷:

第一,对直投主体的限制过窄。该规定仅仅限制“公司的直投子公司、直投基金、产业基金及基金管理机构”对拟上市企业进行投资,无法完全杜绝其透过“其他关系方”公开或者隐蔽突击入股的现象。在现实生活中,突击入股除了券商直投之外,还有其他很多特权机构与特权阶层。因此,在券商不能直投的情况下,其他特权机构与特权阶层的突击入股都应全部叫停。毕竟突击入股的危害性不只存在于券商直投,其他特权机构与特权阶层的突击入股,同样危害证券市场的三公原则。^②

^② 参见皮海洲:“叫停‘保荐+直投’还远不够”,载《长江日报》2011年7月19日,转引自 <http://www.chinanews.com/stock/2011/07-19/3193114.shtml>,2011年10月12日最后访问。

第二,对直投时间的限制不合理。该规定在叫停“保荐+直投”的同时,并未叫停具有同等危害性的“直投+保荐”。以“签订有关协议或者实质开展相关业务之日”作为判断是否属于“合法突击入股”的标准,事实上允许保留“直投+保荐”——业界将此普遍解读为,在“之日”以前可突击入股,而在“之日”以后则不能突击入股。加之,“实质开展相关业务”具有很大弹性,难以判断把握,很容易被券商所利用。为维护保荐工作的客观公正,应当明确禁止一切公开和隐蔽的“直投+保荐”的行为,完全切断保荐人与发行人的利益墙。虽然“券商直投指引”强调在券商保荐业务与直投业务之间要建立防火墙,但在利益面前,任何防火墙都是会倒塌的。^⑤ 由于目前首发(IPO)的辅导期长短已不受限制,为提升通道周转率,一些保荐机构正在大幅缩短项目周期,规避直投时间限制。^⑥ 在中国,难以解决、容易规避、而又不得不进行的治理,往往需以“禁止”的方式加以解决——因此,必须彻底禁止“直投+保荐”的行为。

5. 责任强化

公共选任只能排除选任过程中的保荐人合谋,不能完全防止保荐人

^⑤ 参见皮海洲:“叫停‘保荐+直投’还远不够”,载《长江日报》2011年7月19日,转引自 <http://www.chinanews.com/stock/2011/07-19/3193114.shtml>,2011年10月12日最后访问。

^⑥ 根据有关媒体报道,当券商只能先直投后保荐的情况下,项目平均周期有进一步缩短的可能性。因为只有项目周期缩短,券商的直投资金才能在控制风险的同时,通过降低时间成本获得最大收益。据了解,目前一个IPO项目从立项、辅导、尽职调查、制作材料、申报直到上会所需时间一般为12个月至18个月左右,其中申报材料至上会审核所需时间为6个月左右。纵观整个项目流程,除了申报材料至上会审核期间无法把控外,投行对其余项目环节均具有较强的控制力。在实际操作中,最常见的做法是,投行将辅导、尽职调查、制作材料三个关键环节周期进行缩短。按照较早前规定,IPO项目的辅导期为一年,期间投行须就公司治理、规范运作、资本市场法律法规等事项对项目公司高管进行培训。如果辅导期过短,如仅有3至4个月,有可能令部分项目公司高管对资本市场法律法规了解不够充分,进而为其今后违规经营埋下伏笔。尽职调查周期的缩短危害性最为甚,部分投行为缩短这一环节周期大幅缩减尽职调查的工作量,在很大程度上依赖于项目方提供的材料,这种做法将令保荐机构无法准确判断项目公司的质量,无法发现项目公司存在的重大瑕疵。以上资料参见杨冬:“警惕‘直投+保荐’模式下保荐人急功近利”,载《证券时报》2011年7月12日,转引自 http://news.ifeng.com/gundong/detail_2011_07/12/7627680_0.shtml,2011年10月12日最后访问。

被选任后与发行人之间的合谋,也无法防止第二次被选任的保荐人与其熟悉的发行人合谋。因此,与公共选任机制配套,还应当强化保荐业务具体执行人的责任机制,用“责任威慑”阻止保荐人与发行人进行偶然的“事后合谋”。根据《证券法》第26条、第69条的规定,现行立法对保荐责任主体实行“机构担责”的“一元性”态度,即由保荐人承担责任,而具体负责保荐业务的保荐代表人则无须对其保荐过程中的过错行为承担民事责任,此种立法造成了对保荐人极大的不公,也无法遏制保荐违法现象发生——任何针对单位的责任,如果最终不落实到“自然的行为人”身上,则该责任在履行过程中,都很容易异化为“虚构的安排”。

在由证监会负责组织选任与监管保荐人后,可实行保荐人个人执业制,从而,保荐人与保荐代表人合二为一(统称为保荐人),由作为自然人的保荐人自己,就保荐过程中的过错行为直接承担民事责任。对保荐人而言,因其以自身名义执行保荐业务,可避免在现行制度下,受到同时作为承销人的证券公司的干涉,从而该保荐人能保持独立性,有利于其履行保荐职责。另外,由保荐人自己就其执业过程中的过错行为承担责任,符合“对自己过错行为承担责任”的基本原则。

公共选任保荐人的机制,使保荐人对证券市场的公共监管功能得到凸显,在保荐人“脱离单位”成为独立的业务执业人的同时,还必须进一步强化保荐人的责任,防止其在业务执行过程中败德。为此,至少需要从以下几方面进行改革:

其一,建立保荐人的登记、年检管理制度。对符合从事保荐业务的人员进行登记注册,并公告于证监会网站。保荐人每年应进行年检,年检时应取得执业责任保险,否则不予通过年检。《证券发行上市保荐业务管理办法》规定了证监会负责对保荐人进行注册登记管理,^⑤但这种注册是双重注册制——保荐机构与保荐代表人双重注册,而且,未建立与执业责任保险相链接的年检制度。

其二,与保荐人年检制度相结合,建立保荐人强制责任保险制度。个人独立执业的保荐人,其对保荐过程中的过错行为,赔偿能力十分有

^⑤ 《证券发行上市保荐业务管理办法》第17条规定:“中国证监会依法对保荐机构、保荐代表人进行注册登记管理。”

限。因此,应建立保荐责任强制保险制度,分散责任风险。由此,一则可加强保荐人的赔偿能力,使保荐人承担赔偿责任不会沦为空文,有利于保护受害的投资者利益;二则通过该强制责任保险中的免赔额及免赔情形等制度的设计,也可督促保荐人履行职责;三则保险人为降低风险,自然会对保荐人的保荐质量进行调查,由证监会统一对保荐人进行监管也有利于保险人展开此种调查。如发现保荐人之前保荐过程中有故意或过失的违法行为,保险人则会在后来的续保中增加保费,乃至拒绝承保。当保荐人无法取得责任保险时,则对其不进行年检,其不能继续执业。如此,可通过市场对保荐人的不端行为予以制裁。

其三,证监会作为保荐人的业务主管部门,应强化对保荐人的业务管理与行政处罚。尽管保荐过错行为由保荐人自身承担责任,并由保险公司按照保险合同分担责任风险,证监会作为保荐业务的主管部门无须承担直接的民事责任。但是,证监会仍应负责保荐人的业务考核与年检,对在保荐行为中存在明显过错行为,或者违反执业道德与执业纪律的保荐人,可予以行政处罚,乃至取消其保荐人资格。^⑥对于那些违法相对轻微的保荐人,即便未取消其保荐人资格,但行政处罚仍会影响其后续执业,从而构成一种实质约束——因对其进行的行政处罚,可能会影响保险公司的承保,或者增加保费,进而影响到保荐人的收益,乃至因无法取得责任保险而致其无法通过年检、继续执业。

五、结 论

证券市场上的“看门人”,可以分为“私人看门人”和“公共看门人”。^⑦证监会本是证券市场上的一种“公共看门人”。根据美国《1933

^⑥ 尽管《证券发行上市保荐业务管理办法》第六章“监管措施和法律责任”对保荐代表人的行政责任作了十分详尽的规定,但该规定仅为行政规章,效力层级不高,在《证券法》中仍存在规范不足的问题,应当适当设置保荐人的行政处罚措施。

^⑦ Reinier H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third - Party Enforcement Strategy*, 2 J. L. Econ. & Org. 53, p. 75, 转引自[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,第3页,注释3。

年证券法》,发行人不能公开发行证券,除非美国证监会宣布其发行登记有效,因此,美国证监会也算是看门人,可以通过拒绝宣布发行登记有效而使发行人无法进入资本市场。^⑧ 证监会作为“公共看门人”,其与诸如投资银行、审计师、律师等“私人看门人”在阻止不合格的参与者进入证券市场这一职责上是一致的。因此,我们大胆地设计证监会介入保荐人选任的机制,包括保荐费的预缴、抽签选任、公共机构代付报酬、保荐人独立执业、以及如何强化责任,推行强制保险等一揽子策略。显然,保荐人从私人选择到公共选择,涉及中国证券市场监管者角色的重新安排——涉及如何平衡“市场力量”的监管与“公共权力”的监管之间的关系,有关保荐人的这套“公共选择机制”完全可以适用到所有证券市场上的专业服务领域——包括会计师、审计师、律师的选任,都可以复制。

然而,对保荐人选任机制从私人选择走向公共选择的改革,我们并不抱乐观心态。因为,在一个追求市场自由的国家,任何加强公共监管权的措施,都很容易被视为是“反市场”的落后策略,是一种保守的、甚至倒退的安排,而遭到自由派的反对。尤其是,这样的一种理性安排,将直接触及证券市场上利益集团的核心利益——中国今日之《证券法》,是所有法律体系中,受到利益集团干预最为集中的领域。因此,这样的主张要转变为规范现实,必然困难重重,甚至毫无疑问会被讥为“天方夜谭”。但我们相信,理论——在某种意义上就是要改变“被锁定”的陈规,要致力于超越被利益集团钳制的现实——任何有突破性的提议,都可能对“既定世界”的一种“反叛回应”。

通过对现实的观察,我们坚持这样一种虔诚:中国现阶段的市场规制力量是不可信的,保荐人的公共选择是一条“走向监管成功”的道路,或者,至少是一种可尝试的道路。在今天中国的证券市场中,从实践理性的角度而言,无论是否愿意惹麻烦——证监会都需要强化对证券服务机构的“选任监管”,我们需要——“让暴风雨来得更猛烈些吧”。^⑨

^⑧ 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,第3页,注释3。

^⑨ 参见[俄]高尔基:《海燕》,巴金、刘文飞选编,漓江出版社2003年版,第1页。