

■ 经济理论与实践

保 荐 人 制 度 研 究

张 戡¹, 刘 怡²

(1. 华中科技大学 管理科学与工程博士后流动站, 湖北 武汉 430074;

2. 华中师范大学 教育信息化研究中心, 湖北 武汉 430079)

[作者简介] 张 戡(1970-), 男, 湖南长沙人, 华中科技大学管理科学与工程博士后流动站博士后, 主要从事证券市场研究; 刘 怡(1974-), 女, 江苏丰县人, 华中师范大学教育信息化研究中心讲师, 主要从事信息管理研究。

[摘 要] 保荐人制度是海外证券市场上的一种成功的中介组织制度, 根据我国的国情, 研究、借鉴并移植这一制度, 将有助于完善股票发行制度, 增强承销商作为保荐人的督导职能, 提高上市公司质量, 保护投资者的利益。

[关键词] 保荐人; 制度; 股票发行

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2004)03-0370-05

股票发行制度是遴选合格上市公司、发挥资源配置功能、保障证券市场健康发展的重要基础性制度安排之一。我国目前采用的股票发行制度是核准制。虽然核准制在很大程度上已经是一种市场导向的发行制度, 但从其实施的效果看, 仍然未能从根本上使上市公司的质量得到提高, 未能有效地规范上市公司的信息披露行为。2003 年 12 月 29 日, 中国证监会发布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》, 标志着源于海外证券市场的保荐人制度正式被引入我国, 现行的股票发行核准制面临着一次新的重大制度变迁。

一、保荐人制度概述

1. 保荐人制度的定义。保荐人, 是根据法律规定为公司申请上市承担推荐责任, 并为上市公司上市后一段时间的信息披露行为向投资者承担担保责任的股票承销商。保荐人制度则是由保荐人负责发行人的上市推荐和辅导, 核实公司发行文件和上市文件的真实性、准确性和完整性, 协助发行人建立严格的信息披露制度, 并承担风险防范责任, 并在公司上市后的规定时间内继续协助发行人建立规范的法人治理结构, 督促公司遵守上市规定, 完成招股计划书中的承诺, 同时对上市公司的信息披露负有连带责任。

2. 保荐人制度的主要内容。保荐人制度是很多海外证券市场尤其是二板市场上设立的一种中介组织制度, 其目的是通过连带责任机制把发行公司的质量和保荐人的利益形成直接挂钩, 防范市场风险, 规范上市公司行为, 保护投资者利益。具体地说, 保荐人承担的责任大体上可分为两方面:

一是公司上市保荐责任。公司上市保荐责任主要包括以下几点: (1) 勤勉尽责地为被保荐人提供股票发行上市的专业指导意见; (2) 核查被保荐人的基本情况, 确保其具备相关法律、法规、规范性文件规定的发行上市条件; (3) 指导被保荐人按照规范要求制作股票发行上市申请文件, 对股票发行上市申请文件的真实性、准确性、完整性承担连带责任; (4) 指导被保荐人建立规范的法人治理结构; (5) 确认被保荐人的全体董事具备担任董事所需的专业技能及经验, 并确保全体董事充分了解其作为上市公司董事应遵循的法

律、法规及相关责任;(6)代表被保荐人报送发行上市申请文件并负责与监管部门和交易所进行沟通。

二是上市后信息披露保荐责任。公司上市后,保荐人通常在2年内要持续履行下列信息披露保荐责任:(1)继续为被保荐人提供持续遵守相关法律、法规及交易所上市规则的专业指导意见并指导其规范运作;(2)督促被保荐人严格履行公开披露文件中承诺的业务发展、募集资金使用及其它各项义务;(3)认真审核被保荐人拟公告的所有公开披露文件,督促并指导被保荐人按照法规,真实、准确、完整、及时地披露信息;(4)对被保荐人公开披露文件的真实性、准确性、完整性有疑义时,应当向被保荐人指出并进行核实,发现重大问题时,及时向证券监管部门和交易所报告;(5)代表申请人与证券监管部门、交易所进行沟通,参加被保荐人与证券监管部门和交易所进行的所有正式会谈;(6)公司上市后,就被保荐人业绩状况、发展前景、市场表现等发表财务分析报告,为投资者决策提供参考意见。

二、海外市场保荐人制度的借鉴

海外证券市场实施保荐人制度的实践证明,这种制度在保护投资者的合法权益、提高上市公司质量方面取得了明显的绩效。其中,英国伦敦证券交易所和香港联交所的保荐人制度是比较有代表性的两种:

1. 英国伦敦证券交易所(以下简称“伦交所”)

伦交所在1995年建立二板市场,为成长型中小企业股票的公开发行人和上市交易提供服务。由于二板上市公司的规模小、经营风险高,伦交所在该市场中引入了上市保荐人制度,通过保荐人帮助上市公司的董事会和管理层进一步加强对《公司法》和《上市规则》的了解,对发行公司的信息披露和规范运作提供外部辅导和监督。这一制度后来又被仿效和移植到香港证券交易所和多伦多证券交易所的创业板和主板市场。伦交所二板市场的保荐人制度运作主要包括三方面:

第一,上市保荐人资格的申请和审批。伦交所对保荐人有四条最低资格要求:申请人必须是公司法人;在公司融资业务方面具有2年从业经验;在这2年的从业期间,以申请人为主,完成了3次主要投资银行业务;公司至少有4名合格的投资银行业务人员。第二,上市保荐人资格的正常检查和处罚。在获得保荐资格后,保荐人如果需要连续保持其保荐资格,必须连续满足上述四条最低资格要求。如果交易所认为保荐人违背了保荐职责,视情节的轻重,交易所可以对保荐人进行通报批评或者取消保荐人资格的处罚。第三,规定保荐人的责任和义务。伦交所规定,凡在其二板市场申请上市的公司必须在上市前聘请一个获得交易所资格认可的上市保荐人,来牵头负责整个上市过程中发行公司与交易所的往来事务,为上市公司提供保荐服务。并且所有的公司在上市后必须保留一个保荐人。

伦交所在二板市场上市规则中对于上市保荐人的持续保荐责任和义务作出了如下6方面的具体规定:(1)在上市过程中,保荐人必须向交易所提交书面材料,证明保荐人已经完成了尽职调查,在保荐人知情范围内,保荐人认为拟上市公司符合上市规则要求并适合在二板市场上市;(2)保荐人在公司上市后,应对所保荐的上市公司的董事提供持续的辅导,使得公司在上市后能够持续遵守交易所规则;(3)保荐人应为公司上市后的信息披露提供持续的具体指导,使上市公司能够遵守交易所的持续信息披露规则;(4)充当交易所和上市公司之间的联系中介;(5)保荐人必须与其所保荐的公司保持利益的相互独立性,并保留足够的保荐咨询记录;(6)保荐人应为履行保荐义务建立起合适的业务流程。

2. 香港联交所(以下简称“港交所”)

港交所的保荐人制度是从伦交所移植过来的,并根据香港的具体情况进行了调整。港交所上市保荐人制度的实施主要有三个层面:

第一,保荐人资格管理。证券机构只有经交易所批准获得保荐人资格后,才能充当拟上市公司和上市公司的保荐人。保荐人保荐资格的有效期限为一年。到期后保荐人如果还需继续保持其保荐人资格,就必须按照交易所要求参加年检。

获得保荐人资格需要满足以下4方面基本条件:(1)保荐机构申请保荐人资格必须具备初次发行上市的保荐经验和其他相关投资银行业务经验。具体的要求是:保荐机构必须拥有4名合乎条件的监督

人,每一个监督人必须至少具备 4 年投资银行业务经验,并在这期间以主要角色的方式参与过 3 个重大的公司融资项目。(2)保荐资格申请人的股权资本金和不可分配的拨备金总和不得低于 1000 万港元,在扣除少数股东权益后的净有形资产总额不低于 1000 万港元,并且该净资产必须是没有被抵押的自由资产。如果申请人达不到上述两条要求,申请人必须从集团公司或者银行获得总额不低于 1000 万港元的对于申请人债务的不可撤回性担保。(3)提交诚信守法记录。在保荐人资格申请表中,必须如实填写申请人法人及其集团中和投资银行业务相关的附属机构,在过去 5 年中受到的来自香港或其他地区交易所或其他监管部门的处罚情况。(4)申请人必须为上市保荐业务建立合适的内控体系和操作流程。

第二,监督保荐人和被保荐公司之间的利益独立性。保荐人和其保荐的上市公司之间必须保持利益的相互独立性,以免妨碍保荐人的公正性立场。

第三,不履行保荐责任的相应处罚。如果监管部门认为保荐人违背或者没有履行其由上市规则规定的职责或义务,监管部门可以对保荐人法人和其雇员进行私下书面批评、公开书面批评、公开书面谴责、暂停保荐资格、取消保荐人资格等相应处罚。

三、我国实施保荐人制度的必要性

上市公司在公开发行人信息披露不规范甚至虚假包装,上市以后业绩急剧滑坡是长期困扰我国证券市场的一个严重问题。其中的原因是多方面的,但证券承销商没有充分履行职责是一个重要因素。

(1)行政审批制阶段。1990 年到 2001 年,我国股票发行采用行政审批制度,实行“额度控制”,即拟发行公司在申请公开发行股票时,首先要经过地方政府或中央企业主管部门批准,然后向当地证券管理部门提出发行股票的申请,经当地证券管理部门受理审核同意,上报中国证监会核准发行额度后,公司可提出上市申请,再经中国证监会审核批准方可发行。审批制弊端很多,从企业的选择到发行上市的全过程透明度不高,极易形成寻租与设租,市场调节作用难以实现,资源配置功能受到很大制约,尤其是大批劣质公司的上市更是严重损害了广大投资者的利益。在这种制度体系下,股票承销商只要能通过各种手段,帮助企业争取到发行额度并完成发行上市的组织工作就大功告成,即使公司上市后被发现质量很差,担任股票承销商的证券公司也不承担责任或者受到处罚。

(2)核准制阶段。从 2001 年 3 月开始,我国正式实施核准制。核准制是指发行人在发行股票时,只要符合《证券法》和《公司法》的要求即可申请上市,不再需要各级政府批准。但是,发行人要充分披露信息,证券主管机关有权否决不符合规定条件的股票发行申请。核准制在具体操作中是通过通道制度来完成的,即证监会对券商每年授予一定的发行股票的数目(即通道数),通道的分配根据证券公司的规模大小而定,大的不超过 8 个通道,小的不少于 2 个通道。由于证监会根据券商执业质量的年度考核情况,可以暂停或扣减券商的通道数目,在客观上促进了券商完善项目的质量管理和风险控制,使券商投资发行业务整体执业模式和质量得到一定改观。

但是,随着证券市场的发展和成熟,通道制的缺陷也日益显现出来。除了通道数目对券商投资发行业务发展形成瓶颈以外,最主要的问题是由于通道制下券商同时能够推荐的股票家数受到严格的限制,因此必须用有限的通道尽可能创造最大的收益。内在的利益驱动导致券商将单个项目规模放在首位考虑,忽视了对发行人应有的督导责任,使新上市公司的质量显著下降。根据 2003 年上市公司的中期报告统计,当年新上市的 47 家公司中有 27 家业绩出现了大幅度下滑。

因此,实施保荐人制度,让股票承销商成为保荐人,在保荐人和发行公司之间建立责任连带机制,充分发挥保荐人的专业能力,切实把好上市公司质量关,具有非常强的必要性与现实意义。

四、保荐人制度的效应分析

《证券发行上市保荐制度暂行办法》主要包括四个方面内容:一是建立保荐代表人的登记注册制度,

二是明确保荐的期限,三是界定保荐责任,四是建立责任追究制度。我国的保荐人制度在实施后,对相关各方以及整个市场产生的效应具体分析如下:

(1)券商。保荐人制度对券商的影响是最显著和最直接的。首先,券商只有合规经营,建立严密的内控制度,拥有一支高水平的专业人员队伍,保持良好的经营记录和声誉,才能获得保荐人资格,进而才可能从事股票发行承销业务。其次,券商以往在选择股票发行项目时,主要从项目利润大小的角度出发,而把公司的质地放在次要地位,只要能成功地发行上市就万事大吉。但是,在实施了保荐人制度后,这种模式就必须发生转变。第一,券商承担着项目筛选、辅导改制、保荐上市以及上市后的持续保荐等责任,只有对项目进行反复考察,透彻研究公司的治理结构、财务情况、经营管理、研发能力、市场前景等,客观准确地判断公司的质量,才能确定合适的发行项目。第二,在股票发行过程中以及上市后的两年甚至更长的时间里,券商都要深入到企业内部开展大量的专业性工作:一是在发行前的辅导阶段,券商要帮助企业进行股份制改造,完成资产重组,建立和完善现代企业制度,对董事和高管人员进行相关的法规培训;二是在发行上市阶段,券商要在科学评估企业价值的基础上确定合适的发行价格,组织协调销售网络,督促发行人做好信息披露工作,保证股票的成功发行;三是在上市后的两年内,保持与上市公司的密切联系,作为上市公司与交易所和证监会之间的重要沟通渠道,判断哪些信息应披露并督促上市公司按照证监会的规定及时披露,同时要继续发挥专业优势,为上市公司提供投资理财、资本运作等方面的咨询服务,帮助上市公司进一步完善公司治理结构。如果保荐人没有尽责,将受到一系列行政处罚甚至司法追究,代价是十分高昂的。因此,保荐人制度对券商具有相当的威慑作用。

(2)上市公司。保荐人制度将帮助上市公司董事和高管人员充分了解其应遵守的法律法规和应承担的责任与义务,促使公司更加严格地守规经营,更加规范地按照现代企业制度的要求进行公司运作,进一步健全内部决策机制和内控制度,始终保持信息披露的及时性和完整性。

(3)投资者。保荐人制度有利于投资者判断和选择优质上市公司,减小信息搜寻和信息甄别成本,增强投资信心,降低股票投资风险。

除了上述三个方面以外,对整个证券市场来说,保荐人制度有助于形成一种良性循环:券商由于承担着保荐责任,必须在众多拟发行上市的公司中进行认真细致的调查,精心挑选最合适的承销对象;发行人一方面会挑选信誉好、专业水准高的券商作为自己股票的承销商和保荐人,以便尽可能地提高发行价格,募集更多的资金,另一方面,在保荐人的监督和帮助下,信息披露会更加详尽,公司运作会更加规范;投资者在认购股票时,更倾向于选择由信誉好的券商担任保荐人的公司股票,同时保荐人制度下的严格的信息披露,也有利于投资者发现并选择质量好的公司。这种发行人、券商、投资者多方博弈的结果,是让越来越多的优质公司上市,夯实证券市场基础。

五、保荐人制度的局限性

保荐人制度虽然能够通过明确券商在股票发行中的法律责任和强化相应的法律约束,促使券商更加注重发行公司的质量,监督并帮助企业严格遵守有关法规,从而保护投资者的利益,但是保荐人制度仍然具有明显的局限性,例如:

(1)发行上市是一个由发行人、券商、律师事务所、会计师事务所等多个中介机构共同操作的系统工程,其中的法律文件、财务报表、资产评估报告等文件的真实性、完整性和准确性分别由相应的机构承担法律责任,券商作为项目的总负责人、召集人和协调人,对其它中介机构的控制能力有限,即使券商作为保荐人尽职尽责了,但无法保证其他中介机构工作的真实性和客观性。

(2)保荐人与发行公司之间始终存在着明显的信息不对称。如果发行公司刻意隐瞒真实情况,弄虚作假,保荐人往往也很难发现问题。

所以,保荐人制度只是完善我国证券发行制度的手段和步骤之一,并不是一剂万能药,如果要全面提高上市公司质量,保障广大投资者的利益,还必须从优化发行机制、完善各项配套措施、加强对相关机

构的监管、加大违规处罚力度等方面同时着手,才能取得理想的效果。

保荐人制度作为我国股票发行制度改革的一项积极尝试,在实施过程中不可避免地会出现一些未预料到的具体问题。但是,从其内容和取向看,有助于加快我国证券发行制度从计划经济的行政审批制向市场经济的注册制转变的进程,有助于改善上市公司质量,规范上市公司运作,提高证券市场的整体功能。因此,应该积极稳妥地推进这一制度的实施,并不断加以完善。

[参 考 文 献]

- [1] 屠光绍.上市制度:比较与演变[M].上海:上海人民出版社,2000.
- [2] 丁 滔.从“通道”到“保荐”新股发行制度呼唤创新[N].中国证券报,2003-06-27.
- [3] 刘朝晖.港交所保荐人制运作三步曲[N].中国证券报,2003-07-03.
- [4] 刘朝晖.英国二板市场保荐人的责任义务[N].中国证券报,2003-07-04.
- [5] 汤世生,黄格非.IPO定价方式的国际考察与中国实践[N].中国证券报,2003-07-21.

(责任编辑 邹惠卿)

On Sponsor' s System

ZHANG Kan¹, LIU Yi²

(1. Management Science & Engineering Post-doctoral Research Center, Huazhong University of Science & Technology, Wuhan 430074, Hubei, China;

2. Educational Informatization Research Center, Central China Normal University, Wuhan 430079, Hubei, China)

Biographies: ZHANG Kan (1970-), male, Postdoctoral researcher, Management Science & Engineering Post-doctoral Research Center, Huazhong University of Science & Technology, majoring in securities market; LIU Yi (1974-), female, Educational Informatization Research Center, Central China Normal University, majoring in information management.

Abstract: Sponsor' s system is a successful agency system in abroad securities markets. According to our domestic situation, studying and transplanting sponsor' s system is helpful to perfect stock issuing system, enhance the supervising of undertakers as sponsors, improve the quality of listed companies, protect investors' interests.

Key words: sponsor; system; stock issuing