

股票首发中承销商与保荐人分离的制度探讨*

李有星**

摘要:公司股票首次发行中的主承销商通常由保荐人担当,尤其创业板股票发行保荐人就是承销商。承销商与保荐人的同一现象,直接导致发行人、保荐人与承销商三方不规范行为大大增加,影响股票发行审核质量,导致利益链条以及股票发行价格非市场化,三方成为利益共同体,串通式地损害公众投资者利益。证券发行市场的虚假陈述、内幕交易、不当竞争等,都与承销商保荐人的合一制度有关。为根治股票发行市场的不合理情形,建议在我国尤其是在创业板市场首次公开发行中,将承销商与保荐人相分离,建立科学的保荐与承销约束机制,用招投标方式选择确定承销商,区分保荐、承销与其他中介机构的义务责任。

关键词:证券 承销商 创业板 保荐人 招投标

* [基金项目] 国家211工程第三期建设项目、“我国企业融资创新及其法律风险防治”(2009NH02),浙江省哲学社会科学规划“浙江民间融资规范与引导对策研究”(11YD30YB)。

** 浙江大学光华法学院教授。

一、引言

在首次公开发行(IPO)中,证券承销商是联系发行人和投资者的证券中介机构,也是发行股票的销售者。自2004年我国开始实行保荐制度以来,证券市场中的保荐人通常兼任主承销商。从通道制到保荐制的演变,实质上是对发行人IPO资格授予担保责任和承销商销售股票规范的加强,也包括保荐人与承销商之间职能和责任重心的不同,遗憾的是,有关承销商和保荐人之间分离的制度建设一直未实质性进行。创业板IPO的256家公司中的承销商与发行保荐人完全相同。承销商与保荐人合一情况下,为取得超额的保荐承销费用,违规失信的现象突出,操纵发行价格,与上市公司串通圈钱的行为明显。典型事例是中投证券保荐的创业板公司2011年上市后,出现大“变脸”,其中中华峰超纤、亿通科技、美晨科技3家公司,其2011年半年度净利润分别同比大幅下滑28.15%、38.66%、22.82%,还有1家公司在扣除非经常性损益之后,上半年利润为负数。^①发行承销中存在虚假陈述、不当竞争、误导性推介、操纵发行价格等行为,可以说与保荐人承销商的不分离相关。

二、股票发行的承销商制度基本内容

证券发行的承销制度主要由《公司法》、《证券法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》(2009年,以下简称《保荐管理办法》)、《证券发行与承销管理办法》(2010年),以及《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(以下简称《创业板暂行办法》)以及各类规则、准则、备忘录等组成。总体规

^① 参见熊凯:“中投证券保荐包装有术60%项目上市业绩变脸”,载《21世纪经济报道》2011年8月30日。

定了:

(一) 主承销商与保荐机构的关系

在承销商的称谓中有主承销商与分销商之分,主承销商是承销团的发起人,在承销过程中起组织协调作用,享受并承担着主要的权利、义务、责任和风险,分销商是参与证券承销,通过合同与主承销商约定双方权利义务。我国证券发行的实行审核制、保荐制度与主承销商制度,采用保荐机构为“单一主承销商”或是“联合主承销商”的模式。在《保荐管理办法》(2009)的第6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。同次发行的证券,其发行保荐和上市保荐应当由同一保荐机构承担。保荐机构依法对发行人申请文件、证券发行募集文件进行核查,向中国证监会、证券交易所出具保荐意见。^②因创业板公司首次公开发行股票在5000万元以下,《证券法》规定公开发行5000万股以上的应当由承销团承销,而创业板的IPO不需要承销团承销,也就是主承销商就是承销商,也就是保荐人担任承销人。实践中,所谓的联合承销商模式很少采用。

(二) 主承销商权利和义务

作为主承销商要承担着比一般承销人更多的权利和义务。包括有:(1)设立专门的工作部门或机构工作。主承销商应当设立专门的部门或者机构,协调公司投资银行、研究、销售等部门共同完成信息披露、推介、簿记、定价、配售和资金清算等工作。(2)负责组织承销工作。证券发行依照法律、行政法规的规定应当由承销团承销的,组成承销团的承销商应当签订承销团协议,由主承销商负责组织承销工作。证券发行由两家以上证券公司联合主承销的,所有担任主承销商的证券公司应当共同承担主承销责任,履行相关义务。承销团由三家以上承销商组成的,可以设副主承销商,协助主承销商组织承销活动。(3)超额配售选择权。首次公开发行股票数量在4亿股以上的,发行人及其主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。(4)履行信息

^② 2003年的《证券发行上市保荐制度暂行办法》第5条规定保荐机构负责证券发行的主承销工作。相比之下,引入联合主承销商制度也算一种改进。

披露义务。主承销商在发行过程中,应当按照中国证监会规定的程序、内容和格式,编制信息披露文件,履行信息披露义务。主承销商在发行过程中披露的信息,应当真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。(5)聘请中介机构验证及见证。投资者申购缴款结束后,主承销商应当聘请具有证券相关业务资格的会计师事务所对申购资金进行验证,并出具验资报告;首次公开发行股票,还应当聘请律师事务所对向战略投资者、询价对象的询价和配售行为是否符合法律、行政法规及规定等进行见证,并出具专项法律意见书。(6)划付申购资金冻结利息。主承销商应当按有关规定及时划付申购资金冻结利息。(7)报备承销总结报告。公开发行证券的,主承销商应当在证券上市后 10 日内向中国证监会报备承销总结报告。(8)股票发行失败处理。股票发行失败后,主承销商应当协助发行人按照发行价并加算银行同期存款利息返还股票认购人。(9)证券自营账户与关系人询价配售的限制。《证券发行与承销管理办法》第 17 条规定,主承销商的证券自营账户不得参与本次发行股票的询价、网下配售和网上发行。与发行人或其主承销商具有实际控制关系的询价对象,不得参与本次发行股票的询价、网下配售,可以参与网上发行。(10)诚信推介。《证券发行与承销管理办法》第 19 条规定,发行人及其主承销商在推介过程中不得误导投资者,不得干扰询价对象正常报价和申购,不得披露招股意向书等公开信息以外的发行人其他信息;推介资料不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

(三) 证券承销商不当竞争禁止与责任

作为证券承销商的功能是受发行人委托而向证券市场上的不特定的投资者公开销售股票等证券产品。证券承销人应当遵循规范、勤勉尽责,让发行人可以顺利地发行股票而获得资金,使投资者可以基于真实的信息而安全有效决策投资在发行的证券产品上。^③我国《证券法》第 29 条规定,公开发行证券的发行人有权依法自主选择承销的证券公司。证券公司不得以不正当竞争手段招揽证券承销业务。承销团成员应当按照承销团协议及承销协议的规定进行承销活动,不得进行虚假

^③ 参见范健:《商法》,高等教育出版社、北京大学出版社 2007 年版,第 266 页。

承销。证券公司在承销过程中,不得以提供透支、回扣或者中国证监会认定的其他不正当手段诱使他人申购股票。《证券发行与承销管理办法》第10条规定,投资价值研究报告应当由承销商的研究人员独立撰写并署名,承销商不得提供承销团以外的机构撰写的投资价值研究报告。出具投资价值研究报告的承销商应当建立完善的投资价值研究报告质量控制制度,撰写投资价值研究报告的人员应当遵守证券公司内部控制制度。我国《证券法》第136条规定,证券公司应当建立健全内部控制制度,采取有效隔离措施,防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突。证券公司必须将其证券经纪业务、证券承销业务、证券自营业务和证券资产管理业务分开办理,不得混合操作。承销商以不正当竞争手段招揽证券承销业务,如采用:(1)进行虚假的或者误导投资者的广告或者其他宣传推介活动;(2)以不正当竞争手段招揽承销业务;(3)其他违反证券承销业务规定的行为。有权机关可以责令改正,给予警告,没收违法所得,可以并处30万元以上60万元以下的罚款;情节严重的,暂停或者撤销相关业务许可。给其他证券承销机构或者投资者造成损失的,依法承担赔偿责任。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,可以并处3万元以上30万元以下的罚款;情节严重的,撤销任职资格或者证券从业资格。

(四) 承销商的专业核查义务及责任^④

承销商的核查义务又称“尽职调查”义务,或称“细节调查”义务,是指承销商在证券承销时,应当依照本行业公认的业务标准和道德规范,对证券发行人及市场的有关情况,对有关文件的真实性、准确性和完整性进行核查、验证等专业调查。^⑤《证券法》第31条规定,证券公司承销证券,应当对公开发行募集文件的真实性、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。与其对应的是,《证券法》第69条规定,承销的证券公司对招股说明书及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证

^④ 参见叶林:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第151页。

^⑤ 参见施天涛:《商法学》,法律出版社2010年版,第289页。

券交易中遭受损失的,承销的证券公司,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193条规定了信息披露义务人“未按照规定披露信息”或虚假陈述的行政责任。《证券发行与承销管理办法》等部门规章中也有关于虚假陈述的禁止性规定。

(五) 证券商承销违法行为的责任

《证券发行与承销管理办法》第62、63、64条分别规定了证券公司承销中的违法行为并规定在36个月内、12个月内不得参与证券承销的情况。证券公司的承销违法行为主要是:承销未经核准的证券;在承销过程中,进行虚假或误导投资者的广告或者其他宣传推介活动,以不正当手段诱使他人申购股票;在承销过程中披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;提前泄露证券发行信息;以不正当竞争手段招揽承销业务;在承销过程中不按规定披露信息;在承销过程中的实际操作与报送中国证监会的发行方案不一致;违反相关规定撰写或者发布投资价值研究报告;承销商违反规定向参与认购的投资者提供财务资助或者补偿的。^⑥

三、现行承销商制度的缺陷分析

发行市场IPO中承销商制度为规范证券发行承销提供了运行的规则,但也不可否认存在若干缺陷,具体有:

(一) 主承销商与保荐机构两种身份混同,扭曲保荐与承销功能

证券保荐是为了保证所发行证券的品质,证券承销主要是为了取得最佳的发行效果。^⑦ 证券发行保荐人的职能不同于证券发行承销人,但一旦主承销商与保荐人身份混同,必然会给证券发行市场带来不利。理论上保荐人的报酬是保荐费用,承销人获得的是承销费用。如

^⑥ 向参与认购的投资者提供财务资助或者补偿的,中国证监会可以责令改正;情节严重的,处以警告、罚款。

^⑦ 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第180页。

果保荐人同时就是承销人,本来的保荐费和承销费被合称为保荐承销费。为了取得高额的保荐承销费用,除常规的费用外,保荐人与发行人约定按市场筹集资金比例支付保荐承销费用,特别约定超募集资金部分的高比例提取保荐承销费。^⑧这样一来,相同数量的股票发行,发行价格越高,超募资金越多,其保荐承销费用也相应的越多。因此,如创业板 IPO 承销商收取保荐承销费用在 1 亿元以上的也常见到。^⑨ 保荐人利用保荐优势与主承销商地位优势,通过询价、定价等环节的操纵,实现发行人证券发行价格的高溢价和筹集资金的最大化,从而实现保荐人保荐费用的最大化,同时又获得承销费用最大化。证券发行的高价格不会损害到保荐人兼主承销商的利益,相反高溢价的股票发行价格可以增加保荐承销商的收益。因此,只要目前股票的定价机制、询价机制还没有真正市场化(当然有学者称现在股票发行为伪市场化),充当主承销商的保荐人或者是承担保荐人的主承销商就有让发行股票定价为高溢价的动机和行为。另外,从逻辑上讲,如果要实现股票发行的高溢价,IPO 保荐人必然从第一环节的基础材料开始安排,承销环节作为主承销商主导控制,通过询价对象安排等运作以达到其目的。如果用传统的民法理论解释,就是发行人、保荐人、主承销商以及部分询价对象共同串通给出股票的高价格,由公众普通投资者购买高价股票,发行人获得远远超出预期的资金,从而发行人给予保荐人、主承销人以及部分询价对象以各种名义的回报和利益。特别是创业板中,主承销商也就是唯一的承销商,在这种情况下,发行人、保荐人、承销商联合一起串通共谋,开展利益输送、利益安排,操纵发行价格,作出损害公众投资者利益的行为是高概率的。

(二) 联合主承销形同虚设

《保荐管理办法》第 6 条规定主承销商“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

^⑧ 不少券商投行对 IPO 项目超募集资金部分要收取 5% 至 10% 的承销费,按最高比例计算,如超募 1 亿元则可获得 800 万元的超募承销费用。

^⑨ 如中信证券因保荐神州泰岳(300002)而获得过逾 1.2 亿元的承销保荐收入,中金公司因保荐东方财富(300059)也获得过超过亿元的承销保荐收入,保荐人人乐(002336)的安信证券、保荐碧水源(300070)的第一创业证券,均获得过超亿元的保荐承销收入。

任”,旨在引入了“联合主承销”,但由于公开发行证券的发行人有权依法自主选择承销的证券公司,发行人为了不引起麻烦或得罪保荐人,通常不会再选择其他人作为主承销商。如创业板的发行人一旦选定了保荐人,就不会再选取其他证券公司作为联合承销人,事实上,创业板还没有先例。就算是采用了联合主承销模式,也没有消除保荐机构与主承销商未被分离的弊端,因为担任发行和上市的保荐机构仍参与其中,受利益驱动,难以保证保荐机构公正地出具保荐意见书,尽到诚信勤勉责任,从而直接影响保荐机构的独立与公正。^⑩ 承销商受利益驱动,很可能将业务规则、行业规范抛诸脑后,迎合发行人的不当要求,在承销过程中,进行虚假或误导投资者的广告或者其他宣传推介活动,以美化发行公司,诱使公众投资者购买。

(三)法定制约机制失效

《证券法》第31条赋予证券公司承销证券时应当对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查并采取措施纠正有问题的发行销售。承销商是保障发行募集文件没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的重要环节。而现在如创业板中保荐机构、保荐人、主承销商、承销商系同一主体,法律原先设计因主体不同而存在的阻隔、约束和牵制变得薄弱乃至无效。从而既削弱了保荐机构作为“第一看门人”的职能,也使承销商无法履行法律赋予的职能,失去了独立公正审慎核查的、尽职调查机会,也就少了一道投资者利益保护的安全防线。保荐人与承销商一体化,加上保荐机构券商的“直投+保荐”或是“保荐+直投”,这种证券发行承销市场的利益共同体形成侵蚀了市场所有的界线。高市盈率上市对券商、对上市公司、对保荐人、承销商、对老鼠仓至关重要,因此,所有的中介机构都可能因为利益丧失公正与独立原则,从而千方百计为拟上市公司涂脂抹粉,甚至自制虚假材料。正因此,各种主体利益纠结在一起,最终导致发行证券公司信息不真实、发行股票的高价格、公众投资者利益受损以及整个证券市场的不安宁。在这样的伪市场中,相信无论股市多么低迷,新股依然可以顺利发行出去。当

^⑩ 参见豆文:“保荐机构担任证券发行主承销商的制度缺陷”,载《法制与社会》2009年第27期。

然发行价可能由此压低,但即使价格多低发行人也绝不会吃亏。^① 深交所理事长陈东征曾指出,首要的工作还是要切断新股发行过程中的利益链条,防止潜在利益冲突的恶劣影响,保荐机构或保荐代表人如果直接或间接地持有发行人的股权,询价对象如果与承销人和承销人之间存在密切的业务联系和其他关系,这些利益关系的存在一定会影响到新股定价的公平性。^② 还有一种常见的情况,就是利用未来概念、不确定的预测、推断、前景分析,以及未来的成长性、未来盈利能力分析市场占有率、技术优势、商业模式、核心竞争力等不确定要素,甚至通过概念性的偷换忽悠广大公众投资者不计成本购买。以海普瑞案件为例,保荐人兼承销商中国建银投资证券有限责任公司采用概念性的“FDA唯一认证”等手段推介,使海普瑞发行价格为每股148元,公司共募集资金59.34亿元,超募集资金为48.52亿元,保荐承销人取得超2亿元的保荐承销费。^③ 保荐人和承销人充当发行人圈钱的帮凶,甚至就是发行人的利益共同体成员。平安证券有限责任公司保荐并承销的恒信移动(300081),2010年5月20日上市之后,14个月来的业绩一直在走下坡路,2010年半年报净利润同比下滑23.82%,2010年净利润同比下滑45.18%,2011年上半年业绩中期亏损503万元每股亏损0.08元。但看其在2010年5月5日发布的招股说明书中,对公司未来成长性、未来盈利的预测分析,就知道存在的推介误导。^④

(四) 证券发行承销商法律责任设计尚可探讨

证券商法律责任设计涉及归责原则的选择和责任的承担方式。归责原则主要分为无过错责任原则、过错责任原则和公平责任原则;过错

^① 参见熊锦秋:“应坚决叫停新股伪市场化发行”,载《每日经济新闻》2011年9月30日。

^② 参见赤择远:“保荐机构理应勤勉尽责 更需切断IPO利益链”,载《证券日报》2011年4月11日第A1版。

^③ 中国建银投资证券有限责任公司保荐代表人冒友华、王韬,在保荐深圳市海普瑞(002399)药业股份有限公司首次公开发行股票并上市项目中,对发行人取得美国食品药品监督管理局(FDA)认证等事项的尽职调查没有勤勉尽责。中国证监会于2011年6月14日决定对冒友华、王韬予以警示。

^④ 《招股说明书》认为公司主营业务突出,盈利能力持续性强。公司主营业务利润及净利润均保持持续快速增长。公司所处行业具有广阔的发展前景和市场容量,凭借公司雄厚的技术实力和业务基础等,未来公司具备较好的成长性和较强盈利能力。

责任原则包括过错推定原则。承担方式主要指独立承担还是连带承担问题。《证券法》第69条采用的是过错推定原则,要求承销商与发行人、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”。《证券法》第31条规定证券公司承销证券发现有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,不得进行销售活动。该条中“发现”二字表明承销商可以不发现或者发现不了,简单地说是承销商核查要求很低,没有提出对承销商核查的最低标准和要求。具体的承销业务中,难以追究作为承销商承担“虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”引起的法律责任,因为承销商的核查结果并不当然要求发现虚假陈述行为,而是将核查作为一个程序性义务要求,只要承销商履行核查程序就可以免责。按照一般程序,我国股票IPO是先有发行核准、后有承销发行,保荐人完成了发行保荐的文件已经经过中国证监会的审核,作为承销人通常无须改变其格局和措词,特别在保荐人与承销商合一的情况下,不论怎样,都不会发现有虚假陈述,即使发现也会等待到发行结束后再补救。在保荐人和承销商分离的情况下,承销商承担责任采用过错推定归责尚可以理解,但在保荐人与承销商为合一主体时,承销商采用过错推定原则实属多余。对于承销商的内幕交易行为,《证券法》中并未明文规定归责原则,但鉴于无过错责任原则的适用必须依据法律的特别规定,因此可知应适用过错责任原则。根据《证券法》第67条^⑮和《保荐管理办法》第53条,受害者需要证明承销商有“利用内幕信息”的行为以及“为保荐机构、本人或者他人谋取不正当利益”的特定目的,将举证责任推给受害者也有不合理之处。

四、证券发行中的承销商制度的建议

以创业板为例,市场中出现的“三高”现象,可以归结为公司IPO的保荐人与承销商合一,以及“保荐人+承销商”,“保荐+直投”的综

^⑮ 《证券法》第67条规定:“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。”

合作用结果。创业板中最重要和迫切的问题,不是解决核准制还是注册登记制,也不是什么公司退市、上市公司治理结构问题,而是解决发行保荐人与承销商的关系问题以及利益、责任的重新安排问题,创业板中大部分是一股独大的家族式企业,^⑩私人企业的“一股独大”是创业板创富的主要原因,如果在承销等制度上不作科学设计,虚高现象难以抑制。创业板公司一股独大使得 IPO 高溢价获得的财富事实上被控制企业的私人或家族剥夺,对这种通过简单的社会财富再分配的造富现象需要从制度上反思。初步设想是:

(一) 承销商与保荐人相分离,以单一身份履行职责

保荐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披露的信息质量和所做承诺提供审慎核查、持续训示、督促、辅导、指导和信用担保的制度。^⑪其实质是在证券发行中引入市场约束机制,使保荐人要依法对发行人的公开发行募集文件进行核查,向监管机构出具保荐意见,并保证所出具的文件真实、准确、完整。从而使其对发行人的发行、上市负有一定的连带担保责任。^⑫《保荐管理办法》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。第 53 条规定,保荐代表人及其他保荐业务相关人员属于内幕信息的知情人员,应当遵守法律、行政法规和中国证监会的规定,不得利用内幕信息直接或者间接为保荐机构、本人或者他人谋取不正当利益。保荐人所承担的是向国家证券发行审核机构的担保和向社会公众的信用担保,是保荐人通过自身的影响力,使申请公司获得向公众公开发行证券的融资权利。而基

^⑩ 据专家统计,截至 2011 年 5 月 22 日,218 家创业板企业股权结构中,第一大股东是国有性质的 12 家,其余 206 家是私人家族企业,发行上市前第一大股东平均持股比例高达 53%。其中,持股比例超过 70% 的有 51 家,50%~70% 的有 66 家,30%~50% 的有 63 家。

^⑪ 参见王林清:《证券法理论与司法适用》,北京大学出版社 2008 年版,第 156 页。

^⑫ 参见朱大旗:《金融法》,中国人民大学出版社 2010 年版,第 461 页。

于目前的发行与上市联动机制,^①凡是获得股票公开发行权的公司,上市似乎不是问题。因此,我国公司所谓的上市,实质包含着是谁获得了股票公开发行权,股票公开发行权取得需要有得力的保荐人。承销商主要负责证券的销售工作,承销商通过市场化的运作,通过包销、代销等方式处理发行的证券。现在实行的询价制度,网上与网上的申购制度等,其实更多的是技术层面程序性问题,这些工作与保荐工作相比要简单得多,责任也要轻得多。因此,在我国目前发行与上市的体制和机制下,应当考虑在证券发行(至少是股票发行)中,采用保荐人与承销商主体分离,证券公司在同一公司 IPO 中要么担任保荐人,要么担任承销商,两者只能充当其一,履行发行环节不同职能。至少我国创业板市场应当将承销商和保荐人相分离,负责保荐的证券公司只承担推荐、担保职责、辅导、持续督导等属于保荐人的工作,而主承销商应当由非保荐人以及与保荐人无关联关系的证券公司承担,由证券承销公司负责销售股票,并使承销商和保荐人互相监督,从而更有力地预防承销商违规事件发生。

在理论上,承销商和保荐人可以由不同的证券公司分别担任,承销商主要负责所发行证券的销售,保荐人侧重负责相关信息披露的真实、准确和完整,并通过各种持续性监督,实现对投资者利益的持续性保护。^②其实采取保荐人与主承销商分离也不是什么难事,问题是保荐人与承销商分离后,如何保障保荐机构的利益来源成了焦点问题。通常,承销费用一般按一定比例从所募集的资金中扣取,而保荐人佣金是独立于承销费用的专项费用,如申请在 AIM 市场上市,一般须缴纳保荐费用 250~400 万元人民币。^③基于我国在公司 IPO 中,保荐人实际承担巨大的担保风险和审核发行体制下融资发行权是实质性资源的事实,保荐人应当获得最高的劳动报酬,包括发行保荐报酬与上市保荐报

^① 表面上股票发行审核是中国证券监督管理委员会、公司上市审查是证券交易所,但实际上目前是股票公开发行后就当然地在证券交易所上市交易,发行与上市一体化程序。

^② 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社 2008 年版,第 180 页。

^③ 参见陈默:“海外上市,你准备好了吗?”,载 <http://www.gblaw.com.cn/gxpl/hm/show.asp?id=674&classid=056>,2011 年 5 月 22 日最后访问。

酬,以及持续督导报酬等,保荐人的保荐报酬应当是重点,保荐人可以与聘请者的发行人商定费用数额,而券商的承销费用可以按照与发行人所订立的承销协议确定费用标准。因此,如果制度得当,保荐费与承销费用就没有不可解决的矛盾。其实,大家都明白,在公开发行股票过程中,只要能够发行并上市成功,发行费用根本不是什么问题。因为保荐承销费用与募集的资金和创业者利润的转换价值之间相比,完全是可以忽略不计的小数。

(二) 加强主承销商与保荐人的制约功能设计

为了减少劣质证券的发行机会,更好地保护投资者的利益,我国引入了保荐人制度,以协助发行人提高信息披露的质量。保荐人保证证券(股票)符合招股说明书所揭示的品质是核心职能。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(具有行政许可的属性),而发行销售只是股票的买卖过程。借助承销商的中介作用,发行人可以借助证券机构最专业的销售能力完成发行,避免发行失败,投资者借助承销商发布的最直接的通俗易懂的销售信息而投资决策。很明显,发行人为了发行成功而没有后遗症,需要优秀的承销商,优秀的承销商如何选择,最市场化的操作就是招标选择。

我国实行核准制,证券法律明确规定发行人的营业状况、盈利状况、支付能力、股本结构、可持续盈利能力等条件。证券监管机构负责审查信息披露真实性、与法定条件的一致性以及发行申请的合法性。对于拟发行证券的品质,有权进行实质审查,有权决定是否赋予发行股票融资权利。在核准制下,证券市场中的投资者被视为是非专业投资者,视为缺乏证券市场投资经验,不能理性地把握和处理相关信息。因此,总认为政府应该对证券价值作出评价、保护公众投资者,认为政府应该维护市场秩序,干预经济运行,维护证券发行交易的公平性。^②

在坚持核准制下,我们更有必要提出发行审核与承销的双重监管,更有必要使保荐人与承销者相互制约,要制约在主体分离的基础上,就是强化具体的措施实现制约的功能。我们完全可以这样假定:发行人

^② 参见李有星:《商法》,高等教育出版社2006年版,第281页。

与保荐人属于一致行动者,其目标就是获得审核机构的通过,从而获得公司股票发行融资权,任何无法获得发行权的事实对发行人与保荐人都是不利的,为了共同利益,他们必然会一致行动。因此,如果有良好的承销制度,强化承销商对发行人、保荐人的约束,就是为投资者利益保护增加了有效的途径。承销商对自己的发布信息行为负责,就一定会尽职审核保荐人已经出具的信息内容,核查、审慎、勤勉也就成了承销商的当然义务,从而促使保荐人与承销商之间构成制约机制,实现《证券法》第31条规定证券公司核查并采取措施纠正的真正落实。

(三) 股票发行主承销商的招投制度

在保荐人与承销商分离以后,承销商如何选定是重点。承销商如何选定?谁来选?怎么选?现行《证券法》第29条的规定是将选择承销商的权利交给发行人。发行人有权选择确定承销商,但承销商不能搞不正当竞争。在不改变现有法律规定的情况下,尊重发行人对公开发行业务的承销商的选择权利,但在程序上,有必要通过由证券商协会主持的招投标制度来完成承销商的选择。发行人通过招投标平台发布所需的承销商,可以设定具体的承销商资格要求,通过证券商协会组织的招投标程序选择最佳的承销商。如果不采用招投标程序选择主承销商,而是仅由发行人选择的话,由于费用是发行人与承销商谈判的,为了获得利益最大化,承销商必然也会同发行人有一定程度的一致行动。如此一来,保荐人与承销人的分离就显得无意义。必须打断承销商由发行人简单地控制与主导的模式,就是主承销商、费用均由市场化选择,主持招标者为证券商协会。

(四) 明晰承销商义务与责任,合理区分责任标准

承销商义务性质上可分为三种:依据承销协议向发行人承担的义务,依据《证券法》的规定向投资者承担的义务和向证券监管机构承担的义务。^②综合地看,承销商对投资者承担的义务是重点和难点。

承销商的义务与责任应因“保荐人牵头责任模式”与“区分责任模式”而差异。郭雳教授提出了“保荐人牵头责任模式”与“区分责任模式”,指出英国、香港地区等对证券市场中介机构采取了由保荐人担任

^② 参见王保树:《商法》,北京大学出版社2011年版,第313页。

“牵头责任人”的监管模式,规定由保荐人对风险度可能较高的公司(创业板企业或新上市公司)统筹负责,通过设定义务和施加处罚敦促其协助交易所或证监会进行监控,切实承担起提供诚实和公正专家意见的使命。^⑳ 香港地区将证券中介机构的职能定位进行分解安排,突出保荐人、合规顾问和独立财务顾问的不同定位。保荐人承担公司上市前的推荐和辅导;合规顾问承担发行上市后的持续协助和督导;独立财务顾问承担发行人重大交易或安排的审查。^㉑ 同时认为美国没有规定保荐制度,证券公司扮演的只是承销商角色。现行美国《证券法》第11条实际上确立了“区分责任”为主体的监管模式。在这种模式下,证券市场的中介机构之间能够形成事实上的委托关系,^㉒但这种委托是根据代理法的标准,对相关专业的工作进行委托。中介机构之间相互引用意见来作为发行人(或交易商)的登记注册文件进行申报或披露。证券发行人,其主要行政、财务及会计主管以及所有对登记注册文件内容负责的董事、承销商、会计师或其他专业人员,区分承担法律责任。而我国目前的证券发行承销制度明显表现为是围绕保荐人(保荐机构和保荐代表人)的范围更广、更为严格的“牵头责任”监管模式。^㉓ 对保荐人既赋予了过多的权利也赋予了过重的义务责任。^㉔

从实际运作来看,我国证券发行中的主承销商受发行人委托配合发行人编制招股说明书,并对招股说明书的内容进行核查,确认招股说明书及其摘要不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏,并承担相应责任。发行人律师、注册会计师、注册评估师、验资人员及其所在的中介机构应书面同意发行人在招股说明书及其摘要中引用由其出具的专家报告或者意见的内容,并确认招股说明书不致因引用上述内容而出现

^⑳ 参见郭雳:“证券市场中介机构的法律职责配置”,载《南京农业大学学报》(社会科学版)2011年第1期

^㉑ 参见谈萧:“香港保荐人制度最新修订述评”,载《证券市场导报》2005年第4期

^㉒ 参见[美]莱瑞·D. 索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社2004年版,第180页。

^㉓ 我国《证券法》第11、49条明确规定了证券发行、上市保荐制度。

^㉔ 例如,证券发行必须由保荐人推荐,证监会或交易所只接受由其推荐的申请文件;保荐人应勤勉尽责,对申请文件和披露材料审慎核查,承担连带责任;保荐人对所推荐公司在上市后的一段时间负持续督导责任,并对后者在此期间的不规范行为承担责任等。

虚假记载、误导性陈述和重大遗漏,并对其真实性、准确性和完整性承担相应的法律责任。^⑳因此,在保荐制下,对承销商承担的权利义务来说是不对称,在主板和创业板等均推行保荐制度的情况下,如果主承销商又是保荐人担任的情况下,承销商在证券发行环节根本不需设定过重的责任,尤其是保荐+审核模式下的承销商客观上就是销售商而已。在保荐人承担巨大责任的同时,可以减轻承销商的不必要的过重责任。反而,应当合理设置中介机构的相互责任标准,合理区分除发行人、保荐人之外的中介机构的责任,同时建立合理的“信赖专家抗辩”等免责事由。对于证券发行人采用无过错责任原则是必须的,^㉑而发行人以外的人要根据其在证券发行“审核制”下所起的作用、权利与义务平衡的角度作出科学安排,科学借鉴美国证券法上的“辞职抗辩、不知情抗辩和应有谨慎抗辩”免责事由。从某种意义上讲,我国现行的承销商(指不承担保荐人)根本没有美国证券法中承销商的地位和作用,美国因为没有保荐制度,所以潜在投资者在决定购买证券时,也是出于对承销商信誉的信赖,但我国不同,投资者决定购买发行的证券时,是基于对证券监管机构审核程序结果的信赖以及对保荐人承诺的信赖,承销商的信誉几乎不成为投资者购买证券的重要考虑因素。在美国,由于没有保荐人制度,实施的是“区分责任制度”,因为承销人在整个发行注册过程中起着重要的作用,所以对承销商采用过错推定,只要能够举证证明具备免责的事由,就无须承担责任。通常,美国《证券法》第11(f)条规定,原则上第11(a)条涉及的所有人应负连带责任,但实际只有过错较大的被告才负连带责任。^㉒我国《证券法》第173条和第69条都规定了承销商应当勤勉尽责,对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给他人造成损失的,应当与发行人、上市公司

^⑳ 参见吴志攀:《金融法概论》,北京大学出版社2011年版,第310页。

^㉑ 如美国《证券法》第11(a)条罗列了包括发行人在内、可能对登记注册文件中不实陈述或遗漏负有法律责任的自然人和组织,涉及发行人、其主要行政、财务及会计主管、以及对所有对登记注册文件内容负责的董事。

^㉒ 参见郭雳:“证券市场中介机构的法律职责配置”,载《南京农业大学学报》(社会科学版)2011年第1期。

承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。现在看来,在保荐制下,承销商与保荐人分离的制度设计下,我国承销商可以不采用过错推定的归责原则,而可以采用过错责任的归责原则,适度减轻承销商责任,培育承销商发展成长。同时,重点解决承销环节的虚假推介、联合欺诈、协商报价和故意压低或抬高价格等商业营销中的不当行为,解决不符合条件者参加询价、关联方参加询价的法律责任问题。

综上,我国股票发行中的保荐人兼作主承销商的做法存在许多不足,设计保荐人与承销商的主体分离制度,有利于证券发行市场的健康发展,有利于平衡保荐人与承销商的利益,有利于公众投资者利益保护。在股票发行中保荐人与承销商分离的基调下,通过合理安排保荐人、承销商以及其他证券服务机构的权利义务与责任,合理设定承销商的义务标准,强化其对保荐人的制约功能,通过设定保荐人和承销商的收费制度,以及发行人选择主承销商的招投标制度,实现保荐人与承销商的分离运作。