

主 办

中国证券法学研究会

证券法律评论

“全面深化改革背景下《证券法》的修订与完善”专辑

主编：郭锋

本卷执行主编：冯果

2014年卷

SECURITIES LAW REVIEW

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

2014年卷

SECURITIES LAW REVIEW

证券法律评论

“全面深化改革背景下《证券法》的修订与完善”专辑

主办：中国证券法学研究会

主编：郭 锋

本卷执行主编：冯 果

本卷执行副主编：李安安 邢会强

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

证券法律评论. 2014 年卷 / 郭锋主编. —北京: 中国法制出版社, 2015. 2

ISBN 978 - 7 - 5093 - 6144 - 3

I. ①证… II. ①郭… III. ①证券市场 - 研究 - 中国
②证券法 - 研究 - 中国 IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 038252 号

策划编辑 李小草 (lixiaocao2008@sina.cn)

责任编辑 任乐乐

封面设计 李 宁

证券法律评论. 2014 年卷

ZHENGQUAN FALÜ PINGLUN. 2014 NIANJUAN

主编/郭锋

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/710 × 1000 毫米 16

版次/2015 年 4 月第 1 版

印张/32.25 字数/531 千

2015 年 4 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 6144 - 3

定价: 108.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码: 100031

网址: <http://www.zgfs.com>

市场营销部电话: 66033393

值班电话: 66026508

传真: 66031119

编辑部电话: 66071862

邮购部电话: 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

序 言

《证券法律评论》现由中国证券法学研究会主办。中国证券法学研究会是经中国法学会批准，于2008年12月6日在北京成立的从事金融、证券、期货及相关领域法学研究的全国性学术研究组织，主要由国内从事证券法学教育研究的理论工作者，证券立法、司法、监管实务部门专家，证券市场从业人员组成。研究会的组建，得到了全国人大常委会法工委、最高人民法院、国务院法制办、中国证监会、中国法学会、中国证券业协会、中国期货业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所等有关部门的指导和支持。研究会的宗旨是：团结和组织全国证券法学界的法学工作者、法律工作者及证券业相关人士，促进证券法学理论与实践的研究，开展证券法学的学术交流活动，为推进依法治国，发展社会主义市场经济，促进社会主义现代化建设事业服务。研究会在中国法学会领导下，自主开展学术研究、学术交流活动。

中国证券法学研究会从2008年成立至今，每年都成功举办了年会。2008年12月6~7日，由中央财经大学法学院主办了“中国法学会证券法学研究会成立大会暨改革开放30年与中国证券市场法治建设论坛”；2009年6月27日，与上海市高级人民法院、华东政法大学、上海证券交易所在上海联合举办了主题为“金融危机背景下金融发展与金融法治研讨会”的2009年年会；2010年5月6~7日，与深圳证券交易所在深圳联合举办了主题为“多层次资本市场建设与投资者权益保护”的2010年年会；2011年10月27~28日，与湖南省人民政府金融办等在长沙联合举办了主题为“国家竞争力与区域性金融中心建设——环长株潭城市群‘两型社会’试验区的金融发展与创新论坛”的2011年年会；2012年6月15日，与四川省人民政府金融办、四川省社会科学院等在成都联合举办了主题为“国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设”的2012年年会；2013年4月22日，与北京大学法学院等在北京联合举办了主题为“中国资本市场法治化20周年纪念论坛”的2013年年会；2014年5月10日，与武汉大学法学院等在武汉联合举办了主题为“全面深化改革背景下《证券法》的修订与完善”的2014年年会。

在历次年会上，研究会的各位理事、证券法学界和实务界的参会代表均提交了精心准备的论文，为我国证券法治建设积极建言献策，有力推动了我国证券法治的进步，为证券法的修改和完善贡献了智慧和力量。每次年会后，研究会均将会会议论

文汇编成册，公开出版，与知识界、实务界、社会公众分享与会者的理论观点。但以前出版的年会论文集，主要反映当年的年会主题，书名不一致，不能很好地形成证券法学研究会的学术品牌，也不利于读者、研究者进行较为系统的文献收集、整理与参考。鉴于此，中国证券法学研究会研究决定，从2014年开始，将每年的年会论文统一编入书名为《证券法律评论》的连续出版物中。

现在呈现给读者的中国证券法学研究会主办的《证券法律评论》2014年卷，即是2014年年会的参会论文选编。

需要说明的是，《证券法律评论》最早由我创办于2001年9月，当时是由我担任所长的中国人民大学金融法研究所主办，我任主编。从2001年到2005年，共出版了四卷，其中第四卷由中央财经大学法学院、中央财经大学财经法律研究所主办，中央财经大学证券法研究中心编辑，我任主编。后来因创办和主编《金融服务法评论》，考虑到证券法的内容已经纳入金融服务法中，《证券法律评论》没有再续编。《证券法律评论》（2014年卷）的编辑出版，使得《证券法律评论》在新的时期得以延续和传承，在此特别感谢中国证券法学研究会使其重新焕发生机。

中国资本市场法治建设任重道远。中国证券法学研究面临机遇和挑战，任务艰巨，使命光荣。理论研究成果既是对实践的反思、批判和经验总结，也是对未来的思考、为未来指引发展方向。在全面深化改革、全面依法治国背景下，中国证券法学研究会的全体同仁，定当齐心协力，努力办好《证券法律评论》，为建立和完善中国特色社会主义证券法治体系不懈探索，为繁荣我国证券法学理论研究添砖加瓦、贡献智识。

是为序。

中国证券法学研究会会长 郭 锋

本书序

2014年5月10日，由中国证券法学研究会主办，武汉大学法学院和武汉大学资本市场法治研究中心承办的中国证券法学研究会2014年年会在武汉成功举行。本次年会以“全面深化改革背景下《证券法》的修订与完善”为主题，设置了“《证券法》修改的方向与路径”“市场深化背景下的监管转型”“资本市场创新与证券法制回应”等议题，来自理论与实务界的200余位专家学者参与了会议。本着与会议主题的契合度及论文的结构完整性这一标准，我们对收到的会议论文进行了认真筛选和编辑，是为本书。

当前，我国正处于全面深化改革的关键历史时期。资本市场作为推动制度变迁的重要动力，其体制机制的完善不仅关系到资本市场自身的持续健康发展，而且事关全面深化改革的全局。“法律是治国之重器，良法是善治之前提”，资本市场的健康发展须臾离不开证券法的制度供给。我国《证券法》自1998年通过、2005年修改至今，在规范证券发行和交易行为，保护投资者合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进社会主义市场经济发展等方面发挥了重要作用。但随着证券种类扩展、多层次资本市场形成、交易形式创新等资本市场新形势和新问题的不断涌现，投资者保护滞后、市场化程度不足、监管机制不完善等弊端日益凸显，现行《证券法》已不能对当前资本市场进行有效调整。全国人大常委会已将《证券法》修改列为议事日程的背景下，亟待学术界立足于证券法理论前沿，积极回应社会关切的重大问题，为该部法律的完善献计献策。鉴于此，本书旨在凝聚学界共识、汲取实践智慧、形成改革合力，助推证券法制的健全与完善。本书所收录的论文主要针对建立多层次资本市场、推进股票发行注册制改革、发展债券市场、扩大资本市场开放程度、防范金融风险、加强证券投资者保护等问题进行探讨，集中反映了证券法学界的最新研究成果。本书的出版有助于推动证券法理论与实务研究的互动，进而为证券法治的进步贡献绵薄之力。

本书的出版得到了中国证券法学研究会、武汉大学法学院、武汉大学资本市场法治研究中心的大力支持，并得到了中国法制出版社的精心编辑，在此表示衷心感谢。

编者

目 录

【注册制改革】

注册时代发行保荐制度的存废与革新

——以香港地区新规及案例为参照

郭 雳 (1)

论推进注册制下的证券公开发行制度改良

李有星 金幼芳 (15)

注册制审查的域外实践和理论内涵解析

杜 晶 (27)

中国概念股在美国被做空探因及对我国证券注册制
改革的启示

肖 宇 (44)

注册制下证券发行审核机制的重大变革及对我国投
资银行业的影响研究

陈思远 (66)

【证券立法】

中国证券发行人及其律师

程金华 (82)

中国（上海）自贸试验区金融服务外包制度探究

蔺 捷 李柯佳 (105)

韩国资本市场法的制定与动向

南玉梅 (116)

美国限售股制度总结及对我国限售股制度改革的启示

陈 彬 陈 娟 (129)

论区域性 OTC 市场的比较与构建

——以广东金融高新区股权交易中心为视角

韩金飞 彭 虹 赖咏萱 (142)

证券间接持有与集中登记、存管和结算法律制度

——兼论对《证券法》第七章的修改

尚彩云 (165)

【公司治理】

金融创新视域下公司治理理论的法律重释	冯 果 李安安	(180)
论公司资本制度颠覆性改革的环境与逻辑缺陷及制度 补救	甘培忠	(202)
公司的信用与评价		
——以公司债券发行限额的存废为例	洪艳蓉	(214)
上市公司股东提案权制度研究	肖金锋	(234)
金融创新与公司法知识谱系的转型	李安安	(246)
类别表决权：类别股股东保护与公司行为自由的平衡		
——兼评《优先股试点管理办法》第十条	刘胜军	(262)
论企业并购税制中的税收中性原则	夏红梅 谢贵春	(288)

【制度创新】

“对赌协议”的法律风险防控研究		
——以“对赌第一案”为中心的观察	仇晓光 田 阳	(303)
金融资产证券化发展及其监理问题研究		
——以台湾地区法制为视角	陈铭聪	(319)
台湾地区金融消费者保护法律改革及启示	冯 博	(333)
众筹融资的法律分析与制度回应		
——基于互联网金融模式的前瞻	袁 康	(342)
金融衍生品信息披露的投资者中心主义及其制度构想	窦鹏娟	(365)
我国实施专利证券化的资产选择与风险规制	杨 梦	(383)
大金融背景下我国金融消费者法律保护路径研究		
——国际视野与本土反思	樊纪伟	(403)
股权众筹合法化：可能性及进路		
——兼论互联网金融业态下《证券法》的修订	安邦坤	(416)

【监管执法】

我国互联网金融发展情况、立法规制与司法应对的

调研报告

最高人民法院委托课题调研组 (433)

论我国 P2P 网络贷款平台的异化及其监管

冯 果 蒋莎莎 (457)

场外交易市场民事纠纷解决机制研究

万国华 杨海静 (472)

自由融资权、非法集资与证券私募

钟志勇 (485)

证券交易“买者自负”原则检讨与反思

杨为程 (496)

注册时代发行保荐制度的存废与革新

——以香港地区新规及案例为参照

郭 雳*

摘 要：发行注册制的研讨推进、《证券法》的拟议修订，使得保荐制度的去留或变革成为资本市场的热议话题。2013年10月1日，香港关于保荐人监管的最新改革举措正式实施。新规则对信息披露、尽职调查、资源投入、流程文牍等加以明确，引入了针对保荐人的刑事责任，也代表着对洪良国际等现实案例的回应。机制变迁的核心是相关权利、义务与责任的再配置和再平衡，这对于认识和把握证券发行注册制的法律实质及改革关键，殊为重要。以此为参照系，检讨万福生科等违规事例，现阶段我国内地应坚持并完善保荐要求，形成更好的制度安排。

关键词：保荐人 新股发行 监管改革 注册制 香港法律

发行注册制无疑是当今证券领域最热的语汇。十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出“让市场在资源配置中起决定性作用”“推进股票发行注册制改革”，对现行《证券法》的修订也随即提速。如何理解并在我国顺利实施“注册制”，在核准制框架下出现并由目前法律确认的保荐制度又将何去何从，成为各方关注和争论的焦点。与此同时，香港地区作为国际金融中心，也始终面临着市场需求新的挑战，典型的如仍在纠结不已的阿里巴巴上市案。为了确保市场的稳健，维护全球对其资本市场的信心，香港监管机构亦在不断地开展尝试和改革。2013年10月1日，香港证券及期货事务监察委员会（以下简称香港证监会）、香港联合交易所有限公司（以下简称联交所）关于保荐人监管的

* 郭雳，北京大学法学院教授。

新规正式生效。这标志着香港保荐制度新一轮改革落地，是对证券市场保荐人权利、义务和责任的一次再配置。考察其举措，检视背景及相关案例，分析原因并与内地情况相比较，应可为内地保荐制度的改革完善所借鉴，对于提高和统一各界就注册制的认识也大有裨益。

一、香港制度沿革和改革背景

香港于1999年和2003年，分别在其创业板和主板市场引入保荐人制度，要求保荐人履行《证券及期货条例》下的第6类受规管活动（就机构融资提供意见）。其后，联交所曾于2004年、2007年对保荐人制度进行过两次修订，对保荐人尽职审查责任、有关资格和合规事宜等方面作出规定。^{〔1〕}

然而，上述努力并未能杜绝证券市场中的诈欺现象，保荐人的工作水准尚待提高，下文所论及的2010年“洪良国际案”即为例证。为此，香港证监会对保荐人工作缺失的原因进行了总结，认为他们在尽职调查、信息披露、资源保障和对上市申请人的内控制度监督等方面仍需改进。为确保保荐人承担保证市场整体质量的实质责任，香港证监会和联交所决定进一步推行保荐人改革。

2012年5月，香港证监会发布《有关监管保荐人的咨询文件》（以下简称《咨询文件》），在整合以往相关指引规定的基础上，草拟了《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（以下简称《操守准则》）第17段关于保荐人的规定，就保荐人相关规则修订征询意见。同年12月12日，香港证监会发布了《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》（以下简称《咨询总结》），落实了针对保荐人的新监管规定。为配合证监会新规，2013年7月23日，联交所刊发了修订后的主板和创业板证券市场《上市规则》及相应的指引信。10月1日起，香港证监会和联交所关于保荐人的本轮监管改革正式实施。

保荐人作为发行上市申请人质量的主要把关者，其能否尽职履责决定着资本市场的整体质量。此次改革对于香港市场各主体意义重大。对监管者而言，有助于降低监管成本，转变监管模式。对投资者而言，可降低信息不对称带来的成本，维持市场信心。通过严格申请上市的要求，甄别剔除“坏柠檬”，对那些质素良好的上市申请人而言则不无裨益。^{〔2〕}对资本市场整体来说，则可以进一步提高透明度，降低上市申请人欺诈等风险。

〔1〕 香港证监会《有关监管保荐人的咨询文件》第28段，2012年。

〔2〕 See George A. Akerlof, The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics (The MIT Press) 84 (3): 488 (1970).

二、改革重点——保荐人的权、义、责

为督促保荐人履行其实质的公众责任，此次香港监管新规主要从义务和责任两个方面强调和加重了保荐人的职责。同时，新规也从保荐人收费制度、简化上市审批流程等环节保障了保荐人的权利，以求使其权、义、责三方面达成更好的均衡。

（一）与保荐人相关的义务

监管新规加强了对保荐人信息披露、尽职调查、必要资源投入、记录保存等方面的要求。这些义务规定一方面是香港证券市场其他准则中关于保荐人义务的集中汇总，另一方面也提出了一些新的具体要求。

1. 信息披露

其一，关于申请文件和申请冻结期。上市申请人在申请上市时应当提交上市申请表格、申请版本及其他相关资料，使所提交的信息大致完备^{〔3〕}，那些性质上须在后期落实和刊载的资料则可不被收入到上市申请的文件中。如果监管机构认为申请人所提交的资料不够详实充分，那么其上市申请将被发回，并进入8个星期的冻结期。在这8个星期之内，申请人不得再次提交上市申请。冻结期制度一方面有助于申请人在进入冻结期后安心补充信息，另一方面也向申请人提供事前的激励——为保证审核流程的顺畅，应当尽最大努力确保所披露申请文件及相关信息的详实准确。

其二，关于上市申请人管理层的讨论分析（MD&A）。除了一般性地披露信息之外，《操守准则》还要求申请人管理层应当与保荐人等顾问一道，在申请文件中披露管理层对公司状况的讨论和分析情况，其目的是使公司重点披露关于财务等情况的分析，使公众投资者能够对公司过去、现在和未来的业绩状况及其影响因素有所了解。联交所特别要求，管理层讨论分析不能仅是复述资料，而应当提供对相关情况的“有意义”的解释，对公司财务等资料的影响及意义发表意见。^{〔4〕}

其三，关于向监管机构的信息报告义务。保荐人无论是接受保荐委托，还是因故中途终止保荐业务，都应当向监管机构报告。香港证监会强调，保荐人如果因为申请人不符合上市条件或者违规操作而决定终止向上市申请人提供服务，履行向监管机构报告的义务有助于监管机构及时发现并识别上市申请人的问题。

〔3〕 香港主板市场《上市规则》第9.03条，创业板市场《上市规则》第12.09条。

〔4〕 联交所HKEx-GIS9-13指引信《有关在上市文件“管理层讨论及分析”中提供以往财务数据的指引》第3.2段。

其四,关于上市申请情况的实名披露。如果上市申请人提交的申请版本被发回,则被发回的上市申请人及其保荐人等信息将会被披露在“披露易”网站上,且相关信息将不会随着上市申请人重新提交申请或者重新上市而从“披露易”网站上消除。此项实名披露的规定对注重商誉的保荐人来说构成一项挑战和约束。

2. 尽职调查

其一,保荐人应当充分了解上市申请人及其董事、高管和控股股东的情况。香港证监会在咨询文件中指出,保荐人应当遵循“了解你的客户”原则,对上市申请人的历史和背景、业务表现、内部架构、董监高等情况都有充分了解。此外,鉴于投资者十分依赖上市申请所披露的信息材料,因而该原则只是作为保荐人经营业务时应当满足的最低标准^[5],香港证监会有理由提出比它更高的要求:除了了解公司的相关情况之外,保荐人还应充分了解公司董事、高管及控股股东的个人情况和业务背景。^[6]

其二,保荐人应能识别上市申请人在招股书中的重大问题。如果保荐人在履职过程中识别出了重大事宜和风险,认为申请人上市不符合公众利益,那么应当及时地采取补救措施,并将相关情况向监管机构披露。保荐人应当在申请文件中向联交所披露上市申请人是否适合上市以及上市是否违背大众利益等情况。最终,保荐人应当能使监管机构信纳,申请人是适合上市的。

其三,关于专家和非专家第三方的尽职调查。申请人所提交的申请版本需要不同中介机构提供相关的数据,这既包括会计师、估值师、物业业权顾问等提供的专家报告,也包括其他第三方所提供的非专家内容部分。为确保向投资者提供准确详实的申请版本,香港证监会要求,一方面,保荐人应当对专家和非专家第三方的业务及人员资质等情况做尽职调查,确保其能够履职;另一方面,保荐人应当以审慎的态度去审查专家和非专家第三方机构提供的报告内容。特别地,对于专家报告的部分,香港证监会虽然不要求保荐人达到专家的专业水平,但要求保荐人从所掌握的资料去审查专家报告是否有与实际情况出入之处、专家所用的基准、假设等内容是否符合常理。最终,在提交申请版本时,保荐人应当确认其有合理理由相信专家和专家非专家第三方所出具的报告。^[7]

对于尽职调查的标准,香港证监会指出将根据“保荐人的同业认为客观适当的方式来厘定”。^[8]这表明其不以事后的标准去审核保荐人是否尽职,而将采用相对

[5] 引自香港证监会《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》第77段,2012年。

[6] 《咨询总结》附录A第17.3(a)段。

[7] 《咨询文件》第15~16段。

[8] 《咨询总结》第106段。

客观的行业标准进行评估。与事后标准相比,此种尽职调查的标准自然更显公允一些。但是,保荐人同业就客观标准是否能够达成统一尚未可知。目前香港已有一些保荐人商号制定了自身的尽职调查标准,但其是否能代表整个行业的客观标准尚待讨论。

3. 资源准备和投入

保荐人须具备必要的资源、系统和程序,确保履职。这既要求保荐人商号配备有经验的保荐人员,也要求制定保荐上市相关的任务,还要求高级管理层及其下属的委员会对保荐人尽职调查的进度和水准进行检查和督导。尤其是在保荐人员方面,管理层应当委任一个具备专业技能的交易小组,并包含一名主要人员,来完成保荐人上市相关的业务。^[9]

4. 妥善保存记录

香港证监会要求,保荐人应当妥善保存其尽职调查工作相关的文件及记录。保荐人无须保有专家或者非专家第三方全部的工作底稿,可仅限于保存得出尽职调查有关结论的依据。相应的记录应当保存7年,这与香港《证券及期货(备忘录)规则》的规定亦相符。^[10] 这些规定既有助于督促保荐人妥善履职,避免其抱着“剔格子”应付监管机构的心态去提交尽职调查报告,同时又为保荐人提供了一种保护,因为详尽的记录是证明其履行尽职调查的资料来源。

(二) 保荐人的责任

本次改革的一大特色是加强了保荐人的民事和刑事责任。香港《公司条例》规定,发起人、申请人董事、批准发出章程的人及专家须对招股书的不实陈述承担民事赔偿责任,批准发出的人如情节严重可能面临刑事监禁和罚款责任。但是,由于保荐人是否属于承担民刑事责任的“发起人”或者“批准发出章程的人”之范畴,在法律条文中尚不清楚,其是否需要承担责任亦不可推知。香港证监会认为,如果保荐人无需为招股书承担责任,那么其应当承担的责任与其上市质素的主要把关者地位就不相符,因此建议修订《公司条例》,明确保荐人的相关民事和刑事责任。其中几处细节设计,引人关注。

一是关于保荐人刑事责任的举证责任。《咨询总结》指出,控方有义务证明保荐人明知或者罔顾招股书中的失实陈述,以及此类失实陈述对投资者来说具有重大的负面影响。^[11] 二是关于隶属于保荐人商号的个人是否承担刑事责任。香港证监

[9] 《咨询文件》第95段。

[10] 《咨询总结》第216段。

[11] 《咨询总结》第46段。

会认为,刑事责任条文只适用于保荐人商号,但是,如有证据证明任何隶属于保荐人商号的个人对招股书的不实陈述有串谋和同意参与行为,则隶属保荐人机构的个人亦将面临刑责。^[12] 三是保荐人责任的免责事由。保荐人对招股书中的失实部分有“合理信赖”的免责辩护,保荐人可在面临指控时证明其有合理理由相信专家报告的相关内容。^[13] 对专家的合理信赖的尽职标准是以行业公认的客观标准判断,而非以事后的标准来判断。免责事由赋予保荐人相应的抗辩权利,对保荐人来说是一种保护。但如前所述,相关的行业标准能否很快统一尚存疑。

与此同时,香港证监会多次强调,加强保荐人的责任并不意味着弱化了其他主体的责任,后者应承担的责任由其他法例或者行业规范去调整。总体上,上述规范有利于使保荐人承担与其地位相适应的责任,并为公众投资者对招股书的不实陈述提供了针对保荐人的救济途径。

(三) 保荐人的权利

本着权利、义务和责任三者相匹配的原则,新规也关照和增加了保荐人的若干权利。

其一,监管流程得以简化,以配合保荐人的相关信息披露。香港证监会指出,出于实际的考虑,提交上市申请与申请人实际上市的时间点存在间隔,在预见监管新规会提高上市申请质量的前提下,证监会将与联交所合作,制定简化监管程序的措施。联交所在《上市规则》中也简化了相应的监管程序。例如当申请版本不完备被发回时,上市申请人向联交所提出的复核程序会加快。^[14]

其二,就上市申请人而言,在配合保荐人工作的前提下,还应确保其所聘任的第三方也配合保荐人的工作。上市申请人及其董事应当协助保荐人履行职责,并确保其聘任的所有相关人士全力与保荐人合作,配合其履行职责。^[15]

其三,为保证保荐人开展尽职调查工作,香港证监会规定了最短委任期制度。上市申请人在聘任保荐人的2个月后,才可以提交上市申请。如果上市申请人聘任多个保荐人,那么,上市申请人在聘任最后一个保荐人的2个月后才可提交上市申请。^[16] 最短委任期的规定旨在确保保荐人拥有充足的时间去履行其尽职调查的

[12] 《咨询总结》第41段。

[13] 《咨询文件》第66段。

[14] 香港联交所 HKEx-GL61-13 指引信《有关上市科及上市委员会发回上市申请的裁决之加快复核程序》。

[15] 香港主板市场《上市规则》第3A.05条,创业板市场《上市规则》第6A.05条。

[16] 《咨询总结》第53~55段。

职能。

其四，就保荐人的费用而言，香港证监会规定了上市申请人与保荐人应当事前将保荐费用单列出来，使之不与申请人上市与否等最终结果挂钩。^[17] 尽管保荐费用是一项商业谈判的结果，但是为给保荐人开展完备尽职调查提供经济激励，监管机构认为有必要使保荐费用的相应规则透明化。

三、内地证券保荐规则的相关对照

保荐人的义务和责任是这次香港新规的重点。考察上述规定可以发现，这些内容主要涉及保荐人需要处理的两方面利益平衡。第一，上市申请人的利益与申请人高管的利益。保荐人虽然为公司的高管所选聘，但是此时的保荐人不是公司高管的代理人，而是公司利益的代理人。^[18] 同时，为了更好地履职，保荐人不仅要对公司有透彻了解，还被要求进一步去掌握董、监、高的情况。第二，上市申请人的利益和投资公众的利益。由于保荐人是申请上市公司的代理人，因而不能完全依靠保荐人的自觉去使之兼顾到投资公众的利益，必须通过外在的机制约束保荐人，确保其不会联合上市申请人损害资本市场中投资者的利益。

对照内地现行保荐制度，两者颇多相通之处。就信息披露义务而言，内地的监管规则也涵盖了提交较为完备的申请资料、向监管机构报告其接受委任的情况、以及在证监会网站上的预披露等。关于尽职调查的标准，中国证监会制定并修订了《保荐人尽职调查工作准则》，要求保荐人对发行人的业务、技术、同业竞争、关联交易、高管和中介机构等逐项进行详尽调查。不过，该准则多通过阐释义务性规定，给出保荐人尽职调查的细节要求，并未就总体的履职情况提出统领性的标准，因此较难避免监管机构从事后的角度加以判定。此外，针对中介机构的尽职调查，内地监管规则提及：保荐人应当考察中介机构的资质和诚信状况，并对其所提供的报告内容进行审慎核查^[19]，但未就“合理信赖”中介机构内容进行规定。即便相较香港改革后的规定，内地保荐人藉此免责的几率仍很低。

关于资源和系统方面，内地亦在采取类似举措。2013年8月，中国证监会颁布了《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》，指出保荐机构应当进一步健全保荐业务的内控制度，强化对人员的管理，建立相关业务制度和风控制度，以切

[17] 《咨询总结》第60段。

[18] 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。

[19] 中国证监会《保荐人尽职调查工作准则》第6条、第74条。

实提高保荐质量。^[20]与香港相比,内地未明确涵盖高级管理层及其下属委员会对保荐人员尽职调查的水准进行检查和督导的义务,但如下文所述,中国证监会对保荐人未尽职而实际进行处罚时,亦开始追究保荐机构相关高管的责任。不过为减少争议和明确预期,相关内容宜仿效香港,直接诉诸条文。

同样,内地的监管规则也要求保荐人履行相应的妥善记录义务。根据《证券发行上市保荐业务管理办法》(以下简称《保荐办法》),保荐人应当建立相应的工作底稿制度,为每一个项目建立独立的工作底稿,并保存10年。^[21]事实上,关于保荐人工作底稿制度的专门要求——《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》,从2009年起就已开始实施。

最后是关于权责方面的比较。围绕保荐人的法律责任,我国《证券法》和《保荐办法》都设有相关条文。《证券法》第69条、第192条分别规定了保荐人的民事和行政责任,对于前者适用过错推定原则。《保荐办法》第六章进一步细化了保荐机构及保荐代表人的法律责任,规定了不受理相关推荐、暂停或撤销资格等情形以及监管谈话、出具警示函、认定为不适当人选、市场禁入等监管措施。我国刑法目前则没有专门针对保荐人规定刑事责任。权利方面,内地监管规则亦规定了发行人及相关的中介服务机构对保荐人工作的协助义务,规定了保荐费用根据商业原则由保荐机构和发行人相互协商的原则。但总体来看,其对保荐人权利保障的细节性规定不足,香港此次关于最短委任期、保荐费用脱钩及透明化等项改革都值得借鉴。

四、两地典型案例——洪良国际案和万福生科案

(一) 洪良国际案

2010年3月,在港上市仅3个多月的洪良国际由其审计机构毕马威举报而被香港证监会指示联交所停牌,并申请法院强制令冻结了资产。香港证监会认为洪良国际披露了严重失实的招股书,为配合上市计划而夸大收入和利润。2012年11月,联交所上市委员会批准该公司向股东建议的要约回购计划,回购实施后公众持股量远无法达到上市条件。经过复核等一系列程序,联交所于2013年9月23日最终取消了该公司的上市地位。^[22]

[20] 《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》第1条。

[21] 《证券发行上市保荐业务管理办法》第41条。

[22] 香港交易所新闻稿, http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2013/130919news_c.htm。