

上篇 国内创业板市场的保荐人制度

第一章 保荐人的基本内涵、资格认定及选择标准

第一节 保荐人的基本概念和主要特征

所谓保荐人制度，是指一种企业上市制度，目前采用保荐人制度最典型的主要有英国和我国香港地区。保荐人（Sponsor）一词是从香港证券市场传入内地的舶来品，其作用实质上类似于我国现有的上市推荐人，但与上市推荐人又有所不同。从职责上来讲，保荐人应承担的职责要远

重于上市推荐人。保荐人要对企业进行上市前的实质性审查和上市后的持续辅导，使之符合创业板市场上市规则的要求，保荐人在其中承担着完全的保荐责任。如果保荐人不能诚信勤勉和恪尽职守，那么就要对上市公司运作中出现的违法违规行为担负连带责任，这就是《民法》上的民事责任及《证券法》、《刑法》上的刑事责任。监管部门则主要通过对保荐人的重点监管来达到防范和控制创业板市场风险的目的。

香港在主板市场和创业板市场上均实施保荐人制度，不过两者略有不同。在联交所的主板上市规则中关于保荐人的规定也类似于上交所对于上市推荐人的规定，主要职责就是将符合条件的企业推荐上市，并对申请人适合上市、上市文件等所披露信息的真实、准确、完整以及申请人董事知悉自身应尽的责任义务等负有保证的责任。尽管联交所建议保荐人在发行人上市后至少一年内还要继续维持对发行人的服务，但保荐人的责任原则上随着股票上市而终止。香港推出创业板后，保荐人制度的内涵得到了拓展，保荐人的责任被法定延续到发行人上市后的两个完整的会计年度之内，这是香港主板市场与创业板市场上保荐人制度最大的区别所在。

创业板市场的保荐人制度与主板市场相比，具有两点显著的区别：一是申请成为保荐人必须在公司性质、业务经验、资本规模及人事（主要主管和助理主管的专业资格和从业经验）等方面均符合创业板保荐人规则中相应的规定，经过联交所审批后方可列入保荐人名册。二是保荐人

的主要职责包括对新申请人的职责和对上市发行人的职责，其中对申请人的职责与主板的规定相似，对上市发行人的职责则属于新增项目，这部分内容正是创业板保荐人应尽责任加重的重要体现。

第二节 我国创业板市场保荐人的资格认定和保荐期限

一、创业板市场保荐人的资格认定

中国证监会对于保荐人资格的认定有着比较严格的要求。它规定保荐人必须是具有股票主承销资格的证券公司或中国证券监督管理委员会认定的其他机构。

但是在以下三种情况下证券公司是不能担当保荐人的：一是证券公司持有被保荐人 7% 以上的股份，或是其前五名股东之一；二是被保荐人持有证券公司 7% 以上的股份，或是其前五名股东之一；三是证券公司与被保荐人之间具有其他有重大影响的关联关系。

二、创业板市场保荐人的保荐期限

2000 年 10 月中国证监会最新公布的《创业企业股票发行上市保荐制度暂行办法》（征求意见稿）第三章和《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（送审稿）的第三

章均比较全面、详尽地阐述了保荐人的责任。《保荐制度暂行办法》规定，保荐人的保荐期限为股票发行上市期间、股票上市当年的余下时间及其后的两个完整的会计年度。也就是说，保荐人的任期包括这三个连续的时段，中途不得无故中断。《创业板股票上市规则》则规定，保荐人的任期自聘任之日起，应当至少包括公司股票上市时该会计年度的其余时间以及公司股票上市后至少两个完整的会计年度。当上市公司与原保荐人解除保荐协议时，应在三个月内聘请新的保荐人，新保荐人从继任之日起承担保荐责任，保荐期为该上市公司的剩余保荐期加上该公司保荐期的中断期间。相比之下，前一条规定比较明确，但不够完整，后一条规定的表述则比较完整。笔者认为，这里“至少”二字十分重要，这是对保荐人任期的最低要求，而不能仅仅限于此期限。这意味着，在创业板市场上，保荐人履行保荐责任贯穿于创业企业发行上市的全过程，法定的保荐期限从股票进入发行阶段就已开始，其间不仅要经过上市期间，还要延续到发行上市之后，规定保荐期限至少涵盖公司股票上市当年的余下时间及其后两个完整的会计年度。实际上，后一条规定就是香港《创业板上市规则》所述的保荐人任期的“最低期限”。但香港创业板保荐人的任期除此之外，还包括“任何固定期间”。香港《创业板上市规则》对保荐人的任期作了如下规定：

(1) 创业板保荐人的任期划分。要想在香港创业板上市的新上市申请人须以合约形式委任一名保荐人为其呈交上市申请，处理有关发行上市事宜。创业板保荐人的聘任

期应持续一段固定期间，除了新申请人的发行上市期间以外，还须至少涵盖公司上市时该财政年度的余下时间以及其后两个完整的财政年度（即指定期间）。也就是说，保荐人的任期包括三个阶段：①新申请人的发行上市时期；②发行人上市当年的余下时间；③其后两个完整的会计年度。在每一阶段，保荐人所担负的职责性质和范围大小是不同的。可见，新申请人与其保荐人所签订的合约须有固定年限，至少与《创业板上市规则》规定的保荐人任期的最低期限相等。在此期限内保荐人不可终止合约，但是特殊情况除外。

（2）新申请人无须委任保荐人的情形。如果新申请人仅仅申请将其债务证券在创业板上市，且其控股公司（即母公司）的股本证券已在创业板上市，或者控股公司申请将其股本证券和新申请人的债务证券同时在创业板上市，那么新申请人就无须委任保荐人。虽然如此，以下两点值得一提：①倘若新申请人的控股公司须根据《创业板上市规则》第 6.01 条或第 6.02 条委任或已经委任一名保荐人，该保荐人（或名列于香港联交所的保荐人名册里，并特别为了该目的而委任的另一方）必须就发行债务证券和将债务证券上市的事宜向新申请人提出自己的意见。此外，倘若新申请人在《创业板上市规则》第 6.01 条所述的控股公司保荐人的任期内，或《创业板上市规则》第 6.02 条所述的任何固定期间内，拟发行《创业板上市规则》第 6.58 条所述的上市文件的类别（包括构成招股章程的任何上市文件、就供股或公开售股而公布的任何上市

文件、就一项交易或关联交易公布的任何上市文件），保荐人（或其他获委任的人士）必须促使该发行活动遵守《创业板上市规则》第 6.56 条（有关申请事宜）和《创业板上市规则》第 6.57 条（向香港联交所做出声明）的有关规定。②倘若新申请人的控股公司无须根据《创业板上市规则》第 6.01 条或第 6.02 条委任或并未委任保荐人，那么在任何情况下，新申请人就必须委任一名联交所接纳的财务顾问就有关债务证券的发行和上市提供意见或建议。

（3）保荐人任期的届满和后续保荐人的接任。委任保荐人的责任在指定期间任期届满后即行终止，但是发行人最好在其后仍继续聘任保荐人。这意味着一名保荐人任期的结束可能就是另一名保荐人任期的开始。各个保荐人任期的相互衔接，使得保荐责任不会出现真空，可以相应地延长保荐人（作为一个整体）的保荐服务周期，加大其职责范围。如果上市发行人并没有以其他方式继续聘任保荐人，那么上市发行人就须在任何情况下，在香港联交所酌情指示的期间内，根据该指示的要求，强制性地委任一名保荐人继续担任其顾问（笔者将其称之为后续保荐人），并且严格履行保荐人对所代表的每名发行人和上市发行人应承担的责任。后续保荐人持续履行保荐职责，与上市发行人一荣俱荣，一损俱损，可以随时督促上市公司的日常运作行为，使其持续符合创业板的上市条件，并协助其建立科学合理的法人治理结构，加强公司的持续公开信息披露，有利于促进上市公司运作的规范化和制度化，有效保

护投资者的合法权益。

第三节 保荐人与拟上市企业之间的双向选择

在创业板市场实行保荐人制度的情况下，保荐人是确保拟上市企业质量的第一道看门人，它在推荐企业到创业板上市前，必须根据一定的标准对拟上市企业进行精心筛选。同样，拟上市企业在发行上市前，也应当委聘保荐人来为其提供全面、优质的保荐服务，它也必须依据一定的标准从各家拟担任保荐人的券商中加以选择。由此可见，保荐人与拟上市企业之间存在着一种双向选择的关系。

一、我国创业板上市对象的合理定位

创业板市场的主要使命是为具有广阔发展前景和巨大成长潜质的新兴企业，特别是高科技企业和民营企业，提供一个筹集资金的渠道，以协助它们进行规模扩张和业务拓展。我们认为，管理层将高新技术板改为二板市场，进而又改为创业板市场，意味着原先的上市对象应重新进行合理定位。

首先创业板市场应该为高科技企业和成长型企业提供融资服务，以适应新经济发展的客观需要，推进高新技术产业的发展。原来考虑，高新技术板的上市对象限定为已在沪深证交所上市和未上市的那些发展前景诱人、成长空间广阔、发展潜力巨大的高科技企业。现在创业板市场不

仅仅限于此，中国证监会副主席高西庆将创业板市场定位于为新经济公司服务，也就是说上市对象的范围有所扩大，还应包括能代表新经济发展方向的新兴企业，尤其是众多成长性良好的中小型企业。

其次创业板市场将不再对上市对象的产业属性进行任何限制。在选择上市公司时，不仅包括以电子信息、生物医药、新材料、环保等为主导的高科技产业，而且应包括运用高新技术对传统产业改造后具有很高科技含量的企业，其中的中小型企业只要其产品销路好、经济效益高、发展潜力大、成长性强，就应该获得在创业板市场的上市机会。

再次创业板市场将不对上市公司的所有制属性进行限制。将高新技术板改为二板和创业板，将在一定程度上拓宽上市对象的选择范围。目前我国正在进行国有经济的战略性调整，实施“抓大放小”、“有进有退”的发展战略，而非国有经济成分是国民经济发展保持活力的关键因素，对非国有经济的政策扶持力度会不断加大，因此民营企业特别是民营中小型企业也应作为创业板市场的重点上市主体。这一点可以从管理层的观点得到证实。在 2000 年 7 月初召开的“中国高新技术产业与资本市场论坛”会上，深交所副经理黄铁军表示，创业板市场为我国新兴企业、科技企业和民营企业提供了快速发展的新能量、新动力和新平台，新兴企业、科技企业和民营企业也为创业板市场的建立和可持续发展提供了强大的经济基础，两者是相互促进、相辅相成的。这为创业板市场的准确定位奠定了有

力的政策基调。

从目前管理层的思路来看，现有主板市场与创业板市场的上市主体定位将十分明确，前者以业绩相对稳定的大中型企业为主，后者则定位于具有巨大成长潜力的中小型企业。这可以避免因市场定位模糊、上市对象雷同而造成的资源浪费，促进资源的合理有效配置，有利于提高资源的配置效率和利用效率。同时两个市场的上市公司正好可以满足不同层次和不同风险偏好投资者的需要。不过，这种安排使创业板市场和主板市场之间只存在互补关系，而竞争性则显得不足。我们认为适当的竞争有利于提高市场运行效率，因而就长远目标而言，创业板市场应是一个成功自主的证券市场，它应该与美国的 NASDAQ 市场一样，不是单单定位在中小型创业企业，也为全国范围内的大型企业提供上市融资的灵活选择权，进而与主板市场之间形成良性竞争、相互促进的局面。

1999 年底出台的《高新技术企业板股票发行上市试行办法》规定，在高新技术企业板上市的高新技术企业必须经过有关部门（即国家科委和中科院）的“双高论证”，这存在以下一些弊端：①高新技术企业认定没有一个科学统一的标准和尺度，实际操作中很难把握和衡量。②容易误导投资者，使其认为在二板市场上市的都是高科技企业，并且是经过政府有关部门论证的，这不仅造成投资者淡化风险意识，导致其合法权益遭受侵害，而且使得监管部门和国务院有关部门承担不必要的市场风险。正因为如此，中国证监会副主席高西庆建议将“高新技术企业板”

改为“二板市场”，对在该市场上市的企业范围进行比较完整的界定，以便遵循国际惯例。在 2000 年 4 月 10 日中国证监会出台的《第二交易系统股票发行上市试行办法》（以下简称《试行办法》）中规定，二板市场的上市对象包括其产品具有高新技术含量的企业和有发展前景的成长型企业。在 2000 年 8 月下旬出台的最新《创业企业股票发行上市条例（修改稿）》（以下简称《上市条例》）中，对创业板市场的上市对象也做了同样的规定。照理说，制定配套的《实施细则》是为了便于《上市条例》的顺利实施，加强对企业股票发行上市行为的有效监管，增强条例的可操作性，所以《实施细则》的适用对象应该与《上市条例》完全相同。但是《实施细则》规定，高新技术企业或者成长型中小企业可以申请在创业板发行上市。如果我们仔细比较，就可以发现两者的适用对象具有一些细微的差别：《上市条例》适用对象的外延较大，而《实施细则》的外延相对较小。因为，具有高新技术含量的企业，既包括高科技企业本身，也包括运用高新技术对传统产业改造后具有很高科技含量的企业；同样，成长型企业不仅包括大企业，还包括中小企业。因此，应对《实施细则》的适用对象略加修正，既符合制定《上市条例》的目的，又与《上市条例》的对应条款保持一致，从而对创业板市场的上市对象做出准确、完整的界定。

这里值得一提的是，中国证监会对于有些企业将拒绝受理或暂不受理。《实施细则》明确规定，申请在创业板发行上市的企业有下列行为之一的，证监会拒绝受理其发

行上市申请：①在提出发行上市申请前 24 个月内，进行合并、分立、资产置换及其他类似使公司在资产规模、经营业绩、主营业务方面发生巨大改变的行为；②在提出发行上市申请前 12 个月内，以现金方式增资扩股的。这与原来《实施细则》的有关规定并不矛盾，只是改变了提法。按照原来的规定，如果出现以上这两种情形，那么就不得连续计算公司的营业记录，也就无法满足“持续经营两年以上”的要求，因此中国证监会理所当然地拒绝受理发行上市申请。此外，证监会暂不受理发行申请的企业类型包括以下七种：①全部或大部分资产为现金或短期投资的公司；②主板上市公司的控股企业；③有内部职工持股的定向募集公司；④历史遗留问题企业；⑤职工持股会直接或间接持股的公司；⑥工会直接或间接持股的公司；⑦ 100 人以上境内自然人直接或间接持股的公司。第一类企业暂时不宜在创业板上市的原因是现金或短期投资都属于流动资产，如果一个发行申请人的全部或大部分资产都是流动资产，那么就难以满足“有形资产值不得低于 800 万元”的规定。前一稿《实施细则》规定，大型国有企业分拆部分资产和企业设立的公司以及已在主板上市的企业分拆部分资产和业务设立的公司将暂时不宜在创业板上市，修订后的《实施细则》就取消了“分拆”的概念，而是规定主板上市公司的控股企业暂不被受理。这就意味着主板上市公司的参股企业仍是可以在创业板上市的。据悉，目前中国证监会建议那些申请在主板市场发行上市且已被受理的高新技术企业到创业板上市，一方面是为了绕开对分

拆上市的限制要求，另一方面，表明主板市场已上市公司不得再瓜分创业板市场的上市资源这块蛋糕，否则创业板市场将会丧失其应有的市场特色，也就没有设立的必要了。第三、第四类企业暂缓在创业板市场上市，其原因在于，设立创业板市场的一个重要指导原则是应为主板市场的发展和完善积累经验，从而进一步推动我国证券市场的可持续发展。创业板市场的运作将更多地以市场化为导向，遵循市场经济的基本法则，向国际规则靠拢，与国际惯例接轨。它的设立将减少原来主板市场难以避免的政府过度干预现象，淡化浓厚的行政色彩，从一开始就以较低的成本建立起符合国际惯例的上市公司运作体系、市场运作体系和证券监管体系。创业板市场通过对主板市场产生示范效应和扩散效应，促进主板市场的结构调整和优化，推动其加强制度建设，从而大大改善我国证券市场的整体质量和运行效率。如果允许有内部职工持股的定向募集公司和历史遗留问题企业在创业板市场上市，就无疑会使创业板市场背上不必要的历史包袱，造成创业板市场严重偏离规范化、市场化和国际化的运行轨道和发展取向，这与设立创业板市场的初衷十分不相符。正因为如此，这两类企业不宜在创业板市场上市。目前一些上市公司以职工持股会、投资公司持有上市公司股份（股权大多来自法人股转让，也有不同形式的管理层融资，即 MBO）等形式来实现管理层和员工持股，这可能造成管理层以职工持股会控股的公司上市后进行套现，导致管理层的不稳定，违背其勤勉诚信的承诺，影响上市公司的长期、快速和健康发

展。这是第五、第六类企业应放缓上市脚步的主要原因。至于第七类企业之所以暂不受理，我们认为基于以下三点考虑：一是防止公司发起人在上市不久后进行套现；二是避免那些不符合资金规模条件的小股东入市；三是减少和消除社会集资行为。预计创业板首批上市公司将超过 50 家。

二、保荐人选择拟上市企业的标准

随着新经济时代款款向我们走来，我国的创业板市场也即将应运而生。创业板市场是为新经济服务的市场，是催生创业企业的市场，是注重高成长性、高质量上市公司的市场。因此，尽管创业板市场的上市门槛较低，但符合其“硬性”指标并不意味着企业一定可以到创业板市场发行上市，在进入市场前还必须经过一道严格的审核关。考察一下国外成熟的二板市场和香港创业板市场的实际运行情况，我们就可以发现，从处在新经济领域中的高成长性、高质量的创业企业中择优筛选的企业比较容易通过审核关，也更容易获得市场的广泛认可和垂青。因此，保荐人选择被推荐的企业、确定目标企业时，应该设定以下几个选择标准。

（一）目标企业是否具有成长性与增长潜力

创业板市场是个高风险、高增长的市场，投资者既然承担了较高的市场风险，就会期望获得较高的投资回报，

因此，企业必须通过客观合理的论据让投资者相信其具有高成长性的发展前景。从成长性与增长潜力来考虑，以信息技术、生物技术、新材料技术等为代表的高新技术产业应是保荐人首选的目标企业群体。同时，其他具有特殊性的行业，以及传统行业与现代技术融合所派生出来的新兴行业，也是保荐人不可或缺的挑选对象。2000年9月28日，我国科技部、财政部和国家税务总局联合发布的《中国高新技术产品目录》中分门别类地列出了11个领域的共2056种产品，其中涉及到电子信息、软件、航空航天、光机电一体化、生物、医药和医疗器械、新材料、新能源与高效节能、环境保护、地球空间与海洋、核应用技术以及农业等产业领域。这个目录所涵盖的产业领域，正是创业板市场所面对、所欢迎、所希望、所服务的重点行业，这就为保荐人提供了较为权威、可靠的选择依据和较大的选择范围。另外，诸如传媒、娱乐、旅游、教育、银行、商业保险等具有独特性的行业，由于其所固有的巨大的增长潜力和广阔的发展前景，也会成为保荐人青睐的对象。

（二）目标企业的主营业务是否突出

将不相关的业务捆绑在一起的企业不适合在创业板上市。保荐人必须高度关注拟上市企业的主业是否突出，意识到主业兴则企业强，主业衰则企业衰，非主业突出的公司就应该被坚决地拒之门外。此外，公司的主营业务要与过去的业务有联系，以利于投资者判断公司的发展前景和成长潜力。

（三）目标企业主营业务是否具有较高的科技含量

从创业板市场设立的宗旨以及投资者的认同程度来看，具有较高技术含量且符合国家产业政策的企业，如信息技术、生物工程、新材料、新能源、环保等行业的企业将更容易被市场所接受，其中其所拥有的核心技术具有独创性、领先性的各类企业上市尤其受到欢迎，对此类目标企业保荐人尤其要重点关注。从我国证券市场发展的实际情况来看，保荐人重点关注的目标企业至少应包括：已通过国家“双高认证”的高新技术企业；获得国家级、省级或地市级高新技术资格认证的企业；拥有一项或多项国家火炬计划、863 计划项目的企业；产品的关键技术属于高新技术领域范围的或在关键技术上有较大创新的企业；产品技术含量高，具有自主知识产权的企业；拥有专利、专有技术，产品具有独创性、领先性，能填补国内或国外某一领域空白的企业；技术力量雄厚，拥有自主开发核心技术的人才与实力的企业；有著名高校、科研院所的技术支撑作为背景，是新产品或新产品试验基地的企业。

（四）目标企业是否具有明确的经营策略

申请发行股票的企业如果具有某项先进的技术、某种新的业务概念或者创意，发行上市的难度会相对小一些，但并不一定能上市。企业拥有好的投资项目，但如果没有一定的技术力量，没有一定的资本支持，市场占有份额较

小，市场前景不明朗，也不能获得市场的认可。所以，拟发行上市企业不仅需要有良好的项目、好的创意，还要有具体的切实可行的经营策略，以便将这些好的项目或创意转化为现实的经营能力和盈利前景。只有产品市场潜力大的企业才具备可持续发展的能力。一般来说，这样的企业至少应包括：产品市场容量大，具有实体经济的企业；市场竞争优势明显的企业；产品市场占有率高、产品知名度高的企业；产品目前正处于成长期或成熟期，有较好的经济效益和社会效益的企业；产品符合环保与环境的要求，符合可持续发展要求的企业。

（五）目标企业是否具有较高的管理素质

如果企业的产品得到市场的普遍认可，投资者还会关心企业的管理素质，即公司是否具有一支高素质的管理队伍，以及这种高素质的管理是否具有制度保证。由于创业板市场的信息披露要求与退市制度均比主板市场严格，因此投资者必然更加关注企业的管理水平。

在创业板市场上，保荐人选择拟上市企业不能仅仅依据单一的标准，而需依据一组相关的标准，例如行业标准、市场标准、技术标准、资产和经营记录标准、管理标准等等。这些选择标准之间不是孤立、割裂的，而是相互联系、相辅相成的，它们构成了一个有机统一的整体。创业板保荐人选择拟上市企业的标准体系如表 1-1 所示：

表 1-1 创业板保荐人选择拟上市企业的标准体系

选择标准的类型	选择标准的内容
行业标准	企业所处行业应具有较高的进入壁垒、发展速度快或垄断性等特点，优先考虑电子、软件、通信、集成电路、生物医药、新材料、高科技农业、环保及其他国家鼓励发展的高新技术产业。
市场标准	企业的主导产品或服务具有较高的科技含量、良好的市场前景和较强的市场竞争力，并在所处行业中具有一定的优势，在细分行业中其产品或服务市场占有率应该处于领先地位。
技术标准	企业产品或服务具有较高的科技含量，并拥有自主知识产权和核心技术；企业自身应该是国家级、省级高新技术企业或属于国家或地方科技攻关计划的企业；企业研发能力强，具有较高水平的研发队伍或有稳定的技术开发单位作为依托。
资产及经营记录标准	要求企业资产营运状况良好、产权关系明晰，主营业务单一，已有两年以上或将达到两年以上的持续经营记录；财务资料显示其具有较强的盈利能力和巨大的成长潜力。
管理标准	企业需具有一支高素质、高效率的经营管理团队，运作较为规范，管理层保持连续、团结、稳定；管理层构成中的文化、年龄、专业等结构合理；企业拥有自身的经营理念，并已形成较为成熟的企业文化。

资料来源：《创业板企业选择标准、程序》，2000年11月1日《证券时报》。