

我国证券发行保荐跟投法律制度优化研究

刘辉, 吴俊雄

(湖南大学法学院, 湖南长沙410082)

[摘要] 在证券市场注册制改革的过程中,我国引入了韩国的保荐跟投制度。该制度基于激励相容理论,通过绑定保荐机构与投资者的利益来压实看门人责任,促使保荐机构在IPO过程中尽职尽责,有利于解决IPO定价过高、业绩变脸等问题。但是,目前我国的保荐跟投制度尚不成熟,存在利益冲突、激励约束与竞争机制不足、减持规则缺位、信息披露不全面、法律责任不完善等困境。完善证券发行保荐跟投法律制度需要构建基于信息、资金和人员的保荐机构金融防火墙;设计区间化的跟投比例,同时辅之以保荐跟投债、向证券投资者保护基金申请资金、设立保荐跟投税等制度;增设保荐机构分批减持以及信息披露规则;限定违规跟投的范围并设置预防性责任承担机制。

[关键词] 保荐跟投; 保荐机构; 看门人责任

[中图分类号] D 922.287

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-889X (2025) 02-0038-10

2019年,中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)发布的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(以下简称《实施意见》)首次提到了“保荐跟投制度”。随后,《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》(以下简称《实施办法》)和《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》(以下简称《业务指引》)对该制度进行了具体规定。至此,作为注册制改革的重要内容,保荐跟投制度于科创板正式实施。但是,当下保荐跟投制度在诸多细节操作上存在问题,相关规定过于抽象,部分方面立法缺位,使制度功能难以得到充分发挥,因此,有必要对该制度予以优化。学界关于保荐跟投制度的研究十分热烈,成果丰富,但研究视角和研究方法较为单一,大都从经济学视角出发,通过实证研究的方法,分析

保荐跟投制度对IPO抑价和承销费率等的影响,缺少系统性探讨。鉴于此,本研究立足整体,着眼于法学和经济学双重视角,对保荐跟投制度的优化问题进行全面研究。

一、保荐跟投制度的法律构造和制度功能

(一) 法律构造

保荐跟投制度是指保荐机构在IPO过程中,认购并在一定时期内持有发行人的部分股份。该制度源于韩国KOSDAQ市场,最早实施于2013年,经过10年的发展,日渐完善,在全球首屈一指^[1]。我国保荐跟投制度借鉴韩国,同时又有一定的中国特色。中韩两国保荐跟投制度的主要内容比较见表1。

表1 中韩两国保荐跟投制度比较

| 比较事项 | 中国 | 韩国 |
|------|--|----------|
| 跟投主体 | 保荐机构依法设立的另类投资子公司 实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的另类投资子公司 | 保荐机构投行部门 |

[收稿日期] 2024-08-13

[作者简介] 刘辉(1984—),男,四川三台人,副教授,博士,主要从事金融法和数据法研究。

续表 1

| 比较事项 | 中国 | 韩国 |
|--------------|---|--|
| 跟投对象 | 在科创板上市的所有公司 | 中小市值公司 |
| 跟投资金 | 保荐机构相关子公司自有资金 | 无明确规定,通常为自有资金 |
| 跟投比例 与限售期 | 1. 发行规模不足 10 亿元的,跟投比例为 5%,但不超过 4 000 万元,限售期为 24 个月 2. 发行规模 10 亿元以上、不足 20 亿元的,跟投比例为 4%,但不超过 6 000 万元,限售期为 24 个月 3. 发行规模 20 亿元以上、不足 50 亿元的,跟投比例为 3%,但不超过 1 亿元,限售期为 24 个月 4. 发行规模 50 亿元以上的,跟投比例为 2%,但不超过 10 亿元,限售期为 24 个月 | 1. 保荐本土公司上市,跟投比例为 3%,最多不超过 10 亿元,限售期为 3 个月 2. 保荐外国公司上市,跟投比例为 5%,限售期为 1 年。股票上市满 6 个月,保荐机构可每月卖出不超过最初持有股份 5% 的股票 3. 保荐从 KONEX 市场快速转板至 KOSDAQ 市场上市的项目,跟投比例为 5%,最多不超过 25 亿元,限售期为 6 个月 |
| 减持 | 适用中国证监会和证交所关于股份减持的有关规定 | 在限售期届满后分批卖出 |
| 股份回购 | 无 | 在特定条件下,IPO 投资者有权将股份回售给保荐机构,保荐机构有豁免情形 |

目前我国关于保荐跟投制度的规定，主要集中在《业务指引》中，其设专章规定了保荐跟投制度的主体、比例、限售期和信息披露等内容。（1）我国保荐跟投的主体为保荐机构相关子公司，包括保荐机构设立的子公司和实际控制该保荐机构的证券公司设立的子公司，跟投主体需用自有资金，通过专门账户进行跟投。这既符合我国券商的经营方式，又在一定程度上利于保证跟投主体开展业务时的独立性。（2）在跟投比例和限售期方面，与韩国相比，我国较为固化，在统一 24 个月的限售期下，以发行规模为基准，设定 2%~5% 的跟投比例，发行规模越大，跟投比例越小，并规定了每一跟投比例的最大投资数额。其中，下限 2% 是为了保证跟投比例足以关系到保荐机构的切身利益，影响其动机；上限 5% 是为了防止保荐机构对发行人产生实际控制；最大投资数额则是为了避免挤压股票数量，对其他投资者的投资和正常的交易秩序造成不利影响。（3）限售期届满后，如欲减持，跟投主体需遵循《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）和证券交易所的相关规定。（4）在信息披露方面，保荐机构需要在招股意

向书和初步询价公告中披露跟投的数量、比例和持有期限等信息（示例见注释）^①。如果违反规定进行跟投，则发行人需中止发行，保荐机构承担相应的民事责任，同时根据《证券法》第 29 条和 184 条的规定，保荐机构属于存在“其他违反证券承销业务规定的行为”，由有关部门予以行政处罚。

（二）制度功能

保荐跟投制度的直接目的是实现 IPO 抑价，解决“业绩变脸”等问题。证券市场向来存在 IPO 定价过高的现象。就发行人而言，为了筹集到更多的资金，通常会进行盈余管理，粉饰相关财务经营状况，对不利于发行的信息不予披露，以此来吸引投资者。就保荐机构而言，根据看门人理论，其本该认真履行审查义务，控制发行人的盈余管理行为，确保发行人所披露信息的全面性和真实性，但是保荐机构的承销费是根据发行总量计算的，发行总量越多，承销费越高，因此，保荐机构会在相当程度上允许发行人的盈余管理行为，刻意提高 IPO 定价^[2]。概言之，保荐机构职能定位的公益性与获利的私益性导致看

① 中信建设保荐浩辰软件上市时披露的跟投信息：保荐人子公司中信建设投资有限公司参与本次发行战略配售，具体按照《上海证券交易所首次公开发行证券与承销业务实施细则》的跟投规则实施，实际跟投比例为本次公开发行股票数量的 4.00%，实际跟投股数为 448,728 股，获配金额为 46,398,475.20 元，中信建设投资有限公司本次跟投获配股票的限售期为 24 个月，限售期自本次公开发行的股票在上交所上市之日起开始计算。

门人理论失灵^[3]。就投资者而言,一方面,与发行人相比,投资者处于信息弱势,无法全面了解发行人的情况;另一方面,我国证券市场尚不成熟,投资者对新股素有盲目乐观的情绪,较为信赖保荐机构和未来市场,愿意以高价买入新股^[4]。如此一来,发行人筹集到足够的资金,保荐机构也获得了可观的利润,但由于发行人所披露的信息并不全面,业绩并不真实,上市后,股价通常会下跌,即“业绩变脸”,投资者需为此买单。最终,二者获益,一方受损,正常的市场运行机制受到冲击。

保荐跟投制度的出现为解决上述问题提供了较好的思路,法律规定保荐机构需要跟投部分比例的股份,且跟投后在一定时期内不得出售。在市场经济中,每一个市场主体都是经济理性人,为了维护自身利益,保荐机构通常会采取一系列措施去降低跟投成本和控制跟投风险,投资者便可从中受益,搭上保荐机构的便车。(1) 由于保荐机构需认购固定比例的股份,一方面,为了减少认购的直接成本,保荐机构有充分的动机去抑制 IPO 定价。有关研究表明,跟投比例越高, IPO 抑价越明显^[5]。另一方面,限售期的存在使保荐机构认购的股份在一定时期内不具有流动性,基于流动性理论,上市后股票流动性越低, IPO 定价也越低^[6]。故为了弥补流动性成本,保荐机构也会选择抑制 IPO 定价。(2) 保荐机构为了从跟投股份中获益或者尽可能减小损失,不得不认真履行看门人职责,确保发行人披露信息的全面真实,控制盈余管理行为^[7]。这种做法类似于 20 世纪 90 年代美国公司管理层的薪酬制改革,即从以现金为基础转向以股权为基础的薪酬体系^[8],以股权支付代替现金支付的方式,使管理层的最终工资取决于股票价格,从而确保管理层工作时能尽职尽责,减少损害公司利益和导致股价下跌的行为。(3) 相较于投资者,保荐机构更具专业性,掌握更多信息,所以跟投情况能够发挥信息传递的作用,使处于信息弱势的投资者可以通过保荐机构了解发行人状况和市场形势,进而调整投资策略。

因此,保荐跟投制度并不直接针对投资者的利益,而是基于经济理性人假设,根据激励相容理论,以保荐机构自身利益为中介,督促保荐机构履行职责,改变以往“只荐不保”的现象,传递市场信息,保护投资者利益,推动证券市场的良性发展。

二、我国保荐跟投制度存在的问题

在推行保荐跟投制度的过程中,由于制度设计的先天不足和我国证券市场的特殊性,该制度在利益冲突、激励约束与竞争机制、减持规则、信息披露和法律责任等方面存在相应问题,使上文所述的制度功能难以得到充分发挥。

(一) 证券发行保荐机构看门人角色与投资者角色利益冲突

利益冲突是证券市场的普遍现象,具体指市场经营者参与的使一方主体获利的行为会损害相关联的另一方主体的利益^[9]。相关联的双方主体,既可以是经营者与其客户,也可以是经营者的此客户与彼客户^[10],还可以是经营者内部的不同业务部门。就保荐跟投制度而言,保荐机构陷入自我代理的利益冲突是该制度面临的最大问题^[11]。

在保荐跟投过程中,保荐机构具有双重身份,作为看门人,其有定价和承销的职责;作为投资者,其需要认购部分股份。一方面,为了减少成本,保荐机构确会抑制 IPO 定价,但这在保护投资者利益的同时,也会损害发行人利益,发行人的发行规模可能会因 IPO 抑价而无法实现预期目标,融资不足,影响正常的经营活动。另一方面,保荐机构可以通过提高承销费率来对冲发行规模缩减对承销费用的影响,转嫁风险,增加发行人的融资成本。而承销费率的提高使得保荐机构收取的承销费足以弥补全部的跟投成本,纵使跟投的股票全部亏损,保荐机构也能获得相当可观的利润^①。这实现了保荐机构与投资者利益的解绑,使保荐机构缺乏足够的动机履行好看门人职责^[12]。概言之,既当运动员又当裁判员的

① 2023 年,证券公司共保荐 67 家公司在科创板上市(其中有 2 家公司为联合保荐),平均跟投比例和平均承销费率分别为 3.85% 和 6.70%。数据来源于 Choice 金融终端。

模式，使保荐机构无论如何都有利可取，保荐跟投制度的功能难以得到有效发挥。

(二) 证券发行保荐跟投激励约束和竞争机制不足

保荐跟投制度以绑定保荐机构与投资者的利益为核心，进而发挥激励约束作用。这意味着保荐机构要有能力成为投资者，同时要顾及自己的投资利益。换言之，一方面，如果保荐机构缺少跟投能力，自然无法与投资者进行利益绑定；另一方面，在保荐机构成为投资者后，如果其忽视自己的投资利益，同样无法实现利益绑定的效果。现有的制度在这 2 个方面都存在问题。

1. 我国设置固定的跟投比例，但相同的跟投比例就不同的保荐机构而言意义不同，难以起到统一的激励约束作用。就部分保荐机构来说，其切身利益足以受到实质性影响，但对于其他保

荐机构而言，可能尚不足以调动其履行好看门人职责的积极性。例如，2023 年发行规模不足 10 亿的上市公司为 22 家，涉及 16 个保荐机构，16 个保荐机构的相关子公司都需跟投 5% 的股份或者最多 4 000 万元的资金。其中，财信证券旗下的惠和投资跟投数额为 4 000 万元，占据承销费用的 92.24%，而中国国金旗下的中金财富，跟投数额同样为 4 000 万元，却只占承销费用的 47.15%（见表 2）。虽然二者跟投数额一致，但是利益影响完全不同，前者明显比后者有更强的动机去履行好看门人职责。因此，在固定跟投比例的情况下，各保荐机构与投资者的利益绑定程度不同，履行看门人职责的积极性也有差异。如果忽视具体情况，一味地要求不同的保荐机构在面对同一水平的发行规模时认购相同比例的股份，极有可能会影响保荐跟投制度的正常运行。

表 2 2023 年科创板发行规模不足 10 亿的上市公司的承销与跟投情况汇总^①

| 上市公司 | 跟投主体 | 注册资本/万元 | 跟投数额/万元 | 跟投比例/% | 承销费用/万元 | 跟投数额占 承销费用的比例/% |
|------|------|--------------|----------|--------|----------|--------------------|
| 航天环宇 | 惠和投资 | 50 000.00 | 4 000.00 | 4.48 | 4 336.71 | 92.24 |
| 时创能源 | 华泰创投 | 350 000.00 | 3 840.08 | 5.00 | 4 377.69 | 87.72 |
| 英方软件 | 兴证投资 | 900 000.00 | 4 000.00 | 4.94 | 5 347.74 | 74.80 |
| 康希通信 | 招商证投 | 1 010 000.00 | 3 343.20 | 5.00 | 4 479.89 | 74.63 |
| 华丰科技 | 申银万国 | 250 000.00 | 3 201.59 | 5.00 | 4 586.86 | 69.80 |
| 华海诚科 | 光大富尊 | 200 000.00 | 3 531.50 | 5.00 | 5 237.80 | 67.42 |
| 艾森股份 | 华泰创投 | 350 000.00 | 3 087.97 | 5.00 | 4 675.06 | 66.05 |
| 碧兴物联 | 国联创投 | 50 000.00 | 3 545.18 | 5.00 | 5 505.51 | 64.39 |
| 信宇人 | 民生证投 | 400 000.00 | 2 893.53 | 5.00 | 4 548.17 | 63.62 |
| 康鹏科技 | 中信投资 | 610 000.00 | 4 000.00 | 4.45 | 6 346.90 | 63.02 |
| 九州一轨 | 国金创投 | 200 000.00 | 3 282.00 | 5.00 | 5 228.08 | 62.78 |
| 盛邦安全 | 国泰证投 | 450 000.00 | 3 766.56 | 5.00 | 6 000.00 | 62.78 |
| 誉辰智能 | 兴证投资 | 900 000.00 | 4 000.00 | 4.77 | 6 412.50 | 62.38 |
| 锴威特 | 华泰创投 | 350 000.00 | 3 760.66 | 5.00 | 6 066.63 | 61.99 |
| 光格科技 | 中信证投 | 1 700 000.00 | 4 000.00 | 4.57 | 6 528.57 | 61.27 |
| 天承科技 | 民生证投 | 400 000.00 | 3 996.91 | 5.00 | 6 794.75 | 58.82 |

① 数据来源于 Choice 金融终端。
投稿网址：<http://xuebao.jmu.edu.cn/>

续表 2

| 上市公司 | 跟投主体 | 注册资本/万元 | 跟投数额/万元 | 跟投比例/% | 承销费用/万元 | 跟投数额占 承销费用的比例/% |
|------|------|--------------|----------|--------|----------|--------------------|
| 中研股份 | 海通创投 | 1 150 000.00 | 4 000.00 | 4.43 | 6 981.00 | 57.30 |
| 司南导航 | 民生证投 | 400 000.00 | 3 923.85 | 5.00 | 7 062.93 | 55.56 |
| 中润光学 | 国信资本 | 300 000.00 | 2 626.80 | 5.00 | 4 989.48 | 52.65 |
| 百利天恒 | 安信证投 | 250 000.00 | 4 000.00 | 4.04 | 7 900.00 | 50.63 |
| 茂莱光学 | 中金财富 | 800 000.00 | 4 000.00 | 4.35 | 8 482.74 | 47.15 |
| 中邮科技 | 中邮投资 | 10 000.00 | 2 580.60 | 5.00 | 6 367.92 | 40.53 |
| 中邮科技 | 中金财富 | 800 000.00 | 2 580.60 | 5.00 | 6 367.92 | 40.53 |

2. 跟投容易对保荐机构产生资金压力，使部分保荐机构由于资金条件的限制而无法从事保荐业务和参与跟投活动，进而影响市场竞争。在跟投前，保荐机构需要调动充足的资金；跟投后，资金被锁定，缺乏流动性，保荐机构要保证其余资金足以维持正常的经营活动，这决定了保荐跟投制度的运转需要券商有强大的资金支持。但是，券商间的实力差距较大，大型券商资金雄厚，跟投压力小，中小券商则相反。表 3 反映了 2023 年保荐机构保荐跟投的情况，大型券商如海通证券、中信建设、中信证券等，资金实力雄厚，可同时

承接较多业务；中小型券商如中邮证券、财信证券、华英证券等，资金实力相对较弱，子公司单次跟投资金便占据注册资本的 7% 以上，跟投压力大，承接业务少。可见，保荐跟投制度下，中小券商在面对发行规模较大的项目时，因无法调动充足的资金进行跟投，心有余而力不足，最终无法承接业务；在面对发行规模较小的项目时，跟投后资金锁定，进一步弱化资金实力，未来的经营活动受到影响，而大型券商则可大小通吃。最终强化马太效应，形成强者越强、弱者越弱的局面，不利于证券市场的良性发展。

表 3 2023 年科创板保荐机构保荐跟投情况汇总^①

| 保荐机构 | 保荐数量/个 | 跟投主体 | 跟投主体注册资本/万元 | 总跟投数额/万元 | 单次跟投数额与注册 资本的平均比例/% |
|------|--------|------|--------------|------------|------------------------|
| 海通证券 | 10 | 海通创投 | 1 150 000.00 | 118 301.63 | 1.03 |
| 中信建设 | 10 | 中信投资 | 610 000.00 | 61 062.88 | 1.00 |
| 中国国金 | 8 | 中金财富 | 800 000.00 | 57 990.03 | 0.91 |
| 中信证券 | 7 | 中信证投 | 1 700 000.00 | 49 426.58 | 0.42 |
| 国泰君安 | 6 | 国泰证投 | 450 000.00 | 68 445.52 | 2.54 |
| 华泰联合 | 5 | 华泰创投 | 350 000.00 | 19 732.24 | 1.13 |
| 民生证券 | 5 | 民生证投 | 400 000.00 | 21 267.89 | 1.06 |
| 安信证券 | 2 | 安信证投 | 250 000.00 | 9 995.20 | 2.00 |
| 国信证券 | 2 | 国信资本 | 300 000.00 | 7 698.80 | 1.28 |
| 东方证券 | 2 | 东方创投 | 720 000.00 | 12 000.00 | 0.83 |

① 数据来源于 Choice 金融终端。

续表 3

| 保荐机构 | 保荐数量/个 | 跟投主体 | 跟投主体注册资本/万元 | 总跟投数额/万元 | 单次跟投数额与注册 资本的平均比例/% |
|------|--------|------|--------------|----------|------------------------|
| 兴业证券 | 2 | 兴证投资 | 900 000.00 | 8 000.00 | 0.44 |
| 招商证券 | 2 | 招商证投 | 1 010 000.00 | 8 329.64 | 0.41 |
| 中邮证券 | 1 | 中邮证投 | 10 000.00 | 2 580.60 | 25.81 |
| 财信证券 | 1 | 惠和投资 | 50 000.00 | 4 000.00 | 8.00 |
| 华英证券 | 1 | 国联创投 | 50 000.00 | 3 545.18 | 7.09 |
| 西部证券 | 1 | 西部证投 | 100 000.00 | 4 418.34 | 4.42 |
| 光大证券 | 1 | 光大富尊 | 200 000.00 | 3 531.50 | 1.77 |
| 国金证券 | 1 | 国金创投 | 200 000.00 | 3 282.00 | 1.64 |
| 申万宏源 | 1 | 申银万国 | 250 000.00 | 3 201.59 | 1.28 |
| 长江证券 | 1 | 长江创投 | 500 000.00 | 5 771.95 | 1.15 |

（三）证券发行保荐跟投减持规则缺位

对于保荐机构的减持操作，没有专门的法律规定，而是要求适用《证券法》和证监会、上海证券交易所的已有规定，这不利于缓解保荐机构减持对市场整体产生的影响。目前，就普通股东的减持操作而言，法律的限制仅针对持股 5% 以上的股东，对于持股 5% 以下的股东，法律没有施加专门义务。这种规则设计具有合理性，因为持股 5% 以下的股东的减持操作，通常不会对公司的日常经营或市场整体环境造成影响。如果要求持股 5% 以下的股东在减持时同样需要履行持股 5% 以上的股东应当履行的义务，无疑会使减持程序过于繁琐，增加不必要的成本。由于保荐机构的跟投比例在 5% 以下，根据上述规定，其可以在限售期届满后将持有的股份一次性售出。按照减持规则的设计初衷，这本是没有问题的，但是，保荐机构不同于持股 5% 以下的普通股东，后者独善其身即可，前者却涉及整体利益。进一步讲，保荐机构不止跟投一家公司，业务承接的连贯性使其很有可能会在短期内一次性售出多家公司的股票，股票数量总体较多，进而可能引起二级市场的波动。因此，不能用对待持股 5% 以下的普通股东的思路对待保荐机构，有必要对保荐机构的减持操作进行专门规定。

（四）证券发行保荐跟投信息披露机制不完善

目前，保荐机构在发行人上市时需披露包括跟投比例、配股数量和限售期等在内的跟投信息，限售期届满后的减持披露则适用《证券法》

和其他相关规定。这是一种静态和不全面的信息披露，作用有限。保荐跟投的整个流程包括期前投资、期内持有和期满减持，而《业务指引》只规定了投资环节的信息披露，对于保荐机构在持有和减持环节可能进行的操作，并无披露义务的约束。

具体来讲，在持有环节，尽管保荐机构不得出售股票，但可以根据《上海证券交易所转融通证券出借交易实施办法（试行）》（以下简称《出借办法》）第 20 条的规定将股票出借，出借后，按照无限售流通股管理。如果保荐机构进行出借交易，除了证交所基于《出借办法》第 69 条的规定对股票的限售流通股数量和无限售流通股数量等进行公告外，其他主体无需履行信息披露义务。但是，证交所的公告只是常规的履责行为，公告的信息具有一定的抽象性，而且可能也难以引起投资者的关注。因此，保荐机构自身还应当披露更加具体的关于出借交易的信息。在减持环节，如前所述，现有规定将保荐机构与普通股东同等对待，保荐机构的减持披露适用普通股东的减持披露规定。由于保荐机构的跟投比例不超过 5%，因此减持时无需进行信息披露。由此一来，保荐跟投制度的信息披露机制便只针对保荐机构的期前投资，一旦披露了该项情况，则日后无需继续披露相关信息，投资者无法了解到跟投的全过程。

保荐机构的出借和减持情况对投资者而言有着重要的参考价值，因为保荐机构更了解发行人

和市场整体的大致情况,对股票的未来走向有更加准确的把握,投资者可以根据保荐机构的出借和减持情况来判断保荐机构对发行人经营状况和市场形势的态度,进而调整投资策略,搭上保荐机构的便车。但是,信息披露机制的不足使该制度的信息传递功能难以发挥,有必要予以完善。

(五) 证券发行保荐跟投法律责任缺陷

《业务指引》第20条规定了保荐机构违规跟投的处理方式,其在违法行为和责任承担方面存在一定问题。

1. 违规跟投的行为内涵过于抽象,何为“未按照本指引及其作出的承诺实施跟投”无明确规定。对此,存在2种截然不同的解释路径:(1)从宽。对违规跟投的认定依据承诺和《业务指引》的主要条款即可,只要保荐机构跟投了规定比例的股份便是合规跟投,其他条款的违反不足以从根本上影响跟投行为的合法性。(2)从严。要求基于《业务指引》和承诺的全部内容判断跟投行为合法与否,只要保荐机构有任何一处不符,例如,尽管跟投比例符合要求,但使用的不是自有资金,发行人都应当中止发行,保荐机构承担相应责任。具体采用何种解释路径对保荐机构和发行人的业务经营、投资者的利益保护与证券市场的发展有重要影响,必须予以明确回应。如果对违规行为的界定模糊化,势必会在执法和监督过程中造成“假阳性”或“假阴性”错误,影响保荐跟投制度的正常运行。

2. 违规跟投的法律责任的风险预防功能不足。理论上,法律责任应当具备惩罚、救济和预防三大功能^[13]。其中,惩罚是通过树立法律权威以维护社会制度的重要手段^[14];救济是为了弥补因行为主体的违法行为而造成的损害后果;预防则是为了警示全社会,尽可能防止同类违法行为的再次发生。传统法律责任机制注重前二者,但是随着“风险社会”到来,法律责任的预防作用成为现代法律责任制度的重要内容,防患于未然有着更重要的意义^[15]。当保荐机构违规跟投时,发行人需中止发行,保荐机构承担相应的民事责任和警告、罚款等行政责任。违约责任、警告、罚款等都属于一般性的责任承担方式,具备惩罚和救济的功能,但不足以较好地预防风险。通俗地讲,甲保荐机构没钱但是想跟

投,乙保荐机构有钱却不跟投,对乙再怎么处罚,甲纵使主观上知道必须要跟投,客观上也无能为力,法律责任机制的预防作用难以发挥。因此,“有效率的法律制度必须具有有效率的法律责任”^[16],金融市场要特别注重风险的防范,有必要在一般性责任承担方式的基础上,结合保荐跟投制度的特殊性,引入预防性责任承担方式。

三、我国证券发行保荐跟投法律制度的优化路径

除了制度创设本身,制度的生命力还源于制度的具体实践。为了使我国的证券发行保荐跟投制度在实践中能更充分地发挥制度功能,有必要针对上文所述的现实困境提出相对应的优化路径。

(一) 完善保荐机构金融防火墙机制

利益冲突是混业经营下的必然态势,解决利益冲突的关键在于建立健全金融机构内部的防火墙机制,具体包括法人、业务、信息、资金和人员5个方面^[17]。现有制度所依靠的主要是法人防火墙和业务防火墙,要求由保荐机构的相关子公司进行跟投。但是,仅靠二者尚不足以较好地解决利益冲突问题,还有必要从其他方面予以完善。

1. 完善信息防火墙。信息防火墙是指禁止对保荐承销和跟投有重大影响的信息在有关部门之间流动,确保有关部门开展业务的独立性。其源于美国的“中国墙”机制,主要针对可以承接多项业务的综合性券商,要求券商内部建立信息隔离机制,防止不同部门间传递重要信息^[18]。建议我国从以下几个角度完善保荐机构的信息防火墙:要求各部门尤其是承销与投行部门对自身掌握的可能会影响其他部门开展业务的独立性的有关信息进行加密;部门之间共用重要信息进而可能会对发行人的利益产生影响时需告知发行人;对不同部门之间和保荐机构母子公司之间的交流进行严格限制和监督。

2. 完善资金防火墙。资金防火墙是指不同业务部门开展业务应当使用自有资金并自负盈亏,避免不同部门之间的资金混同和利益牵连。

虽然《业务指引》规定保荐机构相关子公司进行跟投应当使用自有资金,但是最终的损失却是通过承销费用来弥补,这会导致承销部门有所顾忌,进而使不同业务部门之间的利益独立性受到冲击。而在KOSDAQ市场,自营部门跟投后,所产生盈亏完全由投行部门承担,这可以较好地保证自营部门开展业务的独立性。因此,有必要完善资金防火墙,一方面确保相关子公司有达到行业标准的充足资金以独立应对市场风险,另一方面对不同部门尤其是投行与承销部门的业绩考核确立不同的标准,同时严格监管机构内部资金的流动。

3. 完善人员防火墙。人员防火墙是对高级管理人员的任职限制,旨在保证各部门的高级管理人员开展工作时完全是出于部门利益,彼此之间不会传递信息,使部门产生利益牵连。以独立董事为例,独立董事需要认真履行职责,维护公司整体利益,关注中小股东合法权益。这便需要保证独立董事履责的独立性,避免其受到部门利益或大股东利益等的影响。为此,《上市公司独立董事规则》第6条第1款专门规定了独立董事的任职禁止情形。具体到保荐跟投制度,一是要限制各业务部门之间的人事任免,在一项业务周期正式结束前,有关部门尤其是投行部门和承销部门之间不得进行人员调动;二是保荐机构的相关子公司应当掌握充分的人事任免权,母公司任命的人员不得超过子公司总人数的50%,且对母公司任命的人员进行一定隔离,避免其接触敏感信息和核心业务,进而传递给母公司,影响子公司的独立性。

(二) 优化保荐跟投比例和保荐机构融资机制

保荐跟投激励约束和竞争机制的不足分别源于跟投比例的固化和保荐机构的资金压力,因此有必要采取措施,一方面使跟投比例的设置具有差异化,另一方面尽可能解决保荐机构跟投时资金不足的问题。

1. 推进跟投比例区间化改革,在强制跟投的基础上,对不同的发行规模设置不同的跟投区间,允许保荐机构在区间内根据具体情况自主选择跟投比例^[19]。例如,发行规模在50亿元以上的,跟投比例不少于2%;发行规模在20亿元

以上、50亿元以下的,跟投比例不少于3%,以此类推。并规定当跟投比例超过5%时,必须采取联合保荐制,避免保荐机构对发行人产生实际控制。相较于固定比例,区间化的设计具有显著的优越性。一方面,跟投下限能够确保跟投数额能够对保荐机构产生实质性的利益影响,进而充分激励和约束保荐机构履行看门人职责。另一方面,裁量空间的赋予能够使保荐机构根据自身实力、发行人情况和市场形势自主选择最终的跟投比例,这不仅充分考虑到不同保荐机构之间的差异,同时也有利于投资者,使投资者能够基于最终的跟投比例来判断保荐机构对发行人的经营状况和市场环境的态度,进而调整投资策略,发挥保荐跟投制度的信息传递作用。

实际上,跟投比例区间化设计是证券市场的常态。例如,就减持而言,当持有上市公司5%以上股份的股东减持时,法律设置了一定时期内的减持上限,股东可以在该区间内选择合适的比例减持。这既避免了大规模减持对证券市场的冲击,也满足了股东的减持需求,使其能够结合市场情形和自身情况灵活减持。相较于一刀切的固定减持比例,这种做法更具合理性。

2. 优化保荐机构融资机制,使中小券商有足够的资金能够在科创板开展保荐承销业务,保证证券市场的充足竞争。一方面,可以考虑在银行间市场发行保荐跟投债,允许保荐机构通过发行债券融资,所获款项专门用于保荐跟投业务。这既能拓宽融资渠道,也有利于压实看门人职责。因为,出于到期还本付息的现实考量,保荐机构需要尽可能避免跟投损失,进而有充分的动力履行好相应义务,最终惠及投资者。另一方面,可以将投资者保护基金作为保荐机构的另一融资渠道,允许保荐机构在满足条件的情况下向投资者保护基金申请资金用于跟投。客观上,投资者保护基金资金池充裕,有足够的条件助力保荐机构融资;主观上,保荐跟投制度的初衷是为了通过利益绑定来保护投资者,这与投资者保护基金的设立目的的不谋而合。此外,为了避免因保荐跟投而对投资者保护基金的资金储备造成不利影响,可以设立专门税种,当保荐机构跟投时,需根据发行规模和跟投数额纳税,发行规模越大,跟投数额越高,税率也越高。同时设立相应

的优惠政策。例如,向投资者保护基金申请跟投资金的中小券商无需纳税或减税等。所纳税额全部充入投资者保护基金,专门面向保荐跟投的资金申请。

(三) 增设减持规则

相较于持股5%以下的普通股东,保荐机构与持股5%以上的股东更加相似。持股5%以上的股东对公司的经营管理等信息有较为全面的了解,而且持股数量多。因此,减持对公司的日常经营和市场环境产生的影响较大。而保荐机构虽然持股5%以下,但其作为公司IPO的承销商,自然对相应信息有全面深入的了解,而且,如前所述,业务承接的连贯性使其不会只跟投一家公司,持股数量总体上不容小觑。因此,可以借鉴持股5%以上的股东减持规则,为保荐机构减持施加专门义务。具体来讲,一方面,在减持操作上,应当要求其分批减持。分批减持是缓解减持对市场影响的重要手段,例如,在KOSDAQ市场,为了避免冲击二级市场,券商在限售期届满后通常会分批出售股份。另一方面,在信息披露上,无论持股比例多少,都应当预先披露减持计划,并在实际减持后再次披露。

(四) 强化信息披露义务

“信息披露是注册制的灵魂”^[20]。相较于韩国,我国保荐跟投制度对保荐机构的信息披露义务要求较低。在KOSDAQ市场,保荐机构除了需披露持股状态外,还要定期发布对发行人的业务评估报告,以保证投资者对跟投情况和发行人状况的了解。

我国需要进一步完善保荐机构信息披露机制。在时间上,应当确保保荐机构在跟投的每一个环节都受到信息披露义务的约束,使投资者了解保荐机构的投资、持有和减持情况。例如,在持有环节,保荐机构如果从事出借交易,应当及时披露,同时定期对发行人进行业务评估并予以公告。在内容上,应当增加保荐机构应当披露的信息内容,其中最主要的是提高承销费收取的透明度。保荐机构掌握承销费率的定价权,可以通过提高承销费率转嫁风险,有必要加强对承销费收取的监管。建议在询价前披露预期和实际承销费率,并要求保荐机构对承销费率的确定做一定说明,同时加强打击保荐机构与发行人签订

“抽屉协议”,避免保荐机构额外向发行人收取费用^[21]。

(五) 健全法律责任机制

完善的法律责任机制是法律实施的重要保障,建议从以下2个方面健全保荐跟投制度的法律责任机制。

1. 明确违规跟投的范围。将“未按照本指引及其作出的承诺实施跟投”的范围限定为未实际跟投和未按规定及承诺的比例跟投。从维护投资者利益的角度出发,从严解释是最好的。但是,如果保荐机构任何一处的违法违规都会导致发行人中止发行的话,无疑会浪费资源,打击发行人和保荐机构的积极性,最终降低市场效率。换言之,保护投资者固然重要,但是应当综合考虑各方利益。保荐跟投制度首先是要绑定保荐机构与投资者的利益,发挥协同效应,因此,宜将“未按照本指引及其作出的承诺实施跟投”的范围限定为未实际跟投和未按规定及承诺的比例跟投。一方面,跟投不可停留于表面,只有保荐机构真金白银地跟投,投资者才可能相信其有动机履行看门人职责^[22]。另一方面,保荐机构跟投既不可低于下限比例,也不可单独持有超过5%的股份。只有跟投比例符合要求,才有可能达到适当的利益绑定程度。如果保荐机构违反上述2个方面的规定,则发行人应当中止发行,保荐机构承担相应的责任。除此之外,在已实际跟投且跟投比例符合要求的情况下,保荐机构其他方面有悖规定或承诺的,例如未及时在招股说明书或询价公告中披露跟投情况、跟投资金来源于他有资金、违规减持等,发行人无需中止发行,可将保荐机构的行为认定成“其他违反证券承销业务规定的行为”,进行相应的行政处罚。

2. 增设责任承担方式。违规跟投后,以保荐机构在正常跟投的情况下应当跟投的最低数额为基数,设定比例区间,结合具体情况,要求保荐机构向投资者保护基金缴纳一笔费用。该费用与跟投税用法一致,专门针对保荐机构的跟投需求。这与环境法领域的生态环境损害赔偿制度类似,污染环境属于侵权行为,需要行为人承担侵权责任,而生态环境损害赔偿便是重要的责任承担方式。但赔偿不是目的,环境法治的真正目的在于填补生态环境损害,单纯地要求行为人

承担赔偿责任意义有限,还应当进一步将损害赔偿款专门用于生态环境的修复,发挥救济作用^[23]。同理,保荐跟投制度的法律责任机制也不应止于对相关保荐机构的单一惩罚,还要实现对违规跟投的预防和既有秩序的维护。要求保荐机构向投资者保护基金缴纳费用,不仅可以起到处罚、警示的效果,更能丰富基金来源,助力保荐机构融资机制的优化,为保荐跟投制度的顺利运行提供一定的资金支持。同时,“用自己的钱帮助竞争对手开展业务”的逻辑也可以使保荐机构产生足够的危机感,督促其合规跟投。

四、结 语

目前,保荐跟投制度已经实施多年,效果较为显著,同时也暴露了一些问题。针对这些问题,我国有必要结合国内证券市场的特殊性,对该制度进行优化,建构一套既保留制度原有功能,又符合国情、具有中国特色的保荐跟投制度,进而配合注册制改革,促进证券市场的良性发展。在此基础上,未来可以考虑进一步拓展研究视野,探索保荐跟投制度在其他上市板的应用,这或许会对证券市场的发展有意想不到的效果。

[参考文献]

- [1] 李怡芳. KOSDAQ 保荐机构监管制度研究及启示 [J]. 证券法苑, 2019, 27 (2): 128-142.
- [2] 俞红海, 刘烨, 李心丹. 询价制度改革与中国股市 IPO “三高”问题: 基于网下机构投资者报价视角的研究 [J]. 金融研究, 2013 (10): 167-180.
- [3] 邢会强. 证券中介机构法律责任配置 [J]. 中国社会科学, 2022 (5): 83-102.
- [4] 韩立岩, 伍燕然. 投资者情绪与 IPOs 之谜: 抑价或者溢价 [J]. 管理世界, 2007 (3): 51-61.
- [5] 张岩, 吴芳. 跟投制度与 IPO 定价 [J]. 经济管理, 2021, 43 (6): 84-99.
- [6] ANDREW ELLUL, MARCO PAGANO. IPO underpricing and after-market liquidity [J]. The Review of Financial Studies, 2006, 19 (2): 381-421.
- [7] 徐浩然, 吉富星, 倪晨旭. 科创板券商跟投与 IPO 企业盈余管理 [J]. 上海金融, 2022 (10): 2-19.
- [8] BRIAN J HALL. Six challenges in designing equity - based pay [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2003, 15 (3): 21-33.
- [9] HAMID MEHRAN, RENE M STULZ. The economics of conflicts of interest financial institutions [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 85 (2): 267-296.
- [10] INGO WALTER. Conflicts of interest and market discipline among financial service firms [J]. European Management Journal, 2004, 22 (4): 361-376.
- [11] 罗培新, 李晋. 科创板跟投是是非非 [J]. 董事会, 2020 (3): 93-94.
- [12] 刘邦兴, 吴努, 慕媛媛. 注册制下投资与保荐业务利益冲突管理研究: 以首发上市为视角 [C] //安青松. 中国证券业高质量发展论文集. 北京: 中国财政经济出版社, 2022: 358-366.
- [13] 张骞. 论当代中国法律责任的目的、功能与归责的基本原则 [J]. 中外法学, 1999 (6): 28-34.
- [14] 蒋传光. 法律权威源自于惩戒性 [N]. 法制日报, 2015-08-28 (7).
- [15] 李友根. 论产品召回制度的法律责任属性: 兼论预防性法律责任的生成 [J]. 法商研究, 2011, 28 (6): 33-43.
- [16] 廖建求, 姜孝贤. 法律责任模型之法经济学分析 [J]. 西北大学学报 (哲学社会科学版), 2010, 40 (6): 161-166.
- [17] 黎四奇. 金融企业集团监管中的金融防火墙法律制度分析 [J]. 中南大学学报 (社会科学版), 2004, 10 (1): 107-112.
- [18] GIL BRAZIER. Insider dealing: Law & regulation [M]. London: Cavendish Publishing Limited, 1996: 232.
- [19] 王俊, 高晋阳. 承销商跟投制度存在的问题及改进建议 [J]. 财务与会计, 2023 (14): 79.
- [20] 叶林. 以信息披露为核心构建股票发行注册制 [J]. 中国金融, 2023 (10): 39-40.
- [21] 袁子懿, 杜卿卿. 科创板跟投制度调研: 投行提高承销费可实现风险转嫁 [EB/OL]. (2019-06-02) [2024-04-10]. <https://www.yicai.com/news/100209613.html>.
- [22] 曾刚. 科创板为什么需要保荐跟投机制 [EB/OL]. (2020-07-17) [2024-04-10]. <https://new.qq.com/rain/a/20200717A0RAV100>.
- [23] 彭中遥. 我国生态环境损害赔偿制度的立法选择 [J]. 干旱区资源与环境, 2019, 33 (8): 8-17.

(下转第 101 页)

Archiving Characteristics of Contemporary Chinese Photography Reflected from Arles International Photography Exhibition in Jimei

WANG Xianjun

(Arts and Design College, Jimei University, Xiamen 361021, China)

Abstract: The discussion on the characteristics of media has been a central topic since the birth of photography. The inquiry on the essence and the “desire” of new media makes contemporary photography seem to return to the original state of photography as described by Batchen. The “documentary” function of image media has been considered again. Mixed media or cross-media experiments, and even the introduction of non-artistic media, are used to express the archival characteristics of image art, which is particularly evident in the Arles International Photography Exhibition in Jimei. Archived images constitute a new way of communication to equally explore the common issues faced by contemporary society, which is also one of the important preconditions for transforming the “Chinese topics” of Chinese contemporary art into the “international topics”.

Key words: Arles International Photography Exhibition in Jimei; contemporary Chinese photography; media characteristics; archiving

(责任编辑 张永汀)

(上接第 47 页)

On the Optimization of the Legal Regulation of Securities Issuance Sponsor and Investment

LIU Hui, WU Junxiong

(Law School, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: In the process of reforming the registration system of the stock market, we introduced the sponsor and investment system of Korea. Based on the incentive compatibility theory, the system compacts the gatekeeper responsibility by binding the interests of sponsors and investors, and promotes sponsor institutions to do their duty in the IPO process, which is conducive to solving the problems such as overpriced IPOs and performance changes. However, the current system of sponsorship and investment in our country is not mature, and there are problems such as conflict of interest, lack of incentive restraint and competition mechanism, absence of shareholding reduction rules, incomplete information disclosure, and imperfect legal responsibility. To optimize the legal system of securities issuance sponsorship and investment, it is necessary to build a financial firewall of sponsor institutions based on information, capital and personnel; to design the interval proportion of investment, supplemented by the sponsor and investment bonds, securities investor protection fund to apply for funds, and set up the sponsor and investment tax system; to add rules for reducing holdings in batches and information disclosure by sponsor institutions; to limit the scope of violation follow-up and set up a preventive responsibility bearing mechanism.

Key words: sponsor and investment; sponsor institutions; gatekeeper responsibility

(责任编辑 冯庆福)