



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：保荐人制度如何真正市场化(2004年3月31日)

文章作者：

在我国证券市场，无论是推出什么制度，制度推出前都能够设计得很好，目标也十分具体，但真正实施起来，总是会问题重重，甚至会出现南辕北辙的结果。许多制度安排用心良苦，但实际推行效果往往不好。如：从公司上市的审批制到公司上市的核准制，本以为发行制度由计划向市场会有一个大的改革，迈出一大步，但是实际上又被通道制困扰得问题重重；独立董事制度的安排，旨意是通过外部人的监督来减少上市公司的内部人控制，但实际上却是独立董事不能作为或是不愿作为，形同虚设。为什么在他国行之有效的东西在中国则会效果不佳？是社会文化背景之原因，还是制度设计本身有问题？

最近即将推出的保荐人制度，目的是在于如何改革在通道制下政府权力对市场的干预，通过有效的证券发行机制来保证优质公司上市，提高中国上市公司之质量，并通过股票发行上市保荐制度来明确保荐机构和保荐代表人责任及形成责任追究机制，从而使选择优质上市公司及保护投资者的责任完全落实到相关的机构与个人。从保荐人制度的设计、目标及旨意来看，是在向市场化方向迈步。但从目前实施的过程来看，出现的许多问题是早先没有估计到的，如果这样下去，保荐人制度要达到预期之效果也会是十分困难的，特别是由保荐人制度的实施所导致的问题更是会引起对该制度的质疑。

2004年3月25日，首次保荐代表人考试正式发榜：93家证券经营机构的1549名参考从事投资银行业务人员，最后仅有81家机构的614人通过考试，通过率不到40%。在马上就要进行首批保荐机构和保荐代表人的注册登记当中，有些证券经营机构将由于考试人员没有达标而失去利润丰厚的投行业务。因为《证券发行上市保荐制度暂行办法》规定，证券经营机构如果要注册登记为保荐机构，需要符合“保荐代表人数量不得少于2人”的要求。而从考试结果来看，有12家证券经营机构没有一名成绩合格者，另有14家证券经营机构的通过人数不足2名。对于这26家证券公司来说，如果不能在4月2日之前挖到成绩合格的保荐代表人，那么这些证券公司的投行业务可能将在一段时期内处于停滞状态，直至下一次保荐人资格考试开始。因此，这几天证券公司最为热门的话就是如何争夺获得资格的保荐人。

保荐人制度最为核心的问题就是形成责任追究机制，而这种机制的核心是诚信法则。如果没有保荐人的诚信，责任追究机制如何得以落实？而保荐人代表的诚信并非某种抽象的概念，而是完全落实在个人的每一个行为中。

可是，我们的保荐人制度实施中所发生的问题如何让广大的投资者来相信一些保荐人代表的诚信呢？资格考试时的保荐人代表报名，就有媒体披露，有些人考试资格认可上做假；后来考试一结束，就有媒体报道在考试前考题已经泄密。我想这些报道尽管没有确实的证据，但肯定也不是空穴来风。对于这样的事件，我们的监管部门如何来对待呢？为什么不对这些事件进行严格的核查？就是那样一千多人，工作量那样小，容易可作为之为什么不作为？

如果在保荐人制度的底线上都不能够保证制度确定性，那么制度的诚信法则如何能够建立。更为严重的是，一旦那些弄虚作假的保荐人代表能够蒙骗过关，取得保荐人代表资格，不仅会对整个制度设计起到坏的示范作用，而且这类的人肯定会与拟上市公司合谋来欺骗投资者。因此，监管部门应该对已获得保荐人代表资格的人的资历、资格、考试成绩等方面重新审查，并公示社会。这样做，既可化解民众对保荐人代表以上几方面的质疑，也能保证保荐人制度诚信法则的真正落实。

其次，通过一次知识考试来决定个人能力、个人社会地位、个人的薪资水平等，这样的做法合理合法吗？其理由何在？而且，通过一次知识考试就能够保证通过保荐人承担更多的责任从而提高上市公司的质量吗？在这里有几个最基本的理论是需要澄清的。一是在海耶克看来，一个有效的决策必须有与决策权相匹配知识结构，而知识结构包括科学知识和有关特定时间与地点的知识。前者为一般的书本知识，后者是“有场景知识”。这些知识只分散在每一个个体的亲临其境或“此在”之中，离开了个人的“此在”环境，这种知识是无法获得的。而个人“此在知识”是决定分散化市场有效决策的最为重要的因素。因此仅仅以一般性的知识来决定个人的能力既没有完全的理据也是有失偏颇的。

二是在欧美发达的市场中，一些特殊行业进入者的专业资格认定也是十分严格的，但这些特殊行业不仅资格认定严格，而且进入成本也十分高昂，根本不是仅通过一次资格考试就万事大吉的事情。如美国的牙医、律师等行业其收益是高，但是无论谁要想进入该行业并获得高薪，是通过一次又一次的专业考试，多次的资格认定才得以确认的。国内的保荐人代表仅仅是通过一次知识性的测验就可以让个人的命运、财富、社会地位得到根本性的改变，薪资水平几十倍、上百倍的增长。这是一种什么制度设计，除了制造社会个人之间的矛盾与冲突、培养一夜暴富之心理之外还能有什么呢？这是社会所需要的公平公正的市场竞争吗？

其实，这样的制度设计是与证券市场的市场化方向背道而驰。因为，分散化决策是市场经济的核心，而分散化决策就得让个人“有场景知识”得到充分利用，离开了个人的“有场景知识”要进行有效决策是不可能的。保荐人代表的资格认证仅是以一般知识为基准，那么要从中选拔优秀的投行人员是相当不确定性的。还有，在发达的市场体系中，收益与成本往往是成正比的，除非制造垄断与创新，企业只能获得一般的平均利润，个人也只能获得一般的平均薪资，因此某个行业的薪资水平一高过市场价，一定会更多人进入。同时，个人的薪资水平也与个人所付出的成本成正比的。如果有些人能够一夜暴富也只能是制度设计所面临缺陷的结果，也只是说明我们的制度安排没有为大多数人提供一个公平公正的竞争环境。目前，保荐人代表仅凭一次知识性的考试让个人身价骤然上升，这自然是与市场化的原则不合。

第三，目前证券公司之间就保荐人代表出现的恶性竞争说明了什么？仅仅是竞争过度就可以解释得了的吗？而且这样的竞争最后导致的结果是什么？是有利于证券市场的发展还是不利证券市场发展呢？其实，其问题的实质仍然是政府没有走出对证券市场主导的阴影。在政府主导下，证券公司的经营仍然是以国有为背景。这不仅表现为证券公司的进入有严格准入制度，而且表现为证券公司一旦进入后会无法退出，会不惜代价保证证券公司不要退出。一些证券公司之所以会花血本挖来保荐人代表进行注册登记，就在于该成本可以转移到国家来承担，否则一家公司做赔本买卖，岂能有立足之地？肯定很快会退出市场。只有在成本由他人承担，收益为个人获得的情况才会如此。

总之，快要推行的保荐人制度设计不仅有许多问题，而且没有很好监管落实（对有问题严查），没有做出好的制度衔接（如较长过渡期、增加考试次数）。这就使得制度还没有推行，就问题重重，所带的负向影响大。政府部门应该对此有足够的重视。否则保荐人制实施后结果如何仍然是一个未知数。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所