

证券市场监管与投资银行的 诚信规范

何朝丹*

摘要:诚信是证券市场监管的一项重要目标,投资银行作为证券市场最重要的中介机构,投资银行的诚信规范对于提高证券市场诚信度发挥着关键的作用。目前,在我国证券发行保荐制下,监管机构对于保荐机构和保荐代表人所采取的诚信监管措施虽然取得了一定的实施效果,但仍存在许多的不足,需要通过加强执法、确立信托责任、加强自律管理、倡导诚信文化多方面来加强对投资银行的诚信监管。

关键词:诚信 证券监管 投资银行 保荐制

2011年9月至11月,美国爆发了一场声势浩大的名为“占领华尔街”的示威游行活动,示威者抗议的矛头主要指向华尔街的贪婪无度、缺乏自律、金融系统弊病以及政府的监管不力。华尔街这个世界金融的中心、财富神话的缔造者在这次全球金融危机之后,走下了神坛,甚至成为了贪婪与欺骗

* 华林证券有限责任公司投资银行事业部高级业务总监。中山大学经济学博士,主要从事法律经济学研究。

的代名词,投机取巧的大本营。面对华尔街饱受诟病的诚信危机,我们无法淡定的隔岸观火,更应以此为鉴,深刻反思在我们这个新兴加转轨的资本市场中,如何构建投资银行的诚信体系,如何强化证券市场的诚信监管。

一、诚信与证券市场监管

对于证券市场而言,诚信是一个老生常谈的问题,“诚信是信用经济的基石,提高证券市场的诚信度对于增强投资者对证券市场的信心具有极为重要的意义”,诸如之类的观点被一遍遍地阐述和传播,特别是在每次证券市场出现重大的失信事件或公司丑闻时,诚信的口号会被一次次地喊起,以警醒证券市场中的从业者。然而,值得我们深思的是,为什么证券市场经过了这么多年的发展,众多的交易数据、市场指标呈现出几何式地增长,但我们的市场诚信度却并没有与之匹配地得到提高和改善,甚至出现了系统性诚信危机的问题?在证券市场监管中,诚信和法律作为两种秩序规则有着怎样的互动关系?投资银行作为证券市场最重要的中介机构,在提高市场诚信方面又应当发挥怎样的作用?

(一) 证券市场发展中失衡的市场诚信

证券监管通常具有以下几个主要目标:保护投资者、维持市场稳定、提高市场诚信、预防和修补自由市场的缺陷。诚信之所以对于证券市场发展具有非常重要的意义,其内在逻辑在于诚信是投资者对于证券市场信任的基础和信心的来源,金融市场的诚信度和投资者对金融市场的信心是一个经济体维持良好运转的关键因素。可以说,没有诚信的话,我们什么也做不了,我们常常在股市低迷的时候号召投资者重拾信心,而其前提就在于重构证券市场的诚信。

然而,从全球资本市场来看,与资本市场的规模体量、业务类型和内在发展需求形成较大反差的是当前市场诚信的缺失和职业道德的滑坡。我们先从最近的两则财经新闻来透视一下岌岌可危的资本市场诚信。2012年7月10日,位于美国纽约的 Labaton Sucharow 律师事务所

发布了其对美国、英国的 500 名金融高管所做的问卷调查。调查数据显示,24%的受访者认为从事金融服务行业要想获得成功就不得不作出一些不道德或非法的行为;26%的受访者曾经直接目睹过行业内的一些违规操作行为;甚至有 16%的受访者表示如果能够逃避惩罚的话,会进行内幕交易行为。对此,Labaton Sucharow 律师事务所合伙人 Jordan Thomas 表示,“当违规操作成为普遍现象并被金融服务业的专业人士所接受,那么我们整个金融系统的诚信就处于极高的风险之中”。^①

而 2012 年 3 月前高盛执行董事 Greg Smith 发表在《纽约时报》的一封公开辞职信,也同样引起了舆论的哗然和高盛股价的大跌。Greg Smith 在高盛工作了 12 年,是高盛公司的美股衍生业务在欧洲、中东和非洲地区的主管。Greg Smith 在其辞职信中这样写道,“过去高盛的文化一直围绕着团队协作、正直、谦逊,以及永远为客户的利益考虑。文化是高盛之所以能成为一个伟大公司的秘诀,帮助我们在过去的 143 年一直赢得客户的信任。然而,如今我环顾四周,发觉曾经使我热爱这份工作的文化已不复存在,我不再为它感到骄傲,我不再对自己从事的事业充满信仰。说实话,现在的环境是我见过最有毒和最有破坏性的高盛。高盛的运行模式和赚钱理念将客户的利益持续的边缘化,作为世界上规模最大、最有影响力的投行之一,高盛与全球金融的相关性太高而不能这样下去了。曾几何时,领导意味着理念、树立榜样以及做正确的事,而现在,如果你能为高盛赚到足够的钱,你就能够得到升职,更具影响力。我希望我的离开能够唤醒现在高盛的董事会领导,把高盛的企业文化重新摆正,让真正的人才有足够的理由在这里工作下去,让那些只关心赚钱的人在这个投行无法立足,让客户对这家投行的信任一直坚定下去”。^②

① 张澄:“华尔街诚信大调查:违规操作才是成功的关键”,载 <http://wallstreetcn.com/node/15879>,2012 年 7 月 11 日访问。原文见:<http://www.labaton.com/en/about/press/Labaton-Sucharow-announces-results-of-financial-services-professional-survey.cfm>。

② “离职高管的盛世危言:我为什么离开高盛”,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20120315/130811597460.shtml>,2012 年 3 月 15 日访问。

为什么随着资本市场的发展,市场诚信并没有得到逐步地提高,反而出现了系统性的诚信危机呢?这是因为近几十年来资本市场的发展更多地受提高市场效率、流动性以及丰富投资者的选择所驱动,而非保护市场的公平和诚信。而市场的一些新的变化甚至对诚信产生了不利的影响,特别是日趋复杂的证券衍生交易增强了一些市场参与者滥用内幕交易和市场操纵的能力。由于可以通过不同的金融市场,运用各类衍生工具和复杂的交易技术来掩盖其内幕交易和市场操纵行为,因此,这些证券犯罪行为难以被发现,或者即便被发现也难以被起诉和定罪。对于市场诚信在证券市场发展中的失衡,也有学者进行了相关的实证研究,Michael Aitken 和 Audris Siow 曾在 2003 年对北美、欧洲、中东、亚太地区的 25 个证券市场的效率和诚信进行了排序,以借此探究市场效率和诚信之间的关联性,他们通过实证研究发现德国法兰克福证券交易所和美国纽约证券交易所的市场效率和诚信水平相对较高,但研究同样也关注到市场效率和市场诚信的相关性却较低,如纽约证券交易所市场效率虽排名第一,但是市场诚信却排名第十;泛欧巴黎证券交易所市场效率排名第二,市场诚信却排名第十九,这都说明了过去几十年的证券市场发展中,市场更加关注交易结算系统的建设完善,对于诚信的市场监管却没有引起足够的重视。^③

金融危机之后,各国的证券监管机构纷纷强化监管,但都更倾向于一个新的、与之前不同的管制目标——减少系统性风险,同时更多侧重于提高市场的诚信度。例如,美国证监会(SEC)近一年来查处证券市场违法行为的力度明显加强,对高盛、摩根、花旗银行、美国银行、瑞士银行、富国银行在内的众多金融机构进行诉讼和调查,以重塑其专业、公正、清廉、铁腕的形象。为了获得对内幕交易等金融违法行为的诉讼线索和证据,《金融改革法案》还完善了原有的举报奖励制度,SEC 对“举报人”支付的奖金额度从原来的不超过民事罚金的 10% 上调至“10% 至 30%”,并将范围扩大到了内幕交易之外的多项金融交易违法

^③ Audris S. Siow and Michael J. Aitken, *Ranking World Equity Markets on the Basis of Market Efficiency and Integrity*, Hewlett - Packard Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges 2003.

行为。^④ 澳大利亚从2010年8月开始实施的公司法修正案中授权澳大利亚证券投资委员会(ASIC)来制定和实施市场诚信规则,并规定对市场诚信规则的违反将会招致民事处罚和赔偿,以通过完善立法和市场监管来提高市场的诚信水平。^⑤

(二) 证券市场中的诚信与法律

诚信常被归入道德范畴之内,在我国也是自古以来一项重要的伦理准则,论语讲“民无信不立”,孟子有云“诚者,天之道也;思诚者,人之道也”,都将诚信视为最基本的社会交往原则。而将诚信引入法律则源于古罗马,在罗马繁荣时代,商品经济充分发展,商品交换关系种类繁多,立法者无法对每一种商品交换关系都详尽的加以规定,而且,无论多么周密的法律条款和合同,如果当事人心存恶意,总能找到规避之法,因此,罗马法中萌发了诚信契约和诚信诉讼。古罗马法规定,善意和诚信是有效缔结契约的前提,具有欺诈故意的行为,或者是因不讲诚信而被法律认定为“不名誉”的人的行为,是无效的行为。在我国《民法通则》中,诚实信用也是一项重要的基本法律原则。

诚信与法律作为人们社会交往中的两种秩序规则有着密切的互动关系。首先,在法律等正式契约环境孱弱的情形之下,人们的社会交往更多地通过诚信和声誉来维系,但当商品经济从“熟人社会”跨越到“陌生人社会”时,法律则成为更为主导的秩序规则。其次,诚信的社会文化有赖于法律的实施予以保障,特别是对违反诚信行为的法律制裁。如果失信的行为得不到法律的纠偏和处罚,那么失信的成本变低、收益变高,守信的成本变高、收益变低,甚至演变成“卑鄙是卑鄙者的通行证,高尚是高尚者的墓志铭”的世界。最后,法律秩序规则需要内在于诚信信仰的基础之上,并以诚信为补充。人们之所以遵守法律,其行为动机并不在于惧怕法律惩罚的威慑力,而在于希望良好的行为能得到较高的社会评价,获得他人尊重、肯定以及声誉的一种内在动力。

^④ 参见“完备法规提供有力后盾,美市场‘看门狗’拿耗子有绝招”,载 http://www.cs.com.cn/xwzx/04/201008/t20100806_2541063.htm, 2010年8月6日访问。

^⑤ Paul Latimer, *Judicial Review of Stock Exchange Market Integrity Rules and Operating Rules in Australia*, *Australian Journal of Corporate Law*, Vol. 26, pp. 127-164, 2011.

而且,法律的条文规定通常无法穷尽各类事项,有各种的漏洞、空子可钻,对于那些虽不违法却有失诚信的边缘地带,所能依靠的只能是诚信的自我约束。

资本市场的诚信监管是一个更为复杂的问题,相对于普通的商品市场而言,资本市场交易的商品通常是无形的,交易的结构和形式更加复杂,交易过程中的信息不对称情况更为严重,资本的逐利性又常常暴露出它的贪婪,这都使得诚信监管的任务更加艰巨。像高盛、瑞银、摩根大通这样的国际投行巨头,常被称为金融大鳄,可见社会对投资银行界的诚信评价度并不高。同时,市场诚信的法律监管又常存在各种的漏洞和不足,例如,2010年美国证监会(SEC)对于高盛的民事诉讼,指控其在涉及次级抵押贷款业务金融产品问题上涉嫌欺诈投资者,尽管舆论纷纷谴责高盛在金融危机中获利的不道德,但由于交易的复杂性以及缺乏确凿的法律证据,因此,该案最终以高盛缴纳5.5亿美元的罚金、赔款以和解形式结案。^⑥由此可见,内部缺乏诚信的自我约束,外部缺乏有力的法律威慑对于资本市场的诚信监管都带来了严峻的挑战。

(三) 投资银行的诚信规范

投资银行是资本市场最重要的中介机构,是连通直接融资供需双方的桥梁,投资银行的勤勉尽责、诚信执业对于提高资本市场诚信水平发挥着关键的作用。只有投资银行诚信勤勉,才能筛选出优质的上市公司资源,才能制定出在合理投资价值范围内的发行价格,才能督导上市公司规范运营,才能向投资者提供独立客观的分析报告,可以说投资银行的诚信对于资本市场的健康发展和投资者的权利保护意义重大。之前在资本市场中介机构中,人们谈论更多的是审计的独立性和所扮演的“看门人”的角色,但从资本市场影响的广度和重要性来说,投资银行的诚信问题同样需要引起我们的高度关注。

然而,目前我国证券场所存在的种种问题使得人们对投资银行的诚信度“差评连连”。上市公司上市后业绩变脸,人们谴责投资银行

^⑥ 参见“5.5亿美元!高盛领受华尔街史上最大罚单”,载 http://news.xinhuanet.com/fortune/2010-07/17/c_12342926.htm,2010年7月17日访问。

是“包装高手”,只“荐”不“保”;对于新股不合理的高发行价,人们商讨投资银行为了赚取高额承销费在“推波助澜”;对于券商直投的高回报、高收益,人们批评投资银行是“近水楼台”坐地分钱;对于研究报告的准确性差,人们指责投资银行是“利字当头”在“瞎忽悠”;更遑论不时爆出的投资银行从业人员内幕交易、PE腐败、市场操纵等违法案件,更加重了投资银行不诚信的“恶名”。

随着中国证券市场法律法规和监管体系的不断完善,中国的投资银行也获得了较快的发展和不断的进步,但从目前证券市场存在的种种问题来看,投资银行的诚信度与社会的期望还存在不小的差距。投资银行诚信度不高的主要原因在于:

1. 对“保护投资者”的诚信信念的缺失。投资银行作为直接融资的中介机构,连接资金需求方——上市公司(或拟上市公司),以及资金供给方——投资者两方主体。作为证券发行人的上市公司是投资银行的客户,对其诚信关乎到业务的承接和自身的发展,是每一个投行都会重视的问题。但是,在上市公司还是稀缺资源,证券发行仍属卖方市场的情形下,特别是广大中小投资者并没有一个集中的利益诉求代表,在这个供需力量并不均衡的博弈中,天平向强势一方倾斜,对投资者诚信的重视度不够,也就成了投资银行的一种“市场选择”。

2. 受短期投机的市场文化影响。如果上市公司、投资银行都能秉持长期发展的思路,“为有源头活水来”,就自然会尊重投资者的利益,以谋求自身和市场长期健康的发展。然而,在我们这个新兴加转轨的资本市场中,短期投机的文化氛围充斥着市场,看重短期利益、只顾眼前发展、竭泽而渔式的掠夺,导致缺乏诚信培育的文化土壤。

3. 利益冲突导致的缺乏诚信。投资银行难以在资本市场中保持独立、公正、诚信的姿态,是因为其业务经营中存在许多的利益冲突,而利益冲突则会带来违背诚信义务的道德风险问题。资本的逐利性使得一些投行在面对利益诱惑时难以“独善其身”,从而作出一些不诚信的市场行为。

4. 对不诚信行为的法律威慑力不够。一些投资银行从业者之所以敢于造假,敢于触碰道德诚信的底线,是因为其抱着能够逃脱法律制裁的心理。市场中不诚信的违法行为能够被发现,获得入罪证据,受到

法律制裁的比例实际上是比较低的,更何况监管不足、执法不严会更加助长歪风邪气。正如巴菲特的一句名言:“如果你看见厨房里有一只蟑螂,那里面肯定不止一只!”而不诚信的市场行为如果得不到有效制裁,就会出现劣币驱逐良币,诚信则岌岌可危。

二、我国投资银行诚信规范现状及存在的问题

随着资本市场各项监管制度的不断完善,我国资本市场的诚信规范和市场监管也取得了较大的进步,从建立诚信规范制度、公开诚信档案信息、加强对违法失信行为的法律制裁等方面建立了比较系统的诚信规范体系。下文将从投资银行诚信规范的角度来分析目前的诚信监管制度在实践中的实施效果及存在的问题。

(一) 目前我国的投资银行诚信规范体系

我国的证券发行从2004年开始实施保荐制,即证券发行需要具有保荐机构资格的证券公司履行保荐职责,并由保荐代表人具体负责相应的保荐工作,并在保荐制下确立了一系列的诚信规范制度。

从证监会颁布的各项保荐机构监管法规来看:在《证券发行上市保荐业务管理办法》中,要求保荐机构及保荐代表人格守业务规则 and 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,遵守职业道德准则,保持应有的职业谨慎;并对未诚实守信、勤勉尽责者规定了包括监管谈话、重点关注、责令进行业务学习、出具警示函、责令公开说明、认定为不适当人选等监管措施;对于保荐机构及保荐代表人规定了各种情形下的监管措施和法律责任。此外,在《保荐业务内部控制指引》、《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》、《关于进一步提高首次公开发行股票公司财务信息披露质量有关问题的意见》中,对保荐机构的业务管理和内部控制进行了严格的规定,要求保荐机构建立内部问责机制,并规定将保荐机构的不良行为和监管部门采取的监管措施、进行的行政处罚记入诚信档案,并适时向社会公开。

从监管机构的诚信档案公布情况来看:证监会在其网站中公布了保荐信用监管的相关信息,对从2004年保荐制实施以来证监会对保荐

机构和保荐代表人采取的各项监管措施进行了信息公开。此外,在2012年7月证监会最新颁布的《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》中,要建立全国统一的证券期货市场诚信档案数据库,以记录证券期货市场诚信信息;诚信信息所涵盖的范围非常广泛,并规定公民、法人或其他组织可向证监会及其派出机构申请查询相关诚信信息;监管机构还可依照监管对象的诚信状况在进行日常监管、采取处罚措施时作为参考因素。

从监管机构对保荐机构及保荐代表人的日常监管来看:监管层将对保荐机构进行分类审核,对保荐机构进行分级,执业质量不良、出过问题的保荐机构、保荐代表人申报的项目将被延缓;并加强对保荐代表人的日常考核,对保荐代表人参加初审会、发审会等表现进行累计考核,由审核员、发审委进行打分,末位者将进行谈话。此外,各地证监局也纷纷强化对保荐机构的监管,从保荐机构的尽职调查、辅导、持续督导、工作底稿等多方面加大检查力度,并对考核评价不合格的机构和人员采取相应的监管措施。例如,深圳证监局近年来所开展的声势浩大的“投行专项治理工作”,其基本目标就是要求辖区内各证券公司整顿和完善投行业务内控制度和业务流程,推动敦促从业人员勤勉尽责,以树立诚信、专业、合规的良好形象。

从证券业协会的自律管理来看:证券业协会已经制定的相关自律规则包括《证券从业人员诚信信息管理暂行办法》、《证券公司信息隔离墙制度指引》、《发布证券研究报告执业规范》、《证券分析师执业行为准则》等,未来证券业协会还将制定证券投资顾问人员、保荐代表人、券商直投从业人员等执业行为准则,以进一步完善证券业诚信自律规则体系。此外,2003年证券业协会着手建立了会员单位和从业人员诚信信息系统,截至2012年6月共记录了机构失信信息174条,个人失信信息4973条,其中考试违纪3136条,未按时通过年检1448条,违法违规389条。^⑦

(二) 保荐机构、保荐代表人诚信监管的实施效果分析

证监会对保荐机构和保荐代表人诚信监管的一个重要举措就是对其

^⑦ 于扬:“保代投顾直投人员执业准则正在起草”,载 http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2012-08/09/content_393473.htm,2012年8月9日访问。

信用监管信息的公开。根据证监会网站保荐信用监管中的记录显示,从2004年6月至2012年8月这八年左右的时间中,共有60条监管措施记录,其中对保荐机构采取监管措施的共有5条记录,对保荐代表人采取监管措施的共有55条记录。按照一个基本的判断逻辑,如果一个保荐机构或保荐代表人因违反执业行为准则而受到监管机构处罚,那么,这样的一个诚信污点必然会对其声誉造成损害,进而会影响其后续的业务承接或职业发展。如果现实情况符合这一逻辑,则能相应地印证监管处罚及诚信信息公开的监管措施是有效的。此外,从2004年至2012年每年监管处罚的案件数量以及处罚的严重程度,也能反映出监管层对保荐机构和保荐代表人诚信监管的执法力度。下文将以上述60条监管措施记录为样本来实证分析和验证对保荐机构和保荐代表人诚信监管的实施效果。

1. 保荐机构诚信监管实施效果分析

保荐机构因受罚而诚信、声誉受损包括两种情形:一是证监会直接对保荐机构采取监管措施,二是在保荐机构任职的保荐代表人受处罚而对保荐机构声誉带来负面影响,一般第一种情形所带来的影响会更加重要。对于投行来说,承销家数排名是一个业绩衡量的重要指标,由于承销项目周期比较长,一般而言保荐机构受罚所带来的影响有一定滞后性,因此,本文通过比较受罚当年和受罚次年的承销家数排名变化情况,来分析保荐机构的失信行为是否与其业绩变化有一定的相关性(下文中承销家数排名为股票及债券主承销家数,数据均来源于Wind,其中2012年为上半年排名数据)。

2004年至2012年8月期间共有5家保荐机构受罚,具体情况可见下表:

受处罚的保荐机构	处罚时间	监管措施	被处罚当年承销家数排名	被处罚次年承销家数排名	处罚后业绩是否下滑
中银国际	2004/10/25	谈话提醒	并列第5名	第5名	否
光大证券	2006/11/27	谈话提醒	并列第8名	并列第11名	是
财富证券	2006/12/9	3个月不受理保荐机构的推荐	并列第14名	第53名	是
广发证券	2010/6/4	出具警示函	第7名	第5名	否
平安证券	2011/11/24	出具警示函	第1名	第3名	是

2004年至2012年8月期间共有19家保荐机构的保荐代表人被处

罚,受罚次数为该公司的保荐代表人被采取监管措施的次数,具体情况可见下表:

受罚保代所属 保荐机构	处罚时间	受罚次数	被处罚当年承 销家数排名	被处罚次年承 销家数排名	处罚后业绩是 否下滑
华欧国际	2004年	2	承销家数为0	承销家数为0	—
浙商证券	2004年	2	承销家数为0	并列第8名	否
上海证券	2004年	2	承销家数为0	承销家数为0	—
大鹏证券	2004年	1	承销家数为0	承销家数为0	—
光大证券	2004年	2	并列第4名	并列第8名	是
	2006年	2	并列第8名	并列第11名	是
财富证券	2006年	2	并列第14名	并列第18名	是
华泰联合	2011年	2	第18名	并列第17名	否
	2010年	2	第8名	第18名	是
华泰证券	2008年	2	并列第15名	并列第14名	否
首创证券	2008年	2	并列第18名	承销家数为0	是
招商证券	2010年	1	并列第4名	第7名	是
	2005年	2	第4名	第5名	是
平安证券	2011年	2	第1名	第3名	是
	2009年	1	第5名	第1名	否
民生证券	2011年	2	并列第13名	并列第13名	否
海通证券	2012年	2	第10名	—	—
	2011年	2	第8名	第10名	是
	2006年	2	并列第4名	第7名	是
国信证券	2008年	2	第5名	第3名	否
国盛证券	2009年	1	承销家数为0	并列第23名	否
东方证券	2009年	1	并列第18名	并列第19名	是
广发证券	2010年	8	第7名	第5名	否
中信证券	2011年	2	第2名	第1名	否
中投证券	2011年	4	第15名	第15名	否
银河证券	2012年	2	第9名	—	—

从上文两表中所反映的信息我们可以看到,被处罚的保荐机构中不乏排名靠前的行业翘楚。如果说小券商内控不严,为了拉高业绩而踩过界,我们会认为这是个体的问题,但如此多的业内响当当的券商受罚,这更多地反映出投行群体所存在的问题,可谓“常在河边走,难能不湿

鞋”。并且,有的保荐机构甚至受到多次处罚,可谓屡教不改,对自己的声誉受损毫不在意。从处罚事件是否会导致投行业务下滑来看,受罚与投行业绩的变化并没有特别明显的关联关系,在保荐机构受到处罚的情形下,60%的机构出现业绩下滑;在保荐代表人受到处罚的情形下,52%的机构出现业绩下滑,并没有显现出绝对优势比例的一种相关性。但对于受到多次处罚的保荐机构而言,业绩下滑的情形非常明显。

2. 保荐代表人诚信监管实施效果分析

从2004年实施保荐制以来,保荐代表人就被推到了风口浪尖之上,“高薪、金领”代表着人们对这个群体的艳羡,但责任和压力又沉甸甸地压在这些人的身上。作为保荐项目的第一责任人,执业过程中的差错和失当都会对个人职业生涯带来重要影响,“爱惜自己的羽毛”是这个职业所包含的内在要求。然而,2004年至2012年8月期间仍有51名保荐代表人受到处罚(其中有2名保荐代表人因同一事项受到3次监管措施处罚)。如果一个市场重视声誉和诚信,受到处罚会对一名保荐代表人的职业发展带来重创,要赢回尊重和信任需要很长的时间和努力;反之,如果市场并不看重声誉和诚信,丑闻会被人很快的淡忘,被处罚并不会对个人的职业生涯带来很大的冲击,既然被处罚的机会成本不大,那么职业操守和诚信也就并不值得细心呵护。本文将通过对受处罚保荐代表人是否更换保荐机构以及受罚后的签字项目数量来考察处罚事件对保荐代表人的影响。

监管对象	监管措施	生效时间	受罚1年内是否更换保荐机构	受处罚后的签字项目
赵慧怡	出具警示函	2012/5/23	否	1(初审中)
顾峥	出具警示函	2012/5/23	否	1(反馈中)
黄健	监管谈话	2012/4/25	否	0
韩杨	监管谈话	2012/4/25	否	0
张星岩	3个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2011/11/28	否	0
马初进	3个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2011/11/28	否	0

续表

监管对象	监管措施	生效时间	受罚1年内 是否更换 保荐机构	受处罚后 的签字 项目
林辉	撤销保荐代表人资格	2011/11/24	—	—
周凌云	撤销保荐代表人资格	2011/11/24	—	—
李光增	出具警示函	2011/6/27	否	0
赵渊	出具警示函	2011/6/27	否	0
冒友华	出具警示函	2011/6/14	否	0
王韬	出具警示函	2011/6/14	是	1(初审中)
牛振松	出具警示函	2011/6/13	否	0
文富胜	出具警示函	2011/6/13	否	1(过会)
相文燕	出具警示函	2011/6/13	是	0
苏海燕	出具警示函	2011/6/13	否	1(过会)
谷建华	监管谈话	2011/4/8	否	1(预披露)
杜卫民	监管谈话	2011/4/8	否	1(已发行)
周凯	12个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2010/8/23	否	0
雷文龙	出具警示函	2010/8/9	否	1(过会)
张逸	出具警示函	2010/8/9	否	1(预披露)
杨光	监管谈话	2010/6/9	否	1(已发行)
付竹	监管谈话	2010/6/9	否	2(已发行)
刘旭阳	监管谈话、出具警示函、12个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2010/6/4	否	2(反馈中)
廉彦	监管谈话、出具警示函、12个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2010/6/4	否	1(过会)
林霖	撤销保荐代表人资格	2009/9/29	—	—
王志妮	撤销保荐代表人资格	2009/9/29	—	—
张庆升	12个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2009/9/29	否	1(已过会)
许刚	谈话提醒	2008/8/27	否	4(已发行) 1(初审)
都晨辉	谈话提醒	2008/8/27	否	0
余银华	谈话提醒	2008/8/27	是	2(已发行)

续表

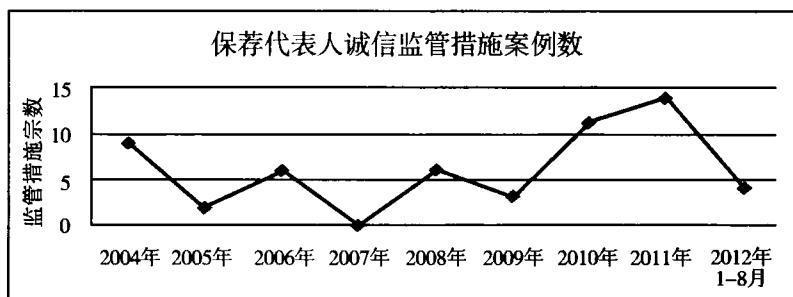
监管对象	监管措施	生效时间	受罚1年内是否更换保荐机构	受处罚后的签字项目
郭晓光	谈话提醒	2008/8/27	是	2(已发行) 1(过会)
刘晓山	3个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2008/6/27	是	1(已发行)
雷茂	3个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2008/6/27	是	1(已发行)
黄崇春	6个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2006/12/9	否	1(初审中)
唐劲松	6个月内不受理保荐代表人负责的推荐	2006/12/9	否	1(已发行) 1(初审中)
刘灏	谈话提醒	2006/11/27	是	1(已发行)
邱小兵	监管谈话	2006/11/13	是	4(已发行)
王建辉	谈话提醒	2006/11/10	是	1(已发行) 1(初审中)
程建新	谈话提醒	2006/11/10	否	3(已发行)
郑华峰	谈话提醒	2005/1/24	否	4(已发行) 1(反馈中)
谢继军	谈话提醒	2005/1/24	否	2(已发行)
郁浩	谈话提醒	2004/12/30	否	3(已发行)
江岚	谈话提醒	2004/12/30	否	1(已发行)
任俊杰	谈话提醒	2004/11/8	是	1(预披露)
税昊峰	监管谈话	2004/11/8	否	4(已发行)
张俊杰	监管谈话	2004/11/2	是	5(已发行)
汪洋	谈话提醒	2004/10/21	否	1(已发行) 1(已披露)
沈坚	谈话提醒	2004/10/21	否	1(已发行) 1(初审中)
杨虎进	谈话提醒	2004/6/25	否	0
陈永阳	谈话提醒	2004/6/25	否	1(已发行) 1(反馈中)

通过对上表的分析可以看出,在这51名被处罚的保荐代表人中,有21%在受罚1年内更换了保荐机构。虽然相对于保荐代表人的高流动

性而言,21%的比例并不突出,但这些保荐代表人都是在受罚不久更换工作单位,并且其中73%是更换到了业绩排名更靠后的保荐机构,这说明处罚事件对其还是造成了一定的影响。虽然70%的保荐代表人仍在原保荐机构,但也不排除部分是因为处罚导致其“身价受损”而对其“向上流动”形成了限制。从受罚后的签字项目数量来看,由于每一个保荐代表人注册的时间不同,很难有一个合理的平均签字数量作参考,只能进行个别分析。假设将目前处于申报过程中尚未过会的IPO承销项目计数为0.5,2004年受罚的9名保代中,在受罚迄今8年左右的时间内,最高有完成5个承销项目的,也有迄今为止没有签字项目的,平均签字项目个数为2个,受罚的9名保代中,除有3人签字项目个数在3个以上,其余6名签字项目个数在1.5以内,说明处罚之后其后续的职业发展步伐较慢。2005年受罚的2名保代中,平均签字项目数量为3.25,其后续的职业发展并未因处罚事件受停滞。2006年受罚的6名保代中,在受罚迄今的6年左右的时间内,最高有完成4个承销项目的,最低有完成0.5个承销项目的,平均签字项目个数为1.9个,除有2人签字项目个数在3个以上,其余4名签字项目个数在1.5以内。2008年受罚的6名保代中,在受罚迄今的4年左右的时间内,最高有完成4.5个承销项目的,也有迄今为止没有签字项目的,平均签字项目个数为1.9个,有3人签字项目个数在2个以上,剩余3名签字项目个数在1个以内。2009~2010年受罚的10名保代中,有2名被撤销保代资格,其余8名保代的平均签字项目个数为0.9个。2011~2012年受罚的有18名保代,有2名被撤销保代资格,其余16名保代的平均签字项目个数为0.3个,由于处罚迄今的时间较短,而承销项目的周期较长,其后续职业发展是否受处罚事件影响尚需时间观察。从上述数据来看,处罚事件及相应的诚信公示对保荐代表人的职业发展还是具有一定影响的,从处罚跨期时间较长,样本量较多的2004年、2006年、2008年来看,有60%左右的受罚保代其后续职业发展受到了一定的冲击。

而从监管层对保荐代表人诚信监管的执法力度来看:如下图所示,2004~2009年监管层对保荐代表人采取监管措施的数量相对稳定,且出现一年高,一年低的情况,2009年创业板开板后,随着新股发行数量的大幅增加,2010年、2011年对保荐代表人的处罚数量也随之攀升,2011

年有14宗处罚案例。从所采取的监管措施的严重程度来看,2004年、2005年所采取监管措施均为谈话提醒、监管谈话,2006年、2008年开始出现“3~6个月内不受理保荐代表人负责的推荐”,2009年、2010年出现“12个月内不受理保荐代表人负责的推荐”,2011年不仅处罚的数量大增,而且采取的监管措施也更加严厉,对于“胜景山河”事件所涉及的两名保代甚至采取了“撤销保荐代表人资格”的惩罚,可见近年来对保荐代表人的诚信监管力度也日趋严格。



3. 投资银行诚信规范与市场监管中存在的问题

由前文的分析我们可以看到,近年来我国对投资银行诚信规范的监管体系和法规制度日趋完善,对保荐机构和保荐代表人诚信监管的执法力度也在不断加强。从对保荐机构和保荐代表人诚信监管实施效果的实证数据来看,保荐机构受到诚信监管处罚与投行业绩的变化并没有特别明显的关联关系,只有对受到多次处罚的保荐机构而言,业绩下滑的情形才比较明显;保荐代表人在受到诚信监管处罚后,60%左右的受罚保代其后续职业发展会受到一定的负面影响,这些也都说明虽然目前对投资银行的诚信监管与市场期望还有相当的差距,但在具体实施中还是取得了一定的效果。因此,对于保荐制下的投资银行监管而言,我们不应该否定已经取得的成绩,要将保荐制推倒重来,而要正视目前诚信监管中立法、执法层面存在的问题,以进一步完善对投资银行的诚信监管。

目前,对于投资银行诚信监管中比较突出的几个问题表现在:

1. 处罚力度较轻,未能形成有效的法律威慑力。从2004年迄今监管层所采取的监管措施来看,对于保荐代表人大部分采取的是谈话提

醒、出具警示函形式的处罚,少量是一定期限内不受理保荐代表人所负责的推荐,只有2名保代因“胜景山河”事件受到了最为严重的撤销保代资格的处罚。实际中由于证券承销项目的周期较长,3~6个月内不受理推荐项目,对于受罚保代来说并不能对其后续项目进展构成实质性的障碍。监管层对于保荐机构的处罚中也只有在2006年对财富证券开出了“3个月内不受理推荐”的罚单,其他也仅为谈话提醒、出具警示函形式的处罚。处罚的力度不足,对违法失信行为的震慑力不够,保荐机构、保荐代表人有失诚信的劣迹自然“络绎不绝”。与之形成鲜明对比的是香港证监会2012年4月对兆丰资本的处罚,因兆丰资本保荐的洪良国际造假上市,香港证监会吊销了兆丰资本的保荐人牌照并处以4200万港币的罚金,成为香港证监会有史以来最重的惩治。^⑧

2. 对于上市公司业绩变脸、抬高发行价等市场关注的焦点问题未能实行有效的诚信监督。目前,市场上频繁出现的新股上市不久便宣告业绩下滑,无不引起投资者对保荐机构“包装黑手”的批评、诟病,也极大损害了投资者对市场的信心。然而,2004年迄今监管层仅对保荐科冕木业的两名保荐代表人因发行人业绩下滑超过50%进行了处罚,不仅众多漏网之鱼未被追究责任,更有低于50%的红线处于诚信与法律的边缘地带而“侥幸”免责者,如比亚迪2011年营业利润同比下降49.04%,其保荐机构瑞银证券涉险过关。在保荐机构涉嫌与发行人共谋抬高发行价的问题上也同样招致了市场众多的批评,许多保荐机构在定价问题上并不珍惜自己的声誉和顾虑市场的评价,而对此也并无有效的法律监管对策。

3. 市场未能形成有效的声誉评价机制。在一个长期重复博弈的市场上,声誉是降低信息不对称和减少道德风险的重要机制。声誉机制要想发挥作用就需要市场对声誉有较高的溢价认可,并能迅速地识别和传递欺骗或失信行为,只有诚信行为得到较高的声誉溢价,失信行为要蒙受较大的声誉损失,才能激发投资银行等金融中介机构重视声誉、诚信经营。然而,从目前投资银行诚信规范的情况来看,被处罚者不乏行业

^⑧ “香港证监会开最高罚单 兆丰资本被罚4200万港元”,载《国际金融报》,http://www.zqjrw.com/News/2012423/home/032503389800.shtml,2012年4月23日最后访问。

内排名靠前甚至数一数二的保荐机构,失信成了普遍存在的共性问题,市场对声誉的评价比较“钝化”,诚信的污点并不会引起市场敏感的反应或带来多少利益的损失。

三、如何完善我国的投资银行诚信规范与市场监管

既然诚信成为各国监管机构越来越重视的一个证券市场监管目标,而目前我国的投资银行诚信规范又与市场的期望存在较大的差距,那么,我们又如何来强化对投资银行的诚信监管呢?本文拟从以下几方面谈谈对这个问题的思考:

(一) 严格执法,加大对违法失信行为的惩戒力度

投资银行是否选择诚信并非出自于道德的感召而是源于利益的考量,只有当违法失信行为所受到的惩戒足够大,远超过不诚信的投机行为所带来的收益,人们才会对诚信问题有足够的警醒和重视,市场才会从混乱走向规范。近年来监管层不断强调中介机构的归位尽责,出台了一系列强化保荐机构责任的政策法规,“问责”也将成为投资银行越来越重视的一个话题。而我们在强调严格执法的同时也要避免不适当地扩大和加重保荐机构的责任,使资本市场各个市场主体各负其责,只有责罚相当才能保证资本市场的健康发展。

(二) 确立信托责任,强化投资银行的诚信意识

信托责任源于英美法系,是英美公司法、金融法领域一项重要的法律原则。信托责任强调的是在委托人、受托人、受益人三方法律关系中,受托人所肩负的严格按照委托人的意愿,为受益人的利益最大化进行财产管理的责任。在对信托财产进行管理和分配的过程中,受托人不得使自己的利益与其责任相冲突,不得利用受托人的地位来牟取私利。可以说,信托责任的要点包含的是专业和道德,这是一个将道德融入法律之中的法律概念。在资本市场中,投资银行作为最重要的资本中介,只有按照信托原则担负起受托人的角色,才能在处理利益冲突时更好地维护客户和公众投资者的利益,增强人们对资本市场的信心。从法律上确立投资银行的信托责任,才能使其更好地履行忠实、诚信的信义义务,才能

避免法律条文滞后、漏洞所带来的灰色地带,投资银行的诚信意识才能得到强化。而投资银行只有将信托责任和诚信意识融入其执业行为之中,才能不被贪婪所左右,固守职业操守的底线,成为令人尊重的投行。

(三) 重视自律管理,以内在的自我约束来提升诚信

要对投资银行进行诚信规范,除了外在的法律威慑和监管外,行业内部的自律管理同样非常重要,自律与他律在规范诚信中是相辅相成的。自律体现的是一种自发的自我约束,不仅更能贴合执业过程中的各种实际情况,也更能发挥自我的主动性。行业内的自律管理包括以下几个层次:(1)投资银行的行业自律组织制定职业行为准则和职业道德规范要求以及对违法失信行为进行自律处分;(2)投资银行内部的合规管理、风险控制、内控监督等治理结构和规章制度,通过投资银行公司内部问责制度和责任追究机制来督促从业人员勤勉尽责;(3)强化对投资银行从业人员的职业道德教育和执业行为规范的培训,将诚信、勤勉贯穿到每一个从业人员的执业细节和工作过程之中,使诚信成为一种自我约束的标杆。

(四) 倡导诚信文化,在资本市场中注入伦理规范

从中国转型社会的大环境来看,资本市场的诚信度不高并不是一个独立事件,我们整个的社会经济体都陷入了一种缺乏诚信、道德滑坡的病态之中。原有的“仁义礼智信”传统儒家文化伦理秩序被颠覆后,并没有在全社会范围内真正确立起新的道德规范体系。经济和文化的不平衡发展,没有信仰的支撑,使得人们在追逐名利的过程中常常缺乏道德底线。正如美国政治哲学家亨廷顿所言,“单纯的经济增长会使社会的经济、文化失去平衡,突然急剧增长的财富在无任何力量制约平衡的条件下,会把一切变为金钱能够购买的东西:瓦解制度、破坏法律、收买权力,最终导致整个社会的可购买化、金本位化,使社会的结构趋于崩溃和混乱”。^⑨ 金融危机之后,各国都在反思如何避免资本的贪婪导致危机重演,很多学者提出要重视诚信的价值,提升金融部门的伦理文化,把

^⑨ 韦森:“市场经济会导致道德沦丧吗?”,载 <http://wsj.blshe.com/post/13688/730265>,2011年11月1日最后访问。

基督教伦理融入资本市场之中,而这同样值得我们反思和借鉴。因此,规范投资银行诚信还需要我们大力地倡导诚信的社会文化,在资本市场中宣扬和践行积极、正面的伦理价值和行为规范,在投资银行内形成一种重视诚信的职业伦理和企业文化。