

建设高质量投行系列报道②

# 保荐业务自律新规细化券商责权利边界 投行：利于优化业务重心 提高保荐质量

■本报记者 吕校宇

监管层面正着力加强券商投行业务执业专业标准建设。

6月17日,中国证券业协会(以下简称“中证协”)发布《证券公司首次公开发行股票并上市保荐业务工作底稿目录细则》和《注册制下保荐协议(示范文本)》(以下简称《保荐协议》)《证券业务示范实践第3号——保荐人尽职调查》(以下简称《尽职调查示范实践》)等三项自律规则。

投行内部人士对《证券日报》记者表示,三项自律规则的推出,有利于券商投行将工作重心逐渐转向结构优化调整,重点聚焦保荐业务质量,根据发行人情况和需求协商引导拟上市板块。

## 为判断券商是否尽责 提供行业标准与参照

中证协表示,随着注册制改革的深入,行业机构对业务标准、业务规范的需求在不断加大,希望树立一个“怎么做”“怎么做对”的标杆和示范。

“只有通过规则制度明确业务标准化动作,才能为券商投行在执业过程中落实及细化责任和义务,三项自律规则的推出,在为券商投行执业设置‘防火墙’的同时,也进行了一定程度的‘减负’。”北京市信信律师事务所首席合伙人李境博士对《证券日报》记者表示,具体来看,《尽职调查示范实践》对于合理信赖的相关安排,旨在明晰券商及各中介机构之间的权责,尤其在一些重大财务核查工作上,券商应承担核查验证与合理信赖的原则。同时,《保荐协议》明确了发行人第一责任人职责,也意在实现关键少数权利和义务的对等。

华东政法大学国际金融法律学院法学教授郑或对《证券日报》记者表示,在我国《证券法》演进过程中,中介机构的法律责任不断加重,逐渐建立起了以过错推定为基础的连带责任方式。这虽有助于压实券商在保荐项目过程中的责任,但基于中介机构本身调查能力、调查手段、专业范围等方面的局限性,也会跟证券市场运行逻辑产生冲突,显示出另一面。在此背景下,《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》于今年1月21日颁布后,对于过错推定中的“过错”进行了类型化的区分,区分了中介机构在执业过程中“特别注意义务”和“一般注意义务”的不同。

郑或同时表示,本次中证协发布的三项自律规则其实是在总结业界经验和监管要求的基础上,针对券商执业过程中这些注意义务具体表现的提炼和总结。其意义在于给未来判断券商是否充分履职尽责提供了一个行业上的标准和参照。但应该强调的是,

6月17日,中国证券业协会发布三项自律规则

- 《证券公司首次公开发行股票并上市保荐业务工作底稿目录细则》
- 《注册制下保荐协议(示范文本)》
- 《证券业务示范实践第3号——保荐人尽职调查》

业界认为,这有利于券商重点聚焦保荐业务质量,减少重复劳动

崔建岐/制图

这些指引的“减负”只是确保券商在行为准则上符合行业的惯例和要求,并不是形成券商的“有限责任”,如果券商违反证券法的要求,构成虚假陈述民事责任的认定要求,还是要承担连带责任,这点并无区别。

## 细化合理信赖标准 对券商指导性较强

《尽职调查示范实践》充分体现了合理信赖、重要性等理念,明确保荐人在履行五方面审慎核查义务、进行必要调查和复核的基础上,可以合理信赖发行人申请文件、证券发行募集文件中由会计师事务所、律师事务所等证券服务机构出具专业意见的内容。

“对于合理信赖的相关安排,充分考虑到券商压力较大的现实问题,初衷或因避免重复劳动。”西南地区某券商投行人员向《证券日报》记者介绍,当前,券商投行保荐工作很多时候仍需将保荐机构、会计师事务所和律师事务所等责任“一肩挑”,导致一旦出现问题,各参与中介机构的责任无法厘清。

上述投行人员进一步介绍,一方面,或由于部分券商保代或项目组组能力不够,甚至可能与发行人串通包装项目;另一方面,也可能因其他中介机构未尽尽职尽责,工作粗糙,亦有发行人故意隐瞒伪造,这些风险一般都需要券商判断,甚至承担责任。

该投行人员表示,上述规则或在一定程度上为券商“减负”,但具体还要看监管机构对于责任的认定和对规则的执行。

“各中介机构归位尽责是政策目

的。”资深投行人士王骥跃在接受《证券日报》记者采访时认为,原规则下,券商不能利用其他中介机构的工作成果,所有重要事项都得自己核一遍。新规则下,对券商利用其他中介机构的工作成果做了规范,在符合规范要求的情况下,可以合理信赖其他中介机构的意见。

华北地区某券商投行内部人士认为,《尽职调查示范实践》结合现有的与板块定位相关的规定和审核实践,总结了保荐人在核查发行人是否符合拟申报板块定位可以采取的核查方法,有利于多层次资本市场的健康发展。

华北地区某券商投行内部人士认为,合理信赖的相关安排,可以让券商更有精力根据发行人的具体情况和需求与发行人一起初步协商拟上市板块,并对发行人是否符合板块定位进行初步的尽职调查和判断。

## 券商责权利更明晰 关键少数权利义务对等

《保荐协议》明确,在以信息披露为核心的注册制下,压实保荐机构等中介机构看门人责任,提高中介机构执业质量,需要发行人及其控股股东、实际控制人、保荐机构,以及律师事务所、会计师事务所等其他中介机构对保荐业务中各方的权利、义务达成共识,明确责任边界。

“以往券商投行业务人员在参与IPO项目时,会遇到发行人控股股东、实际控制人不配合或沟通费劲的情况,有些关键少数为了公司顺利上市,会选择隐藏一些棘手问题或干脆不配合提供资料。”李境认为,

上述规则明确了第一责任人职责及券商和各中介机构的范围,将会更有利于发行人与服务机构之间的配合度提升。

前述投行内部人士坦言,“在实践中,确实有小部分发行人的控股股东、实际控制人因嫌麻烦或出于个人利益考虑,不愿意按券商提供的严苛方案操作;但多数关键少数还是比较配合的,尤其是在相关规则对他们的责任更加明确后,他们权衡利弊后还是愿意更加规范地操作。”

不过,在王骥跃看来,实践中,时常出现中介机构的责任远大于发行人及其控股股东、实际控制人的情况。此外,过错责任划分的问题,也存在客观困难,各中介机构之间的责任比例如何划分,暂时没有一个明确标准。上述规则的推出,或对此有所改变。

此外,《保荐协议》提到,考虑到注册制下已不强制要求保荐机构出具先行赔付承诺,示范文本在附件补充发行人控股股东、实际控制人作出先行赔付承诺的可选条款,引导保荐机构与发行人控股股东、实际控制人就先行赔付主体进行协商。

郑或认为,就每一位发行人而言,其自身对我国证券市场发展暴露的问题、监管的态度认识并不统一。部分发行人控股股东、实际控制人在项目上市准备过程中会对先行赔付的要求存在想法甚至抵触情形。而示范合同使得券商在保荐服务过程中,更容易向发行人及其控股股东、实际控制人解释证券法的要求。通过示范合同解释有关保荐要求和权利、义务分配不是券商个体的要求,而是全行业共同遵守的要求。

# 政策面进一步明确中介机构职责 夯实注册制改革基础

■本报记者 吴晓璐

6月17日,中国证券业协会发布《证券公司首次公开发行股票并上市保荐业务工作底稿目录细则》和《注册制下保荐协议(示范文本)》《证券业务示范实践第3号——保荐人尽职调查》三项自律规则,进一步健全保荐机构执业专业标准,促进提升专业能力和执业质量。

北京大学法学院教授郭雳接受《证券日报》记者采访时表示,投行是资本市场健康发展的重要推动力量。恰当高效的保荐服务,体现在尽职调查、问题解决、文本准备等诸多细节当中,这不仅有助于将发行人信息真实准确地披露给投资者,也是事后证明自身勤勉尽责的重要依据。从监管和自律角度对保荐业务工作底稿等加强规范,可以使证券公司的服务水平进一步提升,有效回应市场需求以及更高水平开放条件下的全球化竞争。

## 细化完善投行执业标准 促使中介机构归位尽责

随着注册制改革的稳步推进,中介机构“看门人”作用凸显,通过市场化、法治化手段促使其归位尽责是推

进全市场注册制改革的关键之一。

今年以来,证券监管部门持续完善和细化中介机构执业规则,提升专业水平和执业能力。1月28日,证监会发布了《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》;5月27日,证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》,进一步提高保荐机构尽职调查工作质量,完善保荐业务工作底稿制度;5月31日,证监会、司法部、财政部联合发布《关于加强注册制下中介机构廉洁从业监管的意见》。

另外,1月21日,最高人民法院发布了《最高人民法院关于审理证券民事赔偿案件适用法律若干问题的解释(二)》(以下简称《司法解释》),明确了中介机构的“审慎核查”与“合理信赖”原则,促进各中介机构归位尽责。中证协表示,今年以来围绕贯彻落实《司法解释》等政策法规,协会组织行业专家配套制定了6个方面的业务标准和业务规范。除了上述三项自律规则,还有《证券公司保荐业务规则》《公司债券承销业务规范》以及《证券公司重大资产重组法律顾问业务执业质量评价办法》等。

“投行执业规则的细化和完善是投行业务的规范化、标准化和专业化

需求。”南开大学金融发展研究院院长田利辉在接受《证券日报》记者采访时表示,在资本市场法治化和市场化不断推进的大背景下,券商投行等证券服务机构的市场主体地位日益突出,作用日益重要,亟须更为规范地开展运作。投行执业规则的切实完善和有效执行是我国资本市场高质量发展的重要基石之一。

此外,5月27日,证监会还印发了《证券公司投资银行类业务内部控制现场检查指引》,明确五种应当开展检查的情形,以强化现场检查为着力点,督促证券公司更好地发挥投行内控机制的监督制衡作用。

某券商投行人士对《证券日报》记者表示,今年以来,监管主要是从廉洁从业、细化执业标准等方面进一步防范道德风险,提高投行执业质量,督促中介机构把好“入口关”,从源头提高上市公司质量。

“投行是一种严重依赖人的工作。强化券商内控,有利于防范道德风险。细化执业标准,将进一步提高投行执业质量。与此同时,监管进一步明确市场各方责任,以免中介机构‘步步惊心’,稍不注意就可能受到处罚。此外,保荐协议明确了保荐机构合理信赖的一般原则,也减轻了投行

人士进一步解释。

## 不断优化投行执业规则 保障注册制改革行稳致远

根据今年1月份召开的中国证券业协会投资银行委员会2022年全体会议信息,针对投行业务,后续中证协还将出台《证券公司投行业务质量评价办法》等规则。

田利辉表示,在推进注册制改革的过程中,亟须优化和完善投行执业规则,亟须提升投行执业的规范和能力。在未来投行执业方面,不仅要制定规则,更要有效执行规则,形成敬畏、勤业和专业的投行文化。未来,要进一步强调“零容忍”和严监管,对于违反规则的行为予以严惩。

郭雳表示,随着注册制改革的深入推进,投行要持续强化责任意识,落实监管规范,提高治理水平,积极发现和促进投融资两端的现实需求,切实发挥好资本市场“看门人”的作用。

上述投行人士表示,在注册制改革的大背景下,发行人以及各中介机构各司其职,归位尽责,共同把好“入口关”,提高上市公司质量。而其中的关键还在于人。所以,从制度设计层面,促进优秀人才聚集,同时形成有效激励和约束,保障注册制改革行稳致远。

# 美联储鹰派措辞显控通胀决心 下个月加息75个基点可能性加大

■本报记者 刘琪 见习记者 韩昱

在宣布加息75个基点两天后,当地时间6月17日,美联储发布半年度货币政策报告(以下简称《报告》)称,美联储货币政策委员会意识到,高通胀给人们带来了巨大的困难,特别是对那些最没有能力满足更高的必需品成本的人。委员会对恢复价格稳定的承诺是“无条件”的,这对于维持一个强大的劳动力市场是必要的。

光大银行金融市场部宏观研究员周茂华在接受《证券日报》记者采访时表示,此次美联储发布半年度货币政策报告比较罕见地采用了“无条件”这一表述,措辞鹰派,释放了美联储货币政策委员会坚定控通胀的决心。此外,保持物价稳定则是美联储政策调控的另一核心目标。

针对上半年的美国经济形势,《报告》提出,今年上半年,通货膨胀仍然远远高于联邦公开市场委员会(FOMC)2%的长期目标,一些通胀指标上升到40多年来的最高水平。这些价格压力反映了供需不平衡,能源和食品价格上涨,以及更广泛的价格压力。在劳动力市场上,需求仍然强劲,而供应仅有小幅增长。因此,失业率明显低于FOMC参与者对其长期正常水平的估计中值。

在货币政策方面,美联储表示,“为了应对持续的巨大通胀压力和紧缩的劳动力市场,美联储货币政策委员会自去年秋天以来一直在调整其政策和沟通。委员会缩减了证券的净购买量,并开始比预期更快地减少这些证券持有量,同时也开始迅速提高利率。对利率和资产负债表的调整在坚定货币政策立场以支持委员会的最大就业和价格稳定目标方面发挥了作用。”

美联储在今年3月份、5月份和6月份的货币政策会议上分别加息25个、50个和75个基点,目前联邦基准利率目标区间已上调至1.5%至1.75%之间。而且,美联储在3月份结束资产购买计划,并从6月份开始缩表。

对于后续的加息幅度,美联储主席鲍威尔在6月份议息会议后的新闻发布会上表示,通胀压力使得美联储选择6月份加息75个基点。但是加息75个基点的举措不会成为常态,美联储下次利率决议将在加息50个基点和75个基点之间选择。

不过,有美联储的官员支持下个月继续以75个基点的幅度加息。明尼阿波利斯联储主席尼尔·卡什卡利6月17日表示,支持美联储6月份加息75个基点,并可能支持7月份再采取这样的行动,即继续加息75个基点。同时,他认为,7月份会议之后的“审慎策略”可能是继续加息50个基点,直到通胀率顺利降至2%。

东北证券首席宏观分析师沈新凤对《证券日报》记者表示,因为通胀预期持续上涨,美联储需要采取激进手段为后续操作留出空间。在目前劳动力市场紧张,通胀压力显著背景下进行激进加息是合理的,而后期随着通胀缓慢回落以及美国经济增速放缓风险持续影响,下半年美联储加息的速度与单次会议加息幅度或将逐渐降低。

周茂华认为,从近期美联储政策会议释放的信息来看,年内剩下四次会议仍需要加息175个基点。由于美国目前面临的通胀成因较为复杂,5月份数据显示美国通胀压力继续增大,美联储政策倾向于“靠前发力”,且目前美联储处于加息中段,7月份美联储加息75个基点的可能性正在加大。

国际瞭望

# 新东方直播带货“火出圈” 蹚出教培转型新模式?

■本报记者 李春莲 见习记者 许林艳

过去一周,新东方直播带货平台——东方甄选持续“火出圈”。被东方甄选直播“圈粉”的人直呼,“躲过了薇娅、李佳琦,却躲不过董宇辉”。

资本市场上,新东方在线股价自6月1日开盘时的3.7港元/股,一路上涨至6月17日收盘时的25港元/股,12个交易日累计增长576%。截至6月19日下午18点,东方甄选抖音粉丝数已超1619万。从一家头部教培机构到直播带货的“顶流”,新东方“从绝望中寻找希望”仅用了半年时间。在业内看来,这并不是偶然。艾媒咨询集团CEO张毅向《证券日报》记者表示,我国直播电商市场方兴未艾、前景广阔,目前看新东方的转型非常成功。

## 从“不温不火”到“逆袭翻盘”

2021年12月28日,新东方发布了旗下直播带货平台东方甄选,并由公司创始人俞敏洪进行了首场农产品直播带货,正式开启直播带货转型。

事实上,彼时不少市场人士并不看好一家教培机构能够做好直播带货。今年上半年,东方甄选直播带货的成绩也一直不温不火,甚至可谓惨淡。

直到不久前的6月9日,新东方英语名师董宇辉在东方甄选直播间带货,以双语直播模式登顶当晚音播热搜第一名,实现“逆袭翻盘”。还引发网友评论,“人生30年没这么离谱过,在知识付费的直播间,我买了N袋大米”。

此后,东方甄选双语“带货+教学”的模式彻底火了。抖音平台数据显示,6月11日至6月17日的8场直播,东方甄选场均销售额达到了2963万元。天天证券分析师认为,目前抖音头部电商平台中东方甄选差异化标签,除竞争优势明显,有望获得平台更多支持,坐稳抖音电商直播龙头。

“此前新东方的直播方式与传统直播带货别无二致。”网经社电子商务研究中心生活服务电商分析师陈礼腾向《证券日报》记者表示,但如今,新东方通过文化知识的输出创新了直播带货形式,让大家耳目一新。

## 背靠主播矩阵自建供应链

也许是受到了快速圈粉鼓舞,近

日有消息称,东方甄选正在尝试自建供应链,未来将大力发展“东方甄选”自营产品。

事实上,头部直播电商都在尝试自建供应链,一方面是降低成本,另一方面则是为了可从源头保证产品质量。

张毅认为,“自建供应链的基础是企业必须要有良好的主播矩阵。”目前看,新东方的主播团队已获得了很多粉丝认可。团队中除了董宇辉, YoYo、顿顿等主播也都各有特色,分别得到众多粉丝追捧。

陈礼腾也认为,虽然用户最终看的还是产品本身竞争力,但在此前提下,如果东方甄选可以长期、持续创新直播内容,则将形成鲜明标签,这种模式将是可持续的。但其对主播要求高,可复制性不强。

易观分析品牌零售行业分析师魏建辉向《证券日报》记者表示,总的来说,直播带货趋势靠流量,长期稳健发展靠供应链,核心在于选品和供应链管理能力的不断提升。

## 其他机构恐难复制

东方甄选爆火后,一些A股投资者甚至敦促有关上市公司与东方甄选建立合作,也有上市公司宣布与东方甄选合作。一些教育行业上市公司还被投资者“支招”,应学习新东方直播带货模式。

事实上,“双减”政策发布近一年来,教培机构如何转型仍备受市场关注。那么,新东方是否为正在转型中的教培机构蹚出了一条路?

对此,章和投资董事长高国垵向《证券日报》记者表示,大多教培机构很难像新东方一样依靠直播带货转型成功。事实上,目前可选的直播带货产品门类已越来越少。

“从教培跨界到直播带货,新东方走出了一条不同寻常的、属于自己的路。东方甄选的并不是‘昙花一现’,甚至在一定程度上提升了直播带货的准入门槛,对主播的文化素质与道德修养提出了更高要求。”中国青年剧作家、导演向凯在接受《证券日报》记者采访时说道。

向凯介绍,半年来,俞敏洪和东方甄选团队一直在不断变化,其直播带货不仅取消了传统的坑位费模式,佣金也普遍低于其他头部主播。这也是东方甄选取得好成绩的重要原因之一。