

保荐人行使保荐合同解除权 合理性的认定

——某集团公司诉某证券公司证券

上市保荐合同纠纷案评析

朱颖琦* 李 鹏** 梁文依***

摘要:全面注册制下保荐人的“看门人”职责不断被压实。保荐合同中经常出现的“不再推荐条款”为约定解除权条款,保荐人有权在合适情况下解除保荐合同、终止保荐。保荐人终止保荐影响重大,故应结合发行人在重大财务指标、重大诉讼和公司治理等方面是否存在重大不利变化,判断保荐人解除保荐合同、终止保荐是否合理。本文以全国首例保荐人终止保荐、公司退市案例为切入点,对“不再推荐条款”性质、保荐人行使保荐合同解除权合理性进行探讨。

关键词:保荐合同 终止保荐 财务指标 重大诉讼 公司治理

* 上海金融法院综合审判一庭庭长、三级高级法官。

** 上海金融法院综合审判一庭三级高级法官。

*** 上海金融法院实习法官助理。

一、案情及裁判理由介绍

自2019年5月起,原告某集团公司因连续两年经审计的净资产为负等原因,被深圳证券交易所(以下简称深交所)暂停上市。2016年6月,某集团公司破产重整计划执行完毕。同月,某集团公司(甲方)与被告某证券公司(乙方)签订了《关于推荐恢复上市、委托股票转让持续督导之协议书》(以下简称《协议书》),约定由某证券公司担任某集团公司恢复上市的保荐人。《协议书》第一部分第三章“乙方义务”约定:“为甲方提供与股票恢复上市有关的政策、法律、财务等方面的咨询。根据相关法律、法规和规范性文件的规定,履行持续督导义务,持续督导甲方依法规范运作。持续督导期为甲方恢复上市后公司股票恢复上市之日起计算,包括证券恢复上市当年剩余时间及其后一个完整会计年度的期间……在推荐甲方恢复上市过程中,如果乙方经合适的审核程序,有充分理由认为甲方不具备恢复上市的条件,乙方可以不再推荐甲方恢复上市。”(以下简称“不再推荐条款”),第七章“违约责任”第二部分为委托股票转让持续督导的相关约定。2022年1月,某证券公司向深交所发送请示,表明自其协助某集团公司上市以来,该公司的基本情况发生重大变化,基于此,某证券公司认定某集团公司已不具备恢复上市的条件,拟申请终止对其恢复上市事项的保荐。2022年2月,某证券公司向某集团公司发送《通知函》,表明:由于某集团公司2020年、2021年连续两年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为负值(以下简称归母扣非净利润),陷入重大诉讼,存在众多不确定风险,且某集团公司股东之间存在矛盾,故某证券公司不再为某集团公司恢复上市提供推荐服务,并解除《协议书》中“推荐恢复上市”的有关约定。之后,某集团公司收到深交所的决定,载明因某证券公司不再为某集团公司提供保荐服务,故某集团公司不符合恢复上市的规定,决定不同意某集团公司股票恢复上市的申请。某证券公司申请复核,深交所于2022年6月作出《复核决定书》,表明:经讨论委员会认为,某集团公司自2019年经营活动产生的现金流量净额持续为负;

2015年以来仅2019年归母扣非净利润为正,且当年净资产主要因股东捐赠及债务豁免扭负为正;某集团公司因涉诉承担的赔偿金额高达15.94亿元,可能对其持续经营能力构成重大不利影响;案外人曹某等人与某集团公司间的矛盾尚未解除,某集团公司存在阻碍股东投票的行为,某集团公司治理结构及内控健全性存疑;深交所作出不同意恢复上市的决定并无不当,某集团公司称其符合恢复上市标准与事实不符。某集团公司遂向法院提起诉讼,请求判令:(1)确认某证券公司解除合同的通知书不发生法律效力;(2)确认因某证券公司根本违约导致合同目的无法实现而解除合同;(3)某证券公司返还已支付的保荐费300万元。

审理中,法院还查明:某集团公司2020年度及2021年度的归母扣非净利润分别约为负1600万元及负6亿元。2023年1月,另案判决某集团公司在对外担保中,因法定代表人选任及公章管理不善,存在过错,需承担赔偿责任约8亿余元。某集团公司控股股东(占比20%)与重整引入股东曹某等(总占比18.1%)存在矛盾,无法形成有效的股东会决议以及董事会决议。具体表现为:2021年12月,股东曹某向法院申请保全控股股东持有的5.56%的某集团公司股份;2022年5月,法院判决撤销某集团公司2021年第三次临时股东大会决议,理由为某集团公司无合理理由阻碍股东曹某等一致行动人表决权的行使。

该案争议焦点如下:(1)“不再推荐条款”是否赋予某证券公司约定解除权;(2)如果某证券公司享有约定解除权,某证券公司是否合理地行使解除权。就焦点一“不再推荐条款”是否赋予某证券公司约定解除权,法院认为,《协议书》第一部分的权利、义务均围绕推荐恢复上市这一目的而设立。其中,咨询义务是推荐恢复上市阶段的从给付义务,持续督导义务是恢复上市后的给付义务,均非独立存在。如果“不再推荐条款”被履行,《协议书》第一部分的权利、义务实质上发生终止的效果,故“不再推荐条款”赋予了某证券公司解除合同第一部分的权力。同时,上市保荐合同本质是委托合同,《民法典》第933条赋予了合同双方任意解除权。在合理情况下,某证券公司作为保荐人,有权解除合同。就焦点二某证券公司行使解除权是否合理,法院认为,根据《证券发行上市保荐业务管理办法》(2020年)第17条、第22条、第27

条、第 56 条等规定,保荐机构在推荐上市阶段应当对发行人进行全面调查,充分了解发行人的经营状况及其面临的风险和问题;应当对发行人申请文件相关内容保持职业怀疑、运用职业判断进行分析,对重大异常、前后重大矛盾的情况进行调查、复核;在提交发行保荐书后,应当配合中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)的审核;在证券发行前,发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不配合保荐机构履行保荐职责的,应当发表保留意见,情节严重的,应当不予保荐,已保荐的应当撤销保荐。据此,保荐人的全面尽职调查职责和义务不仅限于保荐之前,在提交保荐书后深交所审核、股票恢复上市期间,保荐人亦有相应义务,并且应当根据股票恢复上市需要同时具备的必要条件,在上市公司发生重大变化时,及时调整保荐意见,重新作出保荐与否的判断。某证券公司给某集团公司发送解约《通知函》之前,某集团公司已经出现了归母扣非净利润为负且持续亏损、持续经营能力存在较大不确定性、诉讼存在重大不确定性,以及股东之间不和将对公司经营存在较大不利影响等情况,明显违反了《深圳证券交易所股票上市规则》(2018 年 11 月修订)第 14.2.1 条的规定。即使要求某证券公司继续履行保荐合同项下的义务,某集团公司也难以恢复上市,故某证券公司行使解除权合理。基于此,法院判决驳回某集团公司的全部诉讼请求。

二、“不再推荐条款”的性质认定

“不再推荐条款”是上市保荐合同中的常见条款。该条款通常约定“在推荐上市(或恢复上市)过程中,如果保荐机构经合适的审核程序,有充分理由认为不具备上市(或恢复上市)的条件,可以不再推荐恢复上市”。从表面文义解释角度而言,“不再推荐条款”未明确解除的意思表示,但是结合保荐行业的行业规则,从合同目的解释等角度而言,该条款实质上具有赋予保荐人解除保荐合同权利的意思。

(一) 保荐人的职责

保荐制度起源于英国。我国于 2004 年首次在《证券发行上市保荐

制度暂行办法》中建立该项制度,并于2006年将证券发行上市保荐制度正式纳入《证券法》。保荐制度设立的初衷,是为证券出售人的发行行为背书,承担“证券市场看门人”的职责。随着我国证券发行从核准制转向全面注册制,证券监管部门不断压实保荐人作为“看门人”的职责。保荐人的特殊定位对规范证券发行、交易行为、保护投资者利益的作用越发重要。正如学者所言,“看门人以保护证券市场秩序之使命,承担着核验信息披露之义务,对于缓解信息不对称、降低交易成本,深有裨益”^{〔1〕}。

保荐含有保证和推荐两层含义,保荐人兼具证券发行人的推荐人与担保人的身份,承担法定的推荐责任和连带担保责任,从而构建了对发行人的持续性监督机制。^{〔2〕}保荐人应当根据法律、行政法规和中国证监会、证券交易所、中国证券业协会的相关规定,尽职推荐发行人证券发行上市,持续督导发行人履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务。具体而言,保荐人履行保荐职责的主要依据是《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)以及证券交易所的股票上市规则。根据上述规定,保荐人的职责覆盖证券公开发行事前、事中、事后各个流程。发行前保荐人应当尽职推荐,发行后保荐人应当持续督导。在发行人首次公开发行股票前,保荐机构还负有辅导的职责,对发行人的董事、监事、高级管理人员等人员进行系统的法规知识、证券市场知识培训,知悉信息披露和履行承诺等方面的责任和义务,树立诚信、自律和法治意识。^{〔3〕}完成辅导、辅导验收后,保荐人确认发行人符合相关规定后,保荐人方可出具保荐文件^{〔4〕}。在确认发行人是否符合相关发

〔1〕 甘培忠、孔令君:《论IPO注册制改革背景下中介机构作用之强化》,载《法律适用》2015年第8期。

〔2〕 孙晋主编:《商法学》,武汉大学出版社2016年版,第292页。

〔3〕 参见《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)第18条。

〔4〕 《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)第25条规定,应当就9项具体内容作出承诺,包括有充分理由相信发行人符合上市规定、发行人的申请文件和信息披露资料没有虚假陈述、发行人及其董事在申请文件和信息披露资料表达意见依据的充分合理、申请文件和信息披露资料与证券服务机构意见之间没有实质性差异等,保证保荐人对申请文件和信息披露资料进行了尽职调查、审慎核查,保证保荐书不存在虚假陈述,保证对发行人提供的专业符合和出具的专业意见符合规定等。

行规定过程中,保荐人应当对发行人进行全面调查,充分了解发行人的经营状况和面临的风险及问题,对证券服务机构出具的专业意见内容,可以合理信赖,对相关内容应当保持职业怀疑、运用职业判断进行分析,存在重大异常、前后重大矛盾,或者与保荐人获得的信息存在重大差异的,保荐人应当进行调查、复核。^{〔5〕}在保荐人提交发行保荐书、上市保荐书后,还应当配合监管部门的审核和注册工作,承担答复、尽职调查或核查、接受问询等工作。^{〔6〕}发行人证券发行上市后,保荐工作进入持续督导阶段,保荐人的主要职责是督导发行人持续规范运作。^{〔7〕}

(二) 合同目的解释:保荐人享有约定解除权

合同法以合同严守为原则,强调合同的法律约束力,要求当事人依约履行合同债务,不得擅自变更或解除合同。但是合同有效成立后,有时会因主观或客观情况的变化,而使合同履行成为不必要或者不可能,使当事人一方或双方的合同目的无法实现,如仍固守合同约束力,不仅于一方或双方当事人没有好处,于社会整体利益也没有任何增益。因而,通过法律手段让合同提前终了,并处理善后事宜,诚属必要。^{〔8〕}具体到约定解除条款中,如果某一条款无法以文义解释方法解读出约定解除的意思表示,而因情况变化当事人一方或双方的合同目的落空,此时没有必要让当事人仍处于合同的“法锁”之下,应当认定该条款赋予了当事人约定解除权。

在保荐合同中,推荐发行人成功上市是合同主要目的,但这一目的的实现必须在合法合规的框架下运作。保荐制度的根本目的是防止发行人的欺诈行为,保护投资者权益不受违法信息披露行为的损害。在本文所举的案例当中,从2020年保荐人向深交所提交保荐文件后的2年内,发行人出现了净利润负值、重大负债和股东矛盾三大问题,发行人恢复上市成为不可能,深交所后续出具的调查函也证实了这一点。保荐人虽然有辅导、推荐上市人恢复上市的义务,但前述三大问题并非

〔5〕 参见《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)第17条、第22条等。

〔6〕 参见《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)第27条。

〔7〕 参见《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)第28条。

〔8〕 参见韩世远:《合同法总论》(第4版),法律出版社2018年版,第648页。

保荐人的业务范围,也非保荐人专业能力所能解决的事项。如果固守合同的约束力,要求保荐人继续履行保荐职责,则对保荐人的业务发展极为不利。一方面,在恢复上市已不具有现实可能性的情况下,要求保荐人花费大量人力、物力在发行人项目上,只会徒增保荐人的经营成本。另一方面,否定保荐人在情况变化下不再推荐的约定解除权,等于变相要求保荐人无视发行人的真实情况,持续为发行人作背书,“挟持”保荐人成为证券市场的“造假者帮凶”,这显然有违保荐制度的目的。对此,《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)第6条第2款也明确规定“保荐人应当恪守独立履行职责的原则,不因迎合发行人或者满足发行人的不当要求而丧失客观、公正的立场,不得唆使、协助或者参与发行人及证券服务机构等实施非法的或具有欺诈性的行为”。

综上所述,证券保荐贯穿于证券上市的全过程,保荐人需要遵循审慎经营、勤勉尽责、诚实守信的原则。发行人上市并非一蹴而就,上市审核是有周期的,在审核期间,发行人处于动态变化的状态。保荐人根据发行人的动态变化,调整保荐意见,情况严重时,根据“不再推荐条款”作出拒绝保荐的决定并解除合同,既是法律赋予保荐人的权利,也是保荐制度“看门人”机制核心功能的要求。

(三) 误区避免:任意解除权之限制

保荐合同本质上属于委托合同,发行人为委托人,保荐人为受托人,受托内容为保荐人代理发行人从事招股说明书在内的证券发行申请业务。^{〔9〕}由于保荐合同这一非典型合同具有委托合同的特征。实务上,有法院根据《民法典》第933条的规定,直接认定合同双方有任意解除权。^{〔10〕}然而,基于保荐制度和有偿合同的特点,保荐制度下的解除权需要受到限制。

首先,证券上市保荐合同并非普通的委托合同,保荐人一旦撤销保荐、解除保荐合同,上市公司将不符合上市、恢复上市的条件之一,即应

〔9〕 参见王琦:《证券发行保荐人注意义务的履行标准》,载《行政与法》2023年第9期。

〔10〕 参见广东省广州市中级人民法院:广东金网达汽车股份有限公司与广州证券股份有限公司证券纠纷一审民事判决书,案号:(2017)粤01民初7号,2017年9月17日。

当由保荐人保荐,而面临退市的风险。退市除了关系发行人的重大利益之外,还关系投资人等诸多主体的合法利益。故不能仅从委托合同角度而言,直接简单认定保荐人享有随时解除合同的权利。《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)从保荐协议终止时间的限制、保荐人的更换等多方面作出了限定。例如,《证券发行上市保荐业务管理办法》(2023年修订)第41条、第42条规定刊登证券发行募集文件前终止保荐协议的,保荐人和发行人应当分别向中国证监会、证券交易所报告,在刊登发行募集文件以后直至持续督导工作结束,保荐人和发行人不得终止保荐协议,但存在合理理由的情形除外。

其次,委托合同分为民事委托和商事委托。商事委托合同的常态是有偿合同、要式合同。商事委托人信任的是受托人的商誉和经营能力,有的受托人专为委托事项而成立公司来经营委托事务,有的为完成委托事务而改变自己的经营方向、经营领域,有的为完成委托事务要投入大量的人力和物力来开拓市场,联系客户。^[11] 委托人、受托人任何一方随时解除合同,都可能造成对方巨大的经济损失。保荐合同属于典型的商事委托合同,合同双方的任意解除权应当受限。

三、保荐人行使解除权合理性的认定

(一) 相关金融监管规定

就发行人上市、恢复上市,《证券法》作了原则性规定。^[12] 发行人证券发行的具体判断标准主要体现于证券交易所的相关规则中。我国

[11] 参见崔建远、龙俊:《委托合同的任意解除权及其限制——“上海盘起诉盘起工业案”判决的评释》,载《法学探究》2008年第6期。

[12] 《证券法》(2019年修订)第12条第1款规定:“公司首次公开发行新股,应当符合下列条件:(一)具备健全且运行良好的组织机构;(二)具有持续经营能力;(三)最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告;(四)发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪;(五)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。”第21条第2款规定:“按照国务院的规定,证券交易所等可以审核公开发行证券申请,判断发行人是否符合发行条件、信息披露要求,督促发行人完善信息披露内容。”

主板市场集中于深交所和上海证券交易所(以下简称上交所),沪深证券交易所主板市场在组织体系、上市标准、交易方式和监管结构方面基本别无二致,二者均对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求标准较高,上市企业多为大型成熟企业,具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。^[13]案涉保荐当时,《深圳证券交易所股票上市规则》(2018年11月修订)规定,股票被暂停上市后公司申请其股票恢复上市,应当由保荐人保荐。第14.2.1条列举了上市公司申请恢复上市的条件,包括了净利润、扣除非经常性损益后的净利润(以下简称扣非净利润)、期末净资产、营业收入、审计报告、持续经营能力、公司治理结构和内部控制制度、财务会计报告等方面。《上海证券交易所股票上市规则》(2018年11月修订)的规定与深交所的相关规定基本一致。可见,沪深证券交易所在主板恢复上市要求上的条件基本相同。2020年年底,《深圳证券交易所股票上市规则》(2020年修订)取消了暂停上市、恢复上市,而设置了终止上市、重新上市。根据修订后的规则,重新上市的发行人仍然需要保荐人推荐。保荐人的保荐在上市、恢复上市以及重新上市中均具有举足轻重的作用。关于重新上市的条件,修订后的规则规定发行人需要符合的条件之一是符合《证券法》、中国证监会规定的发行条件,亦即仍然包括公司治理结构、净利润等条件。故该案虽然涉及恢复上市保荐,但判决理由以及以下结合该案的相关讨论,同样适用于重新上市保荐。就保荐人的尽职调查范围,《保荐人尽职调查工作准则》(2022年修订),规定核查的内容均包括了业务技术调查、财务会计调查、公司治理调查,涉及销售情况、销售收入、营业成本、非经常性损益、或有负债、三会运作情况、内部控制环境等数十项指标。

本文所举的案例中,保荐人某证券公司基于3个因素行使了解除权,分别是某集团公司连续两年归母扣非净利润为负、公司违规对外担保产生巨大负债金额以及股东之间存在纠纷。基于前述三因素,某证券公司认定某集团公司不再具备持续经营能力,拒绝保荐。结合某集团公司的经营特点和相关法律法规,某证券公司行权具有合理性。

[13] 参见董安生主编:《证券法原理》,北京大学出版社2018年版,第7页。

(二) 归母扣非净利润对上市的影响

上市公司的年度财务报告由 4 个表格组成,分别是资产负债表、利润表、现金流量表和所有者权益变动表。上述报表共同反映了上市公司经营状况和盈利能力。利润表中有 3 项指标均与净利润相关,分别为:净利润、归属于上市公司的净利润和归母扣非净利润,3 项指标均带有“净利润”3 个字,而最能反映出上市公司持续经营能力的为归母扣非净利润。

归母扣非净利润牵扯到少数股东权益和非经常性损益两个概念。根据我国的会计准则,上市公司的年报包括母公司报表和合并报表。在会计术语中,集团公司是指母、子公司共同组成的合集,而非法律术语下的单个法人。对于非 100% 控股的子公司,有一部分权益和损益是归属于少数股东的,这部分数额并不属于母公司的股东拥有,所以剔除少数股东权益和损益后,就产生了归母的概念。而非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系,以及虽与正常经营业务相关,但由于其性质特殊和偶发性,影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力作出正常判断的各项交易和事项产生的损益。易言之,非经常性损益就是不经常发生的,但能够影响当期利润的项目。将少数股东权益和非经常性损益从净利润中扣除,就产生了归母扣非净利润的概念。上市公司的持续经营能力主要从其主营业务的利润来考察,因此归母扣非净利润是 3 项净利润指标中,最能反映公司经营状况的指标。如果上市公司的非经常性损益金额占比较大,则可能表明该公司的主营业务发展势力不足,不具备市场投资价值。

某集团公司 2020 年和 2021 年财报显示,非经常性损益分别约为 4800 万元及 3800 万元,扣非净利润分别约为 2100 万元和负 6200 万元,公司的归母扣非净利润分别约为负 2700 万元和负 1 亿元。可见,某集团公司的主营业务净利润和非主营业务净利润比例失衡严重,且 2020 年至 2021 年归母扣非净利润减值约 275%。公司在归母扣非净利润指标上的变动表明,某集团公司的主营业务盈利能力渐弱,公司无法依靠主营业务(小家电业务)产生持续性的净利润,不再具有持续经营能力。

在审理过程中,某集团公司主张存在净利润为负依旧成功上市的

案例,不能凭借自己相关财务指标为负认定为不具备恢复上市的资格。我国证券市场分为不同的板块,主要有主板和创业板。二者在定位、上市要求和投资门槛有明显区别。主板是我国证券市场的核心板块,主要服务于成熟、大型企业,因此主板市场对上市公司的财务状况、盈利能力和市场地位等方面要求较高。主板市场的股票通常具有较高的流动性和稳定性,这带来了主板市场较低的投资门槛,个人投资者开户后即可投资。创业板主要面向成长型、创新型企业。相较于主板,创业板对上市公司的财务要求相对较低,^[14]但对企业的创新能力、成长潜力和市场前景等方面有更高的要求。创业板市场的股票通常具有较高的风险和波动性,因此创业板有着更高的投资门槛。创业板市场的上市公司主营业务集中在生物医药、人工智能、先进制造等高新技术产业。^[15]这类企业的特点是前期投入巨大导致财报账面亏损,但产品上市后能持久实现高额利润。然而某集团公司主营业务是小家电,属于资金需求量极大的制造业,小家电行业作为传统制造业,不具有前述高新企业的特点。小家电产品本身结构简单,公司的研发推新力度、投资回报周期与高新企业有着天然不同,如果企业的当期投资成本无法在年度财报中回收,则意味着公司的投资落空,预期利润没有收回的可能性。同时,小家电产品壁垒低,且多集中在线上,渠道壁垒低,同质化竞争严重,因此小家电企业通常无法像高新企业那样,通过技术研发叠加技术壁垒,依靠专利许可费等手段持续盈利。

综上所述,基于某集团公司所处行业特点,归母扣非净利润是一项能较为真实反映其持续经营能力的指标,保荐人基于此,综合其他因素解除保荐合同,具有合理性。

[14] 《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(2023年8月修订)第2.1.2条规定:“发行人为境内企业且不存在表决权差异安排的,市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项:(一)最近两年净利润均为正,且累计净利润不低于5000万元;(二)预计市值不低于10亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元;(三)预计市值不低于50亿元,且最近一年营业收入不低于3亿元。”

[15] 参见深圳证券交易所:《关于未盈利企业在创业板上市相关事宜的通知》,载深圳证券交易所网, https://www.szse.cn/lawrules/rule/stock/audit/t20230217_598780.html, 2023年12月8日访问。

(三) 对外担保对上市的影响

上市公司因具有更加公开的财务状况、经营状况以及更雄厚的资本,被先天性认为是良好的担保者。担保行为作为企业间合法的融资保证行为,保障企业的利益并产生积极作用,但由于我国资本市场仍处于发展状态,部分公司内部治理结构不完善,近年上市公司因违规对外担保而频频爆雷。上市公司违规对外担保不仅会带来巨额负债,影响正常的经营管理。更严重的是,违规担保意味着公司高管规避了公司集体决议机制,暴露出公司重大缺陷和内部控制制度失灵,进而影响到公司持续经营能力。

目前衡量企业持续经营能力的最为认可的方法为“持续经营能力三因素理论”。该理论认为影响企业持续经营的关键因素为财务质地、经营质量和治理效能。三者相互影响、相互促进。财务质地是企业持续经营的直接动因,经营质量是内在基础,治理效能是内生动力。其中,治理效能应从股权模式、人力资本以及内部控制三角度分析。^[16]目前企业内部控制评价范围一般包括财务管理、投融资担保、销售、采购、人力资源、内部监督等方面,其中对外担保的内部控制属于重点关注的高风险领域,对于上市公司尤甚。

2017年6月某集团公司与广州某银行签订《差额补足协议》,约定某集团公司对25亿元的借款承担连带保证责任,该担保事项直至广州某银行发出《告知函》之前一直未被发现。经某集团公司内部核查,该担保事项没有在集体决议会议、公章使用记录中留痕,公司内部高管也均不知情。公司2020年、2021年连续两年内部控制评价报告显示,公司确定的非财务报告内部控制缺陷评价的定量标准为:重大缺陷是指损失或影响金额大于等于净资产的1%。某集团公司2020年年末的归母净资产为约8亿元,2021年年末的归母净资产为约1.5亿元。

[16] 参见方军雄:《公司治理视角下的企业持续经营研究》,复旦大学2004年博士学位论文;张梨:《重新上市背景下国机重装持续经营能力分析的提升路径研究》,重庆工商大学2018年硕士学位论文;颜梦婷:《上市公司非主动退市成因及影响研究——以主板上市公司ST博元退市为例》,哈尔滨商业大学2017年硕士学位论文;栾甫贵、赵爱玲、胡会林:《企业持续经营能力指数的构建及应用》,载《财会月刊》2021年第18期。

2022年1月一审判决某集团公司的赔偿范围为约15亿元,二审降低到约8亿余元。不论以哪个数额为准,这笔金额都远超净资产的1%,属于某集团公司确定的“重大缺陷”。根据2016年版的公司章程第47条的规定,某集团公司对外担保单笔担保额超过最近一期经审计净资产10%的担保,需经过股东大会的审议通过。2016年度报告显示公司的归母净资产约为3.39亿元,高达25亿元的对外担保远超第47条的比重。同时,公司章程第146条规定,公司对外担保事宜必须经由董事会和股东大会审议批准,未经董事会和股东大会批准,公司不得对外提供担保。董事会审议对外担保时,必须经出席董事会的2/3以上非关联董事审议同意。可见,某集团公司就对外担保制度在执行过程中失灵,内部控制制度的缺陷给公司的持续经营能力带来了负面评价,影响到保荐人的保荐意见。

(四) 股东间控制权争夺对上市的影响

公司治理结构是持续经营能力的重要判断指标之一。合理的公司治理结构通常表现为控制股东对公司具有稳定的控制权。控股股东很大程度上决定公司的未来经营方向以及公司董事、监事、高级管理人员的选拔。稳定的控制权意味着公司的经营方向稳定,董事、监事、高级管理人员执行方向不会出现偏离。在我国证券市场中,有因股东间存在控制权不稳定、股权结构复杂等,上市发行失败的案例,但同时也有上市公司在股东间存在矛盾的情况下仍持续经营。故股东间矛盾等公司治理结构中的问题,与公司不再具有持续经营能力之间并不存在直接的必然联系,还需要结合公司的其他因素进行综合判断,例如财务指标、重大诉讼。

在本文所举的案例中,某集团公司股东间的矛盾主要体现在两方面:第一,股东曹某向法院申请保全大股东某教育科技有限公司5.56%股权。第二,一致行动股东在2021年第三次临时股东大会中以网络方式投票,但未被计入投票结果。2022年2月,股东会决议因阻碍曹某等一致行动人行使表决权,被法院撤销。发生矛盾的股东为2020年6月破产重整期间引入的战略投资者,作为破产重整后拟恢复上市的企业,新投资人之间就公司的发展方向达成一致至关重要。然而,2020年年报和2021年前三季度报显示,某教育科技有限公司的加入未扭转公司的经

营困境。公司股东曹某与股东陈某等 5 人共同签订《一致行动协议》。在曹某、陈某等 6 名股东给公司出具的回函中,各股东表示《一致行动协议》的签署目的是帮助公司更好经营。上述种种事实显示某集团公司控制权不稳定,外化表现为公司财务指标不佳,外加公司因对外违规担保导致巨额负债,某证券公司得出某集团公司不再具有持续经营能力的判断,具有合理性。

四、结语

保荐人在保荐过程中兼具两种身份。一方面,保荐人应当根据与发行人之间的保荐合同约定提供推荐、督导服务,不能随意解除保荐合同。另一方面,根据证券市场监管规定,保荐人同时承担了证券市场“看门人”的法定职责。保荐人如果有充分理由认为发行人不具备证券发行条件,保荐人应当终止保荐,并有权依据保荐合同约定解除保荐合同。本文所举的案例的判决将有利于引导发行人规范运作、保荐人审慎保荐,促进资本市场健康发展。

(编辑:孙秀满 谢贵春)