

## 论证券监管中形式理性 与实质理性的抉择

——以拆分式资产重组为中心

彭运朋\*

**摘要:**证券监管存在形式理性与实质理性的冲突,突出反映在市场行为中法律形式与经济实质不尽一致的模糊地带。近期市场上有多起交易将本可以一步完成的发行股份购买资产拆分成两步,刻意在形式上分离认股方和资产出售方,其目的是规避重大资产重组监管和借壳上市监管,以及安排发行价折扣。强调实质理性的实质监管可作为对这些模糊地带进行监管的备选工具。然而,实质监管会显著降低证券法规则的明确性和交易行为的后果可预见性,而后者对于证券市场而言是极为重要的。证券监管应更注重形式监管的运用,尽量减少相对不确定的实质监管。特定交易方式合法与否的结论的明确性和可预见性在有的时候比该结论本身更加重要。

**关键词:**证券监管 形式理性 实质理性 资产重组 实质监管

---

\* 北京大学法学院博士研究生。

## 一、引论

世间万物皆有各自遵循的一套法则,但人们又常说世事如棋,意为世间事情总是变幻莫测。证券市场亦何尝不是如此。法律为证券市场运行确立了一套“游戏规则”,但市场主体在这套看似确定的规则下经常走出令人意想不到的“棋路”。例如,证券法规定上市公司向同一特定对象非公开发行新股,用以购买该特定对象的资产的,适用《上市公司重大资产重组管理办法》(2014年修订,下称《重组办法》),〔1〕但近期市场上多起交易中有关各方采取拆分式的交易安排,先由特定对象以现金认购上市公司的新股,再由上市公司向该特定对象的关联人购买资产,意欲在达到重大资产重组的效果的同时又规避《重组办法》的适用。而且,其中的关联人很可能是在交易意向达成后特意设立的,法律形式上分离,但经济实质上是同一的或存在重大关联的。〔2〕这种做法引发了一些市场争议,也给监管机构出了应按其法律形式还是按其经济实质对待的法律适用难题。其实这类“不走寻常路”的市场行为一直以来都并不少见。例如,证券法设计了一整套监管首次公开发行并上市的IPO规则,但市场却创造了由上市公司向控制权收购人购买拟上市资产的俗称“借壳上市”的变相IPO;证券法严格监管境内企业到境外间接上市,但市场主体却利用协议控制和VIE并表规则创造了到境外间接上市的新方式。〔3〕这些非常规的行为不属于法律明文规定的违法行为,甚至能找到形式上合法的条文依据(例如,借壳上市以

---

〔1〕 此次修订于2014年10月23日发布并实施。尽管本文讨论的绕行重大资产重组发端于此次修订公布实施前,后面介绍的三个案例依据的也是修订前的版本,但是本文涉及的多数条文在修订前后只有条款编号的变化,在内容上没有变化,相关讨论依然成立,因此直接使用修订后的版本,以方便于日后的后续讨论。对于少数与本文有关而又在内容上有变化的条款,我们再于涉及处特别说明。

〔2〕 具体见后文的案例详解。

〔3〕 除境外上市规制外,其他法律法规禁止或限制外资投资互联网等行业或并购国内企业也是这类交易产生的原因。具体参见刘燕:“企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象”,载《法商研究》2012年第5期。

及前述拆分式资产重组中的非公开发程序),但是在证券监管者眼中又似乎有违背立法本意或监管政策的嫌疑,属于较难处理的模糊地带。

尽管我们一般认为政府“法无授权不可为”,市场主体“法无禁止即可为”,<sup>[4]</sup>但如果据此就认为证券监管机构对前述未被法律明文禁止的模糊地带会一律采取不干预立场,那也显然失之粗疏。这是因为,法律在一些领域里有无对公权力的授权、对私权利的禁止也是存在模糊地带的,适用时往往存在很大的解释弹性,使“政府‘法无授权不可为’,市场主体‘法无禁止即可为’”这条规则并不像它看起来的那么简洁明了。法律适用遵循的是“三段论”,即把案件事实(大前提)与相关法律规范(小前提)结合起来,经由把事实归入法律规范的涵摄过程才能得出结论。<sup>[5]</sup>其中的涵摄并不仅是科学意义上的逻辑推论,“在很多情况下,即使满足了某个法律规范的事实构成,但法律适用者却不能立即采纳该规范的法律后果,而是要考察其他条件”。<sup>[6]</sup>这里的“其他条件”就包括了对法律规范的带有主观性的解释。借助这里的解释权,监管机构享有的监管授权是非常宽泛的,即便没有清晰匹配的条款可供沿用,仍可能在他们认为必要的时候根据他们的需要去解释有关的条款,进而实现对模糊地带的监管。方式有两种:一是利用证券法中的“规定的其他事项”、“其他……的行为”等兜底条款,认定有关行为在实质上属于这些条款所欲规制的范围。兜底条款没有规定具体的认定标准,因此监管机构能够在相当程度上自由掌握对市场行为的“实质”的认定。二是直接诉诸基本原则、立法目的、监管政策等,认定有关行为的实质与其形式不符,进而以“实质重于形式”为由否定行为人主张的法律形式,认定有关行为“以合法形式掩盖非法目

---

[4] 这句流传数百年的法谚自从去年由国务院总理引用后已成为简政放权的一面鲜明旗帜。参见李克强:“在国务院第二次廉政工作会议上的讲话”,载中华人民共和国中央人民政府门户网站, [http://www.gov.cn/guowuyuan/2014-02/24/content\\_2620261.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2014-02/24/content_2620261.htm), 2015年5月10日访问。

[5] 参见[德]伯恩·魏德士:《法理学》,丁小春、吴越译,北京法律出版社2003年版,第296~297页。

[6] 同上注,第289页。

的”、“形式上是……实质上是……”这一“简单而粗暴”的做法并非我们所独有。例如,美国 SEC 以及联邦最高法院对于何谓证券,就采取了实质重于形式的原则,不论行为人将产品叫委托合同、服务合同、买卖合同还是其他名称,只要其经济实质与证券内涵一致,就认定为属于证券法规制的证券,<sup>[7]</sup>甚至于合伙企业中的份额也有可能被认定为证券。<sup>[8]</sup>

上述监管方式都可归入实质监管的范畴。这不仅是因为监管者使用“形式上是……实质上是……”或其他类似的逻辑和语言表达,更在于它体现的是法律的实质理性。实质理性与形式理性的划分一般被认为来自于韦伯。在他关于四种法律类型的划分中,“形式”强调法律是自治的系统,得出法律适用结果的判断标准内在于法律制度之中,不考虑法律以外的因素。相应地,“实质”强调法律并非自治的系统,需要结合法外因素才能得以适用。<sup>[9]</sup>显然,证券监管机构不论是援用兜底条款还是认为“形式上是……实质上是……”都是在运用法律背后的立法目的、监管政策、经济状况等因素去评判有关行为,侧重的是实质理性而非形式理性。那么,证券监管机构是否应当对拆分式资产重组、借壳上市、协议控制等模糊地带采取前述实质监管?这里不仅要考虑一般意义上的政府与市场的关系,更要考虑证券法的个性的方面,个中利益平衡非常复杂,因而在实践中有很大的争议。我们显然不宜一概

---

[7] 在美国,任何投资合同只要符合金钱投资、共同事业、盈利目的、投资结果完全来自于他人努力这四个要件就属于证券。See *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U. S. 293, 299 (1945). 这个定义看似确定,实则极不确定,例如合伙企业份额是否属于证券也有很大争议。曾有学者统计截至 2000 年美国就有接近八百件案件、超过三百篇法学论文在讨论何为证券,但仍然没有完全确定的答案。See Theresa A. Gabaldon, *A Sense of a Security: An Empirical Study*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 25, 2000, pp. 307 - 348.

[8] See Douglas M. Fried, *General Partnership Interests as Securities Under the Federal Securities Laws: Substance Over Form*, *Fordham Law Review*, Vol. 54, 1985, pp. 303 - 326; Leslie J. Levinson, *General Partnership Interests and the Securities Act of 1933: Recent Judicial Developments*, *Ohio Northern University Law Review*, Vol. 10, 1983, pp. 463 - 472.

[9] See David M. Trubek, *Max Weber on Law and the Rise of Capitalism*, *Wisconsin Law Review*, No. 3, 1972, pp. 720 - 753.

肯定或一概否定实质监管,但问题在于,面对具体案件时如何把握其中的尺度?本文拟以“定向增发+资产收购”拆分式资产重组为例,对应如何判断有无必要对处于模糊地带的交易行为进行实质监管的问题进行一个初步的讨论,以与业界商榷。

## 二、拆分式资产重组的模式解构

### (一) 交易的一般过程

上市公司发行股份购买资产是《上市公司重大资产重组管理办法》(2014年修订,下称《重组办法》)中规定的最典型和最常见重大资产重组行为,<sup>[10]</sup>受到监管机构的严格监管。如图1所示,这类重大资产重组在传统上是交易结构非常简单的买卖交易:上市公司以非公开发行新股的方式支付对价(可能再支付小比例的现金),向资产出售方购买标的资产。然而如图2所示,近期市场出现多例刻意地将本来可以一步完成的一个交易拆分成两个交易的新模式:上市公司首先向认股方非公开发行股份募集资金,然后再以所募集资金从与认股方存在关联关系的人手中收购标的资产。

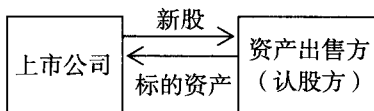


图1 发行股份购买资产的传统模式

[10] 例如,证监会截至2015年5月22日正在审核中的资产重组申请共有137件,其中130件都是发行股份购买资产。参见佚名:“上市公司并购重组行政许可审核情况公示”,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306207/201210/t20121015\\_215829.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306207/201210/t20121015_215829.htm),2015年5月23日访问。

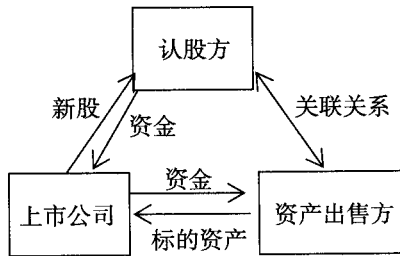


图2 发行股份购买资产的变通模式

从交易结果来说,上市公司在上述两种交易模式下都是以发行新股的方式购买了资产,即都实现了重大资产重组的效果。两个模式的差异在于,认股方和资产出售方在传统模式中是同一人,而在变通模式中则是两个在法律人格上相互独立的主体。然而,这种“独立”在很大程度上是法律形式上的分离,二者存在重大的关联关系,在经济实质上实为一体。例如,它们可能是母子公司、同属某个或某些投资者拥有的两个子公司、合伙人与合伙企业,甚至是有关各方在达成交易合意后专门为该次交易而新设立的项目公司,也即刻意地为了分离而分离。

(二) 三个案例<sup>[11]</sup>

1. 博盈投资案

博盈投资案一般被认为是以“定向增发+资产收购”的方式变相地进行重大资产重组的肇始之作。2012年11月5日,博盈投资发布非公开发行股份公告称,拟向天津恒丰以及其他五个公司以相同的单位价格共发行3.14亿股,筹资15亿元,其中:筹得的5亿元将用于收购天津盈桐持有的武汉梧桐100%股权,3亿元用于向武汉梧桐的海外全资子公司 Steyr Motors 增资。<sup>[12]</sup> 不过,认股方、资产出售方等相关主体之间存在一些关联关系,<sup>[13]</sup> 具体如图3所示:

[11] 本文涉及数十家公司,而这些公司的全称是什么并不会对理解本文有实质影响,因此本文全部直接使用公司简称,以使行文更简洁。另,博盈投资现已更名为斯太尔,后文的北京旅游已更名为北京文化。

[12] 参见博盈投资:“非公开发行股票预案”,载深圳证券交易所网站, <http://disclosure.szse.cn/finalpage/2012-11-05/61756933.PDF>, 2015年5月3日访问。

[13] 本文案例中关于相关主体股权关系、管理控制关系的数据来源于相关上市公司公告以及全国企业信用信息公示系统。

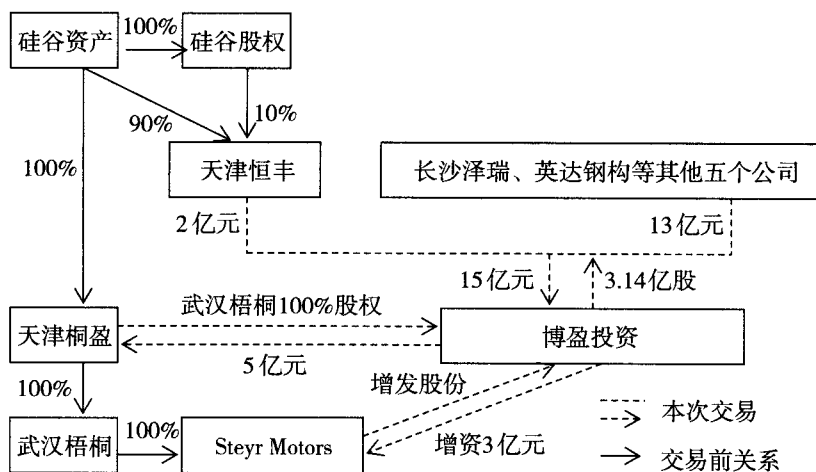


图3 博盈投资案交易结构图

博盈投资向天津恒丰增发了新股,募集了2亿元资金,同时又向与天津恒丰同属硅谷资产实际控制的天津桐盈购买了武汉梧桐的100%股权。从形式上看,认股人是天津恒丰,资产出售人是天津桐盈;但是天津恒丰是硅谷资产的全资子公司,天津桐盈的股权由硅谷资产、硅谷资产的全资子公司硅谷股权分别持有90%、10%,实质上也是硅谷资产的全资子公司。据此,此次交易在某种意义上来说相当于博盈投资向硅谷资产发行股份,用以购买硅谷资产手中的资产,起到了重大资产重组的效果。尽管博盈投资的发行预案一经公布就引发了关于这是非公开发行还是重大资产重组的较大争议(详见后文),但是博盈投资认为该交易是非公开发行股票,依据《上市公司证券发行管理办法》(2006年制定,下称《发行办法》)向证监会提交了非公开发行股票的申请,并且于2013年11月7日收到了证监会《关于核准湖北博盈投资股份有限公司非公开发行股票的批复》,该公司随即实施了前述交易。

## 2. 松辽汽车案

2014年8月13日,松辽汽车发布公告称,拟向文资控股、耀莱文化、君联嘉睿、冯军、郝文彦、立茂投资、常州京润、珠海安赐、上海丰煜、姚戈等十个特定投资者非公开发行股份,募资39.5亿元。募集资金扣除发行费用后全部用于收购耀莱影城100%的股权,收购都玩网络

100%的股权以及补充流动资金等。<sup>[14]</sup> 考虑相关主体的关联关系后,此次发行的交易结构如下:

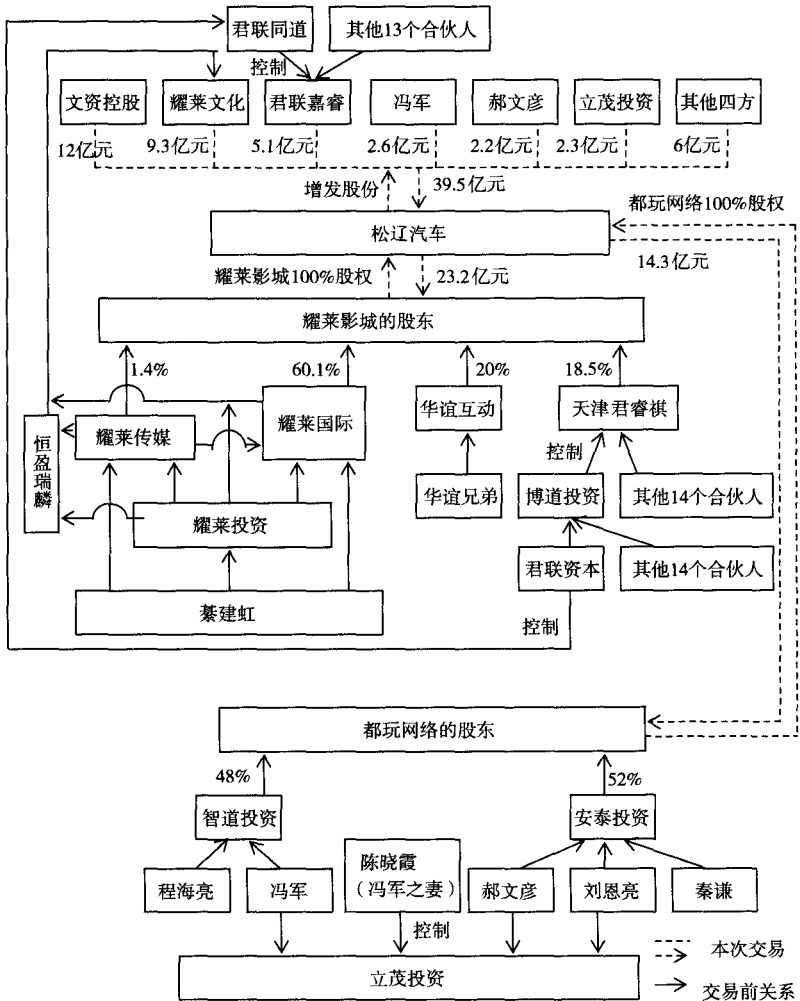


图4 松辽汽车案交易结构图

[14] 参见松辽汽车:“非公开发行A股股票预案”,载上海证券交易所网站, [http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2014-08-13/600715\\_20140814\\_2.pdf](http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2014-08-13/600715_20140814_2.pdf), 2015年5月3日访问。



需指出的是,松辽汽车购买耀莱影城 80% 股权、都玩网络 100% 股权的对价分别为 18.56 亿元、14.3 亿元,都远远大于松辽汽车 2013 年期末资产总额 2.3 亿元,<sup>[15]</sup>同时,文资控股在本次发行后将一举取代亦庄国投,成为松辽汽车的控股股东,相应地,松辽汽车的实际控制人将从北京经济技术开发区国有资产管理办公室变为北京市国有文化资产监督管理办公室。如果通过采取实质重于形式的原则,将上述交易认定为发行股份购买资产,则很可能构成后文将要讨论的借壳上市,因为借壳上市认定标准就是标的资产大于上市公司自身资产、上市公司控制权发生转移。

松辽汽车于 2014 年 10 月 8 日收到了证监会的行政许可申请受理通知。截至 2015 年 5 月 15 日,证监会尚未公布审核结果。

### 3. 北京旅游案

北京旅游在 2014 年也向证监会报送了类似交易的申请,截至 2015 年 4 月 21 日,证监会也尚未公布针对这一申请的审核结果。该交易的主要特征与松辽汽车的类似,因此这里不再详述细节,只将其结构图列示如下(见图 5):

---

[15] 参见松辽汽车:“2013 年年度报告”,载深圳证券交易所网站,<http://disclosure.szse.cn/finalpage/2014-03-14/63672455.PDF>,2015 年 5 月 3 日访问。

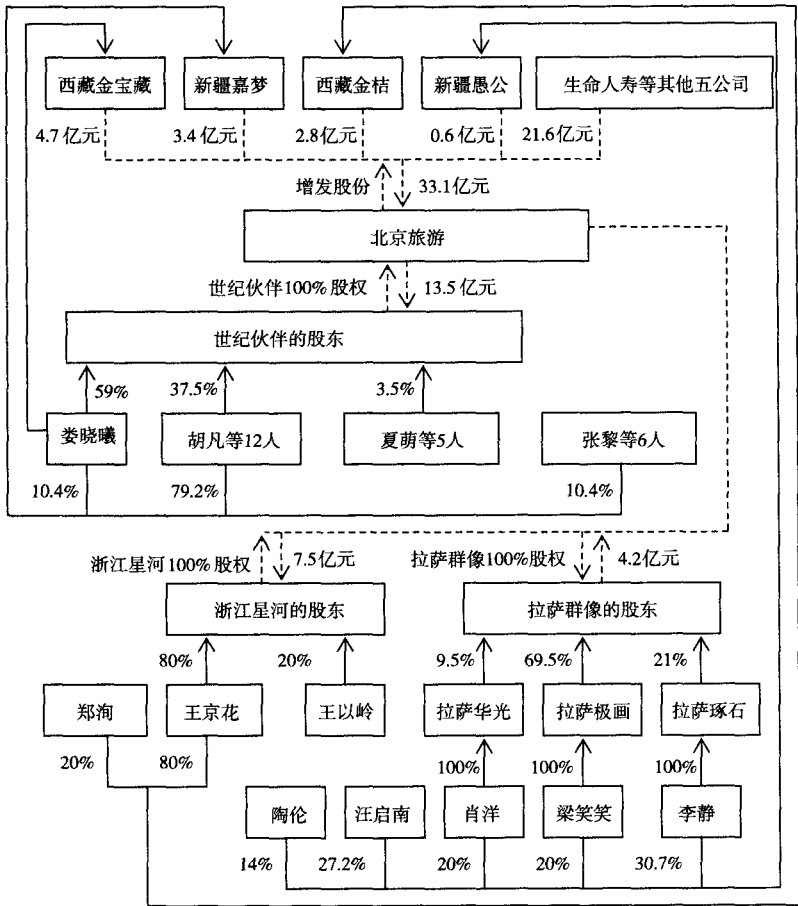


图5 北京旅游案交易结构图

(三) 监管套利: 拆分式资产重组的动机分析

市场主体将一个交易拆分为两个, 这实属一个简单而又刻意的监管套利(regulatory arbitrage), 也即利用监管制度内部的不一致性, 在能实现特定经济目标的不同方式中采取被监管成本最低的方式。<sup>[16]</sup> 在这过程中则出现了法律形式与经济实质的冲突。

[16] See Frank Partony, *Financial Derivative and the Costs of Regulatory Arbitrage*, The Journal of Corporation Laws, Vol. 22, 1997, pp. 211 - 256.

1. 规避重大资产重组的行政审批。针对将发行股份购买资产拆分成“定向增发+购买资产”两步走,即先由特定对象以现金向上市公司认购股份,再由上市公司以增发募集所得现金向特定对象购买资产的行为,《重组办法》分别规定了两种适用规则:一方面,为避免重复审核,第2条第3款规定如果上市公司在招股说明书等发行文件中载明了将把募集资金用于购买资产,那么在依据《发行办法》取得发行核准后实施购买行为时就无须再适用《重组办法》。另一方面,第43条第3款规定特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后,上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的,视同上市公司发行股份购买资产,应当适用《重组办法》。因此,依据特殊条款优先适用的规则,认股方和资产出售方是同一个“特定对象”时,“定向增发+购买资产”应当适用《重组办法》;不是同一个“特定对象”时则适用《发行办法》。由于之前《发行办法》规定的标准和程序对一些市场主体而言相对更为便利,因此他们为了避免适用《重组办法》,就将“定向增发+购买资产”的交易从一个交易拆分成两步,并且将认股方和资产出售方人为地在形式上分开。不过,这种拆分可能只是形式上的拆分,经济实质上是同一的,例如资产出售方是母公司,认股方是子公司、孙公司或者受同一实际控制人控制的其他公司,甚至于专门服务于“主体分离”目标的项目公司。

2. 规避借壳上市监管。根据《重组办法》第13条的官方定义,上市公司发生了控制权变更,且从收购人及其关联人手中买入的资产总额比自身的资产总额更大时构成借壳上市。部分公司因宏观调控政策、利润波动等因素难以获准IPO,转而谋求利用已有上市公司借壳上市。<sup>[17]</sup>实现方式上主要有两种:一是借壳方将拟上市资产卖给上市公司,而上市公司的对价则是借壳方发行足以使其取得上市公司控制权的新股;二是借壳方直接在二级市场收购上市公司控制权,再将拟上市

---

[17] 在借壳上市的公司中有不少是曾经启动了IPO,已经上会或者初审,但最终被否决或主动终止审查的公司。

资产卖给上市公司。<sup>[18]</sup>借壳方既把资产置入了上市公司,又取得了上市公司控制权,在实质上达到了IPO的经济效果。2012年年底至2014年年初证监会暂停审核IPO,造成了数百家拟上市公司扎堆的“IPO堰塞湖”,使得业界借壳上市的动机骤然加大。然而,证监会对借壳上市的监管措施却越发严格。<sup>[19]</sup>《重组办法》在2008年出台时对借壳上市并无特别规制,然2011年证监会对其进行修订时提出在净利润、经营时间等方面对借壳上市实施与首次公开发行股票上市“趋同”的标准。2013年11月重启IPO时,证监会进一步将借壳上市审核标准从与IPO“趋同”提升到“等同”。<sup>[20]</sup>这一“等同”规定最终增订到了此次最新修订的《重组办法》第13条中,要求借壳方符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的严格的发行条件,并且不得在创业板中借壳。在曲线上市的动机越发强烈而借壳上市监管越发严格的背景下,避免发行股份购买资产的交易构成借壳上市就成了市场主体的一项颇具现实意义的操作目标。根据《重组办法》第13条的前述规定,发行股份购买资产的重大资产重组行为只要发生了控制权变更,且标的公司总资产额大于上市公司总资产额,就构成借壳上市。有些市场主体采取“釜底抽薪”的规避策略,不仅将本可以一步完成的“定向增发+收购资产”拆分成两步,且将本属一致的认股方和资产出售方人为在形式上分离开,形成了前述变通的交易结构。这些市场主体认为,既然认股方和资产出售方不重合时不适用《重组办法》,那就自然不会被认定构成《重组办法》所规定的借壳上市。显然,这些市场主体坚持严格的形式理性。

---

[18] 二级市场的控制权收购和资产置入都容易使得上市公司股价大幅上涨,借壳方成本较高,而定向增发则可以通过突然停牌的方式锁定成本,因此第一种方式在实践中更常使用。

[19] 美国、我国香港地区对借壳上市的监管也是趋于严格。可参见马骁、刘力臻:“中、美及香港证券市场借壳上市监管制度比较”,载《证券市场导报》2013年第3期。

[20] 该通知的背景是2012年年底到2014年年初的IPO暂停,不少拟上市公司从申请IPO转道借壳上市,市场对绩差上市公司的重组预期提高,加剧了市场的壳资源炒作。参见证监会:“关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知”,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/ssgs/bgcz/201402/t20140218\\_243967.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/ssgs/bgcz/201402/t20140218_243967.html),2015年5月3日访问。

3. 安排发行价折扣。《发行办法》第 38 条规定上市公司非公开发行股份的发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的百分之九十,而《重组办法》在 2011 年修订后、2014 年修订前的第 44 条则规定上市公司发行股份购买资产时的价格不得低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价。因此,在认股方和资产出售方属于同一个特定对象,适用 2014 年修订前的《重组办法》时,发行价不得低于前述均价。但是,在认股方和资产出售方不属于同一个特定对象,适用《发行办法》时,上市公司可以做出发行价打九折的安排。<sup>[21]</sup> 因此,交易各方为了安排发行价折扣,就刻意采取拆分交易的方式,以非公开发行的法律形式实现资产重组的经济实质。<sup>[22]</sup>

### 三、实质重于形式? ——实质监管对监管套利的可能狙击

上述交易结构一经公告即引发了各方对它究竟是属于非公开发行还是属于重大资产重组的争议。例如,博盈投资于 2012 年 12 月 27 日收到深圳证券交易所《关于对湖北博盈投资股份有限公司的关注函》。该关注函提出了“高度关注”的五个信息披露问题,其中的首个问题就是“本次交易是否属于向同一对象发行股份购买资产情形;是否构成重大资产重组,是否属于《上市公司重大资产重组管理办法(2011 年修订)》规定的‘借壳上市’情形”。<sup>[23]</sup> 实际上,就连这几家公司自身及其保荐人也存在一定程度的疑惑。例如松辽汽车在 2013 年 5 月 27 日公

[21] 事实上,多数的非公开发行方案也确实利用了这个自由度。

[22] 不过,2014 年修订后的《重组办法》第 45 条把发行价可以打九折的规定引入了到发行股份购买资产中,且市场价的认定更加自由。参见证监会:“关于就修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》公开征求意见的通知”,载中国证监会网站, [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201407/t20140711\\_257665.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201407/t20140711_257665.htm), 2015 年 5 月 3 日访问。

[23] 博盈投资:“关于深圳证券交易所关注函的相关公告”,载深圳证券交易所网站, <http://disclosure.szse.cn/finalpage/2013-01-16/62025452.PDF>, 2015 年 5 月 3 日访问。

告称拟筹划非公开发行股票事宜并停牌后,又于6月3日公告称公司拟进行的非公开发行股票事宜可能导致公司资产总额、净资产额等变动幅度达到《上市公司重大资产重组管理办法》规定的标准,该事项对公司构成了重大资产重组;然而3天后却又再度发布更正公告称,经与中介机构详细论证,认为公司本次非公开发行股票事项不适用《上市公司重大资产重组管理办法》的有关规定,公司决定变更停牌理由为继续实施非公开发行股票。<sup>[24]</sup>从形式上来看,这一交易结构中上市公司是在发行股份筹集资金后再以所募资金购买资产,而且认股方与资产出售方是具有独立法人资格的不同公司,因此既不属于《重组办法》第43条第1款规定的发行股份购买资产,也不属于该条第3款规定的“视同上市公司发行股份购买资产”(即“特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后,上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产”)。以此观之,这些交易似乎确实已经成功逃逸出《重组办法》的“射程”。显然,当事人“经与中介机构详细论证”后主张的是严格的形式理性。

然而,证券监管历来存在实质重于形式的传统,这对于形式理性及其背后的监管套利来说,无异于悬在头顶的一把“达摩克利斯之剑”。实质重于形式最典型的存在领域是会计领域,<sup>[25]</sup>例如《企业会计准则—基本准则》(2014年)第16条就非常明确地要求:“企业应当按照交易或者事项的经济实质进行会计确认、计量和报告,不应仅以交易或者事项的法律形式为依据。”《国务院关于加强金融监管防范金融风险工作情况的报告》(2014年6月24日)也提出:“对一些跨市场、交叉性的新产品、新业务要通过金融监管协调机制,按‘实质重于形式’的原则及时予以监管,防止监管空白和监管套利。”证券法尽管没有如此明确地将实质重于形式规定为基本原则,但它的很多制度实际上都体现了这个思路。前述争议出现在主体认定环节,因此我们不妨以主体认

---

[24] 参见松辽汽车:“关于变更重大资产重组停牌事项及实施非公开发行股票继续停牌公告”,载上海证券交易所网站,[http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2013-06-06/600715\\_20130607\\_1.pdf](http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2013-06-06/600715_20130607_1.pdf),2015年5月3日访问。

[25] 对会计领域实质重于形式的理解,参见 Philip E. Meyer, A Framework for Understanding “Substance over Form” in Accounting, *The Accounting Review*, Vol. 51, 1976, pp. 80-89.

定为例检视实质重于形式的几个典型例子：

其一，实际控制人。为了防止那些不显示为公司股东但事实上却能控制公司的实际控制人通过不法行为损害他人权益，<sup>[26]</sup>《公司法》2005年修改时在第216条引入了实际控制人的概念，即“虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人”。在此基础上，《证券法》第26条规定在欺诈发行中发行人的实际控制人在有过错时须承担退还价款及其利息的连带责任，第69条规定有过错的实际控制人须承担虚假陈述的连带赔偿责任，第190条规定从事欺诈发行的实际控制人须承担对投资者的损害赔偿责任。梳理下来，《证券法》中共有13处直接提及实际控制人。显然，《公司法》、《证券法》引入这一概念使得控股股东以外的一切能够实际支配公司行为的人都被纳入到了规制范围，不论这些支配地位是通过隐名股东、合同控制、投票权信托抑或是其他某种形式实现的。

其二，关联人。《公司法》在2005年修订时在第216条第4款引入了关联关系的概念，即“公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系”，而存在关联关系的人就是关联人。尽管《证券法》只在证券公司监管中直接提及“关联人”，但各种证券规章经常使用“关联人”的概念。例如，本文反复涉及的《重组办法》中共有8次使用了“关联人”，尤其是2014年修改时将前文引用的第13条关于借壳上市的规定中把借壳方从“收购人”修改为“收购人及其关联人”。此外，《上海证券交易所股票上市规则（2014年修订）》设专章对关联交易及关联人进行规制，其第10.1.3条的规定扩展了上市公司的关联人范围：“具有以下情形之一的法人或其他组织，为上市公司的关联法人：……（五）中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能导致上市公司利益对其倾斜的法人或其他组织。”《深圳证券交易所股票上市规则（2014年修订）》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2014年修订）》亦有相

---

[26] 参见周伦军：“上市公司实际控制人案件若干问题研究”，载《人民司法》2008年第11期。

同的规定。

其三,一致行动人。《证券法》第86条、第88条等关于上市公司收购的规定中,收购人的持股不是仅指其自身持股,而是“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有”的股份。同时,《上市公司收购管理办法》第5条第2款规定收购人包括投资者及与其一致行动人,第83条则解释称一致行动指的是投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实,一致行动人则指相互之间存在一致行动的投资者。借助“共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量”的实质界定,《证券法》使得持股量计算范围和承担有关义务的主体范围扩展为一切为扩大支配力量而相互协作的人,而不论其方式是协议还是其他安排。

认定实际控制人、关联人、一致行动人的过程就是在透过法律形式,或者说“揭开法律形式的面纱”,认定有关主体的实质,而不论形式与实质之间的联结纽带是合同、投票权信托、默契还是其他形式。前述拆分式资产重组中,认股方和资产出售方之间存在千丝万缕的利益流动和行为协同,在这两方面将它们视为一体在逻辑上是能够成立的。例如,在认股方和资产出售方是实际控制人的两家子公司的情形时,那么它们就像是实际控制人的“左膀右臂”,交易结构就像是向实际控制人的“左膀”发行新股,再用所募资金去向实际控制人的“右臂”购买资产,更重要的是,“左膀右臂”都可能是为了在形式上分离认股方和资产出售方而临时设立的。前已指出,博盈投资向天津恒丰增发新股,募集了2亿元资金,同时又向与天津恒丰同属硅谷资产的子公司的天津桐盈购买了武汉梧桐的100%股权,假如采取实质重于形式理念进行“合并报表”,那么博盈投资实质上是向硅谷资产支付了3亿元现金并增发了0.42亿股自身股份,以此从硅谷资产那里购买了武汉梧桐100%股权。这正是典型的发行股份购买资产行为。再如松辽汽车案中,松辽汽车分别向基建虹全资拥有的耀莱文化以及君联资本控制下的君联嘉睿发行新股,同时又从基建虹全资拥有的耀莱传媒、耀莱国际那里收购耀莱影城61.5%的股权,从君联资本控制下的天津君睿祺那里收购耀莱影城18.5%的股权,采取实质重于形式理念的话,就等于



说松辽汽车以发行新股的方式从綦建虹、君联资本那里购买了耀莱影城 80% 的股权。北京旅游的情形与松辽汽车的基本一致。这三笔交易中都是以发行新股并支付部分现金(现金来源于其他认股方的股款)的方式从认股方手中收购标的资产,从经济实质来说,其效果与《重组办法》第 42 条规定的上市公司重大资产重组行为确实是殊途同归。如果坚持以实质重于形式的标准去检视前述交易,那么将它们认定为重大资产重组在逻辑上是能够自圆其说的,问题在于是否要采取这一标准而已。

#### 四、形式理性的回击

前述交易结构是否应当被揭开法律形式的面纱,并不像看起来的那般理所当然。尽管探究形式背后的实质(即常说的透过现象看本质)更符合人们的感性认识。但是,形式在一些情形下比实质更为重要。这方面最为典型和集中的体现莫过于证券法中大量存在的各种数字。例如,《证券法》第 10 条第 2 款规定向不特定对象发行证券的,属于公开发行,同时规定向特定对象发行证券累计超过 200 人的,也属于公开发行。那么 199 人和 201 人有何实质区别?<sup>[27]</sup>这是所有法律法规中都普遍存在的一个问题,也正因它们普遍存在,以至于我们早已习以为常。对于法律法规中的这些数字,“量变引发质变”只具有宏观上的解释力,不足以说明从量变到质变分界线为何是现行法所规定的那一条。然而,不论这些数字是经过统计分析得出来的,还是在面对窘境时简单地“拍脑袋”得出来的,它们都具有定分止争的权威。例如,既然《证券法》规定发行的特定对象超过 200 人时才构成公开发行,那么即便只差 1 人也不得以实质重于形式为由认定为公开发行,反之亦然。这种权威就是形式重于实质的效果。

经过自然法学、概念法学、利益法学、法社会学等法学流派的长期

---

[27] 另外,“特定对象”也是缺乏清晰认定标准的。可参见李臣:“公司如何才能分明——谈‘公开发行’的界定”,载《金融法苑》2005 年第 7 期。

交锋后,法律既要注重形式理性又要注重实质理性这一点已是大致的共识。我们在这里强调的是,证券监管的对象是商品经济中最发达的证券市场,其对形式理性的要求比其他法律部门更强,理由如下:

一方面,实质监管会显著降低证券法规则的明确性和交易行为的后果可预见性。形式监管强调的是监管者和被监管者都严格遵循内在于法律的形式化的标准,至于说采取这样的标准所达到的结果是否符合法律规定背后的政策、目的则在所不问。形式理性的核心在于通过法律语言、法律技巧和法律形式等一系列智性制度安排和种种法律技术,赋予人世规则与人间秩序以明晰、确切、稳定、可预测与可操作等技术秉性。<sup>[28]</sup> 因此,如监管者采取形式监管,那么市场主体只要将特定的行为与形式化的法律规定两相对照即可准确地预测行为的法律后果,这就能使得“正确预测法律后果的机会最大化”。<sup>[29]</sup> 相反,假如监管者采取实质监管,则监管者在将法律规定适用于具体行为时,会利用法律规定背后的政策、目的等价值性标准去评判行为的实质,甚至利用这些价值性标准作出与形式化规定不同的认定。这种做法的优点是使得监管者能够通权达变,利用认定特定行为“实质上是什么”的权力,最大限度地实现法律以及监管机构的政策、目的,但其最大的缺陷在于显著降低了规则的明确性和交易行为的后果可预见性。这不仅是因为非法制化的政策运用容易引发因人、因事、因地、因时而异或者朝令夕改,<sup>[30]</sup> 更是因为世间万物的“实质”其实是几乎不可能准确界定清楚的“无定形”。中国古代哲学家认为所谓实质只有当它不说出来才是实质,一旦说出来,它就变成了形式。<sup>[31]</sup> 以老子为首的道家的核心思想在于“万物生于有,有生于无”(《道德经》第40章),意即世间万物都有其存在形式,而形式背后的实质则是“无”。道家中的“无”指的就是“道”,而追问何为“道”的话,道家的答案就是“无”。这一千秋经典并

---

[28] 参见许章润:“法律的实质理性——兼论法律从业者的职业伦理”,载《中国社会科学》2003年第1期。

[29] [德]韦伯:《经济与社会》(第二卷上册),上海人民出版社2010年版,第945页。

[30] 参见高西庆:“论证券监管权——中国证券监管权的依法行使及其机制性制约”,载《中国法学》2010年第5期。

[31] 参见邓晓芒:《哲学史方法论十四讲》,重庆大学出版社2008年版,第74~98页。

非故弄玄虚的文字游戏,而是因为道家认为道是无法言传的,一旦用哪个词或哪句话说出来就不再是真正的“道”。后人据此评论称,就连“道”、“无”都是老子不愿使用而不得不使用的表达,因为只要说出来了就不是真正的道,“写了《道德经》五千言,这已经比圣人低一个档次了”。<sup>[32]</sup> 这种观点对后世的影响极为深远。此外,古希腊哲学、黑格尔哲学、佛家哲学中的“形式”与“质料”、无定形、有就是无、“色即是空,空即是色”等学说亦为同理。<sup>[33]</sup> 古今中外各种学说对于如何解决形式与实质的“矛盾”有各种不同的看法,但对于这个“矛盾”本身的认识却大体一致。

“实质”的无定形属性在证券市场中不仅成立,而且更加突出。就前述“非公开发行+资产收购”的拆分式资产重组来说,法律上要认定认股方和资产出售方在实质上为同一体将面临这个“实质”如何界定清楚的难题:认定两个公司在实质上同为一体的“实质”究竟是什么?博盈投资案中体现天津桐盈与天津恒丰的同一性的地方在于它们都是硅谷资产的全资子公司,如果在这类交易中把全资子公司可以视为一体,那么全资母子公司、占控股地位的母公司与其子公司、母公司与孙公司、合伙企业与合伙人、个人投资者与其所投资的公司等在不同程度上存在一致性的主体是否应当同样处理?北京旅游案中肖洋、梁笑笑、李静三人在认股人之一新疆愚公中的股权比例只有70.7%,是否应视为一体?一种较为可能的选项是规定控股股东与被控股公司构成“实为一体”。那么何谓控股股东?《公司法》第216条第2项首先给出了一条非常形式化标准——出资额或者持有股份的比例达50%;然后又给出了“出资额或者持有股份的比例虽然不足50%,但……表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响”这样一个兜底项。<sup>[34]</sup> 而一旦再追问如何才构成“重大影响”,结论依然是另一个与“控制”、“重大影响”含义类似的模糊表达,除非放弃追问,转而采取一个形式

[32] 同前注[31],第89页。

[33] 这方面的归纳可参见夏立安、钱炜江:“论法律中的形式与实质”,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2012年第5期。

[34] 关于控股股东的界定,可参见甘培忠:《企业与公司法》,北京大学出版社2014年版。

的而非实质的标准(如持股比例)。该条第3项关于实际控制人的规定也存在类似问题:何为“实际支配”?不论是追溯股权关系还是讨论董事席位,最终还是要回到“以支配性影响力的有无作为兜底的判断原则”<sup>[35]</sup>这样一个非常原则性的答案。另外,公司中股东的投票权大小与出资比例在多数时候是一致的(尽管公司法允许非上市公司作出特殊安排),但合伙企业中并非如此。在前述松辽汽车案中,君联资本作为唯一的普通合伙人控制了君联同道,君联同道又作为唯一的普通合伙人控制了认股方之一君联嘉睿,但是君联同道在君联嘉睿中的认缴出资额只占0.002%;同时,君联资本作为唯一普通合伙人控制了博道投资,博道投资又作为唯一普通合伙人控制了资产出售人之一天津君睿祺,但是博道投资和天津君睿祺各自都还有十四个有限合伙人(具体出资比例不详)。这种情形下是否还应将具有控制关系的合伙企业视为一体,不无疑问,毕竟实际控制人君联资本在认股方的财务收益只占不到0.002%,在资产出售方的财务收益中的比例很可能也非常小(因为它需要与另外28个合伙人分享收益,但具体不详),控制权与财务收益是极不相称的。如果追问控制人所占财务收益应占多大比例才构成实质上的同一体,那么控制权与财务收益的相对分离会使得对实质的认定比前述情形更加复杂。实际上,“万物生于有,有生于无”,锲而不舍地追问实质的结果只能是得到似有实无、可以无穷无尽地追问下去的所谓“实质”。由于“实质”界定不清楚,再加上据以进行实质判断的法律政策、目的都是抽象的,所以监管者对特定交易行为的实质判断是充满不确定性的,也即市场主体无法准确预见特定的行为在法律上会产生何种效果。

另一方面,监管规则的明确性和交易行为的后果可预见性在证券市场是极为重要的。韦伯认为,“对于那些对商品市场感兴趣的人们而言,法律的一般理性化和系统化以及在法律程序中具体的可预见性是经济活动存在,尤其是资本主义活动的最重要条件”<sup>[36]</sup>。这一判

[35] 同前注[25],周伦军文,第4~9页。

[36] [德]韦伯:《论经济与社会中的法律》,张乃根译,中国大百科全书出版社1998年版,第307页。

断在商品经济的背景下是非常准确的。商品经济具有交易速度快、市场变化快的特点,市场主体比拼的不仅是商品,还包括决策和执行的速度。明确的法律规则意味着市场主体可以清晰预见自己的各种交易行为的法律后果,并且能够对他人的交易行为有更强的预见能力,据以快速地进行交易决策;相反,假如规则不明确,那么市场主体将无法准确预见各种交易行为的法律后果,对他人行为的预见能力也将大幅降低。这使得市场主体迟滞交易、减少交易、提高交易对价或采取更多的防范措施,最终将导致市场交易的萎缩和整个市场交易成本的提高。

证券市场在商品经济中是交易最为频繁和快速的部分,相应地,其对规则明确性和后果可预见性的要求也是最高的。科斯在其著名的《社会成本问题》一文中提出了一个被经济学界奉为圭臬的论断,他认为产权的初始界定是市场交易的前提,甚至如果在没有交易成本的情况下,初始产权归属于谁并不会影响最终的经济效率。<sup>[37]</sup>我们在现代证券市场的背景下可以作出一个类似的判断,那就是清晰地界定交易行为合法与非法间的边界是证券市场得以繁荣的重要条件,特定交易方式合法与否的明确性和可预见性在有的时候比该交易方式合法与否的答案本身更加重要。在交易成本为零的理想状态下,一种交易方式被法律禁止后,市场总是能找到替代的交易方式,关键是要明晰每种交易方式的法律后果。证券市场由于交易速度快、交易量大,其平均下来的交易成本显著降低,会比普通市场更接近交易成本为零的理想状态,一种交易方式合法与否的重要性也就相应地比较低,而每种交易方式合法与否的明确性则越发重要。这与生活中道路车道之间的分道线的原理非常类似。“虚线可变道,实线不可变道”这样一个非常形式化的规则使得驾驶人能够非常清晰地判断自己变道的法律后果,也能更加准确地预见其他驾驶人变道的可能性。现代证券市场如同高速公路一般,其运行的安全背后就是一系列强制性的规则支持,快速和大量的交易使得规则的明确性和市场主体对自己和他人行为的可预见性非常重要,因此,监管机构也应特别注重形式理性的运用。

---

[37] [美]R. 科斯等:《财产权利与制度变迁》,胡庄君译,上海三联书店、上海人民出版社1994年版,第4~20页。

我国《证券法》的立法似乎注意到了这个问题。该法的兜底条款中的“其他事项”、“其他条件”等是典型的实质监管,但综观整部《证券法》,监管机构只有在内幕信息的认定上才拥有直接认定“其他”的权力(第75条第2款,“国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”),但有权通过先制定认定规则再依据这些规则进行实质认定的事项却有12项[如“公司公开发行新股,应当符合下列条件……(四)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”]。从“认定的其他”到“规定的其他”,此间差异应为立法者的精心安排:既赋予证券监管机关进行实质认定的自由裁量权,又借助先行制定认定规则的形式要求来约束这些自由裁量权,提高监管规则的明确性和交易行为后果的可预见性。从世界范围内来看,证券市场越发达的国家,证券市场行为的后果在其法律体系下的可预见性越高。虽然证券市场最发达的英美国家在传统上属于普通法系,整体而言制定法相对较少,但是它们的证券法却是非常注重形式理性的。一方面,遵循先例的制度确保了形式理性即便在缺乏制定法的情况下也能得以适用。“在私法领域,普通法和衡平法在被用于处理案件时,都是非常‘形式理性的’。在遵循先例和法律职业的传统精神约束下,几乎是难以越雷池半步。”<sup>[38]</sup>另一方面,它们最近一个世纪里在证券市场出台的制定法越来越多,内容越来越具体。例如,美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》为证券市场确定了大量的法律规范,其内容比很多大陆法系国家的证券法更为具体和细致。2010年的《多德——弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法》的详尽程度更是从其2323页的篇幅可见一斑。形式理性的扩张使得制定法看起来更加复杂,但它的另一面则是降低了规则的不确定性,带来了法律适用上更易“按图索骥”的趋势。<sup>[39]</sup>

[38] 同前注[35],韦伯书,第314页。

[39] 另有学者从政策的科学性角度批评我国公司法、证券法的“宜粗不宜细”,认为“法律规定的”粗疏之弊由政策来予以解释、细化和弥补,但政策虽具有灵活性,但有时难免短视,科学性欠缺。参见邢会强:“从粗略式立法到精细化立法——以《公司法》和《证券法》为例”,载《证券法苑》2011年第2期。

## 五、关于平衡形式理性与实质理性的建议

不论是借壳上市、“协议控制—VIE”还是本文讨论的拆分式资产重组,关键都在于形式理性与实质理性的冲突。没有疑问的是,我们在形式与实质之间需要的是一个恰当的平衡。然而,我国立法和执法存在比其他国家更明显的法律父爱主义(paternalism),即“公权力主体为了保护公民个体免受伤害,增进其利益或福利水平而作出的强行限制和干预,是政府对于公民的强制的‘爱’”。<sup>[40]</sup>同时,国人的法律适用思维在传统上是一种平民式的追求实质目标而轻视形式过程的实质性思维,在法律与情理关系上往往倾向于情理、在法律目的与法律字义面前倾向于目的。<sup>[41]</sup>在这样的法律文化背景下,我国立法者更倾向于加入赋予监管机构进行实质判断的权力,而监管机构也更倾向于充分地利用这些权力,甚至有时在法律法规并未规定这些权限的情况下或直接或间接地行使实质判断权。为了纠正这种失衡,当代中国在整体上应强化法律的形式理性。因此,不论是从证券法的特点考虑,还是从我国法治的整体状况考虑,证券监管都应更注重形式监管的运用,尽量减少相对不确定的实质监管。这就是本文最核心的结论。

上述观点是一个方向性的结论,至于具体案件中应采形式监管还是实质监管,这并无一个整齐划一的操作标准。不过,仍有以下几点普遍适用的考量:

1. 实质监管需以相对明确的法律依据为前提。证监会曾在2014年修订《重组办法》时表示:“从最近3年的借壳案例看,购买资产并不仅仅针对收购人,有半数以上的案例是同时向收购人与其关联人购买,虽然实践中已将关联人一并视为借壳方,但规则上没有明确,存在模糊

[40] 吴元元:“法律父爱主义与侵权法之失”,载《华东政法大学学报》2010年第3期。

[41] 参见孙笑侠:“中国传统法官的实质性思维”,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2005年第4期。该文研究的法官为传统上的非职业化的“平民法官”,如知府、县令、师爷等,而笔者在此处的看法稍有不同,认为这种倾向在当代也还广泛存在于我国民众的思维之中。

地带。为防止收购人在取得控制权后通过其关联人注入资产而规避监管,将借壳方明确为‘收购人及其关联人’。”我们认为这种修订是恰当的,但是在尚未修订规则前就以实质监管之名突破当时有效的规则的做法并不妥当。这种处理或许可以实现个案的公平,但却损害了市场整体的规则确定性和行为后果可预见性。这种不当做法在实践中并不少见,应引起各方面的重视。尽管我们不能因为实质监管会降低证券法规则的确定性和行为后果的可预见性就完全否定实质监管,但在允许执法者酌情实施实质监管的地方必须事先由立法者通过兜底条款(“其他”)和概括性词汇(如“关联人”)给出相应的提示,给市场主体一个相对明确的预期。易言之,事前毫无征兆的实质监管是不可取的,假如法律法规中没有相应的兜底条款或使得实质监管得以存在的概括性词汇,那么监管机构就应当依据形式化的规定实施监管。这不仅是为了遵循公权力“法无授权不可为”、私权利“法无禁止即可为”的法律精神,也是为了降低实质监管对证券法规则的确定性和行为后果的可预见性的损害。对于前述“非公开发行+资产收购”拆分式资产重组,既然《重组办法》没有规定认股方和资产出售方存在关联关系时视为同一个“特定对象”,甚至连预示监管机构可能通权达变的兜底条款或概括性词汇都没有,那么监管机构就不宜以实质监管为名强行要求适用《重组办法》。

2. 信息披露可以有更多实质监管,而行政审批应侧重形式监管。信息披露、行政审批和行政处罚是最主要的三种证券监管工具。这些不同的监管工具有不同的效果和作用机理,因此即便对于同样的行为,监管机构在使用不同工具时对于是否进行以及如何进行实质监管的考量也应有所不同。众所周知,“阳光是最好的防腐剂”,信息披露的完整、真实、准确是保护投资者、维护公共利益的根基,是证券监管的核心所在。同时,对于从事正当交易的市场主体来说,承担信息披露义务的成本相对于取得行政审批的成本是非常低的。因此,监管机构在信息披露监管中可以更多地实行通权达变的实质监管。相反,行政审批是公权力对市场行为的事前的深度的控制,在一定程度上是对市场机制的替代。审批者可能存在决策能力局限、科学决策动力不足、寻租等问题,使得行政审批在保护投资者、维护公共利益中的作用相对不可靠,



而使得交易被“错杀”、交易速度慢等巨大成本和风险较高。正因如此,证券监管机构近两年大幅减少行政审批。在此背景下,保留的行政审批也应最大限度地减少实质监管。行政处罚是对违反特定规定的行为的处罚,因此需要考虑行为人所违反的规定是信息披露、行政审批抑或其他方面的规定。对于前述“非公开发行+资产收购”的交易,监管机构在信息披露方面应按实质监管的标准要求其完整披露认股方和资产出售方之间的关联关系,而在审批其交易许可时采形式监管,按非公开发行股份处理。

3. 监管机构的抉择宜快不宜慢。即便在明确上述思路的情况下,这类决策仍然可能存在一些令监管者左右为难的情形。不过前文已指出,证券监管机构给出结论的速度在有的时候比结论本身更重要。松辽汽车于2014年10月8日收到了证监会的行政许可申请受理通知,并分别于2014年12月25日、2015年5月4日收到监管部门要求其“就有关问题作出书面说明和解释”的审查反馈意见通知书。北京旅游于2014年12月25日收到证监会的行政许可申请受理通知,截至2015年5月10日尚未接获任何通知。笔者揣测,审核周期长达半年后仍无结果(非公开发行股票的申请多数在3个月内会审核完毕),很可能都与监管部门考虑是否揭开该交易结构的形式面纱有关。资本市场瞬息万变,不论监管部门最终审核结果如何,不确定的审核标准和漫长的审核时间对于资本市场而言都是沉重的负担。正如前文所言,及时给出结论,在有的时候比结论的内容还要重要。