

证券发行法律制度完善研究

北京大学课题组*

摘要:我国现行证券发行审核制度是以“发审委制度”和“保荐制度”为核心的审批制。在核准制代替审批制之初,其对证券市场的发展起到了一定的积极作用;然而,随着市场的发展,核准制所积累的弊端逐渐显露,其已不再适应资本市场的发展需求。本文从证券发行的一般理论出发,通过对现行核准制的弊端与注册制改革的可行性进行分析,得出应尽快将证券发行核准制改为注册制;进而通过对美国、香港等成熟市场相关经验的考察,和对中国相关制度和实践的分析,给出了注册制下相关制度的设计和安排。

关键词:注册制 信息披露 制度安排

一、证券发行的一般理论

证券发行是发行人出售证券的融资交易。但是与一般有体物商品不同,证券品质很难通过外表

* 课题组负责人为北京大学吴志攀教授,课题组成员包括彭冰、唐应茂、洪艳蓉、沈朝晖、苏盼、刘子平、李真、尉承栋、台冰。

去判断;与一般无形的服务也不同,证券的价值还取决于发行人未来的经营状况。特别是当发行人筹资规模巨大、需要面向公众出售证券时,公众投资者缺乏足够的能力去判断证券的价值和品质,结果没有足够的人购买相应证券;抑或是公众投资者被发行人的花言巧语所迷惑,落入投资陷阱。

阻碍证券顺利发行的关键是发行人与投资者之间的巨大的信息不对称,这种不对称导致投资者很难建立起对发行人的信任,这在公开发行中表现得最为明显。如何建立这种信任关系,是任何证券发行制度都必须解决的核心问题。

(一)信任与证券发行

社会学家认为,信任的产生主要有三种途径:特殊关系(characteristic-based)、持续互动(process-based)和制度支持(institutionally-based)。基于人类本性,人对父母、兄弟姐妹等人总是比对外人要更信任一些。同样是外人,对熟悉的、有着长期交往的外人,人们也会更为信任。但通过特殊关系和持续互动建立起来信任总是有限的,想要在更大范围内建立对陌生人的信任就需要制度支持。其中社会规范、法律在其中都会起到一定的作用。

相比于向亲友等熟人去筹集资金,向社会公众筹资所面临的信息不对称问题更为严重,信任也更难建立。首先,社会公众与筹资者往往是陌生人,很难产生信任。其次,由于是面向社会公众集资,容易导致“集体行动困难”——每个人都希望“搭便车”,让别人去承担收集信息、分析风险和监控的成本。另外,当有广泛的社会公众参与提供资金时,融资交易就具备一定的公共性,当交易失败,资金提供者无法收回资金时,可能产生广泛的社会影响。

在大规模融资中,信息不对称的问题更难以得到解决。首先,从理论上说,信息不对称可以通过资金需求者提供充分的信息来解决。但资金需求者即使向社会公众提供了信息,也会面临两个问题:资金需求者是否可能隐瞒了对自己不利的信息?即使这些信息充分,如何验证其真实性?其次,即使资金需求者提供了充分和真实的信息,社会公众也可能不具备阅读、消化这些信息的能力。最后,社会公众提供资金还面临风险承担能力的问题。融资交易总是存在市场风险,资金需求者

可能创业失败,无力清偿债务。社会公众资金有限,往往无法通过组合投资的方式分散风险。另外,因为人数众多,社会公众存在“搭便车”现象,通常也无法在融资发生之后,对资金需求者进行监控,即不能控制道德风险。

(二) 法律对信任的建立

证券市场的建立需要法律制度的支持,以帮助公众投资者建立对发行人的信任:一部分法律制度强制要求发行人进行充分信息披露,以帮助减少证券发行人与投资者之间的信息不对称。虽然公众投资者可能并无能力阅读这些信息,但市场中中介机构可以帮助消化这些信息,并通过交易将这些信息反映在证券的市场价格中。以美国1933年《证券法》为代表的现代证券法核心功能就在于此。另一部分法律制度是对证券发行人如何使用资金进行控制,避免道德风险问题。与此相关的法律主要是各国的公司法,主要规定了发行人公司董事和高管的信义义务(fiduciary duty),以及对中小股东的保护制度。

这两套制度相辅相成,是建立强大而有效的证券市场不可缺少的制度保障。本报告虽然集中于讨论证券法的相关问题,但不可忽视公司法对于证券市场的制度支持。

(三) 证券公开发行制度的基本理论

证券发行的核心问题是如何将股票销售出去。能否销售出去,可能取决于三个因素:市场推广、品质和价格。但要满足这三个条件,投资者都需要获知充分的信息。因此,充分信息披露成为发行成功的必要条件之一。

强制信息披露制度主要包括:(1)要求所有的证券公开发行人人都负有信息披露义务;(2)统一规定信息披露的内容、格式和要求(不同行业企业在披露的重点方面可能有所不同);(3)建立统一的信息平台,公布所有信息披露文件;(4)为了保证发行人遵守上述信息披露义务,设置机构对发行人的信息披露文件进行初步审查;(5)建立严格的法律责任体系,对未能遵守信息披露义务的发行人及中介机构追究责任;(6)考虑到强制信息披露给发行人带来的巨大成本,为了便利企业融资,应当豁免对公共利益影响不大的发行人的强制信息披露义务,例如私募发行、小额发行和区域性发行等。

对于市场推广,一般而言,证券发行的信息可以通过广告推销的方式为公众所知。但仅此不足,因为一般的公众投资者很难判断该证券投资是否适合自己的经济状况。证券承销商在某种程度上可以起到向特定群体推广证券的作用,并且还可以提供证券分析报告,由专业人员消化发行人的信息披露内容后,以公众能够理解的方式再进行披露。

对于品质,理论上由政府机构来判断投资价值并非不可以——政府完全可以直接从市场雇用专业人士来做,但政府承担此项职能的缺陷在于:政府没有合适的激励机制来做好这项工作。最好的做法是通过信息披露的要求来揭示与证券品质相关的信息作为主要的监管手段,由市场来作出价值判断,包括挑选主承销商,由交易所通过上市条件来限制在其市场挂牌的证券品质。

对于价格,这一向是决定买卖是否成交的核心条件,证券发行亦同。而价格取决于市场需求,但由于公众投资者人数众多而且分散,难以与发行人谈判定价。因此,主承销商和机构投资者成为协商定价的主力,其中主承销商起到主要作用。

由此,主承销商制度对于市场推广、品质判断与定价都起到了核心作用,在证券发行体制中占据非常重要的地位。因此,证券法在规定强制信息披露制度之余,应当对主承销商的职责权利进行更为明确的规定。

二、为什么要采用注册制

纵观各国立法,证券发行均需经过国家有关部门的审核。基于不同的立法意图,各国证券发行审核制度主要有注册制和核准制两种。^[1]

注册制遵循公开主义(full disclosure philosophy),要求证券发行人向证券监管机构申报并充分披露发行证券的所有信息,监管机构仅就申报公开的信息进行形式审查。而核准制遵循准则主义(Regulatory

[1] 参见杨紫煊主编:《经济法》(第3版),北京大学出版社、高等教育出版社2008年版,第362~364页。

philosophy), 强调对证券发行的实质审核, 证券发行不仅要以发行人信息资料的完全、准确、及时、公开为条件, 还必须符合若干实质条件。

注册制和核准制各有优劣, 视不同国家在市场发展的不同阶段而采用, 而 20 世纪七八十年代以来, 各国大都调整其制度, 两种制度也有相互融合的趋势。但由于二者适合的证券市场状况不同, 因此, 具体到某一特定国家的特定时期, 在选择采用何种发审体制或决定是否改革现行体制时, 应先对现行发审制度的运行情况及其所处的证券市场状况进行分析。^[2]

(一) 我国现行核准制之弊端

我国自 20 世纪 90 年代初建立证券市场以来, 证券发行审查制度沿着市场化方向进行了多次改革, 经历了由行政审批制到核准制的发展历程。现行证券发行核准制以“发审委制度”和“保荐制度”为核心。

尽管核准制取代审批制已经向市场化迈出了一大步, 但与注册制相比, 核准制仍带有较强的行政色彩, 政府部门和监管机构依然高度集中管理证券发行事项, 拥有公司能否上市融资的最终核准权。^[3] 严格的事前监管在证券市场建立初期具有积极意义。例如, Pistor 等人的研究发现, 中国等转型经济国家严格的事前监管能够在最大限度上将业绩较差的公司阻挡在证券市场之外。^[4] 但在我国证券市场由小到大、由不成熟逐步走向成熟之际, 核准制所积累的弊端也逐渐暴露出来:

1. 供求失衡导致“三高”现象

现行核准制下, 对发行规模的严格控制使市场一直处于阶段性的供给不足状态。^[5] 供不应求导致发行价格畸高。同时, 询价制度中问

[2] 参见马婧好:“核准制 VS 注册制: 股市市场特征决定发行体制”, 载《上海证券报》2010 年 5 月 17 日。

[3] 参见“中国证券市场十年弊端盘点”, 载腾讯财经, http://finance.qq.com/a/20120301/002364_1.htm, 2013 年 7 月 22 日访问。

[4] Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China*, V7 N1 *American Law and Economics Review* 184, 2005.

[5] 以 2012 年 6 月 24 日这一时点为例, A 股市场有 703 家公司排队上市, 119 家已过公司在等待上市, 而以往平均的发行速度为 100 家左右, 仅仅“消化”这 119 家过而未发的企业的上市, 就至少需要半年的时间。参见邵好:“A 股面临‘消化不良’隐忧”, 载《经济导报》2012 年 6 月 25 日。

责机制的缺失,又使得发行人、中介机构、机构投资者在操作中得以再次拔高拟上市资产的价格。^[6] 畸高的发行价格,进而引发高市盈率和超高的募集资金,即所谓的新股发行“三高”现象。

价格是市场发挥资源配置功能的主要手段。新股发行“三高”使得证券市场应有的资源配置功能被破坏,市场呈现扭曲状态:在一级市场上,高价发行、超额融资不具有可持续性,每隔一段时间新股发行就被迫暂停,也造成大量 IPO 在审企业排队;获得了发行许可的发行人从股市上超额募集资金,承销商从超募发行中获得高额提成;新股发行后发行人和私募投资机构以高价套现,造成了 Pre-IPO 阶段突击入股的 PE 腐败现象。众多有融资需求的企业,无法从证券市场上及时获得融资。二级市场上,由于上市新股的稀缺性,新股炒作屡禁不止,延续“新股不败”的神话;公开发行融资成为稀缺资源,上市公司获得了“壳资源”的价值。

2. 不能保证发行人的质量

核准制要求政府对拟发行证券进行投资价值判断。理论上,有了政府信用的背书,上市公司品质更能得到保证。但事实并非如此,A 股市场上“过度包装”、“业绩变脸”甚至欺诈上市的现象屡屡出现,投资者的利益无法得到保障。

究其原因,在核准制下,对拟发行证券的品质判断具有较强的主观性,实质审查的标准并非足够明确。实践中,审核机构难以彻查中介机构提供的工作底稿,也无法到发行人业务现场进行尽职调查。不论是负责初审的证监会职能部门,还是发审委,在不长的时间内对一个陌生企业的经营状况、前景作出的评估是令人生疑的。^[7] 而由于政府的审核机构缺乏市场激励机制,所以政府既无心也无力保证发行人的质量。为了获得公开发行许可,发行方和保荐人有很强的动力对拟上市资产进行包装,调优财务数据。^[8]

[6] 参见蔡文娟、李小梅:“新股发行制度改革探讨”,载《现代商业》2012年第23期。

[7] 参见刘俊海:“新股发行体制改革势在必行”,载财经中国, <http://stock.cjzg.cn/yaowen-jinghua/1372923245422963.html>, 2013年7月22日访问。

[8] 参见林采宜:“新股发行上市存在的主要问题”,载21世纪网, <http://www.21cbh.com/HTML/2012-3-5/3NNDI5XzQwNjc3NQ.html>, 2013年7月22日访问。

3. 权力寻租

Kruger(1974)和 Bhagwati(1982)认为,当特定行政主体有权设定市场准入障碍时,他们必然会设租;准入障碍越高,经济主体越有动力交纳租金。Kruger(1974)还指出:“在多数市场导向的经济中,政府对经济活动的管制导致各种形式的租金,人们经常为这些租金展开竞争。在某些场合,这些竞争是合法的。在另一些场合,寻租采取其他的形式,如贿赂、腐败。”

核准制是对股票发行的垄断性管制。从经济学角度分析,只要股市中存在的租金大于俘获政府官员的成本,政府某些官员被俘获的可能性就存在。所以,只要由监管部门来决定一个企业能否上市,而上市带给公司的利益足够大,就容易滋生腐败。

4. 不利于落实发行人和中介机构责任

在市场化程度较高的证券市场中,公司发行证券筹集资金,建立在企业自身经营基础和中介机构的信用担保之上;投资者根据自己的投资能力,在掌握公开信息的基础上,作出投资选择。在这一制度安排下,能够促进发行人与中介机构诚信守法,维护投资者的利益。

然而在当前核准制下,监管机构对发行人进行实质审查,理论上上市公司都是由政府筛选的“优质”公司。但由于过度包装和权力寻租的存在,公司可能并非依赖自身经营状况通过审核,中介机构的担保功能没有发挥出来。其结果是,投资者容易产生依赖心理,对上市公司的投资价值盲目认同;当发行人以欺骗手段获得核准时,投资者的利益便会受到严重损害,一旦出现市场下跌或者个体公司风险爆发的情况,政府往往成为市场诟病的对象,承受巨大的舆论压力,其公信力被大大削弱。^[9]

(二)注册制改革之可行性

鉴于核准制的诸多弊端,“大力推进发行机制的市场化,确立市场机制对配置资本市场资源的基础性地位”,已经成为我国证券发行制度改革的目标。尽管变革为注册制的远期目标已为大多数人认同,但

[9] 参见新华社:“IPO 审批制存缺陷,股市好要多发新股”,载网易财经,<http://money.163.com/13/0411/17/8S6QI6CR00253B0H.html>,2013年7月22日访问。

对于目前我国是否已经具备注册制改革的条件,却多有争议。

这里我们首先对注册制的概念进行厘清,在此基础上分析注册制改革所需条件,进而考察这些条件在我国证券市场是否具备。

1. 注册制概念厘清

许多反对注册制改革的理由来自于对注册制概念的流行性误解:认为注册制只是简单的备案登记后上市。^[10]注册制并非简单的登记备案。注册制强调发挥市场配置资源的功能,但其前提是建立严格的强制披露制度和相关配套法律制度进行保障,还需要成熟的市场主体的密切配合。注册制也不意味着不进行审核,实际上,为了保证信息披露的统一和全面,监管机构(例如美国证监会、香港联交所)都会对信息披露文件进行审阅,对披露不清楚、不完整的地方提出质询意见,要求发行人修改补充。

注册制与核准制并非二分法下完全对立的概念,两者最大的区别不在于审不审,而在于谁来审、如何审。事实上,抛开注册制、核准制的理论标签,两种制度在上市法律环境、对上市公司的要求、中介机构出具法律意见上的操作准则、信息披露规则等方面均十分相似。^[11]

2. 注册制改革的条件分析

注册制对良好运行的要求较高,有赖于相关法律制度的完备,以及相关市场主体的良好素质。有人提出,由于中国证券市场不具备上述特征,因而核准制转变成注册制的条件尚未成熟。^[12]并且,改革风险很大,注册制改革短期之内容易造成市场的急剧扩容,影响到市场的稳定。^[13]

然而,成熟注册制市场的特征不应与注册制改革所需具备的条件画等号。前者是注册制改革所要达到的远期目标,故而必定比后者,即

[10] 参见周科竞:“新股发行实行注册制应谨慎”,载北京商报, <http://www.bbtnews.com.cn/news/2012-10/0900000018427.shtml>, 2013年7月22日访问。

[11] 参见马婧好:“核准制 VS 注册制:股市市场特征决定发行体制”,载《上海证券报》2010年5月17日。

[12] 参见“新股发行注册制不等于零门槛无约束”,载证券时报, <http://wap.cfi.cn/p20130628000432.html>, 2013年7月22日访问。

[13] 参见刘宇琪:“取消发行审核时机未到”,载经济参考网, http://www.jjckb.cn/opinion/2012-02/14/content_357780.htm, 2013年7月22日访问。

改革当时市场条件的发展水平更高。后者只需达到一定的程度,以确保证注册制改革的完成,对改革造成的短期压力具有承接能力即可。毕竟,市场是培养各主体尽责归位的最佳场所,注册制改革成功之后,相应法律制度与相关市场主体的素质才会有更加长足的发展和提高。

(1) 相关法律制度情况

注册制之下最重要的强制信息披露制度与责任制度,在我国相关法律中已有初步的规定。采用注册制,需要对这两类制度进行一定的完善。

其他配套制度,如转板制度与退市制度,对于分流 A 股市场的扩容压力、建立起与经济发展阶段相适应的资本市场容量和层次体系意义重大。我们将在后文予以讨论。

(2) 市场主体的素质状况

经过多年的发展,我国证券市场的相关主体已具备一定的素质。对于发行人,随着证监会打击欺诈力度的加强、全社会诚信制度的规范,发行人的诚信度与守法意识可得到提高。

对于中介机构,伴随着我国资本市场的发展、国家经济实力的提高和金融、法律、会计等专业教育的发展,以及责任体制的完善,我国证券发行市场中介机构(证券公司、会计师事务所、律师事务所等)执业水平已有所提高。

对于投资者,我国投资者真正缺乏的不是判断能力,而是作出判断所需要的信息。注册制下,证券市场失衡的供求关系和扭曲的发行价格得到矫正,投资者有更多的投资选择,可依据公开信息“用脚投票”,对发行人进行约束。^[14]

(3) 市场承接能力

改革可能有阵痛,放弃审批制,上市企业数量增加,短期内股市下跌可能在所难免。但是这种下跌只是回归合理价值而已,而且只有供求合理化,股市才能逐渐摆脱低水平重复,走上价值创造的正轨。因

[14] 参见“证券业:摒弃‘父爱式监管思维’越早越好”,载《中国经济导报》2013年2月28日。

此,放弃审批制,短期利空,长期利好。^[15]

事实上,2012年之后A股市场的一些发审实践,也有向注册制转变的一些元素。^[16]这种渐进式的改变在一定程度上提高了市场对于改革的承接能力。

此外,改革可以分步骤进行以减轻一次改革的压力,例如,可以首先对上市公司小额再融资或对创新性、科技型中小企业率先采用注册制;再如,公布改革时间表给市场消化的时间,同时加紧配套制度的建设。^[17]

因此,注册制改革的条件已经达到,我们处于“新兴加转轨”的重要的发展节点上,需要把握时机进行注册制改革,这对于证券市场乃至整体经济的发展至关重要。

三、如何采用注册制

(一) 美国的经验——注册审查

美国证监会(SEC)对注册表的审阅有以下几个特点:

1. 重视信息披露。美国1933年《证券法》除了规定公开发行需要注册外,没有再规定其他任何发行标准,更没有规定上市标准(留给交易所制定和执行)。但如果把注册制简单理解为向SEC递交申请文件,SEC只起到转发文件、保持信息透明的角色,等上20天发行人就可

[15] 一些论者担心,注册制会导致公司成批上市圈钱,对股市抽血效应不可小觑。对此,有研究表明,新股发行对市场的压力,来自高市盈率发行,而非发行数量。如果以美国市场IPO平均市盈率15倍而非中国46倍市盈率发行新股,2011年的筹资量足以容纳近900家公司上市。参见刘胜军:“中国股市需要“惊险一跃”,载FT中文网,<http://www.ftchinese.com/story/001048967>,2013年7月22日访问。

[16] 例如,2012年4月,证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,明确提出要逐步淡化监管机构对拟上市公司盈利能力的判断,要全过程、多角度提升信息披露质量。参见熊锦秋:“注册制实施需配套制度保驾护航”,载每日经济新闻,<http://epaper.nbd.com.cn/shtml/mrjxw/20130627/130946.shtml>,2013年7月22日访问。

[17] 参见“民革中央建议加速股票发行从核准制向注册制过渡”,载《中国改革报》2007年3月8日。

以路演、发行,^[18]这种观点并不正确。

注册制侧重信息披露,但 SEC 有格式准则要求,也要看文件、提问。在审核中反馈几轮意见,提出一两百个问题,这种情况并不少见。从第一轮意见的内容来看,SEC 的意见大致可分为三类:一是常规类问题,有提醒性质的,也有格式问题,还有属于几乎每次都会被问到的问题(如行业数据报告);二是了解性的问题,如招股书披露不清楚,或 SEC 对相关行业不熟悉,就此提出问题,以对披露的内容、背景作进一步了解;三是要求性或质疑性的问题,SEC 认为公司的披露不充分,直接要求公司作出披露,或者质疑公司为什么没有作出相应的披露,视公司回复的情况再作进一步要求。

2. 注重公开。公开的文件不仅包括招股说明书,还包括注册表要求的附件,比如公司章程、重大合同、中介机构和第三方的同意函等。

3. 注重效率。发行人提交注册表后,SEC 需在 20 个工作日之内给出反馈意见,之后每一轮均需遵守这个时限要求。发行人、承销商、律师在收到 SEC 反馈意见后,通常也会尽早提交答复意见。SEC 表示没有审批意见之后,根据市场情况,发行人和承销商可以印刷初步招股说明书,披露价格区间,开始 2~3 周的路演。路演结束时,发行人和承销商确定发行价格,将价格填入招股说明书中,再次提交给 SEC。SEC 宣布注册表生效,发行人和承销商立即签署承销协议,当天股票在交易所上市,3 天后完成价款交割,至此整个首发过程结束。在提交最终注册表之前两三天,公司还可以向 SEC 申请加速生效(acceleration of effective date)。

4. 注重沟通。SEC 采取书面或电话提问方式与发行人沟通。在具体项目上,SEC 审核员与发行人的律师、会计师打交道较多,基本不和承销商直接沟通。此外,SEC 还通过其他公开渠道指导业内实践。业内人士遇到问题,可以直接致电 SEC 进行咨询,SEC 通过“电话答复汇

[18] 美国 1933 年《证券法》第 8(a)条规定,除另有规定外,注册说明书的生效日应为其报备之日后第 20 日或证券交易委员会可能确定的较早日期;若在说明书生效日前将其补正提交备案,则该注册说明书应视为与其补正同时备案,注册说明书生效日前经证券交易委员会同意提交备案的补正或根据证券交易委员会命令提交备案的补正,均应视为注册说明书的组成部分。

编”定期总结这类问题和答复,供业内人士参考,保证了沟通的畅通。

(二) 香港的经验——注册审查

香港证券监管为“三层监管架构”,核心精神是由贴近市场的营运机构——香港联交所负责前线监管,由香港证监会加以监察,香港政府对金融市场发展制定整体政策。

香港对证券公开发行的监管实行“双重申报”制度,即上市申请人只需将有关材料提交联交所,由联交所负责核查申请人是否符合上市条件;联交所将材料副本转交香港证监会,香港证监会可以行使法定调查权,对违规行为进行调查。

联交所的审查以充分公开为主、实质审查为辅,强调审查过程中参与人员的自律。香港实行保荐人制度,由保荐人协助上市申请以及上市后的合规保障。

联交所对信息披露要求最大的特点是以事后审阅为主,《上市规则》列明了必须“实现审阅”的公告和文件,并规定了如何对信息披露遗漏进行处理,如按情况尽快通知发行人补充遗漏事项,鼓励更正、补充公告等。

一般而言,香港联交所上市科的审查期间为 50~60 天。申请公司获得上市科推荐后,报上市委员会批准。如不批准,上市委员会书面说明退回原因,申请公司可要求上市委员会至多做两次讨论。对于退回理由依然为不宜上市的,公司可以再申请上市复核委员会讨论。香港设立多次申诉和讨论程序以降低审查人员主观裁量的影响。

(三) 特殊的公开发行制度——美国 and 香港经验

1. 再次公开发行

根据美国 SEC 在 1983 年颁布的 415 规则,符合一定条件的美国上市公司增发股票,可以向 SEC 提交 S-3 或 F-3 注册表,SEC 对其审核后,注册证券不需立即发行或出售,而是可根据市场情况延迟发行或出售,即“搁板注册”。而如果不满足上述“搁板注册”条件,只需在首发 6 个月之内再次公开发行,仍可享受很多便利。

没有资格享受搁板注册条件的公司,需要继续沿用注册表,按照相应的要求准备招股书,更新 F-1 注册表以及其他相关文件。满足搁板注册条件时的增发,根据 S-3 表(适用于美国发行人)和 F-3 表(适

用于外国发行人)的规定,必须符合以下条件:第一,已经根据《1934年证券交易法》注册过一种证券;第二,在提交搁板注册说明书之前12个月内已经遵守了证券交易法第12条和第15条d项的规定并提交了所有应提交的表格;第三,从审计财务报表涵盖的上一年度末起未出现不支付优先股股利或偿债基金按期摊还款或者不偿还借款或重大租赁债务的分期付款的情况。提交S-3表或F-3表的公司仅需要申报简单的注册说明书,主要说明证券发行和近期的重大变动,然后通过参照援引纳入(incorporation by references)首发时的相关文件即可。

在上市公司增资方面,香港的规定比大陆宽松,无偿配股的,只要公司股东会通过即可办理;至于上市公司的现金增资,香港的《公司章程》虽未明确规定现有股东的优先认购权,但规定需经股东大会决议方可排除股东优先认购权(这只是《公司章程》的规定,不适用于非香港公司);而在程序方面,如果是由原股东认购,由股东大会通过即可办理,如果是公开募集,则其招股说明书须经联交所审核。

2. 存量公开发行

与我国不同,美国存量股股东也可参与首次公开发行,流程与发行新股一样,都需要经过注册、SEC审阅、沟通、SEC宣布生效等环节。除注册外,还可以通过144规则规定的方式公开出售存量股,其特点是:第一,使用“限制性证券”(restricted securities)的概念对存量股加以定性,以区别于公开发行的股票,允许存量股通过注册方式从限制性证券转换为流通股。第二,符合条件的老股东,在不需要向SEC注册的情况下,可以公开出售所持有的存量股。第三,采用关联方的概念,把老股东分为与公司有关联关系的股东以及与公司没有关联关系的股东,提供宽严程度不同的公开退出渠道。

存量公开发行制度在香港被称为“发售现有证券”(offer for sale),是已发行证券的持有人(或其代表),或同意认购并获分配证券的人或其代表,向公众人士发售该证券。发行人需要向联交所提交上市文件,与发售以供认购(offering for subscription)、配售(placings)、介绍上市(introductions)等上市方式类似,以获得通过。如果是以招标方式发售证券,发行人须令联交所确信分配基准的公平性,而每名按同一价格申请认购同一数目证券的投资者,都获得同等对待。

3. 转板制度

美国证券市场层次分明,涵盖场内交易市场(包括全国性或地区性证券交易所)与场外交易市场。只要符合一定要求,证券可以在不同市场转移销售。转板可以分为两大类型:一是交易所内部不同板块的转移;二是其他交易系统转到纽交所或纳斯达克。

目前纳斯达克股票市场分为三个层次:纳斯达克全球精选市场(NASDAQ Global Select Market)、纳斯达克全球市场(NASDAQ Global Market)以及纳斯达克资本市场(NASDAQ Capital Market)。三者的上市标准要求依次降低。纳斯达克为全球市场和资本市场上市公司向全球精选市场的转板设立了两个通道:自动转板和申请转板。

自动转板机制仅针对全球市场的上市公司。纳斯达克每一年的10月均会对其全球市场的上市公司进行审查,任何满足全球精选市场初始上市条件的公司可在次年1月转入该市场,且无须支付任何申请或上市费用。

申请转板分为两种情况:一是对于全球市场的上市公司,任何在该市场上市的公司达到全球精选市场持续上市标准的,可在任一时间主动申请转板至全球精选市场,不征收申请及上市费用;二是对于资本市场的上市公司,达到全球精选市场初始上市条件的,可申请转板,但需要支付申请费,并补交两个市场上市费用间的差额。

相反,在全球精选市场上市的企业一旦无法满足该市场的持续上市标准,则仍将退回全球市场或资本市场。通过这种内部的市场分层与转板机制,纳斯达克交易所可以满足不同阶段不同规模企业的融资需求,也因此进一步扩大了自身的市场份额。

不同交易系统之间的转板,主要包括从场外交易系统转板到纳斯达克或纽交所,或从纳斯达克或纽交所转板到场外交易系统。场外交

易市场有很多种,比较出名的有 OTCBB(场外柜台交易系统)、^[19] OTC Markets Group(OTC 市场集团,其前身为粉单市场)^[20]等。

香港《上市规则》用专章(第九 A 章)规定了已在创业板上市的发行人转板至主板上市的条件和程序。第一,由联交所上市委员会批准,联交所尽可能地以发行人最近公布的披露资料作为批准或拒绝转板申请的依据,当然,联交所要求更多的资料提供;第二,需要符合《主板上市规则》所列的各项主板上市资格;第三,发行人自首次上市日期以后的首个完整财政年度的财政业绩符合《创业板上市规则》的规定;第四,提出转板申请前的 12 个月,直至证券在主板开始买卖为止,发行人未曾因严重违反或可能违反《创业板上市规则》或《主板上市规则》任何条文而成为联交所的纪律调查对象。

[19] OTCBB 是受美国金融业监管局监管的、场外股票市场中层次最高的市场。1999 年 1 月 4 日,为了提高市场透明度和减少市场欺诈行为,SEC 通过《OTCBB 报价资格规则》(OTCBB Eligibility Rule),要求所有在 OTCBB 报价的证券都应按《1934 年证券交易法》的要求向 SEC 注册,并向 SEC 或对应的银行或保险监管机构提交财务报告以证明其符合报价资格要求。2000 年以后,粉单市场成为美国境内唯一不要求报价证券提交财务报告的公开交易市场。随后,2002 年 7 月通过的《萨班斯—奥克斯利法案》适用于大多数在《1934 年证券交易法》下注册的公众公司,也适用于 OTCBB 公司。这些规定给 OTCBB 市场带来了很大负面影响,许多从纳斯达克或纽交所退市的上市公司不再和以前一样转到 OTCBB 报价交易,而是直接退到了不受《1934 年证券交易法》和《萨班斯—奥克斯利法案》约束的粉单市场。

[20] OTC 市场集团的前身是 1913 年 10 月成立的国家报价局。NQB 将股票报价信息印在粉红色的纸上,将债券信息印在黄色的纸上,每天公布 10000 多种柜台交易股票和 5000 多种债券的价格、交易量等,并将证券报价信息定期制作成刊物印刷发往全国。因此,从市场获得了一个漂亮的别名“粉单”(即 pink sheets),这也是粉单市场的起源。目前,OTC 市场集团的层级大致分 OTCQX、OTCQB 以及先前的 OTC 粉单市场(OTC Pink),这样,投资者容易区分不同层次公司所提供财务信息的水平与质量。2000 年以后,粉单市场成为美国境内唯一不要求报价证券提交财务报告的公开交易市场。粉单市场的公司通常都是规模很小且公众持股量非常有限、流动性较差。同时,很多粉单市场的公司不提供经过审计的财务报表,也不需将财务报表递交纳斯达克,没有进行任何公开的披露,粉单市场的公司具有很高的交易风险。

四、注册制下的制度安排

(一) 保荐制度的取消

1. 香港保荐制度

1999年香港联交所创业板市场正式启动,为规避创业板的高风险,秉承英国法传统,香港仿照伦敦证券交易所建立了较为完备的保荐人制度,要求在创业板上市的企业必须至少聘请一名保荐人。2003年联交所也在主板市场建立了简单的保荐人制度:要求股本证券、单位信托的基金单位或互惠基金的可赎回股份上市的申请人须委任保荐人,保荐人的责任于申请人获准上市后即终止。作为引入保荐人制度的全球第一个主板市场,香港证券监管机构的用意明显:证券发行完全市场化,由中介机构承担起证券市场的监管责任。

因2002年下半年香港多家上市公司出现财务丑闻以及倒闭事件,有评论指出,投资者、监管机构和若干保荐人对保荐人职责期望存在差距,部分保荐人没有妥善履行其职责。^[21]在此背景下,香港开始筹划保荐人制度改革。

2003年5月,香港证监会和联交所联合发布了《有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询文件》,提出了修改《上市规则》的建议。2004年10月《咨询总结》发布,之后根据《咨询总结》,香港对《主板上市规则》和《创业板上市规则》进行了修订并获得通过。此次修订的核心内容包括:(1)发行人须何时委聘保荐人或上市后的顾问(称为“合规顾问”);(2)发行人在协助保荐人及合规顾问方面的角色及职责;(3)保荐人公司须向联交所作出的承诺及声明;(4)对保荐人及合规顾问独立性的要求;(5)保荐人及合规顾问的角色及职责,包括联交所认为他们一般须履行的尽职审查责任;(6)独立财务顾问在发行人作出

[21] 参见香港证监会、联交所在2004年10月联合发布的《有关对保荐人及独立财务顾问监管的咨询总结》,载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=03CP8>,2013年9月28日访问。

重大交易或安排时承担审查责任。

除 2005 年再次启动对保荐人资格要求方面的准则修改外,^[22] 香港证监会在 2012 年 5 月再次发表《咨询文件》,邀请公众就多项旨在改善保荐人制度的建议发表意见,并在 2012 年 12 月发布《咨询总结》,指出相关建议的着眼点在于使保荐人在辅导上市申请过程中及早进行全面的尽职审查,并应在申请上市时一并呈交一份比较完备的招股说明书草拟本。^[23] 这次的主要改革措施包括:(1)香港证监会建议应明确保荐人机构对有问题的招股说明书承担民事及刑事法律责任;(2)规定上市申请人在联交所网站刊登较完备的招股说明书草拟本;(3)对于专家报告,保荐人应确保专家工作的可靠性以及向公众披露的整体资料连贯一致;(4)通过一系列措施加强保荐人角色,如要求上市申请人在呈交申请前正式委任保荐人至少两个月,保荐人费用须于保荐人的委聘条款内列明,并纯粹以保荐人的职责作为计算基础。

2. 建议内地取消保荐人制度

2003 年,中国内地配额制转为通道制和核准制,监管部门面临大量的民营企业证券公开发行的申请,借鉴香港建立起保荐人制度,具体的特征为:第一,保荐人与主承销商合一。第二,证监会对保荐人和保荐代表人的资格与准入进行管制。第三,对保荐代表人的签单数量,进而对 IPO 的申报数量进行控制。第四,保荐人制度在公司融资方面(包括首次公开发行、再融资的公开发行新股以及公开发行公司债等)得到了全面的适用。第五,规定了三重保荐责任。对于虚假陈述的,不仅主承销商、保荐人要承担连带责任,保荐代表人也要承担相关责任。

内地保荐人制度具有很强的私人性和逐利性,表现在如下几个方面:^[24] (1)委任的私人性。保荐人是根据与发行人签订的“私人合约”

[22] 参见香港证监会 2006 年 4 月发布的《有关监管保荐人及合规顾问的咨询总结》,载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=05CP8>, 2013 年 8 月 6 日访问。

[23] 参见香港证监会新闻:“证监会发表有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结”(2012 年 12 月 12 日),载 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR132>, 2013 年 8 月 6 日访问。

[24] 参见蒋大兴、沈晖:“从私人选择走向公共选择——摧毁‘保荐合谋’的利益墙”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第 5 卷),法律出版社 2011 年版。

介入证券发行与上市过程中;(2)报酬给付的私人性;(3)工作方式的私人性;(4)代表人离任的私人性。保荐制度实施过程中产生了很多的怪现象。保荐与承销由同一机构承担,容易导致角色交叉或混同,预设的相互监督审查功能流于形式,导致“合谋”现象的发生,最终侵害投资者的利益。^[25] 在目前的法制环境中,保荐人和发行人“合谋”被发现的概率低,相比预期的合谋收益而言,对证券公司的惩罚力度难以达到威慑的目标。

更重要的,内地保荐人制度与核准制同时产生,受到核准制下证券监管部门实质审查权的限制,发行人最终能否顺利上市并不取决于保荐人对其所进行的推荐,保荐制度的功能没有发挥出来。只有在保荐人具有决定权的注册制下,信誉机制才能起到应有的作用。

我们建议取消保荐制度,回归单一的主承销商制度:机构责任。主承销商承担责任,法律关系简单明了。我国《证券法》已经规定了承销商的核查义务,没有必要再创造出一个保荐业务和保荐代表人群体。

(二)发审委制度的取消

发审委制度是我国现行证券发行审查制度的又一重要组成部分。发审委根据法律规定,审核股票发行申请是否符合相关条件;审核保荐人、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券服务机构及相关人员为股票发行所出具的有关材料及意见书;审核证监会有关职能部门出具的初审报告;依法对股票发行申请提出审核意见。

发审委制度发挥了不小的作用,但是在如今存在很多的问题:第一,权责利不对等。发审委在整个发行制度中占据着最后把关人的角色,发行人、中介机构几乎所有的工作都围绕着怎么过会,投资者则完全寄望于发审委能把真正的好公司给挑出来。以至于发审委承担着实质审查过会公司信息披露真实、成长性良好、治理规范、募投合规等过多责任。^[26] 第二,激励机制不足。由于缺乏市场中的激励机制,发审委无心也无力去保证上市公司的质量。第三,人员配置缺陷。发审委

[25] 参见李有星:“股票首发中承销商与保荐人分离的制度探讨”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第五卷),法律出版社2011年版。

[26] 参见社论:“让证券监管责任归位”,载经济观察报,<http://www.eeo.com.cn/2013/0607/245043.shtml>,2013年7月28日访问。

委员由证监会专业人员和证监会外的有关专家组成,这种公私结合的组织结构导致部分委员可能利用其职务,谋取不正当利益。^[27] 第四,增加了核准的不确定性。发审委的审核对拟发行证券的判断具有较强主观性,其实质审查并无明确标准。第五,增加了寻租空间。行政主导下的核准制的实践与父爱主义的初衷背道而驰,不但没有选出优质的公司,反而成了权力寻租的温床。

因此,在以行政审批为导向的核准制被注册制取代后,注册审查机构履职的权责结构将逐步向“有限权力—有限责任”过渡,再辅之以严格的信息披露要求和中介机构法律责任,发审委制度已没有存在的必要性,我们建议取消发审委制度。

(三)公开发行的制度安排——主承销商制度

1. 美国的经验

(1) 承销商和主承销商的作用

在公开发行中,承销商的作用非常突出。主承销商主要有三个角色:组织协调各方工作,进行尽职调查;建立估值模型,计算公司价值和股票价格;将公司股票推销给机构投资者和公众。副主承销商除了在项目后期开始准备股票的销售以外,几乎很少直接参与上市项目运作,但由于也要承担美国证券法下的责任,因此也要进行尽职调查。

(2) SEC 对承销活动的监管

原则上,SEC 并不监管证券公开发行的承销活动,只要信息披露,如 SEC 要求招股说明书中必须要有“承销”这一章,对承销商名称、承销额、承销价格、费用的分担机制、佣金数额、承销方式等进行披露;路演所使用的材料必须与初步招股说明书一致,如除了“红鲱鱼”招股书^[28]和发

[27] 参见时晋、曾斌:“发审委制度的困境与反思”,载《证券市场导报》2012年6月号。

[28] 红鲱鱼招股书是公司向 SEC 公开提交招股书之后、开始路演之前印刷的招股书。红鲱鱼招股书包含的信息不完整,只有发行价格区间的信息,并没有最终的发行价格。因此红鲱鱼招股书封面左侧有一段竖着排列的红色警示文字,提醒投资者这只是初步招股书,包含的信息不完整,可能还会被进一步修改。整个招股书看起来像红鲱鱼,因此得名。

行人“自由撰写招股书”^[29]以外,公司在路演的时候不应该散发其他书面材料。

(3) 美国金融业管理局对承销的自律监管

美国金融业管理局(FINRA)是2007年成立的自律性监管组织,负责纽交所所有会员券商的检查、执法、仲裁及调解事务等。在首次公开发行中,FINRA要求主承销商提交特定的文件,如注册表、初步招股说明书、最终招股说明书、承销协议以及其他一些信息。^[30]公司第一次公开提交注册表给SEC后,承销商就需要向FINRA提交注册表。之后的每一次修改稿也都需要向FINRA提交。FINRA审阅注册表(招股说明书)和承销协议的侧重点在于承销佣金、承销费用,承销商在过去6个月从公司收到的所有报酬总和不能被认为是“不公平和不合理的”。SEC在收到公司的注册申请以后,也会提醒公司,公司需要得到FINRA的同意函,SEC才会同意公司的首次公开发行项目,宣布注册表生效。

2. 香港的承销制度

香港保荐人制度是法律安排,承销制度更多的是一种商业安排。法律没有规定保荐人必须是承销商或主承销商,但商业上往往做这种安排。香港公开证券承销方式多采用包销方式进行,按联交所《上市规则》第8.22条的规定,联交所保留向发行人查询任何有关建议包销商的财务情况的权力,如果联交所不能确信包销商有履行其包销责任的能力,则可拒绝发行人的上市申请。在香港主包销商一般会收取初次公开发行股份总值的一定比例(如2.5%)作为报酬,但要从中抽取部分作为分销商的分销佣金,分销佣金占分销股份总值的1%~1.25%。

[29] 2005年美国证券法改革以后,公司如果需要补充信息,而且这类信息和红鲱鱼招股书的内容不冲突,那么,公司可以采用所谓“自由撰写招股书”的形式,补充相应的重要信息。所谓“自由撰写”,也就是说不用遵守SEC关于法定招股书的格式要求。这样,自由撰写招股书在包含了SEC要求的格式语言后,主要是格式化的警示性语言,直接写上需要在招股书中增加的内容即可。自由撰写招股书的发送也很简单,电子邮件发送即可,不需要像红鲱鱼招股书一样印成纸质的文件。

[30] See FINRA Manual 5110(b).

(四) 公开发行与上市的制度衔接——美国的经验

公开发行与上市是两个不同的行为。通常而言,存在三种情况:公开发行并上市;没有严格意义上的发行却上市了;公开发行但不上市,最后一种情况较少出现,在此不作讨论。

1. 公开发行并上市

这是最常见的一种情况。公开发行制度最核心的理念就是需要通过注册制下 SEC 的审核,而上市的具体制度如何,交由各证券交易所制定其各自的上市标准。交易所与 SEC 之间会进行沟通,通常交易所会先同意上市,SEC 再宣布注册表生效;若公司没有达到上市标准,交易所不同意上市,则 SEC 也不会宣布注册表生效。

上市申请过程大致可分为三个阶段:收集交易所要求的材料(最重要的是上市申请和上市协议)、与交易所进行初步沟通;交易所审阅材料后提出书面意见要求公司对某些问题作出进一步答复或确认、公司回复交易所书面意见并提交相关材料;所有问题经答复后,交易所发出同意函批准公司上市并通知 SEC。

2. 未经公开发行而上市

实践中,证券没有公开发行但上市大概有两种情况,第一种是“后门上市”(back door listing),即通过并购、合并、换股的方式上市。例如许多中概股通过反向收购在 OTCBB 上交易,进而转板纳斯达克或纽交所。第二种是发行人在美国以外公开发行并在美国以外的交易所上市,虽然通过私募方式发行证券给美国投资者持有,但证券本身没有在美国上市。比如,中国企业在香港公开发行和上市,但通过私募方式发行证券给美国投资者,但证券本身没有在美国纽交所或者纳斯达克上市。

五、公司债券的公开发行制度

(一) 公司债券的统一立法

1. 公司法与证券法的分工协作

(1) 公司法与证券法分工的理论分析和海外考察

公司债券,是公司以自身商事信用为基础发行的,约定一定期限内

还本付息的有价证券。从公司法的角度看,债券是公司投资者之间建立起来的一种金钱债权债务法律关系。由于公司债券持有人是公司的局外人,为确保债券持有人对公司的债权不受损害,需要公司在债券上记载详细信息,并设置债券存根簿,来表彰债券持有人对公司的债权请求权。

从证券法的角度看,公司债券不完全等同于一般公司债权。公司债券在发行时,其债权人为不特定的公众(公募时)或特定人(私募时),其所订立的公司债券契约具有公众性和集体性的特点。在法律上为有效处理这种“一对多”的法律关系,必须规定公司债券发行方式、具体操作要求、债券上市交易、登记托管事项,以及信息披露要求、监管措施和违法违规制裁等。

各国法制对公司法与证券法的分工的规定各有不同,但有关公司与债权人如何建立、变更和消灭债权、债务法律关系的内容,通常由公司法进行规定,而有关公司债券发行(公募与私募)及通过各级资本市场进行交易流通的法律关系内容,通常由证券法规定。

美国:由于公司法的立法权归各州所有,因而在联邦层面上主要由联邦证券法进行调整,有关公司债券受托管理人的规定,亦由联邦证券法中的《1939年信托契约法》(Trust Indenture Act of 1939)调整。公司债券的发行与交易,由SEC负责统一监管。

日本:日本的《公司法典》规定了公司决议发行公司债、公司债券记载与交付、公司债存根簿及其管理、公司债的一般转让与质押、公司债的丧失与救济,以及关系公司债券持有人权益保护的公司债管理人制度和公司债权人会议等事项,而有关公司债券的发行与交易,则由《金融商品交易法》规定。在监管权的分配上,日本在混业经营之后,由单一机构实施集中统一的金融监管,目前是由金融厅(FSA)负责监管所有金融商品的交易。

我国台湾地区:台湾的“公司法”规定了发行公司债的决议、发行公司债的总额限制、发行公司债应向监管机构提交的文件、不得发行公司债的情形、擅自变更公司债用途的处罚等;“证券交易法”规定了发行股票的公司发行债券的总额限制、公司债的私募等事宜。台湾地区实行混业经营之后,也效仿日本采用了由单一机构实行集中统一的金

融监管的做法,目前是由“金融监督管理委员会”负责公司债券的发行与交易事宜。

(2) 我国的规定存在的问题与改革措施

我国目前关于公司债的规定分立于《公司法》和《证券法》之中。这种分工的形成有其历史成因,但也存在不尽合理之处:例如,《公司法》一方面规定了本应属于《证券法》调整的关于公司债券发行的事项(如公司债券募集办法的内容),另一方面却对本应由公司法调整的有关债券持有人权益保护的事项(例如公司债券持有人大会)未作规定;公司债券的信息披露完全倚重股票的规定,而未结合公司债券的特性设计有针对性的信息披露事项,损害了信息披露的效用,等等。这种分散规定不利于公司债券制度和监管的统一化与投资者保护。

因此,我们建议借《证券法》修改之机,同步修改《公司法》,并合理安排公司债券调整内容在二者之间的分工。

2. 各类公司债券监管的统一立法

(1) 我国公司债券市场的三足鼎立与二分市场^[31]

公司债券这一在国外有着通用名称的金融产品,在我国因主管部门的不同而有三种称呼,并分别适用三套规则。

国家发展和改革委员会(以下简称发改委)监管的称为企业债券,主要以中央国企、地方重点企业为发债主体,所募集的资金主要投向国家重点项目或基础设施建设。这一市场已有 20 多年的历史,目前主要适用 1993 年国务院制定的《企业债券管理条例》和发改委发布的若干通知。

证监会监管的称为“公司债券”,主要以上市公司为发债主体,所募集的资金由公司自主决定使用。2007 年,证监会制定《公司债券发行试点办法》,正式开启证券交易所内的“公司债券”市场。

中国人民银行(以下简称央行)领导下受银行间交易商协会(以下

[31] 参见陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券市场导报》2010 年第 4 期;洪艳蓉:“公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010 年第 4 期。

简称交易商协会)^[32] 监管的称为非金融企业债务融资工具(以下简称中期票据),主要以非金融企业为发债主体,所募集的资金由公司自主决定使用。作为2008年4月新启动的市场,央行在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》中下放债券发行核准权,开创了由交易商协会负责债券发行注册并全权自律监管的高度市场化管理模式。

比较三套债券规则(见表1)^[33] 不难发现:企业债券规则延续计划经济下政府分配信贷资源并直接管制经济的轨迹,由发改委核准债券额度并核准发行,属于“行政型”;中期票据规则借鉴海外成熟市场的做法,全交由自律组织进行管理,属于“自律型”;“公司债券”规则兼采二者之长,在保留证监会发行核准权的基础上,试图通过建立发行保荐、债券受托管理人和债券持有人会议等一系列制度实现后继的市场化运作,属于“复合型”。从监管强度看,呈现企业债券“行政型”向公司债券“复合型”再向中期票据“自律型”逐步弱化的趋势;从市场自由度看,则正好相反。

表1 我国三套公司债券规则比较

		“公司债券”	中期票据	企业债券
主管机构		证监会	央行	发改委
目前主要制度规范		2006.1.1《公司法》、 《证券法》 2007.8.14《公司债券发行试点办法》及证券交易所相关规则	2008.4.15《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》及银行间市场交易商协会的配套自律性规则	2006.1.1《公司法》、 《证券法》 1993.8.2《企业债券管理条例》及发改委的各项通知和规定
监管要求	市场准入	核准制,有绿色通道	交易商协会注册制	从审批制逐步向核准制过渡
	发行方式	一次核准,多次发行	一次注册,多次发行; 允许定向私募发行	按核准的规模一次发行

[32] 协会是由市场参与者自愿组成,于2007年9月3日注册成立的包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织。

[33] 如无特别说明,文中表1-4均根据中国债券信息网、证券交易所网站公布的统计数据和各监管部门发布的公开资料制作。

续表

	“公司债券”	中期票据	企业债券	
主管机构	证监会	央行	发改委	
监管要求	信息披露	强制性	强制性	
	信用评级	强制性	强制性	
	担保要求	自愿性 目前发行的担保与无担保参半	自愿性 目前发行的大多无担保	从强制性向自愿性过渡 目前发行的大都有担保
	募集规模	累计余额不超过公司净资产的40%	累计余额不超过公司净资产的40%	符合国务院批准的规模 累计余额不超过公司净资产的40% 目前的操作比较宽松
	资金用途	公司自决	公司自决	符合国家产业政策和行业发展方向,所需手续齐全;主要为项目债券
	发行利率发行价格	由发行人与保荐人通过市场询价确定	以市场化方式决定	企业根据市场情况确定,但以监管部门的核准为准
	债券期限	无限制,通常为5~20年	无限制,通常为3~5年	无限制,通常为5年以上的长期债券
	质押回购	允许	允许	允许
	投资者保护	债券受托管理人 债券持有人大会	中期票据持有人会议 主承销商后继管理服务 突发事件应急管理	债券违约时,由要求承销商代偿向要求主承销商代理投资者进行追偿过渡
主要交易场所	目前都在证券交易所交易(含固定收益平台)	目前都在银行间债券市场交易	主要在银行间债券市场交易,少部分在证券交易所和柜台交易	

续表

	“公司债券”	中期票据	企业债券
主管机构	证监会	央行	发改委
登记、结算和托管机构	中国证券登记结算公司	上海清算所	中央国债登记结算公司
投资者来源	1. 在证券交易所交易的,为除存款类机构之外的所有投资者,目前规定上市商业银行可以进入交易所市场试点债券交易,截至目前只有交通银行于2011年5月11日完成了一笔4000万元的交易。 2. 在银行间债券市场交易的,为可以进入这一市场的所有机构投资者,社保基金组合也被允许投资于中期票据。 3. 保险资金已被允许投资于无担保的信用债券。 4. 境外人民币清算行等机构已被允许投资于银行间债券市场债券		

目前,三类公司债券的发行和交易场所主要有两个:一是银行间债券市场——以机构投资者为主的场外交易市场,所有的中期票据和大部分企业债券都在这个市场进行交易流通;二是证券交易所市场——以散户投资者为主的场内交易市场(目前开发了针对机构投资者的固定交易平台),所有的“公司债券”和小部分企业债券托管在这个市场。

尽管央行早在2007年10月就发布了就“公司债券”在银行间债券市场发行、交易流通和登记托管有关事宜的公告,证监会和银监会在2009年1月发布《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》,央行、证监会、银监会在2010年9月再次发布《关于上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》,似乎可以实现所有产品和投资者在两类市场的互通,但截至目前各方的动作缓慢,^[34]加上两个市场的交易和登记结算系统并未实现有效的互联,可以说公司债券市场仍处于“二分市场”格局。

[34] 上海证券交易所2010年10月28日发布《关于试点期间上市商业银行在证券交易所参与债券交易有关事项的通知》,之后于2011年3月29日发布《关于上市商业银行租用会员交易单元参与债券交易有关事项的通知》,及至2011年5月11日,交通银行才完成第一笔4000万元的交易。

(2)我国分立监管存在的问题^[35]和改革措施

首先,两套公司债券模式未能有效促进储蓄向投资转化,合理分配金融资源,解决中小企业融资难题。证监会以防范风险为价值取向,必然选择规模大质量高的上市公司作为发债主体;央行以发展市场为价值取向,必然挑选占有更多经济资源的大型企业作为发债主体。从实践来看,平均每只债券的发行规模高达十四五亿元,按照累计债券余额不超过公司净资产40%的规定,能够发行债券的公司其净资产总额平均四十多亿元以上,已拥有多样融资渠道且不一定缺钱的大型企业,客观上抢占了中小企业的融资资源。

其次,两套公司债券模式发展失衡,不能有效降低融资成本和提高融资效率,促进利率市场化和帮助传导国家宏观政策。交易所债券市场具有更高的交易效率,更容易形成真实的市场利率曲线和有效地传导国家宏观调控政策;中期票据市场尽管投资者众多,但以金融机构为主的投资者具有同质的投资理念和行为,容易出现单边市场,降低流动性而难以发挥债券市场的定价功能。目前,交易所债券市场规模不及中期票据市场规模的1/7,丧失势均力敌的竞争地位,并随后者投资者锁定和流动性自我增强效应,正面临边缘化的危险,加上交易所市场与银行间中期票据市场还不能实现有效的互联互通,必将不利于我国形成真正反映供求关系的利率曲线并充分发挥债券市场的其他功能。

再次,两套公司债券模式未能有效调整 and 平衡金融市场结构,不利于防范金融风险。交易所债券市场的弱势使我国本不合理的金融市场结构又增加一个失衡点。实践中,商业银行购买了61.2%的中期票据,这实际上是另一种形式的间接融资,既未减少企业对银行体系的依赖作用,也未有效地把风险转移出银行体系。而且,银行作为中期票据的主承销商被赋予尽职调查、债券推荐、信息披露协助、债券营销、后继管理、应急事件管理和代理追偿等多重角色。有限的收费可能使银行难以尽力履行上述所有职责;而且,银行业务经营的脆弱性和外部性,更容易使投资者在中期票据发生信用风险时将责任归咎于银行,诱发声誉危机并

[35] 参见洪艳蓉:“公司债券的实然与应然——兼谈《证券法》的修改”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第五卷),法律出版社2011年版。

可能滋生金融系统性风险。

最后,两套公司债券模式未能适应市场发展阶段平衡激励约束机制,促进市场的可持续发展。证监会和央行对同属直接融资的公司债券监管条件不一,容易诱使企业进行监管套利,扰乱金融秩序。证监会主导的市场化“约束强,激励弱”,可能造成监管过严,不利于我国在空白的基础上发展债券市场;央行主导的市场化“激励强,约束弱”,尽管可以在短期内培育出一个生机勃勃的市场,但过早地谈放权而未能建立有效的约束机制,容易造成信用风险膨胀,不利于市场经过初期发展之后平稳地进入下一发展阶段。2011年以来,云南电力、山东海龙等债券发行人违规事件频发,已在警示人们思考中期票据低门槛准入的信用风险问题和建立这一市场有效约束机制的必要性。

综上,应把公司债券这种筹资者和投资者通过资本市场建立起来的借贷关系,纳入《证券法》的统一监管,以维护我国统一的资本市场和证券法作为这一市场基本法的严肃性。统一监管的内容,包括但不限于:

1. 取消侧重风险防范的债券发行条件,向重主体平等、重质量和重偿债能力评估与风险防范能力的债券发行条件转变;

2. 在允许债券公开发行的同时试行债券私募发行,丰富债券的发行方式,满足市场主体的不同需求;

3. 结合公司债券的内在属性和交易特点,制定适合投资者进行投资决策参考的债券信息披露规则;

4. 允许公司债券在交易所市场、银行间债券市场等多个交易平台互通交易,将市场准入和交易监督权授予市场基础设施提供者或交易组织者或行业协会行使,允许各个交易平台发展各具特色的交易机制,创造比较优势,繁荣多层次资本市场的建设;

5. 制定统一的债券登记、托管和结算规则,保障各个市场的互联互通,积极推进债券交易后台服务的集中和统一;

6. 建立证监会、央行等公司债券监管者之间的分工合作监管机制,统一监管标准,减少监管套利,并积极推进设立统一监管者的工作。同时,将部分市场监管权限和执法权限授予自律组织行使,通过监管自律组织尽职履责起到间接执法作用,提高监管效率。

(二) 公司债券公开发行条件的废止

1. 规定公司债券发行条件的法理分析

公司债券本质上是公司向社会公众的一种举债,其信用基础是公司的商事信用,也即公司在债券到期时的还本付息意愿和能力。为保障投资者权益,需要建立一套监督公司持续保持良好商事信用且具备足够清偿能力的法律机制。由于信息不对称,强制信息披露成为这一制度的核心。

但仅有公司对外的信息披露是不够的,金融学说理论假设了有效市场的存在,但从实践来看,完全有效的市场并不存在。因此,为了能够在资本市场发展的初期就能够发展债券市场,许多国家往往采用事前的监管方法:规定公司债券严格的主体准入条件(起债基准),限定公司发行债券的规模(发行限额),以及设定各种公司财务限制条款,例如要求发债提供担保、限制公司盈余分配、要求公司维持一定的资产净值,以及维持一定的收益以足以偿付债券本息等。^[36]

这种事先的规定有助于公司与投资者早期建立起彼此之间的信任关系,但过高的准入门槛和僵化的限制条款,会损害公司运用债券的积极性并排除许多企业的举债权,同时也可能使一部分具有风险偏好的投资者的需求无法得到满足,这种对投融资双方的制约随着一国资本市场改革的深入可能更加明显。

2. 公司债券发行条件的海外考察

(1) 美国:美国法上没有对发行公司债的条件进行限制,其债券市场上债券种类繁多,包括担保债券、信用债券、资产证券化债券,也包括垃圾债券(Junk Bond)等。其债券市场规模居世界第一,与其宽松的发债制度不无关系。

(2) 日本:在 20 世纪 90 年代的金融改革之前,日本企业以发行附担保公司债为主流,对无担保公司债(信用债),监管者规定了严格的债券发行起点限制、发行限额和各项财务指标限制来防控公司债的信用风险。进入 90 年代之后,为发展公司债券市场,逐步取消上述限制,至 1996 年 1 月,基本废除了债券发行起点限制和各项财务指标限制,转而

[36] 参见廖大颖:《公司债法理之研究》,正典出版文化有限公司 2003 年版,第 38 页。

通过强化公司债券受托管理人制度和公司债券持有人大会制度保护投资者的合法权益。

(3)我国台湾地区:台湾地区的债券制度深受日本影响,但考虑到所处资本市场阶段和一直以来保护公司债券持有人权益的保守做法,在公司债券的发行条件和限制上仍保留了不少条件。^[37]

3. 我国的规定与存在的问题

《证券法》中对公司债券的发行条件的规定较为严格,主要体现于第16条和第18条,但上述规定随着我国资本市场改革的逐步深入,开始呈现出种种问题:

一是公司债券发行条款大体照搬1993年《公司法》的规定,行政管制色彩浓厚,限制了公司的债券融资。

二是公司债券发行主体只向大型公司开放,损害了公司的平等举债权,不利于中小型企业利用债券融资发展经营。

三是公司债券的发行条件限制过于严格和不合理,“一刀切”地限定公司举债规模、利率和举债用途等,以及采用初期负债规模限制的静态方法,不能动态反映公司财务状况变化和真实的公司清偿能力,也阻挠了在市场供求关系下公司与投资者对债券合约内容的协商,限制了公司债券的发展。

四是公司债券未募足,可能是基于经营调整的原因,也可能是基于市场利率波动的原因。在没有储架发行的情况下不加区分地将公司债

[37] 《公司法》第247条规定:公司债之总额,不得逾公司现有全部资产减去全部负债及无形资产后之余额。无担保公司债之总额,不得逾前项余额二分之一。第249条规定:公司有下列情形之一者,不得发行无担保公司债:一、对于前已发行之公司债或其他债务,曾有违约或迟延支付本息之事实已了结,自了结之日起三年内。二、最近三年或开业不及三年之开业年度课税后之平均净利,未达原定发行之公司债,应负担年息总额之百分之一百五十。第250条规定:公司有左列情形之一者,不得发行公司债:一、对于前已发行之公司债或其他债务有违约或迟延支付本息之事实,尚在继续中者。二、最近三年或开业不及三年之开业年度课税后之平均净利,未达原定发行之公司债应负担年息总额之百分之一百者。但经银行保证发行之公司债不受限制。“证券交易法”第28-4条规定:已依本法发行股票之公司,募集与发行有担保公司债、转换公司债或附认股权公司债,其发行总额,除经主管机关征询目的事业中央主管机关同意者外,不得逾全部资产减去全部负债余额之百分之二百,不受公司法第二百四十七条规定之限制。

券尚未募足作为禁止再次发债的情形,限制了公司对债券融资的灵活运用。

五是公司债券的发行建立在公司的商业信用之上,仅禁止对债券本身违约的公司再行发债,不足以反映公司在其他方面的背信行为(例如财务会计文件、申请文件造假等)对债券清偿的影响,也不利于构建一个良好的市场信用文化。

4. 改革措施

第一,注册下删除发行条件规定。实行公司债券公开发行注册制之后,发行条件的规定没有必要,因此删去第16条关于公司债券发行条件的规定。从实践来看,第16条规定的公司债券发行条件也已大多被突破,继续保留没有现实意义。

第二,前一次公司债券未募足作为禁止发债条件的取消。在实行注册制和储架发行机制下,公司可以自主决定发债时间和发债数额,不宜将公司自主决定的事项作为禁止发债事由。

第三,公司背信行为作为禁止发债条件。

第四,禁止公司发债的弹性条款。公司债券不同于股票,到期必须还本付息,是对公司的一种市场硬约束。但如果公司存在严重损害投资者权益和社会公共利益的情形,例如环境污染、责任事故等,就可能需要承担侵权责任或其他法定强制责任,这些债务的清偿可能减少公司的资产,并在偿还上优先于公司债券的清偿,从而可能损害债券投资人的权益。因此,应对此有所限制,并由国务院证券监督管理机构进行解释和执行。

(三) 公司债券的投资者权益保护制度^[38]

1. 公司债券受托管理人制度

公司债券受托人,是指由发债公司聘任的,与发债公司签订债券受托管理协议,在公司债券存续期间,根据法律、协议规定或者债券持有人会议的授权,为维护全体公司债券持有人的利益而行使权利、履行义务

[38] 本部分内容参考了证监会2008年法制研究课题,课题名称:《发展公司债券市场的投资者权益保障机制研究》,课题主持人:洪艳蓉,课题组成员:郭剑寒、吕超、张舒、张天弘、赵银豪。

之人。

公司债券受托管理人制度的设计机理决定了这一职位应当由具有专业管理能力并具有一定经济承受能力的机构或个人担任。

在市场准入条件上,以美国为例,要求充当债券受托管理人的机构应当具有从事债券受托业务的资格、专业管理技能、人员配置、最低资本额及相应的操作规则与内控措施。同时,避免利益冲突是债券受托管理人得以任职并维持职位的最重要内容。美国的立法区分了受托管理人自始至终不得存在的利益冲突和债券出现违约之后不得存在的利益冲突两种情形。

债券受托管理人始终不得存在的利益冲突,主要指发债公司不得与受托管理人存在利害关系,包括发行人不得担任受托管理人,任何直接、间接控制发行人或受发行人控制的人也不得担任受托管理人。债券受托管理人在债券出现违约之时不能存在的利害关系,当出现这些利益冲突时,受托管理人如果怠于消除这些利益冲突,或者未能在法律允许的90天之内及时地排除或消除这些利益冲突,那么受托管理人应当辞任,或者持有公司债券已达6个月以上的投资者可以申请法院解任受托管理人。

债券受托管理人的职责范围及其履行职责的程度如何,与债券受托管理契约的性质密切相关。美国的司法实践对受托管理协议的法律性质尚无统一看法,有的主张受托管理人是完全基于受托契约的“利益相关者”,其职责限于受托契约规定的范围之内;有的主张受托管理人基于当事人之间的信任关系,职责范围不仅限于契约约定,而应上升为受托人对受益人负有完全的信义义务(fiduciary duty)。大多数美国法院认为,虽然公司债券受托契约并非传统私领域下的信托关系,但受托管理人无疑应对投资者负有完全的信义义务。日本在引入美国的公司债券受托管理人制度之后,对公司债券受托契约性质的认定采用了“两分法”:当公司发行的是无担保公司债时,受托管理契约被认为是一种以公司债券持有人为受益人的利他契约;当发行的是附担保公司债时,受托管理契约被认为是适用信托法的一种信托契约。我国台湾地区效法日本,做了类似的制度安排。综上所述,尽管受托管理契约的属性仍是仁者见仁,智者见智,但基于信任关系,受托管理人对投资者应负有信义义

务,却是各方的共识。

2. 公司债券持有人大会制度

公司债券持有人会议,是指由同次公司债券持有人组成,就有关公司债券持有人的共同利害关系事项进行决议,且其决议对全体同次公司债券持有人均发生效力的法定、临时的合议团体。公司债券持有人会议制度是大陆法系国家为保护公司债债权人的利益而设计的制度,许多大陆法系国家都确立了公司债券持有人会议制度。一些国家和地区,例如日本和我国台湾地区,即使引入了美国的公司债券受托管理人制度,仍然保留这一制度设计,并通过相应的机制使两项制度协调运作。

公司债券持有人会议召集的目的,在于就关系全体债券持有人的共同利害关系事项作出决议,这些利害关系事项,主要指影响发债公司债务清偿能力的事项及发债公司怠于还本付息的行为。通常包括:(1)拟变更公司债券募集说明书的约定;(2)发债公司不能按期还本付息的处理及相应的解决方案;(3)发债公司减资、合并、分立、解散或申请破产等影响其债务清偿能力的事项;(4)保证人或担保物发生重大变化,可能影响公司债券清偿的事项;(5)变更、解聘公司债券受托管理人的事项;(6)违约事件发生之后,对公司债券受托管理人的相关授权事项;(7)其他对公司债券持有人权益有重大影响的事项。

债券持有人会议通常不会定期举行,而是在法定或约定的情形出现时召开,接近公司股东临时会议的模式,而且在会议召集、通知与决议方式等方面与公司股东大会具有相似性。为此,许多国家和地区,例如意大利、日本和我国台湾地区,都规定公司债券持有人会议可以准用股东大会的规定。

目前,公司债券持有人会议制度和公司债券受托管理人制度在许多国家/地区得到同时运用,必然带来二者的协调问题。公司债券受托管理人是长期存在的专业化管理机构,公司债券持有人会议是债权人发挥自治管理,非常设性的合议团体。为此,要以受托管理人制度为主,债券持有人会议为辅建立公司债券管理体系,但债券持有人作为最终的债权人,其合议体应具有最终决定权。为充分发挥二者的功用,应区分公司债券管理事项的属性,将一般管理事务授权给受托管理人行使,保留债券持有人会议对关键事项的最后决定权,并建立二者之间的联动机制。

3. 制度改进建议

第一,理顺发债公司、受托管理人和投资者之间的关系。结合我国的法制传统和目前不允许证券公司从事信托业务的规定,宜把受托管理契约定位为基于委任关系而成立的合同,由发债公司代投资者与受托管理人订立,再由投资者通过事后确认而承受权利义务;受托管理人基于委任关系,对全体投资者负有受托义务,应按受托义务标准勤勉而审慎地从事公司债券的管理。根据这一义务标准判断其是否失职,并规定其因过错(适用过错推定)而给投资者造成损害的,应承担相应的损害赔偿赔偿责任,但如能证明自己无过错的,可获得免责。

第二,明确规定受托管理人的市场准入和市场退出条件。对于前者,宜规定债券受托管理人目前由机构担任,并从专业能力、经济实力、道德品质等方面设定准入条件,建立证券公司从事受托管理业务与接受公司净资本管理相协调的制度。对于市场退出,应予承认受托管理人请求辞任权,同时规定前后受托管理人职务交接的要求与责任承担规则。

第三,应进一步细化受托管理人“为债券持有人的最大利益行事,不得与债券持有人存在利益冲突”的条文规定,立法中由负责发行的保荐人(主承销商)担任受托管理人的规定可能隐含巨大的利益冲突,这种做法在海外也是明确被排除的,应在未来进行条文调整,证券公司可以担任受托管理人,但不宜两种角色同时兼任。在利益冲突规则上,可以借鉴美国法上受托管理人的利益冲突回避规则,建立制度约束和处理机制。

第四,由于我国同时采用公司债券受托管理人制度和公司债券持有人会议制度,因此在立法上应规定两类机制的权限分工和联动机制,将一般事务的管理权授予受托管理人形式,而将重要事务的决定权由债券持有人会议来行使。在二者互动关系上,应体现主次和轻重,使它们更好地服务于投资者权益的维护。

第五,鉴于公司债券持有人会议与股东大会以及目前的证券投资基金人会议的相似性,立法应规定允许其参照适用这两类会议的决议程序和表决规则,并对可能滋生损害投资者权益的地方,例如表决权限制、会议召集权、提案权等进行最低程度的规范。

六、公开发行的界定与注册豁免机制

(一)公开发行的界定

1. 公开发行的界定及其问题

2005年《证券法》和《公司法》的修订对于股票公开发行有较大影响,主要表现为两个方面:(1)定向募集方式得到承认;(2)公开发行与上市脱钩。同时,公开发行核准权和上市审核权分别赋予证监会和证券交易所行使。

公开发行只是上市的必要条件,而非充分条件,公开发行的证券并非只有上市一条流通渠道。因此,大陆公司类型中除了原有的公开发行并上市公司和非公开发行公司外,还会出现一类公开发行但未上市公司。

2005年《证券法》对公开发行作出了明确的界定:

“有下列情形之一的,为公开发行:

- (一)向不特定对象发行证券的;
- (二)向特定对象发行证券累计超过二百人的;
- (三)法律、行政法规规定的其他发行行为。”

尽管该项规定确定了划分公开发行和非公开发行的基本要素,但是,第2款的界定及其配套规定仍有值得进一步研究之处。

2. 界定股票公开发行的原则和政策衡量

界定公开发行的目的在于,《证券法》所规定的证券发行核准程序,只适用于证券的公开发行,《证券法》并未要求非公开发行必须经过核准。

证券法立法目的之核心在于保护投资者的合法权益,但这也是有限度的,最终目的在于“促进社会主义市场经济的发展”,因此,对投资者的保护不能过分阻碍社会直接融资。《证券法》中任何具体制度其实都是在投资者保护和便利企业融资两者之间的平衡。

界定公开发行的边界需要遵循两个指导原则:(1)投资者是否需要发行核准程序的保护;(2)成本收益比较:某些情况下,相比收益而言,

核准的成本太高,不值得维持。

3. 界定股票公开发行的相关因素

(1) 上市公司的非公开发行

2005年《证券法》在第13条第2款明确规定:“上市公司非公开发行新股,应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件,并报国务院证券监督管理机构核准。”这显然是希望通过行使核准权对上市公司的现有股东提供保护,以抑制上市公司过分的股权融资偏好。但实际上,这种保护也许并无必要。

在大陆目前的公司资本制度下,公司注册资本在成立时都已发行完毕,并无库存股,因此,如果上市公司发行新股,必须经过股东大会通过。对现有股东保护的更为便捷的方式,是由股东们自己在股东大会上通过投票表明意愿,而不是由证监会来代替股东们来进行核准。否则,对于股东已经通过的增资发行决定,证监会如果不予核准,理由何在?

如果顾虑由于大陆上市公司“一股独大”,社会公众股东很难通过投票保护自己,则证监会已经在上市公司公开发行新股方面采取了一种有趣的尝试:按照2004年底中国证监会发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,上市公司公开发行新股,必须经全体股东大会表决通过,并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过,方可实施或提出申请。此种分类表决机制虽然值得更多讨论,但至少比由证监会直接行使核准权要合理得多。

在发行价格方面,也不适合由行政机关予以核准。市场机制和2005年《公司法》修订案中新增加的股东直接和派生诉讼机制,都可以发挥保护社会公众股东的作用。因此,证监会应就此尽量简化监管程序,以便利上市公司融资。

(2) 发行

① 发行的内涵

迄今为止,大陆法律和行政法规对发行尚无定义。与界定公开发行相关的发行概念包括两个层次:要约或要约邀请活动、证券交付行为。对这两个层次的划分,也区分发行对象为要约人、购买人。前者是发行要约或者要约邀请所涉及的对象,后者则是最终实际购买发行证券或者接受证券的投资者。从美国《证券法》来看,最初大家关注的是要约人

是否需要证券法提供的信息披露的保护,因此,发行的内涵既包括最终的交付,也包括此前的要约或要约邀请。此后关注重心逐步转移到购买人身上。不过由于美国《证券法》坚持对一般性劝诱的禁止,因此,发行的内涵仍然包括了要约、要约邀请和销售等概念。我国2005年《证券法》也规定了一般性劝诱禁止,因此,发行的内涵也应当包括要约、要约邀请和交付这两个层次。

②发行与交易

表面来看,两者的区分比较简单:一级市场是发行市场,其涉及的是发行人创设证券,并交付给投资者;二级市场是已经发行完毕的证券在投资者之间互相买卖的交易。但实际上,两者的区分并不那么容易。

例如,以发行的一方主体必须为发行证券的企业这一标准来区分并不能解决问题。首先,按照2005年《公司法》,发行公司的股份全部发行并认购完毕后,公司可以回购自己的股份并奖励给职工。这种奖励行为是否构成发行?由于这些股份并非公司创设,而是从二级市场回购而来,认定此种奖励行为构成发行,不免有些勉强。其次,简单以主体区分的最大问题在于,发行人可以利用中介转售来规避公开发行监管。例如,在全额包销时,承销商会将发行股份全额购入后再零售给公众投资者。此时,由于发行发生在发行人与少数几个承销商之间,也许可以被界定为非公开发行,而此后承销商将自己购入的股票再销售给一般投资者的行为,则可能被界定为交易,因为其发生在投资者之间。此外,发行人利用关联企业或者关系人转售,当可同样起到上述作用。

正因如此,美国《证券法》并没有界定证券“发行”,而是界定了“销售”和“要约”,并笼统地将这两者全部纳入发行注册的范围,然后才通过特别豁免的方式,将二级市场的交易排除在发行注册要求之外。从美国的经验来看,区分发行和交易的关键在于界定“承销商”(underwriter)这个概念。任何在购买时即意图此后销售证券的人,都可能构成承销商,其销售证券的行为则被界定为发行。从大陆证券立法技术来看,很难对承销商采纳美国那么宽泛的界定。但为了防止存在上述问题,立法应对转售行为进行严格界定。

③发行主体

一般而言,发行主体往往为独立法人,但是很可能存在某个控制者

控制多个经营实体,通过这些实体分别从事非公开发行,但募集资金则为该控制者统一使用的情况,从而避免了“合并”的要求,规避了公开发行监管。

鉴于2005年《公司法》中已经明确提出了“实际控制人”的定义,并且在立法上对其多加关注,因此,在界定发行行为时,也应当以实际控制人作为实际发行主体进行认定。

④特定对象

界定公开发行时,以发行对象是否特定作为标准,这一做法看似自然,但其实在解释上可能有极大的误导性。

遵循发行对象能否事先确定的思路,才会发生对某一确定群体是否不构成公开发行的疑问。^[39]而美国法院在Sunbeam Gold Mines案中早就否决了这种看法,^[40]并且得到美国最高法院在Ralston Purina案中的赞同。^[41]发行核准制度的立法目的在于为投资者提供适当的保护,因此,在界定发行对象是否特定时,也应当看该发行对象是否需要发行核准程序的保护,主要包括两个层面的问题:(1)该投资者是否能够获得所需要的相关信息;(2)该投资者是否有能力对该投资信息作出分析,作出投资决策。因此,有能力作出投资决策的成熟投资者,不需要证券法强制信息披露制度的保护;而对于不成熟的投资者,只要掌握足够的投资信息,就可以从专业人士那里获得帮助。考虑到大陆目前发行核准程序还有实质审查的功能,不能将非公开发行的范围过度扩展。

判断某投资者是否为成熟投资者,可借鉴的立法技术是采取某些非排他性的客观标准,同时,发行人可以自行认定某些投资者为成熟投资者,不过发行人需要承担证明的责任和证明失败的风险。例如,美国SEC的条例D中特别规定了获许投资者(accredited investors)的概念,主要采纳了三个标准:(1)投资经验:主要是机构投资者和私人商业开

[39] 例如,在近年来国内争议颇大的孙大午非法吸收公众存款案中,孙大午向公司员工和附近与公司有经济往来的村民集资借贷,有人认为这些员工和附件村民为特定,因此,孙大午的集资应不构成非法。参见李勇:“孙大午脱离牢狱”,载《财经》2003年11月5日,总第95期。

[40] SEC v. Sunbeam Gold Mines Co., 95 F.2d 699 (C. A. 9th Cir. 1938).

[41] 转引自346 U. S. 119(1953), p. 124。

发公司;(2)和发行人的关系:发行人的董事和高级管理人员;(3)财富标准。

结合大陆的实践来看,对于“特定对象”的界定,也完全可以借鉴上述做法。首先应当规定的是机构投资者。在大陆主要包括银行、保险公司、信托公司、金融资产管理公司、证券公司、财务公司、农村、城市信用合作社、证券投资基金等。^[42]对于非金融性机构的投资公司、资产管理公司,则也应当列入此范围。其次,对于发行人的董事、监事和高级管理人员及其亲属,列入此范围当无疑问。最后,在规定明确的客观标准之外,授权主管机关在今后做进一步的规定。

⑤人数

2005年《证券法》在界定公开发发行时,明确规定了人数标准:“向特定对象发行证券累计超过二百人的”。既然是“超过二百人”,则应当不包含本数,如果恰好是200人,则并不违反本规定。

尽管以人数作为区分公开发发行与非公开发行的标准由来已久,但实际上其理论基础不足。早在1935年,SEC就提出以25人作为界定非公开发行的主要标准之一。但在Ralston Purina案中,美国最高法院明确否定了SEC提出的受要约人的人数众多就不能获得豁免的提法,明确指出:“实际上,并没有什么东西可以阻止委员会在决定何时对特定豁免请求展开调查时采用某种数量标准。但作为对私募发行的法律解释强加数量限制并没有正当理由。”^[43]

此后SEC在现行的条例D中仍然采用人数标准,但其重要性已经大为降低:对于规则504的发行,购买者没有人数限制;对于规则505和506的发行,则对获许投资者没有人数限制,对非获许投资者人数限制为35人。但实际上,有学者认为将“具备应有商务知识和经验,能够评估投资价值 and 风险”的投资者排除在获许投资者之外,并且限定在35人

[42] 当然,这些机构投资者最终是否能够投资发行证券,则要看其主管机构规定的投资范围。

[43] 346 U. S. 119 (1953), p. 125. 原文为: Indeed nothing prevents the commission, in enforcing the statute, from using some kind of numerical test in deciding when to investigate particular exemption claims. But there is no warrant for superimposing a quantity limit on private offering as a matter of statutory interpretation.

之内,并无必要。^[44]

2005年《证券法》采纳的200人标准,一般认为来自信托公司监管机构对资金信托业务中信托合同数量的限制。显然没有足够的理论依据。是否适合大陆的证券发行现状,暂且搁置不议。本文建议是:将此200人的标准不仅仅作为界定公开发行公司的标准,而是作为界定履行持续信息披露义务的标准。对于持续性信息披露义务,迄今为止,《证券法》都仅仅规定为上市公司的职责。但上市公司在《公司法》和《证券法》中仅局限于在证券交易所上市的公司,并不包括证券在其他证券交易场所挂牌交易的公司。而随着多层次证券市场的建设,公开发行但未上市公司一定会出现,其他股东众多但并不上市的公司也会出现。对于这些公司也应当赋予持续性信息披露义务,因而以200人作为标准,也许是一个可能的选择。^[45]

⑥ 累计

2005年《证券法》在界定公开发行时,不但规定了人数标准,还规定了计算方法——累计:“向特定对象发行证券累计超过二百人的”。累计到底如何计算,则是一个令人头痛的问题。本文认为,在设计累计计算方法时必须考虑下列因素:

第一,时间限制。

虽然在2005年《证券法》中,对于累计没有限定性修饰,但是起草者在起草说明中,对此却是有“短期”的限定。根据立法资料,立法者在修改草案中规定累计的原意,是为了防止发行人在“短期内”的多次发行,但由于某种原因,落实在条文上时并没有加上具体的时间限制。

理论上加上时间限制是合理。公司需要发展壮大,因此需要不断引入新的投资者作为股东。公开发行当然可以为公司打开资本市场的融资渠道,但是公开发行的成本可能对于某些公司来说极高,并非合适选择,由此,才会有非公开发行制度的存在。但人数限制不应是界定非公开发行的唯一标准,甚至不是合适标准。

[44] Kripe, Has the SEC Taken All the Dead Wood out Its Disclosure System? 38 Business Lawyer 833, 1983. 转引自郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第131页。

[45] 当然,扩展持续性信息披露义务的问题比较复杂,限于篇幅,本文不予详细讨论。

当然,加上时间限制之后,发行人可能在漫长的发展过程中将股东人数扩充到惊人的数额。对此进行限制是要求在股东人数达到一定标准时,直接将其认定为公众公司,加之以持续性的信息披露义务,以保护这些投资者,而不是否定发行的非公开性质。即股东人数的增加,影响的是公司的性质,而不是发行行为的性质。

第二,不同证券和不同发行人的累计问题。

“向特定对象发行证券累计超过二百人的”,发行的标的是“证券”。证券在大陆《证券法》的范围内至少包括股票和公司债券两种,那么在累计时,是将两种不同证券的发行对象累计计算,还是分别计算?

结合该条上下文的表述:“有下列情形之一的,为公开发行……”应当认为该条计算的是一次发行的人数,不过为了防止发行人将一次发行分割为多次发行逃避监管,才要求累计计算。因此,在计算发行对象人数的时候,应当将可能构成一次发行的多个非公开发行累计计算;对于不能被认定构成一次发行的,则不应累计计算。由此,累计计算的不仅仅发行对象的人数,还需要考虑不同的非公开发行是否可以被归为一次发行。

对此美国 SEC 采用了合并(integration)方法,并提出了判断不同发行是否需要合并的 5 个要素:(1)是否属于同一融资计划;(2)是否涉及同一种证券;(3)是否同时进行或者相隔时间较短;(4)是否获得同一种类的对价;(5)是否出于同一目的。^[46] 不过正如学者们所批评的,这 5 个因素在判断是否需要合并时用处不大,SEC 在自己发布的指导性意见中也并不完全依赖这 5 个因素。^[47]

(二) 发行注册的豁免

注册制下,发行人仍然需要承担较高的信息披露成本。为了便利企业融资,支持企业发展,在一些不涉及公众利益的情况下,或者在一些对公共利益影响不大的情况下,需要免除或者简化发行注册的要求。一般

[46] 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 124 页。

[47] 对 SEC 在合并时诸多考虑和批评,参见 Committee on Federal Regulation of Securities, Integration of Securities Offerings; Report of the Task Force on Integration, 41 The Business Lawyer 595, 1986.

而言,发行注册豁免主要包括三种类型:

1. 私募发行豁免

私募发行豁免的主要理由是不涉及公共利益。从证券法的保护公众投资者的立法目的来说,如果私募发行的对象能够自己保护自己,就不需要证券法的特殊保护,因此可以豁免发行注册的要求。从各国经验来看,界定私募中的交易对象范围,不外乎三个标准:(1)投资经验:主要是金融机构和机构投资者;(2)特殊关系:例如发行人的董事和高级管理人员或者基金管理人的亲友;(3)财富标准:有钱人。在《证券法》修改时,我们建议:

第一,《证券法》中对于私募豁免的规定应当原则化,仅仅规定出私募豁免的类型,具体私募的界定和特定发行程序、信息披露要求等具体规则,则应当交给证监会去规定。

第二,证监会在规定私募界定的时候,应当重点使用财富标准,因为财富标准容易客观化,可以给发行人提供确定的行动指引。财富标准应当根据中国经济发展的状况进行调整。对于按此标准划分出来的所谓“合格投资者”,可以不限定人数。

第三,在界定私募时,也不能排除投资经验和特殊关系这两个标准。证监会可以对这两个标准做原则性的最低条件的规定,并要求发行人提供足够的证据证明发行对象符合私募条件。可以规定最低人数,例如35人或者50人。

第四,私募发行程序:对于私募发行中的信息披露问题也可做简单规定,同时对于私募发行还可以规定一个简单的事后备案程序,以便中国证监会掌握私募市场的发展状况。

2. 小额发行豁免

因为发行注册的成本相对比较固定,当证券发行募资的资金规模小到一定程度时,要求其发行注册将得不偿失,并且因为发行规模较小,其对投资者的总体影响并不会很大,各国因此都规定了小额发行豁免制度。同时,小额发行豁免制度也是为了支持中小企业的发展。

《证券法》修订时,我们认为:

第一,应当明确规定小额发行豁免制度。

第二,具体制度设计可授权证监会进行规定;从发行人角度可以规

定小额发行的最高额度;从投资者角度可以规定每个投资者根据其经济状况确定一个相对最高的投资额度,以不影响其生活为限。

第三,证监会可以规定小额发行中仍然需要提供的最低信息披露要求,甚至可以规定具体的小额发行程序要求。

第四,证监会可以要求小额发行采取事后备案制度,以便证监会掌握市场发展情况。

3. 区域性发行豁免

当证券发行的主要对象都与发行人处于同一区域时,这些发行人的情况的比较容易了解,也比较容易监控,并且因为只涉及地方利益,全国性证券监管机构可以授权地方金融监管机构监管,豁免其在全国范围内的注册要求。

中国目前正在建立地方性的股权交易市场,区域性发行豁免正好可以满足地方性中小企业的发展需求,也可以与地方性股权交易市场相配套,发展多层次的资本市场。但目前《证券法》中对于区域性发行豁免没有任何规定,需要立法修改予以完善。

根据美国经验,区域性发行的界定主要涉及三个要素:(1)发行人主要在该区域内经营业务,一般采用其主营业务、收入等指标来划定,例如要求其主营收入的80%来自该领域;(2)发行对象主要位于该区域,是该区域的居民;(3)在一定期间内,证券应当主要留在该区域,不能转让给区域外的人员,例如要求1年内不能转让给外人。

区域性发行豁免并不意味着其证券发行完全不受监管,而是将其监管权从全国性的证券监督管理机构转移到了区域性的证券监管机构。

中国《证券法》修改中对于区域性发行豁免制度可以规定:

第一,明确规定区域性发行豁免制度,可以做原则性规定。

第二,授权证监会具体规定区域性发行豁免的具体制度,包括是以省还是以更小的地区单位来划定区域性发行的界限,需要仔细研究。

第三,证监会授权地方性的金融监管机构负责对区域性发行进行监管。

第四,将区域性发行与地区性股权市场的建设相关联,体现多层次资本市场建设的优势。

(三)注册豁免的美国经验

美国 1933 年《证券法》同时还规定了两类可以豁免向 SEC 注册的情形:豁免证券和豁免交易。

第一,豁免证券

豁免证券是指由于证券的发行人和证券本身的特殊性而使其免于向 SEC 注册的证券。免于注册的范围不仅包括证券的发行行为,还包括之后的转售过程。只要发行人发行的证券符合规定的种类^[48],就自动享有豁免注册。原因在于:一是由于部分证券发行人的性质使该种证券在发行和转售时无须进行强制的信息披露,如政府债券;二是由于整个金融监管系统的存在使该类证券的投资者至少在理论上已经可以获得充足的保护,如保险单和年金合同;三是某些证券不具有典型的“投资性”(如非营利组织发行的证券),因而也无须强制的信息披露。^[49]

第二,豁免交易

豁免交易是指由于证券发行行为的特殊性而使该发行交易免于向 SEC 注册。^[50] 这些交易中,证券的买方具有比较丰富的经验,或者是证券的发行总量、规模有限,所以不必强制卖方注册并进行信息披露。豁免交易的豁免范围仅限于证券发行行为,不包括之后的转售行为。即该类豁免仅是针对发行这一次交易行为的豁免,而非针对证券本身的豁免。豁免证券是以证券的性质为出发点,而豁免交易则以发行的性质为基础。^[51]

第三,私募发行豁免

1982 年 SEC 制定《D 条例》,简化和统一私募发行和小额发行制度:

[48] See 15 U. S. C. A. § 77e. 在此条款规定下,共有 7 种类型的证券属豁免证券之列,分别是:1. 由政府、银行、保险公司和合格的养老金计划发行的证券;2. 短期商业票据;3. 非营利组织发行的证券;4. 储贷协会、住房信贷协会、农户互助社等类似组织发行的证券;5. 联邦政府监管的某些客运、货运部门发行的某些证券;6. 在破产法下由接管人、财产托管人签发的证明;7. 保险单和年金合同。

[49] James D. Cox & Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials, third Edition*, 中信出版社 2003 年版,第 553 页。

[50] 其他几种类豁免交易为:仅为交换而进行的发行,州内发行,小企业投资公司发行,非专业人士交易豁免,特殊房地产证券豁免。

[51] Alan R. Palmiter, *Securities Regulation: Examples & Explanations*, 中国方正出版社 2003 年版,第 141 页。

一是规定购买者的资格和人数。SEC 将私募发行证券的购买者分为了两类:获许投资人(accredited investors),如金融机构、养老金计划、风险投资公司等,以及非获许投资人(non accredited investors),即在出售证券前,发行人必须合理地相信每一个购买者都具备相应的融资或商业知识与经验,使其能够评估投资的价值和风险。此外,还规定了“购买代理人”(purchaser representative),允许购买者以代理人的知识和经验来满足此条规定。^[52] 购买者不得超过 35 人,或者发行人合理地相信其购买者不超过 35 人。

二是规定信息披露。《D 条例》针对购买者是否属于获许投资人作出了不同的信息披露要求。发行人无须主动向获许投资人披露信息,而对于非获许投资人,发行人必须在出售前的合理时间内按照规定向其提供信息。如果发行人向获许投资人提供了有关发行信息,那么他必须同时向非获许投资人也提供一份相同内容的书面材料。^[53] 如果发行人属于《证券交易法》下的报告公司(reporting company),那还需要提供最近的年度报告或 10-K 表格,和证券交易法下的注册文件中所包含的信息,及一份针对特定发行的简要描述。^[54] 如果发行者不是报告公司,则应当披露能够使购买者了解发行人、发行人的业务及其所发行证券的相关信息。^[55]

三是规定发行的方式。D 条例下私募发行豁免的发行人或其代理人,在要约发行或出售证券时,不得使用任何普遍性劝诱或大众广告的方式,包括但不限于:在报纸、杂志或类似媒体以及广播、电视上所发布的任何广告、文章、通知或其他意思表示形式;或者以普遍性劝诱(general solicitation)或大众广告的形式(general advertising)邀请公众参加研讨会或其他会议。^[56]

四是要求事后报备的要求。私募发行人依 D 条例发行私募证券,必须于出售第一批证券后 15 日内,向纳斯达克申报 5 份 D 表格(Form D),

[52] See Rule 501(h).

[53] See Rule 502(b)(2)(iv).

[54] See Rule 502(b)(2)(ii).

[55] See Rule 502(b)(2)(i).

[56] See Rule 502(C).

且每份表格均须已取得发行人授权人的书面签名。

第四,小额发行豁免

美国 1933 年《证券法》第 3 条(b)款创设了小额发行和交易的豁免,但规定过于简单。SEC 发布的《A 条例》又称为有条件的小额发行豁免(conditional small issues exemption),适用前提是公司必须是在美国或加拿大成立并以之为主要营业地的发行人。该条例主要规定了小额普通证券公开发行的注册豁免,须满足三个条件:一是发行规模——任何 12 个月内的发行额不得超过 150 万美元。后来提高到 500 万美元。二是程序要求——根据该条例获得豁免的发行不需要向 SEC 注册,但是必须在发行之日前 10 日内向纳斯达克提交一份发售声明(offering statement)。三是主体要求——申请发行豁免的主体要符合一定的原则(good cause)^[57],即如果发行人过去曾经触犯过相关法律;或是发行人在过去 5 年内呈交登记文件,但被 SEC 拒绝或下令禁止发行的;或是在过去 5 年中受到纳斯达克的处分等情况,该发行主体就丧失了引用该条例获得豁免的权利。

1982 年纳斯达克制定《D 条例》,简化和统一私募发行和小规模发行制度,规则 504 和《A 条例》一样,对证券的购买人数和资格都没有限制,在某些条件下也允许以“一般性劝诱”或“公开广告”等公开方式发行证券。^[58]没有设立强制性信息披露义务,不需要公司在发行前向纳斯达克提出申请,而只是在发行完毕后以 D 表格(Form D)的形式向 SEC 发出通知即可。^[59]

1992 年 SEC 对规则 504 进行修改,规定发行的证券不属于限制类

[57] See SEC Rule 262 - Disqualification Provision.

[58] 规则 504 规定,在下列情况下,发行可以运用公开广告或一般性劝诱的方式,一是只在要求证券注册,且要求在销售前向投资者公开提交实质性披露文件的州内发行,且该发行人按照有关州的规定实施;二是虽然在那些不要求证券销售前注册或公开披露文件的州里销售,但如果至少在一个要求注册、公开披露文件的州里销售过,而且在销售前向所有购买者交付披露文件的(包括那些没有此程序的州);三是仅在依州法豁免注册,且只向规则 501 规定的获许投资者(合格投资者)实施的。参见[美]路易斯·罗恩·乔尔·塞利格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 297~298 页。

[59] See Revision of Rule 504 of Regulation D, the Seed Capital Exemption, Securities Act Release No. 7644.

证券,除发行人的关系人外,可以自由转让。^[60] 这极大地便利了中小企业的融资。1999年SEC又对规则504进行修订,重新确立了对公开发行方式和自由转售进行限制的原则,规定为了维护社会公众利益,适用规则504进行公开发行方式的需要根据有关州的蓝天法进行注册;交易中的购买人如果后来决定出售股票,也需保证自己能获得豁免登记。

20世纪80年代以后,创新性企业中出现针对内部职工的员工持股、股票期权以及其他员工福利计划的发行,为规范这一领域,SEC于1988年颁布实施规则701。发行人为非报告公司或投资公司,且为非上市公司,该发行人在12个月内,向其员工(包括雇员、董事、管理人员、顾问以及符合条件的其他投资者)所作的总额为50万美元到500万美元的证券发行(具体取决于公司总资产和已发行证券数量),就可以豁免联邦证券注册,但该豁免必须遵守有关州的登记要求。依据规则701发行的证券被认为限制性证券,其转让必须符合规则144或规则144A的要求。^[61]

七、发行的法律责任制度

(一) 现行规定和不足之处

我国现行证券法中关于法律责任的规定在《证券法》第26条,存在三个方面的不足。

1. 未对在申请过程中发现的虚假陈述行为进行处理

废除核准制采用注册制,并不意味着不对拟上市公司进行严格审查。在公司申请注册期间,如果其注册文件在生效前被发现有虚假陈述,自然不能够被允许进入到下一阶段的审查。这种事前的审查可以

[60] See Financial Reporting Release 39 Small Business Initiatives, SEC Release No. 33 - 6949.

[61] See Compensatory Benefit Plans and Contracts, Release No. 33 - 6768, April 14, 1988 & Rule 701 Exempt Offering Pursuant to Compensatory Arrangements, SEC Release No. 33 - 7645, Mar. 8, 1999.

有效地降低事后审查的高行政成本,也能在一定程度上抑制由核准制转向注册制所可能带来的大量劣质公司涌入股市而造成的市场混乱。

2. 对撤销发行核准的程序没有规定

修改后的法律责任规定了在各个阶段发生虚假陈述时,申请人和主承销商的法律责任。也即是说无论在哪个阶段发现虚假陈述行为,都应该给予申请人相应的行政处罚,并且均应经过听证程序。对听证的具体程序作出了要求,将会促进相关的行政部门规范执法,使得程序的操作具有更强的可预见性。

3. 对发行上市后的虚假陈述行为也可以规定更为严格的责任

在此次修改《证券法》的过程中,我们参考美国《证券法》第11条中的规定,增加了发行人上市后一年内被发现虚假陈述的法律责任,并且授权证券持有人(无论其是发行时购买还是在二级市场上购买取得证券)有权要求发行人按照发行价并加算银行同期存款利息返还价款,实际上是用发行价为证券持有人做了一个保险,以促进我国证券发行的法律责任体系的完整。

(二)修改说明和理由

为了完善发行中的法律责任,修改条文将注册文件中存在虚假陈述的情况,根据发现的时间点区分为四个时间段,分别规定了不同的处理方式,以避免现有法律责任规定中的漏洞,并强化了发行中的法律责任。

1. 在注册文件生效前发现虚假陈述的,直接驳回注册申请,并可以3年内停止受理该申请人的申请。

2. 在注册文件生效后至发行前发现虚假陈述的,停止发行,并撤销生效的注册文件,给予行政处罚。

3. 在发行后至上市前发现虚假陈述的,停止上市,撤销生效的注册文件,给予行政处罚,并要求发行人按照发行价并加算银行同期存款利息返还价款。

4. 在上市后1年内发现虚假陈述的,给予行政处罚。同时授权证券持有人(无论其是发行时购买还是在二级市场上购买取得证券)有权要求发行人按照发行价并加算银行同期存款利息返还价款,如果二级市场价格低于发行价,证券持有人就会要求返还;如果二级市场价格高于发行价,证券持有人就不会要求返还。

5. 无论在哪个阶段发现虚假陈述行为,都应该给予申请人相应的行政处罚,因此应当经过听证程序。主承销商对于申请人应当承担连带责任,但能够证明自己没有过错的除外。