

美国资本市场转板机制的得失之鉴

——兼议多层次资本市场建设

王 啸*

摘要:通过“反向收购”进入场外市场,随之完成“私募融资”,最终部分公司“转板上市”,是进入和运用美国资本市场的另一种途径。本文在对美国多层次市场的若干“常识性”概念辨析的基础上,对美国资本市场转板上市的操作方式、市场规模、驱动因素以及监管应对进行了系统介绍和细致讨论,并对我国多层次资本市场建设和转板机制建设提出了思考与建议。

关键词:后门上市 转板机制 新三板 多层次资本市场

通过“反向收购”进入场外市场,随之完成“私募融资”,最终部分公司“转板上市”,成为进入和运用美国资本市场的另一种途径。与传统 IPO 相比,“反向收购”绕开了《1934 年交易法》关于“报告公司”的注册要求,“私募融资”则免于《1933 年证券法》关于公开发行的注册,“转板上市”规避了 IPO 烦琐的尽调、承销和 SEC 审核程序。因此这种

* 中央财经大学兼职教授,会计学博士。

模式也被称为“后门注册”或“后门上市”。

长期以来,关于“后门上市”的监管态度相当暧昧。在促进资本形成(减少中小企业融资成本)与保护投资者(防范系统性风险)之间寻求平衡,历来是 SEC 的重大命题。然而讽刺的是,2010~2011 年发生的“中概股危机”,打破了美国资本市场微妙的平衡。在 SEC 的协调下,三大交易所于 2011 年年底发布新的上市规则,对“后门上市”设置更为严厉的门槛。考虑到这是在 JOBS 法案即将通过,对中小企业放松监管的大背景下的监管举措,更有必要引起后来者深思。

我国正值多层次资本市场加快建设期,“新三板”快速扩容,各种创新相继推出,转板上市业已提上日程。借鉴美国市场得失,充分考量国情阶段,本文提出整体而言,转板机制宜严不宜宽,宜缓不宜急,需统筹兼顾、水到渠成地构建市场化、系统化的转板机制。

一、背景讨论:对多层次资本市场的再认识

在 IPO 之外,存在其他途径进入资本市场,源于资本市场的多层次和企业融资需求的多样性。因此,在对转板机制展开分析之前,有必要对以美国为典型的多层次市场进行辨析。其中众所周知者不再赘述,这里仅讨论容易产生似是而非、含混不清之处。

(一)既高度集中又激烈竞争的多家“国家证券交易所”

交易所的多层次,是通过两个方面体现的:一是多家不同层次的交易所或交易所集团;二是同一家交易所(或交易所集团)内部的不同层次。这是构成美国市场化、系统性转板机制的生态基础。

美国的证券交易所的数量处于不断变化之中,历史上曾经数十甚至上百之多。经过一个多世纪的规模化竞争、全球化并购、电子化浪潮,截至目前,根据《1934 年证券交易法》(以下简称《1934 年交易法》)获得 SEC 批准的“国家证券交易所”(National Securities Exchange)有

16家,另外因交易量有限被豁免注册的有2家。^[1]

这16家国家证券交易所当中,纽约股票交易所(New York Stock Exchange, NYSE),纳斯达克股票交易所(NASDAQ Stock Exchange, NASDAQ)占据主导地位。美国股票交易所(American Stock Exchange)曾为第二大交易所,2008年被并购纳入纽约泛欧证交所集团,并更名为NYSE AMEX。这三家交易所(以下也称为“三大交易所”)包揽了美国几乎全部的上市公司家数和市值。^[2]截至2013年年底,美国的上市公司总数为5599家(NYSE、NYSE AMEX及NASDAQ分别有2567、395、2637家),总市值约为24万亿美元。^[3]倘若扣除1500余家非美国公司,800多家金融类公司(银行、保险公司、投资银行/经济商、其他金融服务等),500多家“纳米级”公司(市值低于5000万美元),^[4]美国本土实体经营的上市公司实际仅有3200余家。^[5]

前述三大交易所之外,其余13家交易所可分为三类:(1)历史悠久的“区域性”交易所,包括芝加哥股票交易所、国家股票交易所等。历史上“区域性”交易所多达数十家,随着规模竞争、信息技术、统一监

[1] 《1934年交易法》第5节规定,任何一个经纪商、交易商或交易所,直接或间接使用邮件或其他洲际商业工具,通过美国境内交易所的任何设施完成或报告证券交易,都是非法的,除非该交易所依据本法第6节注册为国家证券交易所,或者由于该交易所的交易量有限,SEC出于公共利益和投资者保护之考虑,对其注册申请予以豁免。目前国家证券交易所共有16家,因交易量有限被豁免注册的为Arizona Stock Exchange和SWX Europe Limited。另外,如果是从事证券期货交易的公司(目前有6家),则根据《1934年交易法》的第6节(g)注册成为交易所。

[2] 其他“区域性”交易所、新兴交易所及以期权等衍生品为主的交易所,几乎没有单独上市的公司。因此无论监管方,世界交易所联盟,业界或学术界对上市公司的统计,毫无例外地包括NYSE、NYSE AMEX、NASDAQ三家交易所,其他则忽略不计。

[3] 数据来自纽交所、纳斯达克交易所官方网站,并与世界交易所联盟官方网站以及业界及学术界文章采用的数据库数据进行核对。

[4] NADAQ官网将三家交易所的上市公司市值分为“巨型”(mego),“大型”(large),“纳米级”市值。

[5] 数据来自纳斯达克OMX交易所集团提供的stock screen数据库系统,经笔者整理计算而得(计算时扣除非美国公司、金融类公司及“纳米级”公司的交集部分),载 <http://www.nasdaq.com/screening>,2014年3月10日访问。

管的发展,大多数闭门歇业或成为兼并整合的对象。^[6] 目前在这些交易所交易的证券(除权证等衍生品之外),基本为三大交易所的上市公司在此双重上市或者非上市交易。(2)凭借技术与交易创新的后起之秀,包括 BATS 集团下属的两家股票交易所和两家衍生品交易所。(3)以权证等交易为主的交易所。交易所的层次如图 1 所示。



图 1 国家证券交易所体系

值得注意的是,“区域性”交易所拥有 SEC 注册的国家证券交易所资格,不可与我国清理整顿前的地方性交易所,^[7] 或者目前建设中的区域性股权市场(以下简称“新四板”)相提并论,也不宜凭主观印象,将“区域性”交易所列为多层次市场的一个层次。

另外,品类繁多的另类交易系统(alternative trading systems, ATS)

[6] 经过本世纪以来并购整合,目前两大交易所都是以集团公司形式运作,旗下各辖多家全国性证券交易所。例如,NYSE 于 2006 年 3 月反向收购在 NYSE 上市的 Archipelago Holdings, Inc., 组建纽交所集团(NYSE Group, Inc.); 2007 年 4 月又并购欧洲的 Euronext N. V., 成立今日之纽约泛欧交易所集团(NYSE Euronext)。2008 年再次收购 America Stock Exchange(收购后更名为 NYSE AMEX, 现又更名为 NYSE MKT LLC。但依据习惯,以下仍采用 NYSE AMEX 作为简称)。NASDAQ 亦不甘落后,2006 年经注册成为一家全国性证券交易所,彻底告别“场外市场”的身份。2008 年 2 月购入欧洲的 OMX AB, 组建纳斯达克 + OMX 集团(The NASDAQ OMX Group)。经过一系列并购,目前该集团旗下在美国拥有三家全国性证券交易所:NASDAQ, NASDAQ OMX PHLX, Inc.(曾经为 Philadelphia Stock Exchange, 现简称“NASDAQ PSX”), NASDAQ OMX BX, Inc.(曾经为 the Boston Stock Exchange, 现简称“NASDAQ BX”)。

[7] 即根据国务院《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38 号)及国务院办公厅《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37 号)的要求,纳入清理整顿范围各类交易场所。

的崛起,在交易量方面不断蚕食三大交易所的份额。^[8]例如 BATS 集团下属的交易所即出身于 ATS,于 2008 年 11 月向 SEC 申请转换为“国家证券交易所”。也许为时不远,凭借创新交易技术和机制的 ATS 将成为企业上市的替代选择。

(二)一家交易所(或交易所集团)内部的多层次

NASDAQ 划分为三个板块:NASDAQ 全球精选市场(NGS),NASDAQ 全球资本市场(NGM)及 NASDAQ 资本市场(NCM)。其中 NGS 定位于“拥有世界最高的上市标准”,“在财务与公司治理标准方面比全球包括纽约证交所在内的任何交易所都要严格”。^[9]NGM 的上市门槛次之,NCM 最低,但 NASDAQ 仍声称 NGM、NCM 两个板块同样“具有严格(rigorous)的上市标准”。^[10]

NYSE 的多层次是通过 NYSE Euro 集团实现的。2008 年收购美国交易所之后,试图与 NASDAQ 的较低层次相竞争,NYSE 股票交易所则保持全球最高财务与公司治理标准的战略层次。

这种交易所内部的多层次,为场外市场挂牌公司得以升级转板提供了客观条件。根据笔者统计,直接转板进入 NYSE 或 NGS 的公司甚少。例如 2013 年从 OTCBB 转板到三大交易所的 23 家公司,转板至 NYSE 或 NGS 的只有 5 家(NYSE:5 家,NGS:0 家);其余 18 家进入门槛相对较低的板块(NYSE AMEX:5 家,NGM:3 家,NCM:10 家)。^[11]市场中存在所谓转板“三级跳”现象,先由场外市场转板到上市门槛较低的 NYSE AMEX 交易所,或者 NASDAQ 的 NCM 或 NGM 板块,待符

[8] 早在《ATS 规则》于 1998 年发布前,ATS 已获取 NASDAQ 股票交易市场 20% 以上的交易量和在纽交所上市证券的 4% 交易量。《ATS 规则》将 ATS 纳入监管范围,要求 ATS 要么经 SEC 注册为一家国家证券交易所,要么注册为“经纪商—交易商”(broker-dealer)。例如,现今最主要的场外市场——OTC Markets Group 所采用的 OTC Link 系统,于 2012 年 6 月获得经纪商—交易商的法律地位。而创立于 2005 年的 BATS(全称为 Better Alternative Trading System,即“更好的另类交易系统”)市场,于 2008 年 11 月将身份转换为国家证券交易所,目前在交易量方面已成为第三大股票交易所,日均交易在美国权益交易市场中的份额达到 10%~12%。

[9] 参见 NASDAQ 股票交易所历年年报的介绍。

[10] 参见同上。

[11] 数据整理自 OTCBB 官方网站的每日证券信息。

合 NYSE 或 NASDAQ 的 NGS 板块的上市条件时,再度转板。^[12]

(三) 基于多层次市场的系统性转板机制

基于多家交易所的不同层次以及同一家交易所(或交易所集团)内部的多层次,形成了四类性质不同,但相互贯通的系统化转板机制。除了本文即将讨论的升级转板(graduation 或 upgrading),还包括降级转板、平级转板及内部转板等。

降级转板即从交易所退市到场外市场,以及从纳入监管范围的场外市场退到 Pink Sheets 的转板,例如,1998 ~ 2004 年近 4000 家从 NASDAQ 退市公司(退市率为 20%),其中将近一半为因不符合持续上市条件而被强制退市,这当中大部分随后在 OTCBB 或 Pink Sheets 交易。

平级转板是在不同交易所之间的转板。例如 2000 ~ 2010 年间,共 182 家公司从 NASDAQ 转板到 NYSE,同时 25 家公司从 NYSE 转板到 NASDAQ。有意思的是,其中没有一家中国公司在两大交易所之间转板。^[13] 内部转板指 NASDAQ 内部三个板块的上市公司之间的升降转板。

(四) 关于 NASDAQ、场外市场及转板上市的辨析

另一个含混之处是 NASDAQ 与场外市场的关系。NASDAQ 诞生于 1971 年 2 月,当时国家证券交易商协会(the National Association of Securities Dealers, NASD)为促进场外市场的电子化、高效率和透明度,组建国家证券交易商自动报价联盟(National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ, 即目前 NASDAQ 的前身)。^[14]

[12] 例如 2010 年,有 8 家从 NYSE AMEX 转板到 NASDAQ(有 5 家是中国公司)。这 8 家公司都是采取反向收购的方式先在 OTCBB 报价交易,再转板至 NYSE AMEX,最终转板至 NASDAQ。参见纽约证券交易所北京代表处:“关于 2010 年美国资本市场上市公司转板之研究报告”,载凤凰网, <http://finance.ifeng.com/gem/hwdt/20110119/3235648.shtml>, 2014 年 1 月 19 日访问。

[13] 参见纽约证券交易所北京代表处:“关于 2010 年美国资本市场上市公司转板之研究报告”,载凤凰网, <http://finance.ifeng.com/gem/hwdt/20110119/3235648.shtml>, 2014 年 1 月 19 日访问。

[14] 参见 NASDAQ2005 年年度报告(10-K),载 SEC EDGAR 系统。

2006年,NASDAD获SEC批准,成为一家国家证券交易所。^[15]与此同时,经SEC批准,在NASDAQ挂牌的企业如已注册为报告公司的,自动转为上市公司。^[16]

时至今日,NASDAQ与场外市场的混淆,在美国也存在。^[17]中国更是存在一些以讹传讹、似是而非之说。例如转板上市,相传微软公司是“从OTCBB转板登陆纳斯达克”的说法不时见诸报端。事实上,微软早在1986年就通过IPO募集资金,并在NASDAQ市场交易。^[18]彼时OTCBB尚未诞生。^[19]概国内媒体所称“场外市场”,实乃成为国家

[15] 早在获批成为全国性证券交易所之前,NASDAQ在上市门槛、上市公司质量、交易规模、自律监管等方面的市场地位已确立多年。21世纪以来,NASDAQ在股权结构上逐步脱离金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority,简称FINRA,2007年由NASD与NYSE的会员监管、执法机构合并成立the Financial Industry Regulatory Authority,目前是全美最大的交易商、经纪商非政府自律监管组织),2005年又将对OTCBB场外市场的经营权归还给NASD。在这些铺垫的基础上,于2006年经SEC批准正式成为一家国家证券交易所。

[16] 在NASDAQ获得全国性证券交易所的注册之前,在NASDAQ上市的证券要么因资产规模和股东人数达到1934法12(g)的门槛性条件而向SEC注册成为报告公司,要么因未达到门槛而免于注册。在NASDAQ成为全国性证券交易所之际,经SEC许可,所有在NASDAQ上市且已经12(g)注册的公司,自动获得12(b)的注册。原先豁免注册的证券则要在2009年8月1日前,完成12(b)的注册。参见有关报告,载<http://www.gflaw.com/pubs/GordonPubDetail.aspx?xpST=PubDetail&pub=109>,2014年3月1日访问。关于《1934年交易法》12(b)和12(g)的注册,详见后文讨论。

[17] 例如SEC在官方网站的投资者栏目,专题警示以NASDAQ上市的幌子,实则在场外市场挂牌,诱骗投资者参与投资的风险。参见Microcap Stock: A Guide for Investors (The OTCBB is not part of The Nasdaq Stock Market. Fraudsters may claim that an OTCBB company is a Nasdaq company to mislead investors into thinking that the company is bigger than it is.),载<http://www.sec.gov/investor/pubs/microcapstock.htm>,2014年3月2日访问。

[18] 微软1986年3月公开招股,并于3月13日在场外市场挂牌交易。公司及股东筹资6100万美元,挂牌当日股价从发行价21元涨至28元。参见微软股票挂牌当日纽约时报的报道(“In over-the-counter trading, Microsoft rose \$7, to \$28, on its first day of trading.”),参见Alex Planes, Celebrating One of the Greatest IPOs of All Time, March 13, 2013,载<http://www.fool.com/investing/general/2013/03/13/celebrating-one-of-the-greatest-ipos-of-all-time.aspx>,2014年3月2日访问。

[19] OTCBB肇始于1990年《一美元股票改革法案》旨在提高场外市场透明度的改革。于1997年4月经SEC批准,获得永久运营地位。

证券交易所之前的 NASDAQ 市场。而在 NASDAQ 注册成为国家证券交易所之际,微软公司也依法获得上市公司身份。这个事实,与从 OTCBB 向 NASDAQ 转板上市,风马牛不相及。

(五) 场外市场的多层次体系

场外市场是一个包罗各类“证券”的庞大系统,就权益类证券(包括股票、可转债、权证、美国存托凭证等)的场外市场而言,^[20]主要存在两个报价媒介(quotation medium);^[21]OTC Bulletin Board (OTCBB) 和 OTC Link。前者由 FINRA 拥有、运营及监管。后者的前身为更为耳熟能详的粉单市场(Pink Sheets),该市场于 2007 年被一家私人公司 OTC Markets Group 收购后,将 OTC Markets 划分出由高到低三个层次: OTC QX、OTC QB、OTC PINK,^[22]并同在 OTC Link 系统上报价和执行交易。

OTCBB 曾显赫一时,最近短短数年间,挂牌证券数量、交易量、做市商家数日渐萎缩。^[23] OTC Markets 则后来居上。这无疑归功于市场化的股权结构、先进的 OTC Link 报价和交易系统以及细分层次战略。据统计,^[24]目前(2014 年 3 月 18 日) OTC Markets 挂牌证券数量为

[20] 场外市场是一个庞大的概念,许多权益类证券、公司债券、政府债券、衍生产品在场外交易。本文讨论的场外市场,是指以权益类证券交易为主的场外市场。

[21] Rule 15c2 - 11 将报价媒介(quotation medium)解释为任何“交易商之间的报价系统”或任何出版或电子沟通网络或其他设备,用以在经纪商或交易商之间通报对任何证券的交易意向,包括以声明的价格买卖,或要约买卖。参见 17 CFR 240.15c2 - 11 - Initiation or resumption of quotations without specific information.

[22] 在 OTC QX 挂牌,设有财务门槛,以保持该板块的高质量特征,包括 OTCQX U. S 和 OTCQX International 两个细分层次。在 OTC QB 挂牌,没有财务门槛,但要求公司向 SEC 注册为报告公司。OTC Pink,既没有注册要求,也不设任何门槛,但按照投资者可获得的信息数量和质量,又细分为及时性信息(current information)、有限信息(limited information)、无信息(no information)三个细分层次。

[23] OTCBB 曾经繁盛一时,20 世纪高峰期报价证券达到 6000 多只,近年日益萎缩。20 世纪末实行的《资格规则》将 OTCBB 纳入监管范围,导致挂牌数量减半,降至 3000 只左右。21 世纪以来,随着萨班斯法案实施,以及 OTC Markets Group 凭借更为实时的报价和交易系统 OTC Link 的竞争,OTCBB 加剧滑坡。最近三年(2011 年、2012 年和 2013 年年底)分别有 2456 只、1185 只、859 只证券,做市商家数分别也从 106 家、86 家进一步下降到 65 家。有关数据根据 OTCBB 官方网站的数据整理。

[24] 数据根据 OTC Markets 官方网站的 Stock Screener 系统整理而得,载 www.otcmartets.com/research/stock-screener ,2014 年 3 月 2 日访问。

9863 只,其中 OTC QX、OTC QB、OTC PINK 三个层次分别有 336 只、3189 只、6338 只证券挂牌。而 OTCBB 目前仅剩 8 只单独挂牌证券(其余 800 余只在 OTC Markets 双重挂牌)。值得注意的是,“挂牌证券”与挂牌公司绝不可混淆,同一家公司往往发行不同证券(普通股、不同种类的优先股、权证、公司债券)且分别挂牌,在场外市场尤为普遍,因此挂牌证券只数远高于挂牌公司家数。

其他场外市场极少纳入业界、学界、监管方视野,笼统称为“灰色市场”(Grey Market)。据统计,^[25]灰色市场挂牌的证券目前有 9871 家(其中相当部分为在 OTC Markets 双重或多重挂牌)。

将场外市场的层次分为纳入监管范围的 OTCBB 与未纳入监管范围的粉单市场,是过于简单化和陈旧的二分法。事实上,联邦《1933 年证券法》及 SEC 监管、FINRA 自律监管、场外市场自身设置的要求,^[26]以及各州层面的《1933 年证券法》及州监管机构的监管,^[27]共同构建了场外市场市场准入、信息披露监管及执法的多层次。场外市场的监管层次包括:(场外市场的层次如图 2 所示)

第一,SEC 注册的报告公司:OTCBB 和 OTC QB。根据 1999 年 1 月 SEC 批准的《OTCBB 资格规则》(OTC Eligibility Rule),所有在 OTCBB 有证券挂牌的公司,必须注册成为 SEC 报告公司,依法履行信息披露义务(如果是存款机构或保险公司,则按照银行、保险监管机构的监管要求进行注册)。

第二,未向 SEC 注册,但适用其他信息披露标准的公司。包括两

[25] 数据来源同注[24]。

[26] 与交易所通过上市标准与上市公司形成商业及监管关系不同,场外市场作为一个报价媒介(quotations medium),市场准入由经纪商或交易商主导。经纪商或交易商依据 SEC 的 Rule 15c2-11,将符合有关条件的公司和证券资料提交 FINRA,经 FINRA 审核同意后,才允许开始报价。

[27] 1996 年国会通过的全国证券市场改进法案规定,在 NYSE AMEX 以及 NASDAQ 上市的证券为“联邦覆盖范围内的证券”(federally covered securities),因而豁免在州监管机构的发行注册。但在场外市场挂牌的证券不属于“联邦覆盖范围内的证券”,因此要接受州监管机构的审查(通常是“审批制”下的实质审查)。为避免州层面审查程序的烦琐冗长,场外市场公司通常诉诸于种种豁免条件,其中最为重要的一项豁免渠道是被列入国家承认的证券手册(nationally recognized securities manual),典型的如穆迪手册和标准普尔手册。

种类型:(1)采用“国际信息标准”(international information standard)的非美国公司,在 OTC QX International 板块挂牌。^[28] 另外,未达到 OTC QX 财务门槛的外国上市公司,在 OTC PINK Current Information 挂牌,亦采用这一标准。(2)采用备选报告标准(alternative reporting standard)的公司,在 OTCQX U. S 层次及 OTC PINK 的 Current Information 层次挂牌。

第三,未遵循任何注册或其他信息披露标准的公司,主要是在 OTC PINK 的最后两级:(1)有限信息板块(limited information),这里挂牌的多数是因财务报告问题、经济困境、濒临破产或自愿原因仅提供少量信息的发行人;(2)无信息披露板块(no information)细分层次。这里挂牌的发行人不愿提供任何信息。

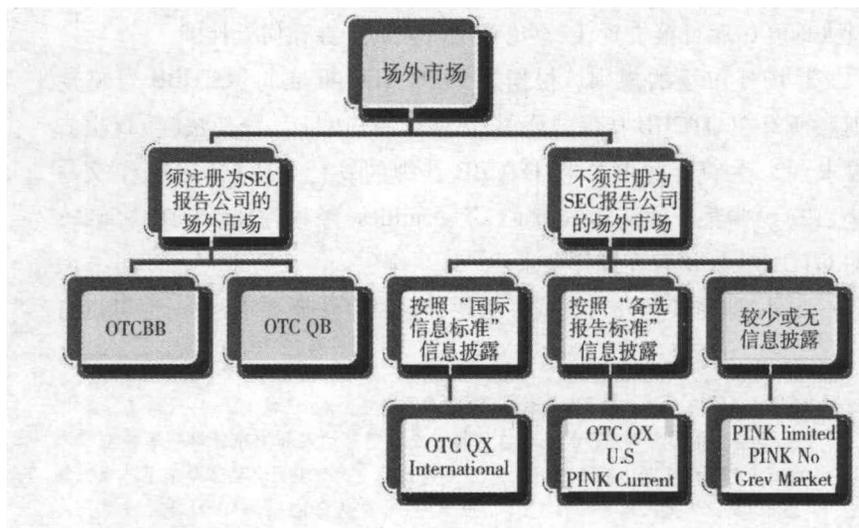


图2 场外市场的监管层次

(六)“成为报告公司”或“公开”的多样化途径

报告公司(reporting company),又称为公众公司(public company),是根据《1933年证券法》或《1934年交易法》注册后,向SEC履行报告责任的公司。根据《1934年交易法》第13条和第15(d)条,向SEC报告的

[28] 根据《1934年交易法》的 Rule 12g3-2(b),在合格非美国交易所的上市公司在场外市场挂牌的,可以上市地的信息披露为依据披露英文版信息,而不必注册成为SEC报告公司。

信息包括年度报告(10-K)、季度报告(10-Q)、重大事项临时报告(8-K)等。成为报告公司或称“公开”的过程,即英文所称“going public”。

《1933年证券法》关于公开发行的注册(register a public offering of securities),以及《1934年交易法》关于某一类权益性证券的注册(register a class of equity securities),以及在OTCBB或其他场外市场的特定板块挂牌,都会触发成为报告公司的法定要求:

1. 《1934年交易法》的注册。在国家证券交易所上市的证券[第12(b)条],或企业总资产超过1000万美元,且记录持有人超过2000人或非“合格投资者”人数超过500人的证券[第12(g)条],[²⁹]这类证券必须向SEC注册。

2. 《1933年证券法》的注册。公开发行证券的注册完成后,^[30]发行人即开始履行报告责任,不论该发行人的证券在何处挂牌。

3. 场外市场的规则。根据1999年SEC批准的《OTCBB资格规则》,所有在OTCBB挂牌的公司,都要依照《1934年交易法》履行报告要求。^[31]为符合此项要求,OTCBB挂牌的发行人依据《1934年交易法》12(g)将某一类证券(a class of securities)予以注册。OTC Markets的OTC QB板块存在同样要求。

此外,即使某场外市场或某板块挂牌没有注册要求,公司也可以自

[29] 1964年《1933年证券法》修正案为《1934年交易法》增加了第12(g)-(i)条。第12(g)条旨在将带有实质性公众利益的场外交易证券纳入和上市证券同等的监管水准。第12(g)规定,“从事跨州商业、影响跨州商业的营业或其证券是采用邮件或任何跨州商业的方式或手段的发行人,应当‘在总资产超过1,000,000美元并且一类权益证券被500多人记录持有’的财政年度的最后一天之后120日内,注册该证券。”参见[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第344页。

[30] 即根据《1933年证券法》第5条规定,任何人发行或销售证券,未经SEC注册是违法的(除非满足豁免条件)。

[31] 在1999年1月《OTCBB资格规则》出台之前,在OTCBB等场外市场挂牌的证券,只要资产和记录持有人规模未达到注册标准,且未发生公开发行,就没有强制注册为SEC报告公司的要求。据统计,1998年OTCBB挂牌的6000余只国内证券,有半数未达到SEC报告标准(SEC Adopting Release 34-40878)。参见Brian J. Bushee, Christian Leuz, *Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation: Evidence from the OTC Bulletin Board*, *Forthcoming Journal of Accounting and Economics* 39 (2), 2005。

愿注册为报告公司。

二、概念辨析与实证观察

(一) “反向收购”、“私募融资”与“转板上市”三步走

转板上市是场外市场的报告公司登陆三大交易所的最后一步或“临门一脚”，在此之前，首先是进入场外市场挂牌，同时或随后进行私募融资。其中第一步，通常通过反向收购(reverse merger, RM)来完成。所谓反向收购，指的是私人公司通过与已在场外挂牌的“壳公司”换股合并，前者将资产和业务注入壳公司，其股东也取而代之，成为壳公司的控股股东。21世纪以来，反向收购大行其道，在家数上呈现超越IPO之势。^[32]

反向收购与我国熟悉的“借壳上市”如出一辙。^[33]但美国的反向收购多数发生在职场外市场，仅有少数直接在交易所借壳成为上市公司。根据斯坦福大学一项研究，2001~2011年美国市场发生的424起反向

[32] 根据一项统计，2001~2008年，反向收购的家数每年皆超越传统IPO家数，且从2004年204家RM以来，每年都保持在200家以上的水平（除了2008年金融危机期间）。参见Ioannis V. Floros and Travis R. A. Sapp, *Shell Games: On the Value of Shell Companies*, *Journal of Corporate Finance* 17, 2011, pp. 850-867.

[33] 借壳上市，即直接在交易所完成反向收购，从而成为上市公司。如纽交所于2005年反向收购在NYSE上市的Archipelago Holdings Inc.，世界通讯公司1989年反向收购在NASDAQ上市的Advantage Companies等。但历史上仅有极少数反向收购发生在交易所。这大概是由于在交易所维持上市地位比较困难，且只有规模较大的公司足以“撬动”如此规模的交易。除了在交易所原本正常经营的公司被借壳上市之外，还有一种在交易所IPO并维持上市的特殊目的收购实体(special purpose acquisition funds, SPACs)，其上市的专门目的就是作为壳公司寻找未上市的投资标的。据统计，目前有数十家以SPACs性质的上市公司。参见Ioannis V. Floros and Travis R. A. Sapp, *Shell Games: On the Value of Shell Companies*, *Journal of Corporate Finance* 17, 2011, pp. 850-867.

收购,^[34]88%发生于在 OTCBB, 剩余 6.30% 发生在三大证券交易所, 5.70% 发生于 Pink Sheets。

由此可见,反向收购本身既没有完成“发行”,也没有实现“上市”,只是私人公司继承了“壳公司”的报告公司身份,^[35]从而实现“公开”(“going public”)。

反向收购完成后,通常以私募发行的方式增资扩股和融资;^[36]待符合交易所上市标准时,再伺机转板上市。^[37]因此严格地说,完成“反向收购”、“私募融资”、“转板上市”三步,才构成完整意义上的 IPO (“公开”、“发行”并“上市”)的替代方式。与 IPO 相比,反向收购绕开在场外市场挂牌并成为报告公司的注册程序,转板上市则绕开公开发行的注册,因此又称为“后门注册”(backdoor registration)或“后门上

[34] 如下表所示:

	反向收购发生当年的交易场所	反向收购发生后三年的交易场所
三大证券交易所	6.30%	35.80%
OTCBB	88%	34.40%
PINK	5.70%	25.60%
被并购	—	0.30%
破产或取缔注册	—	4.00%
总计	1.000	1.001

资料来源:参见 Charles M. C. Lee, Kevin K. Li, and Ran Zhang, *Shell Games: Are Chinese Reverse Merger Firms Inherently Toxic?*, Working Paper, September 2012.

[35] “壳公司”在 SEC 具有专门的定义。有些壳公司源于曾正常经营,但目前处于停滞状态的公司,也有些是壳中介制造的“净壳”。后一种情况下,壳中介作为股东设立一家公司,履行 OTCBB 的申报程序,找到至少一家做市商为其报价,并向 SEC 提交 Form 10,经注册成为《1934 年交易法》的报告公司,开始按期履行信息披露义务。这类壳公司的唯一目的,就是维持在场外市场挂牌和《1934 年交易法》的注册地位,以吸引公司到场外市场完成借壳。参见 Ioannis V. Floros and Travis R. A. SAPP, *Shell Games: On the Value of Shell Companies*, Journal of Corporate Finance 17, 2011, pp. 850 – 867.

[36] See William K. Sjostrom, JR., *The Truth About Reverse Mergers*, Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 2:2. p. 752.

[37] 一项研究统计了 2007 ~ 2008 年间发生反向收购的 298 家公司,并与 NYSE AMEX、Nasdaq 的上市要求相对照,发现在完成反向收购时,只有 13 家公司符合交易所的上市条件。参见 Ioannis V. Floros and Travis R. A. Sapp, *Shell Games: On the Value of Shell Companies*, Journal of Corporate Finance 17, 2011, pp. 850 – 867.

市”(backdoor listing)。^[38]

略作小结,进入资本市场以及成为上市公司的多样化途径如图3所示。

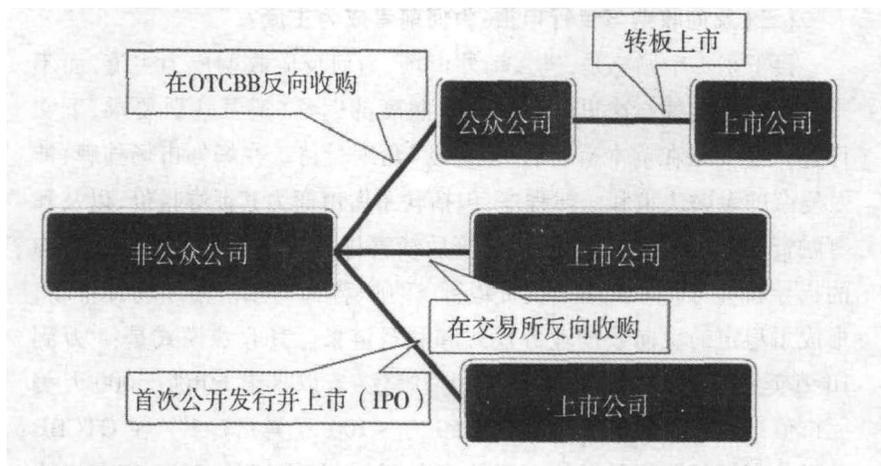


图3 美国成为公众公司 (going public) 及上市公司 (listing) 的不同途径

(二) “反向收购”与 IPO: 选择还是无可选择?

一个问题油然而生,为何有些公司选择在场外市场挂牌,而不是一步到位 IPO? 21 世纪以来,虽然反向收购数量上多于 IPO,但统计上呈现规模小、盈利差、经营失败概率高等特征。^[39] 这类企业无法纳入投资银行 IPO 业务的范围。^[40] 于是,进入场外市场并进行私募融资,为

[38] 参考美国证监会委员 Luis A. Aguilar 在 2011 年 4 月的演讲(“一种普遍的较少为人知的进入公开市场的方式是反向收购,私人公司与公众‘壳’公司进行合并,所谓‘后门注册’。这种交易使得私人企业得以注册为公众公司并由此进入资本市场,但却未经过 IPO 过程中承销商和投资者的审查。”),参见 SEC Commissioner Luis A. Aguilar, *Speech at Council of Institutional Investors, Spring Meeting, Washington, D. C., April 4, 2011*.

[39] See Kimberly C. Gleason, Ravi Jain and Leonard Rosenthal, *Alternatives for Going Public: Evidence from Reverse Takeovers, Self - Underwritten IPOs, and Traditional IPOs*, Working Paper, 14 Mar 200.

[40] 据美国会计总署 2000 年的一份报告,承销商 IPO 的最低标准大概为:年收入 2000 万美元,净利润 100 万美元,且未来 5 - 10 年持续增长的企业。(考虑到最近 10 余年的通货膨胀因素,目前的标准应该更高。)参见 U. S. GEN. ACCOUNTING OFFICE, *SMALL BUSINESS: EFFORTS TO FACILITATE EQUITY CAPITAL FORMATION*, 2000, pp. 21 - 22, 载 <http://www.gao.gov/archive/2000/gg00190.pdf>, 2014 年 3 月 2 日访问。

中小企业提供了利用资本市场的途径,甚至是唯一可行的途径。转板上市机制的存在,又为将来发展壮大者登陆交易所提供了“远景”或“愿景”。

(三) 反向收购与自行申报:为何前者成为主流?

接下来一个疑惑是,进入场外市场,为何反向收购成为主流,而不是自行申报挂牌?这里既存在法律制度的因素(避开注册要求,下文详述),还要站在资本市场的“生意场”角度看待。在场外市场挂牌,涉及复杂的金融决策和法律程序,包括联系做市商为其证券报价,以及私募融资、维持证券价格及流动性等后续安排等。这都离不开专业机构的指导和参与。一批小型投资银行、律师、咨询专家汇集于场外市场,形成了稳定的反向收购业务模式和利益链条。其收费模式是:4万到10万美元佣金+壳公司10%至20%股权(若以将来上市后5000万美元市值计,此部分“壳价值”大概50万~100万美元)。^[41]在OTCBB等场外市场长期积累了较丰富的壳资源(例如据统计,2009年有多达1400家作为报告公司的壳公司)。^[42]这为中介机构开展业务提供了充分的资源。

(四) “中国反向收购公司”的角色

在后门上市模式的兴盛中,中概股公司扮演了推波助澜的角色,以致获得了一个专有名词:“中国反向收购公司”(Chinese RM Company, CRM)。根据美国公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)的官方统计,^[43]中概股公司比美国本土公司及其他外国公司,更热衷反向收购。2007年至2010年3月

[41] See William K. Sjostrom, JR., *The Truth about Reverse Mergers*, p. 754.

[42] 有些壳公司源于曾正常经营,但目前处于停滞状态的公司,也有些是壳中介制造的“净壳”。后一种情况下,壳中介作为股东设立一家公司,履行OTCBB的申报程序,找到至少一家做市商为其报价,并向SEC提交Form 10,经注册成为《1934年交易法》的报告公司,开始按期履行信息披露义务。这类壳公司的唯一目的,就是维持在场外市场挂牌和《1934年交易法》的注册地位,以吸引公司到场外市场完成借壳。参见 Ionnis V. Floros and Travis R. A. SAPP, *Shell Games: On the Value of Shell Companies*, *Journal of Corporate Finance* 17, 2011, pp. 850-867.

[43] PCAOB Staff, *Activity Summary and Audit Implications for Reverse Mergers Involving Companies from the China Region: January 1, 2007 through March 31, 2010*, March 14, 2011.

31日,中国公司反向收购进入美国资本市场共计159起,占美国资本市场全部反向收购数量的26%。同期只有56家中国公司完成IPO,占美国资本市场IPO家数的13%。中国公司反向收购数量近三倍于中国公司的IPO家数;相比之下,美国本土公司及其他国外公司反向收购数量(444家)仅比IPO数量(377家)多出18%。

这159家中国反向收购公司,最终实现转板上市者为少数。根据PCAOB的上述报告,截至2010年3月31日,仅有49家实现在交易所上市(NASDAQ 34家,NYSE及NYSE AMEX 15家),占前三年159家反向收购公司的比重不及1/3(31%)。未实现上市者,有101家在OTCBB挂牌,另有9家退至Pink Sheets或完全退出资本市场。尽管统计显示实现转板上市只是小众群体,但毕竟不乏成功个案,以此为生意的中介机构则极尽“忽悠”之能事。用英文搜索“shell company”或“reverse merger”,或用中文搜索“美国买壳上市”,就可以发现大量专门介绍这方面业务并提供服务的网站。

引申而言,美国本土IPO后继乏力以及中概股的兴起,^[44]使SEC监管陷入一种左右为难的境地。一方面,SEC忌惮中概股所热衷的“后门上市”等对监管的挑战;另一方面,如果措施过严,不但增加中小企业融资成本,还会削弱美国市场的全球竞争力。

(五)有多少场外公司实现转板上市?

尽管历年转板上市不乏其数(每年数十家),且成功个案赫然醒目,但从反向收购公司总数、场外市场挂牌公司总数等各种角度观察,能够实现转板上市的属于小众群体。

观察之一:延续前文所引的研究,在统计的2001~2011年424家

[44] 美国公司IPO后继乏力从以下统计数据可见一斑:统计表明,IPO家数从1980~2000年的年均310家,下降到2001~2012年的年均99家。形成鲜明对照的是,美国实际GDP在上述期间翻番有余。倘若以发行前年销售收入5000万美元(按2009年购买力)为界限,其中将IPO分为小公司与大公司,统计发现小公司IPO家数下降尤为明显,从1980~2000年的年均165家,陡然降至2001~2012年的年均28家。参见 Xiaohui Gao, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*. Aug 26, 2013, Working Paper.

反向收购公司中,^[45] 随后三年里, 仅有 35.8% 在三大交易所上市交易, 另外 60% 仍在场外挂牌(其中 34.4% 在 OTCBB, 25.6% 退至或仍留在 Pink Sheets), 剩余 4.2% 彻底退出资本市场。

观察之二: 笔者整理的 OTCBB 转板上市数据, 也呈现类似情况。^[46] 在 2009~2013 年, 分别有 69 家、71 家、36 家、28 家、23 家企业从 OTCBB 升级转板至三大证券交易所, 仅占各年 OTCBB 挂牌证券数量的 1.95%、2.26%、1.18%、1.18%、1.17%。^[47]

观察之三: 对所有场外市场(包括 OTCBB, Pink Sheets 及后来取代 Pink Sheets 的 OTC Markets, 以及 Grey Market) 挂牌的公司进行全样本统计。根据一项最新的研究, 以 2001 年、2003 年、2005 年在场外市场

[45] 如下表所示:

反向收购发生当年的交易场所及发生三年后的交易场所

	反向收购发生当年的交易场所	反向收购发生后三年的交易场所
三大证券交易所	6.30%	35.80%
OTCBB	88%	34.40%
PINK	5.70%	25.60%
被并购	—	0.30%
破产或取缔注册	—	4.00%
总计	1.000	1.001

资料来源: 参见 Charles M. C. Lee, Kevin K. Li, and Ran Zhang, *Shell Games: Are Chinese Reverse Merger Firms Inherently Toxic?*, Working Paper, September 2012.

[46] 数据整理自 OTCBB 官方网站的每日证券信息, 在此感谢中国国际金融有限公司投资银行部的股权数据团队对此所做的贡献。但如有错漏, 皆由本文作者负责。

[47] 如下表所示:

2009~2013 年度转板上市数量及占比

		2013	2012	2011	2010	2009
转板上市数量		23	28	36	71	69
其中:	转至 NYSE	5	1	3	3	3
	转至 NYSE AMEX	5	3	14	20	16
	转至 NASDAQ	13	24	19	48	50
OTCBB 挂牌证券(年平均数)		1438	2047	2456	3136	3535
转板上市占比		1.60%	1.37%	1.47%	2.26%	1.95%

挂牌的公司为观察对象,分析5年之后的交易场所变化情况。^[48]例如,2005年在Pink Sheets及Grey Market挂牌的4968家美国公司(统计样本剔除了外国公司,REITs,仅有零星交易的公司),5年之后(2010年),升板至OTCBB或三大交易所的比例仅有6%或1%,降板摘牌的公司比例多达30%。2005年在OTCBB挂牌的2816家美国公司,5年后升板和降板摘牌比例分别为6%和16%。2001~2006年以及2003~2008年的统计情况基本类似。

三、“反向收购+私募融资+转板上市”的监管套利

与传统IPO相比,“后门上市”在前后三个环节存在监管套利的空间:在反向收购阶段,绕开《1934年交易法》下成为报告公司的注册,在私募融资阶段,豁免《1933年证券法》关于公开发行的注册,在转板上市阶段,与IPO相比,不存在中介机构尽职调查、SEC注册审核及承销商的承销与询价,亦不存在中介机构对信息披露的鉴证责任。最后阶段易于理解,前两个阶段的监管套利讨论如下:

(一) 绕开《1934年交易法》成为报告公司的注册程序

通过反向收购进入OTCBB等场外市场,合法继承了壳公司的SEC报告公司身份,绕开了自行申报成为报告公司的注册程序。如果自行申报,须向SEC提交的Form 10注册文件。Form 10与公开发行的注册文件Form S-1在内容与格式上基本一致,包括公司业务、风险因

[48] 参见Ulf Gruggemann(2013)等人的研究,原文区分了当年(2001、2003、2005)已经挂牌的公司及当年新挂牌的公司两个子样本,本文为简略方便,合并计算了两个样本。但不影响原论文的证据结论。参见Ulf Gruggemann et al., *The Twilight Zone: OTC Regulatory Regimes And Market Quality*, NBER Working Paper Series, August 2013, p. 21.

素、经审计的报告期财务报告等。^[49]

准备 Form 10 文件及有关附件(包括两或三年报告期的经审计的财务报告)大概需要 60 天,考虑到 SEC 抽查审核及反馈意见修改回复时间,整个程序前后至少需 4 个月。^[50] 这与 SEC 对 IPO 的审核周期大体相当。^[51] 但若采取反向收购,数周即可完成有关信息披露程序。^[52]

(二) 绕开《1933 年证券法》公开发行的注册程序

如前所述,反向收购本身并未给公司带来筹资。这项任务通常是在完成反向收购的同时,通过私募发行(private offering)完成的。^[53] 当下美国公众公司,尤其是小市值公司的私募发行最流行的方式当属“私募融资”(private investment in public equity,以下“PIPE”)。^[54]

[49] 除 Form 10 之外,还有一种更为常用的注册文件 Form 8-A,适用于已经按照《1934 年交易法》第 13 条和第 15(d)条进行信息披露的报告公司,再次触及有关注册要求的情形。由于 Form 8-K 的内容可以“援引”其他注册文件或已进行的信息披露,因此比 Form 10 简略很多。(参见 SEC 官方网站关于 Form 10 与 Form 8-A 的使用说明。)以脸谱公司的 IPO 为例,一方面根据《1933 年证券法》向 SEC 提交公开发行的 Form S-1 注册文件,同时还根据《1934 年交易法》第 12(b),向 SEC 提交在 NASDAQ 上市的 Form 8-A 注册文件,该文件可以援引 S-1 的内容。再如,中国绿色农业 2009 年 3 月向 NYSE AMEX 申请转板上市,向 SEC 递交注册文件,由于一年前已在 OTCBB 挂牌成为 SEC 报告公司,因此注册文件适用简式的 Form 8-A[12(b)]。同年年底,再向 NYSE 申请转板上市,再次向 SEC 提交 Form 8-A[12(b)],并于当年 12 月 3 日注册生效。

[50] See William K. Sjostrom, JR., *The Truth about Reverse Mergers*, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2:2. p. 754.

[51] 关于 SEC 的 IPO 审核“费时、费力”系业界共识,已无须赘述。但通常审核周期为多长时间,美国本土的官方机构和财经媒体也众说纷纭,一项研究总结了若干重要文献的说法,乐观估计为 15~20 周,保守估计为 9~12 个月。参见 William K. Sjostrom, JR., *The Truth about Reverse Mergers*, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2:2. p. 755.

[52] 参见同上。

[53] 私募发行在美国《1933 年证券法》中有两种表述,“private placement”或“private offering”,又可以译为“私募”、“非公开发行”,相对于“公募”、“公开发行”(public offering)而言。参见徐明、杨柏国:“私募发行‘入法’:豁免与监管之平衡”,载《证券法苑》(第 5 卷),第 165 页。

[54] 21 世纪以来,PIPE 家数和融资额大有超越上市公司传统的后续发行(Seasoned Equity Offering, SEO)之势。据一项研究,PIPE 交易从 1996 年的 306 单、融资金额从 40 亿美元增长至 2007 年的 1249 单、融资 560 亿美元。相对照的是,传统的 SEO 融资数量和金额 2007 年分别为 377 次、750 亿美元。参见 Na Dai, *The Rise of the PIPE Market*, working paper, 2004, 载 <http://ssrn.com/abstract=1350950>.

PIPE 针对非公开发行的豁免注册而设计,^[55] 包括发行新股 (primary offering) 和转售老股 (secondary offering, 或称 resale) 两个过程: 一是发行人向私募投资者发行新股,^[56] 属于《1933 年证券法》第 4 (2) 及 506 规则的非公开发行 (private offering), 豁免注册,^[57] 但豁免的证券属于“限制性”证券; 二是 PIPE 投资者将认购的证券公开转售或称公开转让。这个行为须向 SEC 注册, 除非在 144 规则或 144A 规则下豁免。^[58] 实务中为尽可能保证认购证券的流动性, PIPE 投资者会要求发行人主动向 SEC 提交注册。^[59]

PIPE 证券转售的注册虽造成不便, 但值得“欣慰”的是, 老股转售通常能享受到储架发行 (shelf registration) 的“待遇”, 即一经注册, 证券

[55] 参见 Na Dai, *the Rise of the PIPE Market*, working paper, 2004, 载 <http://ssrn.com/abstract=1350950>.

[56] 在美国联邦《1933 年证券法》下, 公开发行股票包括发行新股 (primary offering) 与发售老股 (secondary offering) 两种类型。前者是一级市场上增量发行, 字面意义即为“一级市场发行” (primary market offering), 后者是存量股在二级市场的公开交易或公开转让, 直译为“二级市场发行” (secondary market offering)。两类发行在注册与豁免的适用, 注册说明书 Form S-3 及储架发行的适用等方面, 存在较多差异。

[57] 《1933 年证券法》第 5 条提出“任何人发行或销售证券, 如未向 SEC 注册即是违法的”。第 4 条列举了若干豁免交易的情形, 其中第 4(2) 条规定, 发行人不涉及公开发行的交易免于注册。但《1933 年证券法》并未给出“公开发行”的定义。有关解释是 1982 年通过 D 条例中的 Rule 506。有关条件包括: (1) 可以向无限制的获许投资者发行; (2) 向不超过 35 人的非获许投资者发行; (3) 不得在证券发行中进行一般性招揽或广告。PIPE 的交易设计正是符合 Rule 506, 因此豁免注册。

[58] 除了向 SEC 注册之外, 未经注册的存量股的公开转让, 存在两种豁免通道: (1) 根据 Rule 144 提供的“安全港”, 持有半年 (“非关联方” 股东) 并在报告公司保持信息披露同步性、及时性的状态下, 可自由流通; 或持有一年后, 即可不受任何限制而自由流通。该种途径的缺点是持股者须从认购缴款完毕之日起, 等待 6 个月或 1 年的“禁售期”, 这对于流动性差、公司经营和财务风险大的场外市场, 令 PIPE 投资者难以接受。(除非通过做空或“结构化”投资设计, 对冲价格风险)。(2) 根据 Rule 144A, 在非公开市场的合格投资者 (QIBs) 之间自由转让, 但转让后仍为限制性证券。

[59] 为提高 PIPE 投资者的流动性, 认购新股和老股转售的注册可以在一定条件下“顺序倒置”, 即 PIPE 发行认购的完成, 以公开转售的注册生效为条件。即使有的 PIPE 发行认购不以注册为条件, 但通常要求发行人限期向 SEC 注册, 且注册在一定期限内生效 (通常 90 ~ 120 天), 否则获得一定比例的补偿。参见 William K. Sjostrom, JR., *PIPEs*, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2. 1. p. 386.

在随后两年内,可以随行就市安排多次发行。这对于流动性较差的市场尤为重要。

依据关于储架发行的 415 规则,在满足发行人资格条件下,对于发售老股,无论是否适用 Form S - S,^[60]只要“除了发行人、发行人的

[60] 公开发行证券的注册文件(registration statement)包括 Form S - 1 和 Form S - 3 两种基本类型。Form S - 3 信息披露的内容可以“援引”历史及未来一段时期的定期报告披露内容,因此与 Form S - 1 相比,信息披露负担及融资成本相应降低,SEC 对 Form S - 3 注册文件的审核也是以简单抽查为主。但适用 Form S - 3(称为 Form S - 3 eligibility)具有严格的条件,如果不能适用,就不得不采取要求详尽披露的 Form S - 1。Form S - 3 的适用条件包括两个方面,一是对发行人资格的要求(registrant eligibility requirements):(1)已经根据《1934 年交易法》第 12(b)条或第 12(g)条注册,或根据《1934 年交易法》第 15(d)条提交报告(此项要求表明,发行人必须是经注册的报告公司);(2)合规履行信息披露义务超过一年;(3)过去一年在分期付款、优先股支付股利、融资租赁还本付息等方面未发生重大支付违约行为。二是对发行类型的要求(transaction eligibility requirements):(1)对于发行新股,要求“非关联方”(non - filiated)持有的普通股流通市值(以下简称“流通市值”)达 7500 万美元以上;(2)对于发售老股,只要是“同类证券在全国性证券交易所上市或在全国性证券联盟的自动报价系统挂牌”即可适用。关于 OTCBB、Pink Sheets 等场外市场是否属于“同类证券在全国性证券交易所上市或在全国性证券联盟的自动报价系统挂牌”? SEC 通过解释公告,明确回答:“不属于”。但 SEC 在解释公告中又提出,如果符合发行新股的流通市值标准(7500 万美元),在场外市场挂牌公司的老股转售也可适用 Form S - 3。SEC 的解释公告映射出监管部门在各种利益诉求下的折中艺术:尽管没有“一刀切”地把场外市场挂牌公司的老股转售排除在适用 Form S - 3 之外,但 7500 万美元的“流通市值”标准以及发行人资格关于无支付违约的要求,恰恰把以小企业、财务困难企业居多的场外挂牌公司“婉拒”门外。参见 SEC 的 Securities Act Forms (Last Update: May 16, 2013),载 <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/safinterp.htm>。2007 年 12 月,SEC 进一步扩充了 Form S - 3 的覆盖面,对于发行新股的情形,如果满足以下条件,即使流通市值未达到 7500 万美元,也可以适用 Form S - 3:a. 满足发行人资格的其他要求;b. 有一类证券在全国性证券交易所上市和注册;c. 过去 12 个月,累计新股发行未超过流通市值的 1/3;d. 不是“壳公司”,且在过去 12 个月内都不是“壳公司”。参见 REVISIONS TO THE ELIGIBILITY REQUIREMENTS FOR PRIMARY SECURITIES OFFERINGS ON FORMS S - 3 AND F - 3(RELEASE No. 33 - 8878; FILE NO. S7 - 10 - 0)。

子公司或母公司之外的人进行的证券发行或销售”,便可采用储架发行。^[61]对于 PIPE 投资者,当然容易符合这一项条件。

以中国绿色农业为例,2007 年 12 月 26 日,壳公司向中国绿农的股东发行 10,770,668 股普通股以完成换股合并,同时向投资者非公开发行 6,313,617 股普通股,进行 PIPE 融资。2008 年 2 月 8 日,中国绿农向 SEC 提交 Form S-1(申请文件正文 71 页,内容与 IPO 的招股说明书基本一致),对 PIPE 投资者的 6,313,617 股普通股以及壳公司的原股东持有的 111,386 股,申请以储架发行的方式公开转售。经过半年时间,历经五轮反馈,于 2008 年 8 月 6 日获得 SEC 注册生效。

四、“反向收购+私募融资+转板上市”的监管演进

对上述“后门上市”存在的监管套利空间,监管方多年来采取“睁一只眼,闭一只眼”的态度和做法。所谓“睁一只眼”,指充满警惕,在具体措施上不断压缩套利空间;所谓“闭一只眼”,指始终未关闭此“后门”。其背后的理念在于,一方面,如前所述诸多套利行为,一旦被诚信水准低的发行人和中介机构滥用,容易引发系统性风险。因此为公众利益计,须堵住“后门”的疏漏。另一方面,如果无此“后门”,众多中小企业恐无缘资本市场,这显然不利于整体融资成本的降低。在促进资本形成和保护投资者的钢丝绳上寻求平衡,始终是市场监管者的核心命题。^[62]后门上市的监管演进,正是这一命题在市场准入领域的生

[61] 根据 415 规则,储架发行除了要满足发行人的资格条件(等同于 Form S-3 的资格条件),还要区分发售老股和发行新股。对于发售老股,无论是否适用 Form S-3,只要“除了发行人、发行人的子公司或母公司之外的人进行的证券发行或销售”,便可采用储架发行。对于发行新股,则须要符合 Form S-3 资格条件下,才能采用储架发行。储架发行对于老股转售的适用条件参见 C. F. R. 230.415(a)(1)(i),新股发行的适用条件参见 17 C. F. R. 230.415(a)(1)(x);17 C. F. R. 230.415(a)(4)。有关评述可参见 TMA Global. May 1, 2007. Tougher SEC Standards Are Clogging the PIPE-line.

[62] 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 9 页;徐明、杨柏国:“模糊的边界:析美国证券公开发行与非公开发行之融合”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第 3 卷),法律出版社 2010 年版,第 721 页。

动诠释。

有效监管的另一面是有效市场。在理想状态下,反向收购公司规模小、质量差且没有承销担保责任等情形,能够被市场自动辨别,体现为证券价格上的相应折扣。因此“大而好的公司选择 IPO,小而差公司选择反向收购”能够在市场上自发形成一种均衡。^[63]显然,这是建立 在市场有效性、市场声誉传导有效、投资人理性等一系列假设的基础上。具有讽刺意味的是,随着“中概股”公司涌入美国资本市场,似乎打破了市场均衡的“生态”,最终于 2010~2011 年演变为“中概股危机”,引发业界的全面反思,促使 SEC 针对“后门上市”出台更严厉的措施。有关监管演进过程,阐述如下:

(一) 监管趋同:反向收购“借壳”等同于自行申报

为遏制对壳公司的滥用及信息披露不足,SEC 于 2004 年 4 月发布 一项新规,要求在发生反向收购,从而失去壳公司身份时,通过 Form 8-K 进行披露,披露内容等同于向 SEC 注册为报告公司的 Form 10。由于披露要求丰富详实,业界将其称为“超级 8-K”(super 8-K)。2005 年 6 月进一步更新规则,从提高披露及时性入手,将 Form 8-K 披露的 时点从反向收购完成后 75 天缩短为 4 天。

仍以中国绿色农业(代码 CGAG)反向收购案为例。2007 年 12 月 26 日,壳公司向中国绿色农业的股东发行 10,770,668 股普通股,以完 成换股合并。2008 年 1 月 2 日,向 SEC 提交 8-K 文件,正文共计 20 页,包含公司业务、最近两年财务数据、管理层讨论与分析等内容。其 后数天,根据 SEC 审核意见进行修改(主要增加管理层讨论与分析的 有关内容),并于 1 月 10 日公布经修改生效的 8-K 文件。

(二) 监管加码:私募融资的“老股转售”视同“新股发行”

2006 年,SEC 在监管中开始执行一项新的筛选程序(screening process):如果 PIPE 的老股转售金额超过发行人流通市值的 33%,那 么这项交易将视为发行新股(primary offering)。一旦被界定为一次发 行新股,就会产生两个“严重后果”:

[63] See Augusto Arellano - Ostoa and Brusco, *Understanding Reverse Mergers: A First Approach*, 2002, Working Paper.

1. 难以适用储架发行。如前所述,储架发行对新股发行的适用标准比老股发售要严格得多。只有同时符合 Form S-3 的适用条件,新股发行才能采用储架发行。这就基本上把场外市场挂牌公司排除在适用之外。^[64]

2. 一旦被视为一次新股发行,那么认购 PIPE 股份的投资者就被视为“承销商”(underwriting),而不再是“减持股东”(selling shareholders)。^[65] 承销商的身份会带来若干“麻烦”,比如作为承销商身份的充分披露,承销费率受行业协会管制,须承担《1933 年证券法》第 11 条规定的民事责任等。这些都使以 PIPE 投资者(以对冲基金为主,包括股权投资基金等机构投资者^[66])难以承受。

有趣的是,上述监管态度的调整对 PIPE 业界不啻为重磅出击,但 SEC 极力轻描淡写。事实上从 2006 年 4 月起,SEC 在审核中就开始对超过 33% 标准的老股转售拒绝注册生效。到 2006 年底,随着被否案例越积越多,引起华尔街日报等全国性媒体的广泛报道。SEC 官员迅速“辟谣”,否认有些报道所指“抑制或消灭 PIPE 融资”的意图,声称只是在加强监管执法,防止有关规则被滥用。^[67] 直到 2007 年 1 月,SEC 公司融资部首席顾问在 PIPE 年度会议中的演讲,乃 SEC 官方首次在

[64] 参见前注[56]。

[65] 《1933 年证券法》第 4(1)条的豁免条件是,“如果证券交易者不属于发行人、承销商(underwriter)或经纪商(broker),那么,这类证券交易不需要注册”。作为股东,如果不属于上述三类人之一,那么其公开转让所持有的证券,就可以豁免注册。对于股东,其身份不是发行人,也不是经纪商比较容易辨析,但问题在于,《1933 年证券法》对“承销商”的定义非常宽泛。任何从发行人处购买证券“以图”(with a view to)进一步销售(distribution)的,都属于“承销商”。对于将证券在公开市场转售的股东,一旦转售行为被认定为一次新股发行,投资者相应地被视为“承销商”,那么便不符合第 4(1)条豁免的条件。随之投资者还要承担作为“承销商”的信息披露、费率管制及法律义务和责任。

[66] 参见 Carolyn Sargent, *Squeezing the PIPE*, ABSOLUTERETURN12 (Feb. 2007)。亦参见 Carol E. Curtis, *As Hedge Funds Invest in Pipes, SEC Steps Up Scrutiny*, SECURITIES INDUSTRY NEWS 12 (Oct. 23, 2006); William K. Sjostrom, JR., *PIPEs*, Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 2. 1.

[67] 参见 TMA Global, *Tougher SEC Standards Are Clogging the PIPE - line*, May 1, 2007.

公开场合将这项“新政”予以明确。^[68]

在业内真正发挥直接影响的,正是这些“魔鬼在细节”中的监管态度与措施的“转向”与“微调”。有学者建议,如此重大影响的政策调整,仅通过具体审核中的反馈意见及公开场合讲话有失随意,应当向外界发布有关规则的征求意见稿,以体现监管的可预见性和透明化。但SEC矢口否认发生任何监管政策调整,声称只是督促(发行人)正当的注册行为,遏制对规则之滥用(言下之意,便没有修改规则并征求意见之必要)。^[69] SEC的这种处理方式,反映了规则制定者和监管者面对复杂多变、玄机重重的资本市场,不得不在“原则导向”与“规则导向”之间权衡,保持灵活机动和判断酌处,以追求“模糊化的精确”。^[70]

(三) 监管升级:中概股危机引发全面提高上市门槛

“中概股危机”及其后的监管升级,是一连串事件持续发酵的结果。从2010年年初开始,财经媒体和做空机构开始对若干中概股公司涉嫌会计欺诈大肆报道。^[71] 一批集团诉讼应声而起。^[72] 同期,SEC着手调查经营实体在海外的公司(包括反向收购公司)的财务报告质量,并评估其审计质量。SEC与有关交易所相继对超过35家海外经营的公众公司采取暂停或终止交易措施,理由是这些公司缺乏及时和准确的信息披露,其中不乏通过反向收购形成的公司。当年6月,SEC在官方网站的“投资者公示”栏目,专门提示反向收购公司的投

[68] 参见 Greenberg Traurig, LLP, *News Alert for Pipe Investors – SEC Clarifies Position on Shelf Registration Issues Relating to PIPEs*, Private Funds Weekly Roundup, Jn. 29, 2007, 载 <http://www.gtlaw.com/pub/alerts/2007/0129.pdf>, 转引自 William K. Sjostrom, JR., *PIPEs*, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2. 1. pp. 410 – 411.

[69] 参见同上。

[70] 参见王啸:“试析注册制改革:基于问题导向的思辨与探索”,载《证券市场导报》2013年12月,第7页。

[71] 参见 Bill Alpert & Leslie P. Norton, *Beware this Chinese Export*, *Barron's*, Aug. 28, 2010, 载 <http://online.barrons.com/article/SB50001424052970204304404575449812943183940.html>, 2014年1月20日访问。

[72] 参见 Timothy P. Harkness, *Chinese Companies Under Fire: The Recent Boom in U. S. Securities Cases Against Chinese Public Companies*, *Thomson Reuters Business Law Currents*, Feb. 24, 2012, 载 <http://currents.westlawbusiness.com/Article.aspx?id=eff19be9-2bfc-4568-95b3-f0a263919b8e>, 2014年1月20日访问。

资风险。^[73]

2010年7月12日,PCAOB发布第6号警示函,表达了对海外客户通过反向收购进入美国资本市场(不论是否已经实现转板上市)的审计质量的普遍担忧。^[74]2011年3月,PCAOB发表了一份对中概股公司的分析报告,指出中国反向收购公司的一系列问题。同年4月,SEC委员 Luis A. Aguilar 演讲指出,“尽管 SEC 近年针对‘后门注册’的滥用加强了立法,但问题公司的数量却在增加”。指出“存在财务缺陷或涉嫌欺诈的中国公司与日俱增,并成为一种系统性问题”。^[75]

2011年11月9日,SEC批准三大交易所更新上市规则,针对反向收购公司提出更严格的上市标准。^[76]要求对所有反向收购公司的转板上市(不限于中概股公司),除须符合一般性的上市标准之外,还要符合更严格的条件,归纳为两个方面:

1. “成熟期”(season)要求:反向收购交易完成后,继续在场外市场或全国性证券交易场所交易一年,并依法向 SEC 及时提交经审计的一个完整会计年度的财务报告(此举旨在降低财务造假或粉饰的可能性)。^[77]

2. 流动性要求:股价在相当长时间内(a sustained period)维持在一定金额之上(NYSE, NASDAQ 要求 4 美元, NYSE AMEX 要求 3 美元);且在提交上市申请及交易所批准上市申请前 60 个交易日,至少有 30 个交易日,股价维持在上述金额以上(此举为了遏制通过缩股或股价操纵,在临近上市时,人为把股价抬高至交易所的上市量化标准之上的行为)。

[73] 参见 Masako Darrough, Rong Huang, Sha Zhao, *The Spillover Effect of Chinese Reverse Merger Frauds: Chinese or Reverse Merger?* 载 <http://ssrn.com/abstract=2144483>, 2014年1月22日访问。

[74] 同上。

[75] 参见 Speech by SEC Commissioner: *Facilitating Real Capital Formation by Commissioner Luis A. Aguilar*, Council of Institutional Investors Spring Meeting, Washinton, D. C. April 4, 2011.

[76] 参见 NASDAQ 的 5000-5999 号系列规则(即 NASDAQ 股票市场的上市和退市规则)之 5110(c)。

[77] 参见 Spencer G. Feldman, *Reshaping The Future For Reverse Merger*, 载 <http://www.law360.com/articles/287212/reshaping-the-future-for-reverse-mergers>, 2014年1月22日访问。

此外,新的上市规则强调,交易所保留充分的裁量权,随时准备针对个案施以更严格的要求。

耐人寻味的是两项例外。上述申请转板上市的公司,如果符合以下两个条件之一,可以适用一般性的上市标准:(1)完成反向收购的同时或随后,进行过一次由承销商包销的首次公开发行(initial firm commitment underwritten public offerings),且募集资金不低于4000万美元(后半句规定等于排除了单纯减持老股的IPO);^[78](2)在反向收购完成后,继续在场外市场或其他全国交易场所运行连续四个完整会计年度,且及时、合规地向SEC报送经审计的财务报告。

上述改革思路清晰可见,对于OTCBB等场外市场向国家证券交易所转板上市,要么进行一次由承销商履行相关责任的,足够规模的首次公开发行,要么先在纳入监管范围的外场市场规范运作连续4年。否则,就要适用比一般上市标准更为严格的标准。此项上市新规的颁布,标志着转板上市与IPO的监管尺度基本趋同。

新规的效果立竿见影,2011年以来反向收购在美国骤然降温。^[79]作为旁观者,需要对此应保持清醒的认识。在美国资本市场,监管与市场的博弈永远处于“道高一尺,魔高一丈”的轮回。任何一个回合的胜负都不会维持太久。也许无须多时,企业在中介机构的协助下采取自行申报的方式进入场外市场,从而绕过对反向收购的严苛规定。^[80]或许届时,SEC和交易所又将通过解释公告等形式,提出自行申报公司须与反向收购公司一样适用上述转板上市的标准。

[78] 参见 Spencer G. Feldman, *Reshaping The Future For Reverse Merger*, 载 <http://www.law360.com/articles/287212/reshaping-the-future-for-reverse-mergers>, 2014年1月10日访问。

[79] DealFlow 报告显示,2011年第二季度只有27家公司完成反向收购,为2004年以来最低。2012年第二季度只有16家反向收购公司。参见 David N. Feldman 的博客, www.reversemergerblog.com, 2014年3月2日访问。

[80] 这种情况很可能被笔者不幸言中。如反向收购专家 David N. Feldman 近期在一篇博客中写道,“DealFlow 报告开始将在场外市场的自行申报家数纳入统计之列,与反向收购数据相提并论”。“我相信,(今后)将有相当多的公司自行申报成为报告公司,从而规避IPO和反向收购的规定。”在近期另一篇博客中提及,“我们正在与客户一道研究其他的上市方式,包括‘自行申报’(We are working with clients on other alternatives, including “self-filings”))”。

五、借鉴思考：构建中国多层次资本市场的转板机制

国务院《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(以下简称《国务院决定》,2013年12月14日发布)以及证监会配套规则的出台,确立了股份公司在全国中小企业股份转让系统(以下简称“新三板”)挂牌、公开转让、定向发行等法规框架,^[81]并提出建立转板机制。^[82]

目前转板机制仍在研究,适时推出或已提上日程。理论上说,无论升级转板还是降级、平级转板,都是多层次市场的题中之意,其存在的必要性无须赘述。在保护投资者和不发生系统性风险的监管底线之上,任何促进市场发挥基础性资源配置作用的改革措施,都应积极推进,不应因担心改革风险而推诿,因顾虑过程中的问题而懈怠。

另一方面,随着我国多层次市场建设加快,^[83]过去单一市场和金融抑制状态下的隐性问题将浮出水面。“升级转板”看似一个技术性、程序性的调整,实则牵动法规框架的重整、监管逻辑的重塑和市场各方

[81] 2013年12月13日,国务院办公厅发布《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(国发[2013]49号)。次日,中国证监会就落实《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》有关事宜答记者问。12月27日,证监会发布了《关于修改〈非上市公众公司监督管理办法〉的决定》、《股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》、《公开转让说明书》、《公开转让股票申请文件》、《定向发行说明书和发行情况报告书》、《定向发行申请文件》以及证监会关于实施行政许可工作的公告等7项配套规则。

[82] 《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(国发[2013]49号)提出,“在全国股份转让系统挂牌的公司,达到股票上市条件的,可以直接向证券交易所申请上市交易。在符合《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38号)要求的区域性股权转让市场进行股权非公开转让的公司,符合挂牌条件的,可以申请在全国股份转让系统挂牌公开转让股份”。

[83] 早在2003年,中央就提出建立多层次资本市场体系。当时主要是考虑我国股票市场只有面向大中型企业的主板市场,层次单一,难以满足大量中小型企业特别是创新性企业的融资需求。2004年我国推出了中小板,2009年推出了创业板。2013年11月,党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出,“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重”。

业务模式的转型,是一次重大的“破坏性创造”。转板机制的规则设计、推出时机、宽严尺度,事关我国资本市场持续稳定健康发展之大局。整体而言,当前之际,宜严不宜宽,宜缓不宜急。需统筹兼顾、水到渠成地构建市场化、系统化的转板机制。讨论如下:

(一)从注册制改革的精神主旨考量,转板机制不宜绕开投资银行的价值发现功能和保荐承销责任

资本市场准入领域的“注册制”改革,是以市场治理取代行政管理、以契约精神替代政府管制的路径选择和终极理想。政府不对持续盈利能力和投资价值进行判断,由市场“看不见的手”有效区分好与差,真与假,并给予差异化定价,并奖好惩坏、胜优汰劣。在有效证券市场、信息传导有效、声誉机制有效等一系列假设下,不具备持续盈利能力和投资价值的企业,既不会被券商选中进行保荐和承销,市场上也鲜有投资者问津。一旦出现害群之“马”或漏网之“鱼”,市场做空、集团诉讼、强制退市等诸多市场手段纷沓而至,大棒齐舞。

因此,注册制改革一面向市场“还权”,一面强调市场各方“归位尽责”,着力培育和强化“看门人”的诚信意识和法律责任。例如,新股发行体制改革指导意见,强调保荐机构对申请文件和信息披露的审慎核查责任,强调对发行人规范运行的督导责任,强调对发行人是否具备持续盈利能力的专业判断能力。对提供法律、会计等服务的其他证券服务机构,亦相应强调有关职责。^[84]

如果转板机制设计绕开公开发行,相当于另辟“后门”通道,既“免签”了中介机构的保荐责任及其他鉴证责任,也“废弃”了发行承销的价值发现过程。如此“后门”,恐有悖于注册制改革促使市场主体“归位尽责”的初衷。

[84] 参见《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(2013年11月30日),提出“保荐机构应当严格履行法定职责,遵守业务规则和行业规范,对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查,督导发行人规范运行,对其他中介机构出具的专业意见进行核查,对发行人是否具备持续盈利能力、是否符合法定发行条件做出专业判断,并确保发行人的申请文件和招股说明书等信息披露资料真实、准确、完整、及时”。“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人员,必须严格履行法定职责,遵照本行业的业务标准和执业规范,对发行人的相关业务资料进行核查验证,确保所出具的相关专业文件真实、准确、完整、及时”。

因此,建议借鉴美国“中概股”危机后转板上市与 IPO 监管趋同的思路。建议对转板上市,另行设置比首次公开发行并上市更严格的标准,除非符合以下两种条件之一:(1)同时进行一次由券商保荐、承销的证券公开发行,^[85]或者(2)已在新三板挂牌两个完整会计年度(注:低于美国的四个完整会计年度的要求),且不存在重大违法违规行为。

[85] 随即产生的一个技术性问题是,新三板公司公开发行并在主板(含中小板)及创业板上市,是否适用《首次公开发行并上市管理办法》或《首次公开发行并在创业板上市管理办法》(以下简称《IPO 管理办法》)?还是适用《上市公司新股发行管理办法》?在新三板挂牌的公司性质为非上市公众公司,其发行新股显然不属于《上市公司新股发行管理办法》规制的范畴。但是,如果非上市公众公司在新三板定向发行股票且股东人数累计超过 200 人的情形,在目前《证券法》下又属于“公开发行”(虽然《非上市公司管理办法》避免了使用“公开发行”一词)。那么,申请上市时进行的公开发行,似乎就不是“首次公开发行”。这个技术性问题,取决于对“首次”作为限定语的理解,如果“首次”囊括了“公开发行”并“上市”两个行为,那么即使在新三板进行过公开发行的公司,也照样属于“首次”进行“公开发行并在沪深交易所上市”,因此可以适用《IPO 管理办法》。在美国法律体系中,IPO 并不是一个严格的法律概念。“注册制”以信息披露为核心,证券公开发行不存在量化的财务及其他准入标准,也不存在根据“IPO”和“上市公司发行新股”区分的两套门槛性指标及审核标准。公开发行证券确实存在 Form S-1 与 Form S-3(及储架发行)两种类型的注册文件及相应审核。但这种区分,与首发和再融资,与场外与场内,都没有一一对应关系。如前文所述,场外市场挂牌公司的公开发行新股,一般难以达到 Form S-3 及储架发行的适用条件,因此不得不采用 Form S-1,向 SEC 提交完整的信息披露注册文件,并接受 SEC 的严格审查。美国场外市场挂牌公司最普遍的融资方式是 PIPE,鲜有进行公开发行新股的案例。但随着对反向收购公司的上市新规出台,场外市场的挂牌公司达不到转板上市的新标准的,开始诉诸“IPO”完成在交易所上市。例如无线通讯设备服务公司 UniTek Global Service(UKTK)于 2010 年 1 月借壳进入 OTCBB 挂牌,当年 11 月公开发行并在 NASDAQ 的 NGM 板块上市(显然不符合转板上市要求一年“成熟期”的标准),注册说明书采用 Form S-1。(关于 UKTK “IPO”的报道参见 <http://247wallst.com/telecom-wireless/2010/11/11/unitek-ipo-from-otcbb-to-nasdaq-untk-uglb/>,以及 <http://marketbrief.com/unitek-global-services-inc-form-s-1-sec-filing-085079>。招股说明书参见 SEC 官网的 EDGAR 资料库)著名证券发行专业律师 Spenser Fieldman 将这种反向收购公司重新进行 IPO 的行为称之为“re-IPO”(可译为“重返 IPO”)。参见 Spenser G. Feldman, *The Re-IPO: An Emerging Strategy for Greater Growth and Enhanced Capital Market Access*,载 <http://marcumlp.com/publications-1/the-re-ipo-an-emerging-strategy-for-greater-growth-and-enhanced-capital-market-access>,2014 年 2 月 1 日访问。

(二)从规则设计防止出现漏洞的角度考量,不宜留下太大的“监管套利”空间

资本市场上的监管套利,按笔者理解,是被监管对象利用监管部门制定的宽严不同甚至相互冲突的规则,选择监管相对宽松的规则展开融资或其他金融活动。监管套利在我国金融体系并非新鲜事物,例如“影子银行”及地方融资平台问题,就是滋生于商业银行传统存、贷款体制之外,取道银行理财、信托业务、证券通道的一种监管套利现象。再如,“借壳上市”的法规及监管如果相对 IPO 过于宽松,也会引发监管套利活动。

笔者认为,监管套利并非一味贬义。在某个领域或某种形式的监管套利,既可能来自钻制度漏洞的投机行为,也可能源自法律滞后、政策失当,诱致被监管方自发绕开法律和监管的行为。政策制定者和监管者需要因地制宜,权衡利弊,并非一堵了之或者放任自流。默许其合理性,防范滥用和投机因素,或许是一种现实选择。

相应地,压缩监管套利空间的手段,既可能体现为堵住制度漏洞,也可能体现于拆除行政管制的藩篱。目前的新股发行体制改革,将对发行人投资价值的实质判断交给市场,并着力提高审核效率,体现了放松管制的趋势。另外,对 IPO 强化事中、事后监管,强调市场参与各方的责任义务,又体现了加强监管的趋势。例如,预披露提前至受理时点、建立财务专项检查的长效机制、建立审核与稽查的联动机制、上市后业绩下滑追究保荐责任等,几乎做到了设计缜密,不留死角。

转板上市作为市场化的上市机制,在由市场各方自行判断和选择企业上市,提供低成本、高效率的上市渠道方面,与新股发行体制改革的理念一致。但在另一方面,由于转板上市缺省了保荐责任及其他中介机构的鉴证责任,这与发行改革强化市场主体责任和义务的取向,又存在天然失调。如果转板上市过于宽松,将与 IPO 壁垒森严的责任体系反差鲜明,势必诱致大批企业取道新三板而弃 IPO。倘若如此,势必引发改革逻辑的失调和市场行为的异化。

我国目前沪深交易所的上市标准,实际上是“首次公开发行并上市”的标准。上市标准缺乏独立的实质性门槛,这是由于《证券法》设置了信息披露、规范运作和持续盈利能力等发行条件的,且除了“首次

公开发售”之外,不存在其他上市路径的单一层次市场环境。^[86]

随着监管转型的深化和《证券法》的修订,证监会对“首次公开发售”以信息披露为中心进行形式审核和合规性审核,“上市”则应由交易所按照自身各板块的战略定位,设置定量和定性的实质性条件。不论是首次公开发售企业的上市标准之修订,还是增加分拆上市、转板上市等不同类型的上市标准,都是多层次市场建设不可或缺的任务。

(三)从制度比较与制度移植的角度,改革“尺度”不宜低于美国资本市场的监管底线

美国多层次资本市场发展 80 多年来,在促进资本形成(降低融资和交易成本)与投资者保护(防范风险和遏制投机)之间纠结反复,形成了目前“有放、有管”的法律法规和 SEC 监管体系。法理和逻辑虽时而折射出不和谐的光芒,但总的来说结构相对严密,监管趋向严格。

无论是在场外挂牌还是在交易所上市,在资格准入、信息披露、新股发行和老股转售等方面,要么一视同仁,要么场外之严甚于场内:

其一,准入注册。在《1934 年交易法》下,成为公众公司或称报告公司,须向 SEC 提交 Form 10 或 Form 8 - A,其内容与格式要求,与《1933 年证券法》下公开发售的注册说明书 Form S - 1(或小企业的 Form SB - 1)基本一致。进入资本市场,无论取道场外市场还是国家证券交易所,无论通过申请在纳入监管范围的交易场所挂牌公开发售证券,还是通过公开发售股份并上市,在注册文件及审核方面不存在实质差异。

其二,信息披露。无论在纳入监管范围的外场市场挂牌,还是在国家证券交易所上市,报告公司的信息披露,都遵循《1934 年交易法》第 13 条和第 15(d)的规定,按时、按质提交定期报告(10 - K,10 - Q)和临时公告(8 - K)。

其三,发行与转让。在资本市场首次公开发售,不论证券在哪个交易场所挂牌交易,都要采用 Form S - 1(小企业为 Form SB - 1)向 SEC 提交注册。场外市场挂牌公司虽可诉诸私募发行之豁免,但投资者认

[86] 当然,借壳上市是 IPO 之外的另一种上市途径,但属于小众群体,且近年监管方对借壳上市的审核也多次强调与 IPO“监管趋同”的理念。

购证券的公开转让,却须向 SEC 提交注册(除非诉诸 144 规则或 144A 规则的豁免)。如果转售规模较大(超过公司流通市值的 1/3),还要被视同一次“新股公开发行”,难以适用“简式”披露的 Form S-3 文件格式,也通常失去储架发行的便利,认购的投资者还要承担被视同为“承销商”的责任和义务。

我国新三板立法思路,以“放”(豁免核准)和“松”(简化核准)为主。^[87] 这是在让市场发挥基础性作用和放松管制的改革趋势下,提高资本市场对中小微企业服务能力的重要举措。我国自上而下顶层设计的监管进路,与美国在百余年市场自治的基础上不断“收权”,由危机驱动、亡羊补牢式的监管路径正好相反。因此,任何历史横截面上的域外经验,皆不可简单类比或机械对照。但又不可否认,在我国二十余年市场建设中,从未中断对美国法律制度和市场惯例的借鉴与移植。

如果以美国多层次市场作为参照系,那么监管“尺度”也应以美国的标准为底线。新三板的准入、发行融资、转板上市这三套子系统,在现有法规框架下,可以在符合豁免核准的条件下,完成“成为公众公司”和“向特定对象发行”两个步骤,已挂牌和已发行证券的转售或减持也不需再行核准。假如转板上市适用目前的首次公开发行并上市的

[87] 根据《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》及证监会有关管理办法,区分了豁免核准和简化核准两大类情况。对于非公众公司申请挂牌并公开转让(股东人数不超过 200 人的股份公司),以及挂牌公司的非公开发行(挂牌公司向特定对象发行证券后持有人累计不超过 200 人),证监会豁免核准。豁免核准后,即使公开转让导致股东人数超过 200 人,也不再需要重新向证监会申请核准。对于达到公开条件的原私人公司申请挂牌并公开转让(股东人数不超过 200 人的股份公司),以及挂牌公司向特定对象发行证券后持有人累计超过 200 人,简化核准。

标准,那么从新三板挂牌到在沪深交易所上市,一路“免检”,门户大开。^[88]

[88] 有关规则的中美对比如下表所示:

我国新三板的挂牌、发行融资、老股转售及转板上市与美国相关法规对比

中国		美国	
申请挂牌	股东人数不超过200人的股份公司,申请挂牌公司转让*	豁免核准	到 OTCBB 或 OTCQB 挂牌 注册,向 SEC 提交 Form 10
	股东人数已超过200人的股份公司,申请挂牌公开转让	简化核准	到 OTCBB 或 OTCQB 挂牌 注册[《1934 年交易法》第 12(g) 条],向 SEC 提交 Form 10
向特定对象发行	挂牌公司向特定对象发行 & 发行后持有人累计不超过 200 人	豁免核准	公众公司私募发行 豁免注册[《1933 年证券法》第 4(2) 条]
	挂牌公司向特定对象发行 & 发行后持有人累计超过 200 人	简化核准	公众公司公开发行 注册(《1933 年证券法》第 5 条),向 SEC 提交 Form S-1
老股转售	豁免核准的挂牌公司,股东通过转让股份导致挂牌公司股东人数超过 200 人	不需再核准**	非公开发行证券的公开转售 注册(《1933 年证券法》第 5 条),或根据 144 规则[《1933 年证券法》第 4(1) 条],或 144A 规则豁免
转板上市	在新三板挂牌公司转板上市	规则尚未出台	同时进行 IPO 或已经在 OTCBB 挂牌并规范运作满四年*** 适用一般上市标准,同时向 SEC 提交 Form S-A [《1934 年交易法》12(b)]
		不符合上述条件的	适用更严格的上市新规,同时向 SEC 提交 Form S-A [《1934 年交易法》12(b)]

* 根据《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》及证监会有关管理办法,区分了豁免核准和简化核准两大类情况。对于非公众公司申请挂牌并公开转让(股东人数不超过200人的股份公司),以及挂牌公司的非公开发行(挂牌公司向特定对象发行证券后持有人累计不超过200人),证监会豁免核准。豁免核准后,即使公开转让导致股东人数超过200人,也不再需要重新向证监会申请核准。对于达到公开条件的原私人公司申请挂牌并公开转让(股东人数不超过200人的股份公司),以及挂牌公司向特定对象发行证券后持有人累计超过200人,简化核准。

** 在新三板,非公开发行证券的公开转让,不需再进行核准。其逻辑可能在于,非公开发行(对于向特定对象发行且累计证券持有人不超过200人)的“豁免核准”,本身就是“核准”的一种形式。已然已经“核准”,那么就不再是未经核准的证券,因此当然可以公开转让。在美国,非公开发行“豁免注册”的证券属于限制性证

(四)从中央与地方博弈的角度考量,不宜重返金融分权

我国几乎任何一项金融、财税政策的出台或修订,都涉及垂直统一监管的“条”与各级行政管理的“块”之间的权力重构与资源划分。基于这个国情,规则设计也不得不置于国家监管部门与地方政府关系的坐标系中进行考察。在充满多重性和衍生性的博弈中,前者除了掌握政策制定权之外,在政策执行和落实层面,通常处于被动地位。一旦有关政策存在疏漏,无论覆水难收还是朝令夕改,皆非理想局面。

21世纪初核准制的确立,将选择和推荐发行人的权力交给证券公司,从此在企业发行上市中,地方政府失去了参与决策的制度基础。^[89]但毋庸讳言,各级政府对资本市场的管理和影响力仍然巨大。^[90]在企

券,如果要在市场上公开转让,需要进行二次发售或称老股转售(secondary offering)的注册,或根据144规则豁免,或在144A规则下在非公开市场的合格投资者之间转让。照此理解,我国《证券法》中的“豁免核准”与美国《1933年证券法》的“豁免注册”存在本质差异。

*** 2011年11月9日,SEC批准NYSE、NYSE AMEX、NASDAQ更新上市和维持上市规则,针对反向收购公司(即场外挂牌公司,因大部分进入OTCBB等纳入监管范围场外市场挂牌的方式,是通过反向收购“借壳”进入)的转板上市提出更严格的上市标准。包括:(1)“成熟期”(season)要求:反向收购进入场外市场交易一年,并依法提交年度报告一年以上。(2)流动性要求:股价在相当长时间内维持在一定金额之上(NYSE、NASDAQ要求4美元,NYSE AMEX要求3美元);且申请及批准上市前60个交易日至少有30个交易日股价维持在上述金额以上。但如果符合以下两个条件之一,反向收购公司的转板上市,可以适用一般性的上市标准,而不必适用前述成熟期要求和流动性要求:(1)完成反向收购进入场外市场的同时或之后,进行过一次由承销商包销的首次公开发行,且募集资金不低于四千万美元;(2)在反向收购完成后,继续在场外市场或其他全国交易场所运行连续四个完整会计年度,且及时、合规地向SEC报送经审计的财务报告。

[89] 地方政府在企业上市中的地位的历史演变,参见沈朝晖:“监管的市场分权理论与演化中的行政治理——从中国证监会与保荐人的法律关系切入”,载《中外法学》2011年第4期。

[90] 作为地方政府影响力的一个佐证,基金公司、投行、VC/PE机构的业务团队往往既按行业,又按行政地区进行分工。沪深交易所的市场开发和上市公司监管同样采取按行政辖区划分小组的做法。再如,2013年12月31日新三板启动正式全国受理,各地政府纷纷推出对本地企业挂牌的奖励措施。

业上市、并购重组、退市等方面,各级政府直接或间接,显性或隐形的话语权无所不在。

转板机制,看似为微观层面的技术性、程序性规则设计,似乎限于新四板与新三板,新三板与沪深交易所之间的商业规则和契约关系。但基于上述国情,身处监管部门与地方政府之间的证券交易场所,能否保持“在商言商”的超然地位,值得怀疑。如果转板规则设计失当,将再次加重地方政府在企业上市中的分量。交易所的商业利益与监管之角色冲突,在成熟市场亦长期存在,争论不休。^[91]我国再加上地方政府这一砝码,利益与秩序的天平,将不可避免地向前者倾斜。

更何况,地方政府促进地方企业挂牌、上市和融资,与交易场所实现规模扩容的利益诉求,原本一致。如果多层次资本市场建设走上地方政府主导的,重复建设的老路,或者各交易所在压力和利益下争相降低监管水准,产生“监管竞次”(race to bottom),将有违政策初衷。

(五)从统筹兼顾的顶层设计角度考量,转板机制不宜单兵突进

资本市场作为综合复杂的生态系统,任何一个环节的技术性调整,都可能发生衍生效应和系统震荡。美国的“中概股危机”从某种角度来看,正是注册制体系的有效市场假设与诚信度相对较差的“中概股”的一次碰撞试验。所幸的是,由于美国市场存在强大的做空机制、无所不在的集团诉讼、证监会与交易所运用自如的强制终止交易和退市机制,^[92]使得这场危机尚在各方可承受的范围之内,并随着对转板的上市标准升级,得以整治(虽然并非根治)。

反观我国,上述诸多市场机制尚处于缺位状态。而且,发行人诚信

[91] 例如,NYSE、NASDAQ 两大交易所在历年年报的“风险因素”披露当中,都有专节描述作为以管利为目的的企业组织与自律监管身份的角色冲突。例如参见 Form 10-K, The NASDAQ OMX Group Inc., annual report 2011, p. 31; 以及 Form 10-K, NYSE Euronext, annual report 2012, p. 17.

[92] 关于强制退市,例如有关研究统计了1998~2004年近4000家从NASDAQ退市公司(退市率为20%),发现其中将近一半为因不符合持续上市条件而被强制退市(其他非强制退市原因包括并购等),这当中大部分随后在OTCBB或Pink Sheets(即目前OTC Markets的前身)交易。参见 Jeffrey H. Harris, Venkatesh Panchapagesan, *Off but Not Gone: A Study of Nasdaq Delistings*, Working Paper, March 4, 2008.

文化、中介机构声誉机制尚待建设,^[93]公司治理结构痼疾未除,^[94]机构投资者内幕交易和“老鼠仓”积习未改。倘若贸然打开转板上市之通道,相当于让未经官方审批即拿到驾照的司机(准入资格的豁免核准),开上一辆刹车装置薄弱(定向发行豁免或简化核准,老股转售不需再核准)的车,驶进到处都是行人的集市(个人投资者主导交易的证券交易所)。

另外,不论官方或市场认可与否,我国资本市场任何一项改革措施的出台及判断其是否成功,都存在一个“隐性”的制约因素——是否有利于维护股指的稳定,避免市场的大起大落。在这个标尺之下,无论转板上市“概念股”热炒引发内幕交易问题,还是因转板数量过多、质量良莠不齐造成沪深指数估值下移,都将是政策面与市场面“不能承受之轻”。

(六)从转板机制的市场化考量,应加快新三板的规模化、流动性、多层次以及与沪深交易所的互补竞争性等基础建设

新三板不以交易为主要目的,以及转板上市也不应成为主流退出渠道的考量下,将对新三板的流动性产生一定的抑制作用。但是,流动性是证券交易场所的活力之源,安身立命之本。^[95]在流动性差的市场,投资者对融资企业要求更大的折价,从而导致企业融资更高昂的成本,这显然有违新三板为广大中小微企业提供金融服务之目的。因此,随着新三板的超常规扩容,流动性建设刻不容缓。应加快新三板的制度创新、交易创新、工具创新,在不发生区域性和系统性风险为底线的前提下,积极创造和维持新三板的流动性。

与此同时,也应允许沪深交易所积极发展自身的多层次。如果各种制度和交易创新在新三板信马由缰,“小米加步枪”的传统 IPO 在沪

[93] 有关声誉机制尚未完全建立的问题,详见卢文道、王文心在“对上市公司的公开谴责有效吗——基于上海市场 2006~2011 年监管案例的研究”一文中的分析。卢文道、王文心:“对上市公司的公开谴责有效吗——基于上海市场 2006~2011 年监管案例的研究”,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 7 卷),法律出版社 2012 年版。

[94] 笔者认为,我国的公司治理结构与美、英公司存在根本差异,突出体现为民营公司的一股独大和中央、地方国有公司的内部人控制。这与英美国家公司的股权高度分散形成鲜明差异。这是造成以美国为代表的公司治理机制在中国移植后失效的原因。体现为:公司治理的外部机制——投资人“用脚投票”或“股东积极主义”无济于事;公司治理的内部机制——“三会”运作形容虚设。

[95] 关于流动性对交易所的重要意义,参见卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社 2008 年版,第 9~10 页。

深交易所却楚河汉界,藩篱重重,当然有悖于统筹兼顾的顶层设计逻辑。首先,应废除以 IPO 股份数量为界,划分申报交易所的行政化管理模式,由发行人自主选择拟上市的交易所。更长远的,应允许两个交易所发展自身的多层次以及不同的上市标准。

新三板的发展定位,既不应被机械类比为美国的纳入监管范围的场外市场,也不应简单对应于 NASDAQ 股票交易所。如果参照系不可或缺,新三板的充分延展性,至少包括场外市场 OTCBB 和 OTC Markets 的 OTC QB 板块,以及 NASDAQ 股票交易所的 NCM 板块。当新三板具备充分的规模化、层次性和流动性,可以留住更多的优质企业在新三板发展壮大,转板上市造成优质资源流失的纠结也将迎刃而解。在此基础上,包括“升级自愿”和“降级强制”以及内部不同层次转板在内的,更加市场化、系统性的转板机制,将水到渠成,瓜熟蒂落。

从某种意义上说,新三板“为中小微企业提供融资服务”、“以机构投资者为主”、“不以交易为主要目的”的发展取向,堪称一场伟大的变革。它独立于个人投资者主导交易量的沪深交易所,并在核准周期长、上市排队多的发行市场之外另起炉灶,旨在一举解决我国“两难”(投资难、融资难)的痼疾,并为注册制改革及若干机制创新提供试验田和窗口期。新三板及其一系列技术和制度创新,将使以技术与制度创新改变行业格局的“传奇”,在资本市场上演。

转板上市机制,作为新三板与其他层次的市场对接的枢纽,即便从新三板的商业层面考虑,也呈现一种纠结的色彩:它既是吸引更多、更好的企业到新三板挂牌的亮点;在另一方面,过多、过快的转板又不免令其前景黯然失色。枢纽虽小,一动则牵涉全局。转板机制对于整体资本市场之利害攸关,超出了任何商业本位的考量。

作为注册制改革和多层次资本市场建设的一个微观子系统,它不应脱离投资银行的价值发现功能和保荐承销责任,不应脱轨于各市场主体的“归位尽责”,也不应开启资本市场监管套利之滥觞。无论域外法制的比较法研究,还是置于我国中央与地方博弈的坐标系中衡量,转板上市之于当下,宜缓不宜急,宜严不宜宽。新三板的规模化、多层次及流动性建设已提上日程,与沪深交易所形成良性互补、竞争格局为期不远。届时,更为市场化、系统化的转板机制,将顺势推出,水到渠成。