

论场外交易市场(拟)挂牌 公司的公开发行

——兼论公开发行与上市制度的分离*

邢会强**

摘要: 本文通过讨论在股票交易过程中公开发行与上市制度的关系,通过国外众多的交易市场的实践来表明,上市制度并不需要与公开发行相关联,从而对我国的发行上市制度提出自己的见解与修改建议。

关键词: 公开发行 上市 IPO

一、三个违背直觉的问题与回答

我国《公司法》第 121 条规定:“本法所称上市公司,是指其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。”

2000 年 4 月,新浪网登陆纳斯达克;6 月,网易登陆纳斯达克;7 月,搜狐登陆纳斯达克。2005 年 8

* 本文为司法部国家法治与法学理论研究项目“三板市场建设法律问题研究”(立项编号 12SFB2042)阶段性成果。

** 中央财经大学法学院副教授,法学博士,中国证券法学研究会副秘书长。

月,百度登陆纳斯达克……

试问,登陆纳斯达克的新浪、网易、搜狐、百度是上市公司吗?

相信大部分人会不假思索地回答:“是!”

但如果以我国《公司法》第121条对“上市公司”的定义来衡量,上述公司根本就不能叫做“上市公司”。这并不是因为这些公司不是“股份有限公司”而是外商独立企业或有限责任公司,而是因为其登陆的资本市场——纳斯达克在当时并不是“证券交易所”,而是一个场外交易市场。不过,到了2006年,纳斯达克向美国证监会注册成为了证券交易所,由场外市场变成了场内市场。

再问:到英国伦敦证券交易所另类投资市场(AIM)挂牌,挂牌后叫“上市公司”吗?恐怕已经没有人再感理直气壮地回答“是”了吧。实际上,AIM在英国属于场外交易市场,在AIM挂牌交易的股票并非属上市股票,在AIM挂牌交易的公司也不能叫“上市公司”。但在实际工作中,在登陆纳斯达克、AIM的公司,我们都称其为“上市公司”,一些地方政府甚至还有针对在这里“上市”的公司的奖励政策。

另问:在全国股份转让系统(以下简称股转系统,俗称新三板)挂牌交易的公司是“上市公司”吗?恐怕大家不知该如何回答了。因为如果回答“是”,则与我国《公司法》第121条冲突;如果回答“否”,则与英美等资本市场发达国家的实践(或称国际惯例)相冲突。其根源则是我国《公司法》第121条已经与英美等资本市场发达国家的实践(或称国际惯例)相冲突和脱钩了。

二、我国对公开发行与上市制度的误用和误解

在新中国资本市场短短二十多年的时间里,在多层次资本市场未建立的情况下,公开发行与上市制度往往是相挂钩的,公开发行就意味着一定能上市,上市之前则必须有公开发行,因此,“公开发行”与“上市”往往连在一起,称为“发行上市”。因此,提起首次公开发行(IPO),人们必定联想起上市。故,在中国当下的语境中,IPO就等于上市,上市就等于在证券交易所挂牌交易。

这是对发行与上市制度严重的误用和误解。其实,第一,公开发行后不一定非得上市,上市前也不一定非得公开发行。公开发行后可以上市,也可以不上市。上市之前,可以有公开发行,也可以没有公开发行。第二,上市也不等于只能在证券交易所挂牌交易,在场外交易市场挂牌交易也属于上市。第三,就再融资来讲,不仅仅在证券交易所挂牌交易的公司可以通过公开发行再融资,在场外交易市场挂牌交易的公司也可以通过公开发行再融资。

将公开发行与证券交易所上市等同起源于1998年版的《证券法》^[1]第32条的规定:“经依法核准的上市交易的股票、公司债券及其他证券,应当在证券交易所挂牌交易”。不过,2005年版的《证券法》第39条将1998年版《证券法》第32条修改为:“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。”这一修改体现为两点:一是将“经依法核准的上市交易”改成了“依法公开发行”,二是将“应当在证券交易所挂牌交易”改成了“应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让”,即公开发行的证券除了可在证券交易所上市外,还可在“国务院批准的其他证券交易场所转让”。这就意味着,发行后不一定上市,还可“国务院批准的其他证券交易场所”挂牌(转让)。换言之,“发行”与“上市”不再挂钩,而进行了脱钩与分离。

但是,由于“国务院批准的其他证券交易场所”一直缺位,或者说,哪一个或几个交易所才属于“国务院批准的其他证券交易场所”一直难以明确,国务院究竟是以何种形式批准的透明度不高,因此,我国的多层次资本市场一直处于缺位状态,在此情况下,不大可能出现中国证监会核准公开发行的股票被证券交易所频繁拒绝上市的情况。这是因为,如果中国证监会核准公开发行的股票在上市环节被阻,会造成许多复杂的遗留问题。^[2]

[1] 即1998年12月29日第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过的《中华人民共和国证券法》。2005年10月27日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订后的《中华人民共和国证券法》以下简称“2005年版《证券法》”。

[2] 蔡奕:“证券法发行上市条款的重大修订解读”,载《法学》2006年第2期。

2006年5月17日,中国证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》第69条规定“在中华人民共和国境内,首次公开发行股票且不上市的管理办法,由中国证监会另行规定”。但是,“首次公开发行股票且不上市的管理办法”却进展缓慢,一直到2012年9月28日中国证监会《非上市公众公司监督管理办法》的发布。

《非上市公众公司监督管理办法》规定了“股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人”这种“公开发行”^[3]的不在证券交易所上市交易的“非上市公众公司”在“证券交易场所”挂牌交易的问题。^[4]这一“证券交易场所”主要是2012年9月20日注册成立的全国中小企业股份转让系统有限公司运营管理的全国中小企业股份转让系统。

但是,我国当前仍然是既不允许公司IPO后到场外交易市场挂牌交易,也不允许场外交易市场挂牌交易的公司向不特定对象公开发行股票,而只能定向发行(虽然股东可以超过200人)——除非公开发行后转板到证券交易所上市。其理论依据其实是不足的。因此,我们的主张是“公开发行”与“上市”要脱钩。^[5]

三、“公开发行”与“上市”为什么要脱钩?

“公开发行”与“上市”之所以要脱钩,主要是因为:

第一,“公开发行”与“上市”属于不同性质的行为,二者没有必然联系。就股票公开发行而言,公开发行是向新老投资者发行股票,投资者认购后成为股东的行为。上市(本文暂且按照目前《公司法》第121条的定义)是已经发行的股票(包括最新发行的新股和此前发行的老

[3] 2005年版《证券法》第10条第1款规定,向特定对象发行证券累计超过二百人的,为公开发行。

[4] 注意,“证券交易所”与“证券交易场所”二者相差一个“场”字,含义不完全等同。

[5] 早在2003年,时任深圳证券交易所总经理的张育军就指出,应从法律上将“公开发行”与“在证券交易所上市”严格分开。公开发行的股票既可在证券交易所上市,也可以在场外交易市场上市交易,证券交易所和场外交易所在上市标准方面应当既存在层次递进关系,又可以相互补充、适度竞争。参见张育军:“建立和发展多层次证券市场的法律思考”,载《证券日报》2003年8月28日。

股)在证券交易所这一集中市场挂牌、转让的行为。二者看不出必然的联系:公开发行后不一定非得上市,上市前也不一定非得公开发行。公开发行后可以上市,也可以不上市。上市之前,可以有公开发行,也可以没有公开发行(如介绍上市、借壳上市)。

第二,“公开发行”与“上市”的申请权都属于民事权利,属于私法自治范畴,虽公开发行涉及到公共利益,但如也无市场失灵存在,应遵循自愿原则,监管者不应干预。对于二者或其中之一,发行人可以行使,也可以放弃。公开发行后不上市,属于行使了公开发行权,放弃了上市(申请)权。只要招股说明书预先明确披露,不存在误导,投资者以申购、认购的行为表示同意,监管者没有必要反对。

第三,“公开发行”与“上市”的捆绑实际上是剥夺了一部分企业(尤其是不符合主板、创业板发行、上市条件的企业)的公开发行(申请)权。场内交易市场(即证券交易所)的上市门槛是高于场外交易市场(即“其他证券交易场所”)的,在二者捆绑的情况下,不符合上市门槛的企业也无权申请公开发行(即使申请也不会获批)。这样,资本市场上只留下“质量好”、规模大的企业,而没有质量不好(或者暂时不好)、规模较小(或者暂时较小)的企业。资本市场也只剩下主板市场(中国创业板实际是类主板),而没有二板、三板甚至四板市场。

第四,“公开发行”与“上市”的捆绑还助长了发行造假和发行欺诈。在“公开发行”与“上市”的捆绑的情况下,企业要想公开发行,必须达到较高的发行上市条件,规模较小或盈利较少的企业难以 IPO,但一旦 IPO 却可以获得巨额甚至超额募集资金,因此,企业造假上市的激励增大,“绿大地”、“新大地”、“万福生科”^[6]等企业之所以造假,根源其实在这里。如果“公开发行”与“上市”相脱钩,公开发行之后可以在场外交易市场挂牌,则公开发行的门槛就会降低,会有更多不符合上市条件的企业进行公开发行,中小企业融资难的问题就会得以大大缓解,如果一些股本达不到 2000 万元的中小企业能公开发行几百万股、募集

[6] 广东新大地生物科技股份有限公司向中国证监会递交的发行上市申请材料显示,其最近一年(2011 年度)净利润为 35,834,026.42 元,2010 年度净利润为 22,585,260.03 元。万福生科上市前最近两年净利润累计为 8776.14 万元,最近一年净利润为 4990.02 万元。这些盈利指标刚刚达到创业板上市的“潜规则”盈利条件。

资金几百万或者几千万元,^[7]发行之后可以挂牌,则他们(至少是大部分)就没有必要冒着坐牢的风险去造假上市了。

第五,“公开发行”与“上市”的捆绑加剧了市场的波动,也不利于交易所之间的竞争。在“公开发行”与“上市”脱钩的情况下,企业公开发行后可以上市,也可以不上市;可以过半年之后上市,也可以过两年甚至更长的时间后上市,总之,是否上市,上市的地点、场所,上市的时间点,都基本上掌握在企业自己手中——尽管需要证券交易(场)所的审核同意。这样,在市场不好的时候(熊市时),企业可以选择先公开发行,然后等市场好的时候再上市,也可以干脆不上市。企业也可以选择适合自己的证券交易(场)所,根据其服务和自己的需要选择上市地点。这样,发行人与证券交易(场)所之间的关系才是真正的平等民事主体之间的关系,证券交易(场)所才有压力提高服务——主要是加强“自律监管”,打击市场不当行为,维护公平、公开、公正的市场秩序,吸引投资者进场。交易所之间才可以实现真正的竞争。而在“公开发行”与“上市”的捆绑的情况下,公开发行就必须上市,上市就必须发行,而市场环境一旦不好,要么是发行后跌破发行价也要上市,无谓增加交易所的证券供给,促使价格继续下跌,加剧市场波动;要么是停发新股,既没有IPO,也没有上市,证券市场的IPO功能与上市功能两败俱伤,同时熄火。

四、境外公开发行与上市分离的相关经验

(一) 英国

在传统上,英国证券市场主要依靠市场本身的自律机制在运作,没有过多的市场干预。在此机制下,公司欲公开发行,仅须向英国贸易部(Department of Trade and Industry)下设的公司注册管理处(Companies House)申请注册登记即可。公司注册管理处就相关注册申请书进行审

[7] 《首次公开发行股票并上市管理办法》第三十三条规定的发行条件之一是发行前股本总额不少于人民币3000万元。《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第十条规定的发行人申请首次公开发行股票的条件之一是发行后股本总额不少于3000万元。

阅,若无错误,约3~5个营业日即可审核完毕。为便于公众监督,公开发行公司须每年定期向公司注册管理处送交年度财务报告。

至于其股票欲上市的公司,除在发行阶段需向贸易部公司注册登记管理处进行注册登记外,亦须将招股说明书及其他相关文件等交予伦敦证券交易所(现为金融服务管理局)进行审核。经认可后才能在这两家以上的伦敦重要报纸上公开刊登,并抄送一份上市说明书予英国贸易部公司注册管理处备案。

在伦敦证交所改制为商业公司、《2000年金融服务和市场法》通过以及英国金融服务局(FSA)成立后,伦敦证交所的地位已不适合再担任上市审查主管机构的角色,故英国财政部同意伦敦证交所的提议,将上市审查权自2000年5月1日起移转至金融服务局。金融服务局的上市监管局(UK Listing Authority, UKLA)专门负责上市审核。

目前在伦敦证券交易所主板挂牌有两项程序,上市监管局负责审查上市文件,查核是否符合《上市规则》(Listing Rules),并且核准有价证券上市;而伦敦证券交易所则负责核准在其市场交易(trading),一旦这两项程序皆完成,申请公司的有价证券才可以在伦敦证券交易所上市挂牌。若公司系申请在伦敦证券交易所之AIM(Alternative Investment Market)挂牌交易,由于其股票并非属上市股票,故无须取得UKLA的核准,仅须取得伦敦证券交易所的同意即可进行交易。^[8]

除了伦敦证券交易所外,英国还有两个具有“国际性”的证券交易所——EDX London与SWX Europe交易所。EDX London成立于2003年,前身为OM London Exchange,主要业务为提供国际投资者投资北欧及俄罗斯衍生性金融商品之交易平台。EDX London系由伦敦证交所及OMX交易所共同成立。SWX Europe(原名virt-x)成立于2001年,为第一个提供欧洲蓝筹股的跨国电子交易平台。这两个交易所都是受英国金融服务局监管的证券交易所。

此外,还有专门面向成长型中小企业的ISDX。其前身PLUS市场,而PLUS市场的前身则是Off-Exchange(以下简称OFEX)。OFEX是JP Jenkins公司为大量中小企业所提供的专门交易未上市公司股票

[8] 台湾证券交易所:“英国证券市场相关制度”,载台湾证券交易所网站。

的电子网络的注册商标。而 JP Jenkins 公司作为一个家族性公司则是伦敦证券交易所登记在册的、具有良好经营记录与信誉的做市商。OFEX 创立于 1995 年 10 月 2 日,其目的是为那些未进入伦敦证券交易所主板市场或 AIM 挂牌交易的公司股票建立一个可出售其股票,募集资金的市场。一些在 AIM 交易的公司股票及以前在 1996 年年底关闭的“未上市证券市场”交易的公司股票也可以在 OFEX 进行交易。在 OFEX 挂牌交易的公司,通过市场的培育可以按照相应的规则,进入 AIM 交易。2001 年 12 月之后,OFEX 市场被纳入 FSA 的统一监管之下。^[9] 后来,OFEX 被一家名叫 PLUS Markets Group plc. 的公众公司管理运营后更名为 PLUS 市场。2007 年,PLUS 被 FSA 认可为“受许可的投资交易所”,开始成为正式的面向英国全国的证券交易所。PLUS 证券交易所的一级市场由两个板块构成:PLUS 上市市场(PLUS - listed)和 PLUS 报价市场(PLUS - quoted)。这两个市场的独特魅力在于:是公开市场,公司可以进行首次公开发行(IPO)等融资行为。除了一级市场,PLUS 证券交易所还有二级市场,包括普通交易市场(PLUS - traded)和双重交易市场(dual - traded)。所谓“双重交易市场”,就是同时在 AIM 市场和 PLUS 进行交易的证券所形成的市场。根据伦敦证券交易所和 PLUS 公司之间的协议,PLUS 市场上的做市商可以径行对 AIM 市场上的所有证券进行报价和交易而无须向伦敦证券交易所进行额外报备。^[10] 2012 年 6 月,PLUS 被 ICAP 以 50 万英镑的价格收购,并更名为 ICAP Securities & Derivatives Exchange (ISDX)。^[11] 目前,ISDX 设有三个板块:主板市场(ISDX Main Board)、高增长市场(ISDX Growth Market)和第二市场(ISDX Secondary Market)。ISDX 主板市场是受英国上市监管局或其他欧盟监管当局监管的“受欧盟监管

[9] 因为英国 2000 年实行的《金融服务与市场法案》将市场上所有进行交易的证券都纳入了它的调整范围。

[10] 邢会强、杜晶:“多层次资本市场和北京国际金融中心建设——‘中关村模式’再创新中的北京统一场外交易市场构建”,载《金融服务法研究咨询报告》2011 年第 2 期。

[11] Vanessa Kortekaas, *ICAP rebrands Plus exchange business*, Financial Times, October 31, 2012.

的官许上市证券市场”(EU Regulated Market for officially listed securities)。ISDX 高增长市场是为非上市证券(unlisted securities)股票挂牌交易的市场。ISDX 第二市场是为其他欧盟市场上的上市或非上市证券提供交易平台的一个二级市场。^[12]

可见,在英国,同一个证券交易所内部的不同板块,主板上挂牌的证券属于上市证券,而另类市场或高增长市场上挂牌的证券就不属于上市证券。上市证券的上市要经过上市监管局与交易所的双重审核,非上市证券的挂牌则不需要经过上市监管局的审核、许可,仅经过交易所的审核同意即可。

实际上,英国的发行与上市之间的关系可以分为三种类型:第一种类型是针对上市证券而言,其分为三部分:贸易部公司注册登记管理处的发行登记+上市监管局的上市审核+交易所的审核同意。第二种类型是针对非上市但挂牌的证券而言,其分为两部分:贸易部公司注册登记管理处的发行登记+交易所的审核同意。发行人可以选择不同的市场选择上市或挂牌。第三种类型是针对非上市非挂牌的证券而言,只有贸易部公司注册登记管理处的发行登记。

或许有人担心,既然在 AIM 上(拟)挂牌的公司可以 IPO,而这些公司处于初创期,企业规模小,业绩不稳定,如何保护中小投资者的利益?事实上,这种担心是不必要的,因为 AIM 市场是一个机构投资者主导的市场,其分析能力和风险承受能力强,不会跟风炒作。也正因为此,AIM 市场是除纳斯达克之外的全球第二个非常成功的“创业板市场”。

(二) 美国

美国的证券发行管理体系可以划分为两层:第一,联邦政府的管理。1934 年《证券交易法》设立了证券交易委员会(SEC),由 SEC 取代联邦贸易委员会来负责 1933 年《证券法》的实施,从而明确了证券发行注册登记的联邦机构。第二,各州政府对证券发行的监管。发行人在证券发行的过程中,除向 SEC 提出注册登记外,还必须向计划进行推介活动所涉及的各州提出申请,在经过 SEC 和这些州审查通过

[12] <http://www.isdx.com/aboutus/aboutisdx.aspx>.

后,才可以在各州发行证券。SEC 在批准发行注册时会有如下表述:“不批准证券上市,也不禁止证券上市”。

美国证券上市审核权的主体也一直比较明确,即在于证券交易所。从时间上看,证券交易所的产生要远远早于“蓝天法”建立的各州证券管理机构及 SEC。最早的费城交易所成立于 1790 年,而作为纽约交易所起源的《梧桐树协议》签订于 1792 年。可以说,交易所对证券上市的审核是出于一种自发的意识或商业动机,目的是在一定程度上保证场内交易证券的素质。例如,在 1856 年时,有 360 家铁路股票、985 家银行股票、75 家保险公司股票、几百种债券发行在外,但其中只有极小部分在纽约交易所上市交易,原因就是“交易所拒绝接受新的、未被市场检验过的证券”,而其他的证券主要在场外市场里流通。^[13]

事实上,在《1933 年证券法》颁布之前,纽约交易所的上市审核甚至处于比较先进的地位:在公司的上市申请中,要对公司的历史、财务结构、资产负债、5 年内的财务报表、管理人员信息等进行详细的描述,同时必须提交公司章程附件、议事程序、租赁合同、特许经营权、相关董事及股东决议、独立法律顾问对公司成立及证券发行合法性的意见及一个具备资格的工程人员做出的近期不动产物理状况报告。负责实施上市审核的是纽交所的 8 名成员组成的上市登记委员会和一个调查小组。当然,在 1934 年时,美国有 24 家证券交易所,这些交易所的上市审核标准参差不齐,交易证券的质量良莠混杂。而且,除了纽交所之外,其他的 23 家交易所甚至都允许一些不需提供财务报告的“非上市证券”的交易。因此,《1934 年证券交易法》要求,纽约交易所等 24 家交易所都在 SEC 进行了登记注册,而 SEC 很快就明确了一个原则,即加强交易所之间的竞争,从而实现更为有效的管理。美国形成了上市标准高低不同、多层次的集中性二级市场。此外,一些满足注册发行要求,而不符合上市标准的证券,还可以在场外市场交易。^[14]

截至 2012 年 4 月底,美国共有 15 家证券交易所依据《1934 年证券

[13] 陈路:“政府监管与市场自律的平衡——美国证券市场发行审核与上市审核分离体制简析”,载《深交所》2006 年 3 月。

[14] 陈路:“政府监管与市场自律的平衡——美国证券市场发行审核与上市审核分离体制简析”,载《深交所》2006 年 3 月。

交易所法》向 SEC 登记为全国性证券交易所(national securities exchange)。而美国的场外交易市场主要包括柜台公告板市场(OTCBB)和粉红单市场(Pinksheets)。

OTCBB 是美国最有影响的小额证券市场之一,其上市程序极为简单:具有健全财务报表的小企业,财务报表及申报文件经会计师、律师审定签名后可直接找做市商要求上市。OTCBB 上交易的股票都是在 NASDAQ 以外的非上市公司,公司需要在 SEC 登记。^[15]

粉红单市场是 OTC 市场中的初级股票市场,它仅仅是一个报价服务系统,所以没有上市标准,不受 SEC 注册要求的管制,也没有信息披露的要求。

由此可见,在美国,发行注册的审核权在于 SEC,而上市与挂牌的审核权在于各家证券交易场所。甚至发行人可以在通过发行注册而尚未上市前,临时改变上市地点。而不像中国这样,发行人在向中国证监会递交公开发行申请时,必须明确拟上市的板块是主板还是创业板,并且不允许更换上市板块。此外,美国还有畅通的转板机制,企业可以从粉红单市场转板到 OTCBB,以及从 OTCBB 转板到 NASDAQ,从 NASDAQ 或 AMEX 转板至纽交所,这是升板。当然也会从 NASDAQ 转板到 OTCBB,从 OTCBB 转板到粉单市场。

大家对 NASDAQ(拟)上市公司的 IPO 殆无异议,但对于 OTCBB(拟)挂牌公司的 IPO 还是心存狐疑的,因为我们(即使是所谓的“投行圈内人”)平时也很少听说过 OTCBB(拟)上市公司 IPO 的新闻。事实上,OTCBB(拟)挂牌公司也是可以 IPO 的。但由于企业的质量大都不高,因此,其 IPO 的价格一般都比较低廉,这被成为低价股 IPO(Penny Stock IPO,PSIPO)。^[16] 低价股 IPO 在 20 世纪 90 年代之前曾比较盛行,但美国于 1990 年制定了《低价股票改革法》(Penny Stock Reform

[15] 邢会强、申林平主编:《中国企业境外上市法律实务》(修订版),法律出版社 2011 年版,第 115 页。

[16] 根据《1934 年证券交易法》,低价股是指一般未在纳斯达克或任何国内证券交易所上市交易的股票,并且每股价格不到 5 美元;或者如果发行人连续经营三年以上,其净有形资产少于 200 万美元,或连续经营不足三年,其市值少于 500 万美元,或最近三年平均营业收入不足 600 万美元。

Act of 1990),规定券商不得向客户推荐低价股。因为与英国的 AIM 市场不同,OTCBB 很少有大的基金与机构投资者,其投资者多以小型基金和个人为主。这使低价股 IPO 数量日益衰落,尽管如此,到 2006 年时,仍然有两起低价股 IPO。^[17] 随着低价股 IPO 的衰落,OTCBB 挂牌公司的融资模式发生了重大变化,上市后私募融资(PIPE)开始成为主流的融资模式。^[18] 尽管如此,美国学者对于 1990 年《低价股票改革法》颇有微词,有学者指出,《低价股票改革法》意在防范低价股发行中的欺诈,但其成本超过了收益,是不划算的。^[19] 还有学者指出,《低价股票改革法》尽管对于价格低于 5 美元的 IPO 有表面上的影响,但对于提高证券质量却没有实质影响,退市风险并未因该法的实施而降低。^[20]

(三) 台湾地区

在我国台湾地区,除对于募集设立、减资、现金增资、合并、依法进行收购或分割发行新股的情形须证期局核准外,其余股票的发行多采

[17] 天交所课题组:“场外交易市场融资现状与模式分析”,载高岱主编:《中国场外交易市场发展报告(2010~2011)》,社会科学文献出版社 2011 年版,第 145 页。

[18] PIPE 的全称是 Private Investment in Public Equity,即私人股权投资已上市公司股份,或上市后私募投资或上市后私募融资。在一个典型的 PIPE 交易中,发行人以一个相对于公开市场价格的折扣价格出售普通股。由于通过 PIPE 发行的股票在美国联邦证券法下是一个“受限制的证券”(restricted securities),因此,其转售并不能自由交易。一旦发行人提供了公开转售的证券,发行人就需要立即提交注册资料。典型案例是北京北大千方科技有限公司。2007 年 5 月 14 日,北大千方在 OTCBB 挂牌。2008 年 7 月 22 日,北大千方获得了赛富亚洲投资三期基金 1500 万美元 PIPE 投资。赛富亚洲投资三期基金以每股 5.8 美元价格收购其 259 万股普通股,占北大千方 13.2% 的股份。2007 年 3 月 18 日,北大千方的股价达到 7.85 美元,市值 1.5 亿美元,初步具备了升主板的条件。2008 年 5 月,公司聘请了三位独立董事,为升主板进一步创造了条件。随后,北大千方向 NASD 递交了升板的申请。2008 年 7 月 28 日,北大千方正式宣布,公司已经获得了在纳斯达克主板上市的批准。2008 年 7 月 31 日,北大千方开始正式在 NASDAQ 进行交易。详见那会强、孙红伟编著:《最新经典私募案例评鉴》,中信出版社 2009 年版,第 235~241 页。

[19] Lampe, Carolyn E., The Penny Stock Reform Act of 1990: A Costly Solution to a Serious Problem, 13 Geo. Mason U. L. Rev. 779 (1990-1991).

[20] Beatty, Randolph P. and Kadiyala, Padmaja, Impact of the Penny Stock Reform Act of 1990 on the IPO Market. Journal of Law & Economics, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=431201>.

用注册制,即备齐公开说明书、财务报表、董事会决议、承销商推荐意见、法律意见书等文件后一定营业日后自动生效。^[21]

关于台湾地区证券发行注册的程序,台湾地区“金融监督管理委员会”制定的《发行人募集与发行有价证券处理准则》中有简略的规定:金融监督管理委员会(以下简称本会、金监会)审核有价证券之募集与发行、公开招募、补办公开发行、无偿配发新股与减少资本采申报生效制。申报生效,是指发行人依规定检齐相关书件向本会提出申报,除因申报书件应行记载事项不充分、为保护公益有必要补正说明或经本会退回者外,其案件自本会及本会指定之机构收到申报书件即日起届满一定营业日即可生效。如遭退回,则3个月内不得再次申报。发行人募集与发行有价证券,经申报生效后,于申报生效通知到达之日起三十日内,董事会应备置认股书,认股书加记证券管理机关核准文号及年、月、日以及其他认股事项,公告并发行之。

企业申请在台湾证券交易所上市的流程大致为:申请公司需向台湾证券交易所提出申请,经证交所承办人员查核后,拟具审查报告提经台湾证券交易所所有价证券上市审议委员会及董事会审查通过后,报请金融监督管理委员会备查,申请公司即可委托证券承销商办理承销手续,并于承销后股权分散合乎标准时,向证交所洽定上市日期,正式挂牌买卖。

台湾证券交易所为场内市场,此外已发行的证券还可以在场外市场上市。台湾的场外交易市场主要包括上柜股票市场和兴柜股票市场两部分。上柜股票市场是台湾场外交易市场体系的高级形态,兴柜股票市场是台湾场外交易市场体系的低级形态。上柜市场是指已公开发行但未上市仅于柜台买卖中心买卖的股票,兴柜市场是指已经申报上柜辅导契约还没有上柜挂牌之前,经过柜台中心核准先在证券商营业处所议价买卖的股票。

台湾地区“证券交易法”第42条及第62条中,皆赋予“营业处所买卖有价证券”之法源,为配合新制实施,“财政部证券暨期货管理委

[21] 蔡奕:“台湾多层次资本市场建设及启示”,载《北大法宝》,法宝引证码:CLI. A. 033312。

员会”于1983年10月修正发布“证券商营业处所买卖有价证券管理办法”,确立柜台买卖中心之法律地位。

兴柜股票市场于2002年正式运行,意在提供未上市柜股票市场合法交易市场。登陆兴柜股票市场的门槛很低:申请人须为公开发行公司、两家以上辅导推荐证券商书面推荐,而资本额、设立年限、获利能力、股东人数均不作限制。登陆兴柜股票市场的程序是,申请人依“发行人募集与发行有价证券处理准则”向“金管会”申报,“金管会”收到申报书日起届满十二个营业日生效。此后,提出登陆兴柜申请,经柜台买卖中心核准后,开始披露公司概况,其后至少5个营业日方开始兴柜买卖。

企业申请上柜之流程为:在兴柜股票市场挂牌满6个月以上的公司,可以根据自身条件向台湾证券柜台买卖中心提交上柜申请,经过柜台买卖中心书面审查、实地查核等程序后,由上柜审议委员会及董事会审查通过,然后报请金融监督管理委员会备查,此后是股票承销与挂牌交易。

当然,在兴柜股票市场挂牌满6个月以上的公司,也可以直接向台湾证券交易所提出上市申请。上柜股票申请转板到台湾证券交易所上市除了要满足有价证券上市审查准则条件外,还需要满足一定的额外条件,如在柜台市场交易一年以上,没有发生更改交易形式和停牌事件等。如果申请公司属于科技事业、台湾经济建设的重大事业或政府奖励民间参与的重大公共建设事业,在转板时可以申请豁免有关上市审查条件。其上市审核程序与初次上市相同。

总之,我国台湾地区已经建立起多层次资本市场以及其间的转板机制(含越级跳板机制),发行审核权归属于金监会,而上市与上柜、上兴柜的审核权则在归属于该交易场所。

可能是我国台湾地区将上市定义为在证券交易所挂牌交易,将上柜定义为在柜台买卖中心挂牌交易,这对我国大陆造成了误导,以至于我们认为上市只能是在证券交易所挂牌交易,而不能是在场外交易市场挂牌交易。

五、我国的多层次资本市场的发展、发行与上市的分离与《证券法》修订建议

在我国,多层次资本市场的雏形已经初具:(1)主板市场。上海、深圳证券交易所构成了证券交易的主板市场。主板市场对上市公司的营业期限、股权结构、盈利等条件以及审批、监管相对来说是最为严格的。只有符合法定条件的公司才能在主板市场进行证券交易并融资。就企业生命发展周期而言,主板市场上的公司相对最为成熟。(2)二板市场。二板市场在我国又被称为创业板市场,指专为中小企业和新兴公司提供融资途径的证券交易市场。创业板市场在服务对象、上市标准、交易制度等方面不同于主板市场,是对主板市场的有效补充。主板、二板市场以外的市场则属于场外交易市场。(3)场外交易市场。全国股份转让系统、天津股权交易所、上海股权托管交易中心、重庆股权转让中心等为场外交易市场。全国中小企业股份转让系统为全国性的场外交易市场,已纳入中国证监会监管。而天津股权交易所、上海股权托管交易中心、重庆股权转让中心等为区域性的场外交易市场,目前是地方政府在监管,还未纳入中国证监会的监管范围。

随着我国多层次资本市场的逐步建立、健全,公开发行与上市的彻底分离终于具备了客观条件:企业公开发行之后,可以到主板、创业板等场内交易市场上市,也可以到全国股份转让系统、天津股权交易所、上海股权托管交易中心、重庆股权转让中心等为场外交易市场挂牌^[22],当然,还可以既不上市也不挂牌,而仅仅在中国证券登记结算公司进行登记。

基于此,建议在本次《证券法》修改时,将第 39 条修改为:

依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,可以在依法设立的证

[22] 天津股权交易所、上海股权托管交易中心、重庆股权转让中心等区域股权市场在当前未纳入中国证监会监管,其挂牌公司的股东不能突破 200 人。因此,笔者主张待这些区域股权市场纳入中国证监会监管后,公司 IPO 之后方能在这里挂牌。即目前暂不开禁其 IPO、公开发行功能。

券交易所上市交易,可以在国务院批准的其他证券交易场所挂牌交易,可以在证券公司的柜台进行买卖,也可以既不上市交易也不挂牌也不在证券公司柜台买卖。

公开发行在证券公司的柜台进行买卖的股票,或者公开发行既不上市交易也不挂牌交易的股票,发行人应当在招股说明书显著位置对投资者予以提示。

依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在证券登记结算机构进行登记。

将第48条修改为:

申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意,并由双方签订上市协议。

申请证券挂牌交易,应当向国务院批准的其他证券交易场所提出申请,由后者依法审核同意,并由双方签订挂牌协议。

申请证券在证券公司柜台买卖,应当向有经营资格的证券公司提出申请,由后者依法审核同意,并由双方签订柜台买卖协议。

证券交易所根据国务院授权的部门的决定安排政府债券上市交易。

条文说明及修改理由如下:

1. 明确了发行与上市的分离,明确了依法公开发行的股票、公司债券及其他证券的四种选择:可以在依法设立的证券交易所上市交易,可以在国务院批准的其他证券交易场所挂牌交易,可以在证券公司的柜台进行买卖,也可以既不上市交易也不挂牌也不在证券公司柜台买卖。不言而喻,在场外交易市场挂牌的公司,也可以通过向不特定对象公开发行股票的形式进行定向增发。当然,这还意味着,公开发行的门槛会降低。

2. 为了保护投资者,充分进行信息披露,增加规定:“公开发行在证券公司的柜台进行买卖的股票,或者公开发行既不上市交易也不挂牌交易的股票,发行人应当在招股说明书显著位置对投资者予以提示。”

3. 无论是否上市或挂牌,均需进行股权登记。因此增加规定:“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在证券登记结算机构进

行登记。”

4. 增加了申请证券挂牌交易与申请证券在证券公司柜台买卖的程序,明确了挂牌审核权、柜台买卖审核权的归属。

六、开禁股转系统的公开发行功能

目前,全国中小企业股份转让系统(以下简称“新三板”或股转系统)拟挂牌公司在挂牌之前不能进行IPO(首次公开发行),挂牌之后不能通过“向不特定对象发行”(公开发行)进行再融资(除非拟转到证券交易所上市),而只能进行定向发行和定向转让,这是和发达资本市场的通行做法相背离的。为进一步便利中小企业的直接融资,将全国股份系统建成“中国的纳斯达克”,建议开禁“新三板”的公开发行功能:既允许企业在“新三板”挂牌之前进行IPO,也允许企业挂牌之后通过公开发行进行再融资。

股转系统的定位应是2006年前的纳斯达克或今天英国的AIM市场,而不是OTCBB。而且,股转系统投资者适当性管理制度的设置,意在缔造一个以机构投资者为主的市场。因此,股转系统的模仿对象,与其说是2006年前的纳斯达克,不如说是今天英国的AIM市场。OTCBB市场因《低价股票改革法》而使IPO几乎绝迹,但AIM市场的IPO依然非常盛行。自1995年成立到2010年的15年间,AIM已为3200家企业融资726亿英镑,其中,IPO融资342亿英镑,增发融资384亿英镑。^[23]因此,开禁股转系统的公开发行功能是非常必要的。当然,尽管如此,对于股转系统来说,其融资模式应该是公开发行与私募融资并驾齐驱,并行不悖。

剥夺场外交易市场的公开发行功能是对上市制度的严重误读,剥夺了小企业的IPO权利。由于我国台湾地区将“上市公司”定义为在证券交易所挂牌交易的公司,将“上柜公司”定义为在柜台买卖中心挂

[23] 邢会强、申林平主编:《中国企业境外上市法律实务》(修订版),法律出版社2011年版,第149页。

牌交易的公司,这对我国大陆造成了误导,以至于我们认为上市公司只能是在证券交易所挂牌交易,而不能是在场外交易市场挂牌交易,因此才有了我国《公司法》第121条的规定。其实,无论是“上市公司”还是“挂牌公司”,其英文都是“listed company”。在当前我国的制度体系中,IPO即意味着上市,上市就只能是在证券交易所挂牌。而正确的理解应该是:在场外交易市场挂牌也是“上市”,在场外交易市场挂牌之前也可以IPO。纳斯达克和AIM的做法印证了这一点。但这一误读实际上是剥夺了那些达不到主板、创业板上市条件的企业的IPO权利。我国现行制度体系只规定了场内交易市场拟上市公司的IPO(即《首次公开发行股票并上市管理办法》和《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》),而忽略了场外交易市场拟挂牌公司的IPO。导致的后果是,资本市场上只留下规模大的企业,而没有规模较小(或暂时较小)的企业。资本市场也只剩下单一的主板市场(中国创业板实际是类主板),而没有包括二板、三板市场在内的多层次资本市场。如前所述,这一误读还助长了发行造假。因为企业要想IPO,必须达到较高的条件,规模较小或盈利较少的企业难以IPO,但一旦IPO却可以获得巨额甚至超额募集资金,因此,企业造假上市的激励增大。如果允许“新三板”拟挂牌公司进行IPO,则IPO的门槛就会降低,会有更多不符合证券交易所上市条件,但符合“新三板”挂牌条件的企业进行IPO。而这正契合了当前国务院关于降低企业IPO财务条件的精神。

虽然理论上所有的场外交易市场都应该有公开发行功能,但在当前只有“新三板”纳入了中国证监会监管范围的情况下,为控制风险,应暂仅开禁“新三板”的公开发行,其他区域场外交易市场的公开发行功能暂不开禁。其他区域场外交易市场的定位更像是美国的OTCBB。暂不开禁其IPO,也是和OTCBB的做法相一致的。

为了对开禁股转系统的公开发行功能提供制度保障,笔者建议:

第一,由中国证监会制定《首次公开发行股票并在全中国中小企业股份转让系统挂牌管理暂行办法》,将全国股份转让系统股票挂牌条件基本标准直接采纳为“新三板”拟挂牌公司进行IPO的条件。

第二,“新三板”(拟)挂牌公司公开发行的对象目前应仅限于符合全国股份转让系统投资者适当性管理制度的投资者,而不是所有的证

券投资者。

第三,坚持“新三板”目前的审核机制,即对“新三板”(拟)挂牌公司的公开发行也实行形式审核,不需要经过发行审核委员会的通过。为此需要配套修订《证券法》第22条。

第四,修订《证券法》,将中国证监会的执法权力延伸到“新三板”,同时赋予全国股份转让系统以自律管理的职能。