

走向多层次:非公开发行监管嬗变的 现实路径初探

王文心*

禹疏九河,渝济漯而注诸海,
决汝汉,排淮泗而注之江。

——《孟子·滕文公上》^①

摘要:2005年《证券法》修订确立了非公开发行的合法地位,但在立法架构上缺乏一些核心制度安排,致使实践中监管陷入信息能力不足和发展市场受限的双重困境。由于正式制度供给不足,游离于《证券法》之外的场外市场发展迅速。非公开发行“入法”成为《证券法》完善的迫切课题。非公开发行入法须反思当前监管中的困境,厘清监管思路,谋定而后动。本文认为非公开发行监管嬗变的现实路径是构建多层次的监管体系,而突破口在于专门市场的建立。从非公开发行专门市场的一级发行与二级交易规范做起,借由专门市场的吸引力,突出示范效应。在多层次资本市场体系框架初步建立的背景下,非公开发行证券转售市场的设立

* 上海证券交易所法律部员工。

① 《孟子·滕文公上》。

应与三板市场建设相勾连,作为三板市场的一大功能定位。

关键词:非公开发行 多层次监管 专门市场 三板市场

一、现行法上的非公开发行架构

在各国法上,非公开发行(私募发行)制度的核心安排大致包括:非公开发行的界定、非公开发行的审核制度、非公开发行的转售限制、非公开发行的信息披露。这样一套制度安排基本反映了非公开发行证券一级市场和二级市场运作实际,是成熟的非公开发行市场必备的制度前提。据此,本部分对现行法上的非公开发行架构进行介绍和评估。

(一)非公开发行的界定——须经由反面解释

2005年修订的《证券法》明确了在中国法上公开发行包括三类:第一类是针对不特定对象的公开发行,即“向不特定对象发行证券”;第二类是针对特定对象的公开发行,即“向特定对象发行累计超过200人的”;第三类是法律、行政法规规定的其他发行行为(《证券法》第10条)。这一规定不仅是首次在法律上界定公开发行,也明确了公开与非公开发行的界限。^② 尽管没有从正面界定非公开发行,但是作为与公开发行相对应的发行方式,界定了公开发行也就从反面界定非公开发行。因此,2005年《证券法》第10条被视为确立了我国非公开发行制度的框架。^③

作为资金募集的方式,非公开发行就是洽商特定人购买证券,而不对社会大宗公开招募。从各国立法和实践来看,非公开发行或私募发行是指针对特定对象、采取特定方式、接受特定规范的证券发行方式。而对于私募发行的界定,各国法一般着眼于发行对象、发行的客体、发

^② 参见桂敏杰主编:《中华人民共和国证券法、中华人民共和国公司法新旧条文对照简明解读》,中国民主法制出版社2005年版,第9页。

^③ 参见孔翔:“我国需要什么样的证券非公开发行制度”,载《证券市场导报》2006年第2期;郭雳:“特定对象发行:制度构建与疑义相析”,载《华东政法学院学报》2006年第1期。

行规模、发行方式等证券发行的基本要素来综合判定。^④我国2005年《证券法》界定非公开发行正是遵循了这样的思路:在发行对象上,限于特定对象;在发行人数上,累计不超过200人;在发行方式上,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式,即对一般性劝诱(general solicitation)的禁止。对于我国2005年《证券法》的界定,在解释论上,对于“特定对象”、“累计”、“公开劝诱和变相”的内涵和外延皆存有不同的理解;在立法论上,也有认为亟须增加小额发行豁免的意见。^⑤即便如此,2005年《证券法》的修订已经为之前处于“地下”或“半地下”证券非公开发行确立了合法地位,并为非公开发行预留了制度空间。

《证券法》规定为监管实践中打击非法发行和非法转让提供了依据。国发[2006]99号文对一般性劝诱禁止的内涵进一步澄清,非公开发行股票及其股权转让不得采用“广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或变相公开方式向社会公众发行”。

上市公司非公开发行证券,2006年修订的《上市公司证券发行管理办法》(证监会令第30号)从正面予以界定,是指“上市公司采用非公开方式,向特定对象发行股票的行为”。^⑥《上市公司证券发行管理办法》还要求“特定对象”应当符合股东大会决议规定的条件,其发行对象不超过10名。^⑦

(二) 非公开发行的审核制度——“审核豁免”

2005年《证券法》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证券监督管理机构的核准。事实上,在中国法上非公开发行一直是不受审批或核准要求的。

^④ 还有一种代表性的界定方式是在美国最高法院1953年SEC v. Purina co.一案中确立起来的。该判例确立了对私募证券进行界定的新的原则和标准。对证券公开发行的法律规制在于证券的注册和强制性信息披露,其目的在于保护公众投资者免于欺诈和尽可能地规避证券发行过程中的道德风险。这种界定方式被称为功能主义界定方式。参见叶向荣、贾翔:“论我国私募证券转售制度的完善”,载《证券市场导报》2010年6月号。

^⑤ 参见彭冰:“证券公开发行之研究”,载《月旦民商法》总第11辑,清华大学出版社2006年版。

^⑥ 《上市公司证券发行管理办法》第36条。

^⑦ 《上市公司证券发行管理办法》第37条。

尽管为了规范证券市场的发展,中国一直对证券发行采取严格的限制措施,但无论是原先采取额度控制的审批制还是目前的核准制,都只是针对证券公开发行而言的。^⑧因此,就目前而言,中国的证券非公开发行审核制度与发达市场国家类似,采取“审核豁免”或者“注册豁免”。

但对于上市公司非公开发行,法律专门规定了核准制度,要求“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”。^⑨对于上市公司非公开发行采取核准制,理由是上市公司涉及社会公众股东,公共性强,应当受到更严格的发行监管。

很多市场人士认为我国非公开发行采取审批制或核准制,呼吁为非公开发行松绑,应当向注册豁免过渡。背后原因在于对非公开发行的概念认识较窄,仅将上市公司定向募集和特定资金募集等市场关注度较高的发行行为视为是非公开发行,而无论是定向募集还是特定资金募集都是建立在证监会审批或核准的基础上。

(三) 非公开发行的转售制度——严格限制

转售是指非公开发行的证券在二级市场上的转让行为。证券立法限制非公开发行证券转售目的在于防止非公开发行证券的投资者通过转让证券给社会公众,在实质上规避公开发行的要求。为保护投资者利益,各国法普遍建立起非公开发行转售制度。以美国法为例,私募转售制度包括了认购人资格、转售数量、信息披露、报告等方面的规范。^⑩

对于非公开发行证券的转售问题,《证券法》建立起了颇具中国特色的私募转售限制。有观点认为“《证券法》并没有明确我国私募发行的证券的转让是否需要受到限制”,^⑪这种观点值得商榷,仅就立法而言,《证券法》上的非公开发行转售限制极为严格。“向特定对象发行证券累计超过两百人的”,此条文被认为“构建了针对特定对象的公开

^⑧ 参见彭冰:“证券公开发行之研究”,载《月旦民商法》总第11辑,清华大学出版社2006年版。

^⑨ 《证券法》第13条第2款。

^⑩ 参见万勇:“美国私募发行证券的转售问题研究——兼论我国非公开发行证券转售制度的构建”,载《证券市场导报》2006年9月号。

^⑪ 李赛敏:“我国私募证券的转让限制及其完善”,载《清华法学》2008年第6期。

发行制度”,^⑫就其反面理解也构成了对非公开发行转售数量的限制。单就文义理解,此处累计计算的是历次发行的投资者人数,并未涉及再经转售后的投资者数量。但根据2005年《证券法》修订参与者的说法,在《证券法》修改小组内部具有倾向性的观点认为,“对一次或多次累计200人应作严格界定,应在解释环节尽量阻塞变相公开发行的漏洞。在计算发行对象时,如果以信托或者委托代理等方式间接持有证券的,应当将委托人的实际人数合并计算,在解释发行概念时,应当将首发、再发和存量发行包括在内”^⑬。2005年《证券法》实施后,累计计算的对象应当是公司所有股东的人数,这样的观点成为实务界和学术界的通说。因此,无论是通过股权转让、赠与、继承还是通过司法执行等非发行方式,只要公司股东累计超过200人,都属于变相公开发行,需要经由中国证监会的核准程序。2006年国办发[2006]99号文对此予以确认。^⑭2008年证监会发布的《关于整治非法证券活动有关问题的通知》(证监发[2008]1号)也规定,擅自转让股票且转让后公司股东累计超过200人,属于擅自发行股票行为。由此,在没有合格投资者排除计算的前提下,任一时点股东总数超过200人,即被归入非法发行或非法交易,可谓严格。

^⑫ 彭冰:“构建针对特定对象的公开发行制度”,载《法学》2006年第5期。

^⑬ 蔡奕、程红星:《〈中华人民共和国证券法〉修订重大条款解析》,深圳证券交易所综合研究所深证综研字第0125号。

^⑭ 国办发[2006]第99号文规定:“(一)严禁擅自公开发行股票。向不特定对象发行股票或向特定对象发行股票后股东累计超过200人的,为公开发行,应依法报经证监会核准。未经核准擅自发行的,属于非法发行股票。(二)严禁变相公开发行股票。向特定对象发行股票后股东累计不超过200人的,为非公开发行。非公开发行股票及其股权转让,不得采用广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或变相公开方式向社会公众发行。严禁任何公司股东自行或委托他人以公开方式向社会公众转让股票。向特定对象转让股票,未依法报经证监会核准的,转让后,公司股东累计不得超过200人。(三)严禁非法经营证券业务。股票承销、经纪(代理买卖)、证券投资咨询等证券业务由证监会依法批准设立的证券机构经营,未经证监会批准,其他任何机构和个人不得经营证券业务。违反上述三项规定的,应坚决予以取缔,并依法追究法律责任。证监会要根据公司法和证券法有关规定,尽快研究制定有关公开发行股票但不在证券交易所上市的股份有限公司(以下简称非上市公司)管理规定,明确非上市公司设立和发行的条件、发行审核程序、登记托管及转让规则等,将非上市公司监管纳入法制轨道。”

《上市公司证券发行管理办法》仅在第38条规定“本次发行的股份自发行结束之日起,十二个月内不得转让;控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份,三十六个月内不得转让”。

(四)非公开发行的信息披露制度——立法空白

依据现行法,对上市公司公开发行证券,上市公司应当及时披露有关信息。但对于非上市公司非公开发行证券,现行法未作规定。在美国法上,如果发行人私募对象均为合格投资人,则发行人不需要事先提供 Rule506(b)(1)(ii)所要求的信息;如果发行人私募对象包括第二类“虽非合格投资者但其本身或其受托人具有商务或财务专业背景”的投资者,发行人需要提供 Rule506(b)(1)(ii)所规定的信息。^⑮

(五)小结——监管过严还是过松?

2005年《证券法》修订已经为我国非公开发行的发展提供了制度空间。现行法未对非公开发行予以正面界定,经反面解释,非公开发行的边界也是清晰明确的。在私募发行审核方面,未强行要求核准或注册,类似于“注册豁免”。在非公开发行证券的转售制度方面,通过累计计算公司任意时点的股东人数,建立起严格的转售限制制度。在非公开发行的信息披露方面,现行法未作出专门的规定。

由此来看,现行法上的非公开发行并不能简单评价为过严或过松。现行法最大的问题在于一些核心制度安排的缺位,存在立法空白。由于立法上的空白,在一些领域监管过松(如发行审核、信息披露、合格投资者),为防范可能由此危害金融稳定、损害保护投资者的风险,在一些领域监管又过于严苛(例如转售制度及其市场建设)。因而“亟须完善私募发行制度,对私募发行进行界定,明确私募发行的条件和程序,规定私募发行证券转售限制”,^⑯实现效率价值和规范价值在更高水平上的平衡。

^⑮ 在美国法上,Rule506将认购人分为合格的投资者(accredited investor)和虽非合格投资者但其本身或其受托人具有商务或财务专业背景(alone or with his purchaser representative(s) has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment)两类。See Rule 506.

^⑯ 徐明:“进一步修订和完善《证券法》,促进证券市场可持续发展”,载《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版。

二、对监管现状的反思

(一) 监管现状

就市场情况而言,我国非公开发行发展迅速。一方面,众所周知,我国经济生活中存在中小企业融资难,银行贷款难以取得,迫切需要通过直接融资来筹集资金;另一方面,经过改革开放 30 多年的发展,积累了大量的民间财富,需要拓宽投资渠道,尤其是股权性的投资。2008 年创业板设立以后,更是在市场上催生了大量的股权投资基金和股权投资投资者。投资者购买了非公开发行的证券,该发行公司高市盈率发行并在创业板上市,将产生巨大的财富效应。应当说,非公开发行背后的两股经济动因都是积极的,有助于中国经济的健康发展。

那么,2005 年修订的《证券法》构建的非公开发行制度,在实践中运行如何?

由于在立法上清晰划分了公开发行与非公开发行的界限,监管机关对于非公开发行的监管主要集中于打击非法发行和非法交易。在 2006 年新法实施以后,监管机关即掀起了轰轰烈烈的打击非法发行和非法交易的活动。2006 年国务院办公厅发布了《关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》,要求严禁擅自公开发行股票。向不特定对象发行股票或向特定对象发行股票后股东累计超过 200 人的,为公开发行,应依法报经证监会核准。未经核准擅自发行的,属于非法发行股票。严禁变相公开发行股票。向特定对象发行股票后股东累计不超过 200 人的,为非公开发行。非公开发行股票及其股权转让,不得采用广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或变相公开方式向社会公众发行。严禁任何公司股东自行或委托他人以公开方式向社会公众转让股票。向特定对象转让股票,未依法报经证监会核准的,转让后,公司股东累计不得超过 200 人……违反上述三项规定的,应坚决予以取缔,并依法追究法律责任。2008 年证监会发布《关于整治非法证券活动有关问题的通知》(证监发[2008]1 号文),宣布擅自转让股票且转让后公司股

东累计超过200人,属于擅自发行股票行为。综上,监管机关打击重点有两个:一是任一时点股东总数超过200人,二是采取变相公开方式。

然而监管现状似乎并不令人满意,主要存有三个方面的问题。首先是在正式制度供给上,非公开发行证券转售市场缺位。一般而言,非上市公司非公开发行的证券可以通过两种渠道交易,一是投资者之间的私下交易,二是通过专门设立的非公开发行证券转售市场。严苛的200人以上(不区分合格投资者和一般投资者)不得转让的标准,并不得采取公开交易,从根本上消除了专门市场建立的可能。由于非公开缺乏专门市场,IPO成为投资者退出的唯一途径,使得非公开发行证券的投资者只能寄希望于其后公司IPO并上市。很多企业在非公开发行证券时描绘上市远景,已获得较好的认购量和价格。利益驱动下上市成为唯一目标,造假、包装、拔苗助长在所难免。

其次是形成了游离于现行《证券法》之外的场外交易市场。监管部门从未停止过对于非法场外交易的治理,比较彻底的是始于1998年的第二次清理整顿,^①截至2003年6月28日,随着海南证券交易中心清理整顿的完成,全国所有的地方性证券交易中心全部关闭。^②然而,现行《证券法》实施后,游离于《证券法》之外的场外市场发展迅速。^③这些场外市场包括两个层面。第一个层面是地方产权交易所的再次开业。基于现实需求,在国资改革推动^④和地方政府的支持下,地方产权交易所又相继在各地开业,构成了所谓产权市场。这些地方产权交易

^① 根据《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》(国办发[1998]10号)将场外非法交易界定为未经国务院批准,擅自设立产权交易所(中心)、证券交易中心和证券交易自动报价系统等机构,从事非上市公司股票、股权证等股权类证券(以下简称股票)的场外非法交易活动。

^② 参见马庆泉、吴清主编:《中国证券史(1999-2007)》,中国金融出版社2009年版,第104页。

^③ 1999年以后,场外市场的主要形式包括大宗交易市场、法人股拍卖市场和代办股份转让市场。

^④ 2008年颁布的《中华人民共和国企业国有资产法》第54条规定:“国有资产转让应当遵循等价有偿和公开、公平、公正的原则。除按照国家规定可以直接协议转让的以外,国有资产转让应当在依法设立的产权交易场所公开进行。转让方应当如实披露有关信息,征集受让方;征集产生的受让方为两个以上的,转让应当采用公开竞价的交易方式。”这一要求可以追溯到2004年国资委颁布的《企业国有股权转让管理暂行办法》。

所在交易方式上具有公开交易、不拆细交易、不集合竞价,挂牌期限有限制、非连续性交易等特点。除了在交易形式上构成变相公开外,也造就了大量股东超过 200 人的公众公司。^④ 在第二个层面上,借力区域发展战略,^⑤一些地方的产权交易所更是推出了具有集中竞价和连续交易特点的股权交易所。以天交所为例,其市场包括了一级市场的私募发行和二级市场的交易,交易规则上采取了集中竞价和协商定价相结合的混合型交易制度,并于每日公布行情(收盘价和成交量)。^⑥ 尽管《证券法》认可股票在经国务院批准的交易场所交易,^⑦上述股权交易所的实践也违背了《证券法》对于非公开发行证券的规制。

最后是非公开发行证券私下交易产生的纠纷。公开发行和非公开发行区分的一个关键在于投资者能否保护自己。现行的监管政策,并无对投资者的识别,没有合格投资者的概念。对于变相公开发行,由于缺乏有效的监管手段,在二三线城市每天都在发生。在实践中,已经出现了一些纠纷。^⑧

^④ 以山东省为例,全省股东超过 200 人的未上市股份公司累计超过 600 家,近百家公司曾经在地方场外市场挂牌转让,股东均达到数千人或上万人,是名副其实的公众公司。

^⑤ 以天津股权交易所为例。2006 年国务院发布《推进滨海新区开发开放有关问题的意见》,提出“鼓励天津滨海新区进行金融改革和创新;在金融企业、金融业务、金融市场和金融开放等方面的重大改革,原则上可安排在天津滨海新区先行先试”。2008 年国务院在《关于天津滨海新区综合配套改革试验总体方案的批复》中进一步明确:“要为在天津滨海新区设立全国性非上市公众公司股权交易市场创造条件”的要求。2009 年 10 月,经国务院批复同意的《天津滨海新区综合配套改革试验金融创新专项方案》中明确要求:“支持天津股权交易所不断完善运作机制,规范交易程序,健全服务网络,拓展业务范围,扩大市场规模。充分发挥市场功能,为中小企业和成长型企业提供高效便捷的股权投融资服务”。

^⑥ 在一级市场方面,天交所“小额、多次、快速、低成本”的股权私募融资模式,每次可为企业实现股权直接融资 1000~3000 万元,一年可多次私募发行,每次私募发行在 2~3 个月内完成,企业融资成本仅是企业在公开市场融资成本的 1/5 到 1/3,受到中小企业、创新型企业的热烈欢迎。在二级市场交易方面天交所采取做市商双向报价为主、集合竞价与协商定价相结合的混合型交易制度。截至 2011 年 10 月 26 日,股权交易所市场累计挂牌企业数量 97 家,市场总市值超过 135 亿,挂牌企业覆盖 17 个省市,注册做市商 85 家,平均市盈率 11.98。

^⑦ 参见《证券法》第 39 条。

^⑧ 参见“咸阳直击原始股涉嫌非法转让终审第一案”,载《21 世纪经济报道》2008 年 4 月 30 日。

于是,呼唤放松规制和加强规制的声音此起彼伏,监管机关在监管尺度上进退失据。

(二)对监管困境的两点反思

1. 为何是“打击”?——监管信息能力不足的困境

“打击”具有非常规性、事后性,同时在事前形成对行为的威慑力。^{②6} 监管机关频频以通知方式要求打击非法发行和非法交易,反映了监管机关对于非公开发行及其转售缺乏常规性的监管手段。这主要体现在以下两个方面。

一是对变相公开发行缺乏发现机制。囿于非公开发行的高发性、私人性以及监管力量的相对有限性,非公开发行股票及其股权转让采用广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或变相公开方式向社会公众发行,监管机关难以及时发现,即便发现也难免是选择性执法。

二是股权登记制度难以支持。现行法要求向特定对象转让股票,未依法报经证监会核准的,转让后公司股东累计不得超过200人。难点在于如何知悉股东人数。对于股东身份的确认,通说认为,股东名册和工商登记是确认股东身份的依据,其中股东名册可以对抗公司和其他股东,工商登记具有对抗第三人的效力。无论股份有限公司还是有限责任公司,都应当置备股东名册,记载股东姓名或名称、出资额、出资时间。^{②7} 由于证券登记结算公司法定代理证券登记业务,^{②8} 上市公司的股东名册登记信息准确而及时。但对于非上市公司的股东名册,监管机关利用股东名册作为打击非法发行和非法交易的证据难度较大,一则属于公司层面,掌握在公司手中;二则存在登记及时性问题;三则存在大量隐名股东。在工商登记层面,工商登记机关仅登记股份有限公司的发起人,^{②9} 对于发起人以外的其他股东,并无采集信息。即使监管机关已建立起有效的信息查询和联合执法机制,利用工商登记来确认

^{②6} 在现实生活中,“打击”之于监管,恰恰出现在监管缺乏常规性手段的情况,例如“严打”、打击非法小煤窑、打击食品造假、打击非法集资。

^{②7} 参见《公司法》第33、131条。

^{②8} 参见《证券法》第160条。

^{②9} 参见《中华人民共和国公司登记管理条例》第9条。

股东身份和人数也面临信息不充分。

事实上,《证券法》对于非公开发行未强制要求审核,深究起来,并非立法疏漏,而是不得不然。对于民营经济、草根金融中广泛存在的非公开发行,证监会难以发现也管不过来。监管机关对此也有清晰认识,希望通过借力其他监督管理机构和地方政府来遏制非法发行。2005年《证券法》第188条规定:“对擅自公开或者变相公开发行证券设立的公司,由依法履行监督管理职责的机构或者部门会同县级以上地方人民政府予以取缔。”此处“依法履行监督管理职责的机构或者部门”在措辞上区别于《证券法》中比比皆是的“国务院证券监督管理机构”,并要求“会同县级以上地方人民政府”。本条涉非法发行监管的职权、机制、责任,反映出单靠证监会的监管资源难以应对。

反思监管困境,一个根本原因是非公开发行的私人性、普遍性和高发性与监管机关信息能力不足之间的矛盾。这种矛盾的产生,一定程度上反映了监管机关自身信息能力建设有待加强,例如证监会及其派出机构对于非上市公司的股权登记情况无法直接掌握。更主要的原因,在笔者看来,是立法规制过严导致监管力量过度介入私法自治的空间,造成非公开发行监管的“不可能承担之重”。如果将大大小小的非公开发行都纳入监管,仅其所要求的信息采集能力,势必造成一个规制国家(regulatory state)的兴起,既难以实现,也违背了现代社会的基本价值。

2. 怎样的非公开发行证券交易市场? ——发展市场短板的困境

证券立法目的,最终落实在“促进社会主义市场经济的发展”。^③作为《证券法》的重要组成部分,非公开发行制度的经济理性,可简单归位为中小企业筹资、为投资者提供投资渠道。服务这一目标,就必须有一个规范和成熟的非公开发行市场。

我们从目前监管思路反推法律想象的非公开发行证券交易市场,这样的市场是一个投资者不作区分、私人间交易的市场,表现为下列特征:

一是投资者不作区分,承担风险能力参差不齐,自我保护能力有强

^③ 《证券法》第1条。

有弱。

二是采取一对一的磋商方式,发行环节和交易环节,都被想象为一对一的方式。

三是投资者数量有限。立法担忧的是,“如果向特定对象发行过多,就失去了非公开发行本身所具备的人数较少的特征,实质上属于公开发行。因此,界定公开发行还应当考虑人数”。^⑩

地方产权市场发展的实践已经证明,上述特征并非是非公开发行人市场的特征,而是非公开发行人市场的发育不足(私下交易或者地下交易)的特征。非公开发行制度的完善,市场对于监管者有更高的期待。作为一个新兴加转轨市场,监管部门不仅要规范市场,还要培育和发展市场。当前对于非公开发行的监管,对规范市场强调较多,对于培育和发展市场明显不足。恰恰因为正式制度供给的不足,导致了游离于法律之外的地方性的产权交易所乃至股权交易所层出不穷。试想如果建立起一个全国性的由合格投资者参与的专门市场,不但可以缓解规范市场压力,更可以实现中小企业募集资金的需求并创造流动性。因而非公开发行的市场不仅应当包括私人间的市场这种初级形态,还应该专门有专门私募转售市场这样的高级形态。

三、走向多层次:对非公开发行监管体系的构想

(一)单一 vs. 多层次:监管思路之辨

【案例一】现有 A 公司,为股份有限公司,注册资本为 5000 万元,股东为甲乙丙三位发起人,分别持有 3000 股、1000 股、1000 股。现银行信贷紧缩,为筹措流动资金,现决定增资扩股 200 万元,私下洽商了五位亲戚投资入股。

【案例二】现有 B 公司,为股份有限公司,注册资本 10,000 万元,共有股东 10 人。现有股东甲持股较多,向乙、丙、丁三名非股东人士转

^⑩ 周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社 2006 年版,第 35 页。

让其持有的部分股份。转让后,股东人数为13人。

【案例三】现有C公司,为股份有限公司,注册资本10,000万元,共有股东198人。现有股东甲持股较多,向乙、丙、丁三名非股东人士转让其持有的部分股份。转让后,股东人数为201人。

【案例四】现有D公司,为有限责任公司,经营社区便民超市,注册资本15万元,现为扩大规模,邀请中学同学甲乙入股,二人各入股3万元。

对于未来非公开发行监管的走向,有单一监管和多层次监管两种思路。所谓单一监管思路,即对于非公开发行证券采取统一的备案制、注册制或注册豁免,并对私募转售进行限制,规定统一的信息披露要求。本文认为这种思路并不可取。

首先,这种思路不具有现实性。在现实条件下,非公开发行具有私人性、普遍性和高发性,对此,监管机关信息能力明显不足。监管信息能力明显不足,突出体现在对变相公开发行缺乏发现机制、股权登记制度难以支持股东人数的“实时”监控。如果不加区分予以统一监管,势必使得监管承担不能承担之重。类似案例一(非公开发行)、案例二(非公开发行证券转售)、案例三(非法交易),在现实生活中比比皆是。监管机关难以及时发现,即便发现也难免是选择性执法。

其次,这种思路没有必要性。对于设立公司来投资兴业,国家法律和政策都鼓励,对于相当一部分中小企业而言,公司设立与公司增量发行并没有本质区别,为何在立法规制上要严格区别呢?难道仅仅因为时间阶段的不同?立法规制过严导致监管力量过度介入私法自治的空间,对此,不妨尊重契约自由和纠纷的事后司法解决。对于小额发行(如案例四)而言,监管机关也须为发行人考虑成本与收益。

上述对于单一监管思路的检讨,并不意味着,对于非公开发行不需要监管,而是应当坚持有所为有所不为。为此,应当引入多层次监管的思路。所谓多层次监管,即非公开发行应以注册豁免为基础,区别多层次市场,建立多层次的监管体系,体现不同程度的监管。在监管体系上,合理划分行政监管与自律管理的界限,注重通过市场机制来防范风险。从非公开发行专门市场的一级发行与二级交易规范做起,借由专门市场的吸引力,突出示范效应。多层次监管是多层次资本市场建设

应有之义,也体现了适度监管的理念。

(二)对多层次监管体系的构想

1. 延续上市公司非公开发行监管体制

在我国,上市公司非公开发行的证券需在证券交易所市场流通。而证券交易所场内市场是一个包括了社会公众投资者的市场,对于一般的股票交易并无特殊的投资者适当性管理。如本文第一部分所述,现行《证券法》已经建立起了对于上市公司非公开发行的监管制度,包括非公开发行的界定、非公开发行的核准制、保荐制度、转售限制、信息披露。《上市公司发行管理办法》中还有对发行价格的规制,即“发行价格不低于定价基准日前公司股票均价的百分之九十”,^②《上市公司非公开发行股票细则》进一步明确非公开发行须进行询价的要求。^③为避免上市公司向大股东和其他关联人以不合理的低价非公开发行股票,稀释股票价值,损害其他投资者利益,在现阶段这样的规定是必要的。

对于上市公司非公开发行现行立法虽较为严格,但鉴于目前我国上市公司的诚信状况以及交易所市场散户众多的特点,这样的监管体制确有必要,在实践中也运行有效。未来《证券法》的立法完善可延续这样的监管体制构建,构成多层次监管体系最为严格的一个层次。

2. 对非上市公司非公开发行并在专门市场上市

(1)“专门市场”

这里所谓的专门市场,指的是有合格投资者参与的非公开发行股票转售市场。作为私募发行最为发达的国家,美国法上依据 Rule144 安全港规则,建立起了一个专门发行、交易未经 SEC 注册登记的证券场所。^④目前这样的市场在我国尚不存在。考虑实际情况,未来非公

^② 参见《上市公司发行管理办法》第38条。

^③ 询价对象包括不少于20家证券投资基金、不少于10家证券公司、不少于5家保险机构投资者,参见《上市公司非公开发行股票细则》第24条。

^④ 即全美证券商协会运营的 Portal 系统,为私募证券提供交易平台,参与交易的是有资格的机构投资者。机构投资者和经纪商通过终端和 Portal 系统相连。参见万勇:“美国私募发行证券的转售问题研究——兼论我国非公开发行股票转售制度的构建”,载《证券市场导报》2006年9月号。

公开发行的证券专门市场既可以是美国式专门设立的市场,也可以作为场外交易市场的一个功能定位来实现,或者是两者并存的混合模式。

(2) 监管的必要性和可能性

非上市公司在我国的公司形态中最为普遍,立法可以率先将非上市公司中拟在专门市场上市的一类监管起来。这样的监管可以是行政监管或自律管理。这样做,至少有三方面的好处。

一是抓大放小,先规范具有一定规模的非公开发行。非公开发行并在专门市场上市的非上市公司,大都资产规模中等、具有一定潜力但尚不具备公开发行并上市的条件。这样的企业数量多、融资额度大、发行规模大、牵涉面广,有规范的必要。

二是满足中小企业融资需要。现有的非公开发行没有发行市场,对成规模的转售也极为严格,难以满足中小企业融资需要。发展专门市场,可以解决这一问题。

三是充分自愿。通过专门市场的吸引力,从专门市场的非公开发行规范做起,突出其示范效应。

(3) 银行间市场私募债券监管的启示

如果我们把债券也纳入视野的话,目前,银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行(俗称私募债券)已开先河。^⑤ 银行间市场对于私募债券的监管,具有以下几个特点。

①注册制。企业发行定向工具应在交易商协会注册。交易商协会只对非公开定向发行注册材料进行形式完备性核对。^⑥

②自律管理。监管主体是银行间协会。注册方并非人民银行,也不是银监会,而是银行间协会。中国银行间市场交易商协会是由市场参与者自愿组成的,包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票

^⑤ 根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条规定,“非金融企业债务融资工具”是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的、约定在一定期限内还本付息的有价证券。就其本质而言,属于广义上的公司债券。更详细的分析,可参见王升义:“我国公司债券法律制度完善之初探——以对两个案例的分析为视角”,载《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第350~367页。

^⑥ 参见《银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则》第10条。

据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织。^{③④}

③自律规则。^③ 发行依据的是交易商协会制定的自律性规则,包括:《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则》。

(4)如何监管?

设立只有合格投资者参与的专门市场,在专门市场非公开发行证券并上市交易须经注册。注册方可由证监会或交易所担任,只对非公开定向发行注册材料进行形式完备性核对。规定较低的信息披露要求,向特定对象披露。

3. 对非上市公司非公开发行的监管

(1)类型界定

此处非上市公司非公开发行,排除了通过专门市场上市的非公开发行,仅指通过私人间交易的类型。

(2)监管应对

对于此类型的非公开发行,属于私法自治的范畴,监管的难点在于监管信息难以采集。对此,投资者应通过合同约定来自我保护,明确风险自担。但监管也应坚持对于擅自发行和擅自交易(累计超过200人)的打击,但法定的合格投资者应排除累计计算。监管机关可提高信息能力,与工商机关形成联合执法的机制,要求公司股东名册定期备案。

4. 小额发行豁免(small issues exemption)

许多国家都对小额发行豁免予以豁免。因为在发行金额不大的情况下,公开发行的成本可能超过收益,应当免于核准程序。故有学者认为“最需要创设的一个公开发行豁免,就是小额发行豁免”。^⑤ 对此,监

^③ 参见银行间交易商协会的网站, <http://www.nafmii.org.cn/Info/208313>, 2011年10月20日最后访问。

^④ 访问银行间交易商协会的网站,可以发现其非公开发行的基本规则:《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则》被列为自律规则,是与法律法规相并列的栏目。参见 <http://www.nafmii.org.cn/Site/Home/CN>, 2011年10月20日最后访问。

^⑤ 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2007年版,第52页。

管机关也有较多认识。^④ 在《证券法》修订时,不妨规定适当金额以下的小额发行无论公开与非公开皆免于核准程序,例如 300 万元人民币以下。

表 1 非公开发行多层次监管构想

上市公司非公开发行		核准制, 逐步过渡 到注册制	采取类似公开发行的监管方式
非上市公司非公开发行	并在专门市场上市	注册制	合格投资者参与;加强自律管理
	不在专门市场上市	注册豁免	注册豁免,重在转售人数限制和转售方式限制,提高监管信息能力,建议股东名册备案,建立联合执法机制
	小额发行	注册豁免	

(三) 对非公开发行入法的建议

遵循上文述及的多层次监管的思路,本文不主张对非公开发行规定统一的审核体制,立法重在为非公开发行多层次监管扫清法律障碍,预留制度空间,并以适度监管的理念体现区别化的监管应对。具体而言,建议明确非公开发行的概念;保留对上市公司非公开发行的制度体系;规定合格投资者的概念,排除出 200 人累计的范围,一方面继续作为非公开发行证券私下交易的政策高压线,另一方面为合格投资者组成的专门市场扫除障碍;规定小额发行豁免制度。上述修法建议,可通过对现行《证券法》第 10 条的修订实现,建议条文如下:

第十条 公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依

^④ 原中国证监会规划发展委员会专业顾问委员卫光钦 2011 年 4 月 12 日在《中国证券报》撰文建议,“未来时机成熟后,可考虑建立我国的小额发行豁免机制,或者将‘公开发行’概念与金额大小挂钩,或者由证券监管机构出台部门规章简化对于小额发行的核准程序。这样,一方面可避免将有限的监管资源用于小金额的发行上;另一方面可有效促进金额小、风险低的融资活动,为中小企业提供方便的融资机会,有利于增加直接融资比例”。参见卫光钦:“借鉴美国经验 逐步完善发行审核机制”,载《中国证券报》2011 年 4 月 12 日。

法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券,发行金额少于300万元的除外。

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)除合格投资者外,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。

合格投资者是指在中华人民共和国境内注册并经营的证券公司、保险公司、信托公司、证券投资基金、社会保障基金等机构投资者以及国务院证券监督管理机构认可的其他自然人和法人。

非公开发行证券,是指公司向特定对象发行股票的行为,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。

多层次市场带来了监管机关信息能力的挑战,部分源于现有的上市公司和非上市公司股权登记信息不统一和不充分。建议未来《公司法》的修订,增加对于公司股东名册的备案,区别于具有公示公信效力的登记,重在为监管提供依据。

四、多层次监管之破题——代结语

我国上市公司非公开发行的证券在证券交易所交易,对其监管一直是严格的;民间的小额发行主要通过私人间的交易,立法规制虽严格,但实践中由于种种原因监管是较为适度的。而中型、成长型企业的非公开发行,实际需求大,风险也大,是当前监管的难点和短板。如第三部分建议,本文主张通过建立专门市场,从非公开发行证券专门市场的一级发行与二级交易规范做起,借由专门市场的吸引力,突出示范效应。因而,非公开发行证券的交易市场建设,可以说是多层次监管的破题之处。那么,非公开证券交易市场如何选择?从何处着手?从美国的经验来看,美国私募证券交易市场具有多层次性,包括公开报价系统中的粉单市场(pink sheet)中私募公司报价和根据美国证券交易委员会R144A规则建立的专门市场,此外,还有面向州内小额发行公司股份的地方性柜台交

易市场。^④

经过多年努力,中国多层次资本市场体系框架已经初步建立,^⑤对于未来的市场体系中国证监会也有清晰的规划:大力发展主板市场、继续推进中小企业板建设、加快推动创业板建设、构建统一监管下的全国性场外交易市场、建立适应不同层次市场的交易制度和转板机制、完善登记、托管和结算体系。^⑥在多层次资本市场体系框架初步建立的背景下,非公开发行证券转售市场属于场外交易市场,如不单设独立的专门市场,应与三板市场建设相勾连,^⑦作为三板市场的一大功能定位。^⑧当前,加强场外市场建设已被列为中国证监会2011年重点工作,要求“抓紧启动中关村试点范围扩大工作,完善非上市公司股份公开转让试行办法,做好报批和发布,推进市场组织、宣传培训、技术保障等工作,实现符合条件的国家高新区非上市公司股份公开挂牌转让。建立非上市公司

^④ 参见王丽、李向科:“美国资本市场分层状况及对我国建设多层次资本市场的启示”,载《中国金融》2006年第6期。

^⑤ 2011年全国证券期货监管工作会议上,中国证监会回顾了“十一五”期间完善市场体系方面所做的工作,总结道“五年来,我们积极发展壮大主板、中小板市场,稳定有序推进中关村代办股权转让试点,平稳推出创业板市场,初步建立了多层次资本市场体系框架。”参见中国证监会尚福林主席“在2011年全国证券期货监管工作会议上的讲话”,2011年1月13日。

^⑥ 参见中国证券监督管理委员会编:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第133~134页。

^⑦ 笔者并不认为证券交易所不适合作为非公开发行证券的转售市场,恰恰相反,笔者认为专门市场最好能设在交易所市场并辅以转板机制,理由有四:第一,最著名的私募转售市场美国的PORTAL市场即是由纳斯达克推出并由美国证券交易委员会批准的;第二,中国的证券交易所市场无论是在挂牌公司管理、信息披露、登记结算等方面都有丰富的经验,在技术开发与支持上也相对成熟,比起创立新市场成本要低;第三,将交易所市场理解为仅限集中竞价交易是过时观点,早在2002年沪深交易所即推出大宗交易市场,2005年《证券法》已修改为“证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人”,因而,证券交易所市场已存在并可容纳场外交易市场;第四,近年来证券交易所市场在投资者适当性管理方面已有成功实践经验。本文建议将非公开发行证券转售市场与三板市场建设相勾连,主要考虑的是现实的路径依赖。

^⑧ 我国三板市场应当承担着为不符合主板、创业板上市条件的股份有限公司股权提供融资和流通渠道,为小额发行公司提供交易条件、为主板、创业板培育上市后备力量的功能。参见何以:“论我国三板市场的功能定位与基本格局”,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第657~673页。

公司监管制度。加快建设全国统一的全国性场外市场”。^{④⑥}需要注意的是,三板市场是一个非上市公司的证券交易市场,交易的股票除了非公开发行的股票以外,还有退市的股票,在投资者适当性、交易方式、披露要求、结算方式上都存在不同。即便不设立独立的专门市场,场外市场建设中也应分立规则。

统一监管下的全国性场外交易市场,是非公开发行证券转售市场的归属和载体。对此,以笔者浅见,至少有几方面的工作要做:一是要修改《证券法》限制场外市场发展的规定,将地方股权交易所的证券交易纳入《证券法》的调整范围,使其“名正言顺”,同时巩固《证券法》证券市场基本法的地位。诸如天交所这样的地方股权交易所,是地方改革创新的产物,最终还须纳入中国证监会的集中统一监管。二是在证监会统一监管下,依托代办股份转让系统构建全国性场外交易市场,对新三板进行扩容。三是制定《非上市公司股份公开转让试行办法》。四是实现全国场外市场的网络互联,建立全国统一的场外市场。然而,上述工作的前提是修改《证券法》上严格的非公开发行证券交易限制,为市场发展松绑。

“禹疏九河,滂济漯而注诸海,决汝汉,排淮泗而注之江”,^{④⑦}这是《孟子》中对于大禹治水的描绘。民间资金的融通,恰如水流,或许治水的理念和策略对于证券监管能有所启示。涓涓细流,无妨千沟万壑;湍急洪流则不可任其奔突,宜疏不宜堵,因势利导,筑堤束水,汇入河流、湖泊、海洋。

^{④⑥} 场外市场建设被列为中国证监会2011年重点工作开篇部署。参见中国证监会尚福林主席“在2011年全国证券期货监管工作会议上的讲话”,2011年1月13日。

^{④⑦} 《孟子·滕文公上》。