

论证券非公开发行制度的重构^{*}

——以投资者规制为中心

张保红

(韶关学院法学院,广东韶关 512005)

摘要 我国《证券法》规定的非公开发行制度规范不明确,并不具有可操作性。美国的证券非公开发行制度主要由投资者、发行方式、信息披露和转售等四个方面构成。我国法对此不必亦步亦趋,而应当在“保护投资者,兼顾融资便利”的双重目标下,遵循“尊重意思自治、间接适度干预”的理念,以投资者为中心,构建符合经济规律和我国国情的证券非公开发行制度。通过建立合格投资者制度,可以减少在发行方式、信息披露和转售等方面对意思自治及融资便利造成的阻碍。

关键词 证券非公开发行;合格投资者;证券法;美国法

中图分类号 DF438.7

文献标识码 A

文章编号 1005-9512(2015)04-0090-13

DOI:10.15984/j.cnki.1005-9512.2015.04.009

一、问题:我国证券非公开发行制度的现状与存在的弊端

(一)我国证券非公开发行制度的现状

我国的证券非公开发行制度,以2005年修订的《证券法》第10条为统领,辅之以监管部门的监管规则。第一,《证券法》第10条规定了判定非公开发行的两条标准。其一,向特定对象发行,且特定对象累计未超过200人。值得说明的是,该条仅规定了公开发行需要,根据法无明文禁止即为合法的私法原理,非公开发行是不需要经过核准的。其二,“不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”第二,监管机构制定的监管规则主要有两类。一类是与金融企业定向融资有关的。监管部门先后出台了《信托公司资金信托业务管理暂行办法》(2002年)、《证券公司债券管理暂行办法》(中国证监会,2003年)、《保险公司次级定期债务管理暂行办法》(中国保监会,2004年)、《商业银行次级债券发行管理办法》(中国人民银行和中国银监会,2004年)、《证券公司短期融资券管理办法》(中国证监会,2004年)、《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》(中国银监会,2005年)等规定,以支持金融企业的定向募集。另一类则是针对上市公司和非上市公众公司的。《上市公司证券发行管理办法》(中国证监会,2006年)和《非上市公众公司监督管理办法》(中国

作者简介 张保红,韶关学院法学院副教授,法学博士。

* 本文受广东省优秀青年教师培养项目(项目编号:Yq2013148)资助。

证监会 2012 年)对上市公司和非上市公众公司非公开发行证券分别进行了特别规范。

(二)我国的证券非公开发行制度存在的弊端

第一,《证券法》第 10 条有关非公开发行的规定缺乏可操作性。非公开发行制度的核心是非公开发行行为的判断标准。依据该条,判断标准有三项,一是发行方式标准,二是特定对象标准,三是累计人数标准。由于是否是公开方式很难判定,发行方式这一标准形同虚设。《证券法》自身并没有就特定对象的内涵进行规定。《非上市公众公司监督管理办法》第 36 条界定了特定对象的范围。但该办法并未说明“特定对象”即《证券法》第 10 条所称“特定对象”。即使认定此“特定对象”就是《证券法》所称的“特定对象”,该办法适用范围也仅限于非上市公众公司定向发行股票,并不适用于非公众公司非公开发行证券的情况。实践中只要不是没有标准地不受限制地向不特定人发行,都认为是向特定对象发行。例如,向公司员工和街坊四邻发行都不被认为是向不特定对象发行。因此特定对象的内涵非常模糊,没有实际的意义。^①这样,判断一个行为是否是公开发行的关键只剩下人数标准。但人数标准也有两方面的问题。一方面人数标准存在宽松的问题。200 人人数量众多,足够不诚实的发行人完成一次欺诈发行。有些学者认为 200 人的标准过于严格,^②但从国际上看,这个标准反而有些宽泛。合格投资者由于资金雄厚,在私募中数量不可能太多。在美国,根据美国证券交易委员会 1982 年制定的证券发行安全港规则(以下简称“美国规则”)D 条法规的 506 条规则,即使加上非合格投资者限额 35 人,非公开发行的总人数也不大可能超过 200 人。对比我国香港地区、我国台湾地区、日本的有关规定,200 人的标准也显得过松。^③另一方面,人数标准本身不合理,它不能保护个别投资者。证券法不仅要保护人数众多的投资者,也要保护个别的投资者。

第二,监管规则也存在着一些问题。一是不统一。各种非公开发行规则各行其是,存在着宽泛不均的问题。例如《上市公司证券发行管理办法》和《非上市公众公司监督管理办法》存在着监管过于严厉的问题。上市公司非公开发行证券,不但需要核准(法律依据是我国《证券法》第 13 条),其发行对象也仅限于 10 名以内,并且对发行价格进行了限制。这些都严重影响了当事人的意思自治。而非上市公众公司非公开发行证券的监管力度与上市公司并无多少实质区别。例如,要求公司治理符合规范,要求强制信息披露等等。更要说明的是,非上市公众公司非公开发行证券,要经监管机构核准。但实质上,这在《证券法》上没有根据。监管机构能否制定这一严重影响当事人募资行为的规则是有疑问的。相比而言,金融企业融资的监管规则则相对宽松。例如,这些监管规则通常并不要求强制信息披露。二是有遗漏。尽管存在缺陷和姗姗来迟,但针对上市公司和非上市公众公司非公开发行,总算有了较有可操作性的规定。但不知道是何原因,监管机构长期有意忽视数量众多而股东人数较少的中小企业的非公开发行的制度建设。如果仅依据《证券法》第 10 条规范这些中小企业的非公开发行行为,无疑是十分粗糙的。如前所述,该条实际上仅有人数标准在起作用,并且人数标准也过于宽松,无异于虚设。这是导致实践中非法集资大量出现的制度根源。制度缺失使得许多民营企业背上“原罪”。敢于冒险集资的要么发展壮大,顺利“上岸”,要么资金链一断,就会受查处,而为了安全不敢冒险,就可能被市场“逆淘汰”。这是一种扭曲的态势。非法集资屡禁不止的原因是部分企业的确有通过私募融资的需求,^④但制度却没有给民间资金预设相应的投资渠道。据调查,我国很多中小企业向私人钱庄或企业融资,甚至以一些不正当的手段进行融资。其中,西部六省和中部地区上述非正规融资比例在总融资比例中平均占四成,有的比例甚至接近七成。全国“地下金融”达万亿

① 参见包景轩:《私募制度解读—证券非公开发行及其流通制度研究》,中国金融出版社 2008 年版,第 106-107 页。

② 傅穹、关璐:《非上市公众公司的制度价值与规则检讨》,《上海财经大学学报(哲学与社会科学版)》2013 年第 1 期。

③ 参见于娟:《我国证券非公开发行特定对象的界定》,《山东社会科学》2010 年第 2 期。

④ 参见李有星:《中国证券非公开发行融资制度研究》,浙江大学出版社 2007 年版,第 49 页。

之巨。^⑤如此庞大的资金流动没有相应的制度规范,多数处于“非法”状态,是十分不正常的。规则的缺失也使得政府监管中对“非法集资”的认定有时取决于官员的好恶。显然,对私募行为,单纯禁止不是办法,应当疏堵结合。疏堵之间,制度建设则是关键。重构我国证券非公开发行制度已是非常必要。但是,我国应当以什么样的路径和标准重构该制度却是一个非常令人困扰的问题。我国证券法师法于美国。美国证券非公开发行制度肇始于 1933 年《证券法》第 4(2)条,该条内容非常简单,仅有九个单词,操作性并不强。美国证券交易委员会(SEC)为第 4(2)条制定了一些安全港(Safe Harbor)规则。所谓安全港规则是指如果发行人遵照这样规则就可确保发行被认定为非公开发行。不过,发行人不遵照这些规定也并不意味着他们的发行就不是非公开发行,只是发行人举证责任非常重。这些规则包括 1982 年制定的 D 条法规的第 506 条和第 502 条规则,另外还有有关转售的规则 144(1972 年制定)和规则 144A(1990 年制定)。其中的第 506 条规则概括了判定私募发行的四个要素。第一,发行对象中的非获许投资者限制于 35 名以下,而获许投资者则不受限制。这里的非获许投资者指本人或其受托人要具有商务专业背景(sophisticated purchaser or representative),不是可以任意挑选的公众。^⑥第二,不得采取任何公开发行的形式。第三,发行人要主动向非获许投资者进行信息披露。如果获许投资者要求发行人披露相关信息,发行人也有义务提供。第四,发行人要尽力确保买方不是承销商(underwriter),且所买证券不会立即转卖。如果转卖,无疑是二次发行(second distribution)。美国的证券非公开发行制度总体上是比较成功的,基本保证了美国中小企业与创新企业的融资需求。^⑦美国 1998 年的私募发行筹资比重已占 35.5%即是明证。^⑧但这并不意味着美国的私募制度是完美的,我国应当完全照搬。笔者认为,只有在厘定证券非公开发行的理念之后,方可进一步判断我国是应当遵循美国的路径,还是应当另辟蹊径,重构适合我国的证券非公开发行制度。

二、证券非公开发行制度的目标和理念

建构证券非公开发行制度,首先要明确该制度的理念。只有如此,才能使证券非公开发行制度不至于偏离其方向。笔者认为,非公开发行制度的理念是由其目标和非公开发行行为自身特性决定的。

(一)制度目标:保护投资者,兼顾融资便利

证券立法的首要目标,无疑是保护投资者,但如果说证券法仅有保护投资者这一目标,那么这一目标可能终究也将无法实现。因为投资者的利益始终是要在投资中体现的。如果过度保护了投资者,最终将导致发行人踌躇不前,那么投资者的利益最终也将受损。因此,即使从保护投资者角度,证券法也应当要兼顾融资便利的目标。在美国,兼顾融资便利的目标为 SEC 的监管规则所确认。SEC 为规则 146 定了两个目标:“一是为有责任感的企业家利用私募发行提供客观标准,二是防止这种豁免注册发行及于在信息取得和风险承担方面无法实现自我保护的投资者。”^⑨应当说,美国整个证券私募制度的设计的关键就是要在投资者保护和融资便利之间取得平衡。有鉴于此,我国在设计非公开发行制度时也应当兼顾融资便利。融资便利将提高经济发展的效率。没有效率的制度是没有生命力的。我国非公开发行制度的建构,始终要注意保护投资者和兼顾融资便利二者的平衡。

(二)制度理念:尊重意思自治和适度间接干预

^⑤ 参见包景轩:《私募制度解读—证券非公开发行及其流通制度研究》,中国金融出版社 2008 年版,第 95 页。

^⑥ 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》,《证券市场导报》2006 年第 9 期。

^⑦ Jennings, Marsh & Coffee: Securities Regulation: Cases and Materials, 7th Ed., Foundation Press, at 340-343.

^⑧ 郭雳:《发展规范我国私募发行的分析》,《证券市场导报》2003 年第 8 期。

^⑨ See SEC Securities Act Release 5336, 1(1972). 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 93 页。

在讨论制度理念之前,需明确非公开发行行为的性质。国内学者目前没有对非公开发行行为性质作一个界定。笔者认为,只有了解清楚其性质,才能对症下药,明确法律规范的路径。同时,这也对确定非公开发行法律规制的理念以及投资者保护方式等,具有重要的意义。从法律角度看,非公开发行本质上是一对一契约行为的集合。非公开发行,表面上发行人只有一个,而发行对象很多,是一对多,但仔细研究就会发现,一则,非公开发行行为的签约方式不同于公开发行,是双方当事人单对单进行签约;二则,私募条款是个别的,私募条款要体现双方当事人个别意愿,这与公开发行的投资者要么接受要么拒绝的签约方式是完全不同的;三则,在公开发行中,发行人通常是不能拒绝某个满足条件的投资者的,而非公开发行人可以挑选自己钟意的合作对象。非公开发行制度更接近民事契约制度:行为相对自由,能够体现双方的意思自治。这些只是非公开发行的一面。实践中,私募融资所蕴藏的风险很大。目标企业多处于初创阶段,成功与失败的可能同等。某种意义上,人们将投资于初创企业的投资称之为风险投资是名符其实的——美国证券法第4(2)条豁免的主要种类是极容易引起证券欺诈的设立发行和风险资本发行。^⑩同时,私募经常伴随着欺诈。由于不进行强制注册,私募双方的信息常常是严重不对称的。信息不对称使欺诈的可能性大大增加。^⑪私募欺诈的成本也比较低。通常只有项目确定有价值且经营稳定,发行人才会考虑通过公开发行方式融资。因为公开发行成本较高。目前,我国单个证券公开发行的费用均在1000万元以上,有的甚至达到了数亿元。^⑫此时,如果发行者贪图小利进行欺诈,最终付出的成本将会很昂贵。正是基于此种考虑,立法不再对参与证券公开发行的投资者的资格进行限制。因为公开发行存在欺诈可能性比较低,所以老弱妇孺皆可以进行投资。但非公开发行情况则不一样,由于免去了注册费用,私募成本几乎为零,相应地其欺诈的违法成本很低。

基于私募行为的契约性,非公开发行制度应当树立尊重意思自治的理念;基于私募行为存在较高的欺诈可能性,非公开发行制度同时应当树立间接适度干预的理念。

1. 尊重意思自治

非公开发行的目标及其契约本性决定了法律要尽量尊重当事人之间的意思自治。从目标上说,意思自治在一定的范围可以节约融资成本、促进融资便利和提高融资效率。例如,非公开发行不要求注册或核准,契约内容由双方通过意思自治而决定,这就节约了注册费、审计费等费用。更重要的是,通过意思自治的博弈,双方可以找到彼此的最佳利益点,这在经济上也是最有效率的。资源经过自由竞争才能找到最佳的配置点,这正是亚当·斯密所称看不见的手的作用所在。从性质上说,如果过度干预非公开发行行为,那么非公开发行的功能优势就不复存在了。

尊重意思自治,可能意味着减少一些不必要的对投资者的保护措施。例如,在保证非公开发行不被滥用的情况下减轻转售的限制;在投资者可以自主获取信息的情况下,降低发行人的信息披露要求;充分尊重双方当事人在契约内容方面的意思自治。自由或许正是非公开发行的生命力所在,它体现了发行人和投资者的个性需求。处于创业阶段的企业和风险投资家不那么愿意循规蹈矩,成功往往在许多次冒险后出现,经济发展往往也需要一定程度的冒险。

2. 间接适度干预

^⑩ 参见[美]路易斯·罗斯、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第296页。这样的投资显然不适合于决策和经济能力一般的投资者。

^⑪ 资本市场最大的特点是信息不对称。信息不对称即容易产生欺诈。证券法的中心任务是反欺诈以保护投资者。反欺诈有许多手段,但关键是让投资者获取信息。强制注册和信息披露即是一个办法,但这只适用于公开发行证券。对于发行证券额度较少的私募融资来说,强制注册的成本太高,不能兼顾证券法另一目标即兼顾融资便利。

^⑫ 参见李有星:《中国证券非公开发行融资制度研究》,浙江大学出版社2007年版,第95-96页。

尊重意思自治并不意味法律对非公开发行放任自流。私募的风险性和潜在欺诈性,使法律必须对其进行适度干预。这既是基于投资者利益保护的需要,也是基于保护公共利益的需要。

法律对非公开发行的干预应当主要是外围的、间接的,主要目的在于增强投资者的意思自治能力。具体而言,第一,法律可以要求发行人向投资者主动履行信息披露义务,但是投资者自身具有较强的信息获知能力的除外;第二,法律可以要求发行人认真挑选自己的发行对象,尽量挑选那些具有投资决策能力和经济承受能力的投资者作为合作对象。这些措施都是间接的干预而不是直接干预。

证券非公开发行的契约性决定了法律干预证券非公开发行的理念不能是强制性的,即不能参与到双方的意思形成过程中去。证券非公开发行的个性化决定了直接干预往往缺乏效率。同时,监管还可能带来所谓的“道德风险”(Moral hazard) 投资者往往因为监管的存在而放松自己应有的谨慎。^⑬目前监管机构发布的一些规范中部分干预当事人双方意思形成的内容的规定就值得商榷。例如《上市公司证券发行管理办法》第 38 条规定非公开发行股票时,发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十,这似乎就有过度干预之嫌。监管机构可能是为了避免利益输送,但是,这种办法并不能管住利益输送。法律不应当过多干预证券非公开发行的价格,而应尊重市场价格的形成。此外,《非上市公司公众公司监督管理办法》中有关发行人公司治理、信息披露的强制性规定,也存在干预过度的倾向。

法律应当尊重非公开发行的当事人双方的意思自治,充分发挥市场的力量。美国证券私募制度发展史也充分反映了这一点。从趋势上看,美国证券私募制度史总体是对私募发行行为管理逐渐放宽的历史。起初,基于 1929 年股市崩溃的背景,立法严控私募融资。根据美国证券法第 5 条的规定,美国对私募融资采取了“普遍禁止,例外许可”的指导思想。美国证券法第 4(1)条更是几乎堵住了所有以投机为目的的私募投资人的出路,所有不具有投资意图的私募投资都将可能导致整个私募融资非法。但是,随着市场环境诚信度的提高以及经济发展对私募融资的需要,美国证券监管机构逐渐放宽了私募融资。我国也应当顺应放松管制的潮流,在证券非公开发行制度中树立尊重意思自治和适度间接干预的理念。

三、规制证券非公开发行的路径

规制证券非公开发行,其实质是要把证券非公开发行限制于一定的范围之内,否则非公开发行将与公开发行没有实质的区别。如何限制,各国有不同的路径。这些路径都不约而同地把非公开发行行为限制在一定范围的投资者之内;所不同的只是法律采用什么样的标准,又限定哪些投资者作为私募的对象。需要说明的是,这些限制的目的一方面是为了保护投资者,另一方面也是为了促进融资便利。限制的方式应当是尽量减少直接干预,限制的目的则是增强当事人意思自治的能力。

(一)“筛选”标准

在美国证券非公开发行监管初期,一般认为只要不是向没有任何关系的对象募集,或者是对对象按照一定的标准进行“筛选”,即认为是向特定对象进行发行。“筛选”标准的历史悠久,在著名的 SEC v. Ralston Purina 案中,地方法院认为,私募对象为关键职员,说明发行人按照一定的标准进行了筛选,因此认定被告的私募发行合法。^⑭但这一标准遭到联邦最高法院否决,理由显而易见:此标准不利于保护投资者。例如,如果发行人以小区为标准,即向某一小区的所有居民进行发行,那么可

^⑬ G. J. Stigler, The Theory of Economics Regulation, Volume 2, Bell Journal of Economics and Management Science, 1971.

^⑭ 200 F. 2d 85(8th Cir.1952).

能也得承认其符合美国证券法。这显然是不合理的。正如美国联邦最高法院所言,公开发行并不是意味着要向全世界发行。针对芝加哥所有居民,或者针对通用汽车公司所有股东的发行,与针对全世界发行在性质上并无区别。^⑮我国立法中“200人以下”的规定,采用的也是这种标准。这种标准实际上意味着没有标准。

(二)人数标准(numerical test)

如前所述,我国对私募投资者保护的主要手段是采取人数标准。应当说,人数标准并不是我国独创。美国 SEC 初期就坚持以人数作为认定私募的标准。1935 年,SEC 制定了一条 25 人标准的红线,越过了即认为是公开发行。^⑯但一些地方法院对此并不认账。如前所述,在 SEC v. Ralston Purina 案中,地方法院认为,人数不是重要的,重要的是发行人是不是对发行对象进行了筛选。此案中联邦最高法院也拒绝了 SEC 要求确认人数标准的要求,其认为:“《证券法》之意图是通过促进信息充分披露以保护投资者,使投资者在掌握信息的基础上能够进行投资决策。因此,豁免注册适不适用取决于所涉及到的特定投资者是否需要《证券法》保护。如果投资者能够实施自我保护(fend for themselves),那么以其所作为要约发行,即属于私募发行。”^⑰联邦最高法院还提到国会档案记录的第 4(2)条立法的初衷:该条用适用于没有注册实际必要的发行或与公共利益无关的发行(there is no need for application or the public benefits are too remote.)。^⑱

美国的证券监管实践并没有立即抛弃人数的标准。直到 SEC 于 1982 年制定的 D 条法规中的 506 条规则,我们还可以在其中看到人数标准的痕迹。人数标准对于 SEC 来说比较易于掌握和操作,对于发行人也易于掌握。某种意义上,商人不惧怕风险,怕的是不确定和不可控的风险。由于人数标准不能切实保护每一个投资者,最后逐步被淡化。理论上说,向一个投资者募集资金也可能构成非公开发行。非公开发行的重点不是向多少人发行,而是投资者自身需要不需要证券法的保护。人数标准认为只有涉及多数人的发行才关系到公众利益。但是,我们必须看到,单个人的利益也是需要保护的。我国应当摒弃单纯的人数标准,切实从投资者是否需要保护这一点出发来设计非公开发行的规则。

(三)需要标准

1. 需要标准的内涵

如前所述,联邦最高法院认为美国《证券法》的目的在于保护需要得到保护的投資人,这被称为需要标准。^⑲对哪些投资者及投资者在哪些方面需要保护,有一些分歧。一般情况下,只要能够保证投资者获得或能够获得应当获得的正当信息,那么就算对投资者尽到保护义务。至于投资者的投资决策失误,有没有能力决策,有没有风险承受能力,不在法律保护范围之内。对此,可以套用一位国会议员的说法:法律不能剥夺一个人自我愚弄的权利,法律是要阻止人们愚弄他人。^⑳易言之,法律不对一个人的不理性的行为负责。应当说,对于证券公开发行,多数国家的法律的确是这样做的。

然而,对于证券非公开发行制度,证券法并没有完全贯彻这一原则。法律除了要考虑投资者是否获知了信息,还要考虑其自主获知信息的能力、投资决策能力和风险承受能力。在投资决策能力上,

^⑮ SEC v. Sunbeam Gold Mines Co., 95 F.2d 699(5th Cir. 1938).

^⑯ See SEC Securities Act Release 285(1953).

^⑰ 346 U.S. 119 at 124-125(1953).

^⑱ See H. R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 5, 7, 15-16(1933).

^⑲ 参见前注⑩, 路易斯·罗斯·乔尔·塞里格曼书, 第 295 页。

^⑳ LL. Fundamental of Securities Regulation, P33. 转引自万猛、刘毅:《英美证券法律制度比较研究》, 武汉大学工业出版社 1998 年版, 第 12 页。

法律在一定程度上剥夺了一个人自我愚弄的权利。事实上,法律之所以赋予公开发行的投资者自我愚弄的权利,恐怕还是因为公开发行中自我愚弄的空间较少。而对于非公开发行中复杂的交易环境,法律恐怕很难置身事外。此时,我们不得不承认,原来赖以支持公开发行的披露哲学的“理性人假说”在现实面前是如此苍白。尽管人们总是意欲理性,但环境和信息的分析能力等局限性导致人们的理性总是有限的。^②对此,法律不能单方面迅速提高人们的理性能力,而只能将理性能力严重缺乏的人排除在交易之外。同样地,对投资经验丰富而没有风险承受能力的投资者,法律对其恐怕也不能无动于衷。此时,财富成为了一个投资者是否需要保护所应当考虑的因素。

2. 保护方式

按照需要标准,法律欲达到保护投资者的目标,主要有两种方式。^③

第一种方式,是提高发行人信息披露义务,即要求发行人要向投资者披露所有对证券价值和投资决策有帮助的信息;不但进行披露,而且还要确保投资者获知了这些信息,并进一步明确投资者有投资决策和风险承受能力。当然,这样做成本很高。如前所述,法律在保护投资者的同时,还要兼顾到融资便利。否则,融资不存,投资也将不存。另外,这样做也不一定能达到此目标。在非强制注册的情况下,要求发行人做到法律要求的信息披露程度很难,发行人总会找到办法规避这些义务。反过来,也并不是所有的投资者都需要发行人人事无巨细的信息披露。例如,对一些大型的机构投资者,其自有一套获取信息的办法;即使发行人披露信息,投资者也未必会采信。

第二种方式,是确定投资者范围,一般是把不适当的投资者排除在之外;至于合格的投资者,由其自负其责,自主决定。对此,各国证券非公开发行监管法律采用的思路,是以将普通投资者排除在非公开发行之外的方式保护这些投资者。这正如法律要求游泳馆的管理者不得允许未成年人独自下水游泳以保护这些未成年人。这样,从表面看似乎形成了一个悖论。保护投资者,不是单纯从提高投资者的获取信息能力上,而是体现于对普通投资者的限制。尽管这个限制的义务最终由发行人来履行,举证责任由发行人来承担,^④但客观上限制了多数非合格投资者参与非公开发行。不合格的投资者值不值得保护?法律回避了这个问题,换了另外一种思路,直接将他们中的大多数排除在非公开发行之外。法律这样做是否公平?法律有什么理由剥夺个人的投资自由呢?很少有人从理论上讨论这些问题。笔者认为,它涉及整个证券非公开发行制度的正当性问题,应当给予解释。

第一,这种将普通投资者排除的方法反映了非公开发行的特性,满足了当事人的意思自治的需要。如前所述,非公开发行的本质是一种契约行为,这就决定了法律不宜直接干预非公开发行,不能参与双方的意思形成。但是,非公开发行的风险性和潜在的欺诈性又决定了立法者不能对弱势的投资者熟视无睹。在既要保护投资者又不能影响意思自治的两难境地中,立法者选择了第三种路径,即限制不适当的投资者进入私募市场。非公开发行的这些特性决定了应当由具有专业知识和风险承受能力的人去投资。换句话说,法律通过限制不合适的投资者进入以保证投资者免受欺诈。这样的做法也符合意思自治的基本原理。意思自治的前提,是当事人有自治的能力。否则,就会如基尔克早在 1889 年即正确指出的:“毫无限制的合同自由(意思自治)会摧跨其自身。作为强者手中令人生畏的

^② 参见宋晓燕:《证券法律制度的经济分析》,法律出版社 2009 年版,第 91 页。“理性人假说”又称“经济人假说”,其内涵有三:“一是经济行为者具有完全充分有序的偏好、完全的信息和无懈可击的计算能力;二是经济行为通过估计每种行为结果实际发生的可能性及其效用,来估价其行动的预期效用;三是经济行为者的行动总在于最大化自身的利益。”见该书第 91 页。

^③ 美国第五巡回法院在 Doran 案中提出了一个类似的路径选择:“发行人可以通过两个途径享受第 4(2)条豁免,一是证明所有的发行对象都拥有某种特权或者是知识人,可以获得应该获得的投资信息;二是发行人依赖实际披露,即向发行对象逐一详细披露足够的信息。”Doran v. Petroleum corp., 545 F.2d 893,906-907(5th Cir. 1977)。

^④ Mary S. Krech Trust v. Lakes Apartments, 642 F.2d 98(5th Cir. 1977)。

武器,弱者手中不称手的工具,它将成为一方压迫另一方的手段,成为智力上和经济上强势的一方进行无情剥削的工具。”^{②④}

第二,这样做符合兼顾融资便利的目标。如前所述,证券非公开发行制度既要保护投资者利益又要兼顾融资便利。但是这两个目标通常很难协调一致的。给发行人方便的融资手段,即意味着可能要减少繁琐的保护投资者的措施。然而,降低对投资者的保护水平,又与证券法基本目标不符。此时,限定投资者的范围则成为了一个折衷的办法。既然非公开发行风险大,对经济能力要求较高,又强调意思自治,那么在投资经验和经济能力方面缺乏的普通投资者就不参加为好。这就像在一条高速公路上,如果一辆又老又重的卡车开上来,肯定会影响所有车辆的速度,同时,这辆车自身也非常危险。因此,不如不让这样的车上高速。

第三,这是基于公共利益考虑的权衡选择。笔者认为,个人有照顾自己的义务,应尽量避免因个人失败而给家庭、他人、社会和国家造成不利影响。个人是社会动物,要保证自己的生存,不得滥用自己的自由权利。个人还有照顾家庭的责任,个人投资失败必然影响家庭。同样,个人失败也会导致社会不稳定因素的增加。现代福利国家中个人失败往往要由国家承担部分责任,因此,作为对价,国家似乎有理由适当限制一下普通人的投资权利,以避免投资失败而影响其生计。

以上这些理由终究并不是很站得住脚。因为在一些盛行个人主义的国家,自由是最大的权利。这或许是美国立法者没有直接限制投资者范围,而是改由发起人承担审查投资者是否具有投资能力的原因。作为自由主体的发起人,自然可以挑选何人作为交易对象。如果发行人没有尽到义务,不小心将不合适的投资者纳入私募对象,其结果可能导致整个非公开发行的无效。需要说明的是,美国并没有完全将普通投资者排除在私募融资之外。例如,在美国,仍然允许 35 名以下的普通投资者参与私募融资。或许,这是基于公平的考虑。如前所述,法律似乎没有很肯定的理由将普通投资者排除出私募融资之外。不过,由于对非合格投资者募集面临较高的法律风险和信息披露成本,加上人数限制,许多发行人在发行时往往直接就把非合格投资者给排除了。但是,美国法的这种做法,增加了法律制度的复杂性。设计法律制度时,不得不同时兼顾合格投资者和非合格投资者,这就使得美国的证券非公开发行制度非常复杂,影响了制度的效率。这一点于我国设计相关制度时不得不察。

四、证券非公开发行制度重构的展开

依美国法,判断一个行为是否为非公开发行行为一般要考察四个要素,即合格投资者、发行方式、信息可获得性和转售。^{②⑤}美国的证券非公开发行制度总体上是比较成功的,基本保证了美国中小企业与创新企业的融资需求。^{②⑥}但是,如果把投资者限定在不需要给予特殊保护的投资者范围内,那么发行方式、信息可获得性和转售等三个因素还需要考虑吗?笔者认为,我国应当以合格投资者为中心构建证券非公开发行制度,至于这一因素之外的其他因素则可以弱化甚至摒弃。

(一)合格投资者的界定

以限定投资者范围为中心的需要标准完全可以称之为投资者资质标准。我国的证券非公开发行制度设计应当采用“资质标准”。符合“资质标准”的投资者可以称之为合格投资者,即法律允许的私募发行人可以自由向其融资的投资者。在美国,合格投资者被称为获许投资者(accredited investor)。美国证券法第 2 条(a)款有一个非常概括的定义,即获许投资者,是指那些在金融财务经验、资产额等

^{②④} [德]卡尔·拉伦茨:《德国民法通论(上册)》,王晓晔等译,法律出版社 2003 年版,第 80 页。

^{②⑤} ABA Federal Regulation of Securities Committee, Section 4(2) and Statutory Law, 31 Bus. Law. 485, 489(1975).

^{②⑥} Jennings, Marsh & Coffee: Securities Regulation: Cases and Materials, 7th Ed., Foundation Press, at 340-343.

方面,符合法律规定条件的投资者。这类投资者,私募发行人可以自由地向其融资,不必考虑募集人数,也不必主动向其披露信息。

如前所述,发行人总是希望投资者的交易能力弱一些,最好都是“人傻钱多”的那种。但作为投资者保护法的证券法,当然不能允许这种情况的出现。于是,法律必须框定发行人可以作为发行对象的范围,以排除不适于私募投资的投资者。这里需要标准。这些标准主要有三项:成熟(sophistication)、富有(wealth)、关系(relationship)。第一,成熟标准要求投资者应当是富有投资经验的人或机构。满足这一条件的,主要有机构投资者、各类专业人士(例如各类企业的高级财务人员)等。理论上,这些投资者不需要发行人主动进行信息披露。第二,富有标准应当视为所有合格投资者的基础。富有意味着风险承受能力,不会因一时的投资失败影响生计。第三,关系标准即存在特殊关系,意味着信息获得渠道的畅通。将存在特殊关系的人士纳入合格投资者范围有其合理性。这种关系通常为雇佣关系。在美国,发行人的董事、高级管理人员、普通合伙人等,都被视为获许投资者。我国《非上市公众公司监督管理办法》第36条有些类似,将公司的董事、监事、高级管理人员、核心员工等视为特定对象。这样做是有其道理的。早在 SEC v. Ralston Purina 案中,美国联邦最高法院即指出,豁免建立在投资者的实际认知之上。^{②7}

笔者认为,应综合考虑以上标准。首先,判断合格投资者应以富有标准为基础。富有可以理解为具有承担风险的能力(risk-bearing ability)。其次,也要考虑到成熟标准。通过继承遗产成为富人的人有时缺乏理财的能力,此时如若不辅之以理财顾问等,也不能认为其是成熟的投资人。再次,关系标准往往代表着一定信息获知能力。关系主要包括雇佣关系和亲属关系,亲属关系应当限定在近亲属之内。

(二)合格投资者的分类

只有对投资者精细分类,才有利于对投资者的精细保护。建议将合格投资者分为合格机构投资者和合格个人投资者。不同的投资者,其所拥有权利不同,法律对其规范的内容也不同。

1.合格机构投资者

合格机构投资者,应当分为一级机构投资者和二级机构投资者。一级机构投资者,应当是指投资经验丰富、资金实力雄厚的机构投资者。在美国,此类投资者被称为合格的机构买方(specified institutions)。根据美国规则144A,一般是指拥有1亿美元以上的证券投资机构或其他金融机构,以及拥有1000万美元以上证券投资的经纪商等。二级机构投资者也有一定的财产要求。根据美国规则501,机构要成为获许投资者,需要总资产超过500万美元。我国也应当制定相应的一级机构投资者和二级机构投资者资格标准。笔者认为,我国的一级机构投资者和二级机构投资者应当分别至少拥有5亿人民币和5000万元人民币的流动资金。

证券非公开发行人可以不受限制地向合格机构投资者融资,即不必受融资对象、人数、数额、信息披露的限制。由于这些投资者也是经营者,故有时处于比发行人更加强势的地位,具有强大的信息获知能力、谈判能力、投资决策能力和风险承受能力。其地位和发行人应当是对等的,双方完全可以通过意思自治寻求双方最佳利益点。

2.合格个人投资者

合格个人投资者应当分为合格普通个人投资者和合格关系个人投资者。

(1)合格普通个人投资者

根据美国规则501条款,认购证券时个人或与配偶共同的净资产超过100万美元的自然人,为获许投资者;在最近两年的每一年,个人收入均超过20万美元,或与配偶收入合计超过30万美元,

^{②7} 346.U.S.119(1953).

且未来预期收入不会下降的自然人,为获许投资者。根据《非上市公众公司监督管理办法》第36条,在非上市公众公司定向发行股票中,可以作为募集对象的特定对象包括“符合投资者适当性管理规定的自然人投资者”。但这个适当性管理规定至今尚未出台,而且即使出台,也不能解决非上市公众公司之外的企业非公开发行的问题。因此,我国应当尽快制定证券非公开发行中的合格普通个人投资者标准。笔者认为,根据我国的经济水平,合格普通个人投资者的财产标准应当确定如下:认购证券时个人或与其配偶共同的净资产超过200万元的自然人,^②在最近两年的每一年,个人收入均超过20万元,或与其配偶收入合计超过30万元,且未来预期收入不会下降的自然人。

认定合格普通个人投资者的标准不仅有财产因素,还包括信息获知能力和投资决策能力。发行人应当有理由相信投资者具有上述能力,才能确认其为合格投资者。为此,他应当调查投资者是否从事过高级财务职业,是否具有较高的学历等。对于不具有投资经验的个人投资者(例如那些通过遗产继承而成为富人的投资者),发行人必须确认投资者有相应的财务顾问,否则其不能被认定为合格投资者。为了减轻发行人举证责任,法律可以规定,所有欲成为合格普通个人投资者的人,都应当加入一个以合格投资者为会员的合格投资者协会,由合格投资者协会认证投资者合格投资者资格。发行人选择经过认证的投资者,可以不负举证责任。如果这样做,将大大促进融资便利。

个人投资者经常成为私募欺诈的对象,个人也时常因为一时冲动而进行不理性的投资。为防止其投资失败而影响生计,有必要对个人投资者投资额度进行限制。笔者认为,个人投资者累计私募投资额度应当在其净资产的一半以内,或者以两年的工资性收入为限。这样,即使投资失败,也不至于影响生计。

(2)合格关系个人投资者

合格关系个人投资者是指与发行人具有特殊关系的投资者。这类投资者主要是发行人的员工。鉴于我国将证券非公开发行限定于“特定对象”,以“特定对象”为基础构建的合格投资者应当为与发行人存在其他特殊关系的投资者留有余地。因此,除了雇佣关系外,特殊关系也可以适当扩展到朋友关系、业务关系等,但不管怎样,单个募集非公开发行证券的这种合格关系个人投资者的人数应当限制在35人以下。在我国,那种对投资者不加区别的200人人数量限制显然是不合理的。值得说明的是,发行人要有理由相信此类投资者具备相当的投资决策和风险控制能力。如果发行人故意向不适格的投资者发行证券,法律应使其承担发行无效的后果。

此类投资者的信息获知渠道应当是畅通的。1977年,在Doran v. petroleum Management案中,^③美国联邦第五巡回法院指出,信息既可以通过直接披露提供,也可以通过家庭、雇佣关系或谈判能力等因素获取。因此,发行人也没有必要主动履行信息披露义务,但投资者可主动索取相应信息。此类人员的投资也应有额度限制,即应以两年工资收入为限,他们多是工薪阶层,更应考虑其生计。

上述法律上对合格投资者投资额度的限制,并不是为了限制他们的投资自由。投资有多种,而证券非公开发行则是风险比较大的一种。法律有必要也有理由引导投资者进行合理投资。因为他们经营失败,可能会给政府和社会带来不利后果。

(三)合格投资者之外的因素的取舍

在判断一个行为是否为非公开发行行为时,除了投资者这一因素外,还有发行方式、信息可获得

^② 非公开发行并非面向普通民众。考虑到居民存款中的80%为20%的居民拥有,而且普通民众的资产以住房为主,标准不宜定的太低。万勇博士认为应定为100万元,笔者认为100万元偏低。万勇:《非公开发行证券认购人资格研究》,《证券市场导报》2009年第8期。

^③ 576 F. 2d 91(5th Cir. 1977).

性和转售三个方面。^⑩“从保护投资者的角度来看,非公开发行制度中最为重要的制度设计就应该是投资者的资格设计问题。”^⑪所以笔者认为,考虑到证券非公开发行行为自身特性,应当减轻这三方面在非公开发行制度中的重要性,转而以合格投资者作为制度建设中心,以达到“保护投资者,兼顾融资便利”之双重目标。具体地说,证券法的目标是保护投资者,但并不是所有的投资者都需要证券法保护,甚至一些投资者自身都未必希望法律去保护。因为,法律保护是需要成本的,而这些成本最终至少一部分会转嫁给投资者。易言之,融资便利对发行人有利,但同时可能对投资者也有利。因此,要考虑到不同投资者的不同需求,做到真正的急投资者之所急。

在明白上述道理之后,我们再看非公开发行中的投资者的结构,就比较容易理解域外的有关制度设计。实际上,各国非公开发行中的投资者均以合格投资者为主。在美国,非合格投资者被限制于 35 人以下。按照合格投资者所具备的要件,35 人以下的非合格投资者,其融资额是相当有限的。由于对非合格投资者融资负担较高的信息披露义务和法律风险,发行人肯定优先考虑向合格投资者进行融资。事实上,非合格投资者往往仅适用于一些具有特殊关系的投资者。由于可能存在的非合格投资者多数具备这些特殊关系,且数量有限,故可以认为,私募发行中,投资者和发行人所处的地位是基本对等的。在此种情况下,没有必要对这种合格投资者以外的关系投资者进行非常特别的保护。在我国,根据《证券法》第 10 条,发行对象更是被限定在特定对象即合格投资者之内。在此情况下,似乎没有必要对投资者进行非常特别的保护。当然,具体情况还需要具体分析。

1. 发行方式因素的放宽

非公开发行是以其发行方式非公开而命名的。不过,对此我们也可以这样理解:第一,在我国,由于非公开发行并不是向公众而是向特定对象的合格投资者发行,那么在形式上非公开发行本身并不需要其他要求即可以满足;^⑫第二,非公开发行制度之根本目的在于保护需要保护的投资者即公众投资者,如果这一目的达到,那么其采用什么方式可能就不重要了。

理解了这一点,那么严格要求“不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”,就似乎没有必要。对于机构投资者,他们都是非常理性的投资者,任你如何利用广告形式,可能也不会影响其投资决定。具有特殊关系的合格投资者,无论做不做广告,他对相关信息和风险都清楚。有疑问的是那些没有投资经验的富人投资者。但是,当我们将富人确定为合格投资者时,法律应当要求他们必须有投资顾问。如果这样,他们的投资决策能力可由投资顾问替代,自然也没有问题。如此,发行方式公开不公开又有什么妨碍呢?当然,法律为了慎重,也可以禁止发行人通过电视、网络、平面媒体等传播力较强的媒体做广告,但是禁止发行人通过宣讲会等方式发行,似乎就没有必要了。而且这些所谓的公开方式与非公开方式之间的界限也很难确定。

如果放松发行方式的要求,那么发行人可以告知更多的合格投资者,这样有利于降低融资成本,显然更有利兼顾融资便利之目标。在美国,SEC 于 1990 年出台规则 144A 以来,公开发行与非公开发行的界限越来越模糊,这是值得注意的一个趋势。^⑬

2. 信息可获知性因素的摒弃

如前所述,保护投资者主要在于保护投资者能够获知其应当知道的信息。不过,在证券非公开发行中,如果针对合格投资者,发行人没有义务主动进行信息披露。这一点 SEC 规则 506 也是确认的。

^⑩ ABA Federal Regulation of Securities Committee, Section 4(2) and Statutory Law, 31 Bus. Law. 485, 489(1975).

^⑪ 参见张旭娟:《中国证券私募发行法律制度研究》,法律出版社 2006 年版,第 29 页。

^⑫ 应当说《非上市公众公司监督管理办法》不使用非公开发行的称谓,而称定向发行,是有其合理性的。

^⑬ 参见徐明、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《证券法苑》(第三卷),法律出版社 2010 年版,第 707 页以下。

从法理上说,这样做是合理的。^{③④}合格投资者,即意味着其有出众的信息获知能力,在此情况下,证券非公开发行人没有必要披露相应的信息。正如前述,即使披露,由于未经审计,其也未必会被具有经验的合格投资者所采信。^{③⑤}这不是说信息对于合格投资者不重要,而是说合格投资者自有一套获知有用信息的手段,比如调查销售记录、纳税记录等。

3.转售限制因素的弱化

转售限制有两种,一种是设置限售期,另一种是限制转售对象。根据上面的论述,笔者认为,限售期的规定似乎不太必要。如果把转售对象限制在一定范围内,非公开发行证券始终不流向普通公众,有没有转售期的限制又有多大关系呢?这也符合相同情况相同处理的公平原则。因为,受让的投资者如果参加当初的非公开发行,也是有资格的。现在再受让时,其面临的形势不应当比以前更差。禁止转让期的设置,其出发点是保护投资者的利益,但事实上,这不仅损害了发行人的利益,也损害了投资者的利益。第一,迫使投资者不能用转卖来转移自己的风险。本来以保护投资为目的的证券法这里似乎损害了初始投资者的利益。第二,提高了融资成本。由于不能用转让规避风险,投资者往往要求较高的溢价率以弥补不能转让的风险。SEC的实证研究表明,在禁止转让期为3年或2年时,私募融资者用以补偿私募证券购买者的价格折扣,相比于不受限制的公开发行证券,通常为20%至30%,禁止转让期缩短为2年到1年后,购买者所要求的流通溢价(liquidity premium)会显著的降低,这样更能体现证券的内在价值。^{③⑥}另外,在美国规则144中,持有私募证券两年以上非控制人所为的转售,均不被认为是发售,^{③⑦}即使对那些老弱妇孺也是如此。这似乎有些偏离了证券非公开发行制度的初衷。

当然,完全废止转售期的规定,可能也不一定完全有道理。转售期的存在,有促进理性投资和避免过度投机的作用。笔者认为,非公开发行证券的转售限制,应当遵循以下规则。第一,所有证券,未经注册或核准,不得转售给非合格投资者。第二,像美国规则144A那样,在一级机构投资者之间,证券的转售是不受限制的,投资者可以自由转让;一级机构投资者也可以把证券转售给其他合格投资者,但其他合格投资者要受到转售期限限制。第三,一级机构投资者之外的合格投资者从发行人处所购买的非公开发行的证券,其转售期为三个月,从其他合格投资者所购买的非公开发行的证券,其转售期为一个月。^{③⑧}法律对投资者另有要求的,遵循其规定。例如,我国《公司法》第142条对发起人的公司董事、监事、高级管理人员有一年至三年的转售期规定。这些限制是要这些公司经营者与公司和其他股东同甘共苦,其间接起到保护其他投资者的作用。

(四)小结

综上所述,笔者认为,在确立合格投资者制度之后,完全可以弱化甚至摒弃有关发行方式、信息披露和转售方面的监管要求。证券法的目的在于保护需要保护的投资者,合格投资者制度,完全可以达到保护投资者的目的。如果能够达到保护投资者的目的,就没有必要过度保护。合格投资者制度抓到了投资者保护的要害,授之以鱼,不如授之以渔,即确保投资者具有投资能力。在有了合格投资者制度之后,其他保护规则则显得多余。例如,美国规则144A已经推定合格的机构买者具有自我保护

^{③④} 不排除发行人自愿增加其信息披露的深度和广度以增强潜在投资者的信心,以利于更快地筹措资金。参见郭雳、袁平海:《证券私募发行中的民事责任问题研究——以虚假陈述制度为中心》,《法学评论》2001年第5期。

^{③⑤} 当然,合格投资者一般也会索要信息,因为,这些信息即使没有用,也可以作为潜在欺诈的证据。

^{③⑥} See Supra SEC Securities Act Release 7390(1997).

^{③⑦} See Supra Steinberg & Kemper, The Application and Effectiveness of SEC Rule 144, 49 Ohio State L.J. 473, 499-500(1988).

^{③⑧} 笔者认为这样的期间较为合适。限制的主要目的是避免这些私募证券的过度投机。另参见我国台湾地区“证券交易法”第43-8条:“私人间之直接让受,其数量不超过该证券一个交易单位,前后二次之让受行为,相隔不少于三个月。”

能力,那么,再规定信息披露要求就显得有些自相矛盾。SEC 的一位委员也质疑这一要求的合理性,认为此举给最需要利用该规则以便利私募筹资的发行人即中小新兴成长公司增加了不必要的负担,不利于这类在美国经济中起到重要作用的公司的融资。^③可以说,美国的证券非公开发行制度的脚步已经迈进了定向发行,但其尾巴还留在传统理论中。

据此,笔者认为,我国证券非公开发行制度体现为法律上的规则应当是这样的。

第 X 条 发行人进行证券非公开发行,应当选择合格投资者作为发行对象。

尽管个别投资者不具有合格投资者资格,但发行人尽了谨慎调查义务,有理由相信投资者为合格投资者的,应当认定证券非公开发行有效。

发行人进行证券非公开发行时,具有特殊关系的合格投资者的人数不得超过三十五人。

第 X+1 条 合格投资者,是指具有信息获知能力、投资决策能力和风险承受能力的投资者。

合格投资者认定的具体办法由国务院证券监督管理机构制定。

第 X+2 条 发行人违反第 X 条规定,发行无效,发行人应当返还投资者的投资款项并加算银行同期存款利息。

第 X+3 条 非公开发行的证券非经核准,不得向非合格投资者转让。一级机构投资者购买的非公开发行证券,可以自由转让;其他合格投资者向发行人购买的证券的禁止转让期为三个月,向其他合格投资者购买的证券的禁止转让期为一个月。

五、结 语

重构我国的证券非公开发行制度,将使得包括中小企业乃至自然人在内的募资人进行证券非公开发行有一套可操作的法律规范。有合法融资道路可走,那么走非法集资道路者自然会少很多。同时,以合格投资者为重点规范非公开发行制度,既可以保护投资者,又可以尊重意思自治,实现便利融资和满足投资者个性化需求。

(责任编辑:闻 海)

^③ See supra SEC Securities Act of 1933 Release 6282(1990)(Fleischman, Commissioner, dissenting in part).