

## 衔接私募与公募的桥梁

——基于我国台湾地区私募股票(份)

补办公开发行制度研究

刘应民\* 李 健\*\*

**摘要:** 私募发行(private placement 或 private offering)是针对特定对象、采取特定方式、接受特定规范的证券发行方式,其作为一种与公开发行相对立的资本市场融资渠道,可以满足发行人不同的筹资需求。私募发行制度在发达国家尤其是美国已经发展得相当成熟,近年来在我国台湾地区也日臻完备,规范体系已基本确立。本文拟以台湾地区私募发行中的补办公开发行制度为视角,探寻衔接私募与公募的桥梁,借以为我国私募法律体系的完善探求出路。

**关键词:** 私募发行 补办公开发行 程序构建

私募发行(private placement 或 private offering)是“针对特定对象、采取特定方式、接受特定规范的

---

\* 武汉大学法学院副教授,法学博士。

\*\* 武汉大学法学院硕士研究生。

证券发行方式”,<sup>[1]</sup>其作为一种与公开发行相对立的资本市场融资渠道,可以满足发行人不同的筹资需求。私募发行制度在发达国家尤其是美国已经发展得相当成熟,近年来在我国台湾地区也日臻完备,规范体系已基本确立。出于与台湾地区文化上的联系考虑,本文拟以其私募发行中的补办公开发行制度为视角,借以为我国私募法律体系的完善探求出路。

我国台湾地区私募发行制度源于美国,其引入时间并不长,但因其发展迅速而越来越为监管者所重视。<sup>[2]</sup>相较于公开发行而言,私募发行具有监管宽松、信息披露要求较低、募集对象限于少数特定资格的投资者等优点,<sup>[3]</sup>同时对私募发行又存在特定方式<sup>[4]</sup>和特定规范<sup>[5]</sup>的禁止。这一方面使得私募发行可以获得豁免注册的优势而能降低筹资成本、提升融资效率;但另一方面也极大地限制了私募有价证券的流通。故对于如何达到保护投资人与便利公开发行公司筹措资金之“双赢”局面、促进私募发行与公募发行有机衔接,台湾地区的私募有价证券补办公发行制度值得我们学习和借鉴。

- 
- [1] 郭雳:“我国台湾地区私募证券法律规范的最新发展、评析及启示”,载《中外法学》2003年第4期。
- [2] 据统计,上市(柜)公司截至2006年上半年度,借由私募取得资金之比重已由2003年度之3%提升至2006年上半年之50%(该半年度私募所获资金即达新台币499.8亿元)。参见刘连煜:《新证券交易法实例研习》,台湾元照出版有限公司2011年版,第235页。
- [3] 根据美国、我国台湾地区以及我国相关法律法规的规定,私募发行的募集对象虽然限于少数特定资格的投资者,但这些投资者往往财力雄厚、证券投资经验丰富,故相较于公募发行而言一般能获得更大的优势。
- [4] 例如,我国台湾地区“证券交易法”第43条之七规定:有价证券之私募及再行卖出,不得为一般性广告或公开劝诱之行为。违反前项规定者,视为对非特定人公开招募之行为。
- [5] 主要是指法律在信息提供、转售限制、向主管机关报告备查等方面对私募发行所提出的要求。例如,我国台湾地区“证券交易法”第43条之6第4项规定:该公司应第一项第二款人之合理要求,于私募完成前负有提供与本次有价证券私募有关之公司财务、业务或其他信息之义务。

## 一、补办公开发行制度概述

所谓补办公开发行,是指股份有限公司在无增加发行新的股票(份)计划时,依“公司法”第156条<sup>[6]</sup>及“证券交易法”第42条<sup>[7]</sup>的相关规定,拟将其私募有价证券在交易所上市或于证券商处所买卖,而将其原已发行的股票(份)向证券管理机关申请补办证券交易法规定的有关发行审核程序以获得上市(柜)交易资格。<sup>[8]</sup>

### (一)补办公开发行制度之理论动因

20世纪90年代中期之前,台湾地区证券“法律”都未对私募发行加以明确规范。其“证券交易法”以概括的方式对任何未向主管机关申报注册或是未经主管机关核准的证券募集、发行以及买卖行为加以禁止,<sup>[9]</sup>并辅以对“‘政府’债券或经‘财政部’核定之其他有价证券”向主管机关申报或经其核准的豁免条款,其并不涉及私募问题。而实践中私募业务的蓬勃发展以及学界、业界的不断倡议与推动,使得证券主管机关开始重视到私募问题的法律空白,并通过诸如台湾地区“行政院金融监督管理委员会”(以下简称“金管会”)颁布的“发行人募集与发行有价证券处理准则”等一系列次位规范的制定及修订和其后“证券交易法”、“公司法”两大基本法<sup>[10]</sup>的大修填补了这一法律监管

[6] 台湾地区“公司法”第156条第3项规定:公司得依董事会之决议,向证券主管机关申请办理公开发行程序;申请停止公开发行者,应有代表已发行股份总数2/3以上股东出席之股东会,以出席股东表决权过半数之同意行之。

[7] 台湾地区“证券交易法”第42条规定:公司对于未依本法发行之股票,拟在证券交易所上市或于证券商营业处所买卖者,应先向主管机关申请补办本法之有关发行审核程序。未依前项规定补办发行审核程序之公司股票,不得为本法之买卖,或为买卖该种故之公开征求或居间。

[8] 赖源河:《证券法规》,台湾元照出版有限公司2005年版,第76页。

[9] 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214页。

[10] 长期以来,在台湾地区,股份及其他有价证券的公开发行募集受“证券交易法”规范,而公司债的发行募集受“公司法”规范,故“立法院”在增订私募条款时,沿袭旧制,分别在“证券交易法”及“公司法”中加以规定。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218页。

的盲区。

补办公发行制度作为私募发行的一个重要子制度,其被纳入法律监管的范畴,在笔者看来这很大程度上是出于对私募发行与公募发行合理衔接的考虑。私募发行的本质与核心在于豁免注册,<sup>[11]</sup>如前文所述,其具有监管宽松、信息披露要求较低、募集对象往往财力雄厚且证券投资经验丰富、便于引进战略投资者提升公司治理等优点,在很多情况下能够更便捷地将投资者和融资方联系起来并实现沟通以满足两方面的不同诉求,有利于证券发行人节省发行成本而为股东创造更大财富,<sup>[12]</sup>但不容否认的是在私募发行日益壮大的今天,若是对其监管不当,则可能危及投资者的利益甚至引发系统性风险,故法律对其在特定方式和特定规范上作出了一些禁止性规定,对私募发行和公开发行加以不同的监管。补办公发行制度正是为了解决法律规定为私募发行与公募发行设置的鸿沟,搭建起特定情况下私募发行向公募发行转化的桥梁,以达到兼顾融资效率与投资者保护的立法旨意。

## (二) 补办公发行制度之现实动因

补办公发行制度最大的现实功能在于打破私募证券转售的困境。台湾地区“证券交易法”为避免私募有价证券通过转让规避公开招募程序的严格监管,<sup>[13]</sup>参酌美国证券法的有关规定,<sup>[14]</sup>明确了私募有价证券的应募人及购买人转售的限制性规定。依台湾地区“证券交

[11] 张旭娟:《中国私募证券发行法律制度研究》,法律出版社2006年版,第9页。

[12] 庄永丞:“我国证券交易法私募有价证券之理论基础与规范缺失”,载《月旦法学杂志》2008年第4期。

[13] 李开远:《证券交易法理论与实务》,台湾五南图书出版有限公司2011年版,第131页。

[14] 例如,1933年《证券法》第4(2)条、SEC的规则506、SEC规则144等。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142~148页。

易法”第43条之8第1项的规定,除六种例外情形外,<sup>[15]</sup>对一般私募有价证券的转售都加以了严格限制。

私募有价证券三年闭锁期的规定,一方面起到了阻止私募有价证券持有者通过转让规避公开发行监管的功能;另一方面三年期满后私募有价证券虽然可以买卖,但不能挂牌交易,<sup>[16]</sup>极大地损害了其流通性,故而因私募而获利的投资者往后很可能面临欠缺公开交易市场的窘境而对私募投资望而却步。<sup>[17]</sup>正是基于打破私募转售“瓶颈”的目的,在私募有价证券交付满3年之后,解决其挂牌交易的问题,扩大其交易平台,拓宽私募资本的退出渠道,补办公开发行制度应运而生。由于未依“证券交易法”发行的股票(份)在3年的闭锁期经过后挂牌交易,其目的在于取得上市或上柜交易的资格,因而法律对发行私募有价证券的公司课以提交“补办公开发行申请书”、“股票公开发行说明书”、会计师对内部控制制度及执行有效性之审查报告书等义务,实现对公司财务与业务等信息的公开,<sup>[18]</sup>以获取证交所或柜台买卖中心的同意函,而取得与公开发行证券相同的地位和状态,从而得以上市(柜)流通。

### (三)补办公发行与相近概念之区分

#### 1. 拟制公开发行

我国台湾地区“证券交易法”第24条规定:依本法发行新股者,其以

---

[15] 主要是指:(1)银行业、票券业、信托业、保险业、证券业或其他经主管机关核准的法人或机构持有私募有价证券,在证券市场或证券商营业处所无同种类证券出售的情况下转售给相同资格者;(2)自该私募有价证券交付日起满1年以上而未满3年,依主管机关所定的持有期间及交易数量的限制,转让给银行业、票券业、信托业、保险业、证券业或其他经主管机关核准的法人或机构或符合主管机关所定条件之自然人、法人或基金;(3)该私募证券交付已满3年;(4)基于法律规定所生效力的移转;(5)私人之间直接让受,其数量不超过该证券一个交易单位,且前后两次之让售行为相隔不少于3个月;(6)其他经主管机关核准的情况。

[16] 李开远:《证券交易法理论与实务》,台湾五南图书出版有限公司2011年版,第134页。

[17] 曾宛如:《证券交易法原理》,元照图书出版有限公司2006年版,第76页。

[18] 至于股权分布情况是否公开,目前台湾地区相关规定并无强制性规定,而且事实上也并未达到分开的目的。参见赖源河:《证券法规》,台湾元照出版有限公司2005年版,第76页。

前未依本法发行之股份,视为已依本法公开发行。拟制公开发行是一个程序性的法律概念,即发行人发行证券时部分为员工、股东认购,部分经公开承销,则整体视为公开发行;且发行公司一旦有公开发行的行为,就成为公开发行公司,其在本次公开发行行为之前有未依“证券交易法”公开发行的证券,也会成为公开发行证券而被纳入公募制度监管范畴。<sup>[19]</sup>

拟制公开发行的规定有助于对公司的管理,避免因发行方式的不同而将公司人为地割裂为公开发行公司和未公开发行公司,而由于两类公司分属不同的部门管理,<sup>[20]</sup>如果割裂开来,会造成不必要的麻烦。拟制公开发行与补办公发行的联系在于,一旦未依“证券交易法”发行的股票(份)被拟制公开发行而视为已依本法发行的,则需要补办公发行以取得上市(柜)交易资格。

## 2. 强制公开发行

为达到“资本证券化、证券大众化”的股权分散目标,我国台湾地区原“公司法”第156条第4项规定资本达一定数额以上时,其股票须强制公开发行;而“证券交易法”也赋予“财政部”以强制发行人公开发行股票行政命令权。<sup>[21]</sup>依“证券交易法”第28条的规定,公司之事业,以由公众投资为适当者,得由“财政部”事先以命令规定发起人认足股份数额之一定限度。其在限度以外之股份,应先行公开招募;招募不足时,由发起人认足之,并得规定一定小额认股者之优先认股权(第1项)。公司成立后发行新股时,准用前项之规定。但以公积或其他准备转作资本者,不在此限(第2项)。

强制公开发行制度的主旨在于加强对公共利益的保护,通过公司的公开发行而强化公司财务、业务的公开透明,这一点与补办公发行有异曲同工之妙,而且补办公发行亦是实现强制公开发行的必由路径。

---

[19] 陈春山:《证券交易法论》,台湾五南图书出版有限公司2007年版,第78页。

[20] 从资本市场的角度看,我国台湾地区的公司可分为未公开发行公司和公开发行公司两类。公司在向台湾地区当局“行政院金融监督管理委员会证期局”备案之前,称为未公开发行公司,其主管机关为“台湾经济部”。参见马婧好:“台湾地区拟上市(柜)公司强制登陆兴柜市场监管做法带来五点启示”,载《上海证券报》2012年7月4日F04版。

[21] 陈春山:《证券交易法论》,台湾五南图书出版有限公司2007年版,第79页。

目前实务上尚无由“财政部”以行政命令强制公开发行的情形,<sup>[22]</sup>而“公司法”第156条修正后,亦明确了公司股票是否公开发行属于董事会决议自主决定的企业自治事项,且非公开发行公司的主管机关台湾地区“经济部”也已发函废除了上述强制公开发行的要求,<sup>[23]</sup>但如果想要依据“证券交易法”的有关规定、从私募市场以发行股票的方式筹集资金的话,则仍必须首先取得公开发行的资格。虽然由于力霸弊案<sup>[24]</sup>发生后,学界存在不少呼吁恢复强制公开发行的声音,<sup>[25]</sup>但其最终能否成行尚待时日证明。

## 二、补办公开发行之程序

依“证券交易法”第43条之8规定,自私募有价证券交付日满3年后,始得自由流通,另依“证券交易法”第42条的规定,公司对于未依本法发行的股票,拟在证券交易所上市或于证券商营业处所买卖者,应向主管机关申请补办本法规定的有关发行审核程序,因而“发行人募集发行有价证券处理准则”规定私募有价证券自交付日满三年后,拟申请上市或上柜买卖的,应先向主管机关申报办理补办公发行程序。<sup>[26]</sup>根据是否曾办理过公开发行,补办公发行又可以分为首次补

---

[22] 陈春山:《证券交易法论》,台湾五南图书出版有限公司2007年版,第79页。

[23] 郭雳:“我国台湾地区私募证券法律规范的最新发展、评析及启示”,载《中外法学》2003年第4期。

[24] “力霸弊案”是我国台湾地区史上最大的经济犯罪案件,案件分为六大犯罪区块:掏空239亿余元(新台币,下同)的力霸及嘉食化弊案;掏空3110000000元的力华票券案;掏空4753119000多元的友联产险弊案;掏空11060000000余万元的“中华商银”弊案;掏空27226940000多元的亚太固网弊案;掏空32亿多元的东森案,掏空金额超过632亿元。参见高大林:“台湾史上最大经济犯罪弊案力霸东森掏空案今宣判”,载中国台湾网,[http://www.taiwan.cn/xwzx/bwzx/200812/t20081231\\_808180.htm](http://www.taiwan.cn/xwzx/bwzx/200812/t20081231_808180.htm),2013年5月24日访问。

[25] 刘连煜:“力霸弊案公开发行法制强化的方案”,载《月旦法学教室》2007年第8期;曾宛如:“从亚太固网检视公开发行法制规范”,载《月旦法学杂志》2007年第7期。

[26] 刘连煜:《新证券交易法实例研习》,台湾元照出版有限公司2011年版,第233页。下文中若未做特别说明,关于补办公发行的论述特指首次补办公发行公司的相关规定。

办公开发行和上市(柜)公司对私募发行股票(份)补公开发行两种情形。

### (一) 董事会决议

依“公司法”第156条第3项的规定,公司补公开发行应获得董事会的同意,通过董事会决议的形式作出。然为何不以股东会特别决议之形式作出?如前所述,补公开发行的目的在于使私募有价证券获得上市(柜)交易资格从而能够更好地流通,加速私募资本的退出渠道。股东会和董事会同为公司治理的决策者,具体事项的决定权如何分配很大程度上会影响到公司营运的交易成本与股东的财富。故补公开发行应属于董事会的商业经营判断,而非由股东会的问责机制把关,<sup>[27]</sup>由董事会决定的制度设计更有利于减少公司交易成本、利于股东财富的最大化。

### (二) 首次补公开发行公司之规定

#### 1. 检具“补公开发行申请书”

依我国台湾地区“发行人募集与发行有价证券处理准则”第66条第1项之规定,发行人首次办理股票公开发行的,须检具“补公开发行申请书”。依“发行人募集与发行有价证券处理准则”第69条之规定,“补公开发行申请书”主要载明以下事项:(1)依据“金管会”颁布的“公开发行公司办理私募有价证券应注意事项”办理情形。(2)私募有价证券计划执行效益情况。(3)最近年度经会计师查核签证的财务报告与会计师查核报告。申报日期已经超过应公告申报各季财务报告的期限的,应加列最近一个季度经会计师查核签证或核阅的财务报告及会计师查核签证或核阅报告。(4)其他经“金管会”规定的应记载事项。

#### 2. 检具“股票公开发行说明书”等应检附文件

依我国台湾地区“发行人募集与发行有价证券处理准则”第66条第1项之规定,发行人除应检具“补公开发行申请书”外,为方便投资人了解初次办理公开发行公司的财务业务状况,发行人还应检具

---

[27] 庄永丞:“我国证券交易法私募有价证券之理论基础与规范缺失”,载《月旦法学杂志》2008年第4期。

“股票公开发行说明书”等应检附书件。同条第2项规定,“股票公开发行说明书”应记载事项准用“金管会”颁布的“公司募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”或“金融业募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”的规定。

依我国台湾地区“公司募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”第6条规定,“股票公开发行说明书”编制内容除该准则第三章简式公开说明书及第四章募集设立公开说明书另有规定者外,应记载事项包括:(1)公司概况:公司简介、风险事项、公司组织、资本及股份、公司债、特别股、海外存托凭证、员工认股权凭证、限制员工权利新股、并购及受让他公司股份办理情形;(2)营运概况:公司之经营、不动产、厂房及设备及其他不动产、转投资事业、重要契约及其他必要补充说明事项;(3)发行计划及执行情形:前次现金增资、并购、受让他公司股份或发行公司债资金运用计划分析、本次现金增资或发行公司债资金运用计划分析、本次受让他公司股份发行新股及本次并购发行新股情形;(4)财务概况:最近五年度简明财务资料、财务报告、财务概况其他重要事项资料暨财务状况及财务绩效之检讨分析;(5)特别记载事项:公司治理运作情形及其他特别记载事项;(6)重要决议。银行、票券、证券、期货、保险、金融控股及信托投资等特殊行业“金管会”另有规定的,应依其规定办理。

### 3. 内部控制制度有效设计及正常执行

鉴于我国台湾地区“公司法”修正通过后,已无强制公开发行的规定,公司补办公开发行多系为准备申请上市(柜),为促进公开发行公司的内部控制制度的健全,<sup>[28]</sup>故依“发行人募集与发行有价证券处理准则”第67条之规定,首次补办公开发行公司须依“金管会”颁布的“公开发行公司建立内部控制制度处理准则规定”,订定内部控制制度(含内部稽核实施细则),并经董事会通过;另会计师应就内部控制制度设计或执行之有效性进行专案审查,并取得受检查公司针对内部控制制度或执行有效性的声明书,且会计师审查报告显示受检查公司内部控制制度设计、执行完善或虽有重大缺失但已得到改善。

[28] 陈春山:《证券交易法论》,台湾五南图书出版有限公司2007年版,第80页。

#### 4. 向“金管会”提出申报

依我国台湾地区“发行人募集与发行有价证券处理准则”第66条第1项之规定,发行人在检具“补办公开发行申请书”、“股票公开发行说明书”等应检附书件后,得向“金管会”提出申报,于“金管会”及其指定的机构收到申报书之日起届满十二个营业日后生效。

#### (三)上市(柜)公司补办公开发行之特别规定

上市(柜)公司<sup>[29]</sup>办理私募有价证券及嗣后所配发、转换或者认购之有价证券,依我国台湾地区“证券交易法”第43条之8所定限制转让期间内,该私募有价证券不得上市。限制转让期满,依“公开发行公司办理私募有价证券应注意事项”第7点之规定,发行人应先取具台湾地区证券交易所或柜台买卖中心核发的符合上市或上柜标准的同意函,其后向其主管机关“金管会”完成补办发行审核程序后始得提出上述私募有价证券上市(柜)申请,但可以免办上市前公开销售。<sup>[30]</sup>

上市(柜)公司的私募有价证券的前提是发行人已具备公开发行公司资格或已有部分股票已公开发行并上市(柜)挂牌交易。依我国台湾地区“发行人募集与发行有价证券处理准则”第68条的规定,发行人检具申报书并载明应记载事项,连同应检附书件向“金管会”提出申报后,于“金管会”及其指定机构收到申报书之日起届满七个营业日生效,并准用“发行人募集与发行有价证券处理准则”第5条资讯公开、第12条第2项申报书件补正、第15条“金管会”审查及第16条申报的生效与失效的规定。但金融控股、银行、票券金融、信用卡及保险等事业,申报生效期间为12个营业日。

#### (四)补办公开发行前发给员工认股权凭证及私募公司债并同办理公开发行

##### 1. 员工所持认股权凭证并同办理公开发行

发行人在补办股票(份)公开发行前,依我国台湾地区“公司法”第

[29] 有观点认为我国台湾地区市场的“公开发行公司”并非我们通常所说的“公开发行股票并上市的公司”,而是指具有公开发行股票资格的公众公司。参见马婧好:“台湾地区拟上市(柜)公司强制登陆兴柜市场监管做法带来五点启示”,载《上海证券报》2012年7月4日F04版。

[30] 李开远:《证券交易法理论与实务》,台湾五南图书出版有限公司2011年版,第132页。

167 条之 2<sup>[31]</sup> 规定发给的员工认股权凭证,为协助发行人解决补办公开发行后依“证券交易法”第 22 条第 2 项<sup>[32]</sup> 该员工认股权凭证执行时须经“金管会”申报生效或申请核准的问题,故公司于股票公开发行前,其曾依“公司法”第 167 条之 2 发给的员工认股权凭证应并同股票办理公开发行。对于未并同办理的,“金管会”将不同意该公司补办公开发行案件。

## 2. 私募公司债并同办理公开发行

发行人在补办股票(份)公开发行前,曾依我国台湾地区“公司法”第 248 条第 2 项<sup>[33]</sup> 规定私募普通公司债的,由于其是未涉及股权性质的有价证券,为达到衡平之目的,<sup>[34]</sup> 故比照股票公开发行公司私募之有价证券,自该私募普通公司债交付日起满 3 年后,始得并同办理公开发行。另基于对股票公开发行公司管理之一致性,对于公司在补办公开发行前私募转换公司债获认股权公司债未全部清偿、转换或认购为股票的,“金管会”将不同意该补办股票(份)公开发行的申请。

### (五) 私募股票(份)补办公开发行审查程序

依我国台湾地区“发行人募集与发行有价证券处理准则”第 67 条之规定,发行人首次办理公开发行时,“金管会”经审查后发现有下列情形之一的,应当退回其案件:(1) 签证会计师出具无法表示意见或否定意见的查核报告;(2) 签证会计师出具保留意见的查核报告且其保留意见影响财务报告的允当表达的;(3) 发行人填报、签证会计师复核出具的案件检查表显示存在违反法令或公司章程的情况且情节重大

[31] 我国台湾地区“公司法”第 167 条之 2 规定:公司除法律或章程另有规定者外,得经董事会以董事 2/3 以上之出席及出席董事过半数同意之决议,与员工签订认股权契约,约定于一定期间内,员工得依约定价格收购特定数量之公司股份,订约后由公司发给员工认股权凭证。员工取得认股权凭证,不得转让。但因继承者,不在此限。

[32] 我国台湾地区“证券交易法”第 22 条第 2 项规定:已依本法发行股票之公司,于依公司法之规定发行新股时,除依第 43 条之六第 1 项及第 2 项规定办理者外,仍应依前项之规定办理。

[33] 我国台湾地区“公司法”第 248 条第 2 项规定:公司债之私募不受第 249 条第 2 款及第 250 条第 2 款之限制,并于发行后 15 日内检附发行相关资料,向证券管理机关报备;私募之发行公司不以上市、上柜、公开发行股票之公司为限。

[34] 陈春山:《证券交易法论》,台湾五南图书出版有限公司 2007 年版,第 80 页。

的；(4)未依“公开发行公司建立内部控制制度处理准则规定”，订定内部控制制度(含内部稽核实施细则)并经董事会通过的；(5)会计师应就内部控制制度设计或执行之有效性进行专案审查，并取得受检查公司针对内部控制制度或执行有效性的声明书，且会计师审查报告显示受检查公司内部控制制度设计、执行完善或虽有重大缺失但已得到改善；(6)曾依“公司法”第167条之2发给员工认股权凭证，未并同股票办理公开发行的；(7)经“金管会”发现有违反法令且情节严重的；(8)曾依“公司法”第248条第2项规定私募普通公司债的并办理首次公开发行的，该私募普通公司债自交付日起未届满三年的。

依我国台湾地区“发行人募集与发行有价证券处理准则”第70条之规定，公开发行公司申报办理补办公开发行程序的，“金管会”经审查后发现有下列情形之一的，应当退回其案件：(1)自该私募有价证券交付日起未届满3年；(2)未依“证券交易法”第43条之6规定经股东会或董事会合法决议，但经有罪判决确定，服刑期满并补提股东会或董事会追认的，不在此限；(3)私募时的对象及人数未符合本法第43条之6规定，但经有罪判决确定，服刑期满并补提股东会或董事会追认的，不在此限；(4)未依“证券交易法”第43条之6第5项规定及“公开发行公司办理私募有价证券应注意事项”将办理私募有价证券资讯输入“金管会”指定的资讯申报网站，但已经依“证券交易法”处分并缴纳罚金且补办申报的，不在此限；(5)未依“证券交易法”第43条之6第6项及“公开发行公司办理私募有价证券应注意事项”规定于有价证券私募股东会召集事由或开会通知中列举并说明相关事项或分次办理未事先于股东会召集事由列举并说明相关事项，但已经依“证券交易法”处分并缴纳罚金，且将应于股东会召集事由中列举并说明之事项提请股东会通过的，不在此限；(6)未依“公开发行公司办理私募有价证券应注意事项”规定将私募定价依据、合理性及专家意见提请股东会决议且情节严重的，但已补提股东会通过的，不在此限；(7)公司内部人或关系人认购本次私募有价证券不符合“公开发行公司办理私募有价证券应注意事项”规定且情节严重的，但取得证券交易所或财团法人中华民国证券柜台买卖中心核发的同意函的，不在此限；(8)股东会决议办理私募有价证券前一年度为税后纯益且无累积亏损之公司，未依

公开发行公司办理私募有价证券应注意事项规定办理且情节严重的,但取得证券交易所或财团法人中华民国证券柜台买卖中心核发的同意函的,不在此限;(9)未依“公开发行公司办理私募有价证券应注意事项”规定期间内完成股款或价款收足的;(10)私募有价证券计无正当理由执行进度严重落后且尚未完成、计划经重大变更或未能产生合理效益,但私募有价证券缴款日距申报时已逾5年的,不在此限;(11)曾经“证券交易法”第139条第2项<sup>[35]</sup>规定限制有价证券买卖,尚未经“金管会”解除限制的;(12)签证会计师出具无法表示意见或否定意见的查核报告;(13)签证会计师出具保留意见的查核报告且其保留意见影响财务报告的允当表达的;(14)发行人填报、签证会计师复核出具的案件检查表显示存在违反法令或公司章程的情况且情节严重的;(15)私募交换公司债自交付日起未满3年而有行使交换权的情事的;(16)经“证期会”发现有违反法令且情节严重的。

在“金管会”审查无上述禁止情形后,首次补办公开发行公司采12个营业日申报生效制;上市(柜)公司采7个营业日申报生效制,其中金融控股、银行、票券金融、信用卡及保险等事业,申报生效期间为12个营业日。

#### (六)换发有价证券并公告

依我国台湾地区“发行人募集与发行有价证券处理准则”第70条之规定,公开发行公司依法私募有价证券,经“金管会”同意办理公开发行后,应自“金管会”申报生效通知到达之日起30日内换发有价证券,并于换发前在“金管会”指定的资讯申报网站办理公告。经补办公开发行的有价证券,嗣后向证券交易所或柜台买卖中心申请上市或在证券商营业处所买卖的,应采账簿划拨交付而不以印制实体证券方式为之,并免依“公开发行公司发行股票及公司债券签证规则”办理签证。换发有价证券并公告标志着整个补办公开发行政程序的终结,私募有价证券取得与公募有价证券相同的法律地位得以上市(柜)自由流通。

---

[35] 我国台湾地区“证券交易法”第139条第2项规定:股票已上市之公司,再发行新股者,其新股股票于向股东交付之日起上市买卖。但公司有第156条第1项各款情事之一时,主管机关得限制其上市买卖。

### 三、我国台湾地区补办公开发行制度评述及对我国大陆的借鉴意义

私募发行制度无疑是现今证券市场上最令人瞩目的问题之一。然而就我国整体而言,私募发行制度由于引入时间不长,相关法律法规体系还很不完善。相较而言,我国台湾地区的私募发行制度在师法美国制度的同时,结合本土证券市场的特点加以创新,在某些方面又体现了自身的特点。补办公开发行制度作为其特色制度之一,对于我国相应制度的构建大有裨益。

#### (一) 我国台湾地区补办公开发行制度评述

补办公开发行制度作为我国台湾地区私募证券法律体系发展过程中的产物,应该来说是一项比较成功的创新。下面笔者将从四个不同的角度加以评述。

首先,就立法效果来看,其有效兼顾了融资效率与投资者保护的立法旨意,搭建起了私募发行与公募发行制度之间的桥梁,有效地解决了私募有价证券转售的问题,使得私募发行与公募发行制度有效的统一起来并服务于证券市场。值得指出的是,我国台湾地区补办公开发行制度能取得如此效果,很大程度上是因为台湾地区证券市场整体发展水平较高,其中完善的合格投资者界定标准、注册申报豁免的发行体制下发行人信息的高度透明、存量发行制度的构建等对于补办公开发行制度作用的良好发挥起了重要作用。

其次,就主管机关而言,补办公开发行制度将私募发行与公开发行衔接起来,便利了主管机关“金管会”(证期局)对于证券市场的监管,促进了有限执法资源的合理分配。但相较于公募发行的严格监管而言,私募有价证券由于其投资者范围小且具备丰富的投资经验、财力雄厚等原因享受豁免注册的待遇而备受投资者青睐,但其本身存在的监管不足、信息不透明的问题也必须得到主管机关的合理重视,否则可能危及投资者的利益乃至引发系统性风险。补办公开发行制度的构建,有利于更好地地区分私募发行与公募发行制度,强化对转为公募发行的

私募有价证券的监管,提升主管机关的执法效果。

再次,从机构投资者的角度上来说,补办公开发行制度直接解决了由于转售限制所导致的私募有价证券流通性较差等问题,加快了私募有价证券投资资本的退出机制。在投资基金日益发展壮大的今天,机构投资者成为私募投资的主要力量,一方面,投资于私募有价证券有助于其获得更为丰厚的回报;但另一方面,闭锁期的规定也极大地限制了其资本的快速退出。故通过补办公开发行制度将私募有价证券推向证券交易市场,有利于提高机构投资者投资资金的使用效率,便于其投资的及时退出,加快资金周转速度,提高资金使用效率,扶持更多的需要资金的企业。

最后,就中小投资者而言,补办公开发行制度有效地解决了投资者利益的保护问题。长期以来,私募发行由于不在公开发行市场,投资者为少数具有风险识别能力和风险承受能力的富人或机构投资者,故不需要特别予以保护。<sup>[36]</sup>但私募有价证券一旦进入公开发行市场,吸收大量并不具有风险识别能力和风险承受能力的中小投资者参与私募有价证券投资,很容易导致投资纠纷甚至群体事件频发,其结果就是中小投资者利益受到侵害,打击中小投资者对于证券市场的信心,不利于证券市场的健康发展。补办公开发行制度通过加强对私募有价证券进入公开发行市场的信息公开、发行审查等,将进入公开交易市场的私募有价证券置于与公开发行证券同等的监管之下,有利于中小投资者利益的保护。

总的来说,补办公开发行制度有效地平衡了公募发行与私募发行的立法旨意,便利了主管机关的监管和机构投资者资本的退出渠道,同时也强化了对中小投资者利益的保护,从我国台湾地区的证券市场实践来看,其应该是一项比较成功的制度。但不容否认的是,由于其私募发行制度整体上是在较短时间内完成的对国外制度的移植以及经验的借鉴,其作为一项创新性较强的制度,为达到进一步的完善并符合本地

---

[36] 易明秋:“私募基金管理初探——从美国法观察台湾制度之发展”,载《东吴法律学报》2008年第7期。

实际的目标,尚待更长时间的试错与磨合。<sup>[37]</sup>

## (二)对我国大陆的借鉴意义

随着中国资本市场的发展,市场对资本的需求量迅速增加,具有筹资便利特点的私募发行方式在实践中的运用也逐渐广泛,故我国立法机关、执法机关以及部分专家学者不断对证券私募发行进行探索和研 究。补办公开发行制度作为在我国台湾地区业已得到实践检验的一项私募发行的子制度,对于我国大陆日益完善的私募证券法律体系而言,值得我们分析和借鉴。

补办公开发行制度对于解决我国时下严重的“IPO 堰塞湖”问题具有一定的现实意义。加快我国私募发行制度的构建、明确私募发行与公募发行的不同监管,辅以补办公开发行制度对私募发行与公募发行制度的衔接与沟通,充分发挥出私募发行与公募发行不同的作用并达到优势互补的效果,对于疏通“IPO 堰塞湖”、促进企业转向私募市场融资而分担公开发行市场压力具有重要作用。

另外,补办公开发行制度也是我国构建存量发行制度所不可或缺的配套制度之一。存量发行在英文中又被称为二次发行,是指上市公司原股东在公开发行情形中,出售自己所持股票的行为,<sup>[38]</sup>其作为一种旨在确保并提高其证券市场的竞争力的发行方式,是 20 世纪 80 年代以来美国、英国、我国香港、台湾地区等境内外成熟市场国家和地区较为成功的创新之处。<sup>[39]</sup>在我国台湾地区,存量发行被称作公开招募(secondary distribution),其在“发行人募集与发行有价证券处理准则”第五章专门对公开招募(存量发行)做了具体的规范。“发行人募集与发行有价证券处理准则”第 61 条从法律角度认可了有价证券持有人的公开招募(存量发行)行为:“有价证券持有人依本法第二十二条第三

[37] 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 214 页。

[38] 蒋学跃:“创业板 IPO 存量发行法律制度研究”,载《政治与法律》2010 年第 2 期。

[39] 邱永红:“我国创业板市场发行制度改革前瞻性研究——以境外成熟市场为借鉴”,载北大法律信息网,[http://article.chinalawinfo.com/Article\\_Detail.asp?ArticleID=54338&Type=mod](http://article.chinalawinfo.com/Article_Detail.asp?ArticleID=54338&Type=mod),2013 年 5 月 29 日访问。

项<sup>[40]</sup>规定对非特定人公开招募者,应检具有价证券公开招募申报书(附表二十三),载明其应记载事项,连同应检附文件,向本会申报生效后,始得为之。未依本法规定办理公开发行之有价证券,其持有人拟申报对非特定人公开招募时,应先洽由发行人向本会申报补办公开发行审核程序,在未经申报生效前,不得为之。有价证券持有人依第一项规定提出申报,于本会及本会指定之机构收到有价证券公开招募申报书即日起届满七个营业日生效,并准用第十二条第二项、第十五条及第十六条规定。第一项及第二项规定于依法律规定所为之拍卖或变卖程序,不适用之。”由本条的规定不难看出,补办公开发行在台湾地区公开招募(存量发行)制度中的作用,其作为公开招募(存量发行)的重要一环,有效的将私募发行与公募发行衔接了起来。而由于我国资本市场在功能定位和发行体制上存在的若干问题,尤其是私募发行制度建设的滞后,导致了存量发行制度在我国现阶段的缺失。故我国要构建有中国特色的存量发行制度,一方面是要进一步完善资本市场的功能定位;另一方面则是要逐步消除现行发行体制存在的问题,从而形成私募发行与公募发行各司其责、共同服务于我国资本市场的局面,在此前提下,引入我国台湾地区的补办公开发行制度对于构建我国大陆的存量发行制度会发挥重要的作用。

### (三)我国补办公开发行制度的构建

个人富裕群体<sup>[41]</sup>以及机构投资者<sup>[42]</sup>的大规模出现,加之高新技

---

[40] 我国台湾地区“证券交易法”第22条第3项规定:出售所持有第六条第一项规定之有价证券或其价款缴纳凭证、表明其权利之证书或新股认购权利证书、新股权利证书,而公开招募者,准用第1项规定。

[41] 2012年第三季度末,我国居民银行储蓄余额已突破40万亿元,而这其中的80%集中在20%的用户手中。一方面是大量的富人个人缺乏投资渠道;而另一方面则是越来越多的投资者符合《证券公司债券管理暂行办法》的合格投资者标准,这带来的后果则是越来越多的不具备投资经验的个人投资者参与到私募有价证券投资中。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39~41页、96页。

[42] 2012年12月28日《证券投资基金法》的修改将进一步促进私募基金的发展,而且保险资金、社保基金等不断投入私募发行市场,业界支持养老基金进入私募发行市场的呼声也很高。

术企业对私募发行的需求尤其是对私募股权基金的需求不断增强,<sup>[43]</sup>将进一步刺激我国私募发行制度的不断发展完善。而在未来私募发行制度发展成熟的前提下,如何与公募发行制度有机衔接就为补办公开发行制度的引进提供了土壤。结合我国证券市场的实际情况,笔者认为我国补办公开发行制度的构建可以从以下两个层面进行努力:

1. 从宏观层面来看,通过完善法律体系,促进私募发行审核程序的简化直至私募发行豁免制的引入,是必由之路。综观世界各国,各国普遍采取豁免的方式,“如美国证券私募发行制度的核心和本源是(注册)豁免,其整个规范体系都建构于联邦证券法所确立的发行注册制之上”,<sup>[44]</sup>免除了私募发行事先申报注册的要求,而仅赋予其事后申报备案的义务,我国台湾地区亦通过立法明确赋予了私募的“豁免”地位。反观我国证券发行的现行体制,上市公司发行证券,无论公募发行还是私募发行,都必须报证监会批准,这虽然适应了我国证券市场发展不成熟、公司质量普遍不高、投资者识别能力和风险意识较差的现实,但也导致了诸如审核效率低下、权力滥用、对不同所有制企业事实上差别对待、背离市场要求等弊端。故从宏观层面来看,随着市场的完善、投资者的成熟,给予合理规范的私募活动以注册豁免待遇可行性日益增大并将反过来推动私募发行制度的发展。只有作为一个成熟证券市场一部分的私募发行制度得到良性发展,且与公开发行制度并立而发挥出各自的制度优势,从而满足不同证券市场参与主体的需要,为补办公开发行制度发挥其衔接功能提供适用空间。

2. 从微观层面来看,在目前我国资本市场发展水平相对较低、私募发行发展时间较短的现实情况下,短期内实现私募发行豁免制的条件还不成熟,故可以从现实问题着手,逐步为补办公开发行制度的引进奠定基础:

第一,加强法律法规的修订和完善,明确私募发行的法律地位。美国作为私募发行制度的发源地,其进路基本上属于大证券法加豁免,即

---

[43] 高新技术企业在启动阶段时,无法通过自身资信吸引银行贷款或通过公募市场发行证券募集资金,而私募股权投资基金的出现将在很大程度上满足这些企业的资金需求。

[44] 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257页。

以充分信息披露为核心理念,其联邦证券法首先针对发行、交易所涉及的所有主体、行为提出了统括的注册及监管要求,其后出于不同的考虑,如为投资者提供适当程度的保护、合理配置执法资源等,设计出多种豁免渠道,明确了私募发行制度的法律地位,我国台湾地区在此问题上也师从美国。而与此不同,我国修订前的《证券法》、《证券投资基金法》采取的是小证券法路径,即以公开发行、上市交易为中心,私募领域几乎未做考虑。<sup>[45]</sup> 2005年修订通过的《公司法》及《证券法》在我国证券立法中开创性地引入了“证券非公开发行”的概念和相关制度,这是我国证券立法上的一大突破,对于证券市场的发展产生了深远的影响,<sup>[46]</sup>其试图在已有基础层面上实现了私募与原有法律的对接、确立我国非公开发行制度的框架,但上述法律法规对于私募发行的规定仍过于原则和粗略,需要通过法律体系的逐步完善,进一步明确其法律地位及其与公募发行并立的关系,正视私募发行制度在资本市场中所发挥出来的巨大作用,而也只有在的前提下,补办公开发行制度才有其存在的价值。

第二,加强配套制度建设,这主要体现在私募有偿证券转售限制及信息披露等方面:(1)首先是要加强对私募有偿证券的标识和转售限制。由于没有经过公开发程序,私募有偿证券在域外一般都作为“受限制证券”,并被要求加以特殊标识以区别于公募证券,从而提醒投资者注意,并防止特定对象在购买私募有偿证券后短期内向他人转让而规避公募发行的严格监管。因此美国、台湾地区等国家和地区通常都会对转售进行必要限制:开始时只允许在同类特定对象中进行;一定期间(6个月、1年或3年)后、满足某些条件才能向其他人出售;对出售方式和数量还可能有额外要求。<sup>[47]</sup>这种对私募有偿证券的标识和转售限制,一方面使得监管机关得以对私募有偿证券持有者进行切实有效的管理,故其是完善私募发行体系所必不可少的配套制度;而另一方面,如前所述,私募有偿证券的转售限制也正是补办公开发行制度

[45] 郭雳:“我国证券私募的立法完善和行为规制”,载《政府法制》2010年第16期。

[46] 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3页。

[47] 郭雳:“我国证券私募的立法完善和行为规制”,载《政府法制》2010年第16期。

引入的现实动因,二者有机结合,既加强了对私募有价证券的监管,又为转售限制期满后私募投资资本的退出提供了便利的渠道。(2)其次是加强信息披露。私募发行相较于公开发行业,其最重要的特征之一即为发行人简化信息披露义务,发行人无须在发行之时制作详细的招募文件,在发行之后也无须承担复杂的信息披露义务。信息披露义务的简化虽然提高了私募发行的效率,但这种简化的信息披露义务主要是针对具有较高信息收集能力、谈判能力和自我保护能力的机构投资者而言的,而一旦私募有价证券通过补办公开发行进入公开发行市场,大量不具有风险识别能力和风险承受能力的中小投资者由于缺乏信息获取渠道和信息分析处理能力,极易因信息披露不充分而受到侵害。由于私募发行相较于公募发行在信息披露方面存在着巨大的差异,加之我国资本市场发展过程中诚信的缺失以及违法成本过低,故在引入补办公开发行制度的过程中,需要进一步加强信息披露制度的建设与规范。

第三,明确监管思路,合理确定监管机构和构建监管体系,是比较切实可行的做法。证监会作为我国目前主要的证券发行监管机构,在证券发行市场实践中发挥了巨大作用,但相较于我国台湾地区的监管体制而言,我国大陆目前的监管体制还存在一定的漏洞。这主要体现在从诸如《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《创业投资企业管理暂行办法》等文件的发布机关来看,我国大陆的私募规范体系非常庞杂,这也再次印证了前述我国以公开发行、上市交易为中心的小证券法路径,证券定义范围窄,证监会还要与发改委、商务部、中国人民银行、银监会等其他部门分享监管权,不利于监管职能的统一,削弱了对证券发行市场的监管效果,并且由于政出多门、政令不一,容易因为各类规范体系存在的差异导致市场的混乱。反观国外的监管体系,美国的证券发行市场主要由美国证券交易委员会(简称 SEC)监管,我国台湾地区则主要通过“金管会”进行管理,故我国可以借鉴发达国家和地区的经验,合理确定监管机构,进一步完善监管体制。而就补办公开发行度而言,可以效仿我国台湾地区,确立证监会的主管机关地位,辅以证券交易所和证券业协会的自律管理,明确补办公开发行的申请标准、具体程序以及发行审核要求,同时鉴于我国证券市场发展不成熟的现

实情况,有必要考虑短期内将台湾地区补办公开发行的申报制改为证监会享有进行实质审查的较强监管权力的核准制,采纳相较于台湾地区立法例而言更为严格的监管标准,以达到与目前我国私募发行所实行的核准制的统一,从而构建有中国特色的补办公开发行制度,利于其更快更好地服务于我国证券市场的现实需要。

#### 四、结语

补办公开发行作为在我国台湾地区业已推行被为实践所肯定的一种较为成熟的制度,其在证券发行市场中所起到的衔接私募发行与公募发行的作用有目共睹。考虑到我国目前私募发行不断发展壮大的事实,补办公开发行制度对于如何处理好私募发行与公募发行的关系尤其是消除我国私募发行后续流通中出现的一些乱象具有显著的现实意义,其有理由为我国发展和规范私募发行制度时所重视和遵循。

当然,补办公开发行制度的引进不能脱离我国的资本市场、法制建设和社会环境。我国私募发行制度发展时间较短、法制建设的不健全以及社会诚信观念的缺失,对于引进以申报制为核心的补办公开发行制度而言,需要慎之又慎。总而言之,补办公开发行制度在我国的构建,有赖于我国私募发行制度乃至整个证券市场的逐步发展成熟。