

## 论私募债的发行人与发行对象 制度的完善\*

李有星\*\*

**摘要:**在仅有上位法律原则性规定的制度背景下,上海、深圳证券交易所创新性推出中小企业私募债并运行良好,充分证明我国资本市场创新的重要性。企业私募债发行和转让中存在许多法律问题,如在债券多头管理的情况下企业债的非公开发行管理权权源、交易所采用备案许可企业发行的依据、合格投资者的标准、在网络专区发布信息是公开还是属于非公开信息披露以及私募债的发行人与发行对象制度均存在可以探讨之。通过界定私募债发行人范围、明确企业私募债发行和审核制度、明确发行对象的特定人(合格投资者)标准,完善发行人制度等,促进企业私募债的健康发展。

**关键词:**企业债 私募 发行权 备案 发行人 发行对象

---

\* 本文为温州市政府金融办公开招标的《温州市民间融资管理研究》编制项目(招标编号:CTZB - F120822CWZ - 1)研究部分成果。

\*\* 浙江大学光华法学院教授、博士生导师;浙江省金融法学研究会会长。

上海、深圳证券交易所创新性开展中小企业私募债的管理运行,取得了明显的良好效果。根据 ChinaVenture 投中集团统计显示,截至9月20日,共有40只中小企业私募债完成发行,平均期限2.25年,平均票面利率9.08%,发行总额37.83亿元。<sup>①</sup> 中小企业私募债是我国中小微企业在境内市场以非公开方式发行的,约定在一定期限还本付息的企业债券。中小企业私募债发行为企业融资渠道扩张提供了途径探讨,意义巨大。上海证券交易所《中小企业私募债券业务试点办法》以及《中小企业私募债券业务指引(试行)》等规则,确定了中小企业私募债的发行人与发行对象制度。如规定发行人是非上市中小微企业,发行方式为面向特定对象的私募发行。理论上凡是中小微企业均有发行的可能。从发行对象看,主要有三类主体:第一,符合条件的合格机构投资者。如经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等,注册资本不低于人民币1000万元的企业法人等。第二,合格个人投资者如个人名下的各类证券账户、资金账户、资产管理账户的资产总额不低于人民币500万元、具有两年以上的证券投资经验、理解并接受私募债券风险。第三,发行人的董事、监事、高级管理人员及持股比例超过5%的股东。同时,发行对象限定在每期私募债券的投资者合计不得超过200人。有关是否属于合格投资者的举证责任由承销的证券公司承担。证券公司应当建立完备的投资者适当性制度,确认参与私募债券认购和转让的投资者为具备风险识别与承担能力的合格投资者。证券公司应当要求合格投资者在首次认购或受让私募债券前,签署风险认知书,承诺具备合格投资者资格,知悉私募债券风险,将依据发行人信息披露文件进行独立的投资判断,并自行承担投资风险。反言之,如证券公司操作不当,让不合格投资者投资而遭受损失,完全可能承担赔偿责任。本文围绕私募发行人和发行对象制度提出一些探讨。

---

<sup>①</sup> 胡中彬:“40只中小企业私募债发行完成”,载经济观察网,<http://www.eeo.com.cn/>,2012年09月20日访问。

## 一、私募债的发行人范围及发行权获取

私募债发行人,是指为筹措资金而发行债券的政府及其机构、金融机构、公司和企业,私募债就是发行人的非公开发行之债。私募债发行人范围决定私募债发展空间,私募发行人范围应当明确范围,便于适度管理。

### (一) 美国的私募债发行人立法

美国 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》都定义了发行人。《证券法》第 2 节(a)条中规定,“人”(person)系指个人、股份有限公司、合伙组织、协会、股份两合公司、信托公司、不按股份公司注册的组织机构、或政府或政府的政治机构。“信托公司”一词在只包括那种受益人的利益是以一纸证券为凭据的信托公司。“发行人”(issuer)一词是指每一个发行或打算发行任何证券的人;但就有关存款单,股权信托证,以证券为抵押的信用证书、或有关没有董事(或行使类似职能的人)会的不按股份公司注册组织的投资信托公司的权益或股权证书,或固定的、严格管理的、或单一形式的证书而论,“发行人”一词意指那些遵循信托公司的规定和其他这种证券据以发行的协议或工具,从事存款人或管理人的业务活动,并履行其职责的人;但就那种通过条款形式规定任何或其所有成员的有限责任的,不按股份公司注册组织的协会,或那种信托公司、委员会或其他法人机构来说,受托人或其成员不应各自负有作为由协会、信托公司、委员会或其他法人机构发行的任何证券的发行人的责任;关于那种设备信托证或同类证券,“发行人”一词意指该设备或财产由或将由其使用的人;至于有关石油、煤气或其他矿产的小额利息滚存权,“发行人”一词意指那些为公开销售证券这一目的创造小额利息的任何这种权力的所有人或任何这种权力(无论是全部或是部分)的权益的所有人。1934 年《证券交易法》第 3 条(a)款中对“发行人”给出了大致相同的定义。把由于美国《证券法》规定的证券十分宽泛,而且可以逐步拓展,所以,对发行人自然规定也就比较的宽泛。包括公共权力机构、地方政府、银行、信托基金、非营利组织、储贷协会、住房信贷

协会、合作银行、宅基协会或类似的非银行金融机构等。可见,美国因证券定义的宽泛以及对“人”概念定义,发行人的范围基本没有限制。

## (二)中国台湾地区私募债发行人立法

20世纪90年代中期之前,台湾地区证券法律都未对非公开发行以明确规范,当然也就没有规定证券非公开发行的发行人资格问题。2001年10、11月间,台湾地区“立法院”通过并颁布了“公司法”修正案,增订“公司法”第248条第2、3项有关公司债私募的规定。同期,台湾地区“行政院”向“立法院”提交“证券交易法部分条文修正草案”,将私募制度有机地增订于“证券交易法”的相关条文之中。该“修正草案”经“立法院”审查,已于2002年1月16日通过,并于同年2月公布实施。

根据“公司法”中增加的有关非公开发行规定,仅限于公司债的非公开发行:公司债之非公开发行,应于发行15日内检附发行相关资料,向证券管理机关报备;非公开发行人数不得超过35人,但金融机构应募者,不在此限。除此之外,没有关于发行方式、购买者资格以及对转售限制的进一步规定。<sup>②</sup>

根据新增“证券交易法”第43条之六第1项的规定,只有公开发行公司可以依其规定进行有价证券非公开发行;当然,非公开发行公司也可以依据“公司法”第248条第2项规定从事公司债的非公开发行。公开发行公司可以进行非公开发行的有价证券包括公司股票(普通股、特别股、附认股权特别股)、公司债券(普通公司债、转换公司债、附认股权公司债)及员工认股权凭证。“证券交易法”还规定了有关非公开发行有价证券的决议程序。根据“证券交易法”第43条之六第1项、第3项及第6项:公开发行公司非公开发行有价证券,除普通公司债之非公开发行外(可由董事会决议后办理,无须经由股东会决议),须有代表已发行股份总数过半数股东之出席,出席股东表决权三分之二以上之同意,才可对特定对象进行有价证券非公开发行。

综上所述,台湾地区证券非公开发行人资格为两类:一是公开发行

---

<sup>②</sup> 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2008年版,第217页。

公司。公开发行人可以进行非公开发行的有价证券包括公司股票(普通股、特别股、附认股权特别股)、公司债券(普通公司债、转换公司债、附认股权公司债)及员工认股权凭证。二是全体公司,但排除其他主体发行公司债。因为其“公司法”规定了(公司债)非公开之发行公司不以上市、上柜、公开发行人公司有限。

### (三)我国私募债发行人的范围确定

我国2005年《公司法》有关公司债的调整基本让位于2005年《证券法》,而2005年《证券法》对于公司债券发行的调整着眼于公开发行人公司债券,对于非公开发行债券,尤其对有限公司和非上市公司的非公开发行公司债券是制度空白。同时,基于对证券非公开发行注重200人以下的规则,有限公司和非上市公司非公开发行债券的情况处于无法可依,没有制度调节的现状。<sup>③</sup>

基于我国证券非公开发行的制度尚不足,采用人数标准,但没有充分注意投资者资格的限制和识别措施,信息处理方面制度也严重不足,在考虑证券非公开发行主体资格时,要从严格把握较为稳妥,逐步拓展增加。目前,根据有效的法律制度的规定,我国可以实施证券非公开发行的发行人主要设定为:股份有限公司、有限责任公司、银行、证券、保险、信托公司等金融机构。对于个体工商户、合伙企业、个人独资企业、非法人合作企业、股份合作制企业等非规范企业,暂时不予以证券非公开发行资格的认可。

中小企业私募债发行权的获取是中小企业普遍关心的,《中小企业私募债券业务试点办法》确定符合条件的中小企业通过在上海交易所或深圳证券交易所备案即可发行债券进行融资,其实不论是《公司法》、还是《证券法》均未就此作出具体规定。但是不论怎么说,这种立足实体经济发展需求、为企业扩大融资权利并且适度管理的方法是可取的。今后,完全可以扩大企业债私募发行人范围,而且可以考虑将中小微企业私募债、私募股份、股权的备案登记权力由一定级别的地方政府设立的地方金融管理部门行使,而交易所负责审核申请挂牌转让的资

---

<sup>③</sup> 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2008年版,第218页。

格。事实上,比照《证券法》第48条“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”的规定,交易所对企业私募债提供特定范围的转让服务,也当然可以设置准入条件,并据此进行一定程度的把关与核查。当然,目前基于转让而进行备案的制度安排,容易被理解为交易所在事实上行使企业私募债的发行审核权,就此,可以探讨法律层面如何提供更完善的制度安排。

## 二、企业私募债发行对象的特定人标准及范围

2005年《证券法》第10条有关公开发行的界定中,提出了“特定人”和“不特定人”的术语,并且是十分重要的界定公开发行与非公开发行标准。因为公开发行是指向不特定对象发行证券或向累计超过200人的特定人发行证券的行为。很显然,如果特定人不清,就无法判断或难以准确判断公开发行与非公开发行的界限。

特定人又称特定对象,与社会公众相对应,是指因某种联系或某种原因而与发行人有特别关系或对发行人特别了解的人。如果是证券非公开发行中的特定人还要附加一个要素就是具有投资自我保护能力的人。即为因某种联系或某种原因而对发行人有特别关系或对发行人特别了解的并具有投资自我保护能力的人。特定人一般是对公司有投资的人,是公司的供产销的客户单位、是公司的合作者、债权债务关系人、员工、管理者等。确立发行人与被发行人之间的特定关系可以表现为各种形式,但合同是表现特定方式进行的基础方式。从一定意义上讲,双方建立合同关系就意味着特定关系的产生和构建。这是由合同的特性所决定的,合同中可以提供特别的声明信息、可以充分地表达特定当事人的意思、准确表达当事人的意愿以及准确了解合同当事人对购买的理解与实力。当然也要注意表面公平下的实际不公平现象。

### (一) 证券非公开发行融资特定人的立法例

#### 1. 美国证券非公开发行特定对象立法

在美国的D条例规则506规范下,仅有两种投资人有资格成为非公开发行特定对象主体:一是获许投资者;二是购买人本身或其代表人

具有商务或财务专业投资背景的非获许投资人。非获许投资购买者不得超过 35 人或者发行人合理地相信其购买者不超过 35 人。美国法律在确立证券非公开发行对象的制度设计上隐含的思想是,只要是获许投资者,就能够真正取得证券发行所需要的重要信息,或者其经济实力就可以使其有途径获得该等重要信息,并据此进行理性的投资决策。也就是说,SEC 假定财富就意味着进行风险收益判断的能力,意味着有财富就能够去获得投资所需的重要信息,并且财富的标准是可以量化的。这使得在非公开发行的投资者的认定标准上形成了一套具有操作性的标准,为执法者提供了统一的、严格界定的、量化的标准,保证发行人、投资者可以放心利用非公开发行进行融投资。

## 2. 中国台湾地区非公开发行特定对象立法

根据“证券交易法”第 43 条之六第 1 项,只有公开发行公司可以依其规定进行有价证券非公开发行,尤其是股票非公开发行。而“证券交易法”所规定的非公开发行对象限于该法第 43 条之六第 1 项所列举的三类“特定人”:一是银行业、票券业、信托业、保险业、证券业或其他经主管机关核准之法人或组织;二是符合主管机关所定条件之自然人、法人或基金;三是该公司或其关系企业之董事、监察人及经理人。同时第 43 条之六第 2 项规定,后两类应募人的人数,不得超过 35 人。这 35 人不是指劝诱对象(受要约人)人数,而是实际证券购买人人数,对劝诱的受要约对象人数没有作出限制。

上述所涉及的“符合主管机关所定条件之自然人、法人或基金”是指:(1)对该公司财务业务有充分了解的国内外自然人;且于应募或受让时符合下列情形之一者:本人净资产超过新台币 1000 万元或本人与配偶净资产合计超过新台币 1500 万元;最近 2 个年度,本人年度平均所得超过新台币 150 万元,或本人与配偶之年度平均所得合计超过新台币 200 万元。(2)最近期经注册会计师查核签证的财务报表总资产超过新台币 5000 万元之法人或基金,或以信托业法签订信托契约之信托财产超过新台币 5000 万元者。就基金而言,主要包括政府四大基金,即公务员退休抚恤基金、劳工退休基金、劳工保险基金、邮政储蓄基金全部满足上述条件。其他基金视其资产规模是否符合上述要求而定。同样,上述规定的所谓“该公司或其关系之董事、监察人及经理

人”是指非公开发行公司或其关系企业的董事、监察人及经理人。关系企业包括有控制与从属关系之公司及互相投资之公司。<sup>④</sup> 中国台湾“证期会”要求,私募投资对象资格问题应由该非公开发行证券公司尽合理调查的责任,并从应募人处取得相关的证据,应募人应该予以配合。<sup>⑤</sup>

台湾地区规定的三类“特定人”中,第一类指的是金融机构,由于其具备足够的投资经验和投资知识,拥有足够的专业分析和判断能力,再加上资本雄厚、信息占有充分,因此,这一类人被排除在证券监管注册程序保护之外,并且不计算在非公开发行对象的人数之内,即不受35人之限制。第二类“符合主管机关所定条件之自然人、法人或基金”被认为是三类人中较为弱小的,从信息提供的要求可以看出,这一类人被赋予了有合理要求提供信息的权利,而这一权利并未赋予第一类与第三类人。并且,第二类人与第三类人都被计算在35人以内。这与美国的做法有所不同,按照美国的D条例,这三类人应该都属于“获许投资者”的范围,都不受35人上限的限制。

## (二)我国证券非公开发行特定对象范围

制度的意义在于增加人们对行为的预期的确定性,一个有效的制度应该具有一般性、确定性和开放性的特征。一般性就是要求所制定的制度不应在无确切理由的情况下对个人和情境实施差别待遇。确定性包含两层含义:一是制度必须是可认识的,即显明的;二是它必须就未来的环境提供可靠的指南。开放性是指允许行为者通过创新行动对新环境做出反应。<sup>⑥</sup> 我国非公开发行的人数的确定应在对投资者进行分类的基础上进行。在确定非公开发行对象资格的基础上进行确定,这样可以加大发行人发行成功的可能性,也有利于保护投资者的利益。

非公开发行制度的背后所蕴涵的理念是该次发行不涉及社会公众的利益,该次发行的投资者具有自我保护能力,不需要注册制度所提供

<sup>④</sup> 台湾地区“公司法”第369条。

<sup>⑤</sup> 张旭鹏:“中国证券私募发行法律制度研究”,中国政法大学2005年博士学位论文,第78页。

<sup>⑥</sup> [德]柯武钢、史漫飞:《制度经济学:社会秩序与公共政策》,韩朝华译,商务印书馆2000年版,第148页。



的保护。<sup>⑦</sup> 考虑证券非公开发行特定对象要在满足发行人筹资便利的同时,也满足保护了投资者的利益目标的实现。可以将非公开发行对象的“特定人”分为两大类:一是为机构投资者;二是为非机构投资者的法人和自然人。机构投资者可以不计人数,都视为特定非公开发行对象,对非机构投资者非公开发行不得超过 200 人。具体有:

1. 机构投资者。目前,我国有关机构投资者的规定有:一是根据证监会 2002 年颁布的《合格境外投资者境内证券投资暂行管理办法》第 2 条的规定,合格境外机构投资者(以下简称合格投资者, QFII),是指符合本办法规定的条件,经中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)批准投资于中国证券市场,并取得国家外汇管理局(以下简称国家外汇局)额度批准的中国境外基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构。合格投资者包括基金管理机构、保险公司、证券公司和商业银行。二是 2004 年保监会发布《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》规定保险集团公司、保险控股公司为从事股票、可转换公司等股票市场产品交易的行为合格主体。三是证监会 2004 年 12 月 10 日发布的《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》规定询价对象,是指符合证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者和合格境外机构投资者(QFII)以及其他经证监会认可的机构投资者。四是交易所规定的合格投资者。《中小企业私募债券业务试点办法》第 18 条的规定的参与私募债券认购和转让的合格机构投资者,应当符合下列条件:(1)经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等;(2)上述金融机构面向投资者发行的理财产品,包括但不限于银行理财产品、信托产品、投连险产品、基金产品、证券公司资产管理产品等;(3)注册资本不低于人民币 1000 万元的企业法人;(4)合伙人认缴出资总额不低于人民币 5000 万元,实缴出资总额不低于人民币 1000 万元的合伙企业;(5)经本所认可的其他合格投资者。

---

<sup>⑦</sup> 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 2008 年版,第 220 页。

· 综上所述,我国机构投资者包括证券公司、保险公司、商业银行、证券投资基金管理公司、企业年金、社保基金、财务公司、信托投资公司、境外合格机构投资者以及经中国证监会认定的其他机构投资者。这一类机构投资者作为非公开发行对象其数量是不受限制的。机构投资者资产规模大,具有风险控制能力和判断能力,具有自我保护能力,拥有进行研究、分析、判断各种信息的能力,因此,可以不要求发行人对其主动提供信息。假如机构投资者认为有必要为进行投资决策获取信息,它应该具有主动要求发行人提供所需信息,或通过其他渠道获得信息的能力。

2. 与发行人有密切关系、且打算长期持有证券的法人和具有一定资产数量的自然人。非机构投资者的法人是指在中华人民共和国境内登记注册的除证券经营机构以外的有权购买人民币普通股的法人。法人分为两类:一类是与发行公司无紧密联系的法人,称为一般法人;另一类是与发行公司业务联系紧密且欲长期持有发行公司股票的法人的法人,称为战略投资者。我国非公开发行对象中的非机构投资者的法人应是发行人的战略投资者,也就是说,只有与发行人存在业务联系密切的并且打算长期投资于发行人公司证券的法人才能有资格作为非公开发行证券的投资者。

自然人作为证券非公开发行对象,是较难以确定的。可以考虑引入购买代表人制度和购买人投资能力和经济实力相结合制度。首先,应建立发行人“合理地相信”制度。例如,某自然人提供公证机关所出具的年收入证明书,此时,发行人应该相信该自然人符合发行对象的资格。其次,由自然人提供拥有资产的证明,并由发行人进行合理地调查,以确保非公开发行的成功与安全。最后,结合高收入纳税申报制度的实施,列入高收入的主体可以作为合格投资者的主要考虑。作为非公开发行对象的自然人应该是对非公开发行发行公司财务业务有充分了解的人,并且其年净收入达到12万元人民币以上<sup>⑧</sup>或者与其配偶的

---

<sup>⑧</sup> 主要是依据中国高收入年收入为12万元,而且因为纳税申报,具有比较客观的官方证据可查。这样可能促进人们积极申报收入。因为,只有申报为高收入,才有资格投资,具有正向制度激励作用。《信托公司集合资金信托计划管理办法》中所称合格投资者者确定为能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人,并且个人收入在最近三年内每年收入超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过30万元人民币,且能提供相关收入证明的自然人。

共同年净收入达到 20 万元人民币或者最近 3 年度平均净所得超过 30 万元或与配偶的年度平均净所得超过 20 万元人民币,并且本年度的净收入有一个达到一定水平的合理的预期。

3. 非公开发行公司或其关联企业的董事、监事、经理。这一类人也在非公开发行人数的 200 人限额之内。关联企业,是指与企业有以下关系之一的公司、企业和其他经济组织:在资金、经营、购销等方面,存在直接或间接的拥有和控制关系;直接或间接地同为第三者所拥有或控制;其他在利益上相关联的关系。可见,关联企业包括有控制或从属关系的公司以及互相投资的公司。由于公司的董事、经理及监事是公司事务的决策者、执行者与监督者,公司的经营状况以及财务状况他们最了解,自己可以直接获取投资决策所需信息,具有自我判断与保护的能力。

4. 证券非公开发行公司员工。这是指公司在册员工,具体范围由公司股东会或董事会确定。

综上,考虑证券非公开发行对象,主要是把握最终实际购买的受要约人具有金融商业相关知识和经验,从而有能力对投资机会的收益与风险做出判断,投资者的利益才能够得到保护。对于个别投资者不符合条件的情况下,证券发行人是否享有发行豁免权,取决于发行人的举证责任。如证明自己是合理地相信,或已尽力采取措施补救,原则可以享有豁免权,否则视为向不特定人发行而被追究擅自公开发行证券的责任。

### 三、私募债发行对象的人数制度完善

#### (一) 私募债发行对象人数急需解决的问题

在证券的非公开发行融资制度设计中,发行对象的人数始终是一个敏感要素,从契约理论来看,一对一的签约,其不履约所引发的负外部性相对有限,便于风险的防范;一定数量范围的特定人参与融资活动,就是一对多的契约,在契约群内,证券非公开融资的发行人履约情况会极大的影响参与的各缔约方,而各缔约方的相互作用,就会产生极大的负外部性。因此,为克服证券非公开发行融资可能引发的复杂的负外部性问题,首先是合理的控制参与者的人数。通常,合理的人数是

判断证券公开发行或是非公开发行的标准之一。

在《公司法》和《证券法》修订过程中,有关部门从我国企业改制的实践和需求出发,提出了200人的标准并最终被采纳。于是就出现了立法上的200人现象。《公司法》规定发起人在2人以上200人以下,《证券法》确立了判断公开发行的标准是向累计特定对象发行超过200人。“200人”的规定没有立法根据但却颇具中国特色,与其之前准非公开发行规则中的要求相呼应<sup>⑨</sup>。但这200人的规定引起了一系列新的需要解决的法律问题。

我国目前采用的判断非公开发行是典型的“人数”标准,这同美国所实施的证券非公开发行早期的思路可以说是一致的。当然,“人数”标准在美国实施了20多年后,遭到了否定。由于简单的“人数”标准,我国目前证券非公开发行面临着十分矛盾的局面:一方面,证券公开发行的要核准,非公开发行证券没有要求核准;另一方面上市公司非公开发行要求经过核准,这进一步意味着非上市公司的证券非公开发行不需要核准。因此,就当前的法律规定而言,中小微企业(非上市)的非公开发行债券(即私募债)并不需要相关机构的行政核准,特别是小额债券私募的豁免。但非上市公司(以股份公司为例)的证券(含债券)非公开发行如果完全放任,就会造成混乱,因此,适度的机关予以适度的监管就显得必要。

我国目前的公开、非公开、私募、200人、核准、备案等概念集中归结为法律制度的混乱,以债券、私募、200人为例存在的制度不足是明显的:(1)没有界定何为非公开、私募、特定人的概念,导致有关机构和部门滥用概念,以创新为名自设规则,监管机构无法判断。(2)未规定非公开发行的相关制度,所有非上市公司证券非公开发行事实上处于“审核豁免”状态。(3)以股东200人和交易方式为规制重点,严格限制非公开发行证券的转售。<sup>⑩</sup>(4)未建立非公开发行对应的信息披露制度,导致公开的信息披露和非公开的信息披露界限不明。例如,在公

<sup>⑨</sup> 例如2002年中国人民银行《信托投资公司资金信托管理暂行办法》中要求,信托投资公司接受的资金信托合同不得超过200份。

<sup>⑩</sup> 卢文道、武俊桥、陈亦聪等:“成熟市场视野下的证券法修改完善论纲”,载《证券法苑》2012年第6卷,第124页。

开的网络媒体上开展的信息发布自认为是非公开信息披露,网络专区的信息发布到底是公开发布还是非公开发布难以认定,缺乏标准。(5)法律上非规定合格投资者,合格投资者成了制度设计者随意设定的范围。如“经本所认可的其他合格投资者”的用词,足以可见合格投资者认定范围的随意性。(6)股份公司突破200人问题没有细化处理。我国将“向累计超过200人的特定对象发行证券”也定义为公开发行。<sup>①</sup>根据《证券法》要求,公开发行需要中国证监会核准。因此,股份有限公司除了“向不特定对象公开发行证券”需要得到中国证监会核准外,“向累计超过200人的特定对象发行证券”也需要报中国证监会核准。同时,股份有限公司还会遇到根本没有向不特定对象公开发行股票却成为了公众公司:①向特定对象发行股票导致股份有限公司股东人数超过200人;②因转让、继承、赠与、司法裁决等导致股份有限公司股东人数超过200人。对于非发行事件引起的股东超出200人如何处理法律尚不明确。但上交所的企业私募债处理中是不确认转让。

综上,采用人数标准引发的问题不少,上述缺陷也是制度完善方向。有观点提出建议修改现行《证券法》第15条,实现非公开发行“入法”:明确非公开发行的概念;保留上市公司非公开发行的制度体系;规定合格投资者概念;排除出200人累计的范围;<sup>②</sup>规定小额发行豁免制度。<sup>③</sup>其实,还有一个最重要的问题是,包括有限公司股权、有限公司私募债、企业债、金融企业次级债等我国《证券法》未作具体规定的融资工具,其发行审核权或备案登记权到底归谁,需要统筹考虑并予以明确。在法律层面,可以进一步明确企业私募债的备案权可由交易所或者是地方金融管理机构来行使。

## (二) 企业债私募发行融资人数制度改进

为了发挥证券非公开发行融资中人数规则的合理作用,又不使人数标准机械化,我们建议在有关人数制度的改进中注意以下方面:

---

<sup>①</sup> 以美国为例,“向特定对象发行证券”大多数情况下属于非公开发行的范畴,而且不论人数多少。因此,我国对公开发行的界定比美国要宽得多。

<sup>②</sup> 即合格投资者不计算到200人以内,200人是针对不合格投资者而计算的。

<sup>③</sup> 卢文道、武俊桥、陈亦聪等:“成熟市场视野下的证券法修改完善论纲”,载《证券法苑》2012年第6卷,第124页。

第一,明确证券非公开发行对象 200 人,不能简单等同于公司不得超过 200 名股东。许多非上市股份公司以证券非公开发行免于核准以及滥用 200 人数做法,大量发行所谓“证券认购证”、“预约股票购买证”、“原始股”、转售“原始股”等。针对这种现象,国务院于 2006 年 12 月 12 日下发《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》指出:一是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。二是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。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。

公司发起人是创设公司的人,是公司的首批股东,承担着特别的责任,包括承担公司设立失败的赔偿责任,其股份转让受特殊限制。公司股东是对公司投资的人。证券非公开发行对象是购买证券发行人股票或债券等证券的人。我国《公司法》第 79 条规定,设立股份有限公司,应当有 2 人以上 200 人以下为发起人,其中须有半数以上的发起人在中国境内有住所。我国《证券法》第 10 条规定向累计超过 200 人的特定对象发行证券为公开发行证券。对照现行《公司法》和《证券法》的规定,可以看出《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》的上述规定有不妥之处,这里混淆了公司发起人、公司股东和证券发行对象的制度规定和特定内涵。我国《公司法》规定有发起人的限制,但没有公司股东人数的限制,《证券法》规定向特定对象发行证券的限制,没有规定证券发行人本身股东的限制。将证券非公开发行人(股份公司)的股东人数当成判断是公开或非公开发行融资的判断根据,已经与《证券法》规定的证券发行对象人数的限制不属于同一逻辑问题。另外,向特定对象转让股票公司股东累计不得超过 200 人的要求,对于非上市股份公司而言根本没有效率,因为非上市公司的股东股份转让不是公开发行证券,也不是非公开发行证券,无须核准或批准,完全是契约当事人的自由处置行为。因此,对于如此重大规制,需要重新考量和修正的制度安排。其前提是分清:公司股东、发起人、证券发行、购买人和证券转让的逻辑关系。

第二,200 人具体含义需要细化。一般意义上认识,会当然地认为是自然人和法人,但是事情并没有这样简单。美国证券立法时还特

地在定义中对人(person)做了定义。将人定义为系指个人、股份有限公司、合伙组织、协会、股份两合公司、信托公司、不按股份公司注册的组织机构、或政府的政治机构。我国目前的具有法律地位的主体有很多,自然人、法人、非法人组织。例如,50个合伙人组建的合伙主体如何看待,是视为一个人,还是视为50个人是有争议的,又如以5个人家庭出资设立的个人独资企业,如何计算人数等,都需要明确更妥。我们的建议是,根据除自然人单独计算外,法人、非法人组织等应当作为1个人计算。如以5个人家庭出资设立的个人独资企业就是以1人计算。

第三,200人不应包括机构投资者。我国证券非公开发行可以有200人,其实这个数字看起来相当大,让人认为我国非公开发行对象范围较广的结论。其实不然,虽然美国和我国台湾地区规定的非公开发行对象有35人,英国和日本为50人。但这些国家和地区在规定上限时大多进行了一些排除。如美国无论获许投资者实际有多少,都不计入35人的限额之列。总的来说,金融机构类的机构投资者在海外都可被排除计算。如果根据目前2005年《证券法》字面的文字解释,在我国应募购买的银行、基金等都计算在内,如果超过200家,就应作为公开发行,这不能不说是修订中的一项疏失。我们的建议是,在一定的期间内(比如一年)向特定人发行的人数不超过200人的三分之一,同时,金融机构类的机构投资者不计算在内。这样,可以解决三方面问题:一是不违反累计发行对象不超过200人的规定;二是200人数的合理分解,有利契约外部性控制;三是有利于机构投资者计算排除,体现不是简单的“人数”标准,而是投资者素质的考量标准。

第四,200人的计算反规避问题。银行等金融机构当然可以采用集中持有等办法在形式上符合非公开发行的标准,由此引发的更深层忧虑是如何防止更多人,特别是以非特定对象来规避200人的限制。过去实践中利用“职工持股会”等载体“一拖多”、变相实施公开发行,早已屡见不鲜。有关部门开始持支持态度,<sup>⑭</sup>但后来改变了政策取向,

---

<sup>⑭</sup> 如职工持股会开始是为改制的企业规避有限公司股东在50人以下的限制而采用的,可以说是政府有关部门支持以规避法律对“人”术语的规定,现在同样面临这样的问题。

变成了职工持股会不合法也不违法的自然存在状态,使得曾经存在的而且是具有社团法人资格的“职工持股会”无法可以处理。目前,《证券法》200人的限制正如过去有限公司中50人限制的情形一样,为了满足简单的数字游戏,花样翻新的手法将不断出现,信托、代持、投票权、回购等方式都可能被使用。<sup>⑮</sup> 为避免人数限制形同虚设,需要规范证券购买人的诚信制度,建立欺诈责任制度。

第五,累计不超过200人中的累计问题。严格地解读是一次发行也好,几次发行也罢,所有特定对象的人数相加一旦超过200人,该次发行就成为公开发行。而公开发行就必须报国务院证券监督机构核准。显然,如何累计是一个必须明确的概念与技术。按照上述逻辑,累计不超过200人的累计时间,建议控制在3年为妥,这同我国制度设计中常用的3年为一届相对应,易于处理和接受。

---

<sup>⑮</sup> 如中材科技股份有限公司第二大股东南京彤天科技实业有限责任公司(以下简称南京彤天)登记股东49人,实际出资人为2527名自然人。2527名自然人通过信托关系由49名股东代表其行使出资权。