

[专论]

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/邱永红

[专题研究]

公司清算案件法律问题研究

——公司解散与清算/上海市第二中级人民法院课题组

论司法强制清算的困惑与运行/邵天一 李政辉 何亦波

2010年第1辑 (总第16辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所
最高人民法院民事审判第二庭

主办

人民法院出版社

[法官论坛]

公司纠纷案件地域管辖问题探析/刘 洋

[重大事件]

通钢事件：通往悲剧的国企改制/余倩倩 李 静

[公司人物]

荣智健与中信泰富巨亏：公司治理的滥觞？/杨晓东

[域外公司法]

1854年的商法委员会和有限责任制中的政治经济学

/R A Bryer著，卫楚楚 李梦桃译，石鑫 刘济源校

[高峰论坛]

雷曼公司破产事件与跨境破产的监管协调/王 筠 整理

D912.290.4

24

:16

2010年第1辑 (总第16辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所
最高人民法院民事审判第二庭 主办

人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司法评论. 2010 年. 第 1 辑: 总第 16 辑/赵旭东、
宋晓明 主编. - 北京: 人民法院出版社, 2010. 6
ISBN 978 - 7 - 5109 - 0101 - 0

I. 公… II. ①赵…②宋… III. 公司法 - 研究 - 中国
IV. D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 094892 号

公司法评论 2010 年第 1 辑 (总第 16 辑)

赵旭东 宋晓明 主编

责任编辑 林志农 孟 晋 张钧艳
出版发行 人民法院出版社
地 址 北京市东城区东交民巷 27 号 (100745)
电 话 (010) 67550575 (责任编辑)
67550516 (出版部) 67550558 (发行部)
网 址 <http://courtpress.chinacourt.org>
E - mail courtpress@sohu.com
印 刷 保定市恒艺印务公司
经 销 新华书店

开 本 787 × 1092 毫米 1/16
字 数 302 千字
印 张 16.75
版 次 2010 年 6 月第 1 版 2010 年 6 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 5109 - 0101 - 0
定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究

编辑委员会

编委会主任 江 平

编委会成员 (以姓氏笔画为序)

王卫国 王利明 王保树

王家福 邓荣霖 石少侠

江 平 吴志攀 宋晓明

赵旭东 奚晓明

主 编 赵旭东 宋晓明

副 主 编 李建伟

编辑办公室 林志农 吴伟央 许 敏 夏 敏

张莉力 吴永刚 庄 昊 孟 晋

张钧艳 丁文严 朱鹏伟 张承兵

目 录

[专 论]

- 1 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 /邱永红
- 20 制度与借鉴:析美国金融监管改革议案
/吴伟央 张卫东
- 49 公司收购的监管与争议解决模式
/张子学
- 61 论股东大会的职权
/石纪虎
- 75 合伙企业治理研究
/王金根
- 82 公司财产、负债及人员等同时转让的行为就一定是合并分立吗?
——也评“中国进出口银行诉广州万宝电器、万宝冰箱等公司借款纠纷案”
/刘小勇

[专题研究]

- 93 公司清算案件法律问题研究
——公司解散与清算
/上海市第二中级人民法院课题组
- 116 制度创新的困境与出路
——论破产管理人制度之完善
/肖庆浪 罗 芳
- 130 论司法强制清算的困惑与运行
/邵天一 李政辉 何亦波



138	我国有限公司非破产清算中清算组的成立法律问题研究 ——以我国《公司法》第 184 条的相关规定为研究核心 /王艳华
144	公司解散诉讼中财产保全的妥善运用 /彭小娜 袁辉根
[法官论坛]	
152	公司纠纷案件地域管辖问题探析 /刘洋
[重大事件]	
158	通钢事件:通往悲剧的国企改革 /余倩倩 李静
171	期待:政府法律角色的实现 /杨晓东
[公司人物]	
172	荣智健与中信泰富巨亏:公司治理的滥觞? /杨晓东
[域外公司法]	
181	1854 年的商法委员会和有限责任制中的政治经济学 R A Bryer 著,卫楚楚 李梦桃 译, 石 鑫 刘济源 校
202	公司治理:“遵守或解释”模式的经济分析 Annaleen Steeno 著 官欣荣 熊学敏 译

	220	英国公司治理联合守则 2008 年 6 月	/王金根 译
[高峰论坛]	244	雷曼公司破产事件与跨境破产的监管 协调	/王筠 整理
[名家演讲录]	253	台湾地区董监事的义务与责任	/赖源河

[专论]

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

邱永红*

专
论

2009年3月31日,经国务院同意,中国证监会正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》(以下简称《创业板发行上市办法》),并自2009年5月1日起施行。2009年9月21日,10家创业板公司获得中国证监会批准正式刊登招股意向书,开始路演和发行,标志着我国创业板市场建设正式起航。然而,由于创业板在我国还属于新兴事物,在创业板市场建设过程中还存在诸多有待完善的制度性问题。为此,笔者在对境外成熟市场创业板发行制度进行认真研究的基础上,就我国创业板市场发行制度改革做了一些前瞻性的研究,以期为推动我国创业板市场在法制化、规范化的轨道上有序快速地发展有所助益。

一、发行方式改革

20世纪80年代以来,美国、英国和香港等境外成熟市场的国家和地区,为了确保并提高其证券市场的竞争力,对证券发行方式不断推陈出新,存量发行与储架发行便是其中最大的亮点,也是最为成功的创新之处。毋庸置疑,上述发行方式的创新,很值得我国正在建设中的创业板市场的参考和借鉴。

(一) 存量发行制度的引进

1. 境外成熟市场有关存量发行的具体制度

(1) 美国有关存量发行的具体制度

* 作者单位:深圳证券交易所法律部。本文仅代表作者的观点,与作者所在工作单位无关。

1933 年的《美国证券法》确立了证券发行注册制度,要求所有证券除非存在豁免注册的情形,否则都应该经过注册后才能公开出售。目前,美国发行人的证券发行可以分为两种方式:一是由发行人向社会公众公开发行新的证券,称为增量发行,由于公开发行事先经过注册,所以这部分证券可以通过公开市场自由出售;二是老股东公开出售限制性证券,称为存量发行。存量发行应该严格遵循 1933 年《美国证券法》和 SEC 规则 144 (Rule 144, 以下简称“规则 144”)^① 等相关规定。

在美国,发行人 IPO 或者再融资时,可以单独或者综合运用增量发行和存量发行两种发行方式。

例如,据统计,从 2004 年到 2007 年底,以 IPO 方式赴美上市的中国内地中小企业共 57 家,其中纽约上市交易所 23 家,纳斯达克 34 家。在这些企业中,“发售新股+老股东出售”(即增量发行+存量发行)在 IPO 中被普遍采用,其中纳斯达克有 24 家采用,纽约上市交易所 17 家采用。这与我国的中小企业板有重要区别,也反映出了两个不同市场 IPO 制度的重大差异。纳斯达克中采用这一方式的 24 家企业中,老股东出售股份占 IPO 发售股份比例平均为 15.60%,其中 7 家超过 30%,最高为 38.15% (“如家”)。纽约上市交易所中采用这一方式的 17 家企业中,有 3 家老股东出售股份占 IPO 发售股份比例超过了 30%,最高为 46.79% (“迈瑞科技”)。

根据“规则 144”的规定,限制性证券包括以下两类:一是受限证券 (restricted securities),指未经注册而由发行人或其关联人私售的证券,主要指私募发行的证券 (含上市前和上市后私募发行的部分);二是控制证券 (control securities),指发行公司的关联人所持有的证券。关联人是指直接或间接控制发行人或被发行人控制的任何人,以及与发行人一起直接或间接受到共同控制的任何人。在实践中,一般指持股 10% 以上的股东、董事和高级管理人员等。

根据 1933 年《美国证券法》和“规则 144”的规定,要公开出售限制性证券 (即存量发行) 又可以通过两种方式实现:一是请求公司 (发行人) 将该部分证券向 SEC 提请注册,注册后可自由出售给社会公众;二是按照“规则 144”规定的条件进行出售。但是,如果限制性证券的持有人不属于发行人的关联人,那么只要其持有时间达到 2 年,就可以公开出售而无需遵

^① 该规则由 SEC 根据 1933 年《美国证券法》的规定于 1972 年开始颁行,历经多次修订后沿用至今。其最新版本修订于 2007 年 12 月 6 日,并于 2008 年 2 月 15 日开始实施。

守“规则 144”规定的条件。此外，限制性证券的持有人也可以采用私下转让的程序，即向特定投资者转让。由于不属于公开出售，这种交易属于可以豁免注册的交易。但是在买受人受让之后，并不改变这些证券的性质，买受人在公开出售时仍要遵守“规则 144”的规定。^①

具体而言，“规则 144”下限制性证券的转售条件包括：一是信息披露要求。在转售之前必须有充分的关于证券发行人的最新信息。如果发行人是报告公司（reporting company），要求在转售行为发生前 12 个月内，发行人按规定提交了所有报告。^②二是持有期间。如果发行人是报告公司，则从发行人或者其关联人处取得限制性证券后须持有 6 个月以上才能转售；如果发行人为非报告公司，则为 1 年。该期间从购买这些证券并足额付清股款的时候开始计算。但是，如果发行人的关联人通过公开市场购买证券的，不受本项条件的限制。三是出售数量。前述持有期间届满后，每 3 个月可以出售的证券数额不能超过已发行证券的 1% 或 4 周内^③平均周交易量的较大者。两个以上的关联人为转售证券而成为一致行动人的，各自出售的证券应当加总计算。四是交易方式。证券销售应以如下方式进行：经纪商交易、直接与做市商交易、无风险的本人交易。^④执行此类交易的经纪人不能收取高于正常水平的佣金，卖方或经纪人都不能招揽、引诱买方购买这些证券。五是事前申报。拟转售的证券在 3 个月内超过 5000 股或售价总额超过 5 万美元的，转售人在向经纪商下单转售的同时，应当向 SEC 和证券交易所提交 144 号备案表。^⑤

（2）英国有关存量发行的具体制度

在英国，发行人的证券发行主要可以分为两种方式：一是公募制（Pub-

① 规则 144 实际上为豁免事先注册而直接转售证券的行为创设了一个安全港。只要符合其列明的条件，发行人的关联人转售证券或者任何人销售受限证券时，都可以免于事先注册。

② 在美国，报告公司又称为公众公司，是指必须履行公开信息披露义务的公司，包括：按照 1933 年《美国证券法》要求向 SEC 注册生效，向社会公众公开发行股票的公司；根据 1934 年《美国证券交易法》的规定，股东人数超过 500 人且总资产超过 1000 万美元时，应当向 SEC 注册成为报告公司；公司股票在证券交易所或者纳斯达克上市交易时，应当向 SEC 注册成为报告公司。

③ 该时间的起算点为向 SEC 提交 144 号备案表或者经纪人或做市商收到执行出售证券指令之日。

④ 无风险的本人交易（riskless principal transaction），是指经纪商或者交易商为执行客户订单而以本人身份在证券市场中进行的交易。

⑤ 例如，2007 年 2 月 9 日，盛大网络同花旗全球市场达成协议，将通过后者出售 400 万股新浪普通股，此次交易将使盛大获得近 1.3 亿美元现金。根据双方签署的协议，盛大将根据美国 SEC 规则 144，通过花旗作为经纪公司，出售该公司持有的总计 400 万股新浪普通股，总净收益约为 1.296 亿美元。

lic Offers), 即增量发行; 二是让售制 (A Make over for Sale), 即存量发行。

公募制 (Public Offers), 是指发行人对社会公众投资者普遍公开发行证券的方式。当发行人发行股票时, 通常由发行人在报刊上刊登广告, 公布发行股票的公司资本、财务和经营状况, 宣布该公司发行股票的价格、数量和发行日期。投资者对其公开招股说明书加以审查和分析, 认为满意时即可在申购期认购。发行代理机构根据认购者人数, 决定全额满足或者部分满足申请数额。股票发行通常由发行代理机构负责包销, 筹资企业付给发行代理机构的费用通常为股票发行价值的 1.0% ~ 4.5%。但如果公募发行的数量很小, 其费用有时可高至发行金额的 13% 以上。

让售制 (A Make over for Sale), 是指发行人股东在报刊上刊登广告, 宣布愿以一定价格公开让售其股票。在实际业务中, 最常用的方法是由证券中介机构全部予以认购, 然后再按同一方式转售给公众投资者。除转售原有股票 (存量发行) 外, 发行人也可以同时发售新股票 (增量发行), 以便发行代理机构转售, 从而达到筹措新资本的目的。这种方式多为大公司、大企业使用。为防止发行失败, 往往也先安排包销, 然后再由包销机构予以转售。从股票发行公司的角度看, 让售制与公募制几乎没有什么区别。但从发行目的来看, 让售制在于谋求股权的分散, 而公募制则主要在于筹措新资金。就发行费用而言, 让售制费用与公募发行费用大致相近。

(3) 香港地区有关存量发行的具体制度

根据香港联交所《主板证券上市规则》^① 第 7 章和《创业板证券上市规则》第 10 章的规定, 新申请人 (发行人) 可采用下列任何一种方式安排证券上市: A. 发售以供认购; B. 发售现有证券; C. 配售; D. 介绍上市; E. 香港交易所接纳的其他方式。上市发行人可采用下列任何一种方式安排股本证券 (无论是否属已上市类别) 上市: A. 发售以供认购; B. 发售现有证券; C. 配售; D. 供股; E. 公开售股; F. 资本化发行; G. 代价发行; H. 交换、代替或转换证券; I. 香港交易所接纳的其他方式。

由此可见, 在香港, 不管是 IPO 还是再融资时, 发行人均可单独或者综合运用存量发行 (发售现有证券) 和增量发行等多种发行方式。^②

^① 2008 年 9 月 1 日第 89 次修订。

^② 例如, 从 2001 年 6 月 6 日国务院发布实施《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》以来, 凡国家拥有股份的内地股份有限公司在香港向公共投资者首次发行和增发股票时, 均按融资额的 10% 出售国有股, 国有股存量发行的收入, 全部上缴全国社会保障基金。

香港联交所《主板证券上市规则》第7.06~7.08条和《创业板证券上市规则》第10.07~10.10条对存量发行(发售现有证券)作了具体规范。

根据上述规定,所谓发售现有证券(offer for sale),是指已发行证券的持有人或其代表,或同意认购并获分配证券的人或其代表向公众人士发售该等证券。如果是以招标方式发售证券,发行人须令香港交易所确信其分配基准公平,而每名按同一价格申请认购同一数目证券的投资者,均获同等对待。采用发售现有证券方式上市,必须刊发上市文件,而该上市文件须符合《主板证券上市规则》第11章或者《创业板上市规则》第14章所述的有关规定。此外,采用发售现有证券方式在创业板上市,还必须符合《创业板上市规则》第16.07条^①、16.13条^②或16.14条^③的刊登规定。

(4) 台湾地区有关存量发行的具体制度

在我国台湾地区,存量发行被称作公开招募(secondary distribution),台湾地区“发行人募集和发行有价证券处理准则”(2008年7月30日修订,以下简称“处理准则”)第五章专门对公开招募(存量发行)作了具体的规范。

“处理准则”第61条首先从法律的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22条第(3)项规定^④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

① 香港联交所《创业板证券上市规则》第16.07条规定:在下列情况下,须于上市文件刊发当日,于创业板网页刊登载有《创业板上市规则》第16.09条所载资料的正式通告:(1)发售以供认购或发售现有证券;(2)由或代表新申请人配售,其中20%或以上的配售证券直接配售予公众人士;或(3)由或代表上市发行人配售某类初次申请上市的证券,其中20%或以上的配售证券直接配售予公众人士。

② 香港联交所《创业板证券上市规则》第16.13条规定:如属发售以供认购、发售现有证券或公开售股,必须尽速[无论如何于寄发配额通知书或其他有关所有权文件的下一个营业日早市或任何开市前时段开始交易(以较早者为准)之前至少30分钟]于创业板网页刊登有关发售结果、证券配发基准[包括配发予包销商(如有)及彼等的联系人的证券数量]及(如适用)接纳额外申请的基准的公布。

③ 香港联交所《创业板证券上市规则》第16.14条规定:如属以招标方式发售以供认购或发售现有证券,必须尽速[无论如何于寄发配额通知书或其他有关所有权文件的下一个营业日早市或任何开市前时段开始交易(以较早者为准)之前至少30分钟]于创业板网页刊登有关中标价的公布。

④ 即台湾地区“证券交易法”第22条第(3)项:第(一)项规定于出售所持有之公司股票、公司债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,准用之。

法规定办理公开发行的有价证券，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 7 个营业日生效，并准用第 12 条第（2）项、第（15）条及第 16 条规定。第（1）项及第（2）项规定于依法律规定所为之拍卖或变卖程序，不适用之。

此外，为降低此类发行行为中隐藏的信息不对称风险并确保公众投资者的利益不受非正当损害，“处理准则”对此类发行行为在信息披露、资格条件、承销和定价方式上作了规范，分别规定在该准则第 62 条^①、第 63 条^②、第 64 条^③和第 65 条^④当中。

2. 我国创业板市场引进存量发行制度的必要性与法律可行性分析

（1）必要性分析

①引进存量发行制度有利于纠正当前企业“轻改制、重融资”痼疾，提高证券市场的整体功能。当前，由于受体制、机制及环境等多种因素影响，我国部分上市公司存在重包装、轻改制，重融资、轻回报与重脱困、轻发展等问题，既严重制约了我国资本市场的持续健康发展，也不利于上市公司长远发展。因此，在创业板市场引进存量发行制度有利于纠正企业“轻

①“处理准则”第 62 条规定：有价证券持有人申报公开招募时，应检具公开招募说明书，载明下列事项：一、公开招募之动机与目的。二、公开招募价格之订定方式与说明。三、证券承销商提出之评估报告。

②“处理准则”第 63 条规定：兴柜股票、未上市或未在证券商营业处所买卖公司之股票，其持有人申报对非特定人公开招募时，有下列情形之一，本会得退回其案件：一、其发行公司自设立登记后，未逾三年者。二、其发行公司个别财务报表及依财务会计准则公报第七号规定编制之合并财务报表之决算营业利益及税前纯益占实收资本额之比率均未达下列情形之一者。但前述合并财务报表之获利能力不予考虑少数股权纯益（损）对其之影响：（一）最近年度达百分之四以上，且其最近一会计年度决算无累积亏损。（二）最近二年度均达百分之二以上。（三）最近二年度平均达百分之二以上，且最近一年度之获利能力较前一年度为佳。三、其发行公司最近年度之每股净值低于面额或分派前之净值占资产总额之比率未达三分之一以上者。四、其他本会认为不适宜对非特定人公开招募者。

③“处理准则”第 64 条规定：有价证券持有人依第六十一条规定申报公开招募者，经向本会申报生效后，除已上市或上柜公司之股票应委托证券承销商为之外，应委托证券承销商包销，并应依本法第七十一条第二项规定，于承销契约中订明保留承销股数之百分之五十以上由证券承销商自行认购。但其未来三年之释股计划已经目的事业主管机关核准，并出具会计制度健全之意见书者，得免保留一定比率由证券承销商自行认购。

④“处理准则”第 65 条规定：公开招募价格应由证券承销商说明其价格决定方式及依据。证券承销商出售其所承销之有价证券，应代理有价证券持有人交付公开招募说明书。

改制、重融资”痼疾，把一些无融资需求的好公司引进创业板市场，从而有助于提高证券市场的整体功能，对股市的长远发展有利。

②引进存量发行制度，有利于解决企业首次发行融资金额和市场流动性之间的矛盾。《证券法》要求企业首次向社会公众发行的股份至少应达到发行后总股本的25%（总股本在4亿股以下）这一比例，往往会导致创业板企业首次发行融资额过多，超过企业实际资金需求，引起募集资金的闲置和浪费。采用存量发行，使原股东持股的一部分进入市场流通，就可以较好地解决这个问题。

③引进存量发行制度，有利于满足不同企业的上市需要。资本市场是企业融资的场所，但并非所有企业上市都是为了融资。现实中有相当一部分企业，有着良好的经营现金流，其上市的主要目的可能是为了提高企业的知名度和规范程度，为企业长远发展打下良好的基础。存量发行可以很好地满足这类企业的上市需要。如果公司不缺钱却上市融资，容易造成募集资金的闲置，降低公司的净资产收益率。

④引进存量发行制度，有利于提高风险投资资金的使用效率。存量发行允许原股东在企业首次发行时就可以出售其所持股份，对于风险投资来说，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，扶持更多的创业企业。

⑤引进存量发行制度，有利于新股询价制度的推行。因为对于发行人募集资金项目前景而言，投资者从不同的角度会得出不同的结论。但对于目前公司而言，行业研究员均可以作出类似的估值结论，不会出现询价相差太大的现象。引进存量发行制度，无疑有利于新股询价制度的推行，也有利于降低市场的波动风险。

（2）法律可行性分析

①我国主板市场曾经采用过国有股存量发行方式，且目前境内国有控股（参）股企业境外发行上市仍然采用存量发行方式，创业板市场引进存量发行制度，在实践上已有先例。

为完善社会保障体制、开拓社会保障资金新的筹资渠道，支持国有企业的改革和发展，国务院于2001年6月6日发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》（以下简称《办法》）。

《办法》第5条明确规定：国有股减持主要采取国有股存量发行的方式。凡国家拥有股份的股份有限公司（包括在境外上市的公司）向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股；股份有限

公司设立未满 3 年的,拟出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会持有,并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。国有股存量出售收入,全部上缴全国社会保障基金;该《办法》第 6 条规定:减持国有股原则上采取市场定价方式。

《办法》发布实施以后,贵州茅台、北生药业等公司 IPO 时,采取了增量发行和国有股存量发行相结合的发行方式,^① 国有股按 10% 比例进行存量发行。此外,天大天财等上市公司再融资时,也采用了增量发行和国有股存量发行相结合的发行方式。^②

2002 年 6 月 23 日,考虑到解决股权分置问题的长期性和艰巨性以及证券市场的波动,国务院决定,对国内上市公司停止执行《办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定,并不再出台具体实施办法。但企业海外发行上市仍然要按原《办法》第 5 条的规定,按融资额的 10% 存量出售国有股。近年来,建设银行、中国银行等境内公司在香港发行上市时,也均采取了增量发行和国有股存量发行相结合的发行方式。

由此可见,我国主板市场曾经采用过国有股存量发行方式,且目前境内国有控(参)股企业境外发行上市仍然采用存量发行方式。因此,创业板市场引进存量发行制度,在实践上已有先例。

②我国《证券法》、《公司法》等现行法律法规并未禁止采用存量发行方式,创业板市场引进存量发行制度,在法律上没有障碍。

《证券法》第 10 条规定:公开发行政券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依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政券;该法第 50 条规定:股份有限公司申请股票上市,应当符合下列条件:(1)股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行;(2)公司股本总额不少于人民币 3000 万元;(3)公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上;公司股本总额超

① 例如,北生药业 2001 年 7 月公布的招股说明书规定,本次股份公司拟公开发行股数为 4532 万股,其中:新股发行 4120 万股,占发行后总股本的 45.78%;国有股存量发行 412 万股,占发行后总股本的 4.58%。具体减持方案根据国有股股东辽宁北生集团、广西血液中心所持股份公司的股权比例同比例减持,减持股数分别为 315.06 万股和 96.94 万股。

② 例如,天大天财 2001 年 8 月公布的招股意向书规定,本次股份公司拟公开发行股数不超过 2200 万股,具体发行数量将根据申购情况和本次增发投资项目的资金需求量以及国有股减持情况确定。其中:新股发行不超过 2000 万股,国有股存量发行不超过 200 万股,其具体数量为最终确定的新股发行数量的 10%。国有股存量发行同新股发行采取同股同价的方式。

过人民币4亿元的,公开发行股份的比例为10%以上;(4)公司最近3年无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载”。

由上可见,我国《证券法》规定经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准,发行人可以公开发行证券,符合第50条规定的,可以申请在证券交易所上市交易,《证券法》并未禁止采用存量发行方式。

此外,《公司法》第142条规定:发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起1年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起1年内不得转让。笔者认为,该条规定也不构成创业板市场引进存量发行制度的法律障碍。其主要理由为:假设某个创业板公司在IPO时采取了增量发行和存量发行相结合的发行方式,公司增量发行新股2000万股,原股东存量发行400万股旧股,上述发行方案已经中国证监会核准。那么,原股东存量发行的400万股,经过中国证监会核准公开发行后已为社会公众所持有,其性质已变更为社会公众股,不再属于公开发行股份前已发行的股份,因此,不需要遵守自公司股票在证券交易所上市交易之日起1年内不得转让的规定。

基于上述,笔者认为,将来在创业板市场引进存量发行制度,在实践上已有先例,在法律上没有障碍,因此,是切实可行的。

3. 借鉴境外成熟市场经验,在我国创业板市场适时引进存量发行制度

早在2005年全国证券期货监管会议中,中国证监会主席尚福林同志在关于继续落实“国九条”的讲话中就明确指出,2005年将“研究推出首次发行股票公司存量发行试点。推动大型优质企业在境内发行上市,优化上市公司的市场组织结构。”因此,建议借鉴境外成熟市场经验,将来在我国创业板市场中引进存量发行制度。具体而言,有两条立法路径可供选择:

(1) 借鉴台湾地区模式

如前所述,在我国台湾地区,存量发行被称作公开招募,台湾地区的有关法律对此并未进行详细规定,而是在台湾地区金管会发布的台湾地区“发行人募集和发行有价证券处理准则”(2008年7月30日修订)第五章专门对公开招募(存量发行)作了具体的规范。因此,可以借鉴台湾地区模式,将来修改《创业板发行上市办法》时在其中增加有关存量发行的规定。

(2) 借鉴香港模式

与台湾地区模式不同的是,香港地区没有在《证券及期货条例》以及香港证监会发布的规章中规定存量发行制度,而是在香港联交所《主板证券上市规则》第7.06~7.08条和《创业板证券上市规则》第10.07~10.10

条对存量发行作了具体规范。因此,借鉴香港模式也是在我国即将推出的创业板市场中引进存量发行制度的另外一条有效路径,即将来修改《深圳证券交易所创业板股票上市规则》在其中增加有关存量发行的规定。

(二) 储架发行方式的引进

1. 境外成熟市场有关储架发行的具体制度

储架发行又称储架注册 (shelf registration), 是指监管部门一次性核准或者注册发行人的发行申请, 然后由发行人、承销商根据实际需要, 分次择机发行证券募集资金。储架注册制度能够提高证券市场的效率, 已普遍为一些发达国家所采用, 除美国外, 英国、加拿大、日本、^① 法国、西班牙和比利时等国都有类似的制度, 发展中国家, 如马来西亚, 也采用了该制度。欧盟在 2003 年建立了储架发行制度。

(1) 美国有关储架发行的具体制度

1983 年 11 月, 美国 SEC 在多年实践的基础上通过了“规则 415”, 在制度层面确立了储架注册制。储架注册制是在 SEC 监管理念变革下于发行制度方面做出的重大改革。^②

因为按照 1933 年《美国证券法》规定, 证券发行实行注册制, 除了法定可以豁免的情况外, 发行证券均需向 SEC 注册, SEC 对发行人的注册声明要进行审查, 在注册声明生效前, 不得发行证券, 注册声明生效后, 发行人需按照注册声明书的内容立即发行证券。这种传统发行注册制是美国证券法上信息披露和证券发行同步和一致性要求的逻辑结果。而储架注册制则允许符合一定条件的发行人在注册声明生效后, 无需立即实施所注册的证券发行, 而选择在将来的一定期间内视情况发行证券。

储架注册制为发行人带来的利益主要有三个方面: 第一, 多次发行一次注册, 降低了发行证券的直接成本 (包括会计、律师和承销成本等), 提高了发行效率; 第二, 发行人可根据实际融资需求和市场波动情况选择有利的

① 例如, 2007 年 1 月 22 日, 欧洲投资银行 (European Investment Bank) 在日本财务省进行储架注册, 发行武士债券 (Samurai) 和 uridashi 债券, 总额分别为 1 万亿日圆, 生效日 2 月 3 日。钻石租赁公司 (Diamond Lease Co.) 也已提交注册, 发行公司债券, 计划在未来两年内发行 2000 亿日圆公司债券, 生效日为 1 月 30 日。

② 随着监管的发展和市场的变化, 特别是来自欧洲证券市场的竞争, 19 世纪 70 年代以来, SEC 的监管理念开始发生改变, 除继续作为法律监管者外, SEC 还是经济监管者, 开始关注资本形成、成本等问题。See Carl W. Schneider, 40 Years of Changes in Securities Practice: A Personal Reflection, http://www.sechistorical.org/collection/papers/1990/1990s_Schneider_reflection.pdf。