

A Study on the  
Legal System of  
Private Securities Offerings

# 中国证券私募发行 法律制度研究

张旭娟◎著



法律出版社  
LAW PRESS CHINA

A Study on the  
Legal System of  
Private Securities Offerings

# 中国证券私募发行 法律制度研究

张旭娟◎著

 法律出版社  
LAW PRESS CHINA

**图书在版编目(CIP)数据**

中国证券私募发行法律制度研究/张旭娟著. —北京:法律出版社, 2006. 6

ISBN 7-5036-6453-3

I. 中… II. 张… III. 证券法—研究—中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 066412 号

© 法律出版社·中国

**中国证券私募发行法律制度研究**

张旭娟 著

责任编辑 孙东育

装帧设计 李 楠

开本 A5

版本 2006 年 6 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 7.75 字数 200 千

印次 2006 年 6 月第 1 次印刷

编辑统筹 法学学术出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

苏州公司/0512-65193110

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 7-5036-6453-3/D·6170

定价:15.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

## 内容简介

本书试图在我国现行非公开发行制度的基础上构建中国私募发行法律制度,并从拓宽我国直接融资的角度对相关的法律问题进行研究。内容共分三个部分:前言、正文和结语。正文又分导论、制度编和救济编。

前言部分说明选题的原因和意义、写作过程及研究方法。

导论部分的主要内容是界定相关概念、阐述私募发行制度的法学价值,并运用经济学的理论进行分析,认为私募发行具有自身的优势。导论第一部分是证券私募发行概念的界定。笔者通过对世界主要发达国家和地区以及我国《证券法》的有关规定进行分析,界定了证券及私募发行的概念,并区分了私募发行与公募发行和非法集资的概念范畴。第二部分是证券私募发行制度的理论基础。主要包括两方面内

容:一是运用经济学理论,从交易费用与信息效率方面分析了证券私募发行所拥有的优势;二是运用法学理论分析了私募发行的法律价值,认为私募发行具有效率价值、公平价值和秩序价值,效率价值体现在其筹资便利、发行成本低等方面;公平价值是为了衡平筹资便利与投资者利益的保护;秩序价值要求私募发行的规范化与合法化,同时也是投资者利益保护的前提。第三部分分析了中国证券私募发行产生的制度背景。笔者通过对中国私募发行现状的考察,发现中国的私募发行处于事实与规范之间,游走于事实性与有效性之间,由此得出中国私募发行的特征是在事实层面上的无序与失范,在规范层面上存在缺失与模糊。通过对中国私募发行产生的经济基础与市场环境的分析,说明中国的私募是内生于市场需求的,私募发行在中国现行条件下具有自身的优势。

制度编包括五个部分,也是本书的核心部分。主要通过对美国与我国台湾地区私募发行制度的考察与分析,并对我国现行非公开发行制度进行研究,以此来构建中国私募发行制度。第四部分的主要内容是借鉴国外的相关制度来建立中国的私募发行制度。通过对美国、英国、日本及我国台湾地区的私募发行制度的分析,结合中国的法律规定及实际情况论证了我国私募发行的确定依据及确定标准。第五部分在第四部分的基础上着重探讨了私募发行制度中发行对象的界定。笔者在详细分析了美国与我国台湾地区对于私募发行对象的界定标准后,对中国私募发行对象界定的理念进行分析,并确定了中国私募发行对象的界定标准。第七部分通过对美国私募发行信息披露制度及制度中折射出的理念进行分析,论述了我国构建私募发行信息披露制度的意义,认为应通过区分公众公司与非公众公司来构建我国信息披露制度。第八部分是证券私募转售限制制度。笔者对于美国有关私募证券转售限制的规定进行了详

细的研究,分析了建立私募证券转售限制制度的原因,认为在我国建立私募证券转售限制时应较为严格一些,并对我国私募证券转售的条件提出了建议。

由于私募发行制度的核心是豁免交易,因此,建立中国私募发行制度必须改革现行证券发行制度。故笔者将有关证券私募发行豁免交易制度作为本书第六部分进行讨论。该部分主要是对于豁免证券与豁免交易概念的区别分析,认为中国要真正实行证券私募发行制度,必须对我国现行证券发行监管制度进行改革与完善,并提出了建议与设想。

救济编包括两个部分。其主要内容是从保护投资者的利益出发,建立证券私募发行的救济制度。第九部分是证券私募发行制度中的反欺诈制度研究,这部分内容是以虚假陈述为中心进行分析的。由于私募发行同样要受到与公募相同的反欺诈制度的规制,因此,对于私募发行的反欺诈问题如没有特殊说明就不再进行区分。从我国现行反欺诈制度的有关规定的缺陷与不足进行分析,提出了在我国建立证券反欺诈制度的立法建议。第十部分为证券私募监管制度。从监管目的、监管对象与内容等方面对公募监管与私募监管的区别进行研究,提出证券私募监管的必要性与监管的目标,并进一步对我国证券市场中的行政监管与司法监管的关系进行了分析与研究。

文章的结语是对全文内容的一个概括性总结,强调证券私募发行的规范化与合法化的重要意义,不仅是保护投资者利益的要求,更是保护中国金融安全的需要。因此,建议我国立法机关和政府重视现实生活中存在的证券私募发行的现象与问题,尽快建立中国证券私募发行法律制度,以规范证券私募发行。

## **Abstract**

The book is aimed, based on the current non - public securities offering system, at structuring the Chinese legal system for private securities offerings, and studying legal issues concerning direct financing in China. The book is comprised of three parts: the Preface, the Book Text, which consists of three sections, i. e. Introduction, System, and Remedy System, and the Epilogue.

The Preface introduces to us the reason and meaning topic selection, of the writing process and research methods of this book.

The Introduction section mainly covers the related concepts, the legal value of private securities offerings, and an analysis, of the advantages of private securities offerings over public offerings using economic theories. Section One of the introduction explains the

key concepts of securities and private offerings, and by analyzing and appraising relevant stipulations of the Securities Law of China and related laws of the leading industrialized countries in the world, clarifies the distinction between private offerings, public offerings, and illegal funds raising. Section Two, the basic theories of the legal system for private securities offerings, is comprised of two parts with the first part analyzing the advantages of private offerings, transaction costs, and information efficiency with economic theories, and the second part analyzing using legal theories the private securities offerings' value in law, holding that private offerings have their value in efficiency, equity, and order. The value in efficiency is embodied by its convenience in funds raising, low issuing costs, etc.; its value in equity lies in the equilibrium of the convenience in fund raising and the protection of the investors' interest; the value in order, which is the foundation of the protection of the investors' interest, requires the standardization and lawfulness of the offerings. Section Three is an analysis on the system background of the emergence of private securities offerings in China, which leads to the conclusion that, due to lack of standards, factual abnormality is characteristic of the private offerings in China. Through the analysis of the economic foundation and market environment from which private offerings have grown in China, the conclusion can be reached that private offerings are a natural product of the market requirements, and they have unparalleled advantages over public offerings.

The section of System, comprised of five parts, and the core of this book, focuses mainly on structuring the Chinese private securities offerings system through study of the non-public securities offerings system in China and analysis of private securities offerings regulation systems in the USA and



Taiwan. The fourth part in this section is on the establishment of the Chinese private securities offerings system by referring mainly to related system abroad, which is mostly based on the analysis of the private offerings systems in the United States, the United Kingdom, Japan, and Taiwan, together with the relative situation in China to define standards for private securities offerings in China. The seventh part discusses the significance of structuring our own information disclosure system for private offerings and suggests a system structure in detail by analyzing the American private offering information disclosure system and the conceptions reflected from the system. The author believes that it is necessary to distinguish publicly - held companies and non - publicly - held companies in structuring the Chinese information disclosure system. The eighth part is about the limitation on the resale of privately offered securities. After studying in detail the provisions on the resale of privately offered securities in the United States and analyzing the reasons for setting up the limitation system of the resale of privately offered securities, the author decides that we need a comparatively strict limitation system on the resale of private offered securities and puts forward the conditions to be met for the resale of privately offered securities in China.

Since exempt transactions are the core of the whole system for private securities offerings, in order to shape a Chinese legal system for private securities offerings, the present securities issuing system must be reformed. Therefore, the sixth part of the book is devoted to discussing the exempt transaction system of private offerings. This section holds that, with an analysis on the difference of concepts of exempt securities and exempt transactions, to put a private securities offerings system into action in China, reformation and improvement of the current Chinese regulatory systems for securi-

ties issuing are unavoidable.

The section of Remedy is made up of two parts, the main contents of which are the establishment of a remedy system for private securities offerings based on the protection of investors' interest. The ninth part, revolving around false statements, is the study on the anti - fraud system in private securities offerings. Since private offerings are to be regulated by the same anti - fraud system just as public offerings, this book will not distinguish private offerings from public offerings on this topic unless specified especially. In this section the author analyzes the flaws and weaknesses of the present Chinese anti - fraud system, and puts forwards a suggestion for the anti - fraud legislation in private securities offerings in China. The tenth part discusses the regulatory system for private securities offerings. After researching the differences between regulation of public offerings and private offering in such aspects as regulatory objectives, regulatory objects and contents, etc., this section discusses the necessity and regulatory objectives of private securities offerings regulation and goes further to analyzes and conduct reserch into the relations between executive regulation and judicial regulation in the securities market.

The Epilogue of this book is a summary of the whole article, which emphasizes the importance of the standardization and lawfulness of private securities offerings and claims that this is the requirements of the protection of investors' interest and that of the Chinese financial safety. Therefore, it is highly suggested that, in order to regulate the private securities offerings, the Chinese legislative and executive authorities pay more attention to private securities offerings in existence already and establish relative regulatory systems.

## 前 言

### 一、问题的提出

党的十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制问题的决定》提出了“大力发展资本市场”的原则方针,近来,国务院又推出了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,其中心思想有三:一是强调资本市场发展的市场化取向原则;二是突出了保护公众投资者的合法权益;三是确定了“坚持改革的力度、发展的速度与市场可承受程度的统一”的策略,并重点提出,扩大直接融资将成为资本市场改革和发展的重要任务之一。资本市场的核心是证券市场,在国际金融市场不断向全球化、自由化发展的今天,如何提供迅速、经济、多元而灵活的筹资渠道,满足市场的持续发展需

要,加速我国证券市场的市场化和国际化是我们面临的一大挑战。然而,在建立和健全企业融资渠道方面,我国《证券法》仍存在一些限制性或模糊的规定甚或遗漏了许多重要的制度。其中,私募制度(Private Placement; Private Offering)在我国法律制度中尚处于空白状态。但实际上,目前我国证券发行领域内一直存在着大量“私募发行”的现象。<sup>①</sup>作为“面向少数特定投资者发行证券的方式”,我国为什么会出现私募发行?修改后的《证券法》中所规定的“非公开发行”是否属于私募?私募发行有无其存在的价值,如果有,它应发挥多大的作用?实践中已经出现的私募现象说明什么问题?私募行为是否需要法律规范?法律应如何对其进行规范?在中国目前普遍缺乏诚信的情况下,法律应如何实现私募行为在筹资便利与保护投资者利益之间的均衡?如何既实现发行便利又防范逃避监管?等等。一直以来,中小企业融资难,民营企业更是如此,以至于出现了“孙大午案件、张长法非法吸收公众存款等”。<sup>②</sup>这些行为到底应如何进行认定?是否属于私募行为?如果不是,它与私募行为的区别在哪里?在我国,据夏斌《中国私募基金报告》称,我国私募基金数额已高达7000亿元人民币。显然,机构投资者在大力发展私募基金,那么,作为私募行为的对象之一,机构投资者会对私募制度产生何种影响?我国实行法人配售股份中可以选择战略投资者(是指与发行人业务联系密切且长期持有发行人股票的法人)的做法,那

---

① 如2002年中国国际金融有限公司就协助不同发行人完成了总额约90亿元人民币的私募,其中包括为太平洋保险公司私募57亿元、为网通公司私募5~6亿元等。“私募红旗”,载《经济观察报》2003年10月27日;“私募8200万美金阿里巴巴B2B的新布局”,载《经济观察报》2004年2月23日;“私募30亿元,新上海电气下月初出世”,载《21世纪经济报道》2004年2月23日,等等。

② 详见“亿万富豪孙大午被捕事件”,载《21世纪经济报道》2003年7月21日(第1版);“‘好人企业家’张长法何以涉嫌‘非法吸收公众存款罪’”,载《21世纪经济报道》2004年3月8日。

么,A股向原有股东派发新股、B股向特定投资者发行的行为是否属于私募发行?目前,A股与B股的定向增发<sup>①</sup>也在潮流涌动,这些行为应如何定性,是私募行为还是公募的延续?上述问题急需有一个明确的界定和一套明确的规则。由于缺乏一个统一的规则来规范,经常会出现某种行为今天还可以做,明天证监会一个文件就叫停的现象,导致当事人对未来行为缺乏预期,而缺乏规范的一个重要后果就是无法防范欺诈活动,投资者的利益无法保障。这些问题现实而严峻地摆在我们面前,我们法学界应该对私募发行的发展和规范提供一个系统和完整的见解和思路。

在我国,法律的发展与市场经济的发展存在着严重的失衡。<sup>②</sup>如前所述,市场经济生活中已出现了形形色色的私募活动,经济学家也提出了“适度发展私募资本市场”的主张,但迄今为止,除我国台湾地区外,有限的仅见于我国一些少量的行政规章中。<sup>③</sup>(虽然“私募基金”在《投资基金法》草案中曾经提到过,但由于种种原因,最后正式颁布的《证券投资基金法》仍然回避了此问题。)这不能不说是法学家的遗憾,一直以来,法律研究存在着严重的脱离现实的闭门造车现象,导致法律研究的滞后和与市场发展的失衡状态。私募发行制度的研究也是如此。

我们知道,制度的变迁是内生的,不是外界强加的。从公司法产生的历史看,应该说,私募发行是最早自发出现的一种公司融资

---

① 定向增发流通A股在国内市场已是潜流涌动,早在1999年大众交通曾向大众科创定向增发法人股,2003年青岛啤酒分三次向美国AB公司发行总额为1.82亿美元的定向可转换债券,近日上工股份向世界缝紉设备巨头德国FAG公司定向增发B股,上述个案给中国市场定向增发流通股留下了想象的空间。详见《21世纪经济报道》,2003年11月3日(财经版)。

② 李曙光:“法律制度失衡”,载《经济观察报》2003年9月8日观察家栏目。

③ 如证监会颁发的《证券公司债券管理暂行办法》、央行与银监会颁发的《商业银行次级债券发行管理办法》等。

方式。只不过在中国,公司本身的发展较晚,更多情况下是在政府的规划下产生的,因此,公司的发展与政府的认识有密切联系。私募发行的出现是市场经济发展到一定程度伴随着社会经济的需要而产生的,一种新生事物的出现是有其产生的内在规律的,私募制度的出现也不例外。

笔者认为,私募行为的出现是市场经济发展过程中自发形成的,它满足了市场经济发展的需求。因为它发行程序简单,无须注册或审批,能够节约发行成本。无论我们主观上承认与否,私募发行在实践中是大量存在的。私募发行在事实与规范之间游移着。公募发行在中国的实践表明,现行法律制度对于社会的需要总是呈现出时滞性,法律的实施与执行总是呈现出虚无性。有着众多而复杂法律规范的公募市场尚且问题重重,在私募发行比重有增大趋势的情况下(如私募基金在中国约 7000 亿),我们无法想象缺乏法律规制的私募将会出现何种后果。为了拓宽企业融资渠道,在融资过程中保护投资者的利益,我们应尽快制定法律来规范市场中自发的私募行为。法律要反映这个发展中的社会的需要。<sup>①</sup> 每一个社会都有它自己的必然会通过法律秩序力图实现的目标反映出来的价值观念。实现法律目标的途径是:承认一定的利益,确定法律确认这些利益的限度,在确定的限度内尽量保护得到承认的利益。<sup>②</sup> “……社会不是以法律为基础的。那是社会学家们的幻想。相反的,法律应该以社会为基础。法律应该是社会共同的、由一定物质生产方式所产生的利益和需要的表现……”。<sup>③</sup> 所以,现实需要法律对私募发

---

① [美]伯纳德·施瓦茨著:《美国法律史》,中国政法大学出版社 1997 年第 2 版,第 70 页。

② 同上,第 23 页。

③ 《马克思恩格斯全集》第六卷,人民出版社 1961 年版,第 291~292 页。

行进行规范。

## 二、研究的理论价值与现实意义

证券私募发行 (Private Placement or 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。它与公开发行相对应,同为资本市场中的融资渠道,满足发行人不同的投资需求,尤其是针对创业投资基金或者是风险投资基金、产业投资基金募集资本的常用方式。这种方式在我国已经形成了一定的规模,我们有必要为其制定一种规范的、系统的、合理的运作制度和规则,协调监管与市场、规范与发展、投资者保护与促进融资便利之间的关系。在美国,证券私募发行已经形成了一整套完整的、行之有效的法律制度,本文将通过对美国及其他国家和地区私募发行制度的研究,树立科学的理念,借鉴其制度中的精髓(我们深知,不管两个国家的背景和传统如何相似,将一种法律制度从一个国家原封不动地转移到另一个国家的做法是不可取的<sup>①</sup>),这对于完善我国证券市场理论将大有裨益。

## 三、研究方法

(一)历史研究的方法。一切事物都有其产生、发展的过程,每一种现象都有其产生和发展的内在合理性,因此,对私募发行进行

---

<sup>①</sup> [美]伯纳德·施瓦茨著:《美国法律史》,中国政法大学出版社1997年第2版,第19页。

历史研究是最科学的方法之一。本文试图通过研究美国、日本、我国内地及台湾地区私募发行的背景,来找出其中的共性和个性,为我国私募发行制度的建立寻找基点。

(二)比较研究的方法。这种方法的特点是通过比较不同国家、地区私募发行的背景及制度来揭示私募发行制度的本质,进而为我国建立科学的私募发行制度寻找制度化的途径。

(三)以实证研究为主、规范研究为辅的方法。人们一般根据研究过程中是否对法律现象进行价值判断,把法学的研究方法分为实证研究和规范研究两种。实证研究指在研究过程中不对法学现象进行价值判断,只回答诸如“是什么”、“为什么”等这样的问题,是对现象在抽象意义上的描述及对现象之间联系的把握。规范研究则在对法律现象的研究中加入自己的价值判断,回答诸如“最好是什么”、“应该是什么”等问题。这时的价值判断往往是在实证研究的基础上结合当时或作者的价值判断进一步展开。在本书的研究进路中,笔者试图运用实证分析的方法来探讨中国私募发行的众多现象,并对各国私募发行制度进行价值评判,对私募监管的方法给予一些规范性的研究。

(四)运用制度经济学的有关理论对私募发行行为进行研究。本书试图从制度层面上对私募发行进行研究,认为私募发行制度的建立,从制度经济学的角度讲,可以抑制人们交往过程中可能会出现中的任意行为和机会主义行为。<sup>①</sup>而这恰恰是我国证券市场完善和投资者利益保护最重要的部分,对于机构投资者的培育以及发挥他们的作用也有很重要的意义。

---

<sup>①</sup> [德]柯武钢、史漫飞著:《制度经济学》,韩朝华译,商务印书馆2000年版,第32页。



法律的许多制度都旨在保护权利和预期的安全。<sup>①</sup>人们在从事某种行为时应能根据有关法律规定来预测自己行为的后果或对未来有某种安排。尤其是在社会进步,人口越来越多,生活方式越趋多样,问题越趋复杂的情况下,规范性社会控制程度亦会越来越高。由于我国现阶段经济的发展处于转型期,许多新生事物的出现都是先发展后规范,而规范的出现总是很突然,可能是由于发展出现了混乱,也可能是在发展中出现了许多不合理的现象等,而这种突然的更改或突然的规范会扰乱人们的预期,因为人们在进行工作或安排事务时总是忠实于现状的。如何建立一种相对稳定的法律制度来规范私募发行,建立一种秩序,<sup>②</sup>实现市场经济的安全,增加人们对自己行为的合理预期的确定性,将是本书要重点解决的问题。

---

① [美]E. 博登海默著:《法理学、法律哲学与法律方法》,中国政法大学出版社1999年版,第241页。

② 秩序是一套关于行为和事件的模式,它具有系统性、一致性和确定性。