



高等学校法学系列教材
Gaodeng Xuexiao Faxue Xilie Jiaocai

Security Law (2nd edition)

证券法教程

(第二版)

吴 弘 / 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

Security Law (condition)

证券法教程

(第二版)

主 编 吴 弘

副主编 伍 坚

撰稿人 (按姓氏音序排列)

陈岱松	程 胜	窦鹏娟	何 颖
胡改蓉	井 涛	刘迎霜	唐 波
吴 弘	伍 坚	尹乃春	张 敏
周 珺			



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

证券法教程/吴弘主编. —2 版. —北京:北京大学出版社, 2017. 8

(高等学校法学系列教材)

ISBN 978-7-301-28638-8

I. ①证… II. ①吴… III. ①证券法—中国—高等学校—教材 IV. ①D922.287

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 194398 号

书 名 证券法教程(第二版)

ZHENGQUANFA JIAOCHENG

著作责任者 吴 弘 主编

责任编辑 朱梅全 黄 蔚

标准书号 ISBN 978-7-301-28638-8

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn> 新浪微博 @北京大学出版社

电子信箱 sdyy_2005@126.com

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021-62071998

印刷者 三河市北燕印装有限公司

经 销 者 新华书店

730 毫米×980 毫米 16 开本 26.75 印张 494 千字

2007 年 8 月第 1 版

2017 年 8 月第 2 版 2017 年 8 月第 1 次印刷

定 价 58.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370



华东政法大学
课程和教材建设委员会

主 任 叶 青

副主任 曹文泽 顾耘耘 唐 波 林燕萍 王月明

委 员 王 戎 孙万怀 孙黎明 金可可 吴 弘

刘宁元 杨正鸣 屈文生 张明军 范玉吉

何 敏 易益典 何益忠 金其荣 洪冬英

丁绍宽 贺小勇 常永平 高 汉

秘书长 王月明（兼）

秘 书 张 毅

目 录

Contents

第一章 证券法绪论	/1
第一节 证券法适用的证券范围	/1
第二节 证券市场与证券法	/14
第三节 证券法的原则	/23
第二章 证券发行制度	/27
第一节 证券发行概述	/27
第二节 证券发行的审核	/33
第三节 证券的公开发行	/40
第四节 证券的非公开发行	/53
第五节 证券承销	/60
第三章 证券上市制度	/64
第一节 证券上市概述	/64
第二节 证券上市的条件与程序	/66
第三节 证券上市的暂停与终止	/71
第四章 证券保荐制度	/79
第一节 证券保荐制度概述	/79
第二节 保荐机构与保荐代表人	/81
第三节 保荐人的职责	/84
第五章 证券交易	/88
第一节 证券交易的一般规定	/88
第二节 证券场内交易	/95

第三节	证券场外交易	/103
第四节	证券信用交易	/108
第六章	证券信息披露制度	/129
第一节	信息披露制度概述	/129
第二节	信息披露的基本原则与内容	/137
第三节	信息披露中的特殊问题	/149
第四节	对上市公司信息披露的监管	/154
第七章	证券禁止行为	/157
第一节	证券禁止行为概述	/157
第二节	虚假陈述	/160
第三节	内幕交易	/175
第四节	操纵市场	/189
第五节	欺诈客户	/200
第八章	上市公司收购制度	/208
第一节	上市公司收购概述	/208
第二节	上市公司收购的主体与信息披露	/214
第三节	要约收购与协议收购制度	/223
第四节	反收购的法律规制	/236
第九章	证券商制度	/244
第一节	证券商概述	/244
第二节	证券商的设立	/248
第三节	证券商的业务	/252
第四节	证券公司的风险管理与处置	/260
第五节	证券业协会	/263
第十章	证券交易场所制度	/268
第一节	证券交易所	/268
第二节	场外交易市场	/289
第十一章	证券登记结算机构制度	/297
第一节	证券登记结算机构概述	/297
第二节	证券登记结算机构的设立	/307
第三节	证券登记结算机构的义务	/309

第四节	证券登记结算机构的风险控制与管理制度	/313
第十二章	证券服务机构制度	/319
第一节	投资咨询机构及证券投资咨询业务管理	/319
第二节	资信评估机构及证券资信评估业务管理	/324
第三节	会计师事务所及证券审计业务管理	/330
第四节	资产评估机构及其证券业务管理	/333
第五节	律师事务所及证券律师业务管理	/336
第十三章	证券监管机构法律制度	/341
第一节	证券市场监管与证券法	/341
第二节	证券监管体制	/344
第三节	证券监管机构的职责	/348
第十四章	涉外证券制度	/353
第一节	我国证券市场开放及其法制完善	/353
第二节	境内证券市场开放的过渡性制度安排	/355
第三节	证券境外上市及监管	/360
第四节	证券市场国际监管合作	/370
第十五章	证券投资基金制度	/377
第一节	证券投资基金概述	/377
第二节	证券投资基金当事人	/382
第三节	证券投资基金的运作管理	/388
第四节	证券投资基金的监管	/396
第十六章	证券投资者保护制度	/401
第一节	投资者保护制度概述	/401
第二节	投资者保护的基本制度	/406
第三节	证券民事诉讼	/414
再版后记		/423

第一章 证券法绪论

第一节 证券法适用的证券范围

一、确定证券法中证券范围的一般原则

所谓适用范围,指的是证券法的效力所涉及的地域范围、时间范围、主体范围以及证券范围,而证券范围指的是适用证券法的证券品种,即证券法中的证券。

我国《证券法》第2条规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”

证券首先是一个民法概念,但在民事立法中并没有明确的定义。^① 依照学界的通说,证券从广义上讲就是表明权利存在的权利凭证,权利的发生、行使或转移须以全部或部分占有、交付证券为要件。

民法上将证券分为三大类^②:一是金券,记载一定金额,具有特定用途,记载的权利与金券本身密不可分。金券本身具有价值,以持有为行使权利的前提,丧失金券将无法弥补。例如,邮票记载一定金额,用于寄信,权利与证券不可分离,丢失后就不能向邮局主张权利。二是资格证券,又称“免责证券”,表明持有人具有行使一定权利的资格。通常情况下,权利与证券不可分离,如果能以其他任何方式证明拥有证券权利,则可以主张权利。资格证券主要有存车票、车船票、行李票、信用卡、储蓄单等。三是有价证券,以持有证券为行使权利的必要条件,证券上记载的权利即为持有人行使权利的内容。民法中作为民事法律关系客体的证券主要指有价证券,包括商品证券(如提单、仓单)、货币证券(即汇票、本票、支票)、资本证券(如股

① 近几年,在民法典的编纂中,对于“有价证券”的规定引发很大争议。在2015年中国法学会民法典编纂项目领导小组和中国民法学研究会组织撰写的《中华人民共和国民法典·民法总则专家建议稿》第五章“民事权利客体”第二节中,明确规定了有价证券的内涵。然而,2016年全国人大常委会公布的《中华人民共和国民法典总则(草案)》中,该节被删去。

② 参见吴弘主编:《证券法论》,世界图书出版公司1998年版,第1—2页。

票、债券)。有价证券还可以按不同的标准分类:按转移的方式不同,分为无记名证券、记名证券和指示证券;按权利的原因不同,分为要因证券和不要因证券;按记载事项是否为法定,分为要式证券和非要式证券;按权利与证券的关系密切程度的不同,分为完全的证券和不完全的证券,按发行人的不同,分为政府证券、公共团体证券和私证券;按是否具有流通性,分为流通证券和非流通证券;按记载的权利内容的多少,分为复合证券和单纯证券等。

对于证券法中的证券概念,立法与学者均对下定义采取审慎的态度,而直接以证券范围予以阐释。一般而言,证券法中的证券是公众的投资对象,具有流动性、收益性、风险性和均等性等特征,实际上可称为“投资证券”。这从国外的典型立法中可见一斑。

美国证券法中的证券,其外延具有模糊性,联邦立法概念不统一,联邦立法与州“蓝天法”的范围界定也不尽一致。美国《1934年证券交易法》第3节第10项规定,证券指任何票据、股票、国库券、债券、公司债券、利润分享协议或石油、天然气或其他矿产特许或租赁协议下的权益证书或参与证书,任何关于证券的抵押信托证、组建前证书或认购证、可转让股份、投资合同、投票信托证、存单,任何关于证券、存单或证券指数的卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权(包括其权益或由价值所生之权益),任何在国家证券交易所达成的外汇卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权,或者一般意义上被认为是“证券”的任何票据;或者前述之各证券的权益证书、参与证书、暂时或临时证书、收据、认购或购买的担保或权利,但不包括货币或自出票日起有效期不超过9个月的任何票据、汇票或银行承兑书,但有宽限期的情况除外;也不包括有效期相当有限的更新的票据、汇票或银行承兑书。美国《1933年证券法》以及其他一些相关法中对证券范围的表述不尽一致,法院在“证券”概念的界定上起到了十分重要的作用。^①“投资合同(investment contract)”规定在美国《1933年证券法》第2(a)(1)条中,被视为证券定义中的“兜底条款”,也是各成文法规对于证券定义口径不一致的“罪魁祸首”。^②美国法院对于证券法中的“投资合同”作了明确规定,由此划分了“证券”概念的边界。1946年SEC v. W. J. Howey Co.案中,Murphy法官在判决中提出了一个四要件判断方法,即“Howey Test”：“证券法律中的所谓投资合同是指在一宗合同、交易或计划中,某人(1)利用财务进行投资;(2)投资于一个共同企业;(3)仅仅由于发起人或

① 参见朱伟一编著:《美国证券法判例和解释》,中国政法大学出版社2013年版,第3—7页。

② 参见叶林:《证券法》(第四版),中国人民大学出版社2013年版,第28页。

第三方的努力;(4)有获取利益的期望。”^①

美国证券法中对于证券的范围界定具有如下特征:第一,着眼于对投资者利益的保护,凡与投资者利益相关的金融工具尽揽其中,经历了1929年、1987年、2008年等历次金融危机,国会持“扩张立法”态度,法院也总是倾向于认可保护程度大于证券法的规定。第二,证券的外延具有开放性,随着经济与市场发展而由判例解释和立法补充,使证券范围不断扩展。第三,重视证券本身的互易性和市场性,而不计较证券形式、归类等。^②

日本《证券交易法》第2条以不完全列举方式规定其调整的证券种类,最初包括以下几类有价证券:(1)国债证券;(2)地方债证券;(3)法人依特别法律发行的证券;(4)附担保或无担保的公司债券;(5)依特别法律设立的法人发行的出资证券;(6)股票或表示新股认购权的证券或证书;(7)证券投资信托或贷款信托受益证券;(8)外国或外国法人发行的、有上述(1)到(7)的证券或证书性质者;(9)证券交易委员会因公益或保护投资者认为有必要且适当,根据证券交易委员会规则规定的其他证券或证书。1996年,日本金融制度改革进入高潮,金融机构进入证券业务领域,金融商品的自由化对证券市场提出了重新构建的要求。1998年,日本重新修改了《证券交易法》,增加了证券衍生品种,包括:(1)特定目的的公司的资产担保证券;(2)证券投资法人的投资证券;(3)表示与有价证券有关的期权证券或证书;(4)存托凭证。^③2006年,日本《证券交易法》经过六十余年的历程,改名为《金融商品交易法》,进一步扩大了作为规制对象的有价证券和衍生品交易的范围,具体为:(1)追加了抵押证券种类;(2)扩大了隐性认股证书;(3)追加了信托受益权的定义;(4)增加了利率互换、货币互换、信用衍生品、天气衍生品等种类。^④日本证券法对证券范围的界定秉承大陆法系强调理论规范性的传统,以公开市场为中心,外延相对确定,并将各种票据排除在外,较之美国显得范围偏窄。

由上可见,证券法中的证券,与民法上的有价证券范围并不一致。首先,证券法中的证券不包括商品证券和货币证券,仅有资本证券反映资本的权利,可继续要求利益的分派或支付利息,故可为投资的对象。在此意义上,其范围小于民法中的

^① Supreme Court of the United States, 1946, 328 U. S. 293.

^② 参见杨东、刘磊:《证券法的转型:从传统有价证券到金融商品》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第五卷),法律出版社2011年版;曾洋:《论证券法之“证券”——以〈证券法〉第2条为中心》,载《江海学刊》2012年第2期;高如星、王敏祥:《美国证券法》,法律出版社2000年版,第56页。

^③ 参见[日]河本一郎、大武泰南:《证券交易法概论》(第四版),侯水平译,法律出版社2001年版,第31—37页。

^④ 参见中国证券监督管理委员会编译:《日本金融商品交易法及金融商品销售等相关法律》,法律出版社2015年版,第22—46页。

有价证券。然而,证券法又将一些被民法排除在外但可表明权利的凭证,如认股权证、认购证券交款凭证,甚至是相关证书、契约,包含在证券之中。此时,其范围又大于民法中的有价证券。此外,民法上的有价证券以书面为要件,证券法中的证券则只需具有证券权利而不必拘泥于书面形式。例如,我国台湾地区“证券交易法”于2000年修正时在第6条中增加了第3项:未印制表示其权利之实体有价证券者亦视为有价证券。

可见,确定证券法中证券的范围,应依照以下原则:

第一,以促进资本市场发展为前提。资本市场是资金供求体系与交易网络的总称,狭义上讲就是证券买卖的场所,是企业筹集资金和公众投资获益的重要桥梁。资本市场在积聚资本、分散风险、合理配置资源、促进经济发展等方面具有重要作用,也有利于国家加强宏观调控和市场监管。经济与资本市场的发展,使证券交易品种日趋多样化,证券法应顺应这一发展要求,准确确定并及时修改证券的范围。例如,日本就根据经济发展和业务扩大的情况,于1992年、1998年与2006年三次修改了《证券交易法》中证券的范围。^①

第二,以保护投资者为目的。投资者特别是中小投资者是市场活跃的主体,但由于其地位较为被动,易为市场各种欺诈行为所损害,需从多角度予以保护,故而在确定证券法中的证券时,应该考虑公共利益以及是否为保护投资人所必要。当市场中的证券少有法律规范,对投资人缺乏保护时,证券法就应将其列入证券范围。

第三,以市场开放与国际接轨为准则。因市场的历史、环境与发达程度不同,各国证券法中的证券亦有所不同,但基本范围是大同小异的。随着资本市场的全面开放和自身发展,金融创新工具不断出现,我国有关证券范围的立法必然要求与国际接轨,从而在规则的协调一致之下,积极参与国际证券市场的竞争。

二、我国证券范围的演变过程

我国《证券法》的起草过程中,有关证券范围的确定也是历经演变,从中我们可以看出争论与妥协。

1993年8月25日第八届全国人大常委会第三次会议审议的《证券法(草案)》中,对证券所下的定义是(该草案第6条):“除上下文另有所指外,下列词语在本法

^① 参见[日]河本一郎、大武泰南:《证券交易法概论》(第四版),侯水平译,法律出版社2001年版,第31—32页;中国证券监督管理委员会编译:《日本金融商品交易法及金融商品销售等相关法律》,法律出版社2015年版,第22—46页。

中具有如下含义:“证券”指以下有价证券:(1) 政府证券;(2) 金融证券;(3) 公司债券;(4) 其他企业、事业单位和社团法人债券;(5) 股票;(6) 新股认购权证书;(7) 投资基金券;(8) 经主管机关认定的其他证券。”除此之外,该草案还对其他 24 个专业术语作出定义,包括股票和债券。^①

1993 年 12 月 20 日第八届全国人大常委会第五次会议审议的《证券法(草案)》中,不仅将投资基金券作为基本证券,还设专章规定投资基金制度。

1994 年 6 月 28 日第八届全国人大常委会第八次会议审议的《证券法(草案)》中,把调整范围规定为“主要规范股票和公司债券;政府债券、国家银行的金融债券等证券的发行和交易,由法律、行政法规另行规定。同时,考虑到今后实践发展的需要,还规定国务院或国务院证券管理部门依法认定的其他有价证券,也适用证券法,其中可以包括投资基金券和其他形式的证券,为证券市场的进一步试验和发展留有余地。”^②

1998 年 10 月 22 日,全国人大法律委员会在向全国人大常委会提交的《关于〈中华人民共和国证券法〉(草案)修改意见的汇报》中指出,该法中的证券种类确定应坚持两点:(1) 应是资本证券。资本证券是相对于支付及信用工具证券(如汇票、支票、本票等)、商品流通证券(如仓单)而言。(2) 对调整范围应具体列举规定。

1998 年 10 月 27 日,第九届全国人大常委会第五次会议第四次审议《证券法(草案)》。根据我国的实践情况,草案修改稿按照下述原则确定所调整的证券种类范围:其一,证券法调整的证券应限于资本证券,其基本形式为股权凭证(如股票、证券投资基金券等)和债权凭证(如公司债券、金融债券、政府债券等)。这两类证券是我国证券市场交易的基本品种,已有了一定的实践经验。对于证券期货、期权等衍生品种,需要慎重对待,暂不列入本法调整范围。其二,证券法对调整的证券范围应当采取具体列举的办法,对有把握的证券种类先作出规定,同时也为今后证券市场的发展留有余地。据此,草案修改稿又将证券种类扩大到 5 个有名券种和 1 个兜底条款,即对股票、公司债券、政府债券、金融债券、证券投资基金券和国务院依法认定的其他证券的调整作了规定。^③

1998 年 12 月 27 日,第九届全国人大常委会第六次会议再次审议了新的修改稿,全国人大法律委员会副主任委员乔晓阳在向全国人大常委会所作的关于《证券

① 参见《证券法》起草小组编写:《中华人民共和国证券法条文释义》,改革出版社 1999 年版,第 348 页。

② 同上书,第 400 页。

③ 参见吴志攀:《从“证券”的定义看监管制度设计》,载吴志攀、白建军主编:《证券市场与法律》,中国政法大学出版社 2000 年版。

法(草案修改稿)》审议结果的报告中指出,证券法调整的证券种类目前是股票和公司债券,应当明确规定股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易适用本法,本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规。这次会议通过的《证券法》第2条的文字表述为:“在中国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法。本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。政府债券的发行和交易,由法律、行政法规另行规定。”根据此规定,我国《证券法》适用的证券范围主要是在我国境内公开发行且上市交易的股票和公司债券,不确定的其他证券作为补充。如此,就形成一个最狭小的适用范围。

经过多年的实践,至2005年,我国《证券法》对证券范围的规定逐步显现出以下缺陷:

首先,影响法律的适用。例如,债券因适用不同法律而形成不平等。目前,仅公司债券受《证券法》调整,政府债券主要依据国务院特别法规,金融债券尚无完整法律予以规定,企业债券则依照《企业债券管理条例》等。仅仅因为发行主体不同便适用不同法律,既不利于适用一致的制度,从而保护投资者的合法权益,也容易出现不必要的法律冲突。又如,投资基金证券是一个重要的市场主打品种,而《证券法》却未明确将其作为基本证券;1997年《证券投资基金管理暂行办法》出台于《证券法》实施之前,与《证券法》的规定尚不协调,这样就大大影响了《证券法》对投资基金证券的调整力。日本、韩国的证券投资基金法律或法规都明确表明其与证券法的联系,使证券法在基金领域得以适用。

其次,影响统一监管。随着经济生活发展,出现了一些新的证券,在“国务院认定”之前,它们游离于法律之外,不利于对投资者利益的保护和鼓励金融创新,同时也为逃避监管的融资行为提供了便利。以私募基金为例,由于相关法律均未给予其合法地位,高达7000亿元的私募基金只能长期游走于地下。

最后,影响市场的发展和开放。例如,证券衍生工具是否属于证券法中的证券尚是疑问,但从今后发展的总趋势来看,证券衍生工具将会成为证券市场的一支生力军,现行规定因缺乏前瞻性和预见性而明显滞后。加入WTO后,我国面临直接与世界证券市场接轨的问题,如果证券品种与国外相去甚远,就变得不是同一层次的市场开放了。

原《证券法》之所以对证券范围的规定过于狭窄,究其原因,主要是:

第一,立法指导思想不明。回顾我国《证券法》的起草过程,其适用范围时大时小,反反复复,原因之一就在于没有一个内在的核心作为主旨和灵魂,给出证券范围的取舍标准和依据。在这一点上,美国《证券交易法》作了良好的示范。尽管该法中的证券种类繁多,但透过复杂的法律规定,其核心始终围绕着投资者利益保护

这个主旨。

第二,过分强调监管的安全性。立法后期爆发的亚洲金融危机令监管者印象深刻,特别对一些衍生工具较为反感,在处理证券投资安全与交易效率、市场发展之间的价值冲突时,偏重于对证券投资安全价值的强调。较小的证券范围为政府控制证券规模提供了便利,由此也保证了监管本身的安全性。

第三,传统体制束缚。一些证券品种属于行政部门(如中央银行、财政部门等)的传统管辖范围,而很多人又往往把证券法视为一个行业的法,这就涉及体制和部门利益的问题,较为敏感,立法时不得不采取含糊其词的做法。

第四,立法出台时间较为紧迫,与人们对证券市场发展规律认识的循序渐进之间有一定矛盾。立法中,认为我国证券市场起步较晚、监管经验相对不足的意见占据上风,适用范围以较窄为宜的主张成为主导。^①

第五,立法的协调性不够。例如,《证券法》与已出台的《公司法》《企业债券管理条例》之间都缺乏协调,相互避让,以致产生漏洞。

随着问题的暴露和对正确处理安全与效率关系认识的提高,原《证券法》将证券范围局限于股票和公司债券的做法,显然已与市场发展的要求不相适应,有必要在理清思路的基础上,在修订《证券法》时对证券范围作出重大修改。所以,2005年10月27日修订的《证券法》中对证券范围作了较大的改动,2013年与2014年两次修订《证券法》虽未对证券范围作明确修改,但国务院、“一行三会”的其他规定确认了诸如私募基金等《证券法》中未明确列举的证券种类。

三、我国现行《证券法》适用的证券范围

(一) 股票、公司债券的发行和交易全面适用《证券法》

股票是股份有限公司依法发行的,表明股东所持股份数额和权益的一种有价证券。股票是股东权的证明,根据所持股票中记载的股份份额,股东可行使参与决策、选择管理者和取得投资收益的权利。股票是一种要式证券,其制作、面额和记载事项都有一定的要求。股票可以作不同的分类:按照股东权益和风险大小,可以分为普通股、优先股以及普通与优先混合股;按照是否公开发行,可以分为公募股票和私募股票;按照票面是记载每股金额还是股份比例,可以分为有面值股票和无面值股票;按照股票的存在形式,可以分为实物券股票和簿记式股票。我国发行的股票还可按照投资主体的不同,分为国家股、法人股、个人股和外资股;按照认购股票投资身份和上市地点的不同,分为境内上市内资股(A股)、境内上市外资股(B

^① 参见刘淑强:《〈证券法〉释解》,人民日报出版社1999年版,第7页。

股)和境外上市外资股(包括 H 股、N 股、S 股)等。

债券是公司或政府、金融机构依法向投资者出具的,承诺在一定时期内按约定的条件履行还本付息义务的一种有价证券。债券是一种债权凭证,发行人通过发行债券获得一定数额资金在一定时期内的使用权,成为债务人;投资者通过购买债券取得凭证,成为债权人。持券人拥有取得利息、到期收回本金以及在到期前可在市场转让的权利。债券通常按照发行主体的不同,分为公司债券、政府债券、金融债券。其中,公司债券是由公司法规定的具有发行资格的公司发行的在一定时期内还本付息的证券。债券也可按照偿还期限的不同,分为长期债券、中期债券和短期债券;按照发行有无财产担保,分为担保债券和信用债券;按照利率是否可变,分为固定利率债券和浮动利率债券等。

我国公开发行、在证券交易所上市交易的证券历来属《证券法》调整,但从《证券法》修订的精神看,私募发行和场外交易的证券等亦应适用《证券法》,在近年的证券立法与实践对此已基本建立了明确的制度框架。为此,尚需讨论以下几个问题:

1. 关于私募发行的证券

私募证券是指非公开发行而是向少数选定的投资人定向发行的股票。与公募相比,私募无疑有着“短、平、快”的明显优势,有较浓厚的“人合”性质。

在我国证券市场发展的早期,由于私募股票(定向发行)出现了较多的问题,带来了一些短期内难以解决的问题,因此监管上采取禁止证券私募的办法,以消除市场上的混乱状态。这一监管思路不仅导致诸多立法留下私募制度的空白,也使不少人产生了“证券法只调整公募证券”的惯性思维。我国私募证券最早出现在1992年,当年的《股份有限公司规范意见》中指出:“公司可以采取发起方式或募集方式设立。”“募集方式包括定向募集和社会募集两种。采取定向募集方式设立,公司发行的股份除由发起人认购外,其余股份不向社会公众公开发行,但可以向其他法人发行部分股份,经批准也可以向本公司内部职工发行部分股份。”1993年7月,国家体改委分别颁发《定向募集股份有限公司内部职工持股管理规定》和《国家体改委关于清理定向募集股份有限公司内部职工持股不规范做法的通知》,要求对内部职工股发行工作中存在的问题进行一次全面清理。此后不到一年,国家体改委又发出了《国家体改委关于立即停止审批定向募集股份有限公司并重申停止审批和发行内部职工股的通知》,立即停止审批定向募集股份有限公司。随后成立的中国证监会在《关于股票发行工作若干规定的通知》中规定了内部职工股上市流通的条件,努力解决历史遗留问题。1998年,中国证监会《关于停止发行公司职工股的通知》中,明确规定股份有限公司公开发行股票一律不再发行公司职工股。但

是,由于私募较之公募存在明显的便利,不少企业仍乐于借助私募筹集资金。不仅一些不能满足发行条件的企业(主要是非国有大中型企业)为了公司设立或融资的需要而进行私募,而且一些公募设立的公司为了保证资金链的连续性和安全性,也会采取私募的方式发行公司债券。随着这个市场越来越大,私募逐渐从地下走向地上,在证券市场中忽隐忽现。有些私募公司擅自将内部职工股向社会公开发行或转让,而在再转让、收益分配上却对社会股东加以不合理限制,结果导致不法分子利用制度欠缺自设转让中介牟取暴利,侵犯了投资者的权益。类似问题的不断出现与相应规范的缺乏已形成突出的矛盾。

国内外的经验表明,私募证券主要依赖合同规范当事人之间的关系,在经济大环境不佳,私募证券的运作又出现较大问题时,就可能产生超出当事人范围的矛盾甚至激化。私募对象虽非公众,但仍有一定的涉及面,若缺乏对私募证券的基本规范和有效监管,则可能危及经济安全和社会稳定。美国证券法对私募证券也不是一味放任,而是在规范其运作的前提下使其免受注册制监管。美国《1933年证券法》第4(2)节虽规定“不涉及公开发行的发行人的交易豁免注册”,但判例对适用豁免作出了限制:是否豁免注册取决于有关人士是否需要证券法的保护,与发行所及的人数无关,而与他们是否与发行人有必要的联系、是否了解发行人的情况有关;在判断是否构成私募发行时,需要考虑发行的证券由谁购买,若购买者仅仅是证券再销售的渠道(证券法意义上的承销商),那就成了公开发行。

股权分置改革后,我国上市公司出现了通过定向增发进行融资的热潮。相对于公开增发和配股,定向增发具有方便快捷、门槛低、成本低的优势,绕开了公开增发和配股所需满足的众多硬性指标和规定。2006年5月公布的《上市公司证券发行管理办法》对定向增发的对象作出了正面规范,其第3条规定:“上市公司发行证券,可以向不特定对象公开发行,也可以向特定对象非公开发行。”从具体规定来看,定向增发的特定对象应符合股东大会决议规定的条件且不超过十名;发行对象为境外战略投资者的,应当经国务院相关部门事先批准。发行面向的机构投资者包括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、合格的境外机构投资者以及经中国证监会认可的其他机构投资者。针对不同发行对象的定向增发,股份解禁期也不同:发行对象为机构投资者的定向增发股份,自发行结束之日起,12个月内不得转让;而控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份,36个月内不得转让。此后,中国证监会又于2011年出台《上市公司非公开发行股票实施细则》等一系列配套法规,完善了非公开发行股票制度。

2. 关于场外交易证券

这实际是未上市公众公司证券的法律适用问题。我国内地并无“公众公司”概

念,香港特区使用较多,但其《公司条例》也未对公众公司进行定义。按通说,公众公司(public company)又称“开放式公司”“公开公司”“多数人公司”。根据普通法,公众公司是相对于私人公司而言的,私人公司则是指公司的章程对自己设定股份转让限制、限制股东人数和禁止邀请公众认股的公司。^① 公众公司与私人公司的基本区别在于,只有公众公司可以邀请社会公众认购其股票,而私人公司则被禁止发布广告或以任何构成发布广告的方式向社会公众发出购买其股票的要约。一般来说,判断一个发行公司是否为公众公司,至少需要考虑以下因素:(1)发行人与购买者的数量,以及购买者之间、购买者与发行人之间的关系;(2)发行单位的数量;(3)发行的规模;(4)发行的方式;(5)投资者是否成熟。^② 另外,公众公司的股票可在证券交易所挂牌,公开进行交易,股东人数也没有法定最高数额限制。可见,公众公司与私人公司最本质的区别就在于其股票发行方式呈多大程度的“公众化”。立法根据“公开原则”对公众公司作出了较为严格的要求,如公开业务经营状况,向投资者和公众公开资产负债表及损益表等,以保护广大投资者和债权人的利益。

公众公司不等同于上市公司(Listed company)。公众公司符合一定条件时,就可以申请其股票在证券交易所上市交易。所以,上市公司必然是公众公司,而公众公司则不一定就是上市公司。根据我国《公司法》规定,我国股份有限公司的设立方式分为发起设立和募集设立,其中公开募集设立的公司即相当于公众公司。股份有限公司又按照是否在证券交易所挂牌交易,可以分为上市公司和未上市公司,因此在我国同样存在着未上市的公众公司。

《证券法》虽未对上市公司和未上市公司的股票作出明确的划分,但其重点实际上是调整上市公司公开发行的证券。由于未上市公司的证券也有转让的需求,因此极易造成法律上的空白,使投资者的权益得不到保护。比如,有些公开发行证券而未上市的公司,已经发生了向不特定多数人转让股份的情况,其信息严重不对称;场外的非法交易一度很猖獗,严重损害了投资者的利益;等等。此前该类公司及其证券并未被纳入我国《证券法》调整范围,证券监管部门无法对其进行监管;《公司法》对于股份公司转让股份的规定也较原则,只是由各级政府部门发布的一些规范性文件作出规定,其内容相对比较简单,使投资者得不到法律的有力保护。

^① 香港《公司条例》规定私人公司应当为:“一间藉其章程细则作出下列规限的公司——(a)限制将其股份转让的权利;(b)限定其成员人数不超过50人,但不包括受雇于该公司的人,亦不包括先前受雇于该公司而在受雇期间及在终止受雇后一直作为该公司成员的人;及(c)禁止邀请公众人士认购该公司的任何股份或债权证。”

^② 参见吴志攀、白建军主编:《证券市场与法律》,中国政法大学出版社2000年版,第223页。