

证券论文：上市公司私募发行证券的法律问题研究 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/41/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E8\\_AE\\_BA\\_E6\\_c33\\_41881.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_41881.htm) 在成熟资本市场，私募是企业获得股本融资的主要来源之一。然而在我国，由于相关法规制度的缺失，公司上市后除了进行条件苛刻、程序复杂、风险度高的公募增发融资以外，私募仍然处于探索阶段，这制约了我国上市公司的正常发展扩张。为此，笔者试图借鉴西方成熟资本市场的先例，结合分析我国现行法律、法规及立法倾向，并参考近些年我国在私募发行方面的探索实践，对中国上市公司私募的法律问题进行系统研究，对私募的进一步实施提供有益建议。需要说明的是，私募的工具包括股票、债券、可转换债券等多种形式，其中主要是股票，本文仅针对上市公司私募发行股票进行分析。

### 一、私募发行的涵义

私募在我国多被称为定向发行。在国际资本市场上，私募（Private Placements）与“公募”（Public offering）相对应，是指发行人或证券承销商通过自行安排将股票、债券等证券产品销售给他所熟悉的或联系较多的合格投资者，从而避免经过证券监管部门审批或备案的一种证券发行方式。它与公开售股、配股（公开发行）等一起构成上市公司发行股票的主要工具。什么样的发行才构成私募发行呢？美国证券交易委员会（SEC）曾于1982颁布了《506规则》对非“公开发行”即私募作了一个明确的定义。如果发行人只是：

- 1）向合格的投资者（accredited investor）以及数量有限的其他投资者出售证券。（在美国，所谓合格的投资者是指资产超过500万美元的银行、保险公司、基金及其他公司等投资机构

和年收入超过30万美元的富裕家庭、年收入超过20万美元的富有个人，普通投资者虽然不具备上述条件，但应该有相关知识和风险判断能力，且数量不能超过35名。) 2) 不通过传单、报纸、电视、广播进行广告传播；3) 不通过集会、散发传单等形式到处征集投资者。采取上述方式发行证券会被认为是私募行为从而免于向美国证券交易委员会登记注册。日本证券管理法规也作了类似的规定，日本《证券交易法》规定在有价证券（包括股票）的认购劝诱、募集出售时，原则上讲必须进行申报，但是在发行总额或发售总额不满1亿日元或向大藏省令所规定的对有关有价证券投资有专门知识核经验者发行（即私募发行）场合作为例外可以不必申报，向大藏大臣提交通知书就可以了。在目前我国，私募作为一个专用词汇也越来越频繁的在资本市场上出现。但我国现行《公司法》、《证券法》上并没有关于私募的类似规定，无论是《公司法》还是《证券法》对何为“向社会公开募集发行”都没有一个明确的定义。私募在国内更多的时候称作“定向发行”。什么是定向发行呢？在我国现行法律、法规、以及中国证监会规章或规范性文件中，有关定向发行只出现于中国证监会2003年的15号令《证券公司债券管理暂行规定》中，其中第五条：“证券公司债券经批准可以向社会公开发行，也可以向合格投资者定向发行。定向发行的债券不得公开发行或者变相公开发行。”第十五条：“定向发行的债券，经中国证监会批准可以由发行人自行组织销售。”第三十条：“定向发行债券的募集说明书及相关资料不得在媒体上公开刊登或变相公开刊登。”修订中的《证券法（草案）》已经弥补了这一缺憾，明确提出了有下列情形之一的为“公开发行

”：1、公开或变相公开的方式向不特定对象销售证券；2、向五十人以上的特定对象销售证券，但依照公司法规定设立股份公司，发起人超过五十人的除外；3、国务院证券监督管理机构认定的其他涉及社会公众利益的发行行为。由上述条文可以看出，我国关于私募发行的涵义与美国等成熟市场国家的涵义是一致的。在成熟资本市场上，私募发行市场是证券市场的重要组成部分，是发行人筹集资金的主要场所。以美国资本市场为例，据统计，1981年至1992年外国发行人在美国证券市场筹资资金共计2318亿美元，其中通过私募市场筹集的资金达到1349亿美元，占筹集资金总额的58.2%，而通过向证券交易委员会注册取得公开发行业务资格筹集的资金为969亿美元，占筹集资金总额的41.8%。

二、我国上市公司私募发行的可行性

在健全的资本募集制度下，设立股份有限公司、私募发行、公开发行、挂牌上市，是企业不同的发展阶段可以采取的不同融资方式，企业可以根据自身需要灵活运用。私募发行与公开发行没有优劣，互为补充、各具特色。从法理上讲，公司作为一种社团法人，是一个以盈利为目的的自治性组织，自治是公司的本性，没有自治就没有公司。《公司法》在本质上是一部私法，《公司法》第一章总则中也明确规定：“公司以其全部法人财产，依法自主经营，自负盈亏。”公司是否募集股份，在什么时候募集股份，以什么方式募集股份，纯粹是公司的内部事务，应该由公司最高权力机关股东大会来决定。既然一般企业都可以灵活运用私募、公募手段融资，而上市公司为什么只能允许利用条件苛刻、程序复杂的公募方式呢？这是不合理的。目前在我国，公开发行从主体资格、发行条件到发行审批、上市程序都已

经形成了一套完整的法律体系，但对于私募发行尚未有明确的法律规范。我国现行《公司法》仅规定股份公司发行新股由国务院授权部门或省级人民政府批准，属于向社会公开募集发行的由国务院证券管理部门批准。《证券法》第二章名为“证券发行”，按照国际惯例，证券发行可分为私募和公募两种方式，但该章并未将私募发行的证券纳入管辖范围，未对私募发行方式作出明确规定。由此看来，在我国目前法律体系之下，设立股份公司的目的就是为了能够股份公开上市，而上市之后的股份公司获得股权融资的唯一渠道也就是在上海、深圳证券交易所再次公开发行股票。但我国现行法律并没有禁止上市公司私募发行，而且允许私募发行的立法意图越来越明显。现行《公司法》第一百三十九条规定：“属于向社会公开募集的，须经国务院证券管理部门批准。”正在修订中的《公司法（草案）》第一百七十条规定：“公司发行新股，属于向社会公开募集的，须经国务院证券监督管理机构批准。”辩其涵义，既然有“属于向社会公开募集的”，当然也有“不属于向社会公开募集的”，已经为“私募发行”留下了法律空间。修订中的《证券法（草案）》第二章“证券发行”则明确规定了“公开发行”的定义，规定了属于“公开发行”的三种情形。既然规定的三种情形属于公开发行，那么余下的就属于私募发行，实质上从反面已经为“私募发行”下了定义。《证券法（草案）》还增加了上市公司发行股份的方式，除可以按照现行《证券法》第二十条的规定，“采取向社会公开募集，向原股东配售方式发行”方式外，还以“国务院证券监督管理机构认可的其他方式发行”股票，实际上在立法上已为私募发行网开一面。

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问  
[www.100test.com](http://www.100test.com)