

公司债券非公开发行的规范模式

叶 林*

内容提要：我国证券法采用两分法，将公司债券发行分为公开发行与非公开发行，并据此确定了公开发行优先适用证券法、非公开发行直接适用公司法的法律基础。然而，两分法划分标准有失周延，划分结果未必科学，难以适应债券市场的复杂与多变，容易产生规制效果偏离规制目标的情况。为了保护公众投资者利益，规范发行公司的债券融资行为，可以在两分法的基础上引入注册豁免规则，但应避免将注册豁免简单等同于非公开发行，或将之视为公开发行的对立物。通过发展豁免事由，将某些看似非公开发行的债券融资纳入发行注册，并将某些看似具备公开性的发行归入注册豁免，再通过引入转售控制规则，降低变相公开发行的概率，增强非公开发行规则的适应性。我国证券法应当确认交易商协会、证券业协会等自律组织在规范公司债券非公开发行中的监管职能。

关键词：公司债券 非公开发行 私募 非法集资 注册制

一、问题的提出

公司债券非公开发行，是公司采用非公开方式，向少数特定投资者发行或出售债券的行为。^{〔1〕}发行公司债券会增加发行公司的债务或负债，却不改变公司股本结构，不影响发行公司股东权益，系与借款合同并列的一种特殊的债务融资方式。公司采用非公开方式发行债券，既要符合民法典的合同规则，也要遵守公司法和证券法的规定，因而是受到特别规制的债务融资行为。^{〔2〕}公司法第七章系对公司债券的专章规定，其中第153条第2款规定，“公司发行公司债券应当符合《中华人民共和国证券法》规定的发行条件。”该款将公司债券发行条件引致证券法，^{〔3〕}但证券法除第2条第1款直接提及公司债券外，其余条款在提及公司债券时，均附加“公开发行”或者“上市”作为限定词，未将非公开发行公司债券纳入其中，造成法律适用上的困扰。一方面，公司法仅规定了公司债券发行，但未具体规定非公开发行。因此，

* 中国人民大学民商事法律科学研究中心研究员。

本文受到中国人民大学“双一流”跨学科重大创新规划平台的支持。

〔1〕 为便于表述，除非援引法条或考虑语境等情形，本文将“公司债券非公开发行”简称为“非公开发行”，将“非公开发行公司债券”简称为“公司债券”或“债券”。

〔2〕 参见郭雳：《特定对象发行：制度构建与疑义相析》，《华东政法学院学报》2006年第1期，第114页。

〔3〕 该引致条款本身并无独立的规范内涵，仅是引致到证券法的另一具体规范。参见朱虎：《规制法与侵权法》，中国人民大学出版社2018年版，第44页。

在公司以非公开方式发行公司债券时，只能适用公司法关于公司债券发行的一般规则，从而形成公开发行与非公开发行适用相同规则的情形，掩盖了非公开发行的特殊性。另一方面，证券法虽然将公司债券作为规范对象，但主要规制公司债券的公开发行和交易，未规定非公开发行的具体规则。若将证券法关于公开发行的规则准用于非公开发行，同样会遇到适用障碍。由此，公司债券非公开发行成为公司法和证券法联动中的法律漏洞。

公司法和证券法存在“重股票、轻债券”以及“重公开发行、轻非公开发行”的现象，公司债券非公开发行的规则供给不足。此时，非公开发行应当适用何种法律，是备受争议的问题。有学者认为，非公开发行的公司债券也是证券，通过适用证券法关于证券发行或证券公开发行的一般规则，或者民法典的合同规则，可以基本满足非公开发行的实际需求，因而不应认为我国存在公司债券非公开发行规则缺位的问题。^{〔4〕}但是，准用证券发行或公开发行规则的前提是，公司债券非公开发行与证券发行或公开发行在实质上具有相似性。然而，公开发行涉及公众投资者利益，发行公司不仅要向证券监管机构登记或注册，还要遵守强制信息披露义务。相反，非公开发行与公众投资者利益过于遥远，^{〔5〕}通常不要求发行公司向证券监管机构登记或注册。此外，非公开发行公司应当遵守一般性反欺诈规则，^{〔6〕}却无需履行强制信息披露义务。在此情形下，若要求非公开发行公司履行与公开发行相同的信息披露义务，甚至向证券监管机构申请登记或注册，必然大幅提高非公开发行的融资成本，从而产生变相限制非公开发行的实际效果。同时，非公开发行公司债券具有“还本付息”的法律属性，反映了投资者（持有人）与发行公司之间的债权债务关系。若仅适用合同法规则，容易忽视公司债券的“有价证券”属性，造成特别事物适用一般规则的反常现象。为了综合反映公司债券“还本付息”和“有价证券”的双重属性，更好地保护债券投资者（持有人）利益，各国通常优先适用公司法和证券法，再补充适用合同法规则，从而形成特别调整与一般调整并存的规范结构。

公司债券非公开发行规则既可以满足公司的融资需求，也有助于划清合法融资与非法集资的界限。非法集资是我国当前经济生活中的突出现象。因公司法未明确规定公司享有债券融资权，证券法未规定公司债券非公开发行规则，实务中容易出现公司借助非公开发行之名、变相从事公开发行等非法集资现象。^{〔7〕}根据2021年国务院《防范和处置非法集资条例》第2条的规定，^{〔8〕}非法集资的认定标准为，是否依法许可以及是否违反金融管理规定。然而，公司以非公开方式发行债券时，原本无需向证券监管机构申请行政许可。通过明确非公开发行规则，可以将部分非法集资纳入公司法和证券法的规制范围，夯实防范和处置非法集资的制度基础。

在我国，公司债券非公开发行主要通过银行间市场和交易所市场组织实施。银行间市场负责办理在交易商协会注册之非金融企业债务融资工具（以下简称“债务融资工具”）的非公开

〔4〕 参见祁畅：《债券市场投资者权利救济路径研究——从民法典中债券募集办法的法律性质展开》，《债券》2020年第7期，第42页；冯成丰：《永续债解除困境：论多维度破除“合同僵局”的可能性》，《北方金融》2020年第8期，第64页。

〔5〕 参见〔美〕托马斯·李·哈森：《证券法》，张学安等译，中国政法大学出版社2003年版，第185页。

〔6〕 参见汤欣：《美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制——兼论一般性反欺诈条款制度的确立》，载张育军、徐明主编：《证券法苑》2010年第2卷，法律出版社2010年版，第192页以下。

〔7〕 参见彭冰：《以擅自公开发行证券罪取代“非法集资”罪》，《经济参考报》2014年4月15日第8版。

〔8〕 《防范和处置非法集资条例》第2条规定，非法集资是指“未经国务院金融管理部门依法许可或者违反国家金融管理规定，以许诺还本付息或者给予其他投资回报等方式，向不特定对象吸收资金的行为”。

发行和转让,交易所市场负责办理在证券业协会备案之公司债券的非公开发行和转让。截至2020年末,在银行间市场发行的债务融资工具总额为80577亿元,^[9]在交易所市场发行的公司债券总额为19181.98亿元。^[10]可见,仅就上述债券品种而言,两个市场2020年度非公开发行的总额约为99758.98亿元,远超过公开发行的公司债券总额。非公开发行已成为我国公司债券发行的最主要形式。但是,在非公开发行规则缺位的背景下,采用非公开方式发行公司债券将会遇到极大的法律风险。本文探讨的主要问题是:公司债券非公开发行的本质,非公开发行公司债券的规范模式,公司债券转售并导致投资者超越范围或人数时是否属于公开发行,以及发行公司在证券业协会或交易商协会办理备案或注册的性质,等等。

二、公司债券非公开发行的内涵及展开

关于公司债券非公开发行的界定,首先要澄清“公司债券”和“非公开发行”的含义。在此方面,我国现行立法规定较为模糊,实务做法差异甚大,学术解释也有分歧,直接影响了对非公开发行的准确界定,也有碍公司法和证券法规则的正确适用。

(一) 公司债券的传统定义及延展

公司法第153条第1款将公司债券定义为“公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券”。据此,“还本付息”和“有价证券”成为公司债券的两大核心特征。然而,在公司债券以外,行政法规和部门规章还先后创设了“企业债券”和“债务融资工具”,形成我国债券品种的“三足鼎立”现象及债券市场的“两市分割”局面。^[11]《企业债券管理条例》第5条规定,企业债券是指“企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券”。^[12]《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(以下简称“债务融资工具管理办法”)第2条规定,债务融资工具是指“具有法人资格的非金融企业(以下简称企业)在银行间债券市场发行的,约定在一定期限内还本付息的有价证券”。由此可见,公司债券与企业债券、债务融资工具虽为不同术语,且在准据法、发行主体、发行市场和监管主体等方面存在细致的区别,但均是公司或企业法人发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券。

企业债券和债务融资工具是否属于公司债券,在我国学术界和实务界长期存在争议。基于三种债券品种均具有“还本付息”和“有价证券”的属性,许多学者主张整合公司债券、企业债券和债务融资工具的规则,消除债券市场三足鼎立的局面。^[13]2020年最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》将三种债券纳入其中,并规定三者适用相同的裁判规

[9] 参见中央结算公司统计监测部:《2020年债券市场统计分析报告》,《债券》2021年第1期,第86页。

[10] 参见中国证券业协会:《场外业务开展情况报告》2021年第1期, https://www.sac.net.cn/hyfw/cwsc/202101/t20210127_145395.html, 2021年5月12日最后访问。

[11] 参见洪艳蓉:《新〈证券法〉债券规则评析》,《银行家》2020年第3期,第140页;李敏:《我国债券市场监管分割及统一路径》,《中国政法大学学报》2021年第2期,第169页,第171页;张梁:《从“行政化”到“法治化”:中国债券市场的治理转型与进阶——基于改革开放40年来债券市场治理范式的考察》,载洪艳蓉主编:《金融法苑》2019年总第100辑,中国金融出版社2019年版,第73页。

[12] 根据《企业债券管理条例》第2条的规定,所称企业指中华人民共和国境内具有法人资格的企业。

[13] 参见冯果:《债券的证券本质与债券市场法制化——〈证券法〉修订背景下的债券法律体系重构与完善》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》2016年第17卷,法律出版社2016年版,第1页以下。

则，实现了债券纠纷裁判规则的统一。^[14] 中国人民银行、发改委和证监会在总结实践经验的基础上，于2020年发布《公司信用类债券信息披露管理办法》（以下简称“债券信息披露管理办法”），明确规定三种债券品种遵守相同的信息披露规则，^[15] 实现了信息披露规则上的统一。然而，“债券信息披露管理办法”试图通过引入“公司信用类债券”的崭新概念，将三个债券品种一并纳入。^[16] 这在法律依据上是不充分的。公司债券毕竟是公司法 and 证券法上的专门术语，且已被广泛接受，而创设公司信用类债券的概念，主要出于整合三种债券的实践目的，它“更多是对业务实践的大体描述，并非法律概念”，^[17] 不仅缺少上位法支持，词语含义也有待澄清。因此，公司信用类债券这一概念或可助推缓解债券市场多头监管的难题，却难以消除公司法和证券法的实施障碍。

在关于公司债券的全面和深度整合中，未来可以考虑采用以下两种方式之一：一是，延续公司信用类债券的概念，将三种债券纳入其中，但必须同时修改公司法和证券法，以消除公司信用类债券与公司债券的冲突。二是，沿用公司法上的公司债券这一术语，再将其分为广狭两义：在狭义上，公司债券仅指公司法和证券法规定的“公司债券”；在广义上，则扩张至股份有限公司和有限责任公司发行的企业债券和债务融资工具，甚至再扩张至非公司企业法人发行的债券品种。

笔者认为，采用广义上的公司债券具有重要意义：一方面，它有助于理顺现有债券规则的相互关系，避免发行主体从中进行规则套利。例如，公司法第154条第2款规定，发行公司公告公司债券募集办法时，应当载明“债券总额”、“公司净资产额”以及“已发行的尚未到期的公司债券总额”。若将企业债券和债务融资工具排除在外，在计算债券总额、公司净资产额以及尚未到期的公司债券总额时，必然出现数据上的重大误差。此外，若将信息披露规则适用于企业债券和债务融资工具，债券持有人将获得更准确的信息，从而提高对债券持有人的保护水平。另一方面，它有助于贯彻平等原则之理念，有效落实“相类似之案件，应为相同之处理”的法律适用或解释原则。^[18] 三种债券品种的私法属性完全相同，因此，企业债券和债务融资工具至少应当“类推适用”公司法上的公司债券规则，这可以为打破三种债券品种并存的藩篱、构建统一的公司债券规则，奠定坚实的法律基础。

（二）公司债券非公开发行的反向界定

公司法未对公司债券发行作出分类。证券法依照“公开性”标准，^[19] 先将证券发行分为“公开发行”和“非公开发行”，再通过列举三种公开发行的方式，达到正向规定证券公开发行、反向界定非公开发行的效果。参照该规定，公司债券发行若不属于所列三种情形者，即应归入非公开发行。

[14] 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第2条规定：“目前，债券发行和交易市场的规则体系，主要由法律、行政法规、部门规章、行政规范性文件构成。人民法院在审理此类案件中，要根据法律和行政法规规定的基本原则，对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准。”

[15] “债券信息披露管理办法”第2条第1款规定：“……企业公开发行的企业债券、公司债券以及银行间债券市场非金融企业债务融资工具的发行及存续期信息披露适用本办法。”

[16] “债券信息披露管理办法”第2条第1款规定：“本办法所称公司信用类债券（以下简称‘债券’）包括企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具。”

[17] 邓晓明：《统一债券市场信息披露监管乃至法律适用的关键性文件——〈公司信用类债券信息披露管理办法〉解读》，<http://www.tiantonglaw.com/Content/2021/01-06/1903452553.html>，2021年5月10日最后访问。

[18] 杨仁寿：《法学方法论》，中国政法大学出版社2013年版，第194页。

[19] 参见彭冰：《构建针对特定对象的公开发行制度》，《法学》2006年第5期，第85页。

1. 非公开发行的界定标准

根据证券法第9条第2款关于证券公开发行的规定,^[20]公司债券公开发行也分为三类:一是向不特定对象发行债券;二是向特定对象发行债券累计超过200人;三是法律、行政法规规定的其他发行行为。其中,关于对象“特定性”和“不得超过200人”的规定,是现行法界定非公开发行的两项主要标准。至于第三种情形,因我国尚未以法律或行政法规形式作出规定,因而在公司债券发行中尚未启用。

针对第一个标准,学者通常称其为特定对象标准,^[21]泛指机构投资者等具有较强的风险识别和承受能力的人。^[22]由于“特定对象”面临界定上的困难,我国曾转而采用“合格投资者”或“机构投资者”等表述,2019年证券法改采“专业投资者”的术语。^[23]然而,“合格”、“机构”乃至“专业”等在语义上仍然模糊,在具体界定时,不得不综合考虑投资者的资格、财力和投资经验等因素。但是,这些考量因素同样带有很大弹性,并没有解决“特定对象”界定上的困难。为了从不确定性中得出确定的答案,证券法第89条明确将投资者的“财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等因素”列为识别专业投资者的标准,并规定“专业投资者的标准由国务院证券监管机构规定”。该条试图澄清特定对象的含义,但因甄别因素过多,实务中始终难以形成确定的结论。同时,按照证券法第9条第2款的规定,凡向不特定对象发行公司债券的,无论投资者人数多寡抑或发行规模大小,都构成公开发行。这种解释明显限制了小额发行融资,也远离了保护公众投资者的初衷,其合理性殊值怀疑。可见,仅采用特定对象标准,无法满足债券融资的需求。

针对第二个标准,其在实施中同样存在障碍。若仅采用名义投资者作为认定标准,当然可简单得出投资者是否超过200人的判断结论。然而,该标准在实践中面临两方面的不确定性:一是,在存在名义投资者代持债券的情形下,若将债券实际投资者算入其中,投资者人数可能显著超过200人。二是,若仅计算债券发行时的投资者人数,只要认购的投资者不超过200人,即为非公开发行。但若将其后的债券转售考虑其中,则会出现投资者人数在发行时未超过200人、转售后超过200人的情形。此时,非公开发行会否因转售而转化为公开发行,遂成为重要问题。

2. 与股票非公开发行的比较

公司债券和股票都可以采用非公开方式发行,但两者的认定标准明显不同:

一方面,关于投资者人数是否累计计算的问题。按照《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称“公司债券管理办法”)第38条的规定,“非公开发行的公司债券仅限于专业投资者范围内转让。转让后,持有同次发行债券的投资者合计不得超过二百人。”其中,“持有同次发行债券的投资者合计不得超过二百人”的计算基准是“同次发行”,多次发行且投资者累计超过200人的情形就不会被认定为公开发行。但在股票非公开发行上,我国通常累计计算投

[20] 证券法第9条第2款规定:“有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人,但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为。”

[21] 参见张异冉:《美国〈“获准投资者”定义审查报告〉介评——兼论对我国的启示》,载郭文英主编:《投资者》2020年第11辑,法律出版社2020年版,第199页。

[22] 参见前引〔2〕,郭雳文,第114页。

[23] 参见2019年证券法第89条。

投资者人数，即无论一次或多次发行股票，累计投资者人数均不得超过 200 人，^[24] 否则即为公开发行。

另一方面，关于投资者的认定标准问题。在计算投资者人数时，应当按照名义持有人抑或实际持有人予以认定？对此，股票和债券非公开发行遵循不同规则。根据股票发行审核规则，公司向证监会申请发行股票时，应将投资者披露至最终的自然人或者国有控股主体，^[25] 证监会还可以酌情采用穿透方法识别投资者。^[26] 因此，即使公司仅有两名股东，经穿透计算，实际投资者若超过 200 人，仍可能被认定为公开发行。然而，在债券非公开发行领域，我国尚未出现适用穿透方法的案例。此外，国家发改委和中国人民银行在监管企业债券和债务融资工具发行时，至今未采用穿透方法。简言之，穿透方法不适用于债券非公开发行，却常常适用于股票发行。

综上，证券法关于证券非公开发行的规则主要针对的是股票非公开发行，难以合理满足公司债券非公开发行的需求。股票代表投资或股东权益，其价格与发行主体的收益、股价波动等密切相关，除非被依法回购，否则股票必将伴随公司存续的全过程。公司债券具有还本付息的属性并附有偿还期限，发行公司应在债券到期日兑付本息，在公司清算时优先偿还债券本息。这使得债券投资者和股票投资者的地位和风险相差甚远。公司债券非公开发行，既不应照搬证券非公开发行规则，也不应简单模仿股票非公开发行规则，更不应准用证券公开发行规则。我国应在准确定位公司债券非公开发行本质的前提下，发展出适当的规则体系。

三、公司债券非公开发行的本质

非公开发行是证券法上的基础概念，实务中时而采用私募、定向发行或定向募集等相近概念。这些概念有的借鉴自域外法律规范，有的来自我国以往法律规范。^[27] 有学者将这些概念等同于非公开发行，甚至认为两者可彼此替代。^[28] 需要指出的是，实务术语不是实定法术语，它存在内涵不清、法律意义不明等问题。下文从非公开发行的界定模式入手，分析其本质，并结合实践予以验证。

（一）非公开发行的界定模式

非公开发行存在两种界定模式：一种是美国 1933 年证券法采用的“证券发行注册 + 豁免清单”模式（以下简称“豁免清单模式”）。按照该种模式，除非依照豁免清单而免于注册外，其余的证券发行均应办理注册。另一种是我国证券法第 9 条第 2 款采用的“公开发行 + 非公开发行”模式（以下简称“反向推定模式”或“并列规定模式”）。按照该种模式，立法上正面规定公开发行，就可以据此在实务中反向界定非公开发行。

[24] 参见《国务院办公厅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》之“三、明确政策界限，依法进行监管”。

[25] 参见《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书（2015 年修订）》第 35 条第 2 款。

[26] 参见叶林、吴烨：《金融市场的“穿透式”监管论纲》，《法学》2017 年第 2 期，第 16 页以下。

[27] 私募，主要来自美国 1933 年证券法第 4 条（3）（B）、美国证监会根据 1933 年证券法授权制定的 D 条例及 144A 规则。定向发行，来自于原国家体改委 1992 年发布的《股份有限公司规范意见》（以下简称“股份公司意见”）、1993 年公司法、国务院 1993 年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称“股票管理条例”）。

[28] 参见前引 [2]，郭雳文，第 114 页。

根据美国1933年证券法第5条的规定,除非依据该法第3、4条予以豁免者外,任何人以任何形式销售任何证券的,都必须向联邦证券监管机构办理注册。因此,“一项要约必须完全落入某一项豁免事由,才能逃避注册”。^[29]美国学者哈森指出,“除非公司的计划属于1933年《证券法》的一种豁免,否则凡计划通过非银行贷款融资,就会涉及证券法的登记条款。……如果豁免不可行,或者由于其他原因公司决定公开发售,就有必要依据1933年《证券法》对销售进行登记。”^[30]在豁免清单模式中,证券发行注册与豁免注册之间系一般与特殊的关系。换言之,任何证券发行都要向美国证监会办理发行注册,除非该发行被列入法定豁免清单。这就意味着,“必须注册的证券发行=证券发行注册-豁免清单”。由于豁免清单详细列出可以豁免注册的各种事由,凡不属于该清单列明的证券发行,就必须办理发行注册,这种立法技术几乎彻底消灭了公开发售与非公开发售之间的争议和规则间隙。而且,因豁免清单已列明各种豁免事由,在理论上,发行公司只要对照法定豁免清单,即可确定其应否办理注册,甚至无需征询证监会的意见,这就为公司融资提供了便利。唯当发行公司自认为是豁免注册的发行,却被证明系属于应注册的发行时,才可以追究发行公司违反注册义务的责任。发行公司为了降低风险,可以就个案向美国证监会的相关高级负责人员提出询问。该负责人员基于证监会的长期实践做法,可以针对发行公司某项交易是否符合特定要求作出回应,或者出具“不行动函”或“无异议函”。其意义在于,若发行公司按照特定方式进行交易,该负责人员将向美国证监会推荐不采取行动。^[31]例如,不要求发行公司办理发行注册等。这种豁免注册模式不仅有助于公司自主融资,也有助于划清证监会注册的边界,并可以合理地保护公众投资者利益。

我国证券法第9条并列规定了公开发售和非公开发售,并规定“公开发售证券,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注册”,进而反向界定了非公开发售。据此,公司在计划发行债券时,必须首先判断该发行是否为公开发售。只要是公开发售,就必须注册;只要是非公开发售,即无需办理注册。然而,证券法规定的公开发售标准存在弹性,反向推定非公开发售的难度很大,需要斟酌考量的因素较多,发行公司不得不求助于专业机构或专家意见,从而提升了公司债券融资成本。与此同时,反向推定模式扩大了证券监管机构的自由裁量权。仍以特定对象的判断为例,证券法第9条第2款采用了特定对象的表述,但其识别标准复杂多样,各界向来存在尖锐争议。^[32]发行公司或专业机构为避免判断错误,有时要与监管机构进行沟通,并由监管机构作出最终裁量。对此,郭雳在评述2005年证券法第10条(即2019年证券法第9条)时指出,该法“虽然多个法条都包含‘向特定对象发行(募集)’,第10条更围绕特定对象与否设计标准,但法律并没有直接定义‘特定对象’。……显然接下来应有规章出台,界定‘特定对象’含义,给出各类合格投资者的具体标准”。^[33]然而,迄今为止,现行立法虽然开始使用专业投资者、投资者适当性管理等表述,但始终没有直接界定特定对象的具体内涵,难免在实务中

[29] Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation*, 11th ed., West Academic Publishing, 2016, p. 108.

[30] 前引[5], 哈森书, 第49页。

[31] 同上书, 第23页。

[32] 参见前引[19], 彭冰文, 第85页。

[33] 前引[2], 郭雳文, 第114页。

出现变通做法。^[34] 在法律规定不明时，必然要将判断发行性质的权力交由证券监管机构行使。

反向推定模式并非当然劣于豁免清单模式。在反向推定模式下，可以在以下两种方式中作出选择：一是详细列举公开发行的类型，并且规定未列入的发行无需注册；二是详细列举非公开发行的类型，并规定未列入的发行必须注册。无论采用哪种方式或立法技术，都要竭力填补公开发行与非公开发行之间的规则缝隙。以国内快速发展的众筹为例，2015年国务院《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》并未将这种通过互联网平台向社会筹集资金的融资方式纳入公开发行或非公开发行，亦未明确股权众筹与债券众筹的区别。针对实践中出现的以“股权众筹”等名义从事股权融资业务的现象，证监会和中央宣传部等部门2016年联合发布的《股权众筹风险专项整治工作实施方案》明确提出，“规范互联网股权融资行为，惩治通过互联网从事非法发行证券、非法集资等非法金融活动，切实保护投资者合法权益。”但债券众筹仍缺少明确规范，若无法将其纳入公开发行或非公开发行中，未来有可能出现与股权众筹相似的境况。此外，立法者应当提高立法技术，并且及时跟进瞬息万变的市场创新。例如，在发行公司采用网络方式发行证券时，很容易模糊公开发行与非公开发行的界限；在发行公司出于规则套利或逃避注册义务而发展出新型发行方式时，很容易出现法律条款不敷应用的问题。在此情况下，立法者应当及时修改法律。如果法律修改迟缓或者无法通过修改法律而予以填补，就不得不承认证券监管机构实际行使更大的自由裁量权。

（二）非公开发行与注册豁免

有学者将我国证券法的非公开发行规则与美国的注册豁免规则进行对接，并在分析美国1933年证券法后提出，“证券非公开发行可以分为广义的和狭义两种：广义的证券非公开发行包括小额发行豁免等在内的所有豁免注册的证券发行；狭义的证券非公开发行仅指美国1933年《证券法》第4（2）节以及《规则》506下的证券发行”。^[35]这两种定义在角度上稍有不同，但均强调非公开发行相当于注册豁免。需要首先指出的是，美国1933年证券法频繁使用“豁免”一词，^[36]几乎不使用“非公开发行”的表述。美国学者论及证券发行时，通常将注册豁免或登记豁免单列一章，详细探讨各种豁免事由及其适用，很少专章讨论公开发行或非公开发行，甚至不触碰非公开发行一词。其原因仍在于美国采用的豁免清单模式。因该模式已划清无需登记的证券发行之范围，即使不使用公开发行或非公开发行的表述，也不影响发行注册规则的实施。

在我国，早在公司法和证券法颁布前，“股份公司意见”就明确规定，募集方式包括定向募集和社会募集两种。其中，社会募集即公开发行，定向募集则指向其他法人发行部分股份，以及经批准向本公司内部职工发行部分股份。^[37]随后，“股票管理条例”确立了股票公开发行和定向募集的地位。^[38]1993年公司法虽未再提及“定向募集”，却也未废止“股票管理条例”

[34] 例如，众多不具有专业资格的个人投资者先成立一家普通合伙企业，以满足专业投资者所需的资产条件，再以该合伙企业的名义认购债券。

[35] 徐明、杨柏国：《模糊的边界：析美国证券公开发行与非公开发行之融合》，载蒋锋、卢文道主编：《证券法苑十周年精粹》上，法律出版社2019年版，第360页。

[36] 例如，美国1933年证券法第4条规定“豁免证券”，第5条规定“豁免交易”。

[37] 参见“股份公司意见”第7条第3款。

[38] 参见“股票管理条例”第11条。

例”。这样，“股票管理条例”等行政法规就成为当时规范股票非公开发行的主要依据。1999年证券法虽然强调公开发行的地位并突出其中的“公开性”标准，但并未排除“股票管理条例”规定的定向募集。2005年证券法在原证券公开发行规则的基础上，首次罗列公开发行的主要类型，附带确立了非公开发行的地位。2015年4月，全国人大常委会《中华人民共和国证券法（修订草案）》（以下简称“证券法修订草案”）在参考域外做法的基础上，首次列举了豁免注册的四种情形，涵盖“向合格投资者发行、众筹发行、小额发行、实施股权激励计划或员工持股计划等豁免注册的情形”。^[39]草案的上述条款在学术界得到高度评价。^[40]但时隔4年之后正式通过的2019年证券法仅将员工持股计划纳入豁免事由，^[41]未再提及其他豁免事由。由此，2005年证券法首次并列规定公开发行与非公开发行，2015年“证券法修订草案”和2019年证券法首次引入注册豁免规则，形成公开发行、非公开发行和注册豁免并存的结构，进而引发了如何看待非公开发行与注册豁免之间关系的问题。

非公开发行的核心是发行行为的“非公开性”，这是与“公开性”相对的、兼有价值判断在内的事实范畴。为了确认发行有无公开性，证券监管机构在行使裁量权时需要作出妥当判断。然而，公开性的含义过于弹性，自由裁量权也难以约束，因此，证券法将特定对象和200人的限制作为识别标准。按照这种立法模式，在识别非公开发行时，应主要考虑其是否具有“非公开性”因素。其中，私募因其“私人性”而被置于非公开发行中，定向发行或募集因其“定向”而被归入非公开发行，公司在银行间市场发行债券也被归入非公开发行。相反，凡被认为具有公开性，或涉及公众投资者利益的发行，则被归入公开发行。与此种立法模式所展现的公开性观念不同，注册豁免制度的直接目的在于划定证券监管机构的职权范围。某类发行是否具有公开性，由立法者通过设定豁免注册的范围予以判断。美国学者哈森曾总结道，美国国会“制定非公开发行豁免有许多原因。当对公众的利益过分遥远并且对证券法的适用没有实际必要时，国会关心的就是避开繁琐登记。……即使在今天，向数量有限的购买人进行数量极小的发行，如果受要约人和购买人不是足够老练（和/或富有），也不能豁免”。^[42]我国也有学者提出，立法者还要考虑更多注册程序的必要性以及成本等因素。^[43]由于证券法第9条已确立非公开发行的地位，并规定了员工持股计划的单一豁免事由，形成了非公开发行和注册豁免并存的局面，因此，如何对二者作出无矛盾解释，才是最主要的任务。

笔者认为，在尊重公开发行与非公开发行并存结构的背景下，可将豁免注册作为调剂两种发行方式之间关系的技术手段，使之同时适用于公开发行和非公开发行，即要么用以限缩公开发行注册的范围，要么用以扩张非公开发行的适用范围。一方面，有些发行虽有公开性，但若立法者认为其缺少注册的必要性，可将其归入豁免注册之列。例如，证券法第9条第2款第2项规定，“依法实施员工持股计划的员工人数”不列入200人的计算范围。在域外证券法中，

[39] 吴晓灵：《关于〈中华人民共和国证券法（修订草案）〉的说明》，载《中华人民共和国证券法》，中国法制出版社2019年版，第86页。

[40] 参见刘宏光：《小额发行注册豁免制度研究——美国后JOBS法案时代的经验与启示》，《政治与法律》2016年第11期，第125页，第139页；钟洪明：《论股权众筹发行豁免注册的制度构建——基于美国及台湾地区经验之比较》，《经济社会体制比较》2017年第4期，第144页。

[41] 参见2019年证券法第9条第2款。

[42] 前引〔5〕，哈森书，第185页。

[43] 参见彭冰：《中国证券法》，高等教育出版社2007年版，第44页。

小额发行即使构成公开发行，因融资规模小而不至于损害公众投资者利益，也可依法予以豁免注册。例如，美国证监会 D 条例中的 504 规则规定，发行公司在 12 个月内发行不超过 100 万美元的证券的，豁免办理发行注册。另一方面，针对某些非公开发行，如果立法者认为其确有办理注册的必要，仍可将其归入必须注册之列。这也体现出立法者对大规模债券融资应当注册的态度。根据《企业债券管理条例》第 12 条第 1 项的规定，企业发行企业债券必须符合“企业规模达到国家规定的要求”。实践中，企业债券的发行规模通常较大。以 2021 年 1—2 月为例，国家发改委已注册的 44 只企业债券申报总规模达 3838.2 亿元，每只平均超过 87 亿元。^[44] 鉴于企业债券发行均属于大规模债务融资，国家发改委《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》（以下简称“企业债券发行通知”）第 1 条规定，“企业债券发行由核准制改为注册制”。因此，从现行法律适用来看，无论企业债券是否采用公开发行方式，均应适用该通知所称注册制。

（三）非公开发行与私募

有学者在总结美国证券发行注册制度时指出，“在美国，证券私募发行法律规范的核心和本源，在于注册豁免。现行有效的豁免制度源自两个方面，一是 1993 年及其后修订的《证券法》，二是美国证券交易委员会（SEC）1982 年颁布及其后修订的 D 条例及其延伸。”^[45] 针对我国证券市场的私募，不少学者认为，非公开发行等同于私募，私募是非公开发行的便宜称谓。^[46] 甚至有学者认为，私募是“与公开发行相对应的一种证券发行方式”。^[47] 应当承认，在多数场合下，非公开发行是私募，但两者并非同等概念。

在我国，“私募”不是证券法和公司法上的术语。证券投资基金法第十章专章规定“非公开募集基金”，但全文均未提及私募。证监会在 2014 年颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》中才创设“私募投资基金”的概念，并将私募与非公开发行作大致相当的界定。^[48] 事实上，从术语内涵来看，私募属于小概念，非公开发行属于大概念，二者存在明确的界限。以美国为例，“私募”只是发行注册的诸多法定豁免事由之一。有学者根据 1933 年证券法，将注册豁免法定事由概括为 10 项，分别是私募、小额要约、根据 D 条例的注册豁免、州内要约、根据 A 条例的注册豁免、众筹、雇员补偿计划、合并和重组、个人而非发行公司销售、销售一体化。^[49] 需要说明的是，在通常情况下，私募应当豁免注册，但在特殊情况下，即使公司在发行时采用私募方式而豁免注册，但转售时触发转售注册规则的，也应办理新的发行注册。^[50] 因此，非公开发行与注册豁免大致相当，包括但绝不限于私募。

从我国实践来看，私募也不同于非公开发行。我国虽在规范层面上将债券发行分为公开发

[44] 参见《注册制下的企业债一年“成绩单”出炉：44 只企业债申报总规模达 3838.2 亿元》，《证券日报》2021 年 3 月 2 日第 A2 版。

[45] 郭雳、郭励弘：《私募发行在美国证券市场中的地位》，《产权导刊》2006 年第 8 期，第 72 页。

[46] 参见郑坤山：《借鉴美国经验完善我国证券私募监管法律制度研究》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》2014 年第 12 卷，法律出版社 2014 年版，第 193 页注 1。

[47] 李赛敏：《我国私募证券的转让限制及完善》，《清华法学》2008 年第 6 期，第 115 页。

[48] 结合证券投资基金法第 86 条以及《私募投资基金监督管理暂行办法》第 2、11 条规定，私募投资基金系以非公开方式向不超过 200 人的合格投资者募集资金而设立的投资基金。

[49] 参见前引 [29]，Hazen 书，第 81 页以下。

[50] See Ira Haupt & Co., 23 S. E. C. 586 (1946); Edward N. Gadsby, *Private Placement of Convertible Security*, 15 (3) *The Business Lawyer* 476 (1960).

行和非公开发行,实务界却时常采用“大公募”、“小公募”和“私募”等表述。对于这些实务用语的含义,证监会给出的解释是,“大公募的发行对象是公众投资者和合格投资者,如果债券从大公募降为小公募,公众投资者不能再买入,但前期已持有的可以卖出;小公募的发行对象为合格投资者,认购或投资的人数没有限制;私募公司债的发行对象为合格投资者,每次发行对象不得超过200人”。^[51]按照该解释,大公募指债券公开发行,私募专指合格投资者人数不超过200人的非公开发行,小公募则系介于大公募与私募之间的特殊发行。简言之,私募属于非公开发行,其与小公募的划分是以“合格投资者+200人”为标准。如果小公募的合格投资者已超过200人,理应认定为公募或公开发行。但在交易或转让后,合格投资者却可能减至200人以下,此时又应转变为私募并归入非公开发行,这无疑带来规则执行中的混乱。

(四) 小结

公司债券非公开发行是发行公司向投资者融入债权资金的重要法律形式,它与民事主体签订的借款合同非常相似,当然适用民法典关于合同或借款合同的规定。然而,公司债券是公司法 and 证券法规定的有价证券,其非公开发行应当受到公司法和证券法的规范。具体而言,发行公司无论在发行过程中,还是在发行结束后,都应当向投资者或持有人履行特别的法定义务。根据公司法第37、99条的规定,公司应当在股东(大)会形成决议后发行公司债券,并由董事会负责实施,未经股东(大)会审议和决议的,公司董事或经理不得代表公司与投资者签订债券认购合同。同时,债券持有人在转让公司债券时,无需像一般债权人转让债权那样通知发行公司,其可以依照个人意思并将债券直接转让给受让人。根据公司法第160条的规定,在受让人取得无记名债券时,债券转让自动完成;在受让人受让取得记名债券后,发行公司应当将受让人姓名或名称载入“公司债券存根簿”,并据此履行还本付息的义务。

四、公司债券非公开发行的外延与转售控制

在我国,发行注册是公开发行的法定控制机制。^[52]按照该机制,发行公司必须真实、准确、完整、及时地披露证券信息,通过减少发行公司和投资者之间的信息不对称,保护公众投资者利益。在非公开发行中,发行公司无需办理发行注册,也无需像公开发行公司那样履行强制信息披露义务,从而凸显对发行公司融资的服务功能。然而,非公开发行债券在进入交易环节后,有时会因转售而出现“公众持有”的现象,甚至达到与公开发行相同或相似的效果。此时,发行注册等前端控制机制已无法发挥作用,要在兼顾发行公司融资利益和公众投资者利益的基础上,^[53]设置后端的转售控制机制。在投资者向发行公司大额认购债券、随即予以转售的分销型转售中,投资者或在主观上辅助债券发行,或在客观上产生辅助债券发行的效果。其中,主观辅助往往意味着发行公司与认购后转售的投资者之间存在某种协议或协同。例如,发行公司先安排某投资者认购,再由该投资者对外分散转售所持公司债券,遂形成非公开发行债券的公开持有。客观辅助,指投资者与发行公司之间并无发行上的协同,但投资者在认购公司债券后随即予以转售,在客观上达到公开持有的状况。证明投资者具有辅助发行的主观意图

[51] 《大公募、小公募、私募公司债有什么区别》, http://www.csrc.gov.cn/hunan/xxfw/tzsyd/jjtz/201612/t20161214_307776.htm, 2021年5月10日最后访问。

[52] 我国证券公开发行正处于从核准制向注册制的转变中,但公司债券公开发行已全面实行注册制。

[53] 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第9页。

或者“不具有投资意图”，^[54]是十分困难的。但若发行公司知道或者应当知道分散转售会引发与公开发行相似的后果，就可以从投资者随即转售的做法来推定转售发挥了辅助作用。

（一）转售的控制依据

我国证券交易所规则偶尔提及“转售”，法律和行政法规则主要采用“限售”或“限制减持”等表述，^[55]学术界则多关注股票转售，对债券转售的关注度不高。总体上，我国至今仍未形成关于债券转售的限制规则。2015年“证券法修订草案”曾专节规定“股票转售限制”，并认为“这一制度也有助于解决我国市场上长期存在的大股东套现、‘大小非’解禁等难题，符合加强投资者保护的价值取向”。^[56]反对者尽管承认“证券法修订草案”关于转售限制的规则存在一定合理性，但认为该规则未能全面、准确地反映境外经验及其背后的制度逻辑，且对国内市场环境考虑不足，可能产生一定的负面影响，不符合我国的国情。^[57]2019年证券法最终未写入转售限制规则。但我们既无法否认转售现象的客观存在，^[58]也无法否认转售的特殊性。笔者认为，公司债券转售原本是一种特殊的转让形式，但在特定情形下却可以成为债券发行的延伸并影响到公司债券的流动性，应予以特别限制。

在法律上，区分债券发行和转售是合理的。债券发行是发行公司的融资行为，它以发行公司为主体，以向投资者出售债券为手段，最终实现发行公司的融资目的。债券转售则是投资者向他人转让债券的特殊行为，其通常目的是投资变现。两者在行为主体、方式和目的上明显不同。然而，债券转售与发行之间的实际界限有时是模糊的，甚至存在彼此互动关系。如果僵化地区分转售与发行，将公开发行应当注册、非公开发行豁免注册的原理变为教条，难免得出债券转售无需注册甚至无需监管的错误结论。如果对引发公众持有的公司债券转售不加限制，将导致发行公司借由非公开发行债券的转售来规避法定的信息披露义务。如此，旨在规避法定义务的技术或技巧，最终将成为损害公众投资者利益和债券市场秩序的手段。

在理论上，区分债券发行与转售是有意义的，但应同时关注两者的动态牵连。首先，在实务中，当投资者与发行公司存在特殊关系或者某种协同时，转售的投资者实际上承担了债券分销商或承销商的职能。此时，投资者已不完全是独立于发行公司的投资主体，而是与发行公司及其发行行为高度相关者，转售甚至成为变相公开发行的一种渠道。因此，不宜将转售简单归于转让并区别于发行，而应当兼顾公司债券转售的目的和结果，重新厘定转售与发行的关系。其次，在经济上，公司债券的转售与发行之间原本具有高度相关性。转售是投资者转让公司债券、实现投资变现的手段之一，也会提升公司债券的流动性和估值，从而提高发行公司的融资效率，发行公司也可从公司债券转售中间接获益。最后，在效果上，转售引发的公众持有与公司债券公开发行都牵涉公众投资者利益的保护。例如，变现型转售是特殊的转让，^[59]但可能

[54] 叶向荣、贾翱：《论我国私募证券转售制度的完善》，《证券市场导报》2010年第6期，第28页以下。

[55] 参见《深圳证券交易所关于债券回售业务有关事项的通知》、中国证监会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（以下简称“减持股份规定”）。

[56] 前引〔39〕，吴晓灵文，第86页。

[57] 参见徐聪：《注册制下的存量股流通：转让还是转售——兼议〈证券法（修订草案）〉一读稿中的股票转售制度》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》2015年第15卷，法律出版社2015版，第23页以下。

[58] 《首次公开发行股票时公司股东公开发售股份暂行规定》所称“老股转让”或“老股发售”也是“股票转售”，其性质与非公开发行的公司债券转售相当。

[59] 在本文中，变现型转售是与分销型转售相对的转售形式，指投资者基于个人意思和利益而转售获利。相反，分销型转售指投资者为发行公司利益或为履行向发行公司承担的义务而转售。

引起公众持有,产生与公开发行相同或相似的效果。分销型转售形式上是债券转让,实质上却服务或辅助于公司债券发行。

债券转售作为介于债券发行和转让之间的一种事实状态,其性质随着转售的目的和功能的变化而变化。当转售服务于公司发行时,它甚至接近于公司债券发行。当投资者转售的主要目的是投资变现时,其更接近于通常的债券转让。正因投资者分散转售的独特属性,使其在功能上可能成为公司债券发行的延伸。因此,对于这种兼具转让和发行属性的转售,既不能将其简单归入债券转让并适用转让自由原则,又不能将其简单归入债券发行而要求办理注册。美国1933年证券法即将“以分销为目的而从发行人处购入”纳入发行注册之列,^[60]形成了单独规范转售的特别规则。

限制转售必然降低公司债券的流动性。如果以货币作为完全流动性的衡量基准,流动性就是一项财产在给定时间,无损失地转换为现金的属性。其中,完全流动性表明某项财产全额转换为现金的可能性,完全无流动性表明在给定时间转换为现金的不可能性,介于两个极端之间,则是各种不同程度的流动性。^[61]对于债券市场各方参与者来说,流动性具有重要意义,但不能因此得出流动性越高、市场化程度越高,则市场秩序越好的逻辑结论。债券转售作为转让的特殊形式,遵循自由转让的原则,不仅彰显债券的财产本质和契约精神,也能提升公司融资效率,协助投资者转移投资风险。然而,转让自由不是债券转让的唯一法律价值。公司在以非公开方式发行债券时,无需遵守公开发行注册规则,所承担的信息披露义务也较低,投资者利益更容易受到损害。因此,立法者应在兼顾发行公司融资利益的同时,坚守保护投资者利益的立场,在合理范围内适当限制公司债券的流动性。法律强制与私人契约并存,^[62]“便利企业筹资”与“投资者保护”并重,^[63]才是证券市场法制应有的状态。

在分析限制转售对公司债券流动性的影响时,必须强调两个前提:一是,非公开发行只是发行方式之一,本身就存在对流动性的限制。如果发行公司、投资者和市场追求更高流动性,本应选择公开发行方式,而不应在选择非公开发行的同时,追求与公开发行相似的效果。发行公司既然选择了一种限制流动性的融资模式,就不能再以该模式限制了流动性为由而否定之。否则,就构成论证上的自相矛盾。二是,投资者往往追求流动性,但为了保护投资者利益,立法者仍应谨慎采用适当方式来限制转售。在非公开发行中,发行公司承担的信息披露义务较低,非公开发行的公司债券未必适合公众投资者的投资需求,却可以为合格投资者提供新的债券品种,同时降低公司发行成本。但是,若转售产生与公开发行相同或相似的效果,而发行公司在承担较低义务和成本的同时却要牺牲投资者利益,这在立法政策上是不应鼓励和接受的。因此,应当以“适当流动性”为出发点,将公司债券转售限制在特定范围内。^[64]通过对持有期限、转售数量、转售者、转售方式和通知义务等作出规定,^[65]在相对狭窄的范围内限制转售,这样不会对市场流动性产生重大影响。相反,超越边界而讨论限制转售,则偏离了预设的

[60] 参见美国1933年证券法第2条(a)(11)。

[61] See A. M. Neuman, *The Doctrine of Liquidity*, 3 (2) *The Review of Economic Studies* 81 (1936).

[62] 参见陈彬、陈娟:《美国限售股制度总结及对我国限售股制度改革的启示》,载郭锋主编:《证券法律评论》2014年卷,中国法制出版社2015年版,第129页。

[63] 前引[46],郑坤山文,第198页。

[64] 参见曹萍:《美国公司债券发行制度分析》,《浙江工商大学学报》2013年第4期,第94页。

[65] 参见金永军、崔荣军:《美国债券定向发行制度研究及启示——兼论我国中小企业债券融资制度建设》,《证券市场导报》2012年第6期,第64页。

前提，分析结论难免错误。

（二）转售的控制逻辑

我国立法上虽然并未采用公司债券转售及限制的表述，但已经形成了一套特殊的规则体系。首先，市场范围的限制。根据证券法第37条第2款和“公司债券管理办法”第2条的规定，转售市场主要指“证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所、按照国务院规定设立的区域性股权市场”，并扩展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台。其次，转让期限的限制。根据证券法第36条第1款的规定，公司法和法律对公司债券的转让期限有限制性规定的，在限定的期限内不得转让。虽然我国尚未在立法上明确限制公司债券转让的期限，但证券监管机构可以在授权范围内，通过部门规章的形式限制转售期限。^[66]再次，投资者身份的限制。“公司债券管理办法”第3条第1句规定，“非公开发行的公司债券仅限于合格投资者范围内转让”，这就排除了其他投资者受让非公开发行的公司债券。需要指出的是，在我国，受规管市场的组织者已经制定并执行着各自的合格投资者标准，^[67]其他市场有待建立合适的、清晰的标准，但不应将“公司债券管理办法”直接适用于其他非公开转让市场。最后，投资者人数的限制。“公司债券管理办法”第3条第1句后段规定，“转让后，持有同次发行债券的合格投资者合计不得超过二百人”。然而，若发行公司在短时间内发行多只公司债券，每只债券的投资者不超过200人，那么，发行公司的投资者总数可能突破200人，达到与公开发行相似的效果。因此，分次计算规则的妥当性值得反思。

美国证券法同样对证券转售施加限制。1972年，美国证监会根据1933年证券法第2条和第4条的授权，专门制定“114规则”。根据该规则，发行人附属机构的任何证券买卖，必须符合五项要求。^[68]第一项是减持数量规则，即投资人依“114规则”出售证券，在任何一个三个月期间内不得出售超过以下两种的最高者：（1）该证券的每周平均交易量；（2）该种类证券已发行数量的百分之一。第二项是证券持有期间的限制规则，即自发行人或发行人的关联企业取得证券的时间，必须超过一年（非发行人关联企业的投资人持有证券的期间可累积计算）。第三项是信息报告规则。发行人必须遵守并符合1934年证券交易法规定的定期报告规则，或者必须提供与该规则相当的信息。第四项是出售方式的限制规则。证券应当采用经纪商交易方式，或者出售给做市商，且出卖人不得因期待交易而劝诱买方下单。第五项是通知规则，即出卖人应于下单的同时，以规定的表格形式向美国证监会报告出售证券的事实。

对比而言，我国系将转让作为限制对象，未单列转售为限制对象。在此基础上，我国从四个限制要素出发，对于转让作出静态限制，仍体现了限制转让的原则。美国单独将转售列为限制对象，从转售流程上予以动态限制，重视限制转售规则的技术属性。我国未必需要照搬美国做法，但应直面公司债券转售及其特殊性，充分考虑变相公开发行和非法集资的实际情况，^[69]明确将转售作为受特别规制的事项，并分层建立如下规则：一是，明确规定非公开发行的具体类型，澄清其与公开发行的关系，避免因非公开发行概念不清而引发实务风险，为发行公司提供可预期的融资环境。二是，兼顾其他协议转让市场的实际情况，创设符合限制转售需求的规

[66] 参考证监会制定“减持股份规定”的做法，其也可制定限制公司债券转售的规章。

[67] 参见《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》第5—7条。

[68] 参见李建伟、王咿人：《美国证券私募发行豁免规则的修正及启示》，《证券市场导报》2008年第9期，第52页；前引[64]，曹萍文，第93页。

[69] 参见彭冰：《非法集资活动规制研究》，《中国法学》2008年第4期，第44页。

则, 填补转售规则的空白。三是, 针对投资者转售的目的和效果, 区分变现型转售和分销型转售, 设置适合分销型转售的限制和申报或注册规则。

五、公司债券非公开发行的实现机制

如果说公开发行是公司的自然权利,^[70] 那么, 以非公开方式发行债券同样是公司自主决定的事项。按照公司法关于股东(大)会职权的规定,^[71] 公司在股东(大)会决议后, 可以发行公司债券, 自主销售债券, 或者向证券业协会、交易商协会办理发行备案或注册。发行公司在选择自主销售时, 为了避免落入“变相公开发行”或“非法集资”的陷阱, 往往选择向证券业协会办理发行后备案, 或者向交易商协会申请发行前注册, 且经备案或注册后, 债券才进入交易所或银行间市场进行交易或转让。

在我国, 证券业协会和交易商协会已成为公司债券非公开发行的自律监管组织, 事后备案和事先注册已成为一套独特的自律监管规则。针对三种公司债券的发行, 我国在实践中已形成两种审核机制。其中, 企业债券和债务融资工具均采用“事先注册”模式。企业债券发行适用注册制, 发行主体须在发行前申请发行注册, 经注册后才可非公开发行, 发行结束后可以申请在银行间市场或交易所市场交易。^[72] 发行主体发行债务融资工具的, 应当经保荐人向交易商协会办理注册后, 才可在银行间市场发行并转让。^[73] 公司在发行公司债券时, 必须由具有证券承销业务资格的证券公司承销, 承销机构应当在每次发行完成后5个工作日内向中国证券业协会备案。^[74] 因此, 公司债券的发行采用“事后备案”模式。按照该模式, 发行公司系在发行结束后向证券业协会申请备案, 再向交易所申请挂牌转让。

“事先注册”和“事后备案”与证券法所称公开发行注册不同。对此, 部分学者存在错误理解。例如, 在论及债务融资工具时, 有学者就提出, 注册制并非完全舶来品, 境内早有实践。“债务融资工具管理办法”授权银行间交易商协会对本质上属于公司债券的“中期票据”等债务融资工具进行“注册”发行和自律管理, 开启了央行转变政府管理职能, 由交易商协会行使中期票据的注册、发行、交易、信息披露和金融中介管理等职能, 实现自律管理, 央行担纲市场监管者的改革序幕。^[75] 这种解释只顾及了“注册”的字面含义, 却忽视了其本质和性质。证券法规定的注册所针对的是公开发行, 在性质上系行政许可, 而交易商协会的注册以及证券业协会的备案适用于非公开发行, 属于自律组织的自律监管, 二者不可混淆。此外, 现有规定也存在模糊不清之处。例如, “企业债券发行通知”第1条规定, “发行企业债券应当依法经国家发展改革委注册”。若该通知所称“注册制”仅限于公开发行, 这种解释是合理的。但其明确指向的是“企业债券发行”, 未区分公开发行和非公开发行, 这就意味着非公开发行企业债券也实行“注册制”。若作如此宽泛的解释, 将与证券法上注册制背道而驰。我国

[70] 参见林海:《公开发行是否为公司的自然权利——以英美证券发展史为例》,《清华金融评论》2015年第6期,第81页。

[71] 参见公司法第37、99条。

[72] 参见“企业债券发行通知”第1条。

[73] 参见“债务融资工具管理办法”第4条。

[74] 参见“公司债券管理办法”第29、33条。

[75] 参见朱林:《证券发行注册制:制度机理、实践与建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》2015年第14卷,法律出版社2015年版,第236页。

是在规则渐进中创设“核准”“注册”“备案”等表述的，渐进过程时常意味着无法避免的混乱。然而，在非公开发行中简单采用注册制的表述，难免混淆证券法上注册制与非公开发行注册或备案的差异，容易削弱证券法上注册制的功能，甚至背离自律组织注册或备案的服务功能。为了避免词语混用造成的市场误解，我国应在公开发行实行注册制的前提下，及时清理债券非公开发行中的“核准”“注册”“备案”“审批”等词语，避免在非公开发行中使用注册或注册制的提法。

需要指出，“事先注册”和“事后备案”在规则上存在差异，在效果上却是相似或接近的。无论事先注册抑或事后备案，公司债券非公开发行均在自律组织监管下组织和实施。如果公司计划在银行间市场或交易所市场挂牌转让债券，应当遵守交易商协会或证券业协会等自律组织的自律规范，如聘请金融机构作为承销商参与债券发行，经由债券评级机构进行信用评级，甚至必须聘请律师等专业机构和人员出具专业意见，否则不仅无法组织和实施发行，已发行债券也无法进入银行间市场或交易所市场挂牌转让。这种特殊机制实现了自律组织对债券非公开发行的事先介入和自律监管。债券非公开发行的条件宽松，程序简洁，但与公开发行的界限未必清晰。^[76]自律监管显然降低了发行公司误判的风险。特别是，证券业协会和交易商协会是在证券监管机构和人民银行监管下开展备案或注册，其接受备案或注册的通知等文件，即构成发行不属于公开发行的表面证据之一，发行公司可以援引作为对抗公开发行指控的理由。

Abstract: The Chinese Securities Law adopts the dichotomy of public issuing of corporate bonds and non-public issuing of corporate bonds, according to which securities law applied first in the case of public issuing, while company law applied directly in the case of non-public issuing. However, such dichotomy is not comprehensive enough and can't be adapted to the complex and changeable bond market, and can easily result in the deviation of regulation from the its purpose. To protect the interest of public investors and regulate companies' acts of debt finance, rules of registration immunity can be introduced on the basis of the dichotomy, but they should not be seen as a type of non-public issuing or an opposite to public issuing. By developing the causes of immunity, some debt finances that ostensibly take the form of non-public issuing should be treated as public issuing. Similarly, some issuing of bonds that ostensibly take the form of public issuing should be treated as registration immunity. Moreover, rules of restraint on resale should be introduced to reduce the possibility of disguised public issuing and enhance the adaptability of the rules of non-public issuing. The Chinese Securities Law should also confirm the regulatory functions of self-regulatory organizations such as the National Association of Financial Market Institutional Investors and the Securities Association of China in the context of regulating the non-public issuing of corporate bonds.

Key Words: corporate bonds, non-public issuing, private placement, illegal fund-raising, registration-based system

[76] 参见前引 [35]，徐明等文，第 339 页。