

资本市场信息披露双层规范体系的基本建构

郭 锋*

内容提要 我国资本市场信息披露规范以公开发行为主体,对私募发行缺少系统性规定,需要构建信息披露公开发行与私募发行双层规范体系。可以借助契约经济学为解决信息不对称而提出的激励机制和风险缓释机制两种理论工具来建立完善信息披露双层规范体系。在立法层面,激励性规范应当有助于发行人按照成本收益考量选择适合的募集方式,风险缓释规范应当围绕股份流通与投资者适格进行区分配置。在监管层面,基于激励性规范,公开发行实施注册制监管、以信息披露为核心,私募发行采用豁免制监管、以效率优先为理念;基于风险缓释规范,公开发行监管致力于明晰有关主体责任界限,私募发行监管重在厘清私募范围、有限度采用公开劝诱规则。在司法层面,由于公开发行虚假陈述主要表现为侵权责任、私募发行虚假陈述大多表现为违约责任,故应当严格区分双层规范下虚假陈述行为人承担民事责任的请求权基础。

关键词 信息披露 公开发行 私募发行 注册制 虚假陈述

目 次

- 一、引言
- 二、信息披露双层规范体系的形成与理论解释
- 三、信息披露双层规范体系的立法逻辑
- 四、信息披露双层规范体系的监管机制
- 五、信息披露双层规范体系的司法适用——以请求权基础为视角

* 成都理工大学文法学院教授。

一、引言

信息披露既是证券法的奠基性制度,也是证券监管的核心制度。一个科学合理、执行有效的信息披露规范体系,对资本市场发展和投资者保护至关重要。我国资本市场建设30余年来,信息披露规范从无到有、由小到大,如今已枝繁叶茂。其中,最引人注目的成果是形成了公开发行信息披露规范体系。由于现行证券法的全部制度设计与规范条款,基本上都循证券公开发行而展开,因此,在法律文本意义上,我国证券法主要是公开发行信息披露法。

但是,对一个融投资功能齐备的资本市场而言,除了公开发行信息披露规范体系外,私募发行信息披露规范体系也同样重要。^①长期以来,我国私募发行由证券业、银行业、保险业、信托业等监管机构各自负责监管,部门规章构成私募监管规范的主要载体。2005年修订《证券法》第10条中首次以法律形式规定私募发行(非公开发行),这一规定并为2019年的《证券法》第9条第3款所沿用,是为我国私募发行及其信息披露法律规范之滥觞。其后,2012年修订《证券投资基金法》增加了私募(非公开募集)基金条款,2023年《私募投资基金监督管理条例》以行政法规形式专门调整私募投资基金。但在证券法中,并没有像公开发行那样对私募发行作出体系化制度安排。

究其原因,在于我国早期证券立法限于规制公开发行。2005年修订证券法时,立法者意识到,在集中监管的资本市场之外,还存在一些市场主体“冒用”公开发行机制进行股权资本私募、非法集资等现象,因此有必要对其“公开性”加以抑制。并且私募发行是与公开发行同样重要的直接融资方式,立法价值取向不宜一概禁止,遂在证券法修订中填补私募发行规范空白。尽管如此,限于认识局限,立法者是从“界定公开发行行为,为打击非法发行行为提供法律依据”^②角度设计制度,并将私募条款作为对公开发行的一种补遗性规定。证券法对私募发行缺少定义性规范和体系化安排,在理论上和实务中造成极大困扰。2023年出现的两件标志性案件——北京金融法院判决的首例“银行间债券市场服务机构虚假陈述责任纠纷案”^③、上海金融法院判决的首例“资产支持证券(ABS)欺诈发行民事赔偿案”^④,在私募发行信息披露责任规范不甚明确情况下,法官不得不以公开发行信息披露责任规范及其相关司法解释作为裁判依据,因此在法律适用上出现了偏差。

① 国内学术界一般将美国证券法中的“public offering”译为“公开发行”“公募”,“private placement”或“private offering”译为“私募”“私募发行”“非公开发行”。我国证券法中使用的是“公开发行”“非公开发行”概念。《私募投资基金监督管理条例》以及一些部门规章中使用“私募”“私募发行”概念。

② 周正庆:《关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉的说明》,2005年4月24日在第十届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议上。

③ 参见北京金融法院(2021)京74民初1号民事判决书。

④ 参见上海金融法院(2020)沪74民初1801号民事判决书。

即使在资本市场发达的美国,也存在市场竞争下公开发行与私募发行制度供给再平衡问题。过去 20 年来,美国公开发行股权市场面临来自私募发行日益激烈的竞争,上市公司数量减少了 50%,对美国经济和社会福祉产生重大不利影响。^⑤为此,美国国会和美国证券交易委员会(SEC,以下简称“美国证交会”)加强了一系列降低成本和扩大投资者准入的制度供给,包括 2018 年制定《促进创业企业和投资者信心法案》(JOBS Act 3.0),进一步简化 IPO 监管,试图使公开市场对私人主体更具吸引力。^⑥

目前,我国金融市场面临加快构建中国特色现代金融体系的迫切任务。证券法律规范的基本功能是为金融高质量发展、中国特色现代金融体系建设、资本市场注册制、多元化股权融资提供制度供给。在我国私募市场融资量远远高于公开发行市场的情况下,信息披露规范仍以公开发行为主体,对私募发行缺少系统性规定这一规范结构失衡、制度供给不足现象,^⑦既与资本市场高质量发展、现代金融体系建设的国家战略不符,也无法实现“活跃资本市场,提振投资者信心”的政策目标。

在证券法学界,对公开发行研究较多,对私募发行研究较少。在涉及公开发行、私募发行信息披露规范(以下简称“双层规范”)的研究时,一般分别进行单层阐释,没有从双层角度深入系统研究和区分两者的理论基础、价值功能、规范含义、适用区分和民事责任等,即缺少对信息披露双层规范体系建构的研究,以致造成目前对双层规范进行有效区分的理论依据不足,引发立法、监管与司法裁判陷入困境。因此,本文提出“信息披露双层规范”概念,在考察信息披露双层规范形成机理和理论解释基础上,分别从立法、监管、司法三个相互关联、相互影响的维度展开对双层规范体系的比较分析和研究。

二、信息披露双层规范体系的形成与理论解释

(一) 信息披露双层规范体系的缘起

信息披露双层规范体系是随着公司类型化区分而发展起来的。按照英美公司分类理论,普通法系中的公司区分为公众公司与封闭公司。两者都是将股东的投资转化为股权资本。但在股权资本形成过程中,公众公司可以向社会公众公开发行募集,而封闭公司只能在一定范围内向特定对象发行募集。^⑧在公开发行情况下,为了便于人数众多的投资者进行投资决策,识别投资风险,防止被欺诈,立法者发明了证券发行注册和信息公开披露制度。在私募发行情况下,由于投资者与发行人彼此具有一定信任基础,且投资

⑤ See Frederick A. IV Elmore, *When, as, and if: How an Obscure Security Could Make Initial Public Offerings More Efficient*, Virginia Law & Business Review, Vol.14:1, p.3 (2020).

⑥ See Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP, *The JOBS Act 3.0: Regulatory Reforms Pass House of Representatives*, at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=780d02bb-aafc-4792-bc8c-c3e7bc37f739> (Last visited November 20, 2023).

⑦ 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》(第 12 卷),法律出版社 2014 版,第 193 页。

⑧ 参见[英]艾利斯·费伦:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社 2012 年版,第 4-5 页。

者数量较少,可以通过协商、缔结合同形成相互之间的权利义务关系,法律遂规定对信息披露采取定向私下提供方式,且对证券发行豁免注册。

由此,法律对公开发行与私募发行分别建立规范体系。按照英国法哲学家拉兹的规范理论,法律规范可以分为原初性规范和派生性规范两类。前者是指规范的产生条件中不包含其他规范的存在;后者是指在已存在的确定规范之上和创制规范的事件发生后形成的规范。^⑨ 公众公司公开发行信息披露制度属于原初性规范,最早产生于英国《1844年合股公司法》中,后经英国国会制定修改的多部公司法发展完善。继受英国法的美国,在20世纪初各州立法中将英国法中的公开原则和招股说明书制度发扬光大,并于30年代在联邦证券法中形成了现代资本市场信息公开披露规范。经过百年演进,公开发行信息披露规范体系在美国已经成长为参天大树,由美国国会制定的八部联邦法律^⑩、美国证交会大量监管规章、法院众多判例组成。由此,美国证券法建立了一个以披露主义为核心的“证券发行注册的联邦法律体系”。^⑪

私募发行是随着封闭公司产生而出现的募集资金方式,本质上是在公开发行制度基础上,基于限缩公开发行范围而形成的定向发行制度。与此相适应的信息披露规范属于派生性规范。在英国,封闭公司的立法承认较公众公司晚了60多年,直至《1908年公司法》才创立了封闭公司概念,^⑫并在《1948年公司法》中明确限定股东应当低于50人,不得向公众募集资本和上市。从立法最初确认封闭公司的原因来看,主要是其与公众公司在信息披露方面的差别:公众公司负有向公众公开其财务信息的义务,较小的封闭公司则不承担这种义务。^⑬一般认为,现代资本市场私募发行规范源于美国《1933年证券法》第4条(a)款(2)项。^⑭其规定:不涉及任何公开发行的发行人交易,不适用该证券法第5条关于公开发行的禁止性规范。这一规定被描述为“打开了私募发行的一个口子”^⑮。自此以后,在与公开发行制度的反复博弈中,形成了以《1933年证券法》第3条“豁免证券”、第4条“豁免交易”为基石,调整美国私募发行较为完整、效力层级分明、操作性强的私募信息披露规范体系。同时,也意味着信息披露双层规范体系基本定型。

(二) 信息披露双层规范体系的边际扩张

随着资本市场融投资制度的高度发达,各种企业股权、公司股权乃至债权以证券化形式进入资本市场,信息披露规范所依存的制度基础从传统公司不断外溢扩大,信息披露主体超出了传统公众公司与封闭公司范围。而且,在金融全球化、欧盟一体化背景下,

⑨ 参见[英]约瑟夫·拉兹:《法律体系的概念》,吴玉章译,商务印书馆2022年版,第78页。

⑩ 这八部法律是:《1933年证券法》《1934年证券交易法》《1935年公共事业控股公司法》《1939年信托契约法》《1940年投资公司法》《1940年投资顾问法》《1970年证券投资者保护法》《2002年萨班斯—奥克斯利法》。

⑪ 参见[美]哈威尔·E.杰克逊、[美]小爱德华·L.西蒙斯:《金融监管》,吴志攀等译,中国政法大学出版社2003年版,第637页。

⑫ 参见林少伟:《英国现代公司法》,中国法制出版社2015年版,第81页。

⑬ 参见[加]布莱恩R.柴芬斯:《公司法:理论、结构和运作》,林华伟、魏旻译,法律出版社2001年版,第50页。

⑭ 该条原位于美国《1933年证券法》第4条(a)款(1)项第2小段,于1964年修改时调整为现条文序号。

⑮ 李湛:《美国144A规则对发展我国中小企业私募债的启示》,载《金融与经济》2012年第7期,第44页。

大陆法系国家信息披露规范已由传统上商法典、公司法规定,转变为由资本市场法规定,从而实现了与普通法系全面、深度的对接。^{①⑥} 鉴于这些变化,传统公司形式对信息披露不再具有实质意义。英国学者甚至说,公司法中公众公司与封闭公司的分类是多余的,公司财务信息是否公开取决于公司大小,公司股份上市及其信息披露是由资本市场法律去规定。^{①⑦} 证券法所关心的是,进入资本市场发行交易的证券,究竟是公开发行的还是私募发行的。在前者,发行人筹集资金需要超越数量有限的特定对象,面向公众发行,因而,公众投资者的利益保护成为首要问题;在后者,发行人无论是公众公司,还是封闭公司,抑或其他主体,都只能向少量特定投资者募集,信息披露不适用公开发行制度机制。

在我国资本市场,基于股份上市流通的不同制度安排,上市交易的股份有限公司区分为上市公司、非上市公众公司。其中,上市公司是发行人 IPO 后在证券交易所挂牌交易的公司;非上市公众公司是股票向特定对象发行或转让导致股东累计超过 200 人或者股票公开转让,股票未在证券交易所上市交易的股份有限公司。^{①⑧} 这两种公司相当于普通法中的公众公司,法律、监管规章为其设定的信息披露规范虽有差别,但均属于公开发行信息披露规范。非上市交易的其他股份有限公司、向特定对象发行证券不超过 200 人的挂牌公司、有限公司,相当于普通法中的封闭公司,其信息披露规范为私募性质的非公开信息披露规范。与我国多层次资本市场建设相适应,信息披露规范体系演进的边际扩张在私募发行领域非常显著。比如,银行间债券市场、新三板市场以及地方股权交易中心,是我国重要的私募市场,由不同层级的私募规范调整。但受制于公司法律制度,非股份有限公司不能成为股份公开发行上市主体,因此公开发行信息披露规范体系的边际扩张受到抑制。这也是我国股份公开发行市场发行主体单一、进入门槛过高、市场竞争不足的重要原因。

(三) 信息披露双层规范体系的相互关系

信息披露双层规范体系是分别适应公开发行与私募发行两个市场(以下简称“双层市场”)成长和运行而形成的制度规则,其价值功能是为双层市场并行且有区分的发展提供制度基础。两者的关系体现在:其一,分立性。鉴于双层市场不同门槛的融资条件、有区别的投资者结构、相异的证券转让方式、差别化的监管政策,信息披露双层规范分别呈现出公开性与私人性的异质性表征。因此,证券法为它们分别设计独立的规范,且不得交叉适用。其二,关联性。公开发行与私募发行都是从资本市场募集资金,都受证券法统一规制和调整,两种规范的宗旨、原则、权利义务相适应规则相同。两种规范具有关联关系,相互参照、彼此依存。在一种募集方式因市场变化终止后,经过法定“冷静期”,还可选择另一种募集方式,此时可发生规范适用转换。^{①⑨} 其三,竞争性。双层市场各具内生发展动力,使得信息披露双层规范体系具有竞争性。如果法律规范过度鼓励私募

^{①⑥} 参见[德]斯蒂芬·格伦德曼:《欧盟公司法》(下册),周万里主译,法律出版社 2018 年版,第 4 页。

^{①⑦} 参见吴越主编:《私人有限公司的百年论战与世纪重构》,法律出版社 2005 年版,第 466 页。

^{①⑧} 参见中国证监会《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第 212 号,2023 年修订)第 2 条。

^{①⑨} See Commodity and Securities Exchanges § 155, 17 C.F.R. § 230 (2001).

发行,私募市场的增长会削弱公开发行的规模和多样性,并激励发行人规避公开发行注册程序,上市公司数量必然下降;如果法律规范不计成本扩张公开发行信息披露范围,过度加重中介机构尽职调查责任,则会使部分发行人转而进入私募市场,公开发行市场有效配置资本的能力和效率将受影响;如果法律规范将公开发行市场门槛过于降低,则私募资金将大规模进入公开发行市场,导致私募市场萎缩。

(四) 信息披露双层规范体系的理论解释

就为什么要在证券法中区分信息披露双层规范体系、如何建立两者的区分标准,传统上采用“法律目的说”理论予以解释。该理论由美国最高法院法官克拉克(Clark)1953年在“SEC诉罗森普瑞纳有限公司案”中提出。克拉克法官认为,区分私募与公募,要符合证券法的立法目的,即证券法“是通过提供那些投资者在决策时所需要的全面信息来保护投资者”。^{②①}因投资者对公开发行与私募发行的信息需求不一样,证券法应当分别采取“注册—披露”和“豁免—不披露”两种不同的立法主义。“法律目的说”理论虽然从应然角度解决了双层规范体系区分的正当性和监管路径问题,但本身存在固有缺陷。不能为信息披露双层规范在证券立法中的体系化表达提供逻辑指引,以致长期以来双层规范在成文法中呈现出碎片化、模糊化特性,不能产生体系效应。进而,也没有能从实然角度回答和揭示出发行人在双层市场融资选择不同的信息披露规范,实际上是基于利益与风险考量而进行的自愿选择。随着信息不对称理论的兴起,这一问题得以迎刃而解。

信息不对称理论是20世纪70年代在西方发展起来的一种解释现代市场经济制度、金融制度,被称为“契约经济学”理论的一个分支学说。^{②②}该理论认为,在任何一种涉及不对称信息的交易中,享有信息优势的一方为代理人,另一方为委托人。当委托人无法观察或获知代理人的行为或完全信息时,就出现了信息不对称。信息不对称是市场经济存在利益冲突的重要根源。信息不对称如果发生在“签约”之前,会导致逆向选择;如发生在“签约”之后,会导致道德风险。^{②③}由于委托人不能直接、完全观测到代理人选择了什么行动,只能获得代理人行动的不完全信息,因而会导致代理人产生欺诈、偷懒、懈怠、寻租、机会主义等行为。

将信息不对称理论用于观察双层市场,我们发现同样适用。无论是证券公开发行市场还是私募发行市场,都存在严重的信息不对称情况。发行人拥有公司经营和财务的完全信息,投资者获知信息的多少主要取决于发行人在多大程度上遵守信息披露法规要求。由此导致作为融资者的发行人在信息披露中发生逆向选择和道德风险。在前者,一般表现为隐藏不利信息、编造虚假信息,从而引发投资者资金向劣质发行人汇聚,出现“劣币驱逐良币”现象。在后者,主要是作为代理人的大股东、管理层背离证券法的立法目的,从事追求个人私利、损害投资者利益和公共利益的行为;发行人还往往基于趋利动

^{②①} See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953).

^{②②} “契约经济学”理论主要包括一般均衡框架学派、产权—交易成本学派、不对称信息学派、法经济学派四个分支。参见[美]科斯、哈特、斯蒂格利茨等:《契约经济学》,经济科学出版社1999年版,第2-4页。

^{②③} 参见张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海三联书店、上海人民出版社1996年版,第493页。

机以形式上的“私募”规避公开发行中的强制披露监管,混淆公开发行与私募发行界限,挑战证券监管秩序。

为消除信息不对称现象而产生的逆向选择和道德风险,契约经济学提出了激励机制和风险缓释机制两种理论工具,并被法经济学研究者普遍认同和采用。比如,波斯纳在《法律的经济分析》书中、伊斯特布鲁克和费希尔在《公司法经济结构》书中,均把现代公司的激励机制和金融市场证券投资风险分散机制作为重要研究对象。^② 据此,笔者按照法经济学的分析方法,将信息披露双层规范按照规范功能区分为激励性规范和风险缓释规范。在证券法中,激励性规范旨在对双层市场中作为代理人的发行人进行目标激励,将公司利益、股东利益与发行人利益紧密捆绑,使发行人为了最大利益而自愿披露客观真实信息,按照投资者利益行事。风险缓释规范旨在将证券法视为解决投资风险的一种手段,通过在双层市场中建立“委托人与代理人共同分担风险契约”,使保护各类投资者的制度条款可以根据其所解决的风险类型进行分类,监管机构可以据此简化监管,减少资本形成成本,更有效保护投资者。^③ 这两种规范的目标功能,既是为了增进社会整体福利,也是为了解决“委托—代理”中的信息不对称问题。

三、信息披露双层规范体系的立法逻辑

证券立法的终极目的,一是促进有效、公正资本市场形成,维护公共利益和投资者利益;二是避免投资者因欺诈而遭受损失,防止资本市场出现系统性风险。基于此,建构信息披露双层规范体系的立法逻辑应当是:就激励性规范而言,基于不同的融资方式考量,对公开发行人,从融资条件、注册程序、信息公开等方面予以激励,增加注册透明度,提高融资可预期性;只要披露信息真实、准确、完整、公平,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,就进行免责激励,提供安全港保护。对私募发行人,进行豁免注册、豁免披露激励,降低披露成本,提高融资效率。就风险缓释规范而言,通过对风险的合理分配,在公开发行情况下,增强股份流通性,方便投资者自由购买或退出,防止代理人虚假陈述和内幕交易,缓释股份集中和投资者被欺诈风险;在私募发行情况下,限制证券转让,实行合格投资者制度,防止私募风险外溢。

(一) 激励性规范

进入资本市场融资的发行人,在披露信息时,会更多考虑边际量的成本和收益。比如,管理层经过对任职期限、薪酬、职业声誉获得的正收益与信息披露引发的风险和成本比较后,往往愿意披露好消息。基于此,信息披露激励性规范,应当有助于发行人按照对成本收益的考量选择适合的募集方式。如果募集资金数量巨大,投资者须达到一定规模,

^② 参见[美]理查德·A.波斯纳:《法律的经济分析》(上、下册),蒋兆康译,中国大百科全书出版社1997年版;[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、[美]丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版。

^③ See Thomas M. Selman, *Sidestepping the Rat Holes: Investment Risk and Securities Law*, Harvard Business Law Review, Vol.8:36, p.43-47 (2018).

就需要进入公开发行市场;反之,低成本的私募市场就可以满足需求。为此,公众性和公开性作为区分公开发行与私募发行的基本标准,就成为证券法为发行人选择不同融资市场、不同信息披露类型而创制的两种激励性规范。

1. 公众性及其判断标准

公众性是区分公开发行与私募发行的基本依据,为信息披露双层规范体系奠定基础。凡是符合公众性要求的证券发行,构成公开发行,需要进行强制信息披露;达不到公众性要求的证券发行,构成私募发行,一般无须公开披露信息。从而,公众性成为激励发行人进入资本市场选择筹资方式的有效工具。

如何判断公众性,一直是证券立法的难题。对此有三种立法例。一是依据特定人数。即按投资者人数来区分公开发行与私募发行。认购证券的投资者只要累积超过特定人数,就属于公开发行;在特定人数之下,则构成私募发行。如,美国证交会1935年最早提出25人限额作为私募发行标准,^{②5}1974年《146规则》扩大到35人^{②6};我国《证券法》第9条第2款中将特定对象200人作为区分标准。二是依据投资者能力。即以投资者是否有能力保护自身利益作为判断标准。其理由是,私募投资者一般拥有相当资产或收入,具备足够投资知识和经验,了解发行人有关信息,能够自我保护。该标准为克拉克法官在前述同一案件中首创。克拉克法官认为,根据《1933年证券法》第4条认定发行人直接销售股票是否属于私募发行时,不应当主要依据投资者人数,关键是看投资者是否有能力保护自己的权益。^{②7}三是依据综合因素。即判断某一特定交易是否涉及公开发行,不能只取决于某一因素,而应当对相关因素综合考虑。美国证交会认为,这些因素主要包括:认购人数量、认购人之间的关系、认购人与发行人的关系、发行人数量、发行规模,以及发行方式。^{②8}在证券发行中,发行人与认购人之间预先存在的“事前实质性关系”是最重要的判断尺度。

公众性判断标准的立法主义各有利弊。首先,区分公开发行与私募发行所依据的人数标准完全是一个擅断的数字。各国规定的25人到200人,并没有什么特殊的依据,更多是基于国情和社会承受心理考量。其次,完全抛开投资者人数,纯粹按照投资者能力来判断,本身也存在逻辑矛盾。投资者能力实际上是一个不好确定标准的概念,在实际运用中往往依据经济实力。因此,投资者能力解决的是私募发行中普通投资者保护问题,对判断公众性无甚助益。第三,不能完全断定私募就不涉及公共利益。尽管私募发行所受约束主要源于章程、信托性契约,但由于私募的非公开性,难于监管,仍然存在产品风险、欺诈风险、突破或变相突破人数限定风险,这都直接或间接涉及公共利益。

我国的最优选择应当是:建立以特定人数为基准,以投资者能力为补充的公开发行与私募发行的区分标准制度。理由是:其一,与《证券法》第9条第2款不冲突。该款

^{②5} See Securities Act, Release No. 285, 11 F.R. 10952 (1935).

^{②6} See *Transactions by An Issuer Deemed Not to Involve Any Public Offering*, Release No. 33-5487, 39 F.R. 15261 (1974).

^{②7} See *supra* note 20, SEC v. Ralston Purina Co.

^{②8} See *supra* note 25, Securities Act.

并没有将人数限额作为区分公开发行与私募发行的唯一标准。其规定的“向不特定对象发行证券”,并未将限额以下排除出不特定对象范围;其规定的“向特定对象发行证券累计超过 200 人”,明确说明“依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内”,加之该条中的兜底款项,表明人数限额是一个可以伸缩的数字。其他有关法律法规、部门规章,普遍将 200 人标准与投资者适格兼容规定。^②其二,有利于将民间私募市场纳入监管范围。长期以来,由于缺少法律规制,以及公开发行与私募发行界限不清,加之地方金融无法有效纳入国家统一监管、执法体系,民间私募市场出现大量非法集资、非法吸收公众存款现象。将投资者能力因素引入后,可以引导民间私募市场将一般公众投资者隔离在外,主要以合格投资者为募集对象,再将其纳入正规私募市场进行监管。

2. 公开性及其测试方法

与公众性重在反映投资者人数与募集资金规模不同,公开性旨在解决向投资者披露信息的范围和程度问题。公众性是公开性的前提和基础,公众性越强,信息需要公开的程度越强、范围越广;公开性是公众性的保障,信息越公开,投资者投资决策的依据越充分,投资风险就越小。在证券发行阶段,如果是公开发行,就需要将以招股或募集说明书为核心的注册文件向公众披露;如果是私募发行,一般不能公开发布信息。

在选择公开发行股票情况下,以公开方式履行披露义务可以给发行人带来向社会公众募集巨额资金、所发行股票在交易场所上市的足够激励。因此,尽管发行人需要付出昂贵的财务和时间成本,聘请保荐人、承销商、专业服务机构按照公开发行上市条件进行规范,履行对投资者的各种承诺,但与所募集的无须还本的巨额资本金以及上市后公司发起人、管理层从二级市场获得的投资收益、期权激励相比,收益远远高于成本。在选择私募发行证券情况下,无论发行人是小规模公司还是上市公司、其他法人,由于有确定的投资人,没有强制公开性要求,发行人承担的披露义务较轻或被豁免,可较好保护发行人的财务信息、商业信息和控制权。且私募发程序简单,不需要保荐人,有的还不需要承销商。这就避免了冗长的尽职调查程序,同时节省了保荐费、承销费支出。

信息披露是否符合公开性,可以通过建立两个维度的测试方法来检验。第一个是内容测试法,旨在判断披露的信息是否符合公开性要求。这需要从信息是否对投资决策有影响,是否具有重大性,是否为涉密信息(包括国家秘密、商业秘密),是否为豁免披露信息,是否受到披露范围的限制等诸因素判断。这种测试法既可以解决信息是否应当披露问题,又可以解决公开发行与私募发行的披露界限问题。当然,要尽量避免公式化、数量化测试方法。第二个是外观测试法,旨在解决所披露的信息应当通过什么样的法定载体予以披露问题。对公开发行的信息,各国证券法及相关监管规章要求进行“公告式披露”,即需在证券法规定的信息披露平台(包括网站和媒体)公布;^③对私募

^② 参见中国证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(证监会令第 203 号,2023 年修订)第 19、26 条;中国证监会《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》(证监会公告[2014]49 号)第 29、38 条。

^③ 参见《证券法》第 86 条;《非上市公众公司监督管理办法》第 31 条。美国《JOBS 法案》第 302 条(b)款规定,公募众筹必须通过集资平台或者经纪商进行,该平台须在 SEC 注册。

发行的信息,一般要求在私募平台披露;^①没有法律规定的,以发行人与认购人约定的非公开方式披露。

(二) 风险缓释规范

为了平衡收益与风险的关系,控制风险,发行人进入资本市场选择融资方式时,高度关注两个问题:一是证券的流通性。如果希望证券具有高度流通性,必然选择公开发行方式;如果试图对证券流通性进行限制,则会采取私募方式。二是投资者适格性。发行人必须了解证券法、监管规章对公开发行与私募发行中投资者资格的不同要求,以确定证券发行对象,其底层逻辑正是对投资风险的考量。据此,证券法重点围绕股份流通与投资者适格对公开发行与私募发行设计不同的风险配置规范,并构成信息披露的核心内容。

1. 股份流通

对公开发行来说,股份流通是最优制度选择。股份流通虽然使持有人不断发生变化,股权分散,但公司资本可以保持稳定。更重要的是,由于交易市场为公开发行股份提供转让变现场所,有助于发行人在资本市场用理想价格募集到充足资本金。发行人募集资金对象是不特定的、社会公众,与发行人没有信任关系,尽管法律设计了股东大会等机制制约发起人、管理层行为,但无法有效解决“委托—代理”可能引发的损害公众股东利益问题。股份自由流通则消弭了公众投资者的后顾之忧。投资者既可以选择在较高溢价时心满意足卖出股票,也可以选择不满公司治理现状或不看好公司发展前景时“用脚投票”而退出。但股份流通也会给公众公司带来风险。由于证券交易价格形成需要充分信息,特别是需要良好的经营业绩和鼓舞人心的发展愿景等利好信息,为了维持公司股价和形象,就需要发行人进行持续披露。这会诱使一些绩差公司进行虚假陈述,甚至进行股价操纵。因此,证券法在设计股份流通制度时,还需同时设计反欺诈条款以威慑不法企图和行为,进一步缓释投资者风险。

就私募发行而言,限制股份流通是重要价值取向。如果私募股份自由流通,所产生的风险将体现为损害公司人合性,造成公司股权、公司治理不稳定。限制股份流通转让,则可以消除这些风险。因此,封闭公司通常会在其章程中对股份转让作出限制。^②而且,私募股份不在交易市场公开竞价买卖,可以不受股价波动影响,免受市场操纵和股权并购威胁。但是,缓释私募发行风险,并非一概否定包括股票在内的各种证券的流通性,而只是限制流通场所、流通范围,降低流通强度而已。在美国,这种证券被称为“受限制证券”(restricted securities)。

2. 投资者适格

投资者适格对发行人选择公开发行或私募发行具有决定性意义。在公开发行市场所发行的证券,无论是股票、基金、权证、存托凭证,还是固定收益证券、其他金融投资产

^① 比如,按照美国《144A 规则》发行时,发行人可通过 PORTAL 平台向 PORATL 会员发布私募发行信息。

^② 参见前注⑧,艾利斯·费伦书,第 159 页。

品,总体上说风险较小,而且 IPO 通过审核注册、上市保荐、强制披露等制度抑制发行人道德风险,确保投资者获得充分信息。公开市场的高风险产品,如科创板股票,一般按照投资者适当性对普通个人投资者进行物理隔离,即不允许不适格个人参与认购和交易,以阻断投资风险。因此,总体上看,公开发行中的投资者适格门槛较低,允许普通投资者与机构投资者平等进入市场参与证券申购和上市交易。但私募发行完全不同。由于发行人资质各异、豁免注册和披露、证券转让受限制等难于监管,故个人投资者权益无法得到有效保障。为避免投资风险,私募发行中的投资者适格门槛较高,主要允许合格投资者参与购买和交易。

合格投资者是私募发行中的重要制度。与普通个人投资者相比,合格投资者在信息搜集分析、投资产品研究、投资理财方式、投资决策程序等方面都具有优势。因此,法律往往对其施加较高注意义务和自我保护之责,发行人、承销商在向合格投资者发行、推荐金融投资产品时,不必履行像对普通个人投资者那样较多说明和风险揭示义务。美国联邦最高法院在判例中指出,合格投资者具有风险识别、风险掌控以及自我保护能力,不需要法律特殊保护。^③《D 条例》将合格投资者区分为“获许投资者”(accredited investor)和“非获许投资者”(non accredited investor)。^④前者是指具有财务成熟度和维持公司发展能力的机构和个人,是私募证券发行的主要对象,不受人数限制。个人只要满足最低投资门槛、具有专业资格和一定投资经验,是知识丰富的私人基金雇员或通过考试,就可参与私募投资,包括投资封闭公司、对冲基金、私募股权基金和风险投资基金等。后者是指在符合净资产和收入测试标准条件下的个人,可通过有专业知识、经验丰富的“买方代表”(purchaser representative)参与投资,人数不能超过 35 人。^⑤在向非获许投资者私募时,发行人需要综合考虑投资者的知识和经验,法律对披露的要求、对发行规模的限制等因素。^⑥我国《证券法》第 89 条根据财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等因素,将投资者区分为普通投资者与专业投资者。在监管规章中,专业投资者以机构为主,同时也包含符合条件的自然人。因此,在私募发行中,对合格投资者的判断应当依据专业投资者的条件和标准进行。

四、信息披露双层规范体系的监管机制

为适应公开发行与私募发行这两种不同的筹资制度及其有差异的信息披露规范体系设计,信息披露监管采取区分式监管机制。基于激励性规范,在公开发行情况下,采用注册制实施监管,以信息披露为核心,确保投资者获得充分信息;在私募发行情况下,以

^③ See *supra* note 20, SEC v. Ralston Purina Co.

^④ See SEC, *Report on the Review of the Definition of "Accredited Investor"*, at <https://www.sec.gov/files/review-definition-accredited-investor-12-18-2015.pdf> (Last visited on June 9, 2023).

^⑤ See Commodity and Securities Exchanges, § 506(b)(2), 17 C.F.R. § 230 (2021).

^⑥ See Commodity and Securities Exchanges, § 506, 17 C.F.R. § 230 (2021).

效率优先为理念,采用豁免制实施监管,降低交易成本。基于风险缓释规范,在公开发行情况下,监管致力于明晰有关主体责任界限,把信息披露质量交给披露义务人负主责,着重维护公众投资者利益;在私募发行情况下,厘清私募范围,有限度采用公开劝诱规则,用功能监管覆盖所有私募证券,采包容监管鼓励竞争、激发市场活力。

(一) 公开发行:注册制监管

现代资本市场公开发行普遍采用注册制监管。我国自20世纪90年代初建立证券市场以来,股票发行监管经历了类似美国蓝天法和欧洲公司法规定的实质审查主义、体现政府责任为特征的审批制、核准制发展阶段后,^{③7}2019年《证券法》正式采纳注册制,并在第9条规定了注册制监管一般条款。与此相适应,公开发行及信息披露规范充分体现注册制框架下的披露主义立法理念。为有效执行证券法,全面实行注册制,中国证监会于2023年2月完成以信息披露为核心的修章立制,共发布制度规则165部,由此形成注册制时代公开发行信息披露监管规范体系。^{③8}这一体系下的注册制监管包括政策目标、披露规范和审核注册三个基本要素。

1. 注册制监管之政策目标

注册制监管的政策目标是以信息披露为核心,确保投资者权益。在资本市场理论发展史上,一直持续着自愿披露学派与强制披露学派的学术之争。以经济学家斯蒂格勒、本斯通、曼尼等为代表的自愿披露学派认为,即使没有披露立法,强大的市场力量也会导致信息充分披露。他们的实证研究表明,强制披露实施前后股价变化显示投资者收益并无明显增加。^{③9}由政府强制的披露要求,可能会让缺乏经验的投资者高估市场安全度。^{④0}因此,他们得出结论认为,联邦证券法建立的强制披露是无效的。^{④1}但主流学术界和美国证交会反对这一观点,认为联邦证券法全部构造的中枢,就在于强制披露,它有助于投资者利用与投资证券有关的财务信息或其他信息作出明智投资判断,且是防止证券欺诈的最好办法。美国证交会强调,20世纪30年代联邦证券法和证交会成立以来所建立的强制披露制度是健全有效的,不需要进行彻底改革或革新。^{④2}罗斯教授评价道,对强制披露制度的批评,大多建立在有效资本市场假说或投资组合理论基础之上,忽视了市场信心

^{③7} 参见中国证券监督管理委员会编著:《中国资本市场三十年》,中国金融出版社2021年版,第124-132页。

^{③8} 参见《全面实行股票发行注册制制度规则发布实施》,载中国证监会网, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7123213/content.shtml>, 2023年11月6日访问。

^{③9} See George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Market*, The Journal of Business, Vol.37:117, p.120-124 (1964); George Stigler, *The Citizen and the State: Essays on Regulation*, Cambridge University Press, 1975, p.78; Gregg A. Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*, The Journal of Law & Economics, Vol.24:613, p.637-641 (1981).

^{④0} See Roberta Romano, *A Thumbnail Sketch of Derivative Securities and Their Regulation*, Maryland Law Review, Vol.55:1, p.81 (1998).

^{④1} See George J. Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, The American Economic Review, Vol.63:132, p.153 (1973).

^{④2} See Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission, Committee Print 95-29, 95th Congress, 1st Session, p.2 (1977).

和证券欺诈、内幕交易现象,缺乏实际依据。^④笔者认为,从包括中国在内的全球资本市场实践来看,如果脱离强制披露制度,注册制监管就成为无源之水、无本之木。尤其是,通过注册制监管,有助于将虚假陈述扼制在发行上市之前,遏制部分发行人“带病闯关”。对注册审查阶段的虚假陈述,证券监管机构可以依据证券法反欺诈条款采取措施。尽管披露不能完全解决证券欺诈现象,但正如伊斯特布鲁克所说:“强制信息披露规则极大地限制了发行人保持沉默的自由”^⑤。

2. 注册制监管之披露规范

围绕信息披露这一注册制监管的核心,证券法的披露规范主要指向三个方面。一是设计体系化的披露规则。在学说上可以归纳为四项规则:(1)质量规则;(2)公平规则;(3)外观规则;(4)方式规则。^⑥二是将披露的主体责任授予披露义务人。基于对证券法条款的文义解释,披露义务人是指发行人、上市公司等基本义务人,以及基于与发行人、上市公司之间的雇佣关系、股权关系、资产关系、交易关系、破产财产管理关系等而形成的信息披露衍生义务人。基本义务人进入资本市场发行证券筹集资金,将证券上市交易,从而与投资者产生权利义务关系,须依法披露与证券有关的信息,并对信息的真实性、准确性、完整性、公平性承担首要责任,不得利用虚假信息欺骗投资者。衍生义务人的经济利益与发行人、上市公司紧密相关,有的还参与信息披露决策,因此,与基本义务人承担连带责任。三是建立“看门人”机制。为义务人履行披露义务提供专业服务、出具专项文件的机构,在学理上被称为“看门人”,可以“代理”国家执法,履行私人监控职能,弥补公权力执法的不足。^⑦这些机构本身不是披露义务人,但由于参与或指导发行人、上市公司编制发行申请文件、招股说明书、定期报告等,须按照证券法规定对发行人虚假陈述承担基于保证性质的连带责任,该责任在我国证券法中是次要责任、过错推定责任。

3. 注册制监管之审核注册

注册制监管的程序保障是审核注册。按照《证券法》第21条规定,证监会实行审核权与注册权相分离,将审核权交给交易所,注册权由自己行使,“形成了我国独具特色的交易所审核和证监会注册各有侧重、相互衔接的基本架构”^⑧。有观点认为,发行审核的基本权限属于监管机构行政职权范围,交易所履行发行审核职能来自证监会行政授权,因此可将交易所审核视为广义上的行政行为,如果终止发行审核还应该具有行政可诉性。^⑨笔者认为,这种分析思路忽视了交易所自律组织性质,且将审核权与注册权视为同一位阶的公权力,不符合注册制改革精神与证券立法本意。事实上,交易所审核权具有

^④ 参见[美]路易斯·罗斯、[美]乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第29页。

^⑤ 前注②,弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔书,第324页。

^⑥ 参见郭锋:《证券市场信息披露的方式规则》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2023年卷),人民法院出版社2023年版,第119-120页。

^⑦ 参见邢会强:《证券中介机构法律责任配置》,载《中国社会科学》2022年第5期,第85页。

^⑧ 陈洁:《实行全面注册制的中国逻辑》,载《中国金融》2023年第10期,第37页。

^⑨ 参见周学文、郑或:《全面注册制下交易所发行上市审核权限的行政法审视》,载《中国法律评论》2023年第5期,第23-24页。

自律管理的私权属性,体现了市场主体间的契约安排和意思自治,本质上是民事性质的。证监会行使的注册权则具有公权力属性,关系到投资者权益和公共利益、金融安全,“既是对发行人融资权利的确认,也是从投资者角度对发行人信息披露的监督,是一种非典型的、特殊的行政许可”^④。证监会通过行使注册职能,不仅决定发行人是否可以公开发行证券,而且还对证券交易所履行发行审核、证券上市职能加以监督,突出交易所审核主体责任。同意注册不表明证监会对该证券的投资价值或收益作出实质性判断和保证。同时,证监会可以决定发行注册暂缓生效、暂停新股发行、撤销发行注册,并对信息披露违法违规行为采取行政处罚措施。

(二) 私募发行: 豁免制监管

对私募发行及其信息披露豁免注册,意味着不需要像公开发行一样事先向证券监管机构报送注册申请文件。其政策考量是: 对一些范围有限、金额不大的证券发行,符合公共利益和保护投资者的要求较低,对公众利益影响不大,风险可控。一些信用价值高的证券,如政府债券,有国家信用担保,由相关主管机构审核把关,投资者利益有相当保障。对中小企业来说,与高成本的公开发行相比,豁免注册下的私募发行具有筹资速度快、融资成本低、监管环节少等独特优势和激励效应。因此,在私募领域,豁免的范围是那些实际上不需要证券法提供保护的场合。对私募发行豁免注册监管,在理论上主要涉及两个核心问题: 一是如何界定私募范围,二是怎样对待“公开劝诱”规则。

1. 私募范围界定

无论是在立法、监管还是在学术研究中,要准确界定私募范围是非常困难的。有论者甚至认为,私募的本质也是“公开发行”,只不过是向特定范围投资者公开发行。^⑤尽管存在学术纷争,但我们仍然可以找到共识。就范围而言,凡是在资本市场不进行公开发行、无需注册且可纳入证券法调整的证券或金融投资产品,均为私募。范围之内的具体类型则主要取决于证券属性和法律规定,最常见的是从私募证券本身来分类。在我国证券法及其他相关法律、行政法规中,均无关于私募发行、私募证券的明确范围与类型界定。《证券法》第2条规定的证券种类,是从证券客体角度列举,并未区分公开发行证券与私募发行证券。从法理上说,该条规定的任何证券都既可以公开发行,也可以私募发行。在一般情况下,不能从证券本身区分公开发行与私募发行,需要根据融资主体的融资模式、披露方式、认购对象等因素对比法律规定进行综合判断。我国目前私募证券主要有: 私募股权(PE)或非上市公众公司股票(投资者200人以下),向特定对象发行的政府债券,某些企业固定收益证券,银行间债券市场债券,私募证券投资基金,私募资产支持证券(CBS),私募资产管理产品(包括资产管理计划、集合理财产品、集合资金信托计划)等。

在美国法中,对私募范围的界定方法主要依据豁免法律和规章的有关条款。具体有

^④ 吴国舫:《构建我国股票发行注册制的法理逻辑》,武汉大学2015年博士学位论文,第102页。

^⑤ 参见康琰:《构建我国的证券公开发行豁免制度研究》,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第8卷),法律出版社2016年版,第204页。

两种方法：其一，从豁免对象进行界定。按照对私募发行的豁免规定，豁免对象包括证券本身的豁免、^{⑤①} 交易注册的豁免^{⑤②} 以及基于公共利益和投资者保护的其他豁免（含人员、证券或交易）^{⑤③}。证券本身的豁免涉及《1933 年证券法》第 3 条规定的一系列证券。交易注册的豁免涉及的交易包括：发行人、承销商、交易商以外任何人的交易，私募发行交易，符合条件的交易商的某些交易，经纪人执行客户指令的被动交易，特定房产证券交易，以及小额发行交易。^{⑤④} 其二，从适用的法律法规来界定。美国证交会通常将之界分为六类：《D 条例》第 506 条（b）款豁免证券；《D 条例》第 506 条（c）款豁免证券；《A 条例》第 1 级豁免证券，《A 条例》第 2 级豁免证券；《D 条例》第 504 条豁免证券；《众筹条例》豁免证券；其他豁免投资产品。

以上中美对私募范围界定所体现出来的复杂性、多样性，增加了监管难度，表明需要从理论上建立统一的监管理念。笔者建议，可以考虑依功能主义监管理念界定私募范围。功能主义监管是由罗伯特·默顿（Robert C. Merton）在 1993 年首次提出的概念，核心是按照金融产品的功能属性而非主体类型制定统一规则、确定监管机构。^{⑤⑤} 自此，功能监管成为美国金融体系改革方向，最终在 1999 年《金融服务现代化法》（Gramm-Leach-Bliley Act）中得以确立。鉴于美国私募豁免由不同的特定豁免要求和条件组成，规则框架非常复杂，阻碍投资者获得投资机会、企业获得资本，^{⑤⑥} 2021 年 3 月，美国证交会颁布《通过改善私募市场资本获取促进资本形成并扩大投资机会》修正案，试图从功能主义监管理念出发，缩小豁免发行框架中的差距并降低其复杂性，简化、协调和改进私募豁免发行框架，以促进资本形成，同时加强对投资者的保护措施。^{⑤⑦} 借鉴美国经验，我国私募发行监管应当立足于特定对象公开劝诱（详见下文论述）、合格投资者认购、投资者人数限定这三重功能属性，进行豁免范围界定。在此功能主义监管理念指导下，修改完善证券法及相关法律中的私募发行条款，对金融监管机构、自律组织有关私募发行规章制度进行以统一规则为目的的修订整合，以明确私募性质、厘清私募范围边界、覆盖所有私募发行。

2. “公开劝诱”规则

传统证券立法与监管对私募发行信息披露过于严苛，在非公开披露原则下，将禁止公开劝诱作为私募制度中的核心规则之一。由于私募是“面向特定对象、采用特定方式、适用特定规范的证券发行方式”^{⑤⑧}，故限制发行人通过广告或者其他公开方式进行。按照

^{⑤①} See Securities Act of 1933 § 3, 15 U.S.C. § 77c (2018).

^{⑤②} See Securities Act of 1933 § 4, 15 U.S.C. § 77d (2018).

^{⑤③} See Securities Act of 1933 § 28, 15 U.S.C. § 77z-3 (2018).

^{⑤④} 参见美国《1933 年证券法》第 4 条。

^{⑤⑤} 参见黄辉：《中国金融监管体制改革的逻辑与路径：国际经验与本土选择》，载《法学家》2019 年第 3 期，第 126 页。

^{⑤⑥} 比如：《A 条例》《D 条例》规定了不同的财务报表信息要求；在某些领域（比如涉及保密信息编制披露），遵守《A 条例》比注册的公开发行人更加复杂或困难。《A 条例》《众筹条例》，以及《D 条例》第 504 条包含各种不同的要求和投资者保护措施，包括不同的证券数量限制、个人投资金额限制等。

^{⑤⑦} See Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, Release No. 33-10884; No. 34-90300, 17 C.F.R. Parts 227, 229, 230, 239, 240, 249, 270, 274 (2021).

^{⑤⑧} 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 3 页。

《证券法》第9条第3款规定,非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。《证券投资基金法》第91条、《私募投资基金监督管理条例》第20条均禁止私募发行公开披露信息,并分别列举了不得采用的公开方式。1974年,美国证交会《146规则》首次提出禁止一般性招揽,并列举其具体表现为:利用报纸、杂志、电视、广播等媒体发布广告,以及通过研讨会、推销会、邮件、宣传册等书面方式招揽。^{⑤9}《D条例》项下的“506规则”规定不得使用广告或公开劝诱方式进行要约发行或出售。

尽管法律对私募发行公开披露信息持禁止态度,但在实际运行中是否应当允许公开劝诱一直困扰着监管者:一方面,公开劝诱与私募性质相冲突,容易混淆与公开发行的界限,蚕食公开发行信息披露边界;另一方面,一概禁止公开劝诱确实增加了发行人融资成本,不利于扩大创业企业、中小企业融资渠道。而且,在将私募投资者限定为合格投资者甚至取消人数限制情况下,禁止向合格投资者进行公开劝诱实际上毫无意义。美国2009年发生次贷危机的重要原因之一,是属于私募证券的担保债券缺少必要信息披露和风险提示。为此,2012年4月颁布的《乔布斯法案》(Jumpstart Our Business Startups Act)取消了公开劝诱禁止。其第201条规定:在所有购买人都是获许投资者时,私募发行可以采用广告或者公开劝诱方式,且提供发布证券广告的平台或者中介不构成证券承销商。美国证交会进而于2013年7月正式修改了《D条例》下的“506规则”,允许私募发行进行公开劝诱,并提供安全港保护。^{⑥0}

以上法律改革,实际上体现了私募领域的包容主义监管思维。包容主义监管相当于监管谦抑,核心是容忍不违背公共利益的市场良性“触法”行为,通过放松私募发行中的信息披露管制,允许并促进其与公开发行市场竞争,激发市场活力。基于此,我国有必要在私募监管中“取消对私募发行的公开劝诱禁止”^{⑥1},而改革为有限度的公开劝诱允许。与美国立法与监管逻辑一样,只要将私募发行限制在合格投资者范围内,就可以豁免或进行有限信息披露。^{⑥2}笔者认为,我国只要坚持最终购买人须是合格投资者,即使以公开劝诱方式发行证券,本质上还是私募,不会损害公众投资者利益。禁止公开劝诱的对象应当是不特定投资者,对合格投资者则不适用。《证券法》第9条第3款关于私募发行不得公开劝诱的禁止性规定,可放在体系解释框架内限缩解释为:私募发行不得向不特定公众投资者公开劝诱。《证券投资基金法》第91条、《私募投资基金监督管理条例》第20条,均规定私募基金不得以公开方式“向不特定对象宣传推介”,这意味着向特定合格投资者公开宣传推介是不被禁止的。基于特别法优于普通法的适用原理,这种解释具有合理性。为限缩信息披露范围,可对合格投资者的一般性劝诱设置前置条件。

^{⑤9} See Securities Act, Release No. 5913 (1974).

^{⑥0} 《D条例》确立了针对注册要求的两个豁免和一个非排他性安全港。See Commodity and Securities Exchanges § 504, 506, 17 C.F.R. § 230 (2021).

^{⑥1} 彭冰:《美国私募发行中公开劝诱禁止的取消》,载《社会科学》2017年第4期,第99页。

^{⑥2} See Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions, Release No. 33-10649; No. 34-86129, 17 C.F.R. Parts 210, 227, 230, 239, 240, 249, 270, 274, 275 (2019).

即私募发行之前,发行人应充分了解潜在投资者的资产情况、投资经验、风险识别和承担能力,否则不得向不特定合格投资者披露发行信息。

五、信息披露双层规范体系的司法适用——以请求权基础为视角

信息披露双层规范体系的理论与立法设计,也为法院审理公开发行与私募发行领域的虚假陈述案件提供了区别对待的裁判思路与规则指引。证券法适用于双层市场的激励性规范为披露义务人配置权利义务时,设置了信息披露质量规则、公平规则,对规则的违反将触发落入虚假陈述违法行为的认定;证券法适用于双层市场的风险缓释规范为披露义务人与投资者配置风险分担规则时,规定了虚假陈述情况下的损失赔偿条款。公开发行中的虚假陈述主要表现为特殊侵权行为;^{⑧3}“私募发行中存在广泛的合同关系”^{⑧4},因而虚假陈述大都表现为违约行为。在公开发行虚假陈述案件中,法官应当按照《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(法释〔2022〕2号)(以下简称《虚假陈述司法解释》),实行因果关系推定,按照买卖价差计算投资者损失;在私募发行虚假陈述案件中,法官一般应当按照民法典合同编和相关司法解释判定违约责任和计算损失。但由于现行证券法律规范体系中未清晰界分公开发行与私募发行虚假陈述民事责任,在司法实践中出现了将私募发行与公开发行虚假陈述相混淆的裁判案例。运用信息披露双层规范体系理论,可以有效识别和区分这两类不同性质的案件。由于虚假陈述民事案件司法适用的核心是请求权问题,因此有必要以此为视角,厘清信息披露双层规范体系下民事责任的不同请求权基础。^{⑧5}

(一) 公开发行中的请求权基础

投资者对公开发行中虚假陈述特殊侵权行为人提起诉讼的请求权基础,一是《证券法》第85条;二是《证券法》第163条。第85条为发行人、上市公司承担无过错责任,控股股东、实际控制人、董监高、保荐人、承销商、有关直接责任人员承担过错推定责任提供请求权基础;第163条为证券服务机构承担过错推定责任提供请求权基础。正确理解这两条的法定含义,需要把握以下三个方面:

首先,请求权基础属于特殊侵权行为规范。《证券法》第78条第2款为披露义务人设定了法定义务一般条款,要求披露的信息应当真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。基于该条款的立法意旨,《证券法》第85、163条以及《虚假陈述司法解释》,均按照特殊侵权责任设定请求权基础。从行为违法性看,公开发行阶段的虚假陈述除违反证券法规定外,也违反了《民法典》关于特殊侵权责任的规定(包括第1165条第2款、第1166条)。上述法律规定体现了强制性,不属于

^{⑧3} 参见王利明:《我国证券法中民事责任制度的完善》,载《法学研究》2001年第4期,第59页。

^{⑧4} 郭雳、袁平海:《证券私募发行中的民事责任问题研究》,载《法学评论》2001年第5期,第115页。

^{⑧5} 史尚宽先生认为,请求权与诉权不同,诉权为保护请求权,属于公权,请求权虽与诉权相随,但属于私权。参见史尚宽:《民法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第28页。

任意性规范。从民事责任主观要件看,行为人分别承担无过错责任、过错推定责任。从因果关系和举证责任看,侵权行为与损害结果之间必须具有因果关系,且投资者不必举证,实行因果关系推定。从诉讼机制看,由于投资者人数分散、众多,处于弱者地位,对虚假陈述侵权纠纷案件一般采用集体诉讼即代表人诉讼形式审理。

其次,与私募发行中的请求权基础相区分。关于虚假陈述侵权责任的请求权基础是否应当按照公开发行业与私募发行予以区分,存在不同立法例或学说。以美国为代表的“不区分”立法例主张,私募豁免注册下的欺诈法律责任与公开发行相同,联邦证券法的特点之一是反欺诈条款不受注册与否的限制。著名的“10b—5规则”就适用于所有证券欺诈诉讼,而不论是公开发行的注册证券还是私募发行的豁免证券。^{⑥6}美国证交会发布《D条例》时强调,该条例仅豁免证券法下的注册要求,并不豁免适用证券法反欺诈条款和民事责任,发行人不得通过对重大事实的不实报告、漏报或误导性陈述获得金钱或财产。^{⑥7}只不过一些适用于私募豁免的反欺诈规则不创设私人诉权,比如2007年9月实施的《反欺诈规则》。^{⑥8}在此情况下,美国证交会可向设在其内的行政法庭提起民事诉讼,追究私募发行中的欺诈民事责任。以我国为代表的“区分”学说认为,基于公开发行业与私募发行信息披露、投资者结构等方面的差别,以及由此形成的不同权利义务关系,应当对公开发行与私募发行侵权责任适用的请求权基础予以严格区分。^{⑥9}在国外学术界,也存在主张专门为私募发行设置投资者分层适用的虚假陈述法律责任条款的讨论。^{⑦0}

最后,遵循适用证券法条款的特殊要求。适用《证券法》第85、163条时,应当符合以下特殊要求:其一,应当是具有公众性的证券。在公开发行情况下,普通公众是证券认购和交易的主要投资者,因此,公开发行的证券是具有广泛公众性特征的证券。这是适用证券法侵权赔偿责任的前提。由于私募发行限于特定范围和合格投资者,认购人不具有公众性,其虚假陈述自然不适用公开发行虚假陈述民事责任条款。其二,虚假陈述应当符合公开性。按照《证券法》第86条规定,依法披露的信息,应当在证券交易场所的网站和符合规定条件的媒体发布,同时将其置备于公司住所、证券交易场所,供公众查阅。《证券法》第85条在规定虚假陈述民事责任时还使用了“公告”的概念。因此,公开发行业中的虚假陈述,必然是通过“公告”进行公开性陈述,由此导致投资者遭受损失。私募发行由于不采用公告方式披露信息,不符合公开性特征,投资者因虚假陈述遭受损失的,只能在民事普通法中寻找请求权基础,主张违约责任或一般侵权责任。

(二) 私募发行中的请求权基础

在私募发行中,投资者与发行人以募集说明书、计划说明书、备忘录、合同、章程等为

^{⑥6} 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655页。

^{⑥7} See Revision of Certain Exemptions from Registration for Transactions Involving Limited Offers and Sales, Release No. 33-6389, 17 C.F.R. Parts 230 and 239 (1982).

^{⑥8} See Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles, Release No. IA-2628, 17 C.F.R. Parts 275 (2007).

^{⑥9} 参见郭锋:《新虚假陈述司法解释适用探讨》,载《法律适用》2023年第9期,第25页。

^{⑦0} See William K. Sjostrom Jr., *Rebalancing Private Placement Regulation*, Seattle University Law Review, Vol.36:1143, p.1164-1165 (2013).

依据买卖证券、配置权利义务、分配收益和承担风险。私募发行中的虚假陈述主要是发行人违反约定义务的行为。作为合同基础上产生的责任,一方面应当受民法典合同编和证券法调整,不违背法律强制性规范;另一方面应遵循意思自治原则,允许当事人在合意基础上依法自主选择责任形式,确定责任大小。

普通法系国家承认证券虚假陈述中的违约责任。在美国证券诉讼中,存在撤销交易、返还不当得利、违约赔偿等多种违约责任形式。^①如果投资者能够证明虚假陈述在证券发行时属于合同的一部分,或者在发行时旨在诱使其购买证券,则可以依据违约理由请求损害赔偿。^②在私募案件中,虽然可按照侵权法规则提起欺诈诉讼,但很难成功。主要是原告要证明证券价格波动不大的私募市场是一个有效市场、被告存在欺诈故意事实上不可能。在“科尔曼诉血液检测公司虚假陈述案”中,加利福尼亚州北区地方法院指出,原告不是在由做市商和套利者监控的成熟、流动的市场中购买交易量较高的股票,而是作为私人投资者通过私募在分散发行中购买被告股票。因此,涉案证券不是在有效市场中出售的,欺诈市场信赖推定不适用此案。^③

我国法律对私募发行虚假陈述民事责任没有专门条款,但在民法典、证券法及相关私募法律规范中可以寻找到间接或默示的请求权基础:(1)民法典中的请求权基础。^④《民法典》合同编第473条明确规定招股说明书、债券募集办法、基金招募说明书是要约邀请。尽管未区分公开发行与私募发行,但从体系解释看,默示认可私募发行中的合同关系。《民法典》第146、148条构成私募发行虚假陈述违约责任的请求权基础。第146条关于行为人与相对人“以虚假的意思表示”进行通谋的虚伪民事法律行为无效的规定(第1款),以及关于隐藏行为效力的规定(第2款),可适用于私募发行人与特定投资者串通进行虚假陈述,损害其他投资者权益的情形,其他投资者可以据此主张与私募发行人的合同无效或可撤销。第148条关于行为人以“欺诈手段”使对方违背真实意思情况下实施的民事法律行为可请求撤销的规定,可适用于私募发行人以虚假陈述或其他欺诈方式欺骗投资者情形。此外,按照《民法典》第500条规定,私募发行人假借订立合同恶意进行磋商,故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况,以及其他违背诚信原则的行为,从而造成投资者损失的,应当承担赔偿责任。(2)特别法中的请求权基础。《证券法》没有对虚假陈述违约责任从私权救济角度作出规定,但第88条关于证券公司违反投资者适当性规则导致投资者损失应当承担赔偿责任的规定,为包括公开发行与私募发行情形下证券公司因虚假陈述向投资者承担违约责任提供了请求权基础。《证券投资基金法》第145条关于违反该法规定,给基金财产、基金份额持有人或

^① 参见高如星、王敏祥:《美国证券法》,法律出版社2000年版,第111-151页。

^② 参见杨峰:《证券民事责任制度比较研究》,法律出版社2006年版,第192-193页。

^③ See *Colman v. Theranos, Inc.*, 325 F.R.D. 629 (N.D.Cal. 2018).

^④ 学者基于请求权基础思维,依诉讼中的“请求与抗辩”结构,将民事规范划分为请求权规范(主要规范)、辅助规范与防御规范。参见吴香香:《请求权基础思维及其对手》,载《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2020年第2期,第92页。

投资人造成损害应当依法赔偿的规定,构成私募基金发行中虚假陈述违约责任的请求权基础。同时,该请求权基础也适用于违反属于下位法的《私募投资基金监督管理条例》第32条中关于不得有“虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”等证券欺诈行为引发的违约责任情形。

此外,司法解释也是设定请求权基础的重要规范性文件。但以证券法公开发行法律规范为解释对象的《虚假陈述司法解释》无法为私募发行虚假陈述民事责任提供请求权基础。笔者认为,为统一裁判规则,有必要针对私募发行虚假陈述民事责任制定专门司法解释,就违约责任、一般侵权责任的法律适用作出规定,以弥补《虚假陈述司法解释》不能适用于私募发行的不足。

(三) 请求权基础竞合

按照《民法典》第186条规定,我国采取限制竞合立法主义,因当事人一方的违约行为,损害对方人身权益、财产权益的,受损害方有权选择请求其承担违约责任或侵权责任,即受损害方只能从违约责任或侵权责任中择一提起诉讼、主张权利。^⑮ 虚假陈述中的请求权基础竞合,原则上应当适用民法典规定。因此,在一般意义上,虚假陈述致使投资者遭受损失时,投资者既可依照民法典中的合同规范主张违约责任,也可根据民法典和证券法中的侵权规范主张侵权损害赔偿。但如果作为特别法的证券法、投资基金法等确有明确规定时,得排除当事人的自由选择权。

在公开发行中,同一虚假陈述行为既违反合同规范又违反侵权责任规范,同时具备违约责任和侵权责任构成要件,导致两种责任并行产生而又相互冲突,引发责任竞合。或者是侵权行为直接构成违约的原因,即“侵权性的违约行为”,如募集说明书存在重大遗漏,违背对投资者作出的确保信息“完整性”的合同义务承诺;或者是违约行为造成侵权的后果,即“违约性的侵权行为”,如公募产品投资合同存在虚假陈述,触发违反证券法侵权责任条款。竞合发生时,在理论上,投资者取得违约责任和侵权责任两个请求权。但由于《证券法》第85、163条以及《虚假陈述司法解释》将公开发行中的虚假陈述定性为侵权行为,此时违约行为被侵权行为吸收,从而产生侵权责任请求权规范竞合,这种竞合本质上属于学者所说的“规范择一竞合”^⑯。基于法律和司法解释的明确规定,法院不会支持违约诉求,投资者只能选择追究虚假陈述行为人的特殊侵权赔偿责任。

在私募发行中,大多以契约形式在当事人之间形成权利义务关系。对合同义务的违反自然构成违约责任,应当适用民法典合同编规范。但在司法实践中,有不少案例中的投资者以对被告主张侵权责任为由提起诉讼。另外,如果以后放松私募管制、允许非获许投资者认购、实行适度公开劝诱,则私募发行虚假陈述将具有与公开发行虚假陈述更为相似的特征,也可能构成民法典侵权责任编规定的侵权行为,从而产生请求权基础竞合。在此情况下,既可以按合同规范处理,也可以按侵权责任规范处理。投资者可以

^⑮ 参见最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组编著:《中国民法典适用大全·总则卷》(三),人民法院出版社2022年版,第1632页。

^⑯ 朱庆育:《民法总论》,北京大学出版社2016年版,第566-568页。

依据《民法典》第186条的规定,享有主张违约责任或侵权责任的选择权。但在选择侵权责任时,基于双层规范下私募发行与公开发行的区别,投资者和法院均不得选择特殊侵权责任规范,而只能选择适用民法典中的一般侵权责任规范。这是因为,特殊侵权责任规范在举证责任、因果关系推定、过错认定、损失赔偿等方面对原告有利,对被告严苛。基于私募发行的人合性、事前实质性关系、投资者适格等特征,投资者具有一定风险识别与承受能力,因此不应当享受特殊侵权责任规范保护。鉴于私募发行具有不直接涉及公共利益的特性,司法应当鼓励投资者优先选择违约责任。

Abstract: China's capital market information disclosure norms take public offering as the main body, and there is a lack of systematic regulations on private offering, so it is necessary to build a two-tier norm system of public offering and private offering for information disclosure. Two theoretical tools, an incentive mechanism and a risk mitigation mechanism, which are proposed by contract economics to solve information asymmetry, can be used to establish and perfect the two-tier norm system for information disclosure. At the legislative level, incentive norms should help issuers choose suitable fund-raising methods according to cost-benefit considerations, and risk mitigation norms should be differentiated around share circulation and investor qualifications. At the regulatory level, based on incentive norms, public offering implements registration system supervision with information disclosure as the core, while private offering adopts exemption system supervision with efficiency as the priority. Based on the risk mitigation norms, the supervision of public offering is committed to clarifying the boundaries of responsibility of relevant subjects, and the supervision of private offering is focused on clarifying the scope of private offering with limited use of public persuasion rules. At the judicial level, since the false statement in the public offering is mainly represented by tort liability, the false statement in the private offering is mostly represented by breach of contract liability, we should strictly distinguish the basis of the claim right of the actor of false statements to bear civil liability under the two-tier norm.

(责任编辑:王莉萍)