

通所涉及的若干法律问题 中国企业股票在美发行和流

刘
明
兴

自1992年10月,华晨B股在美纽交所挂牌交易以来,中国企业在美上市问题已经成为我国企业界和金融界注目之焦点。无疑,中国企业在美上市是中国企业国际化、B股市场境外化所迈出的重要一步,其影响将是十分深远和广泛的。然而,作为注册制的美国证管制度,其证券业的法规管制是十分严格的。联邦和州立法机关以及各证交所和全美证券商协会(NASD)颁布了各式各样的法规、条例来管制这一领域的经济活动。中国企业欲在美发行或出售证券就必须充分了解和严格遵守其证券法规,并在允许范围内利用它。

从发售对象的角度看,中国企业证券在美上市可分为公募与私募两种。公募上市要受到美国证券与交易委员会(SEC)的严格监管,发行成本较高,但其在发行规模、影响能力、流通速度、价格条件都远比私募对于证券发行者有利。私募上市的主要优点则在它拥有登记注册豁免权。私募证券对于那些初入美国股市且国际化程度较低的企业十分适应,并且在发展中国家政府私有化过程中也被大量使用。本文即从这两个角度加以论述。

一、中国企业在美的股票公募

所谓股票公募是指面对不特定的广泛投资者而进行的一级证券(股票)公开出售。目前,在美国一级资本市场上最为流行的两种公募股票方式是议价公募和招标公募。公募股票可在交易所内挂牌交易,也可在场外市场(OTC)不公开交易。但据美国证券法(1964年修正案),无论采用何种方式公募,在何种市场上市,凡发行公司资产超过一百万美元,股东人数超过500人,均须在SEC履行登记注册手续(包括发行注册和交易注册),低于此标准的且又在OTC交易的,则可豁免登记注册。

(一) 注册和登记

中国企业为使其股票在美流通,必须首先在SEC履行登记和发行注册,并用F-1表提交注册说明书备案。注册说明书必须包括的附录有:募股说明书、公司财务详细报告、包销协议、会计师报告、公司律师同意书和关于股票有效性的法律意见书,以及重要的合同等。

募股说明书(prospectus,又称要约销售文件 offering documents)主要内容包括:(1)证券类型、发行目的、条件、发行人的收入和收入用途;(2)企业的名称、地址和形式,企业的历史(如公司近五年的资产、负债总额及其变化)、资本构成、财务报表、营业和财产说明、产品销售额及其变化趋势,以及悬而未决的诉讼;(3)董事和主管人员名单及其报酬,发行人的控制权益、购股权,股票主要持有人;(4)承销人的名称、承销数额、佣金或折扣,非现金方式的销售等。此外,关于如果外国或美国政府实施的任何交易管制或其他限制将影响股息的支付或投票权的行使,或因发行和拥有

股票而影响美国的发行公司或证券持有人可能应缴纳的任何税项等信息也须披露：募股说明书除用于发行注册外，还必须向认购证券者和被发价人(offerees)提供。

公司财务的详细报告包括资产负债表，三年内的损益表，资金来源和用途表，临时负债情况、资产流动情况，股票票面价格、期限、预计收益，公司经营管理报告，以及公司聘请的独立经营的会计师事务所对上述资料的核实说明。该部分仅对 SEC 公开。在实践中，对于中国企业而言，第二部分的编制难度往往比第一部分大。这主要是由于中国的会计准则与美国公认会计准则(GAAP)存在差异而造成的。中国企业如按本国会计准则提供报表，则必须提交一份按 GAAP 填写的对照说明书，并用数量说明按 GAAP 的表示方法与报表中所用方法的实质性区别。

以上两部分是注册说明书的核心部分。

注册说明书由发行公司代表、售出证券的股东(如果有的话)和承销商各方的法律顾问和发行公司的会计师共同编制，并对它的真实性和遗漏负法律责任。注册说明书的准备和备案的主要负责人是公司的美国律师，并就说明书的内容同 SEC 协商。此外，发行公司还需准备 20—F 注册说明书并按《1934 年证券交易法》进行交易注册。20—F 注册说明书内容有些与募股说明书类似，并包括按 GAAP 准备的、经审计的财务报告。如果要求托管银行托管，并以美国托管票据形式(ADRs)发行，还需要和存托商律师一起按《1993 年证券法》填写 F—6 表和安排注册事宜。F—6 表主要内容为托管公司与发行公司的协议。

中国发行公司在 SEC 注册过程中，还有如下几点值得注意：

(1) 上市公司包括公司律师和会计师，应在注册备案前与 SEC 举行注册前会商，说明公司今后可能无法遵循的信息披露规定，诸如完全按照美国 GAAP 准则的困难等。

(2) 在通常情况下，注册说明书在向 SEC 备案当日起，说明书的内容就应向投资者公开。但如果公司不希望使其中的某些内容过早公布于众，诸如许可证和生产协议等的敏感内容，则可向 SEC 申请保密处理。

(3) SEC 只审查注册报告书中的披露信息是否充分、准确，并有权要求发行公司按其建议对 F—1 进行修改，而对发行公司的财务素质及其证券是否提供潜在的投资机会和盈利等问题不予干预。SEC 对 20—F 注册说明书和 ADRs 一般不予单独审阅。呈交 F—1 注册说明书后，发行公司可以口头的方式向未来可能的认购者初步报价，但不得正式上市。说明书审查期一般为 20 天，如果 SEC 没有异议，则说明书在第 21 天被视为正式生效。

(4) SEC 审阅 F—1 说明书时，包销商可以用募股说明书草案预售股票。但如 SEC 要求对 F—1 注册说明书作重大修改，则募股说明书需重新发行，对市场推销活动不利。所以，如果注册说明书需修改，募股说明书可俟 SEC 签发 F—1 注册说明书的意见后再印发。这样做称“静注册”法。

(5) SEC 的意见可能要求对 F—1 注册说明书的增补重新登记备案，但在公司对 SEC 意见作出答复后，SEC 则会宣布 F—1 和 20—F 注册说明书生效。美国托管票据注册说明书在备案时即可生效。

(6) 中国发行公司如欲再次发行股票，而又超过上次注册半年之久则需重新注册。遇到此类情况，中国发行公司可向 SEC 上报财务计划，获得批准的发行额后不一定马上全额发行，而在适当的时候分批发行，届时不再注册，即所谓储存登记。

(二) 证券包销

一般而言，中国发行公司在美证券包销应包括如下步骤：(1)与包销商联络，包销商参与公司

注册说明书的编制；(2)主包销商及其律师对有关发行公司和股票进行“应尽责任调查”；(3)上市公司就包销协议和交易文件作准备，并同包销商举行商讨；(4)在 SEC 宣布公司提交的备案说明书生效之前，主包销商即可联络潜在包销商和经挑选的经销商，以募股说明书作预售股票和巡回促销；(5)股票发行的定价时间和价格是 SEC 宣布 F—1 注册说明书生效、同时包销商从客户得到足够数量的口头购买承诺(通常应比包销商承购股份数额多 15%)之后，按包销商推销成果决定发行价格。然后，各方签署包销协议。在协议签署一周后，包销商付款，同时股票交付包销商。

以上过程中，有三点内容值得详细说明。

第一，应尽责任调查

所谓应尽责任调查，指的是包销商对上市公司进行的事实和数据核查过程，以确定公司募股说明书是否符合信息披露规定。这是美国《1933 年证券法》第 11 款所规定的要求。它能使包销商在一旦出现法律诉讼时避免法律责任追究。由于涉及到巨大的经济法律责任以及公司在金融市场的信誉，包销商的应尽责任调查也成为发行人及其律师常规调查中的有效补充部分。而这一切都是为了确保注册说明书的准确性和全面性。

调查一般包括对上市公司管理和该行业情况的审查，考察公司的生产设施，审阅公司主要文件(包括公司章程、长期债券、贷款协议和其他债务协定、董事会记录、最近五年高级管理人员会议记录、会计报告和预算、雇佣合同、租赁合同、许可证、重要供销安排协议和政府许可)，按 SEC 规定向公司经理和董事会作问卷调查，审阅注册说明书等。在包销协议签字和股票发行后，上市公司的独立国际会计师还必须向包销商提供一份意见书，基本要求是由会计师按照双方协商的程序来确认募股说明书中的财务情况和统计数字的准确性。在发行结束后，包销商律师和公司律师要分别向包销商呈交关于各种事务的法律意见书，以及保证注册说明书中未发现任何重大不实陈述、重大误导性陈述或遗漏。

第二，股票发行中的信息披露与公告

按照美国证券法，募股说明书是投资者决定购买公开发行业股票的唯一信息来源，因为这些文件的设计就是为了符合投资者对信息披露的要求。其宣传规模和方式有如下规定：

① 发行前可以对股票发行作几次公告。但是一旦包销商和公司开始会晤并着手发行时，公司应对新闻界保持缄默。一般 F—1 注册说明书在 SEC 备案后，公司应发表一份简要新闻公告，内容包括对发行人及其业务范围的简述，证券名称和数目以及包销商的名称。在采取“静注册”做法时，新闻公报在等到 SEC 对注册说明书作出评价意见后才发表。

② 注册说明书备案后，包销商可以口头承诺的办法发行股票，并进行积极的巡回促销活动。活动可通过特邀专业投资机构、金融证券公司聚会的形式进行，但都应该准备最新版本的募股说明书，而且应当是促销活动中唯一的书面材料。巡回促销活动中还可以发布一些募股说明书中包含的信息范围和内容，但这些信息应经法律代表的同意。

第三，包销协议的签订

为了从双方权益上保证包销的顺利进行，避免不必要的纠纷，我国上市公司与包销商之间订立的包销协议，应注意以下几点：

① 我国上市公司应对募股说明书内容的准确性、股票的有效性、公司的经营及财务状况加以声明和保证。因为包销商的主要法律责任系于注册说明书和募股说明书，声明和保证可起到应尽责任调查延续的重要作用。另一方面，它也是确保客户利益，促进股票销售的最低标准要求。

② 赔偿损失条款。即对包销商因募股说明书含有不实陈述、误导性陈述或遗漏而带来的损失，要给予必要的赔偿。不过目前，SEC 认为该条款有违公共政策，所以可以不具强制性。

③ 清算条件。包括上市公司和包销商的中方和国际律师的法律意见书,公司主管人员的证书和其它有关文件。

④ 终止协议规定。终止协议的内容:包销协议的违背、公司股票被证交所暂停交易、所有证交所暂停交易、银行发出延期偿付通知、金融市场发生营业危机。如果所发行的股票需经证券等级评定机构评级,则同时应包括降级或查看的处置办法内容。

·(三) 上市交易

中国发行公司在美国各证交所及 NASDAQ 系统申请上市交易时,需充分注意其各不相同的上市标准(并应注意到其中某些规定是可以协商的)。其中,纽交所(NYSE)的规定最为严格,但在该所上市的股票大多可以进入第三市场交易,此点很具有诱惑力。

上市申请程序,以纽交所为例:(1)股票上市前,上市公司与美方律师向证交所提出初步申请,由证交所审核上市资格;(2)资格审核通过后,公司的上市申请原件由证交所备案,并再次向证交所签字提交申请书,明确表示同意遵守证交所规则并在行动上保持与其规定一致,如向持股者送交代理说明书和年度报告等,以维护股东的利益;(3)证交所收到申请,并且证实公司 20—F 注册说明书已在 SEC 备案和按《1934 年证券交易法》登记股票后,证交所便发给公司批准书,承认其 20—F 注册说明书生效,允许在交易所交易股票。在一般情况下,按《1933 年证券法》登记的 F—1 注册说明书生效后,公司股票都会被证交所批准上市。

股票正式挂牌交易后,中国公司将会受到更为严格的监管。其中包括持续信息公开、禁止信息滥用、防止内幕交易、证券法的补救仲裁等。现择要略述如下:

(1) 股票交易过程中必须遵循持续信息公开原则

向 SEC 及交易所或 NASD 定期报告其财务情况。该报告可分为三部分:①年报,即 10—K 表格;②半年期的季报,即 10—Q 表格;③与股东利益有关的其它重要事项报告,即 8—K 表格。8—K 表格是上市公司负有公开重大事实的肯定性义务的标志。遇到下列情况需在 15 天内报送:公司控制权变动,公司营业性质变动,资产的购买或出售,破产,独立会计师变更,有一名董事辞职等。并且,在事情当月结束后十天内,公司应将所有重大事件提出报告;10—Q 表格的主要内容有最近会计季度以及上一会计年度同期末的收入表、资产负债表、资金来源和使用说明书。此外,上一会计季度的收入表也需要报送;10—K 表格,是上市公司向 SEC 提供的最主要的公开文件,还需报送上两个会计季度的经过审核的资产负债表、收入表、资金来源和使用说明书,还应附有广泛的作为补充的注释表格。

(2) 遵守内部人员交易注册规定

美国证券交易法规定:凡是发行股票公司的内部人员(系指公司经理以上的负责人员和持公司股份 10%以上的大股东)对本公司股票进行交易者,都必须向 SEC 进行个人交易注册,并按月提交“内幕人士报告书”。对公司经理以上负责人员注册内容为:①个人在公司内的职务和所负的具体责任;②拥有或支配公司股票的股份。对于大股东,注册内容为:①个人身份及主要从事职业;②认股时的资金来源和特别目的;③拥有股份数额;④认购时是否与公司有其它合同或协议。并且,内部人员在 6 个月内的证券交易中所获得的利润必须用于弥补公司所蒙受的影子损失。内部人员如果利用内部信息进行证券交易,则一律视为非法。

(3) 关于停牌的若干规定

以纽交所为例:①公司倒闭;②申请更改公司章程;③公司财务往来中发生银行拒收汇票或票据失效以及银行中止业务往来;④中止公司经营活动或被其它公司合并;⑤隐瞒公司经营情

况；⑥人为干预自己公司的买卖活动；⑦经营恶化，无利分红；⑧上市股权和股票分布状况达不到规定最低标准；⑨有违反美国证管制度的其它行为。

值得注意的是，SEC 近几年内放宽了对于外国私人证券发行者的信息公开要求，如在募股说明书中，对拥有投票权的股东、管理资料 and 部门情况等可以不完全公开，甚至对于申请代理注册制度和定期报告制度也给予放宽。此外，SEC 对于外国企业在美的股票发行和流通在汇率、股息支付、税收待遇等方面也存在一些限制，此处不再细述。

二、中国企业在美的股票私募

从上文可以看出，在美公募股票所遇到的管理是极为繁琐的，因而外国企业进入美国资本市场常依赖于私募发行。

(一) 一般私募(private placement)

是指发行机构不向 SEC 注册，不经过一级股票市场，而通过私下协商发行股票，其发行对象是特定的。一般私募应满足下列条件：(1) 发行公司须确保交易不涉及公开；(2) 由关系固定的投资者购买，且销售对象不得超过 35 人，机构投资者除外；(3) 出售对象为老练投资者，且投资者有调查发行者资信状况的能力，有承担风险的能力；(4) 证券的购买者以投资为目的，而不以转售为目的。

私募股票时，被发价人得到的是私募备忘录(PPM)，而不是募股说明书。PPM 的内容因发行的性质、被发价人的种类和市场行情等因素而异，但一般而言基本类似于募股说明书。发行公司必须运用各种机制以确保证券购买者不会继而将其证券转售给公众，从而不致使原先的私募失去其性质。按照美国证券法，私募股票的持有者必须等到 2 年以后，方可将股票转让。一般私募市场因流动性大、成本过高，而使其功能的扩展受到限制。为了弥补这一缺陷，提高美国资本市场的筹资功能，1990 年 4 月 SEC 颁布了所谓 144A 条款。

该条款强调：对于任何准备进入美国私募证券市场的外国企业均可得到与国内企业同等待遇，给予登记豁免。同时，任何合格的机构投资者(QIBS)可在 2 年之内将其所持有的私募证券转售给其它机构投资者，如银行、证券商、资产管理顾问组织等。144A 条款有效地将私募证券的易于发行和公募证券的易于流通结合起来。外国企业的证券只须满足下列条例即可得到上述待遇：(1) 证券是不可互换证券，特指发行的证券是能在 NASDAQ 和美国各证交所上市的证券，也不是在美需注册的投资公司的证券；(2) 销售对象仅限于合格机构法人(拥有并可自行决定投资的证券金额超过 1 亿美元，美国政府和银行发行的长期债券除外)；(3) 发行公司应采取适当的方法，使买主认识到，所买的证券是未经注册的合法私募证券；(4) 如发行公司不受 SEC 定期报告的限制，而且还没有获得对这些规定的豁免，则为了证券购买者的利益，发行公司须在限制转售期限内提供特定信息，主要是财务信息，不过财务信息的披露可完全按照发行公司所在国的会计准确进行。

与 144A 条款同时公布的 S 规则中进一步对其进行补充：(1) 一切合格的非美投资者也可购买按 144A 条款发行的证券；(2) 改变了往常证券转让 2 年限制期的计算方法，所有合格投资者可将他们的未注册证券的持有期连续计算，以达到期限。同时，全美证券商协会(NASD)提出的建立通过自动设备进行证券私下发行、转售和交易系统(PORTAL 系统)的方案也获得通过，从而进一步提高了“144A”市场的运行效率。

(二) 中国企业在利用 144A 市场以及进行一般私募之前, 应向 SEC 提供必要的资料和信息, 以取得登记豁免资格

这些信息包括: 根据所在国的法律组建公司所必须公开的材料, 股票在本国交易所上市的行情, 股东的构成, 公司近期财务状况, 居住在美国的股票持有人数, 美国居民拟交股本数量, 美国股东利益保障等。至于公司长远规划发展, 近期股东人数变动等资料则无须向 SEC 提供。发行公司必须保证上述资料信息的正确性和全面性。发行公司一旦被 SEC 发现信息披露中有错误和遗漏, 它将负有绝对责任, 投资者可请求赎回股票。

144A 市场不失为中国企业在美上市之捷径, 但若将之作为目标模式或最佳途径则有所不妥。因为 144A 市场还存在着许多缺陷: (1) SEC 对于合格的机构投资者只准其为其它合格的机构投资者的帐户购买 144A 证券, 不得为其它人委托购买, 且信托投资公司只准将 10% 的基金投资于准流动性证券(未注册的和私募的证券)。此外, 各州的蓝天法也存在类似限制; (2) 144A 证券的发行仍需经评级机构评级(包括私募普通股), 并且证券交易不得通过贮存信托公司(DTC)进行交割, 交割仍以实物形式进行; (3) 144A 证券的收益率比公募证券高 5~10 个基点, 而其节省的注册及其它费用只含 2.5 个基点, 可见 144A 证券的价格条件仍赶不上公募证券, 发行规模也望尘莫及; (4) 144A 市场至今仍是一个以债券为主体的私募市场, 到 1992 年, 外国股票的交易量还只占到其总成交规模的 5%。

因此, 中国企业在美上市的途径虽然多种多样, 但公募上市仍不失为中国企业的根本目标。

中国企业证券在美上市还应注意的几个问题:

(1) 充分借鉴在港上市的经验, 应尽量在美取得公司注册, 以使得上市中国公司“本地化”, 或者采用“买壳上市”的做法。

(2) 我国境内的中外合资企业, 应以外方作为股票发行的法人代表方。华晨 B 股在美上市就采取了这一方式。

(3) 发行公司应采取 ADRs 形式进入美国股市, 以尽量减少交易成本、外汇风险, 扩大潜在投资者(主要是机构投资者)的允许范围。利用 ADRs, 可以通过将国内上市 B 股和在港上市 H 股向美转售的方式实现。

(4) 中国证券管理机构应尽量与 SEC 取得经常性往来, 以促进中国企业证券在美上市。同时, 也应进一步开放美国证券商在国内的证券包销代理业务。

