

美国储架注册发行制度变迁及借鉴

马洪雨¹ 蒋学跃²

(1.上海财经大学法学院, 上海 200433; 2.深圳证券交易所综合研究所, 深圳 518028)

摘要: 美国储架发行制度的核心是一次注册长期有效, 但通过发行人持续性提交补充文件更新发行信息, 以保护投资者。基本招股说明书制度和自动储架发行制度是真正得以发挥储架发行制度优势的配套制度, 与储架发行成为浑然一体的系统。我国实践中存在着一些零星非正式的储架发行制度, 但未来主要应在上市公司再融资领域适用储架发行。在适用主体方面, 仅限于已履行持续性信息披露三年以上, 无违规记录的上市公司; 储架发行的有效期为 2 年; 发行人可以在储架发行文件中通过援引定期报告中的信息履行文件的申报, 并在有效期内及时提交补充文件。

关键词: 储架发行 统一信息披露 证券发行

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A

作者简介: 马洪雨, 上海财经大学博士后, 研究方向: 法律金融学。蒋学跃, 深圳证券交易所综合研究所副主任研究员。

Abstract: The securities can be constantly offered in the long time if the issuers constantly supplement the information to protect the investors under the rule of shelf registration. Base prospectus and automatic shelf registration are inseparable component of the shelf registration. There are sporadic shelf registration practices in our securities market. it should be applied to in the occasion of listing corporation Refinancing. Only the companies performing the obligation of information disclosure without mistakes belong to the subjects of shelf registration. The issuers have the right to reference the information in the regular reports, but have the duty to constantly complement the information in Period of validity.

Key words: Shelf registration; integrated disclosure system; the issuance of securities

储架发行 (shelf offering) 是指证券发行人向证券监管机构提交注册或审核文件后, 在随后的时间内持续地发行证券。由于这相当于将登记后的证券放在橱柜上备而不用, 等到需要时才取下来发行, 因此被形象地称为储架发行。¹储架发行的核心在于延长注册文件的生效期, 即一次注册长期有效。储架发行最早是美国证券交易委员会 (以下简称 “SEC”) 通过部门规则制定, 并不断在实践过程中予以完善, 已被世界很多国家所继受, 如欧盟 2003 年通过的《欧盟招股说明书指令》就规定了类似于美国储架发行的 “快速融资通道”。²

我国证券市场经过 20 年的发展, 很多制度都在不断的完善, 但发行制度一直普受市场诟病。因此, 监管层也一直致力于发行制度的改革, 准备在创业板推出小额快速融资制度。³据可靠人士称, 监管层也将于近期颁布相关的管理办法。因此, 深入研究美国储架发行制度将为完善我国 “快速融资” 制度提供重要的借鉴作用。

储架发行的制度背景

一、公平与效率的平衡是储架发行制度的思想基础

美国 1933 年《证券法》规定, 任何公开发行证券都必须向 SEC 注册, 而注册过程最少要经过 20 天以上的等待期。在 20 天的等待期内, 发行人虽然可以对公众发出要约, 但不能实际出售证券, 否则违反抢跑规则。这有可能导致注册文件生效时, 市场已经面目全非了, 使发行人错过了最佳融资时间或者根本无法发售证券。因此, 市场中的发行人期待着能够按照自己的意愿能够随时发行证券, 而无需履行冗长的注册程序, 以达到最高的效率。

但这一需求与美国早期证券监管理念格格不入。因为，美国 1933《证券法》强调证券发行时及时准确的信息披露原则。如果发行人在注册文件生效后持续性发行证券将与这一原则相违背的，因为投资者在购买证券时可能获得是过时的信息，有违《证券法》对投资者保护的初衷。在这一背景下，储架发行无法出现。只有 SEC 从完全注重投资者保护的公平立场转向兼顾发行人的效率立场时，并放松对发行时的信息披露要求，才有可能出现储架发行制度。

二、统一信息披露是储架发行出现的技术性条件

直到上世纪 80 年代，在学术界的影响下，SEC 研究推出统一信息披露制度（integrated Disclosure System），以减轻发行人信息披露的负担。统一信息披露制度为储架发行的推出打下了基础。⁴

统一信息披露制度是一种旨在整合发行人在《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》两个法律下信息披露义务的制度，具体内容是公司可在证券招股说明书中以参见方式，援引定期报告中有关公司的信息，无需写入。但统一信息披露制度也不能走得太远，因为证券发行与交易的信息披露的内容毕竟还有差异的，SEC 深知只有公众对上市公司有相当程度的关注和了解，援引定期报告的做法才有意义。于是，SEC 建立了 S-1、S-2 和 S-3 的三级体系。S-3 的信息披露要求最低，除非发行人发生了重大变化，否则无需向投资者披露发行人的自身信息，招股说明书中只须描述与证券发行相关的特定交易。之所以对第三类公司做出如此之低的信息披露要求，是建立在“市场追随理论”的基础上的，其理论依据在于，当证券被足够多的消息灵通的市场追随者所持有时，专业分析师会紧盯有关公司的信息，追踪发行人及其行业的发展，因此，发行人的信息披露程度只需满足专业分析师的需求即可，因为散户投资者不再依据登记文件中的信息，而是完全依赖市场价格进行投资。⁵

统一信息披露的推出大大减轻了发行人的信息披露义务，也间接上为储架发行在技术层面上铺平了道路。

三、实践中不断的完善

SEC 早期拒绝发行人采用储架发行制度，只是在一些不涉及实际销售发行的场合非正式地允许进行储架发行。这些场合一般是在企业合并、认股权证和股票期权的行使导致的证券发行，它们不需要承销商承销。⁶直到 1968 年 SEC 才制定了《指引 4》，正式地在几种例外场合允许储架发行，如并购、存量发行、权证转换以及注册说明书生效后合理期间发行的证券。此后的 1978 年，SEC 允许对成熟发行人适用 S-16 注册表，允许发行人通过注册说明书中以参照的方式将与发行人有关的相当数量的信息纳入《证券交易法》所要求的定期披露文件中。

在上述规则的基础上，SEC 着手通过具体系统的储架发行制度。1980 年 12 月 SEC 提议制定，并于 1981 年 8 月修订了规则 462A，最终在 1982 年 3 月颁布了规则 415，由此奠定了美国储架发行的基本制度框架。这一制度分别在 1994 年 8 月、2005 年 12 月和 2008 年 1 月得以持续性的修改。⁷

美国储架发行的基本制度

一、适用范围

根据 SEC 规则 415 (a) 1 规定，仅下列 11 种发行可以适用于储架发行：

(1) 通过或代表注册人、注册人的子公司或注册人属于其子公司的人等之外的人发售的证券（存量发行）；⁸ (2) 依据注册人的股息或利息在投资计划或其员工福利计划发售或发行的证券；(3) 行使发行在外期权、认购权或权利后发行的证券；(4) 转换其他发行在外的债券后发行的证券；(5) 作为被担保质押的证券；(6) 通过 F-6 表注册的证券（美国存托凭证）；(7) 抵押支持债券和抵押分享或过手证书等抵押相关的证券；(8) 在业务合并交易方面发行的证券；(9) 发行立即开始、在持续的基础上进行及从初始生效日开始可能在超

过 30 天期间持续发行的证券；(10) 注册人、或代表注册人、注册人的子公司或注册人属于其子公司的人通过 S—3 注册表或 F—3 注册表在持续或迟延、立即的基础上发售证券；(11) 由按照《投资公司法》23c—3 规则进行定期披露的注册封闭式管理投资公司或企业开发公司在持续或迟延基础上发售证券。

二、储架发行文件的有效期

根据 415a—2 规定，对于企业合并（第 8 类）和注册人的发行（第 9 类）这两类发行人，如果他们不适用 S—3 或 F—3 注册表的话，则必须在注册表上注明自注册说明书生效之日起两年内所期望出售的证券规模。但存量发行（第 1 类）和转换证券（第 4 类）的有效期不适用 2 年。发行人及其关联人的证券发行也不适用于 2 年的有效期，而是适用于 3 年。

根据 415a—5 规定，如果抵押证券（第 7 类）、注册人的发行（第 9 类）和发行人的关联人的存量发行（第 10 类）储架发行文件适用的是自动储架发行规则的话，其注册文件的有效期为 3 年。这意味着上述发行人必须在 3 年后重新注册。根据 462 (e) 规则，在新注册文件是自动储架说明书的情况下，新的注册说明书将立即生效。如果新的注册说明书不是自动储架说明书时，三年的有效期可以有限延长，已注册的证券仍然可以在发行人新注册说明书生效前或原注册说明书生效后的三年后的 180 天（以二者最先者为准）前予以发行。在持续性发行证券时，并且新的注册说明书允许原有的证券发行的情况下，发行人可以一直出售证券直到新的注册说明书生效。

根据 415a—6 规定，在储架发行三年有效期届满时，发行人可以提交新的自动储架发行注册说明书。包括招股说明书在内的新的注册说明书必须包含所发行证券的所有必要信息。发行人可以将原注册文件中还没有卖出去的证券和费用转入新的注册说明书中，只需在新的注册说明书封面底部予以标志未出售证券的数量。这样，原注册说明书开始发行的证券就可以继续进行而不被中断。

三、储架发行注册文件的持续修订义务

根据 415a—3 规定，发行人必须履行 S—K 条例中 512 (a) 条款的要求。如果发行人注册文件生效超过九个月的时间，发行人必须规则 512 (a) 提交招股说明书作为注册说明书的修订版，这事实上意味着注册人必须每年都要更新其财务状况。此外，任何发生的行为或事件如果属于“基础性变化”（Fundamental Change）的话规则，注册人必须立刻对注册说明书进行修订。这里用“基础性变化”（Fundamental Change）而不用实质性（Material），SEC 解释说修订注册说明书应该反映注册文件的“主要（major）或基础性（substantial）变化”。⁹然而，规则 512 (a) 1 规定，涉及到发行方面实质性变化（material change），注册人还是必须及时提交修订注册文件。事后提交的修订注册文件并不能立即生效，而是有至少 48 个小时的延迟时间。

四、发行方式

根据 415a—4 规定，如果发行人对证券采取的随行就市的发行方式的话，发行人必须是采用 S—3 或 F—3 注册表的公司。在 2005 年之前，随行就市发行必须满足许多条件以下四个条件：（1）发行必须是属于规则 415 规定的第 10 种发行，即发行人首次发行（Primary Offering）；（2）若发行的是有表决权的股票，发行数量不能超过非关联人持有的已发行股票总数的 10%；（3）证券必须通过承销商出售；（4）承销商的名称必须在注册文件中的招股说明书中予以说明。而根据修改后的规则，只对第 3 个条件予以保留，其他条件统统删除。

储架发行的配套制度

在规则 415 推出储架发行之后，SEC 一直致力于完善这一制度，并制定了自动储架发行和基础招股说明书等相关配套制度，以更好地发挥储架发行制度的优势。我们甚至可以说，储架发行在实践中被广泛的使用很大程度上应归功于这些配套制度。

一、自动储架发行制度

1994 年，SEC 通过规定自动储架发行制度放宽了对知名成熟发行人（well-known seasoned issuers）储架发行的限制。根据 SEC 规则 405，知名成熟发行人可以通过提交 S-3 或 F-3 表格对大多数证券进行自动储架发行注册。首先，自动储架发行仅仅适用于知名成熟发行人。根据规则 405 规定，知名成熟发行人除了需要满足 S-3 或 F-3 表格使用人的条件外，还必须满足确定日期后 60 日内非关联人持有的普通股市值不低于 7 亿美元的条件。其次，SEC 规则 462 规定，任何自动储架发行注册说明书以及事后的修改文件，即使没有受到 SEC 的审查情况下，一旦提交 SEC 就立即生效。SEC 规则 401 (g) 2 规定，除非 SEC 明确向发行人表达其反对意见，否则自动储架说明书和任何事后的修改文件都被认为是以合适的形式注册，这就确保发行人在提交自动储架注册说明书时确信自己正在使用合适注册形式。在 SEC 通过的公告中还明确指出，若 SEC 通知发行人认为其不适合使用自动储架发行程序，则在修改通知前所出售的证券将不被视为违反了《证券法》第 5 章所进行的出售。根据 SEC 规则 430B(a)，知名成熟注册人只需在注册说明书中注明所发行证券的种类或名称，而无需注明其中特定的证券数量。此外，根据 SEC 规则 413 (b)，知名成熟发行人也可以增加新的证券而无需提交新的注册说明书，而只需在原有的自动储架说明书上提交一个事后的修改文件。¹⁰与起草一个全新的注册说明书相比，起草一个事后修改文件要简单的多。这种事后可以随意增加证券发行的制度给予了发行人相当大的自由度以确定发行具体的证券种类和数量，包括它的合格的子公司的证券以及这些证券的存量发行（比如说内部人持有的证券）。

在注册费的支付方面，自动储架发行人可以采用在证券实际卖出时支付的“即发即付”方式，而无需像普通发行程序中按照注册证券的总数提前支付。¹¹SEC 同时允许自动储架发行人将更多的信息排除在（注册说明书中的）基本招股说明书之外，发行人可以在以后用注册说明书的增补文件补充这些被省略的信息。

415 (a) 5 规则为自动注册说明书规定了自初始生效后 3 年的有效期。对于自动储架发行制度而言，这种 3 年重新登记的要求实际上是为知名成熟发行人设定了一个常规工作而已。根据 SEC 规则 462 (e)，知名成熟发行人只要提交一个新的注册说明书，后者就可以立即生效。根据 415 (a) 6，任何未出售的证券以及与此相关的未支付的注册费可以自动转让新的注册说明书中。因此，3 年的有效期并没有实质性对发行人延迟发售初次储架发行文件中证券的能力。

对发行特定证券的非数量要求和无时间要求，以及发行人可以随意增加新的证券种类的能力，使得知名成熟发行人可以在注册说明书生效后的立刻从货架上连续不断地卖出任何数量的证券。¹²

二、基本招股说明书

储架发行便捷性很大程度上是建立在基本招股说明书基础之上的。储架发行人只需在最初的注册说明书中提交一个包括价格相关信息的招股说明书。此后，发行人仅需要根据规则 512 (a) 不断更新这一文件以及根据《证券法》第 10 (a) (3) 提交需要的招股说明书增补文件。实践中，储架发行人在首次登记说明书中通常只提交一个满足最低限度要求的“基本”招股说明书。发行人会在基本招股说明书省略公开发行价格和承销商等信息，而将其放在招股说明书的增补文件中。规则 424 (b) 要求发行人在以下两个日期中较早一天的第二个工作日向 SEC 提交招股说明书的增补文件：发行价格的确定日或招股说明书生效后的第一次被用来进行公开发行之日。根据规则 424 (b) (2) 规定，招股说明书的增补文件可以披露“公开发行价格、证券的描述、特定的销售途径或类似的问题”。

在 2005 年公开发行改革中，SEC 颁布了规则 430B，明确界定了哪些信息是发行人可以在基本招股说明书中可以省略的。规则 430B 规定在基本招股说明首次生效时下列信息可以省略：

根据 415 (a) (1) 规定第 7 或第 10 类储架发行可以省略对于发行人而言未知的或无法合理获知的信息。什么是未知的或无法合理获知的信息？这些信息通常包括公开发价和其他影响价格的信息，如承销折扣。此外，假如发行人在注册说明书首次注册时不知道证券的特征，发行人也可以省略这些信息而以一个概括性的条款来取代。发行人可以在将来通过提交招股说明书增补文件的方式披露这些具体的信息。其他如储架发行中承担销售职能的承销商身份如果在注册说明书首次注册时还不知道的，也可以省略。

适用自动注册说明书的发行以及除了规则 415 (a) (1) 第 7 和第 8 种以外的储架发行，可以省略“是否是发行人的发行¹³或是代表发行人以外的存量发行、证券的分销计划、证券的种类和其他发行人的身份。”¹⁴因此，使用自动注册说明书的知名成熟发行人即使知道（或者应当知道）证券的分销计划、证券是否是初次发行还是存量发行等信息，仍然可以将上述信息省略。比如，发行人可能事先不知道哪些私募证券投资者将利用注册发行方式出售其持有的私募证券。

使用 S-3 或 F-3 注册表的发行人根据规则 415 (a) (1) 第一种方式进行储架发行时，可以省略规则 430B (a) 中规定的信息、出售证券人的身份以及相关的证券数量。但是，这一规定仅仅适用于（1）自动储架注册说明书；或（2）以及符合以下各种情形的“（a）证券的首次发行的行为……其他证券持有人二次出售行为已经完成了”、（b）“旨在确保证券转售的注册说明书生效之前的证券发行或出售”、（c）注册说明书仅仅针对于普通散户投资者、（d）发行人在过去三年内没有签发过空头支票、曾经是一个空壳公司或发行过垃圾证券（面值 1 美元以下的证券）。

根据 430B (d) 的规定，规则 430B 立法目的是给予发行要么通过招股说明书补充文件，要么通过《证券交易法》中的报告或延迟生效的修订文件来提交补充信息的灵活性。规则 512 (A) (5) 和规则 430B (e) 和 (f) 明确表示，发行人提交的事后提交的任何补充性文件，不论是通过参照方式，或通过招股说明书补充文件方式，还是通过事后生效的修订性文件方式提交的，都注定作为注册说明书的组成部分。发行人和承销商对这一部分要承担《证券法》第 11 条所规定的欺诈性责任，但这对发行人的高管、董事以及专家没有任何影响，仍然根据基本招股说明书生效时承担信息披露的责任。

储架发行制度的积极效应

规则 415 通过后，研究表明该规则给发行人带来了以下三点好处：

一、降低了发行人的成本

由于储架发行允许发行人择机发行的证券，发行人就可以避开由于系统性风险导致的股价低迷时间，选择一个相对合理的时间发行股票，以获得满意的融资效果。SEC 在一份文件中说，“（发行人及其关联人的）储架发行制度使得注册人可以有效利用市场机会。由于可以利用市场窗口（market windows），发行人可以有效降低证券利率或优先股的股息，由此使得现有股东受益。”¹⁵

二、降低了承销费用

储架发行使得发行人与承销商之间的协商时间也相应缩短，由此加剧了承销商之间的竞争，降低了承销价差，大大减小了承销费用。根据一份研究，1993 年至 1995 年间，通过 S-1 表格发行的承销费率平均为 7%，S-2 表格的承销费率平均为 6%，通过 S-3 表格（非储架程序）发行的承销费率为 5%，S-3（储架程序）的承销费率为 4.6%。¹⁶

三、发行人的合规费用也大大降低了¹⁷

首先，由于储架发行允许发行人用一个注册文件取代传统上每一次都要申报注册文件的烦琐程序，由此大大节省了注册费用；其次，对于采用 S-3 或 F-3 申报注册发行人而言，它们可以向 SEC 提交基本招股说明书（base Prospectus），许多与证券相关的信息都可以省略，比如发行价格、数量、承销方式等。在注册表生效后，它们可以根据市场情况和公司需

求择机确定这些信息，并用修正案的方式向 SEC 提交这些信息。它们可以采用援引的方式，如公司在年报中已经写明了风险因素，那么发行人就可以在注册文件中采取援引方式，让投资者自己参阅年报的相关内容，这就使申报的注册表的格式更为简单。因此，大多数情况下发行人自己就可以准备这些文件，无需花费额外费用去聘请投资银行。

储架发行的负面效应

正是储架发行的生效时间迅捷以及注册内容简单的优点派生出相应的负面问题：

一、“股价威胁效应”（Overhang）问题

一般而言，当一个公司通过储架发行程序出售股票时，它的股价一般都会下跌，这就是所谓的储架发行的股价威胁效应。这是因为对于大多数已上市公司而言¹⁸，储架发行意味着将来一段时间内，公司会持续不断地向市场发行股票，这将稀释现有股东的股权，由此拉低了股价。但未来股票的出售并不必然会稀释现有股东的权利，如当公司以高于市场价格卖出股票时，现有股东的每股价值将会提高，但问题在于谁又会去买以高于市场价格发行的股票呢。相反，公司一般都会以低于市场价格发行股票，此时现有股东的利益就会被摊薄。而管理层只所以选择以低于市场价发行股票，只有当公司出现严重的现金流问题时才会这么做。

19

为解决“市场过剩”效应问题，1992 年，SEC 通过修改 S-3 表格提出了“未分配”（unallocated）或总额（universal）注册的方法，²⁰即允许发行人在注册时无需注明各种证券的特定数额，而只需列明发行证券的总额就行，某种证券的发行数量随着市场的变化而定。这一方式缓和了不完全信任问题，但它也在一定程度上向市场掩盖了发行人的目的。此外，SEC 还允许发行人采取“零星发行”程序，即在出现承销商时，直接从“货架上”销售小批量证券。

二、削弱承销商尽职调查的能力

由于储架发行允许发行人通过援引根据《证券交易法》提交的信息迅速地发行证券，此时承销商的选择是建立在交易的基础上，不同的承销商可能在储架发行后的持续性发行中充当主承销商的角色，这种快速性削弱了承销商对发行人进行尽职调查的能力。它改变了发行人与承销商之间的这种稳定关系，虽然发行人从承销商的竞争性选择中降低了发行费用，但也因此失去了他们从紧密型的承销关系中本可以获得专家建议。对于承销商而言更为致命的是，它又牵涉到承销商是否需要承担《证券法》第 11 章规定的对登记文件任何误导性记载承担民事责任的问题。²¹虽然 SEC 曾经试图通过制定规则 176 来协调承销商在新的承销程序中尽职调查义务，以避免其承担《证券法》下的责任，但对于储架发行中的尽职调查义务则一直没有完全解决。²²在 2002 年发生的世通公司案件中，承销商在储架发行中的尽职调查能力被深入讨论。

三、承销商地位的下滑

面对储架发行，整个华尔街投行曾经表现出“落伍”（bypassed）的忧虑，因为一旦一个公司进行储架发行，任何一家机构投资者，如银行、保险公司或共同基金都可以直接电话要求其财务主管直接对大宗股票进行投标。一位所罗门兄弟公司的官员说，“发行人可能直接向机构投资者分销证券，而整个承销商可能完全失去承销的机会。”²³虽然，并没有证据表明储架发行完全将承销商逐出了这一场游戏，但确实还是减少了它们在蛋糕中的份额。一个微观的数据有助于说明这一变化。1985 年，通用汽车发行了价值 2.5 亿元的债券，承销费为 90 万元。而在 1972 年，通用发行的同样价值的债券，其承销费高达 220 万元。²⁴

储架发行在我国的适用前景

目前，我国国内尚无储架发行制度，只有发行 N 股的中国公司采用过了储架发行，如 2002 年在美国上市的中国电信，2004 年就利用了储架发行方式，通过增发融资来收购国内十个省市的电信资产。²⁵虽然我国在相关立法中没有明确规定储架发行制度，但如果按照美

国对于储架发行的归类来看，实践中我国还是存在事实上的储架发行做法的。

首先，我国《证券法》并没有对发行文件的有效期限做出明确的规定，但中国证监会颁布的部门规章《首次公开发行股票并上市管理办法》第 57 条和《上市公司证券发行管理办法》第 60 条分别规定了发行文件自核准后的有效期为 6 个月。²⁶如果说储架发行是一直持续性发行的话，那么我国也事实上存在允许超过 30 天的储架发行，只不过注册文件的有效期限为 6 个月。

其次，由于中国股票市场的供求关系的不平衡，实践中很少发生过了有效期而没有发行，因此，也没有出现过超过期限而没有发行的情况。但在 2008 年 A 股市场遭受重创，监管部门为了防止对市场产生冲击，也主动放缓新股发行速度，因此，出现了 30 多家公司已经获得审核但证监会通过推迟下发批文的方式来延缓新股的发行。如 2008 年 9 月 8 日招商证券就获得中国证监会审核，但一直到 2009 年 11 月 3 日证监会才正式下发批文。虽然从形式上看，批文的有效期限没有问题，但根据《上市公司证券发行管理办法》第 57 条和《上市公司证券发行管理办法》第 61 条规定都规定了“公开募集证券说明书自最后签署之日起 6 个月内有效”，因此，招商证券的公开募集说明书还是过了有效期。²⁷这是监管机构主动延缓新股发行的，因此这可以看作是监管机构主动给予的豁免，可以说这是中国的非正式“储架发行制度”。

最后，由于证监会《上市公司证券发行管理办法》第 27 条规定，对认股权证和可转债只需要在发行时经过中国证监会的审核，审核通过后，在后续的转换成股票时，并不需要另行提交注册文件以供审核。这事实上也承认了在转换股票时的发行人的储架发行。

一、我国储架发行的适用范围问题

相对于美国数量众多的储架发行类型，我国事实上主要缺乏的是存量发行的储架发行和上市公司增发时的储架发行制度，相关问题兹分别论述如下：

1. 我国存量发行的储架发行问题

如上文所述，美国数量众多的储架发行类型中，存在着允许存量发行的储架发行通道，即 415 规则的第一种类型。这成为上市前私募股票持有人除了利用 144 规则以外的最重要的减持通道，同时也是市场人士认为是美国资本市场中所具有的重要优势。²⁸与利用 144 规则减持私募证券不同的是，利用储架发行程序减持私募证券没有持有期的限制。

而我国私募根本不存在私募证券这一说（虽然事实上是存在的），更不存在私募证券的转售问题，实践中上市前入股的股东都是通过限售期满后自动解禁。此外，对于关联人而非关联人我国只是在限售期上作了区别规定，实践中对于关联人的限售还附加了高于法律要求的限售承诺书。如果建立存量发行的储架发行，很可能导致控股股东等关联人通过储架发行规避限售期，以实现制度套利，对现有资本市场秩序并无实际益处可言。因此，我国对于存量发行的储架发行问题并没有迫切的需求。

2. 增发中的储架发行

如果说储架发行在中国的适用空间应该主要存在于上市公司增发或者发行公司债券这一方面。由于我国实行严格的审核制，上市每一次增发的合规成本不仅仅费用高昂，而且时间冗长，往往等到审核完毕市场已经错过了最好的时机。此外，也正是这一原因导致上市公司在再融资过程中，不顾自己的实际需求，尽量一次性最大限度的融资，继而造成资本使用效率的降低。²⁹如果建立储架发行制度，特别是对成长性的中小企业而言，则会大大减少再融资成本和时间，充分提高资本的使用效率。

二、储架发行与我国现有法律制度兼容性问题

首先，由于储架发行的核心是一次注册长期有效的原则，因此，建立在注册制模式下的储架发行与我国实行的审核制并无实际冲突。在审核制模式下，储架发行变成了一次审核，长期有效制度。发行人经过审核后就获得了一个额度，在这个额度下可以根据市场和上市公

司自身情况下灵活地决定再融资的时机。

其次，储架发行与我国现有法律制度也无实质性的冲突问题，因为 2005 年《公司法》修订时删除了原《公司法》第 137 条“发行新股必须间隔一年以上时间”的要求，这使得多次融资中间没有硬性的时间要求。

最后，储架发行为我国发行制度的改革提供的实验田的机会，可以通过在储架发行制度逐步试行注册制，仅在发行人提交储架发行时进行实质性审核，在后续发行过程中则贯彻形式审核的准“注册制”，在此过程中积累经验，逐步过渡到未来新股发行的注册制。

三、储架发行的相关制度设想

1. 审核文件的有效期

早期美国储架发行制度，对于增发股票的注册文件有效期限限制为 2 年，只是后来对于知名成熟发行人采用了 3 年和自动储架发行制度。因此，我国暂时可以谨慎采用 2 年的有效期，在将来条件成熟后，逐渐扩展储架发行的有效期。

2. 储架发行的数量限制

为避免对已发行股票产生冲击，有必要对储架发行的数量进行限制。从早期美国储架发行来看，是将市价发行限制在发行股票总量的 10% 范围内，这一点值得借鉴。

3. 适用主体

美国对上市公司信息披露采取了分类监管的模式，对于经营状况良好，履行信息披露一定期限以上的上市公司在信息披露方面给予很大豁免。因此，就目前我国证券市场的情况来看，我们应该将储架发行限于履行定期信息披露 3 年以上，且这一期间无虚假信息披露情形，也无债务违约的上市公司。

4. 注册文件的信息简化

储架发行制度是在兼顾效率与公平前提下产生的，其制度核心是有效保护投资者的前提下简化信息披露。因此，我国未来的储架发行应当在简化信息披露方面下足功夫。目前，根据中国证监会 2006 年颁布的《上市公司公开发行证券申请文件》和《上市公司公开发行证券募集说明书》对增发的信息披露做出了明确的规定，未来的储架发行可以考虑在此基础上简化信息披露的要求，如对发行人的基本情况和近三年的经营状况允许发行人援引上市公司的定期报告；对于有些信息允许在提交储架发行文件时省略，如承销商、募集资金的具体用途等信息。

5. 补充文件

在每一次具体的增发过程中，发行人可以通过提交补充文件的方式，经证监会的形式审核后便自动生效，即在较短的时间内除非监管机构提出异议，否则发行文件便自动生效。

注释

¹ 由于美国对于证券发行监管采取的是注册制，因此，储架发行在美国也被称为储架注册（Shelf Registration），因此在相关文章中也有用储架注册。参见杨文辉：“美国证券市场上的储架注册制度及其启示”，载《证券市场导报》2006 年第 9 期。

² See Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC. Article 9 and Article 16

³ 参见“创业板有望启用小额快速融资机制”，载于 2011 年 2 月 25 日《证券时报》。

⁴ 杨文辉：“美国证券市场上的储架注册制度及其启示”，载《证券市场导报》2006 年第 9 期。

⁵ Wielgos 诉共同体 Edison 公司案，89 F.2d 2509,518(第七巡回法院 1989)。

⁶ Yerkes, Shelf Registration: The Role of Broker-Dealer, 29 Bus.Law.397 (1974)。

⁷ 59 FR 43470, Aug.24, 1994; 70 FR 44722, 44812, Dec.1, 2005; 73 FR 934,968, Jan.4, 2008。

⁸ 出售证券的人不能是上市公司，也不能是发行人的关联人。事实上，此时就是非关联人的

存量发行或二次发行。

⁹ Securities Act Release No. 6334(Aug.6, 1981).

¹⁰ 根据 SEC 规则 413 规定，对于自动储架发行以外的发行人而言，增加新的证券必须提交新的注册说明书。

¹¹ SEC rule 456(b).

¹² Stephen J. Choi, A.C. Pritchard, Securities Regulation: Cases and Analysis, Foundation Press, 2005, P. 475.

¹³ 英文中用的是“Primary offering”，似乎是首次发行的意思，但事实上它指的是发行人自身的发行，而不是私募证券的存量发行。

¹⁴ See rule 430B(a).

¹⁵ Securities Act Release No. 6499(Aug.6,1983).

¹⁶ Kidwell, Marr & Thompson , Shelf Registration: Competition and Market Efficiency, 30J.L.& Econ.181(1987)

¹⁷ SEC .Act Rel.6499, 29 Sec Dock .138 , 141-142(1983).

¹⁸ 事实上，美国的储架发行基本上适用于公司的增发，因此，对于储架发行公司而言，基本上都是已上市公司。

¹⁹ Stephen J. Choi, A.C. Pritchard, Securities Regulation: Cases and Analysis, Foundation Press, 2005, P. 478.

²⁰ SEC. Act Rel.6964, 52 SEC Dock. 2015, 2012-2022(1992).

²¹ Stephen J. Choi, A.C. Pritchard, Securities Regulation: Cases and Analysis, Foundation Press, 2005, P. 478.

²² James D.Cox,Robert W. Hillman & Donald Langevoot , Securities Regulation ,Cases and Materials 3,Apsen Publishers (4th ed.2004).

²³ Carrington, Proposed SEC Rule on new Financing May Kill Gentlemanly Art of Syndicate, Wall St.J., Feb.12, 1982, at 8.

²⁴ Selby, the Twilight of the Syndicate, Institutional Investor, Aug.1985, at 205.

²⁵ 参见唐应茂：《登录华尔街》，中国法制出版社 2010 年版，第 4 页。

²⁶ 事实上真正的有效期为自签署之日起的 6 个月。因为虽然《首次发行并上市管理办法》第 50 条和《上市公司证券发行管理办法》第 47 条分别规定了发行文件自核准起 6 个月有效，但《上市公司证券发行管理办法》第 57 条和《上市公司证券发行管理办法》第 61 条规定了公开募集证券说明书自最后签署之日起 6 个月内有效。这就导致最终的核准文件的有效期要从前一个时间计算，即签署之日，而非核准之日。

²⁷ 查遍公开媒体，没有看到招商证券重新申报公开募集说明书。

²⁸ 参见唐应茂：《登录华尔街》，中国法制出版社 2010 年版，第 232 页。

²⁹ 2008 年末，中国平安抛出了 1600 亿巨额融资计划。市场人士指出，中国平安这么大的融资规模，很大程度上超过其当时实际需求，但由于再融资过程耗时耗力，再融资主体都有着与其不断折腾，不如一步到位的心理，哪怕会造成资本的闲置。