

# 非上市公司公众公司法律制度研究

国务院法制办金融课题组

课题主持人：刘昭、徐明

课题研究与协调人：上海证券交易所 王升义

课题研究员：高燕凌、张建棟、钱瑜、王阳、李云波

公众公司就其交易形式、股权结构等方面而言，可以分为上市公司与非上市公司两种类型。相对于上市公司而言，我国非上市公司的交易机制、治理结构、监督机制等都有待完善，本文拟就非上市公司公众公司的基本制度问题作粗浅探讨。

## 一、非上市公司公众公司的界定与特征

非上市公司公众公司属于公众公司。本质上讲，公众公司是个对称，是相对于私人公司（或封闭公司等）而言的公司形式。大体上，公众公司是对公众公开发行股票的公司，其投资者是不特定的公众或者是特定多数以上的投资群体。对公众公司的定义，各国、地区立法有不尽相同的定义，大体上分为两类：一类是注重于公司的公众属性，如我国《证券法》第十条第二款即规定了公开发行的定义：向不特定对象发行证券的；或者向特定对象发行证券累计超过二百人的；或者法律、行政法规规定的其他发行行为，是公开发行的行为。另一类是既注重公司规模也注重公众性，如英国1985年《公司法》和美国证券法方面的规定，在美国，公众公司又称为报告公司（reporting company），是必须履行公开披露义务的公司，包括：公司按照1933年《证券法》要求向美国证监会（SEC）注册生效，向社会公众公开发行股票；根据1934年《证券交易法》，如果公司股东人数超过500人，且总资产超过1000万美元时，公司应当向SEC注册为公众公司；根据1934年《证券交易法》，当公司股票在证券交易所或者在NASDAQ上市交易时，公司必须注册为公众公司。

据此，我们理解，非上市公司公众公司具有下列特征：1、非上市公司公众公司是信息不对称较为严重的公司。由于非上市公司公众公司是公众公司的一种，公众公司的建立基础往往是公开募集，涉及众多中小投资人，在发起人与中小投资人之间存在着较为严重的信息不对称，且中小投资人往往资金规模小、投资经验不足、抗风险能力差，因此在现代金融体系里，基本都要从内容上到时间上对公众公司的披露作出严格的规定，以保护中小投资人的合法利益，并维护证券市场的健康发展。由于非上市公司公众公司缺少上市公司的体系化监管制度，这种情形在非上市公司的公众公司中更为突出。2、非上市公司公众公司是交易规模、交易方便性等比上市公司差的公众公司。与上市公司相比，非上市公司公众公司的发行制度通常没有太大差别；但是上市公司在交易所进行交易，其制度健全、规范，参与者众多，股份流通量大，投资者退出机制健全，而非上市公司公众公司则不具有这样的优势，非上市公司公众公司不能在交易所上市，只能采取柜台交易、协议交易或者在特定场所进行交易，其交易规模、制度建设、交易方式、退出机制与投资者保障措施，都较交易所交易要差。3、非上市公司公众公司治理结构需要一定程度的规范。非上市公司公众公司属于公众公司范畴，也存在治理结构方面的问题，如公众股东与董事、经理之间的代理权问题，大股东与中小股东的利益制衡问题等，同时由于非上市公司公众公司透明度较差，委托代理问题更为突出，但是必须考虑非上市公司公众公司具有一定的私密性，这是它的天然属性，因此，对于非上市公司公众公司的治理结构问题应采取适当的引导原则。

## 二、非上市公司公众公司的设立与股票发行

非上市公司公众公司的成立方式主要包括两种：一是通过公开募集设立为公众公司，二是通过公司成立后采取公开募集方式成为非上市公司公众公司，其核心制度是公众公司的注册或者审核制度，具体规定方面基本可以适用各国、地区的公众公司发行标准；但是考虑到公众公司上市的特点，其影响比上市公司还是低一些，有一些国家、地区的立法对不上市的公众公司的要求较上市公司低，总体上，各国、地区通过注册或者审核制度，使质量较高的公司进入公众公司的领域，以对社会公众负责。如，在美国，不具备豁免证券和豁免行为的公众公司发行行为，必须按照1933年《证券法》、1934年《证券交易法》等法律的要求，向SEC注册。由于非上市公司的交易是场外交易，不少非上市公司公众公司进行柜台交易，按照《证券交易法》第12节（g）的规定，在柜台市场交易的股本股票可豁免登记注册；但是，拥有超过500个股东并且超过500万美元总资产的发行人必须提交登记文件。从前述美国公众公司的定义可以看出，公众公司基本均为满足《证券交易法》第12节（g）规定的公司，因此，柜台交易非上市公司公众公司发行人不能免除注册。又如，我国台湾地区将公众公司称为公开发行股票公司，股份有限公司要成为公开发行股票公司，必须按台湾金管会证期局规定的办理公开发行股票的程序向证期局申请审核。如果不涉及证券公开招募或上市上柜，办理公开发行的必要条件中没有公司设立年限、股东人数、股权分散程度及财务指标方面的要求，只须满足下列要求即可：（1）财务报表符合GAAP规范；（2）建置健全的书面制度；（3）书面制度有效落实执行；（4）公司内控自检并出具内控声明书；（5）会计师出具内部控制制度项目审查报告；（6）财务报告经二位会计师联合签证。

据此，我们理解，非上市公司公众公司发行制度的核心制度问题是建立良好的、适当的公众信息获取渠道。这是由非上市公司公众公司的本质决定的，公众公司具有吸收资金规模大、参与人数众多等优点；但是，伴随这些优点的是，公众募集股东分散，小股东与大股东/发起人之间信息失衡，前者往往很难了解公司的真实状况；同时，小股东所持股份有时并不多，他监督公司运行的成本大于所获收益，因此往往不会积极管理公司事务。证券交易所及上市制度的建立，使公众募集资金有了良好的监督机制、退出机制和信息获取途径，极大改善了这一状况。非上市公司公众公司的问题恰在于其缺乏上市公司规范的制度体系保障，对于没有进入上市程序的公众公司，设计何种制度能够保障公众投资者的合法权益、规范非上市公司的发展，减少非正当性市场行为，是制度设计的关键。在本文看来，有必要注意三方面核心问题：（1）鉴于公众公司存在的信息不对称性在非上市公司中体现更为突出，必须建立较为充分、适度的披露制度，使公众投资者及时获取投资信息，保障公众投资者的合法权益。不但如此，适当的信息披露机制还能够促进市场规则对非上市公司公众公司的约束。（2）确立适当的外部监管、行业自律机制，包括适当的监管制度和自律机制。但是，无论是披露制度或者外部约束机制，都必须同时考虑非上市公司公众公司的私密性，确立合理的制度界限。（3）完善的发行制度必须有良好的二级市场交易制度作支撑，建立适当的非上市二级市场，建立投资人的退出机制，很有意义。

## 三、非上市公司公众公司的股票交易制度

非上市公司的股份交易，主要包括两种形式：一是有组织的交易板块，如美国的OTCBB、韩国的KOTCBB、日本的绿单市场等等，这些市场有统一的交易系统，其交易往往是采取做市商制度，有监管、有组织，流动性较主板市场弱但是较协议转让强；二是没有监管、组织较为松散的投资者之间的协议转让或者无组织的柜台交易。后者以合同法、公司法相关规范为主要约束方式，数量较大，是重要的交易方式，往往除合同法外并无具体规范，体现了当事人的合同自由原则；前者则是各国多层次证券市场的交易重要组成部分，有一定的法律规范。非上市公司公众公司交易制度必须确立下列制度：一是健全的交易，如建立非上市公司公众公司的转让系统，建立适当的进入系统条件、交易程序、退出系统机制等；二是建立适当的信息披露制度。

在美国，OTCBB与粉单市场（Pink Sheets）是最主要的非上市公司交易系统。OTCBB是全美证券商协会（NASD）管理的一个电子报价系统，为场外交易股票提供实时报价、最后一笔成交价和成交量等信息。OTCBB挂牌公司都必须向美国证券交易委员会报告信息的公司。在OTCBB挂牌的公司必须具备的条件是：a、满足SEC的申报要求；b、满足萨班斯法案的要求；c、有OTCBB认定资格的做市商愿意为其提供保荐和报价服务。对于OTCBB交易的非上市公司公众公司，如果其证券违反SEC的申报要求，在30或者60日内仍未改正的，将被摘牌。此外，OTCBB本身有一定监管功能，其所提供的实时报价

## 四、非上市公司公众公司的治理结构

非上市公司的治理问题提出的时间不是很长，2005年OECD提出了Corporation Governance of Non-listed Companies in Emerging Markets，在这一针对发展中国家或者称新兴市场国家的报告中，OECD组织各国专家对包括我国、印度、巴西等12个国家非上市公司的公司治理结构问题进行了研究，其中包括私营公司，如我国香港及东南亚地区的非上市公司，其所概括的主要弊端和解决方案也可以针对非上市公司公众公司；在某种程度上，这份报告对我国非上市公司公众公司的治理问题，更有借鉴意义。

根据OECD的研究，非上市公司的治理结构问题主要包括：（1）非上市公司的治理结构对公司的外部投资有影响。OECD官员认为公司治理对私人公司外部融资的影响，其中既有机会，也有挑战，如，银行等金融机构应考虑增加对非上市公司治理结构的监督，非上市公司的治理结构中要考虑保护非控股股东避免受到控制方的剥夺，以吸引对非上市公司的境外直接投资等。（2）非上市公司有必要增加公司治理的专业人士以保证确立公众股东与管理层之间渠道畅通，尤其是家族企业有必要为非控股股东提供参与公司管理的便利。

根据OECD的总结，非上市公司的治理

## 五、完善我国非上市公司公众公司法律制度的思考

通过前述研究，我们认为，非上市公司公众公司本质上是公众公司。在我国《证券法》上，发行时向不特定公众发行股份，或者发行股份对象超过二百人的，无论是首发或者增发，都是公开发行股票行为，公开发行所产生的公司是公众公司；此外，非公众公司通过增发或者私募等方式使股东累积达到二百人以上的，也成为公众公司。在下列三种情形下，公众公司是非上市公司公众公司：（1）公众公司未达到《证券法》第五十条规定的上市标准的，是非上市公司公众公司；（2）公众公司达到《证券法》第五十条规定标准而股东大会未决定上市的，是非上市公司公众公司；（3）退市的上市公司，如果其股东人数仍然满足《证券法》第十条规定的，也是非上市公司公众公司。

从制度设计角度看，非上市公司公众公司的制度设计必须考虑解决几个问题：（1）平衡好公众股东与公司及其管理层之间的利益关系。一是应当从制度上建立妥善的非公众公司股份转让机制。二是应当建立适度的信息披露制度。一方面要有全面考虑、长远发展的立法意识。（2）要要与监管机关适当的权力以保障市场机制的健康建立、推进，另一方面也要妥善规定相应的监督程序，规范监管权力。可以考虑在适当的条件下，多采用协会组织等的自律管理方式来监督管理非上市公司的一些市场行为。（3）要通过适当的法律形式逐步推进非上市公司公众公司法律制度的完善。从以往的金融制度建设经验看，对于重大制度的推出，往往先行制定部门规章等，进行试点，逐步摸索经验、总结教训，在摸清情况的基础上，再制定相应的高位阶法律制度。非上市公司公众公司的制度建设，也可以考虑这一方式。

及最新成交价格和服务有一定监管功能。粉单市场由全美报价事务公司（一家私人公司）运营，为场外交易股票提供交易信息服务。在粉单市场交易的非上市公司公众公司必须有NASD认定资格的做市商愿意为其提供证券保荐和报价服务。在OTCBB与粉单市场上柜的公众公司也需要遵守公众公司的信息披露制度。如前述，在美国成为公众公司有两条途径：一是按《证券法》要求向SEC注册申请发行证券成为公众公司；二是达到《证券交易法》规定的条件后向SEC申请注册成为公众公司。相应地，在OTCBB与粉单市场交易的非上市公司公众公司也要遵守《证券法》与《证券交易法》的披露规定。

在韩国，2005年1月之前，韩国为非上市公司公众公司提供转让服务的主要机制是KOTCBB，2005年1月，韩国建立了FreeBoard，取代KOTCBB，由KSDA（韩国证券自律组织）管理。FreeBoard为不符合证券期货交易所（Korea Exchange, KRX）上市条件的企业以及KRX退市的企业提供融资和股份转让服务，其挂牌成本低、信息披露以及监管要求都较低。在挂牌条件方面，FreeBoard对公司存续年限、实收资本、股票发行及收益均无要求，仅要求：（1）提供审核机构对公司最近一年财务报告发表的合格或不合格的审计意见及对半年报的审阅报告。但本条款不适用于风险企业或从交易退市的企业。（2）与股份存管机构签署股份转让服务协议。（3）使用韩国证券存管公司统一标准化的股权证。（4）修改公司章程中关于限制股

份流通的条款。KSDA负责对申请在FreeBoard挂牌公司是否符合条件进行审批。FreeBoard市场交易的股票，通过报价系统（Quotation Intermediation System, QIS）进行报价交易，非竞价交易方式，通过证券公司进行报价，采取时间优先的原则，当买卖报价完全一致时，即通过电子交易系统自动完成交易。FreeBoard的信息披露要求主要包括：定期报告、特别报告、KSDA要求披露的信息。目前，FreeBoard市场尚未实行公平披露原则，即公平对待所有投资者，公司所有应披露的信息必须向所有投资者披露，不得针对不同的投资者披露不同的信息。

在日本，JASDAQ（Japan Association of Securities Dealers Automatic Quotation, JASDAQ）和绿单市场是非上市公司交易的重要场所。JASDAQ是日本证券商协会公开报价系统，是日本主要的场外交易市场，是非上市公司交易的主要场所之一。在JASDAQ，未上市股票可以采用集中竞价和做市商制度，无涨跌幅限制。JASDAQ的挂牌条件如下：（1）最近一营业年度之税前盈余不可为负数，或营业收入为5亿日元。但若市值超过50亿日元者，不在此限。（2）最近一营业年度年底之净资产不少于2亿日元。（3）注册当天为10亿日元以上。（4）登记当天之流通在外发行股数应不少于2,000,000股。且于登记日之最近一营业年度，平均流通外发行股数不少于1,000,000股。（4）一万股以下之股东人数至少300人以上。（5）一万股以上，未达二万股之股东

人数至少400人以上。（6）二万股以上之股东人数至少500人以上。绿单市场（Green Sheet Market）始建于1997年7月，由日本证券交易商协会（JSDA）运营，是退市公司股票的交易市场。绿单市场中的证券由转让商向JSDA协会申报，主要考虑标准是：（1）社会性，包括守法状况；（2）适时披露系统的维持状况；（3）财务报表或合并财务报表中不含有引起对持续经营的前提有重大疑问的事件或情况的重要条文，且审计报告的情况的重要条文；（4）商业计划基于合理的基础，以及在这些计划商的商业模式被认为是能赚钱的；（5）考虑发行公司所属市场的特点、公司在该市场中的竞争力，支撑该竞争力的管理资源以及其他因素后，公司的成长潜力是可以认识的；（6）投资该证券的风险。根据上述标准，确定证券属于哪一种类的绿单证券并进行申报。

此外，值得一提的是日本绿单证券市场的风险提示制度，日本绿单市场要求劝诱投资必须充分进行风险揭示，明确要求：协会会员必须用易懂的语言，向第一次参与绿单证券交易的客户，提供有关绿单证券的性质、交易机制、交易方式、绿单证券发布的方式、投资绿单证券的风险及其他事项的《解释性说明》（explanatory note），并对客户作充分解释。协会会员必须对客户处取得特定格式的关于绿单证券交易的《书面确认函》（written confirmation），以确认绿单证券交易是在客户的判断及承担责任下进行的。

度至少应包括两层含义：一是股东和管理人以外的资金提供者应当获得信息；二是应当鼓励经理人等更注重分析与理解经营行为。从这一思路，折衷路线是使经理人能够乐于公开、开放地进行沟通，以降低信息披露成本。目前，一些国家、地区对非上市公司公众公司的治理问题，相当程度上都规范了信息披露问题，但也有一些关于非上市公司公众公司的审计、会计等方面的要求，如，日本商法典（Japanese commercial code）要求大型非上市公司的财务报告应经独立的审计师进行审计，所称大型公司是指股本在五亿日元以上或者负债总额在200亿日元以上的公司。德国法律要求大型非上市公司向公司注册机关报送财务报告，此种法律设置的特殊之处在于公众也可以获得大型公司的财务报告。达到下列两项以上条件的公司需要依法审计：A、销售额超过800万欧元的公司；B、总资产超过400万欧元的公司；C、拥有50名以上雇员的公司。当公司销售总额超过3800万欧元，或者总资产规模超过1900万欧元，或者公司雇员超过250名的，公司满足上述条件中的两项的，公司需要进行并表报告。在法国，公司报告是否需要外部审计，由其法定形式和规模决定，无论是公众公司还是私人

公司：采取SA、SCA、SAS形式的公司，无论其规模均需要进行法定外部审计；采取SARL形式的公司，当两个会计年度内其成员并表资产负债高于1.55百万欧元，或者总营业额高于3.1百万欧元，或者总人数超过50人的，需要进行外部审计。在英国，所有有限责任公司至少需要公开一部分财务情况，小型公司通常仅需提交资产负债表，但是报告须经审计，为避免公司利用小公司规避报告需要，英国《公司法》规定所称小公司必须满足下列两个以上条件：公司总营业额少于5.6百万英镑，或者公司净资产少于2.8百万英镑，或者公司少于50名雇员等等。

值得注意的是，通常，不同国家的公司法为非上市公司的治理结构问题提供最基本的法律支撑，如多数国家的公司法通过具体条文确定了非上市公司中的管理人、股东、债权人、其他资金提供人的不同利益边界；确保了非控股股东根据出资额获得相应的利润；勤勉和忠诚义务也起到了保护股东利益的作用；适当披露非上市公司信息，使股东有查询公司账册、报表等等。这些在不同的法域有着不同效果和差别，因此注重不同法域的法律和司法体系，十分必要。但是，OECD并不认为应当推出一套关于非上市公司的独立的治理准则。

度至少应包括两层含义：一是股东和管理人以外的资金提供者应当获得信息；二是应当鼓励经理人等更注重分析与理解经营行为。从这一思路，折衷路线是使经理人能够乐于公开、开放地进行沟通，以降低信息披露成本。目前，一些国家、地区对非上市公司公众公司的治理问题，相当程度上都规范了信息披露问题，但也有一些关于非上市公司公众公司的审计、会计等方面的要求，如，日本商法典（Japanese commercial code）要求大型非上市公司的财务报告应经独立的审计师进行审计，所称大型公司是指股本在五亿日元以上或者负债总额在200亿日元以上的公司。德国法律要求大型非上市公司向公司注册机关报送财务报告，此种法律设置的特殊之处在于公众也可以获得大型公司的财务报告。达到下列两项以上条件的公司需要依法审计：A、销售额超过800万欧元的公司；B、总资产超过400万欧元的公司；C、拥有50名以上雇员的公司。当公司销售总额超过3800万欧元，或者总资产规模超过1900万欧元，或者公司雇员超过250名的，公司满足上述条件中的两项的，公司需要进行并表报告。在法国，公司报告是否需要外部审计，由其法定形式和规模决定，无论是公众公司还是私人

公司：采取SA、SCA、SAS形式的公司，无论其规模均需要进行法定外部审计；采取SARL形式的公司，当两个会计年度内其成员并表资产负债高于1.55百万欧元，或者总营业额高于3.1百万欧元，或者总人数超过50人的，需要进行外部审计。在英国，所有有限责任公司至少需要公开一部分财务情况，小型公司通常仅需提交资产负债表，但是报告须经审计，为避免公司利用小公司规避报告需要，英国《公司法》规定所称小公司必须满足下列两个以上条件：公司总营业额少于5.6百万英镑，或者公司净资产少于2.8百万英镑，或者公司少于50名雇员等等。

值得注意的是，通常，不同国家的公司法为非上市公司的治理结构问题提供最基本的法律支撑，如多数国家的公司法通过具体条文确定了非上市公司中的管理人、股东、债权人、其他资金提供人的不同利益边界；确保了非控股股东根据出资额获得相应的利润；勤勉和忠诚义务也起到了保护股东利益的作用；适当披露非上市公司信息，使股东有查询公司账册、报表等等。这些在不同的法域有着不同效果和差别，因此注重不同法域的法律和司法体系，十分必要。但是，OECD并不认为应当推出一套关于非上市公司的独立的治理准则。

董事会、股东、公司之间的关系，合理保护股东权益，并合理激励董事等管理层尽职尽责履行好管理层职责，以法律制度为保障，发展健康、具有竞争力的非上市公司公众公司。

5.明确非上市公司公众公司的监管范围。虽然上述各国立法中并没有明确非上市公司公众公司的概念，但是非上市公司无疑都受到注册机构、自律组织以及交易市场的监管。有鉴于此，有必要从我国的实际情况出发，建立我国的非上市公司公众公司监管体系，如进一步明确证监会在监管非上市公司公众公司方面的具体权限，明确建立非上市公司公众公司的自律监管范围，并同时明确针对非上市公司公众公司的监管规则、自律规则和交易规则。

6.多层次市场之间建立起转板机制。有必要考虑建立非上市公司交易市场与其他市场的转板制度。在国际上，韩国证券交易所的主板市场、KOSDAQ、FreeBoard之间即有明确的转板机制；东京证券交易所的一部、二部、Mother's市场之间以及大阪证券交易所的一部、二部、HERCULES也有明确的转板机制。多层次证券市场之间建立转板机制，可以使公众公司在不同层次的市场之间转换，能够充分发挥证券市场的“优胜劣汰”功能。也使得多层次证券市场成为连贯的、统一的、不隔绝的市场。可以考虑，结合非上市公司公众公司的三种形态，对于符合上市条件而不愿上市的非上市公司公众公司可以允许其选择是否上市；对于不符合上市条件的非上市公司公众公司，如果经过发展达到上市条件的，可以提供机制转到交易所；对于转板问题，至少应考虑在转板过程中，应设立妥善减少措施股价波动、切实保护好投资者权益。