

非上市公众公司监管制度：现状、问题及展望

杨喆¹ 汪敏达²

(1. 南开大学商学院, 天津 3000071; 2. 东南大学经济管理学院, 江苏 南京 211189)

摘要：我国多层次多元化的非上市公众公司监管制度体系建立在“公开发行制度”基础上，这一方面为资本市场拓展深度和广度提供了前提，但另一方面，将公开转让、定向转让、定向发行等行为解释为公开发行，也造成了概念的混淆和制度的不适，影响了集中统一监管体系的建设。利用《证券法》修订的时机，将监管的逻辑起点由“公开发行”转变为“公众公司”，建立统一的公众公司监管制度架构，有利于理清监管制度的逻辑混乱和制度不适，为多层次资本市场建设奠定坚实的制度基础。

关键词：公开发行；公众公司；变相公开发行；差异化监管

Abstract: China's multi-tier and diversified supervision system of unlisted public companies is built on the system of the public offering, which is the foundation for the capital market to expand its depth and scope. However, as such behaviors as public transfer, private transfer, private offering are all deemed as public offering, the relevant concepts become confusing and the relevant systems become unsuitable, which affect the construction of unified supervision system. Taking the opportunity of the revision of the Securities Law, we should change the core concept from "public offering" to "public company", establish a unified supervision system of public companies, which will be conducive to clarifying the logically confusing and systematically unsuitable regulatory system, and laying a solid institutional foundation for the construction of multi-tier capital market.

Key words: public offering, public company, de factor public offering, differentiated supervision

作者简介：杨喆，南开大学商学院博士生，研究方向：金融监管、公司治理。汪敏达，东南大学经济管理学院讲师，研究方向：实验经济学与公司治理、资本市场。

中图分类号：D922.287 **文献标识码：**A

背景

2006年1月1日修订实施的《证券法》对公开发行的概念进行了调整，不仅规定向不特定对象发行证券属于公开发行，而且规定向特定对象发行证券累计超过200人也属于公开发行。同时，对公开发行与上市交易两个行为进行了分离，公开发行需要经过证监会核准，属于行政行为，而公开发行的证券上市交易仅需要证券交易所审核同意，并签订上市协议，属于民事行为。公开发行的证券既可以上市交易，也可以不上市交易。

但是，为防止有关配套规定发布前公司一哄而上地

滥发证券，从而造成金融风险，在《证券法》修订实施前，国务院办公厅发布了《关于做好贯彻实施修订后的公司法和证券法有关工作的通知》(国办发[2005]62号)，明确要求“证监会除继续正常受理公开发行股票并上市交易的申请外，暂不受理其他公开发行股票的申请，各级工商登记机关也暂不受理相应的登记注册申请”。因此，关于公开发行不上市的公司如何监管的问题一直处于研究状态，未开始实施。直至2012年9月28日中国证监会发布《非上市公众公司监督管理办法》(以下简称《管理办法》)，并于2013年1月1日实施，历时7年时间，非上市公众公司监管制度才孕育出来。

非上市公司概念辨析

一、公开发行与非上市公司

1. 公司分类——价值取向的体现

公司类型的划分主要影响内部和外部的权力义务关系。英美法系的公司法一般将公司分为“公众公司”和“私人公司”，美国将公众公司直接称为“报告公司”，对其进行区分的标志是是否需要向公众披露信息，主要解决股东知情权和公司信息披露责任问题。而我国公司法并没有公众公司的概念，公司的基本分类为有限公司和股份公司，两者区分的标志是出资的表现形式不同，主要反映公司人合还是资合的属性，主要体现为内部治理结构和股权关系。英美法系和我国公司法的两种公司分类制度的关注点不同。

虽然我国公司法没有公众公司的概念，但是按照《证券法》关于公开发行的相关规定，公开发行股票的公司需要持续履行信息披露义务，因此在我国法律体系下，从持续披露信息的角度，也存在与英美法系类似的公众公司制度。2006年以前，公开发行的证券必须进入证券交易所上市交易，所以公开发行股票的公司等同于上市公司。由于2006年修订《证券法》时对公开发行的概念进行了调整，出现了公开发行股票后不在证券交易所上市交易的情形，所以出现了非上市公司。因此，按照公开发行股票的交易场所不同，可以将公开发行股票的公司分为两类，其中股票在证券交易所上市交易的为上市公司，不在证券交易所上市交易的就是非上市公司。其中，上市公司是我国公司法和证券法的法定概念，非上市公司仅是部门规章规定的概念。

上市公司概念侧重体现公司股票在证券交易所上市交易，主要反映股票上市交易产生的权利和义务关系，虽然已经隐含了持续信息披露的内容，但突出的侧重点不同。上市公司、非上市公司划分的基础是证券交易场所不同，但从公开披露信息角度，两个概念并没有本质的差异。之所以存在上市公司和非上市公司的分类，主要原因是法律规则落后于多层次资本市场建设的实践，需要不断修补和完善，非上市公司是对上市公司概念的进一步补充。

2. 公开发行、非上市公司——从行为和主体的

不同视角

非上市公司从学理概念变为法律概念，有一个过程。在国务院办公厅2006年12月发布的《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》(国办发[2006]99号，以下简称《国务院通知》)中，首次将公开发行股票但不上市的股份有限公司简称为“非上市公司”。2013年1月1日起实施的《管理办法》第一次将非上市公司作为一个法律概念进行了明确定义。因此，非上市公司是一个依据《证券法》的精神，随着实践不断发展，由《管理办法》创造的法律概念，已经具有了清晰的内涵和外延。从内涵上，非上市公司是公开发行股票但不在证券交易所上市交易的公司，一方面，因为已经公开发行了股票，所以需要持续履行信息披露义务，另一方面股票不在证券交易所上市交易，与上市公司不同。从外延上，“公开发行”的范围和类型，直接决定了非上市公司的范围和类型。

但是，公开发行、非上市公司是两个完全不同的角度。公开发行是一种以公开方式向不特定对象募集资金的行为，从行为监管的角度不仅要关注对投资者的信息披露，也要关注发行方式、发行手段以及防范发行风险的各项措施，如承销商、保荐人制度和中介机构责任。而非上市公司是一种特定形式的法律主体，需要持续履行信息披露义务，从主体监管的角度是确保持续信息披露的真实、准确、完整。理论上，公开发行是成为非上市公司的原因，非上市公司是实施公开发行行为的结果。

因此，用公开发行直接定义非上市公司，本身存在角度的错位，特别是我国对公开发行范围的扩大解释，已经超出了公开发行的本质特征，因此无论是从监管公开发行的视角去监管非上市公司，还是从监管非上市公司的视角去监管公开发行，均容易形成逻辑上的混乱，并造成监管制度不协调、不匹配。

3. 从公开发行到公众公司——我国目前的监管实践

按照2006年修订实施的《证券法》第10条，公开发行包括三种情形：一是向不特定对象发行证券的；二是向特定对象发行证券累计超过200人的；三是法律、行政法规规定的其他发行行为。《证券法》修订实施后，实践中，出现了部分股份公司先向特定对象增发大量股

份,再以将要上市为幌子,虚假宣传,向社会公众转让其增发的股份,从而规避监管,损害社会公众投资者利益,在全国引发了一场整治非法证券活动的专项行动。为此,《国务院通知》进一步对公开发行进行了解释,明确公司股东自行或委托他人以公开方式向社会公众转让股票和公司股东向特定对象转让超过200人等两种情形属于变相公开发行股票,也需要纳入《证券法》的管辖范围。

因此,公开发行分为以下4种情形:(1)向不特定对象发行股份。不受对象的限制,可以向社会公众以公开方式发行股份。(2)向特定对象发行股票累计超过200人(以下简称定向发行)。股票仅向特定对象的发行,只有达到一定的规模,股东人数超过200人时,才属于公开发行,需要纳入证监会监管。(3)股票以公开方式向不特定对象转让(以下简称公开转让)。即无论股东是否超过200人,公司股票可以不受股东人数200人的限制,自由转让。根据《管理办法》规定,公开转让股票应当在全国中小企业股份转让系统(以下简称“新三板”)进行。除“新三板”之外的场外股票交易市场,均不得通过转让导致股东超过200人¹。(4)股票向特定对象转让导致股东累计超过200人(以下简称定向转让)。股票不在证券交易场所交易,但因特定对象之间协议转让股份导致股东人数超过200人,主要是指因遗产继承、分家析产等特定原因导致股东人数增加,突破了公开发行的界限,需要纳入证监会监管,履行信息披露义务。

理论上,上述4种情形分别可以形成4类非上市公司,但是实践中,上述第(1)种向不特定对象发行股份的情形一直与交易所上市交易相结合,《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》等行政规章的制定,均遵循了这一思路。对于向不特定对象发行股票不上市交易的情形,由于缺少交易所的一线监管,出于防范风险的考虑,在非上市公司监管制度建立之初并没有放开,《管理办法》仅规定了上述第(2)、(3)、(4)种情形,但是对于向不特定对象发行的第(1)种情形,《管理办法》第64条也预留了制度空间。

因此,《管理办法》第2条将非上市公司规定为“有下列情形之一的且其股份未在证券交易所上市交易的

股份有限公司:(一)股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人;(二)股票公开转让”。该条规定,只是从形式上将存在公开发行三种情形的股份公司转换为非上市公司,但没有体现出非上市公司持续披露信息的本质属性,也未能有效区分公开发行与非上市公司两个概念之间的区别和联系。

二、非上市公司与相关概念辨析

我国监管制度明确了非上市公司的内涵和外延,实践中非上市公司概念还需与以下两个概念区分:

1. 非上市公司与挂牌公司

挂牌公司是非上市公司的一类,是指股票在“新三板”挂牌交易的非上市公司。依据《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(国发[2013]49号,以下简称《国务院决定》)和《管理办法》,新三板属于公开转让市场,在“新三板”公开转让的非上市公司就是挂牌公司。

定向发行和定向转让的非上市公司可以不在新三板挂牌公开转让,从而形成了不挂牌的非上市公司。因此,非上市公司包含挂牌公司,挂牌公司只是非上市公司其中一类。

2. 非上市公司与股东人数超过200人的未上市股份有限公司

实践中,很多人认为只要是股东人数超过200人的股份公司都属于非上市公司,这种理解存在一定问题。《管理办法》实施后,股东人数超过200人,要么是通过IPO渠道成为上市公司,要么是通过公开转让、定向发行和定向转让的渠道成为非上市公司。因此,《管理办法》实施后,只要股东人数超过200人都是公众公司。

但是,在《管理办法》实施前,已经存在大量股东人数超过200人的股份公司,由于这些公司长期游离于资本市场监管之外,需要通过一定的程序,逐步规范,符合一定条件的才能成为非上市公司。在成为非上市公司之前,此类公司性质上属于股东人数超过200人的未上市股份有限公司,不属于证监会监管范围。故《管理办法》第65条规定:“本办法实施前股东人数超过200人的股份有限公司,不在全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让股票或证券交易所上市的,应当按照相关要求规范后申请纳入非上市公司监管”。

非上市公众公司监管制度现状

一、非上市公众公司监管制度规则体系

为贯彻国家简政放权的要求，非上市公众公司监管制度在建立之初就充分体现了放松事前监管，加强事中、事后监管的理念：一是创造性地建立了行政许可豁免制度，使绝大部分企业在“新三板”挂牌时豁免了行政许可审核，大大提高了监管效率；二是没有设立任何的财务准入条件，“只要业务明确、产权清晰、依法规范经营、公司治理健全，履行信息披露义务”²，均可以申请成为非上市公众公司；三是依据企业规模和发展阶段不同，制定了多元化、分层次的监管要求，既节约监管资源，又满足企业发展各阶段的需求；四是不断提高融资功能，不仅具备了与上市公司相同的融资工具池，如普通股、优先股、债券等，也使非上市公众公司能享受与上市公司相同的税收优惠政策，如股息红利差别化个人所得税政策³。目前，非上市公众公司的规则制度体系已经基本形成，主要包括以下几个层面⁴：(1)法律层面，包括《证券法》和《公司法》。(2)法规性文件，包括《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(国发[2013]49号)、《国务院关于开展优先股试点的指导意见》(国发[2013]46号)、《国务院办公厅关于严厉打击非法发行证券和非法经营证券业务有关问题的通知》(国办发[2006]99号)。(3)部门规章，包括《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第96号)、《非上市公众公司收购管理办法》(证监会令第102号)、《非上市公众公司重大资产重组管理办法》(证监会令第103号)、《公司债券发行与交易管理办法》(证监会令第113号)、《优先股试点管理办法》(证监会令第97号)、《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》(证监会令第89号)。(4)规范性文件，包括《中国证监会关于加强非上市公众公司监管工作的指导意见》(证监会公告[2015]13号)、《中国证监会关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》(证监会公告[2015]26号)以及《非上市公众公司监管指引第1-4号》、《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第1-8号》等配套规则。(5)自律规则，以《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》为核心，包括挂牌、公司管理、交易监察、机构管

理、投资者服务等方面的业务规则共24件，以及各类业务服务指南共25件。

以上规则制度体系的建立，初步形成了一套区别于上市公司的、具有特色的非上市公众公司监管规则体系，能够初步满足中小微企业直接融资和多层次资本市场建设的需要。

二、非上市公众公司准入制度

非上市公众公司准入制度主要是指非上市公众公司事前准入制度。依据《证券法》第10条规定，公开发行应当经过证监会核准。为了简政放权，增加市场活力，《国务院决定》建立了行政许可豁免制度，将股东人数不超过200人的公开转让和挂牌公司定向发行股份的行政许可审核予以豁免，大大简化了行政许可程序。同时，为了解决《管理办法》实施前，股东人数已经超过200人的股份公司的历史遗留问题，《管理办法》还建立了纳入非上市公众公司监管的制度。因此，非上市公众公司准入制度包括行政许可、行政许可豁免、规范服务措施等三个方面：

1. 行政许可

依据《证券法》第10条规定，在“公司公开发行(A、B)股份核准”的行政许可项目下，证监会开展了三项行政许可项目：(1)股东人数超过200人的股份公司申请股票在“新三板”挂牌公开转让核准；(2)股份公司向特定对象发行证券导致证券持有人累计超过200人或股东人数超过200人的非上市公众公司向特定对象发行证券核准；(3)股份公司股票向特定对象转让导致股东累计超过200人核准⁵。截至2015年12月31日，证监会共实施公开转让的行政许可14件，定向发行的行政许可103件，定向转让的行政许可1件。

2. 行政许可豁免

《国务院决定》明确规定，股东人数不超过200人的股份公司申请公开转让和挂牌公司定向发行股票，证监会豁免核准，同时规定挂牌公司依法纳入非上市公众公司监管。按照《国务院决定》规定，证监会发布了[2013]49号公告，明确自2013年12月26日起只受理股东人数超过200人的公开转让和定向发行行政许可申请，股东人数不超过200人的公开转让和定向发行申请由“新三板”公司受理申请材料，证监会不再进行审核，也不出

具行政许可文件。公司挂牌后,直接纳入非上市公众公司监管范围。因此,虽然行政许可审核行为予以豁免,但公司仍能获得实施行政许可的效果,成为非上市公众公司,享受资本市场提供的金融服务。这是金融市场简政放权的一项创新。截至2015年12月31日,“新三板”共有挂牌公司5129家,绝大部分是通过行政许可豁免的方式成为非上市公众公司⁶。

3. 规范服务措施

在《管理办法》实施前,历史上已经存在大量股东人数众多的股份公司,这些公司长期游离于证监会监管范围之外,公司底数不清,这些公司只有进行规范,建立健全公司治理和信息披露制度后,才能成为非上市公众公司,纳入证监会监管范围。由于《证券法》、《管理办法》实施前,股东人数并没有限制,历史上已经形成的股东人数众多的公司符合当时的法律环境,无需对其重新进行行政许可,只要设定一定的规范运行条件,符合条件后都必须纳入监管范围。因此,从法律性质上,纳入非上市公众公司监管不是一项行政许可,而是一项规范服务的行政监管措施。目前,已有温氏集团等多家企业纳入非上市公众公司监管范围,并顺利实施了后续的资本运作⁷。

三、非上市公众公司持续监管制度

按照《加强非上市公众公司监管工作的指导意见》要求,非上市公众公司监管制度的基本原则有三:“一是依法明确行政监管与自律监管的内容与边界,两者不得互相替代。二是发挥市场作用,建立健全自律监管、中介督导、社会监督为一体的市场约束机制,能够通过自律、市场、公司自治解决的事项,行政力量原则不介入。三是建立健全事后监管机制,强化行政执法,坚决查处欺诈、虚假披露、内幕交易、操纵市场等违法违规行为”。按照上述原则,非上市公众公司建立了多元化、差异化的适度监管体系。

1. 行政监管

证监会对非上市公众公司的行政监管措施主要体现在信息披露方面。按照非上市公众公司是否在新三板市场挂牌,分为挂牌公司监管和非挂牌公司监管:

(1)挂牌公司监管。在信息披露方面,《管理办法》仅要求挂牌公司需要持续披露年度报告和半年度报告,

自愿披露季度报告,其中年度报告应当经过具有证券期货业务资格的会计师事务所审计。同时,明确规定新三板公司可以提出更高的信息披露要求。

挂牌公司应当在“新三板”网站(www.neeq.com.cn)统一披露信息,不强制要求在纸质媒体披露,减少企业负担。挂牌公司的股份存管在中国证券登记结算公司。

对挂牌公司的日常信息披露、交易监察等方面的具体监管工作,由“新三板”自律监管,只有当自律监管无法化解风险时,证监会才会直接介入具体监管工作。证监会日常具体职责是督促新三板公司的自律监管工作,对发现的问题,可以要求新三板公司采取自律监管措施。

(2)不挂牌的非上市公众公司监管。对非上市公众公司的监管要求,充分平衡了公司和投资者之间的利益,在信息披露内容、披露平台选择、股份托管和交易等方面,均作出了多元化、差异化的安排。且随着企业享受资本市场服务的水平不断提高,监管要求也逐步加强。

在信息披露方面,《管理办法》仅要求不挂牌的非上市公众公司每年披露经会计师事务所(不需要具有证券期货业务资格)审计的年度报告。由于股份公司每年均需要进行审计,因此并没有增加不挂牌非上市公众公司的成本。只有当企业享受到资本市场服务时,如定向发行股份融资后,为了保护投资者的利益,才要求不挂牌的非上市公众公司同时披露年度报告和半年度报告,其中年度报告需要经过具有证券期货业务资格的会计师事务所审计。关于信息披露平台,由非上市公众公司在公司章程中确定,可以是证监会的信息披露平台,也可以是公司的网站或者其他公众媒体。

关于股份管理,公司应当选择在中国证券登记结算公司、证券公司或者符合规定的区域性股权市场或托管机构登记托管股份。关于股份的流转,只能采取协议方式转让,不得采用公开方式向社会公众转让股份。

对于不挂牌的非上市公众公司的日常监管,按照《加强非上市公众公司监管工作的指导意见》,主要由证监会派出机构负责。

2. 自律监管

自律监管是指新三板公司对挂牌公司的持续监管,这是《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》(证监会令第89号)赋予新三板公司的职责,主要

体现在信息披露、交易监察、机构监管等方面。《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》在《管理办法》的基础上,进一步提出了定期报告和临时报告的披露要求。目前,针对挂牌公司信息披露违规等事项,新三板公司已经采取了118项自律措施⁸,逐步规范市场纪律,保障信息披露真实、准确、完整、及时,维护投资者权益。

对于主办券商、做市商等证券服务机构,由中国证券业协会对其进行自律监管。

四、非上市公众公司稽查、执法制度

按照《国务院决定》第五条规定,“证监会应当依照证券法关于市场主体法律责任的相关规定,严格执法,对虚假披露、内幕交易、操纵市场等违法违规行为采取监管措施,实施行政处罚”。目前,证监会建立的稽查、执法体制已经覆盖非上市公众公司领域,对新三板违法违规的执法力度在不断加强⁹。在“2015证监法网专项执法行动”中,第二批主要针对新三板市场突出的五类违法违规行为,对10起案件进行立案调查¹⁰。2015年11月,证监会已经对新三板的6宗案件履行行政处罚事先告知程序,其中1宗大股东违规减持、2宗信息披露违规、3宗操纵市场。

非上市公众公司监管制度存在的主要问题

一、“公开发行”——扩大解释留下的法律逻辑问题

按照《立法法》,《管理办法》属于政府部门颁发的行政规章,而作为其上位法及立法依据的《证券法》则并未提出“公众公司”这一概念。现行《证券法》对非上市公众公司的监管思路主要着眼于“公开发行”这一概念。

由于现行《证券法》各项制度的基础是“公开发行”,导致必须将一些需要监管或规制的行为放入“公开发行”的概念中,从而不得不对“公开发行”这一概念进行扩大化解释和监管延伸。2006年12月,《国务院通知》将以公开方式向社会公众转让股票以及向特定对象转让股票导致股东累计超过200人等行为界定为一种“变相公开发行”,使这些行为也能够从《证券法》第10条中寻求到监管的法理支持。

现行《证券法》及《国务院通知》的监管框架下,“公开发行”被创造性地进行了转化。公开发行行为不

再限于以公开方式向不特定对象发行证券,也包括向特定对象“定向”发行证券,以及不存在发行行为的股份转让行为。这些行为本质上存在差别:

一是定向“发行”和“转让”行为实施的主体不同。“发行”行为针对的是实施融资行为的企业,是股票由无到有的过程,而“转让”行为针对的是已经持有股票的股东,是已经存在的股票的流转行为。对于公司而言,股票转让是股东与投资者之间的行为,融资主体只是第三方,无法获取相关信息。所以,针对“转让”行为,实际上是股东行为影响了发行人的权利和义务,

二是“特定对象”和“不特定对象”的信息不对称程度完全不同。由于特定对象的信息获取和风险承担能力较强,在各国监管实践中,针对特定对象的金融产品大多不需要监管,属于市场自律的范围,但是要限制一定的规模和范围,超过一定规模才需要进行监管。而针对不特定对象的金融产品,由于金融风险和外溢的可能,均是需要信息披露和持续监管的。因此,我国规定向特定对象的发行和转让,只要超过200人时,才是公开发行,但向不特定对象的发行和转让,只要实施就是公开发行,不限人数。

三是“行为”和“结果”监管关注点不同。对于发行人而言,发行行为能够从事前进行规范,批准之后可以实施,未经批准,不得实施。但对于转让行为,只能是一种结果的确认。如果股东向不特定对象转让了股票或者向特定对象转让股票超过了200人,发行人才能发现并申请纳入监管,在股东转让行为发生以前,发行人很难知悉股东转让股票的行为并申请纳入监管。因此,我国规定定向转让行为是在股东人数超过200人后三个月内申请,虽为行政许可,实质上是一种事后备案。对于公开转让,实施行政许可时,只是一种可能性,而不是针对一种行为的事前许可。实践中,很多在“新三板”挂牌公开转让的公司都没有发生过实际的股票转让¹¹。

上述概念上的混淆很容易导致监管中具体规则的逻辑混乱。事实上,这种逻辑混乱不仅存在于《证券法》的本身,也造成了《管理办法》与现行《证券法》之间在对同一种行为进行规范时出现了前后不一致的情况。

一是以“公开发行”为基础的监管理念在概念上造成了“发行”与“转让”之间以及“公开”与“定向”

之间的概念混乱，忽略了行为特征，也就无法体现出制度上应有的差异。一方面，现行《证券法》第10条规定的“公开发行”包括“向不特定对象发行”和“向特定对象发行”两种情形，后者其实是面向特定对象的“定向”发行。由于不特定对象和特定对象对发行人的信息获取能力完全不同，监管理念和方式也应当不同。另一方面，《国务院通知》对“公开发行”进行了扩大解释，将“以公开方式向社会公众转让股票”、“向特定对象转让股票导致股东超200人”视为“变相公开发行”，但无论向社会公众还是向特定对象转让，从行为属性来看都是一种“转让”行为，与“发行”相比缺少募集过程，理论上应建立不同的监管制度。

二是证监会针对“新三板”的“挂牌”与针对交易所的“上市”执行了不同的监管标准。“新三板”的挂牌是指公司股票在“新三板”挂牌交易的行为，证券交易所上市是指已经发行股票在证券交易所上市交易的行为，两种行为之间没有本质区别，只是由于交易场所的性质不同，而使用不同的称谓。在现行《证券法》中，证监会核准的是证券发行行为，而证券的上市交易则由交易所审核。但是《国务院通知》将公开转让行为界定为一种“变相公开发行”，因此需要证监会核准。而《管理办法》要求“公开转让”只能在“新三板”进行，在“新三板”之外不能实施公开转让。由于对公司而言，“公开转让”是股东行为的结果，实践中，证监会无法对股东每次公开转让的行为进行核准，只能针对公司的“挂牌”行为进行审核，并同时赋予公司股东实施公开转让的权利和可能。因此，实践中，在交易所上市和在“新三板”挂牌二者本质上都是进入特定交易场所进行交易的行为，但现有规则对前者交由交易所负责，对后者却又由证监会审核。

三是对待“公开发行”行为，不得不采取不同的制度要求。《证券法》对公开发行监管制定了一套完整的制度体系，包括公开发行的条件、保荐人和承销商制度、发审委审核机制等，但是这些制度设计的初衷都是针对向不特定对象的公开发行行为，由于将公开转让、定向转让、定向发行等行为扩大解释为公开发行，如果适用这些配套制度，将会明显提升企业负担，也会浪费监管资源。因此，《管理办法》对公开转让、定向发

行、定向转让等行政许可事项，并没有适用公开发行条件、保荐承销和发审委制度，虽然符合实际情况，但是存在对“公开发行”的各种情形适用《证券法》不一致的问题。此问题虽然得到了《国务院决定》关于“无需再提交证监会发行审核委员会审核”的授权，但还是一定程度上存在。

上述问题的根源在于现行《证券法》以“公开发行”为监管抓手，因此，对于一些虽然涉及公众投资者利益保护但从形式上又明显不属于“公开发行”的行为(如公开转让、定向发行、定向转让等)，只能将其界定为“公开发行”或“变相公开发行”，以便能将其纳入有效监管范畴。

二、日常监管和执法——缺乏强力支撑的监管要求

2006年修订《证券法》时，鉴于当时的市场发展阶段，只是引入了公开发行不上市制度，但是对后续的日常监管和稽查执法并没有成熟的考虑，《证券法》第三章“证券交易”第三节“持续信息公开”、第十一章“法律责任”都是围绕着上市公司规定的，缺乏针对非上市公司公司的规定，导致监管执法缺乏依据。

《国务院决定》要求“证监会应当比照证券法关于市场主体法律责任的相关规定，严格执法，对虚假披露、内幕交易、操纵市场等违法违规行为采取监管措施，实施行政处罚”，虽然在一定程度上对监管和执法的依据进行了补足，但仍缺乏明确的规定。《管理办法》第七章“法律责任”也只是援引《证券法》对上市公司的相关规定，明确了非上市公司公司的监管要求，但是由于缺乏针对性和权威性，导致监管和执法中法律适用的种种问题。目前，对挂牌公司的大量监管要求均是以新三板自律规则的形式存在，虽然明确了信息披露、异常交易的各项规定，但是由于规范性文件的效力层级不够，相关违规行为只能采取自律监管措施的方式予以惩戒，监管和执法的威慑力有待提高。

三、信息披露规则——两条制度的平行线

在上市公司监管领域，证监会已经出台了《上市公司信息披露管理办法》，对信息披露基本原则、定期报告、临时报告、信息披露管理等方面进行了规定，同时明确了关联关系、关联人等重要概念的定义。围绕着《上市公司信息披露管理办法》，已经建立健全了完整

的信息披露内容与格式准则和编报规则体系。

事实上,非上市公众公司与上市公司具有相同的公众性,适用相同的会计准则,其信息披露监管要求与上市公司在很多方面都是一致的。但是,非上市公众公司信息披露制度建立之初,由于不能直接适用上市公司的信息披露规则,只能在《管理办法》中提出原则性规定,并在实践中再建立一套围绕非上市公众公司的信息披露内容与格式准则,造成目前上市公司、非上市公众公司分别建立信息披露规则体系的现状。

围绕上市公司和非上市公众公司分别制定信息披露规则,一方面造成很多制度上的重复和浪费,如年度报告、半年度报告等都需要分别发布内容与格式准则,其中内容很多是相通的,关联关系、关联人、控制权等很多概念也需要共同适用。另一方面,很难使分别制定的上市公司、非上市公众公司信息披露规则之间建立有机联系,缺少协调、配合,不利于对不同市场的公司进行比较分析,也不利于公司在不同交易场所之间转换。

非上市公众公司监管制度改革设想

一、从公开发行到公众公司——监管逻辑起点的转化

按照《证券法》的基本原则,证监会应“依法对全国证券市场实行集中统一监督管理”。然而,我国现行《证券法》以上市公司为监管核心,针对非上市公众公司的监管制度设计存在上述规则的内在冲突,已不利于对证券市场的集中统一管理。

目前,证监会关于“上市公司”、“非上市公众公司”的监管规则都是分别制定的,虽然基本的理念和要求是相通的,但是在具体制度设计上存在不同。如果在基本概念界定时确立一个广义范畴上的“公众公司”概念,既包括上市公司也涵盖非上市公众公司,确立针对上市公司和非上市公众公司的统一监管框架,尤其是有关公众公司监管的基本原则、公司治理、信息披露、法律责任体系等制度,可以有效解决“发行”与“转让”之间以及“公开”与“定向”之间的概念混乱问题,从根本上改善上述种种逻辑混乱和法理缺失问题,以承载我国多层次资本市场建设的重任。

在以“公众公司”为基础的统一监管架构下,“公开发行”不再是唯一的监管抓手,即便某些行为不被界

定为公开发行,也不用担心这类行为在有必要进行监管时找不到监管依据。公开发行可以回归到向社会公众通过公开方式发行证券的本来面目,面向特定对象(无论对象多少)的发行均属于“定向发行”,新股增量是“发行”,老股转让是“转让”。除了“公开发行”这一监管抓手,公司的规模如果达到了“公众化”的门槛,也属于证监会的监管范畴。无论是面向特定对象的定向发行,还是向社会公众或特定投资者的股票转让行为,或是由于其他原因,只要公司股东人数达到法定门槛,就应依法向证监会进行注册。因此,再将这些定向发行行为、公开或定向转让行为界定为公开发行或变相公开发行也就没有必要了。

相比于现行以“公开发行”为监管抓手的理念,在统一的“公众公司”监管框架下,只要属于公众公司范畴,都应纳入证监会的监管范畴,而不必再纠结所涉行为究竟是公开的还是定向的,是发行行为还是转让行为。从证监会监管层面来看,基于公众投资者利益保护的价值取向,主要是从公司治理、信息披露、法律责任等角度进行监管;对于市场门槛的设置、日常交易监管等则主要交由交易所自行负责;对于已纳入监管的公众公司,究竟是选择进入交易所上市、“新三板”挂牌还是不进入市场,则交由公司根据自己的客观情况,并结合不同交易场所的准入门槛、交易机制等因素自行判断选择。

二、“公众公司”的界定要素:公司规模+公开发行+交易场所准入

从境外较为成熟的市场看,公众公司制度有两种模式:一种是规定若干情形下必须注册为公众公司,如美国、日本;另一种是必须先注册为公众公司后,才能公开发行证券,如英国、台湾地区。从美国、日本市场规定强制注册为公众公司的各种情形看,主要关注公司规模、公开发行行为和交易场所等三个要素。

美国证券法体系关于公众公司(又称报告公司)的界定主要考虑如下三方面要素:(1)股东人数和资产规模达到一定标准的公司;(2)公开发行证券的公司;(3)进入证券交易所或OTCBB等全国交易市场公开挂牌交易的公司。对于上述纳入监管范畴的公众公司,需要按照SEC的监管指引履行相应的信息披露义务。而对于此外的情形,是否注册为公众公司是公司的一项权利而非义务。也

就是说,SEC要求符合某些特定条件的公司进行强制注册,并以此为基础,对纳入监管范围的公众公司以信息披露为核心进行监管。另一方面,对于已完成SEC注册程序的公众公司,其可以自由选择到交易所上市或者到场外交易市场挂牌。

日本证券法中的公众公司主要有四类:(1)上市公司;(2)公开发行股票但不上的公司;(3)公开转让的公司,即向50名以上的一般投资者劝诱而转让股票,且转让额超过1亿日元,或者以公开方式向不特定的一般投资者转让股票的公司;(4)最近5年中有一年股东超过1000人,且注册资本达5亿日元以上的公司。日本公众公司的标准,也主要是关注公开发行行为、交易场所以及公司人数和资产规模等要素。

借鉴美国、日本市场的经验,并结合我国的监管实践,可以考虑从如下三方面界定应纳入监管的“公众公司”范围:

1. 公司规模(公众属性)

公众投资者利益保护是证券法的基本价值取向。当股东人数达到一定规模以后,就可能触及公众利益,引起风险外溢。因而,只要股东人数累计达到或超过一定规模,无论是历史原因还是由于发行、转让、重组等其他原因,无论是否申请上市或挂牌,该公司都应被视为“公众公司”,向证监会履行相应的注册程序,纳入监管范围。

从可操作性和我国的监管实践来看,目前仍可以延续现行的200人标准。同时,可以考虑根据监管制度的日益成熟及经济发展情况的需要对前述标准进行适时调整。例如,针对可予以豁免注册及报告义务的公众公司股东人数,美国《证券交易法》曾将门槛设置为500人。而在金融危机的背景下于2012年通过的JOBS法案,则将这一门槛提高到了2000人,但条件是非“合格投资者”(accredited investors)不超过499人。

对于资产规模,鉴于证券监管的宗旨是保护投资者,手段是信息披露监管,因此无论资产规模情况,只要股东人数多,信息欺诈的涉众性就比较强,风险外溢的可能性就比较大,采用传统的合同法和公司法的规则体系无法解决纠纷,可能会引发社会风险。因此,在目前状况下,仍应以股东人数为标准,不宜因资产规模较

大而增加资本市场的金融监管措施。

2. 公开发行(行为监管)

一方面强调只有经过证监会注册后才能公开发行证券,并将公开发行证券的公司纳入“公众公司”监管。另一方面,要注意区分公开发行和私募发行,公开发行应取得证监会注册,私募发行则豁免注册(类似美国144A规则),但私募发行导致股东人数达到规模限制的,也需要履行证监会的注册程序。

让“公开发行”这一概念回归其以公开方式向不特定对象发行的本质,就可以对“公开发行”设定更加严格的监管要求,如承销商责任、发行程序等。针对定向发行,则可以考虑进一步建立完善的注册豁免机制:包括面向合格机构投资者的私募发行豁免,一定金额或规模门槛以下的小额发行豁免等。由于统一的公众公司监管架构的建立,注册豁免机制不会导致监管缺位的情况出现。

3. 证券交易场所挂牌(申请进场交易)

凡是首次申请进入证券交易所或“新三板”等全国性证券交易场所挂牌的公司,无论是通过新股发行、老股转让还是存量发行(实质是一种老股的公开发售行为)而申请进入交易场所进行公开交易,都必须是经过证监会注册的“公众公司”。私募发行的证券若想进入交易场所交易,也必须履行证监会的注册程序,成为公众公司,持续履行信息披露义务。

三、公众公司的强制注册要求及制度保障

在统一的公众公司制度框架下,凡出现上述三种情况之一,都将被视为公众公司,应履行证监会的注册程序,并纳入监管范围。与工商登记不同,证监会的强制注册要求主要是针对公司“公众化”的监管,宗旨是保护公众投资者利益,着重于公司治理及信息披露方面的审查,实质是持续履行信息披露义务。

对于已注册的公众公司也应当提供退出通道,当股东人数降低到一定规模以内或者符合证监会规定的其他条件时,应当允许已注册的公众公司向证监会申请注销注册,从而无需继续履行有关公司治理及信息披露要求。

同时,基于多层次资本市场建设的需要,可以由交易场所在存续时间、盈利指标、最低市值等方面设置不同的市场准入门槛和交易机制,由公众公司根据自身情

况自行选择进入交易所上市或是进入“新三板”挂牌，由交易场所负责市场准入和交易监察。这不仅是多层次资本市场建设的本来要义，也是统一的公众公司制度架构下的监管精髓所在。

综上所述，通过从公司规模、公开发行及证券交易场所准入等三方面界定应纳入监管的公众公司范畴，实现以“公众公司”这一主体为监管抓手而不再仅仅着眼于“公开发行”这一行为，有助于建立统一的公众公司监管架构。进而，围绕公众公司，建立一套完整的信息披露规则体系，有助于实现证监会与证券交易场所之间的职责划分，有助于在统一监管标准下推动建设和完善由公司根据自身情况自主选择证券交易场所的多层次资本市场体系。

结论与展望

我国公司法关于公司的基本分类是有限责任公司和股份有限公司，股份公司可以进入资本市场，也可以不进入资本市场。从资本市场的角度，根据是否需要公开披露信息，不进入资本市场的股份公司与有限责任公司更为接近。而英美法系大多以“公众公司”、“私人公司”作为公司的基本分类，公众公司需要公开披露信息，与资本市场紧密相关，一定程度上可以认为进入资本市场的公司就是“公众公司”，没有进入“资本市场”的公司是私人公司。以公众公司和私人公司作为基

本分类的公司制度体系，更容易界定信息披露的权利义务体系，有助于促进资本市场的发展。

我国现行《证券法》的逻辑起点是“公开发行”，围绕“公开发行”建立了“证券交易”、“信息披露”、“交易场所”、“登记存管”、“监督管理”等制度。这在“公开发行”严格界定为向不特定对象发行的制度环境下，是一套运行良好的制度体系。但是，在多层次资本市场建设快速推进、金融改革创新不断发展的背景下，出现了一些新的情况和监管需求。现行的办法是将这些行为解释为“公开发行”行为，进而装入对“公开发行”的制度体系中予以规制，故出现了各种不适，如公开发行的准入门槛、发行承销程序以及严格的信息披露制度是否需要遵守等。

笔者建议：调整《证券法》的逻辑起点，以“公众公司”概念为基础，“公开发行”只是成为公众公司的一种路径。围绕着公众公司概念，可以对成为公众公司的路径分别规定条件和标准，提出差异化的要求，以更符合实际情况。成为公众公司后，需要统一适用信息披露、监管执法的各项原则，同时根据公司具体情况提出差异化的制度设计，以完善制度的逻辑体系。

当前，《证券法》正在进一步修订过程中，利用这次修订的机会，建立统一的“公众公司”监管制度架构，能够理顺《证券法》的概念体系，为多层次资本市场建设奠定坚实的制度基础。■

注释

1. 参见《国务院关于清理整顿各类交易场所 切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38号)、《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37号)。
2. 参见《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(国发[2013]49号)。
3. 参见《关于实施全国中小企业股份转让系统挂牌公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》(财税[2014]48号)。
4. 参见中国证监会非上市公众公司监管部编著，《非上市公众公司监管工作手册(2014)》，中国财政经济出版社，2014年3月第1版；全国中小企业股份转让系统编，《业务制度汇编》(内部读物)，2015年2月。
5. 参见中国证监会网站(www.csrc.gov.cn)。

6. 参见全国中小企业股份转让系统网站(www.neeq.com.cn)。
7. 参见广东温氏集团股份有限公司吸收合并创业板上市公司大华农(300186)案例。
8. 参见全国中小企业股份转让系统网站(www.neeq.com.cn)。
9. 参见《证监会首次对6宗涉新三板违法违规案件履行行政处罚事先告知程序》，见证监会网站：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201511/t20151106_286090.html。
10. 参见《证监会通报“2015证监法网专项执法行动”案件进展情况》，见证监会网站：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150612_278914.html。
11. 目前，大量“新三板”的公司挂牌公开转让后，由于改制不超过1年、股东不愿转让、没有购买者等原因，并没有实际成交。

参考文献：

- [1] 中国证监会非上市公众公司监管部编著. 非上市公众公司监管工作手册(2014)[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2014.
- [2] 中国证监会编. 中国证券监督管理委员会年报2012[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2013.

- [3] 中国证监会编. 中国证券监督管理委员会年报(2013)[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2014.
- [4] 胡经生. 证券场外交易市场发展研究[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2010.