

上证联合研究计划第 18 期课题报告

非上市公众公司法律制度研究

国务院法制办金融司课题组

课题主持：刘炤 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、张建棣、钱瑜、王旻、李云波

目 录

一、非上市公众公司的定义、特征及研究意义	3
(一) 非上市公众公司的定义	3
(二) 非上市公众公司的特征与研究意义	13
二、非上市公众公司的发行制度	16
(一) 美国的情况	16
(二) 日本的情况	18
(三) 韩国的情况	19
(四) 我国台湾地区情况	20
(五) 非上市公众公司的私募制度	22
三、非上市公众公司的交易制度	27
(一) 美国的非上市公众公司交易制度：以 OTCBB 与粉单市场为例	27
(二) 韩国的非上市公众公司交易制度：以 FreeBoard 市场为例	28
(三) 日本的非上市公众公司交易：以 JASDAQ 和绿单市场为例	30
(四) 我国台湾地区兴柜市场的情况	33
四、非上市公众公司的治理结构问题	34
(一) 非上市公众公司治理结构的主要问题	34
(二) 一些国家的做法：非上市公司的信息披露问题	38
五、完善我国非上市公众公司法律制度的思考	44
(一) 建立非上市公众公司法律制度的意义思考	44
(二) 制度设计基本原则的思考	45
(三) 一些具体制度的思考	48

一、非上市公众公司的定义、特征及研究意义

（一）非上市公众公司的定义

1、公众公司

本质上讲，公众公司是个对称，是相对于私人公司而言的公司形式。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。公众公司的成立主要有两种方式：一是通过设立成立公众公司，如在我国香港地区和美国，在公司注册时，可以选择设立公开公司或者公众公司（public company or reporting company），或者符合相关条件并在公司章程中注明公众公司的性质，经注册后公司方始成立。二是非公众公司通过扩股增资等形式，其股东达到一定的数量，符合公众公司标准，则成为公众公司。

在制度建设方面，公众公司相关制度必须注意的问题是，平衡发行人、公司与公众投资者之间的关系：公众公司发行的证券涉及社会公众，在社会公众与发行人、公司二者之间信息不对称，绝大多数情况下，公众在信息占有方面为弱者。公众将其资金交给公众公司管理层后，基本不能直接介入公司的管理，只能通过法定的信息披露途径获取有限的公司经营信息。公众公司制度既使职业经理人管理公司成为可能，从而提高了全社会的经济效率，也使公众投资人在经济链条中变得非常被动——除非有发达的二级市场供公众投资人用脚投票，退出市场，否则就必须有妥善而充分的制度保障，才能保护公众投资人的合理利益。为保护社会公众利益，一般而言，在公众公司的注册、证券发行、证券交易、信息披露等各方面，各国均对公众公司规定了比私人公司更为严格的制度规范，其核心在于使公众公司的重要信息能够为公众公知，从而使公众投资人能够根据信息内容判断公司状况，决定其投资决策。

（1）我国《证券法》上的公众公司。我国2005年修订后的《证券法》规定了公开发行的概念。《证券法》第十条第一款规定，公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。我国证券法上的证券包括股票、公司债券以及国务院认定的其他证券，因此，该款实际上规定了，股票和公司债券的公开发行必须经过国务院证券监督管理机构或者国务院授权部门行政许可后，方可发行。我们理解，由公开发行股

票行为而设立或者公开发行股票后的股份有限公司，应当是公众公司。该条第二款还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，是公开发行行为。据此，我国《证券法》上的公众公司有三类：（A）向不特定多数公众发行了股票的股份有限公司；（B）向特定对象发行股票累计超过二百人的股份有限公司；（C）有法律和行政法规规定的其他公开发行的公司。公众公司成立需要经过中国证券监督管理委员会批准。我国《证券法》第十条第三款还规定了非公开发行证券的禁止方式：非公开发行证券，不得采取广告、公开劝诱和变相公开方式。从逻辑上讲，只有公开发行可以采取广告、公开劝诱、变相公开等方式。通过上述规定，我们认为，在我国法律体系内，以不特定公众为股东或者有两百人以上股东的股份有限公司，为公众公司。公众公司可以是设立时就是公众公司，也可以是设立后通过增资扩股等途径成为公众公司，无论是在何种阶段成为公众公司，都有两种判断标准，一是从人数上，在股东人数上达到了两百人以上，或者是公司股东为不特定社会公众。二是从发行方式上，如果公司采取了公开劝诱、广告等方式，则公司为公众公司。我们理解，公众公司的发行波及面广、公司股东涉及面广，这两点是制度建设过程中必须考虑的基本特质。

（2）英国公司法上的公众公司

在英国，1985年《公司法》明确将公司分为两类：私人公司与公众公司。公众公司（public limited company）是指自愿注册为公众公司且满足下列条件的公司：（A）在公司注册备忘录及公司名称上说明该公司是公众公司。公司名称应以“public limited company”或者“PLC”结尾。（B）公司注册备忘录必须按照公众公司的格式要求制作。（C）公司的法定股本金必须在5万英镑以上。（D）在公司开始营业前，实收股本金必须至少达到四分之一以上。公众公司须在公司章程中载明是公众公司类型的股份有限公司。英国的私人公司是指除了公众公司以外的公司。公众公司与私人公司的区别是：公众公司可以向社会公众发行股票募集资本，法律对公众公司的约束比较严格，如公司要有两名以上的董事，及如前所述最低5万英镑的资本要求，股东以实物支付股票对价的必须进行评估等。私人公司则不能向社会公众筹资，法律对私人公司约束比较松，如私人公司可以只有一名董事等。

从英国公众公司的概念看，我们理解，英国的公众公司是资金规模比较大的公司，是

可以向社会公众公开募集的公司，是法律要求较为严格的公司。英国公众公司有准入要求，采取的是英国法上的注册制度。

（3）我国香港地区公司法上的公众公司

我国香港地区《公司条例》中对私人公司进行了规定，私人公司是指在章程中明确做出下列限制的公司：（A）限制将其股份转让的权利。（B）限定成员不超过50人，不包括受雇人员。（C）禁止邀请公众人士认购公司股份或者债权证。没有上述限制的公司，就是公众公司。公众公司可以申请成为上市公司。从香港地区的私人公司限定性条件看，我们理解，公众公司应当是可以向社会公众发行股份或者债权证的公司，是股东在五十人以上的公司，是股份转让不受《公司条例》上述规定限制的公司。

（4）美国证券法上的公众公司

在美国，公众公司又称为报告公司（reporting company），其核心规范顾名思义，是必须履行公开披露义务的公司。下列情形的公司，必须成为公众公司，履行公开披露义务：（A）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；（B）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；（C）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。根据上述规定，我们理解，美国的公众公司强调公司准入时的报告，强调的是公司的披露义务。其核心的特质是：公司可以向公众公开发行人股份，或者公司资产规模较大且人数达到五百人以上，或者公司一旦在公开交易场所如交易所或者NASDAQ上市交易的，则为公众公司。从这些情形看，美国公众公司的核心特点也是涉及到社会公众，无论是发行或者交易程序中涉及到公众的，都应采取注册措施，应履行披露义务。

（5）我国台湾地区的公众公司定义

在我国台湾地区，公司法上有两合公司、无限公司、有限公司和股份有限公司四类，股份有限公司又分为公开发行公司未公开发行公司，后者以是否向金融监管机构（“金融监管委员会证期局”）申请公开发行为分界。公开发行公司是向非特定人公开募集有价证券的公司，股份有限公司公开招募股份时，必须经监管机构批准；公司也可以申请办理公开发行手续而暂时不招募股票，但是也成为公开发行公司。因此，我国台湾地区的公众公

司以是否向非特定公众发行为标准,但是可以采取先注册接受监督,择时进行招募的模式。我国台湾地区曾经强制要求资本金在一定数量以上的公司(如一段时间里为两亿元台币)必须注册为公众公司,以试图规范公众公司、刺激经济发展,但是由于公众公司在运行方面要求较高,导致大量的公司通过各种方式规避这一规定,最终强制注册制度于2001年告终。从我国台湾地区的经历可以看,我们理解,公众公司是涉及面广泛,且规模较大的公司,公众公司需要批准并按照较为严格的法律制度运做。但是我国台湾地区的教训也说明,是否成为公众公司,不能单纯以资本规模衡量,资本规模较大的公司也可以采取私人公司的模式,这取决于公司自身的决定;但是当公司涉及到公众利益的时候,要求其经批准成为公众公司,则是合理的。

2、非上市公众公司

一般而言,公众公司不当然是上市公司,上市公司必然是公众公司;非上市公众公司是公开发行或者涉及社会公众的、不上市交易的公司。现将各主要国家有关情况分述如下:

(1) 英国。英国没有独立的证券法,证券发行与上市分别规定在1985年《公司法》、1986年《金融服务法》、1995年《向社会公众发行证券的规定》(POSR)、2000年《金融服务和市场法》,根据英国金融管理体系,上市与发行行为还受到伦敦证券交易所及有关组织的自律规则的规范。证券发行的一般规定,适用《公司法》第四部分的规定。大体上讲,英国发行与上市规范可以分为三种情况:一是向公众发行证券并希望证券上市的发行行为,适用《金融服务法》第四部分、《金融服务和市场法》第六部分以及伦敦证券交易所上市规则。二是向社会公众发行证券但是不希望上市的发行行为,这也是本文主要探讨的问题之一,则适用1995年《向社会公众发行证券的规定》。三是已经发行证券的公司意图上市的,适用《金融服务法》第四部分、《金融服务与市场法》第六部分以及伦敦证券交易所上市规则。

对于第二种非上市公众公司,《向社会公众发行证券的规定》对招股说明书的公布和登记做了规定;《金融服务和市场法》进一步明确,如果证券首次在英国向社会公众发行、且没有按照该法第六部分进行上市申请并且提交,上市规则可以规定招股说明书提交并经主管部门审批。就是说,如果公开发行的证券没有提交上市申请的,招股说明书可以被规定提交并经主管机构审批。目前,这部分审批由英国金融服务局做出。这部分需要经过审

批的招股说明书是“非上市招股说明书”，对“非上市招股说明书”的审批，2003年欧盟《公司法》指令规定，只有经过主管部门审批之后，才可以公布招股说明书，在招股说明书提交之日起10个工作日之内，主管部门应将审批决定通知发行人或者要约人。如果主管部门没有通知，招股说明书视为不批准；如果主管部门有合理理由认为提交的申请文件不完整或者需要补充信息，审批时限自补充信息提供之日起计算。

从上述规定看，我们理解，在英国向社会公开进行募集并且不希望上市交易的公司是“非上市公众公司”，这类公司也需要将其招股说明书提交审批，非上市招股说明书未经批准，发行人不得公开募集资金。

（2）我国香港地区

我国香港《公司条例》第38（3）条规定：发布公司股份或者债权申请书时，该申请书必须连同符合《公司条例》要求的招股章程一起发布，除非该申请书不是公开发行。根据该规定，香港公司公开发行证券的，必须发布符合规定的招股章程。根据《公司条例》第48A条规定，所谓向公众做出股份或者债权要约，在范围上必须考虑：一是，在该条例中，除非所载条文有相反规定，凡提及向任何部分公众做出该股份或者债权证的要约，不论该部分公众是因为作为有关公司的成员或者债权证持有人，或者因为作为发出招股章程的客户、或者任何其他形式而被选出的；在符合前述规定下，在本条例或者公司章程细则内，凡提及邀请公众认购股份或者债权证之处，亦需作此类解释。二是，下述要约或者邀请不得因前述规定而被视为向公众做出，该等要约或者邀请为在任何情况下，均可恰当地被认为并非旨在直接或者间接导致股份或者债权证可供并非接获该要约或者邀请的人认购或者购买者，或在其他情况下，可恰当地被认作为做出及接获该项要约或者邀请的认本身的业务，尤其是：（A）公司章程细则中关于禁止邀请公众认购股份或者债权证的条文，不得视作禁止向公司成员或者债权证持有人做出可恰当地认作前述情况的邀请，以及（B）该条例中有关私人公司的条文，必须作此解释。在判断是否向公众发出邀请方面，有几个案例具有重要意义，一是Government Stock and Other Securities Investment Co.Ltd v Christopher [1956]IWLR237，该案中招募要约要以通告形式向两个公司的所有股东发出，这些股东是唯一有权接受要约的人，法庭认为，重要的是看谁接受了发出的要约，而不是谁收到了通告。在Re south of England natural gas and petroleum co ltd [1911]1ch 573 中向有

限的3000人发出的要约被认为是公开要约;而在corporate affairs commission (NSW) v David Jones Ltd[1975]2 NSWLR 710中, 公司约请其12500个雇员存款不构成要约; 在corporate affairs commission (SA) v Australia central credit union [1985]157 CLR201;[1985]61ALR 236;10 ACLR 59中, 法官对公开招募的意思解释作出陈述: 基于某些目的和在某些情况下, 每一个公民都是公众, 任何一群人都可以构成公众的一部分。基于其他目的和在其他情况下, 同样的一个人或者同样一群人由于某些特殊特点, 使其具有不公开的性质, 因而不再成为公众的一员或者一部分。如果要约是向一个陌生人发出的, 要约性质和能否将一群人中的每一个区别开来这一特点之间没有合理的关系, 那么这一群人, 至少在通常情况下, 就要约而言, 构成了公众的一部分。但是如果要约人和这一群人的成员之间存在某种特殊的关系, 或者这一群人的成员共同特点和要约之间存在某种特殊的关系, 或者这一群人的成员的共同特点和要约之间存在有某种合理的关系, 那么这群人是否构成公众的一部分则取决于一系列重要因素, 这些因素中最重要通常包括: 这群人的数量, 要约人和这些人之间的关系, 要约的性质和内容, 任何能区分每一个要约相对人的特殊特点的重要性以及这种特点和要约之间的联系。在后一种情况下, 法官通常考虑下列五个方面: (A) 要约相对人的数量。通常而言, 随机发出要约是公开性的。(B) 要约人和要约相对人之间的依存关系。通常而言, 存在特殊关系, 则要约可能是非公开性的。(C) 要约的性质和要约相对人特点两者之间的联系。通常而言, 如果认定为非公开要约, 则要约相对人和要约之间应当存在一定的合理联系。(D) 一组要约相对人的特点。如果要约列出一组人的资格, 则要约更有可能是非公开的。(E) 其他方面包括, 如如果要约是通过销售手段发出的, 则要约更有可能是公开的, 而如要约相对人之外的人对要约回复而要约人接受的, 可能是公开要约。

上述公开招募的证券, 如果要在联交所上市, 则招股章程必须符合上市的要求。上市要求的目的在于通过信息披露的方式, 向潜在投资者披露所有有关信息。根据《公司条例》第38D(1)条, 上市的招股章程必须符合《公司条例》的要求, 在其发布时或者发布前, 其发布必须得到注册部门的批准, 招股章程的副本也已经在注册部门注册, 招股章程才能由公司或者代表公司发行。又根据《公司条例》第38D(3)条反推, 申请上市的招股章程得为非公开发出章程, 根据《公司条例》第30(1)条, 私人公司(由《公司条例》第

29条规定)如果修改其章程,表明其不再包含第29条的规定,则从修改之日起,该公司就不再是私人公司。并且,自修改起14日内,公司必须向公司注册机构提交一份招股章程或者一份代替招股章程陈述书以便注册。根据联交所《上市规则》,香港上市要求严格,且联交所有自由裁量权,实际上,上市并不容易。根据上述情形,我们理解,香港公众公司应为公开发行人、不具备《公司条例》第29条规定的公司,如需上市,则必须符合上市条件、必须向公司注册机构注册并招股章程必须同时注册;非上市的公众公司,如为公开发行人则应具备香港普通法上形成的五类条件,如为私人公司改为公众公司,又必须经公司注册机构注册,但与上市无必然联系。即在公开发行且不上市以及私人公司改为公众公司条件下,为非上市公众公司,公开发行的条件得由普通法判断,私人公司的改变则需向香港公司注册机构进行注册。

(3) 我国台湾地区

在我国台湾地区,股票的公开发行,是指股份有限公司向“证期会”办理公开发行手续,将财务公开。按照我国台湾地区“《公司法》”第一百五十六条规定,公司得依董事会之决议,向证券管理机关申请办理公开发行程序。我国台湾地区股份公司设立时有发起设立与募集设立之分,在募集设立的情况下,股份人数众多,通常向社会大众吸收资金成立,是公众公司。根据我国台湾地区“《证券交易法》”第二十二条:“有价证券的募集与发行,除政府债券或者经“财政部”核定的其他有价证券外,非经主管机关核准或者主管机关申报生效后,不得为之;其处理准则,由主管机关定之。”公开发行的另外一种方式是发行新股时的公开发行,根据台湾地区“《公司法》”第二百六十八条,公司发行新股时,除由原有股东及员工全部认足或者由特定认协议认购而不公开发行外,为公开发行,应向证券主管机关核准公开发行。

我国台湾地区募集与私募相对应,根据上述我国台湾地区“《公司法》”第一百五十六条规定的规定,公开募集与否是董事会决定事项,私募也由董事会决定。根据我国台湾地区“《证券交易法》”第四十三条规定,公开发行股票之公司,得对下列之人进行有价证券之私募:银行业、票券业、信托业、保险业、证券业、符合条件的自然人、法人和基金、公司及关系企业的董事、监察人和经理人等。但是前述非金融业的私募对象不得超过三十五人。因此,除了金融业外,只公开发行公司可以进行发行新股的私募。

根据我国台湾地区“《证券交易法》”第一百三十九条，依该法发行的有价证券，得由发行人向证券交易所申请上市。股票已上市之公司，再发行新股的，其新股股票于向股东交付之日起上市买卖。该“法”第一百四十条规定，上市审查及上市契约准则由交易所制定，由主管机构核定。据此，我国台湾地区公司可以公开发行人或者私募证券，公开发行的股票经申请可以在交易所上市。我们理解，我国台湾地区的公众公司得为两种形式：一是以公开募集方式设立的公司，相对私募制度而言，前者吸收公众资金，后者以向金融机构、三十五人以下的合格投资人为募集方向；二是公司在发行新股时，在向员工发行或者为特定的协议发行外，为公开发行。此两种公开发行均需向证券主管机关核准，其实质意义在于财务信息的公开。而此两种公司未申请上市或者不符合上市条件的，是非上市公众公司。

（4）日本的非上市公开募集（POWL，public offering without listing）

在日本，通常向五十人以上（含五十人）进行的募集（offering），被视为公开募集。下列三种形式的募集为私人募集：一是在六个月以内向五十人以下进行的募集，二是对特定机构进行的债券募集，三是有价证券的价值小于1亿日元。上述情况外的发行行为是公开发行行为，必须向金融厅提交注册登记文件，经审批后方可发行。根据日本《证券交易法》（the Securities and Exchange Act of Japan）募集设立或者新股销售中的公开募集必须填写金融监管机构（Kanto Local Finance Bureau ,KLFB）的证券注册报告Securities Registration Statement (SRS)。对境外非上市的公开募集人而言，其证券必须或者预期符合日本证券交易商协会（Japanese Securities Dealer Association , JSDA）对股票上市的标准。除须填交SRS外，募集人还需要向投资者提供招股说明书，SRS的填交期限一般为15天。非上市公开发行成功后，发行人负有持续披露义务，该义务包括提供年报、半年报告、KLFB所需要提交的报告。

（6）非上市公众公司的定义

追溯非上市公众公司的产生，可以更好地理解非上市公众公司的本质。股份公司发展之初，欧洲以殖民扩张为主的海外贸易大规模发展，康曼德组织产生，此后相当的时间里私募是股份制募集资金的唯一形式，公开募集等方式尚要等到资金需求规模、公众传媒要素等发展到一定阶段，才能产生。当资金需求扩张后，私募由于其受众范围小，不能募集到更大量的资金，募集资金者开始利用公众媒体来吸收股份、扩大资金规模，于是公众募

集方式产生。公众募集的好处在于：吸收资金规模大，参与人数众多，使公司知名度也随之上升。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，也更乐于通过市场退出方式表达不满。因此，增强信息披露机制使公众了解相关信息，创造良好的公众股份交易机制，以确保公众对投资有足够了解，对公司有一定程度的监督，维护市场对公众公司的自然评价机制，是公众募集制度的核心问题。

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，各国上市制度通过大量的信息披露要求，通过良好的转让机制，通过证券监管机构的监督，保护了上市部分股份的中小股东利益，规范了上市公司的健康发展，现代上市公司制度比较完善。但是，对于没有进入上市程序的公众公司，如何管理，管理到何种程度，各国还没有统一的规范，这就是本文所要探讨的非上市公众公司的法律制度。

非上市公众公司就是未进入上市程序的公众公司，本质上讲，它是公众公司，因此应承担披露义务，但是它因未达到上市条件或者公司不选择上市而不进入交易所上市交易，因此在股份转让、信息披露程度、公司治理要求等各方面程度都不及上市公司。各国家对公众公司的要求侧重点不同，对非上市公众公司的要求也就不同：美国强调公众公司必须履行公开披露义务，因此是non-listed reporting company；英国强调公众公司注册、公示及资本实收情况；香港的此类公司应为未上市的非私人公司；我国台湾地区于1981年至2001年期间，强制要求股份有限公司资本额达到二亿元以上的公司必须办理公开发行，其目的是“促进经济繁荣，鼓励公司财务公开以达到资本大众化的目的”，强调的是财务公开和公众参与，后因不少公司刻意将资本控制在二亿元以下反而影响了经济的发展，因此取消，等等。在我国《证券法》上，公开发行的条件与上市条件存在差别，按《证券法》第十条，公开发行主要指向不特定公众发行、向特定公众发行累计达200人两种情形；而《证券法》第五十条所规定的上市条件则为股票已经公开发行、股本总额不少于三千万、股份较为分散、公司无重大违法行为等。从这两条规定可以看出：我国的上市公司是同时满足上述两个规定的公司；满足《证券法》第十条的规定、但不满足《证券法》第五十条规定的公众公司是非上市公众公司；同时满足《证券法》第十条、第五十条规定的公众公司也可能因

为该公司决定不上市而成为非上市公众公司。根据《公司法》第三十八条、第一百条的规定，上市为公司重大经营事项，应由股东大会作出决议，因此即使达到上市条件的公众公司，也可能因决议不申请上市而成为非上市公众公司。对我国的非上市公众公司而言，有几个核心问题应建立相关制度，一是此类公司的交易制度，即公开发行之后，到何种场所流通，采用何种流通方式等；二是此类公司的信息披露问题，因上市公司有完备的披露制度，如年报、季报、临时报告等要求，而此类公司应采取何种披露制度，其披露程度如何规定；三是近几年，国际组织如OECD等对非上市公司的治理结构也给予了一定的重视，以求平衡企业、经理人与社会及社会公众之间的关系，因此，非上市公众公司的公司治理问题也可以进行一定探讨。

（二）非上市公众公司的特征与研究意义

1、非上市公众公司的特征

（1）非上市公众公司是公众公司的一种。公众公司的建立基础是公开募集，无论哪一国家的公开募集制度基本都是涉及到社会公众的募集制度。其与私募相比，公开募集往往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。

非上市公司也存在这样的问题，一些国家对非上市公司的监管也有较为严格的信息披露要求，如日本1997年金融改革之后，大藏省决定解除对未上市股票买卖的行政管制，继证券交易所、店头市场之后，设立可以买卖未上市股票的“第三股票市场”，允许证券公司从1997年4月1日起自由买卖未上市公司的股票，但是，为了保护投资者利益，大藏省只允许证券公司经营财务指标等信息披露制度健全的公司股票。

但是，必须注意的是，非上市公众公司毕竟与上市公司不同，其交易范围有限，影响面比上市公司还是要差一些，对此类公司采取何种尺度的披露要求，应有个适当的尺度，以防止企业经营成本过高或者监管不均衡、畸轻畸重。

（2）非上市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，非上市公众公司的发行没有太大差别；但是上市公司的股票在交易所进行交易，

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，而非上市公众公司则不具有这样的优势，非上市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，如美国的OTCBB系统，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。但非上市公众公司这样的交易方式也有其好处，除那些因达不到交易所要求而不能上市的公众公司外，自愿选择不上市的公众公司其股票价格波动受外部影响相对而言较小，公司的私密性也要好一些。

(3) 非上市公众公司治理结构需要一定程度的规范。非上市公众公司属于公众公司范畴，也存在着治理结构方面的问题，如存在公众股东与董事、经理之间的代理人问题，存在大股东与中小股东的利益制衡问题，等等。根据OECD组织关于新兴市场国家非上市公司治理结构的调查（*Corporation Governance of Non-listed Companies in Emerging Markets*），非上市公司的治理特点是：（1）所有权与控制权方面与上市公司不同。（2）管理职业化方面与上市公司不同。（3）透明度方面问题通常欠缺。根据OECD组织的分析，有必要吸收既有的公司治理方面的研究成果以建立股东与经理人之间的沟通渠道，一是要加强对此类企业中的非控股股东参与管理的便利性研究，二是银行等金融机构要加强对非上市企业的治理结构的监督，三是要注重为保护非控股股东的商业秘密等被控股股东利用。

在OECD看来，上市公司治理方面的经验对非上市公司也有意义，其主旨是要设计合理的法律、机构和规范体系，以合理划分公司股东与管理人之间的利益，各国立法层面普遍重视建立适当的激励机制使公司管理人能够为公司和股东的利益服务；重视为债权人提供足够的对公司的监督信息。在实践中，部分国家立法中防止上市公司股东滥用控制权的机制也可以适用于非上市公司。同时，OECD也提出了上市公司不同于非上市公司的特殊治理手段，包括：上市公司大股东转让股权有限制机制，上市公司有审计、会计和交易所等外部代理机构进行监督，从而减少了信息不对称和欺诈问题。OECD指出，有必要为非上市公司建立相应的替代机制，以规范非上市公司的结构、行为，此类机制应当既包括外部机制也包括内部机制，既包括使大股东等有事先行为预期，也包括利用审计师、律师等专业人事进行审查的事后监督机制。但是，OECD也明确提出，没有必要为非上市公司单独立一套治理结构，那样将与上市公司治理原则有太多重合，很难划分情况，反倒不利

监管。

2、非上市公众公司法律制度的研究意义

（1）加强非上市公众公司的制度研究，完善多层次资本市场发展。

随着我国社会主义市场经济的发展，建立多层次资本市场成为企业和经济发展的重要制度性建设。目前，我国证券交易所发展较为规范，但是资本市场的层次还很单一，除了中关村非上市股份进入证券协会管理的交易系统进行交易外，地方证券交易中心经过治理整顿等，基本不再存在；产权交易中心等发展也不完善。2005年修订的《证券法》第三十九条规定，依法公开发行的证券应当在依法设立的证券交易所或者国务院批准的其他证券交易场所转让，这就为建设多层次资本市场留下了空间。从融资的角度讲，建立证券交易所之外的证券交易场所能够增强证券的流动性，从而对促进融资很有意义。然而我们的证券市场发展时间很短，很多基础研究还需要进一步完善，非上市公众公司的研究就是其中亟需完善的一个领域。研究它的发行、交易、治理和监管规律，对促进我国多层次证券市场建立，很有意义。

（2）加强非上市公众公司制度研究，进一步完善我国证券法律体系

我国《证券法》第三十九条虽然扩大了证券交易场所的法定范围，但是对非上市的公众公司如何进行交易等基本制度，《证券法》并没有规定。同时，《证券法》及证监会的规章对于上市公司如何上市、交易、监管等，都有较为详细的规定，但是对非上市公众公司如何运行，也没有明确规定。而《证券法》第十二条规定了公开发行的概念后，势必出现那些公开发行而又没有上市的公司是否需要规范、如何规范的问题，研究相关问题，对完善我国证券法律体系，很有意义。

（3）加强非上市公众公司制度研究，保护投资者和公司的合法权益

在实践中，非上市的公众公司一旦出现，经济生活领域中就会出现投资者、公司、债权人及监管者等多方的利益划分问题。对于非上市公众公司而言，它具有公众性，这就意味着有必要制定制度以保护投资者的合法权益；但是非上市公众公司往往又没有上市公司证券的流动性那样强，涉及面那样广泛，于是是否有必要对这类公司给与严格的披露要求，严格的监管，以及监管的尺度是社么又成为一个有探讨余地的问题。深入研究好相关的理论问题，确定合理的利益界限，对于合理保护投资者和公司等各方的合法权益，很有益处。

二、非上市公司公众公司的发行制度

（一）美国的情况

1、基本情况

美国的证券发行采取注册制，1933年《证券法》的总体原则是任何证券发行行为都应该注册，辅之以例外规定排除了无关公开招募与销售证券的行为。1933年《证券法》规定：股份有限公司要发行证券，必须先向SEC注册；同时，该法规定了七种情况可以豁免注册：（1）州内发行注册豁免；（2）私募发行注册豁免；（3）A条例发行注册豁免（小额发行豁免，12个月内公开发行业500万美元以下）（4）D条例发行注册豁免（含规则504豁免、规则505豁免、规则506豁免）（5）向合格投资者发行注册豁免；（6）加利福尼亚州有限量发行注册豁免；（7）规则701－员工福利计划发行注册豁免。《证券法》立法的目的在于保护投资人利益：（1）对股票公开募集行为，必须提供投资人足够信息；（2）防止在销售证券时，有不正确的表述，隐匿和欺诈。1933年《证券法》对发行行为不进行实质性审核，而是贯彻“充分与公正的披露”(full and fair disclosure)原则，其基本原理是：发行公司在公开说明书中(prospectus)充分、真实地披露了信息，证券市场完全有能力对公司质量做出正确的判断。为了实现这一目标，《证券法》主要采取的措施是：强化注册制度，强化民事责任制度。除前述豁免证券外，公开发行必须向SEC登记，违反登记规定的，SEC可以要求法院发出禁制令，最严重的法律制裁可以是刑事制裁。在民事责任方面，《1933年证券法》第11条规定：对注册登记中的不实陈述，相关发行人及董事、主要经理人、承销商及为登记注册出具了意见的专家可以被课以民事赔偿责任。

1934年《证券交易法》是美国另一项重要的规范公众公司的法律。其主要内容包括：（1）证券市场管理问题，明确SEC对证券市场的管理权；（2）证券的登记注册，根据《证券交易法》，任何经纪人或交易商在全国性证券交易所交易的行为都是非法的，除非该证券已经完成《证券交易法》下的登记注册要求。第12节G规定拥有超过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，这意味着非上市公司也要履行登记义务；（3）持续信息披露的义务。规定资产在1000万美元以上，且股东超过500人以上的公司，需要提供年报及其他定期报告；（4）《证券交易法》规定了禁止欺诈等不正当行为。

美国近些年来最著名的公众公司方面法律是《萨班斯—奥克斯法案》(Sarbanes-Oxley

Act)。其核心是对公司治理结构进行了规范，内容包括企业的内控制度、外控机制等，如强化公司管理阶层的经营责任、加强审计委员会与独立董事职责；对于会计师专业的业务限制与管理、强化会计师与查核人员独立性等。同时，《萨班斯—奥克斯法案》要求信息披露必须达到“实时性”的要求。

美国还有SEC的行政立法和地方的蓝天法两种类型法律规范对公众公司起到了规范作用。SEC的行政立法，主要内容是配合各主要证券法案的实施。在美国，任何证券发行活动，必须向州证券主管机构登记注册，或该证券的发行与交易已经取得州证券管理机构的登记注册豁免后，才能在各州进行发行。各州政府对证券市场管理的主要法律是蓝天法（Blue Sky Law），强调向投资者充分披露相关事实，并发行证券的实质性条件进行评估。

在非上市公众公司研究领域，有必要提及美国全国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)，它是符合法令及SEC规则的自律组织（SRO），通过自律规章，规范会员的不当行为，确保市场公平动作及保护投资人。SEC依法监督管理全国证券交易商协会的会员，但其大部分的日常监管权授权由NASD履行，向SEC注册的经纪商、自营商都被要求加入NASD。

2、非上市公众公司发行的登记注册和上柜条件

总体上讲，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。

此外，非上市公司的交易是场外交易。非上市公众公司进行柜台交易的，《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，柜台交易非上市公众公司发行人不能免除注册。

对于非上市公众公司，美国有OTCBB、粉单市场和PORTAL等交易市场。OTCBB的上柜要求是：OTCBB本身对于来这个市场报价的证券没有门槛限制。但是，所有希望OTCBB报价的证券必须由至少一位以上的“做市商”推荐。粉单市场挂牌条件是：在粉单市场挂牌不需注册（《1934年证券交易法》注册要求），但需进行基本的信息披露，要求较为宽松。此外，还需寻找做市商为股票提供报价。只有获得SEC做市商资格的全美证券商协会会员

方能为股票提供报价服务。PORTAL市场报价条件是：根据规则144A发行的证券。

（二）日本的情况

1、基本情况

日本证券市场的主要法律规范是《证券交易法》，该法制定于1948年，经多次修改。其主要内容包括：证券市场的主管机构、反欺诈条款、披露制度、证券、证券交易所、证券商的注册制度。《证券交易法》第二章第3条至第27条规定：有价证券之募集或销售，发行人应编制公开说明书，向内阁总理大臣申报，但发行价额或卖出价额未满一亿日圆之有价证券，其募集或卖出系依大藏省规定者，不在此限。本章就申报之程序、表格、公开说明书之编制内容，及公开说明书记载不实之责任，均有明确之规范。由此，明确了证券募集的申报注册制度。就非上市交易而言，主要法律规范还有《店头市场报价披露及买卖价格规则》，对店头市场报价披露及买卖价格作出了规定。

日本于2000年成立金融厅（Financial Services Agency），负责与金融制度相关政策之拟定及法案之制定，以及对证券公司、银行、保险公司之检查及监督，以确保金融机能的安定和保障投资大众。证券交易、柜台交易、自律组织等都由金融厅统一管理。

日本证券业协会是日本证券业自律组织。其通过监督会员方式，对竞价拍卖股票和做市商股票的下单信息、成交信息、行情信息、会员（卖出/买进股数）信息、涨跌停板信息等进行监管。利用SWANS系统、互联网谣言散步系统对股价持续上涨股票等就股价形成及内幕交易进行相关的股价、成交额等的波动情况及证券公司的参与情况进行调查，对调查股票中交易委托者的内容及交易执行情况进行审查。

2、非上市公众公司发行条件与程序

根据日本《证券交易法》的规定，股票公开发行需要得到大藏省的批准，“有价证券的募集或销售，发行人应该编制公开说明书，向内阁总理大臣申报，但发行价额或卖出价额未满一亿元的有价证券，其募集或卖出根据大藏省的规定，不在此限。”股票发行公司应按财务省令的规定，须递交申报书，并载明公司成立目的、商号、资本额及有关出资事项，公司营运、财务状况及其它有关事业内容的重要事项，公司的管理层或有关发起人事项以及有关募集或销售证券事项等内容，报送财务大臣。自财务大臣受理申报书之日起30日后，若财务大臣未提出异议则申报书自动生效。

（三）韩国的情况

1、基本情况

在韩国,《商法》是有关商业和公司事务的基本法律,其中的股份公司篇规范了股份公司的基本框架,如:股份公司注册资本最少为5000万韩元,所有股票必须面值相等;至少25%的被批准股票必须发行,而且在公司创立时全额支付股款;允许公司发行普通股、优先股、后分股息股(即发起人股);允许记名股票和不记名股票发行。《证券交易法》是关于证券交易的主要法律,根据该法,如果公司希望通过公开发行,在交易所募集200万韩元以上的资金,必须依法向韩国金融监管委员会登记。

韩国政府监管机构主要为财经部(MOFE)和金融监督委员会(FSC)。自律监督机构主要为韩国证券商协会(KSDA)和韩国交易所(KRX)。财经部属于宏观调控部门,负责制定与金融市场相关的重大政策,包括那些事关金融市场稳定大局的法规、政策。金融监管委员会负责韩国整体金融及证券市场监管、特定政策制订、市场公平性维护、市场相关机构管理及有关法令、措施以及从业人员的管理等,证券期货管理委员会主要执行证券及期货市场的调查、管理与监督工作,以防止不公平交易或市场操纵问题。自律组织包括证券商协会、期货协会、证券期货交易所、资产运用协会四个机构,辅助政府监管机构对金融市场进行监督管理。根据韩国《证券交易法》,协会有权要求会员提交不公平交易报告;拥有对证券公司违法的怀疑权,并且如果证券公司违反法规,协会可以收取罚款;对违规的证券公司,协会可以取消其会员资格或执行其他权利。KOTCBB是韩国的场外市场。

2、非上市公众公司的发行条件和程序

(1)关于首次公开发行(IPO)。韩国实施公司注册制度,公司拟公开募集资金,必须向金融监管委员会办理注册;希望证券在场外市场交易的非上市公司的公开发行也须向金监会注册。

(2)关于增发。公司以公开方式募集资金的,必须向金监会提交申请表及相关文件(包括公司财务报表与公开招股条件),如无问题将于一定期限内通过,随后公司即可对外公开募集资金,公司在公开募集之前必须公布招股说明;如果金监会认为申请文件不全或有相关疑问,则可能暂缓核准公司的发行申请,并待文件补全后再行审核。

(3) KOTCBB申请登陆程序和上柜标准

登录程序。(1) 由发行公司自行或由作为韩国证券交易商协会 (KASD) 会员的经纪商代为向KASD申请登陆;(2) 申请登陆应准备下列文件: 登陆申请表; 公司章程; 公司登记事项复印件; 公司概况; 最近一个会计年度的审计报告; 最近期的股东名册; 其他KASD认为必要的文件。

上柜标准。在KOTCBB挂牌要满足以下条件:(1) 上一年度财务报告经外部审计人员审核并出具无保留意见;(2) 股票必须存放在韩国证券登记存管机构, 且不能限制股票转移;(3) 公司必须与符合资格的股票代理机构签定代理合同;(4) 未经公开承销的股票, 一年之内不得申请挂牌;(5) 摘牌之日起两年之内才可申请。

取消登录资格。如果公司有下列情形之一, 将会被取消KOTCBB登陆资格, 并应该通过报价揭示系统 (QDS: Quote Dissemination System) 公告:(1) 申请文件有重大疏漏或虚假不实;(2) 被其他公司合并;(3) 未能持续符合登陆资格;(4) 一年以上无成交记录;(5) 经常故意或非故意未能提供规定报表;(6) 已在韩交所主板或KOSDAQ挂牌;(7) 发行公司申请撤消登陆;(8) 当公司违反法令时, KASD认为有撤消登陆的必要的。

(四) 我国台湾地区情况

1、公开发行公司

由于我国台湾地区将公众公司称为公开发行公司, 股份有限公司要成为公开发行公司, 必须按台湾金管会证期局规定的办理公开发行公司的程序向证期局申请办理。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) 会计师出具内控制度项目审查报告;(6) 财务报告经二位会计师联合签证。

台湾的公开发行公司撤销公开发行的, 需经公司股东大会批准, 向金管会证期局申报即可。公开发行公司撤销公开发行后, 如原为上市(柜)公司等的, 其股票及其他证券终止在相应市场的交易。

我国台湾的证券公开发行采取申请核准与申报生效混合制。申报生效制: A、案件自申报之日起, 除经证期会要求补单或退件者外, 届满一定期间即可生效。B、除应采核准

生效制之案件外，原则上其它案件均采申报生效制，以落实例外管理之原则。C、申报生效日原则上为十二个营业日。若影响投资人权益较少、已加强信息揭露之不涉及对外募集资金或是另行委托信用评等公司评等之案件，得缩短其申报生效期间为七个营业日。申请核准制：A、证期会以会计师依规定查核签证及复核发行人所提出相关书件予以审查，如未发现异常情事即予以核准。B、募集设立、上市或上柜减资以及上市上柜公司办理现金发行新股或公司债有以下情形者，应采申请核准(2006年3月3日修正前《募集与发行有价证券处理准则》第十二条)：a、前次对外公开募集资金案件曾被退回不核准或撤消或废止。b、发行人受过证交法178 条行政处分达两次以上。c、财务预测经证期会纠正达二次，或任一年度更新财务预测超过二次者。d、发行人最近二年度之营业利益或税前纯益连续亏损或最近期财务报告显示每股净值低于面额者(二类股票除外)。e、发行人涉及非常规交易应提列特别盈余公积，尚未解除者。f、申请年度及前二年度发生公司法第一百八十五条情事或有以部分营业、研发成果移转予他公司者。但移转项目之营业收入或累计已投入研发费用未达移转时点前一年度财务报告营业收入或研发费用之百分之十者，不在此限。g、前次办理现金增资或发行新股参与存托机构发行海外存托凭证之资金用途为偿还债务，但偿债效果不彰。h、前次办理现金增资或发行新股参与存托机构发行海外存托凭证之资金用途为充实营运资金，然最近期每股盈余较前次增资前为低者。但前次募集资金收足款项时点距申请时已逾三年者或最近年度财务报告每股盈余达一元以上者，不在此限。I、经营权有重大变更等事项。

2、兴柜市场

兴柜市场是我国台湾地区重要的非上市公司公众股票交易场所，于2002年1月2日正式开始交易，其交易至今为止非常活跃，兴柜公司的交易方式为自营商营业处所议价方式，没有计算机撮合交易、盘后定价交易及零股交易系统。

(1) 发行方面的要求。发行主体是已申报辅导契约之公开发行公司，交易标的为普通股票，推荐证券商家数要求二家以上证券公司推荐，在兴柜市场发行股票应在兴柜中心所在地设立的专业服务代理机构办理。

(2) 登录程序。对于非上市公众公司，在兴柜市场挂牌要按照下列程序进行：a、发行公司向柜台中心提出登录申请，并应将公开说明书于证基会网站披露。B、柜台中心核

准登录后，将公司概况资料向大众揭示五个营业日，于第六个营业日开始报价交易。非上市公众公司需要提交的文件主要有：公司执照影本、董事会决议之议事录、公开说明书五份、公开说明书电子文件上传至基金会网站之证明文件及相关声明书等15种。

（五）非上市公众公司的私募制度

公开发行成为公众公司后，非上市公众公司也可以通过私募形式获得资金，由于非上市公众公司不能上市，通过私募形式获得资金，也是其获得资金的重要方式。

1、我国台湾地区的私募制度

我国台湾地区于2001年确立证券私募制度，在《证券交易法》中专门设立“有价证券之私募及买卖”一节，以规范公开发行公司私募有价证券的行为。

（1）私募定义

根据我国台湾地区《证券交易法》第七条第二项规定，所谓私募是指已依《证券交易法》发行股票之公司依第四十三条之六第一项及第二项规定，对特定人招募有价证券之行为。《证券交易法》第七条第一项规定，公开募集是指发起人于公司成立前或发行公司于发行前，对非特定人公开招募有价证券之行为。《证券交易法》第二十二条第一项规定，“有价证券之募集与发行，除政府债券或经财政部核定之其它有价证券外，非经主管机关核准或向主管机关申报生效后，不得为之。”而私募则不需要采取此类申请制度，只需事后报备即可。

（2）私募主体

《证券交易法》第四十三条之六第一项规定，可以进行有价证券私募之主体为公开发行股票的公司；而依《公司法》第二百四十八条第二项的规定，公司债之私募，其发行公司则不以上市、上柜、公开发行股票之公司为限。

（3）私募有价证券的种类

我国台湾地区的私募有价证券可以有如下品种：A、股票：普通股、特别股、附认股权特别股。B、公司债：普通公司债(含交换公司债)、转换公司债、附认股权证公司债。C、员工认股权凭证。D、海外有价证券：海外公司债、海外股票及海外存托凭证。

（4）私募决议程序

根据《证券交易法》第四十三条之六第一项规定：私募排除原股东优先认购的权利，

须有代表已发行股份总数过半数股东出席，出席股东表决权三分之二以上的同意，且应在股东会召集事由中列举并说明价格订定之依据及合理性、特定人选择的方式及办理私募之必要理由，不得以临时动议提出。同时，《证券交易法》第四十三条之六第七项规定，已依规定于该次股东会议案中列举及说明分次私募相关事项者，得于该股东会决议之日起一年内，分次办理。

（5）私募对象与人数

总体上讲，私募对象应该是机构法人或有较大资金规模、较充分经验的投资者。根据《证券交易法》第四十三条之六第一项规定，私募的对象包括三类：A、银行业、票券业、信托业、保险业、证券业或其它经主管机关核准之法人机构。B、符合主管机关所定条件之自然人、法人或基金。C、该公司或其关系企业之董事、监察人及经理人。符合条件的基金包括：公务人员退休抚恤基金、劳工退休基金、劳工保险基金及邮政储金基金。除银行、票券、信托、保险、证券或其它经主管机关核准之法人或组织外，应募人总数不得超过三十五人。同时，对于符合条件的自然人、法人和基金，我国台湾地区“证期局”于2002年将其解释为：A、对私募公司财务业务有充分了解之国内外自然人，且于应募或受让时符合下列情形之一者：本人净资产超过新台币一千万元或本人与配偶净资产合计超过新台币一千五百万元。或者最近两年度，本人年度平均所得超过新台币一百五十万元，或本人与配偶之年度平均所得合计超过新台币二百万元。B、最近期经会计师查核签证只财务报表总资产超过新台币五千万元之法人、基金，或依信托业法签订信托契约之信托财产超过新台币五千万元者。C、前揭各符合条件之自然人、法人或基金，其资格应由该私募有价证券公司尽合理调查之责任，并向应募人取得合理可信之左证依据，应募人应配合提供之。但依《证券交易法》第四十三条之八第一项第二款规定转让者，其资格应由转让人尽合理调查之责任，并向受让人取得合理可信之左证依据，受让人须配合提供之。

（6）转让之限制

为避免私募发行人通过私募的方式来规避公开招募的相关规定，私募有价证券的转让受一定限制，原则上自私募有价证券交付日起满三年才可以自由流通转让，根据台湾地区《证券交易法》第四十三条之八的规定，下列情形为除外情形：A、第四十三条之六第一项第一款之人持有私募有价证券，该私募有价证券无同种类之有价证券于证券集中交易市

场或证券商营业处所买卖，而转让予具相同资格者。B、自该私募有价证券交付日起满一年以上，且自交付日起第三年期间内，依主管机关所定持有期间及交易数量之限制，转让予符合第四十三条之六第一项第一款及第二款之人。这两项主要是针对银行、证券、保险等金融机构的规定。C、自该私募有价证券交付日起满三年。D、基于法律规定所生效力之移转。E、私人间之直接让受，其数量不超过该证券一个交易单位，前后二次之让受行为，相隔不少于三个月。F、其它经主管机关核准者。前项有关私募有价证券转让之限制，应于公司股票以明显文字注记，并于交付应募人或购买人之相关书面文件中载明。

(7) 信息揭露之要求

对应募人的信息揭露义务。当私募对象为“符合主管机关所定条件之自然人、法人或基金”时，私募公司于私募完成前有义务提供与本次私募行为相关的公司财务、业务或其它信息的义务。对于其他应募人，没有规定保护性条款。

向主管机关之报备。对于上市上柜等公众公司而言，私募是重大法律行为，因此，上市上柜公司董事会决议进行私募、私募计划变更等情况下，应实时披露重大信息并召开重大信息记者会。在私募完成后，应于价款缴纳完成日起十五日内，根据主管机关的规定，向“证期局”指定的信息申报网站传输相关信息。

财务报告的揭露。应披露私募有价证券的种类、发行时间与金额。

(8) 公开要约行为之禁止

根据《证券交易法》第四十三条之七的规定，有价证券的私募及再行卖出不得为一般性广告或公开劝诱之行为。私募及再行卖出应向特定人做出，涉及一般性广告或公开劝诱的行为，将构成对非特定人公开招募行为。

2、美国的私募制度

(1) 私募对象和人数

根据美国证监会D 条例506 规则规定，仅有两类投资者有资格认购私募发行的证券：

A、八类合格投资人 (Accredited Investor) 及关系人。第一类是机构投资者 (Institutional Investor)，包括：(a) 银行；(b) 注册证券经纪商或自营商；(c) 保险公司；(d) 经一九四〇年投资公司法 (Investment Company Act of 1940) 注册的投资公司及企业发展公司；(e) 小企业投资公司；(f) 资产超过五百万美元的退休基金。第二类合格投

资人包括：根据一九四〇年《投资顾问法》(Investment Advisers of 1940)注册的私人企业发展公司。第三类合格投资人包括：根据所得税法享受免税待遇的机构，包括股份有限公司、信托及合伙机构，其总资产值必须超过五百万美元，成立的目的不得为取得私募证券。根据SEC公告，免税机构成立的目的不限于营利或非营利，而总资产值的计算可包括其子公司或分支机构。如成立的目的为取得私募证券，除非全部股东或成员均属合格投资人，否则该机构则受“特别目的”的例外限制，其成员均应纳入认购人数计算。第四类合格投资人包括：发行人的内部人，包括董事或经理人、无限责任合伙人。Rule 501(f)定义的经理人范围，包括总经理(President)、副总经理(Vice President)、任何具决策权力(Policy Making)的经理人。如果发行公司子公司的经理人具参与发行人决策的权力，亦可视为合格投资人。第五类合格投资人是拥有净资产超过一百万美元的自然人。净资产计算应以认购证券的时点为准。第六类合格投资人包括：个人最近二年年所得平均超过二十万美元或与配偶最近二年合并所得平均超过三十万美元，且当年度所得可合理预期达相同金额者。对年所得的计算，SEC曾经提供一算式，即以所得税申报所得为基准，加上长期资本利得、损耗、利息等扣除额，再加上有限责任合伙之损失。第七类合格投资人为总资产超过五百万美元的信托财产。除总资产额要求外，该信托成立的目的不得为招募证券，且该信托的投资决策者的资格必须符合Rule506(b)(2)(ii)要求。信托除可符合第七类合格投资人外，还可作为第三类及第一类合格投资人。信托若要符合第一类合格投资人，其受托人必须为银行或其它机构投资者。第八类合格投资人为任何全部由合格投资人作为权益所有人所组成的机构。权益所有人(Equity Owner)的类别因其组织而异。对股份有限公司而言，其权益所有人指公司普通股及特别股股东。而有限责任合伙事业的权益所有人指有限责任合伙人(Limited Partner)。

B、本人或其受托人为成熟投资人 (Sophisticated Purchaser or Representative)。规则506(b)(2)(i)还规定，本类投资人不超过三十五人。而第一类投资者的人数则不受限制。

(2) 发行方式

根据RULE 502(c)，“发行人或任何为发行人处理事务之人，有价证券的私募及再行卖出，不得以任何一般劝诱或广告方式招募或出售证券”性广告或公开劝诱之行为。

（3）信息披露要求

美国私募制度考虑购买人是否为具有自我保护能力的投资人。SEC在解释Rule 502(c)时，认为“一般劝诱或广告”有别于“有限度的劝诱与广告”(Limited Solicitation or Advertising)，两者最主要的区别在于发行人或为其处理事务之人与应募人是否已事先建立起关系(Pre-Existing Relationship)。SEC判断的标准有四：(1)发行人与劝诱者或广告发布者间的关系。劝诱者或广告发布者如为发行人的内部人，该劝诱或广告即较可能属于Rule 502(c)所禁止之一般劝诱或广告行为。(2)应募人与劝诱者或广告发布者间的关系。发行人借与应募人事先建立起的实质关系(Substantive Relationship)，提供相关信息予应募人，这相当于私募前的准备行为，并不构成证券招募。(3)劝诱及广告发布的时机。发行人了解应募人的投资目的、净资产、年所得、一般或特别经历及知识、投资纪录等行为应发生在一般劝诱及广告之前。(4)劝诱及广告的内容。劝诱或广告内容如系针对某一特定证券，即可被视为违反Rule 502(c)的规定。

（4）备案

为了充分发挥证券私募简单快捷的特点，美国不要求公司进行证券私募前到证券监管机构注册或核准。但是，公司进行证券私募后必须按规定向监管机构报备。

（5）私募证券的转让限制

SEC根据1993年《证券法》授权，制定了Regulation D、Rule 144及Rule144A等涉及私募证券转让的安全港规定。依据Rule 144规定，不论是发行人的关系人或非关系人，皆必须分别遵守关于对报告义务的限制、持有时间的限制、转售数量的限制等三项规定，方能进行转让。Rule144A还在机构投资者之间建立了一个不受限制的私募证券转让市场：金融机构之间专事私募“限制证券”交易的PORTAL 市场(Private Offering Resale and Trade through Automated Linkages)。

此外，美国私募证券转让时还必须遵守下列规则：A、不得采用“一般性广告或公开劝诱行为”；B、对金融机构之间的私募证券交易不设限制。C、要求金融机构以外的其他购买私募证券的投资人必须至少持有一年以上；D、投资人持有时间超过一年后少量转让。

综上所述，在非上市公司公开发行、上柜条件及私募条件方面，各国非上市公司公

司在发行股份时，与一般公众公司发行并无区别，其为扩充资金而进行的私募行为也需要遵守一般私募的条件、程序与其他规则；但是在上柜程序方面，由于非上市公司不具有上市公司股份流通的场内交易场所和方式，非上市公司上柜条件等显得非常重要，毕竟协议交易方式其流动性受到很大限制，市场退出的价格、方便程度等都不如上柜交易方便。因此，上柜交易研究是非上市公司研究突出、特殊而重要的领域。

三、非上市公司公众公司的交易制度

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，下文介绍有组织交易的非上市公司公众公司股份交易制度，为建立我国的相关制度提供制度思考。

（一）美国的非上市公司公众公司交易制度：以OTCBB与粉单市场为例

1、基本情况

OTCBB市场。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挂牌公司都必须是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、满足萨宾斯法案的要求；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及最新成交价格和服务有一定监管功能。

粉单市场(Pink Sheets)。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。

2、交易要求

（1）挂牌条件

OTCBB的挂牌条件。A、满足SEC申报要求。B、有OTCBB认定资格的做市商保荐。

C、满足Sarbanes-Oxley Act的部分条款。

粉单市场的挂牌要求：有NASD认定资格的做市商保荐。

此外，根据规则144A发行的证券，可到PORTAL挂牌，非上市公众公司股份也可以通过协议方式转让。

（2）信息披露

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。

按《证券法》要求进行的信息披露要求公司向SEC报告以下信息：A、公司的经营业务情况；B、公司管理层、董事及特定股东的情况，包括其工资、各种福利及公司、管理层和特定股东买卖公司股票的情况；C、公司的财务状况，包括经独立的注册会计师审计的财务报告；D、公司的竞争地位及合同和租赁协议的实质性条款。上述信息一经公司向SEC申报，即向社会公众公开。

按《证券交易法》的要求，公司及其股东和管理层向SEC履行信息披露义务的内容如下：A、与《证券法》注册要求相同的年报、其他定期报告与临时报告。该义务必须一直持续，直至公司达到前述暂停或终止信息披露的条件。B、代理投票规则。C、大股东持股状况报告。持股比例超过5%的股东必须向SEC报送大股东持股报告。大股东持股报告的内容应包括大股东的背景信息，如大股东持股可能导致公司管理层及政策产生潜在变化和影响，则还应包括投资目的。D、要约收购。E、管理层、董事及持股比例在10%以上的股东的交易报告。

（二）韩国的非上市公众公司交易制度：以FreeBoard市场为例

在韩国，未上市公众公司主要遵循的原则是：股东人数超过500人的非上市股份公司为“报告公司”，需履行公开披露信息等非上市公众公司义务，因此，韩国公司股东转让股份受到限制：若协议转让导致股东人数超过500人时，股东转让股份的行为应当事先取得公司的同意；如果公司不同意转让，股东不得协议转让股份。非上市股份公司股东向不特定对象转让股份，构成“公开出售”，“公开出售”行为应当事先征得公司同意，并报FSC注

册，并披露相关信息。

在2005年1月之前，韩国为非上市公众公司提供转让服务的主要机制是KOTCBB，KOTCBB于2000年3月由韩国证券交易商协会将场外市场组织化而设立，2002年底挂牌187家企业。为公开发行未上市的股票提供转让服务，主要要求是：挂牌的公司的财务报表须经外部审计人员审计，股票必须在韩国证券登记公司集中登记托管，且公司必须与符合资格的股票代理机构签定代理合同。

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）上市条件的企业及KRX退市的企业提供融资和股份转让服务。在Freeboard挂牌成本低、信息披露以及监管要求都比较低。

1、挂牌条件

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所退市的企业。（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。

2、挂牌程序

KSDA负责对申请在Freeboard挂牌公司是否符合条件进行审批。申请审批应具备的条件是：（1）公司需完成审计；（2）非上市公司若公开发行股票还要事先向FSC/FSS注册；（3）消除公司章程中关于股份流通的限制性条款；（4）与韩国证券存管公司或者韩国银行或者HANA BANK签署股份转让服务代理协议。KSDA会在受理申请后五个工作日内作出是否同意挂牌的决定。挂牌申请获得批准后的第三个交易日挂牌交易。

3、交易方式

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。

4、信息披露

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。

定期报告包括年报和半年报，分别于报告截止日后90天和45天内披露，半年报虽与年报相似，但只要求采用简单格式披露。公司发生下列情形的需要进行特别报告：公司破产、主要业务暂停、增加或减少注册资本、调整业务目标、股份拆细或合并、分红、大股东变化、发行债券等16项情形，应于事件发生当天或者发生后一天内披露相关信息。

公司未按时披露定期报告、披露信息的内容发生变化、未及时披露等，将被认定为不实信息披露，KSDA对公司进行公开谴责，在FreeBoard公布，并处以暂停交易。未提交年报的，暂停交易至其提交报告为止；其他不实信息披露的，将暂停交易一天。

5、退市

退市包括自愿退市和强制退市两类。自愿退市要求公司股东大会作出特别决议。证券商协会从保护投资者特别是少数股东权益的角度，一般反对自愿退市。

当公司存在以下情形时，强制退市：（1）公司提交的文件及附件有虚假陈述或重大遗漏。（2）公司破产。（3）公司清算。（4）公司被收购。（5）公司不符合挂牌要求，如审计机构对公司最近年度财务报告发表了否定意见或拒绝发表意见。（6）在报告披露截止日后三十天内仍未提交报告的。（7）交易不活跃，即连续六个月以来，每月交易量低于挂牌股票数量的0.05%。（8）在过年两年内出现3次或以上不实信息披露的情况。（9）到交易所市场挂牌。（10）申请退市。（11）主要业务活动暂停超过六个月，或者全部业务被转让。（12）出现法律上的清算情形。（13）证券商协会认为因违法而应退市的其他情况。对于退市的公司，FreeBoard允许公司的股票再交易10天，以便投资者有时间能够卖出该公司股票。

（三）日本的非上市公众公司交易：以JASDAQ和绿单市场为例

1、基本情况

日本非上市公众公司需要遵守的基本原则是：股东人数超过500人或者注册资本超过5亿日元的非上市股份公司是“报告公司”，应当履行公开披露信息等非上市公众公司义务。非上市股份公司股东向不特定对象转让股份，构成“公开出售行为”，应报金融厅注册登记。1992年日本修订《证券交易法》，对柜台市场买卖证券作出了类似于上市证券的相关规定，

明确了证券场外市场的法律地位，并出台了《店头市场报价揭示及买卖价格规则》，对柜台交易市场进行具体规范。日本证券业协会则是股票店头市场的自律管理机构，JASDAQ和绿单市场是非上市公众公司交易的重要场所。

日本的OTC证券分类较多，从证券种类角度讲，OTC证券包括未在任何交易所上市的公司日本境内发行的股票、权证、其他分派新股份的金融工具、认股权证以及附认股权的债券。从非上市公众公司的角度讲，OTC证券包括：绿单证券Green Sheet Issue(s)，已不符合上市标准的退市股票，以及未达上市标准的公司证券。

2、JASDAQ。

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，是非上市公众公司交易的主要场所之一。JASDAQ(Japan Association of Securities Dealers Automatic Quotation, JASDAQ)是1991年日本证券业协会建立的日本证券经纪商自动报价系统的简称，2004年，JASDAQ成为证券交易所，但保留了未上市股票挂牌部分，因此是日本重要的场外交易市场。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市场又分为：(1)第一款登记标准市场，为登记股票和管理股票服务。登记股票是指发行公司符合日本证券业协会订立的标准，申请并通过该协会的审核，加入店头市场交易的证券；管理股票是指下市股票，或未符合上柜标准，经协会允许在店头市场受更多限制得以进行交易的股票。(2)第二款登记标准市场，为绿单市场(Green Sheet)股票服务，绿单股票是指未上市、上柜的公司，但经券商推荐有成长发展前景的新兴事业股票。

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可少于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能少于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能少于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，未满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。

3、绿单市场(Green Sheet Market)

绿单市场始建于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。该市场上的证券被划分为：创业型证券(风险投资公司以及有成长潜力的公

司)、退市公司证券(从主板市场上摘牌的公司)、普通证券(其他的公司)、投资信托以及特殊目的公司(SPC)证券。

绿单市场适用于中小企业,为中小企业融资提供一种新的方式,给公司的业务提供直接融资的一级市场是绿单市场的核心。券商在绿单市场中承担了较重要的角色:(1)为在绿单市场注册的证券提供管理人服务、承销商服务以及投行服务。(2)为绿单市场筛选公司。(3)确保公司的信息披露,提供象上市公司一样的季报和及时报告。(4)通过个人交易系统参与证券买卖,提高市场流动性。

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,且审计报告的例外或补充信息中不含有关于上述事件或情况的重要条文;(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,确定证券属于哪一类别的绿单证券并进行申报。

绿单证券的转让及报价方式区分每日公布和每周公布两种类型:(1)柜台交易时间为每个工作日上午九点至下午三点;半天工作日为上午九点至十一点。(2)如果绿单证券明确表示为每日公布,则该绿单证券的转让商、副转让商在进行绿单证券的柜台买卖时,必须在每个工作日连续提供买入报价和卖出报价,作为进行柜台交易的买入价格和卖出价格的参考。(3)如果绿单证券为每周公布,转让商、副转让商每周至少公布报价一次。(4)对于每日公布的绿单证券,转让商必须在每个工作日下午五点前,填写特定表格向协会报告最近的报价。(5)对于每周公布的绿单证券,转让商必须在每周一下午五点前(如周一为非工作日则为第二天)向协会报告最近的报价。

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、绿单证券发布信息的方式、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。协会会员必须从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。

(四) 我国台湾地区兴柜市场的情况

1、基本情况

我国台湾地区的OTC市场主要包括兴柜市场和盘商市场。兴柜市场, 是我国台湾地区为公开发行但未上市的公司提供交易场所, 是上市或上柜的预备交易场所, 于2001年10月成立, 由柜台买卖中心代管, 称为“台湾的OTCBB”, 至2005年底, 兴柜市场共有257家公司交易。兴柜市场由柜台买卖中心监管。盘商市场, 是我国台湾地区既未上市也未上柜的股票的交易场所, 在兴柜市场成立之前就长期存在, 交易是通过盘商为中介进行的, 因此也称为盘商交易。以下着重介绍我国台湾地区的兴柜市场的相关规定。

2、兴柜市场对证券交易商的要求

在兴柜市场做推荐发行业务的证券商必须具备一定资格: a、具备证券承销商、证券经纪商及证券自营商的资格; b、符合证券商管理规则第二十三条之规定。c、与发行公司不得属同一集团企业、且无证券商管理规则第二十六条所列情事。d、资本适足率达200%以上。

3、兴柜市场对证券商进行公开承销的要求是: a、挂牌前不可公开承销。b、推荐证券商自行认购已发行股份总数1%以上且不低于10万股; 但1%如超过50万股, 则至少应自行认购50万股。如果推荐证券商中途加入或者退出股票推荐活动, 必须符合下列条件: a、中途加入的, 开始柜台买卖三个月后, 始得加入; 持有五万股以上; 加入后届满六个月, 始得退出。b、退出的, 开始柜台买卖之日起届满二年, 始得退出。但退出不影响发行公司登录资格者, 不在此限。

4、兴柜公司对挂牌公司的信息披露要求: 对于财务报告, 需要披露年度、半年度财务报告; 对于财务预测, 不强制要求披露, 但如公布则应依规定办理; 对每月营运情形, 不强制要求披露, 但如公布则应依规定办理; 对重大讯息, 要求披露每月营业额、背书保证金额、资金贷放金额及衍生性商品交易等信息。在披露时间和方式方面, 发生“证交法施行细则”第七条规定之九款情事, 须于事实发生或传播媒体报导日之次一营业日交易时间开始前公开。披露方式为: a、发行公司输入柜台中心股市观测站。b、发行公司亦须提供予推荐证券商, 再由推荐证券商透过适当管道对市场公开。

5、兴柜市场停止或者终止交易的情形

停止柜台买卖的情形为：a、挂牌公司仅余一家推荐券商推荐者。b、未依规定揭露年度或半年度财务报告者。c、未依规定公开重大讯息，且未于限期内改善者。d、于本中心所在地已无专业服务代理机构办理服务。

终止柜台买卖的情形为：a、股票已上市或上柜挂牌的。b、股票经依规定暂停交易达三个月，其暂停交易原因仍未消灭的。c、已无推荐券商推荐的。d、经法院裁定宣告破产、准予重整确定者或驳回重整之声请确定的。e、有公司法相关规定情事或其他原因，经有关主管机关撤销公司登记或予以解散的。f、有公司法第二百五十一条或第二百七十一条规定情事或其他原因经主管机关撤销其核准的。

6、兴柜市场的发行条件

(1) 发行主体需为：已申报辅导契约之公开发行公司；(2) 交易标的为：普通股票；(3) 需要二家以上的推荐券商。上柜地点是兴柜公司专门设立的股票事务代理机构。符合条件的证券在兴柜市场的登录申请程序和要求是：(1) 发行公司向柜台中心提出登录申请，并应将公开说明书于证基会网站揭露。(2) 柜台中心核准登录后，将公司概况资料向大众揭示五个营业日，于第六个营业日开始报价交易。(3) 需要递交的申请文件包括：公司执照影本、董事会决议之议事录、公开说明书五份、公开说明书电子档上传至基金会网站之证明文件及相关声明书等15种书件。

7、兴柜市场交易的主要情况：(1) 交易方式：自营商营业处所议价方式，无电脑撮合交易、巨额交易、盘后定价交易及零股交易系统。(2) 委托流程为：投资人直接与推荐券商议价买卖，或者以限价方式委托证券经纪商，由证券经纪商与推荐券商议价买卖。(3) 成交方式：无特定之价格优先，时间优先之方式，客户得自行选择推荐券商议定成交。(4) 兴柜市场没有涨跌限制，施行T+1结算方式。

四、非上市公众公司的治理结构问题

(一) 非上市公众公司治理结构的主要问题

1、公司治理结构的主要研究课题

近些年来公司治理结构问题成为我国公司法律制度中的主要研究领域之一。其重要性如世界银行沃尔芬森行长所言：“对世界经济而言，完善的公司治理和健全的国家治理一

样重要”。决定其主要性的因素是多方面的，其中公司治理结构对企业融资的影响越来越重要以及机构投资者对公司的外部压力的增强，是使对公司治理结构的讨论越来越受到重视的原因。

公司治理问题是与股份有限公司制度的出现联系在一起的，从经济学的角度讲，公司治理结构问题可以分为两大研究理论，一类是基于组织结构的公司治理理论，这类理论主要认为，公司治理是为了减少交易主体在交易过程中的交易费用，他们认为由于不确定性、人的机会主义和有限理性，交易过程中人们会互相进行过度的利益攫取，导致租金耗散，而企业这种特殊的组织结构可以有效地减少这种攫取。持此类说法的经济学家如科斯、杨小凯等。基于组织结构的公司治理理论的治理机制有：董事会、市场机制、激励机制、企业的组织结构形式等。各种机制的核心作用在于抑制租金的攫取，如持该理论的学者认为股东在交易中无从与公司重新协商条款，因此董事会内在地作为一种保障投资安全的方式出现，应该被视为股东的治理工具；又如，持此类理论的学者认为政府的角色是最为复杂的治理问题，管理当局应当是利益相关各方的协调人，管理当局对自身利益的追求和权利寻租是人们关注的焦点。

另一类公司治理的理论是基于资本结构的公司治理理论，该理论认为公司治理的目的是为了减少代理成本，基于此，公司治理机制包括代理竞争、接管、破产和重组、经理人市场、产品市场、经营者激励、股东治理等，向经营者实施这些措施，目的是促使其依据股东或者债权人支配下的企业利益行事。

近些年，两种理论有融合趋势，互相借鉴。如Rajan & Zingales 所言：公司治理已经不是简单的所有权配置问题，而是如何对关键资源包括物质资本或者人力资本的使用权进行管理，是准租金的科学分配过程。

在立法实践方面，上个世纪九十年代以来，从英国开始在世界范围内普遍开始了对公司治理问题的讨论。上世纪八十年代，英国许多著名公司倒闭，英国出现了Cadbury 公司治理财务报告，Greenbury董事会薪酬报告，Hampel公司治理原则报告。后，1999年OECD组织提出了著名的“OECD公司治理原则”，包括：（1）公司治理框架应保护股东权利；（2）应平等对待所有股东，当权利受到侵害时，所有股东有机会得到赔偿；（3）应确认公司利益相关者的合法权益；（4）确保及时并准确地披露所有与公司有关的实质性信息；（5）董

事会应确保对公司战略指导和对管理层的有效控制，董事会应对公司及股东负责。国际货币基金组织也提出了《财务透明度良好行为准则》、《货币金融透明度良好行为准则》等。

2、OECD提出的非上市公众公司的公司治理结构问题

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众公司；在某种程度上，这份报告对我国非上市公众公司的治理问题，更有借鉴意义。

根据OECD的研究，就现有研究，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司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制股东提供参与公司管理的便利。

根据OECD的总结，非上市公司的治理结构应当主要包括下列内容：

（1）**建立妥善的机制，平衡控股股东和非控制股东之间的关系。**平衡控股股东和非控制股东之间的关系，这是非上市和上市公司普遍存在的问题，往往公司的控制股东会剥夺非控制股东的一些权益，如决策权、重大收益分配权等，通常各国都会立法保护非控制股东的权益。而非上市公司与上市公司不同之处至少在于：上市公司存在外部制衡机制，一是上市公司的股份流通机制能够在一定程度上限制大股东剥夺中小股东利益的行为，二是在证券公开发行、交易市场上存在专业的评估、法律服务等中介机构，对控制股东的行为有较为良好的制约作用。而非上市公众公司由于缺少外部制约机制，对保护非控制股东不利，有必要建立合理的替代性外部机制；OECD认为建立此类机制既要使当事人能够对行为的后果有所预期，更要使司法人员、审计师、律师及其他专业人士能够在事后妥善解决问题。

(2) 股份的非自由转让使非上市公司治理结构受到一定限制，但是一些非上市公司存在一定程度的替代机制。非上市公司具有多样性，如它们可能是家族企业、合作企业或者私募投资企业等等，但是其共通之处在于其股份不能在公开市场自由转让，如非上市公司的股份可能集中在较少的股东手里，或者非上市公司的股份转让可能受到一定限制。OECD认为，对于不同非上市公司而言，虽然不具备上市公司所具有的内外部制衡机制，但是各种非上市公司也有其适用的法律机制能够达到不同股东之间的制衡目的，如，采用有限公司形式的非上市公司适用有限公司相关法律，而采用合伙形式的企业则适用合伙企业法律，这些法律形式使或者投资人在没有董事会的情况下共同经营投资企业，或者使非上市公司具有管理和监督两个层面，在某种程度上这些机制也起到了制衡作用。此外，非上市公司的融资方式对公司的治理起到了一定的规范作用：通常非上市公司需要通过家族或者银行资金发展，银行、私募基金以及风险投资承担着分配投资者、基金管理人和企业利益的作用。我们理解，不同治理状况的非上市公司，其融资成本应当不同，这在一定程度调整着非上市公司的治理结构。

(3) 非上市公司的内外部治理结构要素。良好的非上市公司也必须具有下列内部和外部治理机制。内部机制各要素包括：所有权结构、董事会成员、管理费用、财务透明以及足够的信息披露，各要素使利益在管理人、股东和其他资金提供者之间获得平衡，各方通过不同的约定，界定利益以降低监督成本。如，非上市公司章程通常包括公司董事会组成、决策权行使程序、公司内部结构以及披露要求等条款；又如，非上市公司往往设有股权或者股票期权等激励补偿机制，激励管理者在追求风险的同时避免对公司股东、债权人或者其他资金提供者不利益的行为。外部要素则以市场机制为基础，强制调整非上市公司的治理结构，如，并购机制可以为股东提供敌意收购要约，又如场外的股份或者出资交易行为也为更换经理人提供一定的可能。上述行为对非上市公司而言，在很多情况下是没有控制或者监管的，有鉴于此，有人认为应当对非上市公司的场外交易及敌意收购设计更为复杂的制约机制，如考虑私募投资者的信誉等机制，但是由于敌意收购和场外交易具有双刃剑作用，因此此类机制是否可行尚待研究。此外，还有人提出增加独立的注册人员及商会制度等，以增强市场信用，等等。总体而言，非上市公司也需要内外部治理结构研究，使其足以应对因治理结构而产生的问题。

（4）非上市公司应建立的职业经理人制度。应建立一定制度监管非上市公司的职业经理人。A、独立董事被普遍认为是非常必要的。B、同时，由于大多数非上市公司控制股东有权径行解除或者任命董事及管理人员，一些人认为应加强董事会的独立性，但是另一些人认为董事会是否独立在非上市公司中并没有什么意义。C、也可以在非上市公司的董事会之外建立独立竞争性的职业经理人制度。D、还有人建议建立符合职业经理人要求的隐形董事制度，等等。

（5）非上市公司透明度要求。由于非上市公司中的控制股东和非控制股东之间存在严重的信息不对称特征，非上市公司存在较大的财务问题，多数人认为应当给与非上市公司非控股股东以足够、及时的信息，然而，也有不少人批评对非上市公司施行强制披露的制度：如一些国家非上市公司被要求向注册机关准备并披露年报和会计报告，然而通常这些信息相对于上市公司而言，既不够有效率也没那么有必要。而且不少人认为强制披露的成本大于收益，既降低非上市公司的私人性，也降低了其竞争性，既损害了私人权益，也增加了监管成本；强制披露的信息，其效率往往是由审计师的经验和审计质量决定的。由于公司治理不仅仅是要保护股东利益，也要保护其他债权人或者资金提供者的利益，因此，强制披露制度至少应包括两层含义：一是股东和管理人之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。

3、非上市公司治理结构问题的政策考虑

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。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；确保了非控制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；但是股东的衍生诉讼也可能不利于经理人履行职责；适当披露非上市公司信息，使股东有查询公司账册、报表等权益对保护其投资很有益；在公司法允许的范围内，经营者应当拥有全权决定其治理结构和相关机制的权利，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。

（二）一些国家的做法：非上市公司的信息披露问题

1、部分发达国家法律规范概要

（1）美国的非上市公司的报告

美国联邦法律不要求非上市公司必须对其财务状况进行审计,也不要求非上市公司公开财务报告。但是,根据1934年《证券交易法》,公开发行公司(issuing company)必须根据向SEC披露其经过审计的财务报告;同时,所有五百人以上或者一千万美元以上规模的公司无论是否申报为公开公司(go public)都必须向SEC报送财务报告;如果终止时,注册公司如果仍有三百人以上股东的,也必须继续向SEC报送财务报告。

美国各州的蓝天法尽管规定不同,但是各州基本都不要求非上市公司审计和披露财务报告。而且,如果一州规定了此项制度,会导致公司到它州注册,因此各州不太可能规定此类制度。

美国场外交易系统在联邦法和州法之外还有其自身的交易规则,如在OTCBB交易的公司应当向SEC递交财务报告,但是在粉单市场交易的公司,则既不需要向SEC递交财务报告也不需要公开其财务报告。

（2）日本的非上市公司报告要求

日本总体上讲,也不要求非上市公司披露其财务报告。但是,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规模在200亿以上日元的公司。

（3）德国的非上市公司报告要求

在德国,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,或者公司总雇员超过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。

（4）法国的非上市公司报告制度

在法国,所有公司都必须印制法定的财务报告、并表财务报告以及管理报告。每一年年度股东大会后,公众即可以获得上述报告,任何需要上述报告及通过商事法院索取报告的公众均应可以获得上述报告。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。

（5）英国的非上市公司报告制度

在英国，所有有限责任公司至少要公开一部分财务情况，主要方式是向公司注册机构（Registrar of Company）提供相关报告。大型英国公司应提交的财务报告包括：利润损失报告、经董事签署的资产负债表、经审计人员签署的审计报告、经董事或者公司秘书签署的董事报告、报告附表，一些情况下还需提交集团财务报告。小型公司通常仅需要提交资产负债表，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。

（6）新西兰的做法

1993年新西兰财务报告法案（financial reporting act, FRA）规定，发行公司、海外公司以及公开公司应当公开其财务报告；对于非上市公司，公司应当准备符合《一般会计准则》（GAAP）要求的报告，同时，公司应当对财务报告进行外部审计，除非根据《公司法》第196（2）项规定，公司各种股东共同通过决议要求可以不经行审计。新西兰立法机构则认为大型非上市公司应当公开经审计的财务报告并就修改立法问题进行讨论。

2、部分新兴市场国家的做法

（1）印度的做法

印度的非上市公司治理制度，在所有新兴市场国家中属于较为完备的。研究人员认为，印度公司治理结构及标准之所以发生较大变化，与经济的全球化与自由竞争密切相关，这一观点值得注意。

印度1956年《公司法》对公司治理问题进行了基本规范。1956年《公司法》确定了公司的法律形态：私人公司（private company）和公开公司（public company）两种基本的公司形态。A、私人公司是指最低实缴资本为一百万卢比的公司，并且该公司：a、在章程中限制股份转让权利；b、除特定情形外，公司人数不超过50人；c、不得进行股份或者债券的公开募集；d、除特定情形外，公司除向股东、董事或者董事股东的关系人外不得向其

他人增资扩股。B、公开公司则是：a、不是私人公司；b、拥有五百万以上卢比的最低实缴资本额；c、是非私人公司的子公司。《公司法》还规定了基本的公司监管体制和机构：分配了公司事务大臣（Ministry of company affairs, MCA）和股份与交易委员会（SEB）之间的权利界限，并设立自律组织。基本上讲，MCA下设的各立法机构对公司治理作出了具体而重要的规范，SEB规范上市公司的公司治理。而无论私人公司或者公开公司以及是否上市，目前公司治理中的热点讨论则集中于对社会公众利益有重大影响的公司的社会责任问题之上。

为应对经济全球化局面，印度成立了不少专家委员会以促进公司的治理机构改善，并就公司治理问题发布了一系列公开意见，如2004年商务部长发布的Concept Paper（CP），以及Dr. J. J. Irani Expert Committee 关于公司法的报告等等，都就公司治理结构问题提出了重要见解。总体而言，印度的非上市公司治理问题主要包括如下四个方面：

A、公司董事会及董事方面的要求

关于公司组织结构方面的要求，主要集中于对董事会及董事的要求。首先，关于董事人数及董事会组成。1956年《公司法》规定了公司应当最低具有两名董事，董事会人数由公司自行决定。《公司法》第259条规定，公开公司的子公司董事会十二人以上的，每增加董事会人数，都需经中央政府批准，该规定主要是对全球性公司组织的一种限制，以使公司董事会组成人员能够专业化。此外，由于Concept Paper则要求公开公司董事人员最低为七人、最高不超过十五人，不少讨论认为私人公司亦应当执行最低人数限制，对公众利益有重大影响的公司则应至少有七名董事。关于董事的组成和人数的讨论，核心问题在于探讨董事是否有能力代表股东的利益执行其职责。Concept Paper还规定公司必须设立独立董事，以适应全球化局面的要求。其次，设立专门委员会。印度在全球化结构中认识到在董事会下面设立专门的、特定责任的管理委员会，很有必要，上市公司和公开公司都应设立审计委员会，Concept Paper还提出审计委员会主要成员应当是独立董事。第三，关于独立董事。独立董事是公司治理的核心机制。一般而言，独立董事是上市公司的机制，然而，Concept Paper试图为非上市公司创造独立董事的新概念失败后，通常人们认为非上市公司的独立董事概念亦同于上市公司独立董事概念，即按照上市规则（listing agreement）第49I（A）的要求进行定义。据此，印度非上市公司亦设立独立董事，其主

要特质在于独立董事与公司、公司发起人、管理人、全职董事、控股公司及子公司等等各方面均无资金或者关联交易往来，不拿公司董事报酬，并且得由中央政府随时任命。无疑，这一条文如适用于非上市公司，其对私人公司与股权的影响是非常大的。第四，关于管理佣金、sitting fee等费用的限制。董事的薪金一直是各国治理结构探讨中的一个话题。根据1956年《公司法》第349节及第350节，公开公司的最高管理佣金（含董事及管理人员）不得超过该财政年度净利润的11%，且如果对单一全职董事或者管理层董事支付超过年净利润5%的佣金的，或者对全体董事支付的佣金为年度净利润10%的，必须经过中央政府批准。而如对既非管理层董事也非全职董事支付薪金如果超过1%的，也必须经过批准。此外，还有较多的、细致的公司法律方面的规定对支付给管理层的薪酬进行了详细规定，其立法方向反映出对董事行为的制约，尤其是对各种名目为董事和管理人员发放薪金的行为进行限制，如对sitting fee的限制等。第五，关于董事职责及消极资格的规定。1956年《公司法》对董事的消极资格进行了详细规定，然而对成年不参加董事会的董事等消极怠工管理人没有相关规定，立法者除了要考虑增加勤勉尽责的规定外，还要考虑对独立董事的责任以及相关规定的执行，做出规定。在组织结构方面，印度还有很多详细的治理方面的规定，如惩戒机制、调查机制等，此不赘述。

B、公司管理（operational management）及控制方面的要求

通常意义上，印度传统的非上市公司尤其是家族企业，其所有权、控制权以及管理权是不分离的，研究人员认为：非上市公司因此遭受了自我交易、操纵会计报告、融资运用不透明等惨痛的教训，并导致了企业缺乏信用；即使是家族企业自身，为了实现经济竞争战略等曾极力主张诸种角色合一，目前也面临着划分清晰的公司治理结构十分棘手的严重问题。在管理层面，最棘手的问题是私人公司的董事会基本形同虚设，为此印度设计了董事会独立的改革，以法律的形式确定了独立董事制度、首席执行官制度、首席财务官制度，尤其在与公众利益密切相关的公司中强制推行这些制度，以满足社会公众利益的需要。在公司控制问题上，董事会被要求应对公司的控制负责，必须履行下列责任：设立公司的行为规范、监督信息披露与沟通、确保财务控制和报告及监管风险的评估体系正常、监督管理层等的行为，以及对进行适当的平衡以减少公司、股东及管理层出现的矛盾等等。在此方面，印度积极采用了Cadbury意见及Hampel committee的研究报告，引进了内部审计、

保险等各种制度，并设立标准财务报告机构（the Institute of Chartered Accountants of India, ICAI）等组织以监督公司的管理与控制局面，确保在管理及控制方面信息的准确性。

C、公司信息披露方面的要求

总体上，《公司法》要求公司必须向其股东提交一份年度报告，该报告披露的最低限度、相关事项都有明确的法律规定，报告通常是格式化的，并且必须经过审计。审计报告则必须有详尽的内容，并在年度股东大会上向股东宣读；股东必须就法定事项进行表决，公司必须就表决事项提供充分的、足够表决判断的信息。此外，《公司法》规定，法定事项下公司必须向股东提供额外报告。但是，鉴于在印度上市公司必须披露的信息包括各种不同期限的报表及其他信息，并可以采取电子形式，报告形式上也采取了子公司合并报表、关联交易报告、延期纳税报告等方式，有研究人员认为非上市公司也应采取这些措施，对此，ICAI组织发布了相关的非上市公司披露指引和标准，规范非上市公司的披露行为。从印度自身的思考而言，相关人员认为“印度公司在全球经济条件下具有竞争力，必须适应全球标准的报告要求”。此点考虑，值得我们借鉴。

D、公司股东的民主决策机制及少数股东的保护

印度《公司法》等亦注重非上市公司的民主决策及少数股东保护机制。由于在金融市场上发生的大公司欺诈行为中，最终都是中小股东受到大股东的盘剥，印度政府采取了一系列措施以增加公司的民主管理、公众参与机制，并据以保护中小股东的利益，如设立投资者教育与保护基金（Investor Education and Protection Fund）；但是研究人员亦明言，只有设立良好的独立董事、独立审计、独立监管制度，才能增进公司治理结构中的动力，最终保护所有股东的利益。

（2）保加利亚的做法

在新兴市场国家中，保加利亚是通过市场化产生较多的非上市公司的国家之一。保加利亚的非上市公司创立资金通常是股东自有资金，企业以私募公司形式设立，其融资则是通过公开交易股权完成，同时企业为增加其股份交易的流动性也会交易其私人股权。2003年的《公司法》规定了公司治理结构的条款，该条款的宗旨在于通过设置较高的行为规范来存进公司的治理结构。保加利亚的非上市公司治理结构要求适用于所有非上市公司，无

论其规模大小或者法律形态，所有非上市公司在注册法庭都必须披露下列信息：（1）公司章程及相关附件；（2）年度财务报告，非上市公司可以选择采用国际财务报告标准或者国内财务报告标准；（3）审计报告。但是《公司法》的规范设计虽好，其执行效果却并不理想，主要是由于公司，尤其是非上市公司股权集中度很高。鉴于此，保加利亚发布有关报告指出：公司治理结构条款在股份不公开交易公司执行不利，必须采取切实措施增进保护股东权益，公司必须建立适当的公司治理结构以提高自身的融资信用。相关研究人员认为：非上市公司的主要问题之一在于其“透明度低下，虽然公司法强调公司实行披露制度，但大型非上市公司往往不予遵守或者所提供的信息数量及质量都有欠缺。”

《商法》则规定了保护投资者权益的条款，根据《商法》关联交易等必须经过公司的股东大会同意或者董事会的一致同意，且5%以上股权的股东有权提出股东大会安排。

尽管有上述制度安排，实际上的执行情况却不尽如人意，研究者认为：大多数情况下，非上市公司的披露仅仅限于《公司法》的规定，其自身没有形成充分、透明披露的文化氛围；公司治理结构中缺少独立董事机制；公司董事会通常与控股股东相比，力量弱小；在公司治理内部缺乏审计、公司治理等委员会等等，这些都使得保加利亚在推进市场机制过程中所形成的非上市公司，治理结构并不理想。

五、完善我国非上市公众公司法律制度的思考

（一）建立非上市公众公司法律制度的意义思考

从波斯纳等学者的观点看，制度的意义在于市场需要效率和公平，效率优于公平，制度对权利进行配置，从而影响效率。对于公众公司而言，公众公司，尤其是上市公司，在国民经济中处于核心地位，公众公司的规范运作对于保护投资者合法权益、对于促进社会效益、对于增进国民经济健康发展和社会福祉都有意义。但是，公众公司作为独立的法人实体，从来都有其自身的利益，它显然并不能够完全按照国民经济和社会发展的要求来经营，也不能完全为了公众的利益要求来经营，三种利益之间经常会产生矛盾，通过何种方式使公众公司能够在利益之间取得平衡，取得何种平衡，平衡的程度，这都是政府要介入公众公司运行的最主要依据。一般而言，公众公司掌握着公司的经营信息，公众公司的信息是否能够为公众和社会所知悉，是保障后者利益的重要方式，如公众公司的经营情况披露、收购情况披露、关联交易披露等；公众公司还有一个重要的社会规制内容，是它的治

理结构问题，过去公司的治理结构一直被认为是公司的内部问题，不应由外部力量给予规制，近些年来，尤其是安然事件后，对公众公司治理结构的讨论及立法实践更显重要，虽然人们已经开始对萨班斯法案的负面效果进行反思，但是对于公众公司的治理结构予以指引，以保障公众及社会利益，还是被许多国家的学术界和法律予以肯定。

对于非上市的公众公司而言，虽然其交易不在交易所进行，使公司的影响面相对而言较小，但是募集股份的公众性，依然使其对公众及社会有较为重要的影响。它也存在这样一些问题：随着公司股东人数增多，股东平均持股比例越来越小，多数小股东与大股东及管理层的关系越来越远，对公司经营情况的了解也越来越少，加之大多数小股东由于持股数量较少，了解、监督公司的成本超过了可能带来的收益，多数小股东基本不了解公司的经营情况，更谈不上参与公司决策及对管理层进行监督，公司实际上被大股东和管理层所控制。大股东和管理层利用对公司的实际控制权及小股东对公司经营情况的不了解，通过各种手段侵害小股东的利益，大量社会公众的利益受到了侵害。美英等国证券市场早期的实践表明，仅靠市场自发力量很难有效遏制股份公司对公众投资者利益的侵害。为了保护社会公众投资者利益，维护社会公平与稳定，政府开始对股份公司公开发行股份及股权比较分散、股东人数众多的股份有限公司进行监管。以美国为例，1929年股市大崩盘导致许多投资人半生积蓄化为乌有，造成严重的社会及经济问题。因此，为恢复投资人信心，挽救股市，罗斯福总统上任后，推动国会通过了1933年《证券法》及1934年《证券交易法》，对证券公开发行与交易进行严格监管。

此外，在市场经济尚未达到高度发展的国家，对非上市公众公司的制度设计还要考虑经济制度的总体设计和社会文化发展阶段等因素，如印度的非上市公司治理制度就考虑了非上市公司股权集中度、非上市公司发展的国际化等方面因素。对我国而言妥善建立、完善非上市公众公司法律制度，对于合理疏导公众资金、为公众提供合理的投资渠道、为企业提供新的融资平台、保护社会公众利益以及减少非法融资行为等，都有重要意义。

（二）制度设计基本原则的思考

1、促进经济稳健发展的原则

作为一种经济现象，非上市公众公司制度的经济影响主要包括这样两个大方面：首先，会对我国的金融市场产生一定的影响，包括：对金融市场效率产生一定影响，对金融市场

风险状况产生一定影响。概括地讲，一是，非上市公众公司制度增加了金融市场融资渠道、增加了金融市场中合法投资方向、增加了交易机会、提高了替代性、促进了产品的定价机制，从而促进了金融市场的发展。这些意味着，在立法中，要有相应的机制提高非上市公众公司制度股份或者其他证券的交易范围与规模，增加其“深度”和“广度”，才能更好地发挥非上市公众公司制度的上述功能。二是，非上市公众公司制度在促进金融市场发展同时也带给金融市场新的风险，这些风险来自于非上市公众股份交易往往不充分、不透明，运作不合理的非上市公众公司制度有可能影响金融市场的合理定价，并且场外交易会弱化了金融市场的透明性，隐藏新的欺诈、操纵市场等风险。这些意味着，在立法中，有必要适当增加交易透明度，有必要设置适当的措施，以增强非上市公众公司股份的流动性，促进非上市公众公司稳健发展，降低风险发生的可能性。

其次，非上市公众公司制度将对我国的公司的发展产生一定的影响。一方面，非上市公众公司制度可以增加股份的集中度。一般而言，在发达市场经济国家，上市公司的股份非常分散，百分之五以内的股份都有可能成为大型上市公司的大股东，因此股份的集中度很差，很难从市场上对企业进行控制；即使对一些股权相对集中的上市公司可以进行敌意收购，其收购成本往往也非常大，同时还会遭到公司管理层或者股东的抵抗，成本会进一步加大。而非上市公众公司制度下，股权可能产生高得多的集中度，这主要是因为股份流动性差，其股权分散度相应就会差，对于公众公司而言，股权过于集中，就有必要制定合理的制度，保护中小股东的合理利益，减少大股东可能的不良行为。另一方面，非上市公众公司制度最明显的特点之一就是其股东退出市场机制远远不及上市公司有效，除非跌停的状况，上市公司股东完全可以通过二级市场退出管理不善的企业，从而完成市场的优胜劣汰选择；而在投资非上市公众公司的情况下，如果缺乏有利的退出机制，则此类公众公司的市场监督机制就会减弱，相应地就有必要通过立法加强第三方即政府对非上市公众公司的监督，以保障公众投资人的合法利益，与此同时，应当充分探讨在充分考虑成本的条件下，建立公众的二级交易市场。

考虑到上述影响，在建立我国非上市公众公司法律制度的过程中，我们认为，最重要的考量之一就是要建立稳妥的制度，充分考虑各方面因素，促进经济稳健发展。既要考虑到充分保护公众股东的利益；但也不能只强调公众股东的利益，而不考虑非上市公众公司

制度的发展。应谋求公众股东与市场深入发展的平衡点，充分发展我国的非上市公众公司制度，促进经济发展。

2、促进市场机制发展的原则

通过前述各国的情况，可以看到，在非上市公众公司制度中，各主要国家在发行环节基本都会注重对发行行为本身进行实质审查，非上市公众公司或者需要一定的资本规模，或者需要一定的成员规模，这与非上市公众公司的公众公司本质是吻合的；但是在发行之外的环节，则会充分利用市场机制，而不是以政府的行为主导市场，管死市场，如在交易环节，各主要国家则侧重于发展各种二级交易制度，采取做市商等市场机制，充分调动各方面的利益，使非上市公众公司制度成为市场的机制而不是依附于政府的机制；即使在治理结构环节，各不同国家所采取的治理措施也都是通过法律的规范来实现公司的治理目的，而不是采取政府管理的方式来干涉公司的事务。但是，必须说明是，非上市公众公司的股权结构可以很复杂，公司的私密性与公众性始终存在矛盾，必须结合具体的文化、市场环境，经过充分实践，才能判断好政府干涉的尺度。但是，总体上，必须明确充分发展市场机制的原则，而不能因为非上市公众公司诸多环节需要政府监管而因噎废食，不鼓励市场发展。

3、充分保护公众投资者的原则

由前述可知，非上市公众公司制度最核心的问题之一即公众股东和大股东之间信息存在不对称，同时，公众股东缺乏市场退出机制，也比较难以通过用脚投票的方式实现对不良公众公司的抵制。因此，在非上市公众公司制度建立过程中，必须充分保护公众投资人的合理利益诉求，从而从根本上保障非上市公众公司这一制度能够健康、长久发展。但是我们所提倡的保护公众投资者应当是合理的保护，是在依法合理划分利益边界的基础上进行的保护。即应当首先建立合理的市场措施，如建立合理的二级市场制度，建立合理的做市商制度等，并以法律制度合理确定其中的责权利关系，定纷止争，以市场机制保护投资者、以制度保护投资者，才能从根本上最终保护投资者的利益。

删除的内容: 份

4、充分借鉴国外经验与中国实际情况相结合的原则

中国这些年金融立法有一个显著特点：新的立法或者法律、法规修正案不断出台。对于金融品种和金融行为而言，不少是别人市场上已经有的，我们才开始设立的市场，相应

的立法不断出台。这些立法都学习了别的国家的经验，如，我们的一些监管办法，都采用了新BASLE协议的基本内容。但是别的国家的办法是否适合中国国情，也要进行深入研究。仅以我国现今信用缺失为例，有些丧失信用的行为似乎还应当充分考虑其中文化、社会阶段的背景。

删除的内容：，新鲜

删除的内容：有的甚至是直接拿来主义使用的立法。但是，这些拿来主义是否经得住实践的检验，还要再过一段时间才能真正了解

删除的内容：但是，这种监管是否适合中国实际呢？

另一方面，我国一些土方法自己也会生长出来。如，SARS期间，很快出台了突发事件应急条例，这是我们土生土长的办法，适应了中国行政体制。随后不久，这个方法就被使用在《银行业监督管理法》中了，这就是金融风险的应急机制，一是出了突发事件要向国务院及银监会报告，二是要有预案。在这样一个人口多、幅员大的国家里，中央机关了解信息及处理信息，是十分重要的，这些法律制度目前看应当是成功的。又如，金融领域风险处置中的中国特色措施。金融机构风险处置，我国没有先例可循，基本做法是接管、托管、关闭等行政管理实践中摸索出来的做法上升成了法律法规，如形成了《金融机构撤销条例》，乃至到后来出现了司法中的“三中止”措施。对“三中止”，很多人有不同意见，但是如果没有“三中止”，会有多少人不能公平受偿？因此，金融立法问题是具有复杂性的，必须采取借鉴国外经验与中国本土经验相结合的方法。

此外，我们考虑，还应当注意一些立法的方法论，非上市公司立法以及任何其他立法，都应当是适合中国实际情况的立法，从而能够促进中国的社会主义市场经济发展。首先，它应当是可以解决中国的实际问题的；其次，它应当要有前瞻性，不能不学习先进的经验，创造环境、改变观念、塑造机制，这是立法中要遵循的，但是，借鉴国外经验时，还要一个个环节研究透彻，一个个问题想清楚；第三，要掌握政策也要掌握科学规律，立法要对经济规律的发展方向要有了解；第四，要公正合理，避免立法主体的利益冲动，现行立法体制要不断调整；第五，了解中国实际，了解立法内容的科学规律。具体到非上市公司制度的建设，我们考虑应当充分注意平衡这样几个要素：制度要符合中国国情、符合多层次证券市场建设的要求、合理划分权利边界、妥善保护交易当事人合法权益、市场管理和当事人自由意志相结合。

删除的内容：学就要学透彻，要学到精髓

删除的内容：，

（三）一些具体制度的思考

通过前述研究，我们认为，非上市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两百人的，无论是首发或者增发，

都是公开发行行为，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，也是非上市公众公司。

1、总体考虑

从制度设计的角度讲，非上市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。我们考虑，解决这一问题至少要从两个方面考虑：一是应当从制度上建立妥善的非公众公司股份转让机制，以保障中小股东能够通过退出机制监督非上市公众公司的经营、保护自己的利益。这是一个应当建立的基本制度，缺乏这一制度，公众股东很难从根本上制约非上市公众公司可能出现的不合理行为，很难从根本上保护公众股东的合法权益；二是应当建立适度的信息披露制度，使公众股东能够获得足够的公司经营信息，从而决定投资、股份转让等行为，并监督公众公司的经营行为。但是，同时也有必要注意，非上市公众公司毕竟不同于上市公司，不少公司之所以不能上市，与其经济实力有关，也与其股东大会的选择有关。对于那些经济实力不如上市公司的非上市公众公司，无论是设立二级市场还是制定公开披露制度，都必须考虑其经营成本，过多的披露义务或者过高的二级市场交易成本都将给公司造成沉重的负担。美国SEC曾经对增加上市公司特定披露事项进行过研究，曾有50%左右的被调查对象提出披露成本过大对公司的经营进而对社会整体的效益不利。因此，在思考建立我国的非上市公众公司制度中的二级市场制度时，似乎有必要充分考虑企业的经营成本，考虑社会整体效益，既要做到顾及公众股东的利益，也要充分考虑制度建设的合理性。而对于那些本身不想上市的非上市公众公司而言，股东大会决定不上市一般应当有它的考虑，通过我们的前述研究，这些考虑可能是公司希望保护公司的私密性，也可能是公司希望股权能够有一定的集中性，无论是私密性或者集中性，都可能是公司的经营策略。在现实生活中，经营的情况千变万化，市场主体有充分的经营自主权是市场经济的基本要求，因此，在建立非上市公众公司的上述制度之时，还应当充分考虑非上市公众公司的上述特性，不宜采取过于严格的披露

要求或者过于限制股权集中度的交易制度。

(2) 要有全面考虑、长远发展的立法意识, 前文我们谈到应当考虑促进经济稳健发展、促进市场机制发展等原则, 就是考虑到我国的非上市公众公司制度建设不是一个割裂的制度, 它是我国多层次证券市场建设的一个部分, 是完善我国直接融资渠道的一个部分, 是完善市场经济的一个部分。因此, 我们既要非上市公众公司制度的建立与完善放到市场经济全局中去, 如要考虑到非上市公众公司二级市场与其他市场的链接机制, 即转板制度; 也要对非上市公众公司制度的建立与完善做一个长远考虑, 如应妥善考虑监管的力度以及监管的未来发展, 在我国政府从管理型政府逐步向服务型政府过渡的过程中, 我们一方面要给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。未来应逐步强化政府的服务性, 淡化审批等行为的行政色彩, 对于充分发展的证券市场, 可以通过设计合理的交易制度、合理的信息披露制度等方式, 使市场逐步发展为自主发展的市场。此外, 从长远考虑, 并参考国外的做法, 也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众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众公司法律制度的完善。非上市公众公司制度是证券市场的~~一项~~基本制度, 但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。非上市公众公司的制度建设, 也可以考虑这一方式。

删除的内容: 一项

删除的内容: 位阶较低的法律规范, 如

2、细化《证券法》的规定, 建立合理、统一的非上市公众公司设立制度

如前述, 《证券法》第十条规定了公开发行的两种形式, ~~非上市公众公司的形式~~可以是: 公开发行而不具备上市条件的公司、公开发行而不愿上市的公司、退市的公众公司。从美国的经验看, 凡是涉及公众利益的公司均应向SEC登记注册; 从英国的经验看, 非上市公众公司的股份发行要制作“非上市招股说明书”并经过审批; 我国台湾地区的公开募集等制度也需要经过申请等程序, 等等。我们考虑, 非上市公众公司应当有统一的监督管理机构, 对各类非上市公众公司进行统一的许可制度, 包括审批或者备案等方式, 以使政府对非上市公司的情况有统一了解, 维护公众股东的利益。根据《证券法》第十条第一款的规定, 公开发行需经过中国证监会或者国务院授权的部门核准, 但是对于退市公司, 根据

删除的内容: 而根据我们的研究,

《证券法》第五十六条的规定，终止上市的决定应当由证券交易所作出。鉴此，对于通过公开发行方式成立的非上市公众公司由中国证监会许可，而对于退市形成的非上市公众公司的审核则应当有一个过渡条款，至少应有中国证监会备案较为妥当。

3、建立统一的场外交易市场

是否有必要建立非上市公司证券交易的统一市场？在非上市公众公司的交易方面，总体上讲，有三种类型：（1）完全以合同法为规范的协议交易，这类交易的私密性强，但对价选择范围较小，比较适宜于敌意收购、建立战略伙伴等交易关系，但是如果购买股份的股东意图通过转让股份退出市场，则协议交易不如交易的撮合交易可选择空间大、流动性大；（2）场外有形交易市场的交易，如前述的OTCBB或者兴柜市场等，这类交易的好处是交易流动性大，适宜公众股东退出市场；（3）柜台交易，理论上讲，应当还存在狭义的、以证券商为对手的柜台交易。三种形式应当是彼此补充，随着市场的发展自然生长的。但是，从前述各国的制度情况看，无论是美国、日本等比较发达国家，还是我国台湾地区或者韩国，其非上市公众公司的柜台交易市场都有有组织的、统一的证券场外市场。实际上，虽然一些国家场外市场发展过程中经历了分散的柜台交易阶段，但这种现象与信息技术尚不发达密切相关。至上世纪90年代，新技术革命展开，尤其是互联网兴起，电子信息传输高效、方便、成本不断降低，各国相继开始建立统一的场外交易市场。从现有的技术看，建立我国的统一的场外交易市场在技术上是可行的。同时，如能建立统一的场外交易市场，对非上市公众公司制度而言，起点高，有利于保护公众投资人的利益，也有利于市场的健康发展。不少文献建议将我国退市系统作为我国非上市公众公司的二级市场，似乎亦可考虑。

如何建立统一的场外交易市场？

（1）挂牌或者登录条件

从韩国、日本等国家的市场情况看，Freeboard或者绿单市场不仅仅是非上市公众公司市场，也同时是退市市场，功能多样，通常的区分企业类型，如风险企业或者退市企业条件不完全相同。但是无论何种企业，在挂牌条件方面，都要考虑公司的经营状况、股东大会等机构对股份流通的决议、公司是否为合法经营企业等等，我国台湾地区的兴柜市场还要考虑是否有券商对证券进行推荐，绿单市场还要考虑公司的经营合理性等，前者类似

做市商主导的市场，后者似乎是对企业进行实质审查，因此是各自市场要求的体现，也可以在我国建立此类市场时参考。但是，通常对存续年限、实收资本、股票发行及收益均无要求。考察各国和我国台湾地区情况，我们考虑，非上市公众公司的二级市场，主要是为公众股东交易提供场所，考虑到交易的公众性，挂牌条件至少应当规定一定的实质审查条款。我们认为，挂牌条件至少要考虑包括：（1）最近一年或者更长时间的经营情况，并提供经审计机构签发的审计报告。财务报表或合并财务报表应当良好，不含对持续经营有影响的重大疑问的事件；（2）守法状况良好；（3）公司股东大会批准交易的决议；（4）可以考虑施行推荐券商制度，如规定需经二家以上的券商推荐。其他必须提交的程序性文件还应当有申请等各种文书，也可以要求提供登记结算系统、托管系统的认可。如采用退市系统为二级市场的基础，则还要考虑《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》中规定的退市公司挂牌条件，根据该办法第十条，股份转让公司委托代办转让应具备以下条件：（一）为合法存续的股份有限公司；（二）有健全的公司组织结构；（三）登记托管的股份比例不低于可代办转让股份的50%；（四）中国证券业协会要求的其他条件。

删除的内容：粗略地考虑，

申报可继续细分不同的非上市公众公司股份性质，继续有细化的规定，如退市的和新公开发行的应当有所区别。发行公司申请获得批准后，即可向交易中心提出登录，并与网站披露公开说明书。在公司概况资料向大众披露一定期限后，可以开始报价交易。

（2）交易方式

如前述，韩国Freeboard市场交易的股票，是通过报价QIS系统进行报价交易的，是非竞价交易方式，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。我国台湾地区兴柜市场交易是自营商营业处所议价方式，由投资人直接与推荐券商议价买卖，或者以限价方式委托证券经纪商，由证券经纪商与推荐券商议价买卖。日本绿单证券的转让及报价方式区分每日公布和每周公布两种类型，每日公布的，转让商、副转让商必须在每个工作日连续提供买入报价和卖出报价；每周公布的，转让商、副转让商每周至少公布报价一次。

对于交易方式，我们考虑，如在退市系统的基础上拓宽相关的交易范围，容纳非上市证券公司的交易，则需要对目前退市系统的交易方式和交易系统的能力等给予充分考虑，是否需要有所调整，要根据技术等各方面的实际情况来进一步研究。《证券公司代办股份

转让服务业务试点办法》第三十七条规定，证券公司接受投资者委托办理股份转让业务，投资者委托指令以集合竞价方式配对成交。据此，新的交易方式设立应当考虑到现有系统的情况；但是考虑到我国台湾地区等方面的规定，此外，针对我国创业板的讨论多次涉及到我国建立做市商制度，我们考虑，做市商制度可以使交易更活跃、流动性更好、交易更透明，因此，在我国建立非上市公众公司制度也可以考虑引进做市商制度。

（3）券商制度

我国台湾地区的兴柜市场和日本的绿单市场都强调证券商的作用。我国台湾地区的兴柜市场，规定推荐发行的证券商必须具备证券承销商、证券经纪商及证券自营商的资格等条件；如果证券商进行公开承销的，则必须自行认购已发行股份总数1%以上且不低于10万股；但1%如超过50万股，则至少应自行认购50万股等，以强化券商责任。日本绿单市场中的券商也发挥着证券管理、承销及投行功能，并可以促进非上市公司的信息披露。此外，为了提高市场流动性，绿单市场券商可以通过个人交易系统参与证券买卖。而我国的《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》规定了券商代客户从事退市证券的转让，但是该办法第三十七条规定，券商不得自营代办的股份。同时，该办法第七条规定了券商的条件，证券公司申请从事代办股份转让服务业务，应当符合下列条件：（A）有20家以上营业部，并且布局合理；（B）有从事网上委托业务的资格；（C）最近2年内在证券市场没有重大违法违规行为；（D）有健全的内部控制制度和风险防范机制；（E）有相应的从事代办股份转让服务业务的设施；（F）中国证券业协会规定的其他条件。应当说券商的条件要求还是比较高的。

有鉴于二级市场的核心目的在于增强非上市公众公司的股份流动性，且我国银行间债券市场的做市商制度发展较为良好并积累了一定的经验，我们考虑，非上市公众公司的二级市场券商似乎至少可以发挥三个作用：承销、做市及咨询服务。具体的规则根据参与市场主体的情况，逐步摸索为宜。

（4）退市

从前述各国及我国台湾地区等的情况看，退市应当包括自愿退市与强制退市两种类型。如韩国freeboard的退市就包括了自愿退市和强制退市，自愿退市要求公司股东大会作出特别决议，为少数股东权益，证券商协会一般反对自愿退市；当公司出现破产或者重

大违法情形的，如公司提交的文件及附件有虚假陈述或重大遗漏、公司破产、清算、被收购、不符合挂牌要求等的，应当强制退市。退市公司的股票可以再交易10天，以便投资者有足够时间卖出该公司股票。在退市规定方面，我国台湾地区兴柜市场的规定与此类似，如规定未依规定揭露年度或半年度财务报告的、未依规定公开重大讯息且未于限期内改善的、破产、重整或者撤销的公司等，应当退市。

我国《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》也规定了退市制度，该办法第七十六条规定，出现下列情形之一的，股份转让公司或证券公司应当公告并终止股份转让：（一）股份转让公司获准上市或被收购；（二）股份转让公司或证券公司解散、依法被撤销、破产；（三）由于技术、管理上的原因，股份转让公司或证券公司不能实际履行其职责。我们考虑，对非上市公众公司有必要区分自愿退市和法定退市两种情形。对于法定退市情形，可以在上述第七十六条规定的基础上，进一步明确规定出现重大违规行为、重大经营障碍等情形的，如不披露或者违规披露信息，情节严重的情形等，应当退市，以充分保护投资人利益和市场本身的发展；同时，考虑到一部分非上市公众公司的二级市场挂牌行为，是公司的股东会决定行为，对此类公司应当允许自愿退市，但是应当明确其规定程序，并通过较为严格的程序，尽量减少对公众股东的冲击，保障公众股东的权益。

4、建立适当的信息披露制度

无论是从保护投资者、促进交易或者是完善公司治理的角度讲，信息披露在任何证券市场里都是最为重要的问题之一。从前述各国的经验可以看出，对于非上市公众公司的信息披露要求并不完全相同，似乎还没有一致的研究结论。如，有的国家提倡披露年报，有的国家则既要披露年报也要披露定期的其他报告；有的国家需要披露必须进行审计，而有的国家则不做此类要求。这些都是非上市公众公司私密性和公众性结合的表现。我国建立非上市公众公司制度，应当逐步摸索我国非上市公众公司的实际需要，建立成本与需求相匹配的信息披露制度。

（1）从非上市公众公司交易的三种类型看，统一场外交易市场一般都制定较为系统的披露制度。如韩国FreeBoard虽然没有实行公平披露原则，但是要求披露的信息必须包括：定期报告、特别报告、KSDA要求披露的信息；定期报告又包括年报和半年报，是常规经营情况的报告；特别报告适用于公司破产、主要业务暂停、增加或减少注册资本、大股

东变化、发行债券等16项重大经营变化。韩国对违反披露义务规定了比较严格的责任，如公司未按时披露定期报告、披露信息的内容发生变化、未及时披露等，将被认定为不实信息披露，将遭到公开谴责并处以暂停交易。未提交年报或者有其他不实信息披露情形的，将暂停交易。

我国台湾地区的兴柜公司也制定了较为细致的披露情形：对于财务报告，需要披露年度、半年度财务报告；对于财务预测、每月营运情形，不强制要求披露，但如公布则应依规定办理；对重大讯息，要求披露每月营业额、背书保证金额、资金贷放金额及衍生性商品交易等信息。披露时间方面，通常须张事实发生或者传播媒体报导日之后的一个营业日开始前公开；披露方式为由发行公司输入柜台中心股市观测站，发行公司还应提供信息给推荐证券商，由推荐证券商对市场公开。

日本绿单证券市场的事前风险提示制度比较充分，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、绿单证券发布信息的方式、投资绿单证券的风险及其他事项的《解释性说明》，并对客户作充分解释。协会会员必须从客户处取得特定格式的关于绿单证券交易的《书面确认函》，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。

（2）我国《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》第七章规定了退市公司交易信息披露的基本要求，第六十七条和第六十八条还规定了风险披露、信息披露不充分等的改正措施和法律责任。如果以这一退市系统为非上市公众公司的二级市场，则需要在此基础上，对信息披露制度予以完善。考虑到我国公众投资人的实际状况，我们考虑，信息披露目前以尽量细致为好，但是也不应细致到上市公司的要求程度，否则对非上市公众公司而言，成本太高，社会资源浪费严重。我们考虑，（A）每年应披露较为详细的年报，年报应经过审计；（B）遇有重大的、影响到公司经营的信息应当给与充分、及时披露，具体的重大事项可以具体细化；（C）应当要求企业公开格式化的风险提示书，提示投资风险；（D）其他的披露要求可以在实践中根据情况不断完善。同时，需要建立不披露或者不实披露、虚假披露等的法律责任，责任应当区分档次，并制定较重的惩罚措施，以尽快确立比较规范的非上市公众公司交易市场。

5、提倡非上市公众公司完善公司治理结构

从OECD的研究可以看出，非上市公众公司也存在着公司治理结构问题。在建立我国非上市公众公司制度过程中，也可以考虑通过指引等形式的文件，提倡非上市公众公司建立完善而适当的公司治理结构，充分制衡董事会、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众公司。如前述，英美等发达国家的公司治理结构中很强调对公司信息的披露，强调审计等外部机构的监督作用；当然他们的法律中民事责任等方面的规范也很完善。而印度等发展中国家，（1）在公司董事会及董事方面，倾向于合理规定董事会人数、限定董事的费用和薪酬等、设置专门委员会以分别监督公司经营管理行为、并规定了董事等的各种资格，在这一方面与上市公司的要求很接近，这与印度非上市公司在国民经济中占有重要比例有很大关系。（2）在公司管理及控制方面，印度确定了独立董事制度、首席执行官制度、首席财务官制度；董事会被要求应对公司的控制负责，必须履行设立公司的行为规范、监督信息披露与沟通、确保财务控制和报告及监管风险的评估体系正常、监督管理层等职责，以及对进行适当的平衡以减少公司、股东及管理层出现的矛盾等等。印度还积极采用了Cadbury意见及Hampel committee的研究报告，引进了内部审计、保险等各种制度，并设立标准财务报告机构等组织以监督公司的管理与控制局面，确保在管理及控制方面信息的准确性。（3）在公司股东的民主决策机制及少数股东的保护方面，注重非上市公司的民主决策及少数股东保护机制，政府也采取了一系列措施以增加公司的民主管理、公众参与机制，并据以保护中小股东的利益，如设立投资者教育与保护基金。

我们考虑，公司治理是公司内部的经营权的一个组成部分，但是在现代社会中由于公众公司涉及公众利益，并且中小股东利益经常受到损害，因此针对公司治理问题逐渐发展出一些原则，并越来越成为各国及国际组织提倡的指导性原则。目前，对上市公司已经由中国证监会等制定了《上市公司治理准则》等指导性文件；是否立即制定非上市公众公司的治理结构指引，还应当慎重考虑，以免免对企业管得过死。但是，在公司治理方面，信息披露（已经前述）和公众股东的民事诉讼则必须保障，后者在我国《公司法》第二十二条、第一百五十三条等也已经有了明确规定，无论非上市还是上市，凡公司有侵犯权益的，股东等均可以据以对董事等提出诉讼。这也是我国《公司法》的一个进步。

6、明确非上市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，但是非上市公司公众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。

我们考虑，如果二级市场以退市系统为基础，则有必要在明确政府监管权力的同时明确证券协会的自律职责范围。从目前的法律体系看，《证券法》第一百七十九条第（二）项规定：中国证监会依法对证券的发行、交易等，进行监督管理；非上市公司公众公司的发行、交易等行为属于此项范畴，可以说，《证券法》赋予了中国证监会对非上市公司公众公司的监管权限。同时，《证券法》第十章所规定的监管措施等也可以适用于非上市公司公众公司的监管。但是考虑到：（1）《证券法》只明确了公开发行的概念；（2）对于退市公司的管理目前主要由证券业协会自律管理；（3）适用于监管上市公司或者证券公司的监管措施等，有的对于非上市公司公众公司过于严苛，可以考虑补充一些针对非上市公司公众公司的监管手段，如我国台湾地区兴柜市场上违规披露信息情节严重的，可以暂停其上柜交易等。这类措施对上市公司而言可能是影响巨大的，但是对非上市公司公众公司而言影响相对而言小些，但规范效果比较好。有鉴于此，我们考虑，似乎也可以考虑建立适当位阶的规范进一步明确监管对象、监管职责、监管权限等，并可以采取试点等形式逐步推进我国非上市公司公众公司制度建立和完善。

7、多层次市场之间建立起转板机制

目前，一些国内文献已经开始研究多层次证券市场之间的衔接问题，本文也在前面提到了要将我国非上市公司公众公司的制度建设放到多层次证券市场建立的大背景下考虑，鉴此，有必要考虑建立非上市公司公众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、Morthers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。我们大概考虑，结合非上市公司公众公司的三种形态，对于符合上市条件

删除的内容: 过

而不愿上市的非上市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。

参考文献

- 1、我国《证券法》。
- 2、美国《证券法》、《证券交易法》。
- 3、英国《公司法》及单行法规。
- 4、日本《商法典》。
- 5、孔翔、吴林祥：《公众公司制度研究》，深圳交易所研究报告，深证综研字第 0139 号。
- 6、中国证监会：韩国、日本等多层次证券市场考察报告。
- 7、OECD: Corporation Governance of Non-listed Companies in Emerging Markets, 2005.
我国台湾地区关于兴柜市场等待网络文献，www.otc.org.tw。