

■ 全国股转系统2018年度委托课题研究系列之一

引入公众公司法律制度 推动新三板市场改革

□北京大学法学院副教授 洪艳蓉



为广泛凝聚各方智慧，提升新三板服务民营经济和中小微企业的能力，全国股转系统于2018年开展了对外委托课题研究。近期，中国证券报将陆续汇编刊发公众公司监管、股票指数编制、中小微企业服务等课题组的研究成果，以供市场各方共享。本文为第一篇，主要从公众公司的法律界定，分析新三板挂牌公司的监管问题并提出相关政策建议。

公众公司制度机理考察

一是从海外法域经验来看，公众公司起源于英美法系。英国最早在《1908年公司法》中提出公众公司与私人公司的区分，并规定同时满足以下三个条件的才是私人公司，否则为公众公司：限制股份的流转；除公司雇员之外的公司成员不得超过50人；禁止向公众发出股份或者债券要约。之后，英国在《1980年公司法》中改变默认公众公司为公司常态的传统，转而确认私人公司为公司的常态形式。根据最新修订的《2006年公司法》，公众公司主要指设立时载明其为公众公司的股份有限公司，更多地取决于公司的意思表示，但也因此需要遵守公众公司的相关规定。

在美国，用“报告公司”(reporting company)描述向公众融资资金且需要履行注册并承担持续信息披露义务的公司。概括而言，是否为公众公司可以从事实层面和法律层面进行衡量。事实层面标准是指股份有限公司资本额、总资产规模、股东人数等主要指标达到大型公司的要求(动态衡量)，那么从公司的社会经济意义出发，就认为其具有“公共性”，因而需要施以必要的监管。学术界将这类公众公司称为“事实公众公司”。这其实是从社会经济学的角度考察公司“公众性”的有无，一旦相关社会经济指标不符合，将不再作为公众公司进行监管。法律层面标准主要遵循两条路径考察公众公司的“公众性”，一条是公司法视角，即公司章程未对股份流转作出限制，另一条是证券法视角，即在多层次资本市场公开发行或公开转让股票。向不特定对象发行或者采用公开劝诱的方式构成公开发行，但在不同的国家/地区“公开发行”的认定标准存在差异，例如日本和韩国要求50人以上，而我国证券法第10条规定累计向特定对象发行证券超过200人。

二是公众公司具有资合性、信息公开等机理特征。

公众公司在法律属性上一般属于股份有限公司，章程不限制公司股份对外流转，隐含着公开募集资金的权利。非公众公司可以基于其人合性、社团性考虑而将股东限于有限而熟悉的个体中，从而更好地保护公司商业秘密，更有效地贯彻执行股东意志并保障业务标准一致性。但公众公司需要打破闭锁性而对外开放，用资合性取代人合性赋予公众对公司的参与权利。近现代证券法律制度为保障股份的可转让性做了大量贡献，同时公众公司的迅速发展促进了资本市场繁荣和层次多样性。

公众公司需要建立有利于解决股东与管理人之间委托—代理问题的公司治理机制。社会公众的加入，既为公司带来了充沛的发展资金，也使得公司的股东群体打破封闭性，变得开放而人数众多。然而一旦股东们将企业的生产经营权交给专业的经理人进行打理时，就出现了所谓的委托—代理问题。所以公众公司通常需要遵循一国对公司治理的基本要求，对如何保障股东合法权益，限制经营者滥权，维护公司的正常经营作出适当安排，予以公布并接受外部监督。

公众公司通常需要遵循强制信息公开要求，向公众及时披露。信息不对称是人类社会交往过程中的普遍现象，在抽象的公司权利交易和虚拟的证券市场中，这种信息不对称的状况更为严重，因此当公众公司面向公众融资或者股东拟转让股票时，都需要令潜在的投资者有效知悉被投资公司的主要状况，才能促交易，维护交易安全和市场稳定。在当代，大部分国家/地区的公司法、证券法都建立了公众公司的强制性信息披露制度，并认为这是保护公众投资者必不可少且强有力的监管举措，强制性信息披露规则极大地限制了公司保持沉默的权利，可以配合反欺诈规则给予投资者有效的保护。

当前我国经济仍处于转型升级期，如何充分发挥资本市场资源配置作用，支持实体经济发展依然是时代的议题。新三板自2013年正式运营以来，探索了公开市场标准化服务与中小微企业个性化需求相结合的有效路径，已成为资本市场服务创新型民营中小微企业融资的重要平台。截至2019年1月末，新三板挂牌公司10551家。近六年，挂牌公司通过新三板实现股票融资合计4763亿元。伴随着新三板市场高速发展，市场结构和需求发生深刻变化，挂牌公司监管实践面临制度建设法源不足、不够清晰等问题。本文以公众公司法律界定与制度机理考察为基础，分析新三板挂牌公司监管问题及成因，并对新三板相关制度改革提出参考建议。



制图/王力

公众公司制度机理与多层次资本市场建设

信息披露和治理机制保障等。当然，这种基于公司法、公司章程的界定只停留于公司内部，尚未真正地将公众公司纳入到资本市场的范畴之中。

处于中层意义上的公众公司的界定，是指向社会公众公开发行股票要约的股份有限公司。这意味着公众公司可以在自我原始积累和传统上依靠银行贷款间接融资的途径之外，开辟一条向社会公众筹集资金的新途径，而股东们也找到了除了在熟人之间有限转让股份之外，更便利和更广阔的转让所持股份的新渠道。

最狭义的公众公司的界定，是指股票在证券交易场所公开交易的股份有限公司，这里的交易，既包括了一级市场的新股发行，也包括了二级市场的股票转让，就公司类型来看，涵盖了公众性最强的上市公司，也包括了公众性次之的在多层次资本市场公开交易的股份有限公司。这种界定将证券市场

的资金融通、流动性、价格发现等功能内嵌于公众公司的筹资与股票交易活动中。

二是公众公司监管趋于倚重证券法源与资本市场建设。

在证券市场和证券法没有诞生之前，有关公司的相关事务与管理，主要通过公司法制进行统筹安排。侧重于公众公司的设立登记、有关公司股权分布、雇员人数，以及保障公众参与公司治理的合理结构安排等情况的释明、公司年度财务状况报告及外部审计等要求。总体上是揭示公众公司的一般概况，并对未纳入证券法调整的部分予以填补，构建相对完整的监管体系。基于公众公司与资本市场的密切关系，传统公司法在规范公众公司上呈现式微之态，更多的是将公众公司的界定及其持续监管交由证券法来统筹。除信息披露要求以外，证券法对建立公众公司制度并促进其与多层次资本市场的相生互动有着重大的影响。

由于面向资本市场，直接建立公司与社会公众联系的关系，证券法在调整公众公司的相关事务上变得日益重要并已占据主导地位。首先在于肯定公众公司面向社会公众募集资金或公开转让的权利。其次提供公众公司可资利用的公开发行新股、公开转让股票的合法途径，并将之与一国构建的多层次资本市场相结合，为公众通过投资不同市场股票而参与到公众公司的生产经营中。再次是在配置公开发行与公开转让股票途径，建立公众公司公开发行之后自然获得公开转让股票权利的机制基础上，赋予未公开发行的公众公司公开发行股票的权利和实现途径，保障公众公司股东的公开交易权；最后是基于公众公司股票的公开交易特性，建立一个统一的转板评价标准与快速衔接通道，实现可能条件下公众公司股票在不同市场之间顺利转板，促进资源的有效配置。

从公众公司制度机理看新三板挂牌公司监管问题

一是新三板制度建设所需的公司法法源的后劲不足。证监会对非上市公众公司进行监管的法源来自于证券法对公开发行核准的规定，但其中经过了复杂的推理论证过程，并且在证监会部门规章层面创设了“公开转让”“定向发行”等上位法没有使用的概念用语。在证券法无法提供直接法律依据的情况下，新三板市场定位在具体施行上倚重公司法中关于股份有限公司股票发行与转让的规定。

基于此，部分学者普遍认为，新三板发展更多地诉求公司法法源而不是证券法法源。因此，在新三板公开转让股票的公司，不能一样称为证券法下的“上市公司”而只能称为“挂牌公司”；在新三板公开转让股票，只能依循公司法称为“挂牌”以及“公开转让”。这种法源替代，尽管在市场发展初期曾起到一定作用，但随着市场规模扩大和参与主体需求的提高，已逐渐暴露出缺失证券法法源的重大缺陷。事实上，新三板作为组织证券集中公开交易的市场，与证券交易所法律属性上并无不同，“挂牌”与“上市”、“挂牌公司”与“上市公司”也无本质不同，由证券法进行统一规制，更符合理论

及实践的要求。

三是市场规则制度设计未能及时跟上市场需求的变化。新三板设立之初，为了加大资本市场对中小微企业的包容和支持力度，允许不经公开发行而直接挂牌、设置包容性的挂牌准入条件，并建立快速、小额、灵活的定向发行制度等，同时考虑中小微企业风险相对较高，从平稳起步考虑，设置了500万元的自然人投资者准门槛。市场发展前期，前述制度安排有力地支持了中小微企业挂牌融资，但随着市场的发展和企业需求的变化，相关制度安排与企业需求的契合度有所下降。挂牌公司作为公众公司无法进行公开发行，不仅无法满足其融资需求，更影响了市场功能和参与主体的预期，加之市场投资者数量极为有限，导致许多公司挂牌后股权分散度未有实质增加。

监管存在问题对市场改革进程产生不利影响。

一是多重因素导致挂牌公司的公众性不强。《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(简称《决定》)和证监会《非上市公众公司监督管理办法》(简称《公众公司办法》)规定，挂牌公司作

为非上市公众公司，可以进行股票的公开转让和定向发行。但挂牌公司公众性不强的特征突出，目前占比过半的公司自挂牌以来未有过股票转让或股票发行，超过70%公司的股东人数少于50名，未能实现新三板作为公开转让市场的预定目标。

二是挂牌公司的差异化监管安排不足。新三板挂牌公司高达万家，在公司股东人数、经营规模、所属行业、是否发行新股融资以及股票交易等方面千差万别，但作为非上市公众公司又需遵循法律法规及新三板的有关规定进行信息披露，接受全国中小企业股份转让系统有限责任公司(简称“全国股转公司”)的自律监管，由此引发如何有效配置有限监管资源的问题。尽管全国股转公司于2017年12月发布新的《挂牌公司分层管理办法》，并于2018年4月调整了创新层和基础层的准入条件，但总体上对挂牌公司的分类管理还不够精细，未能充分匹配挂牌公司的特点和需求。与此同时，对于新三板违法违规行为的处理，还欠缺足够法律依据。无疑，这些因素都影响了新三板作为全国性证券公开交易场所的建设和发展前景。

新三板市场改革需尽快引入公众公司法律制度安排

的关系。

一是确立新三板作为公开交易市场的明确法律地位，允许进行股票公开发行和公开交易，服务对象应主要为创新型、创业型和成长型中小微公司。

二是引入公众公司的法律概念并规定成为公众公司的条件，不限于目前的“非上市公众公司”，根据条件变化动态调整公司是否纳入公众公司监管，其类型包括法律上的公众公司和事实上的公众公司，并建立基于公众公司一定条件下(例如人数少于200人或不符合其他公众性指标)豁免监管的内容。

三是打破公开交易权只能通过公开发行途径获取，以及证券交易所只允许直接上市公开发行股票的局限，确立老股转让在法

律层面的合法地位，以及其他因私募发行、小额发行等豁免发行核准的股票公开转让的法律途径，建立更多的公开交易渠道，并使之与多层次资本市场建设相对应，继而基于股票公开交易共性建立不同市场之间符合要求的快速转板通道，帮助不同类别的公众公司成长，实现资本市场的功能。

协调挂牌公司与新三板监管资源的配置。

建议在前期经验积累基础上，适当区分大中小型公众公司，对挂牌公司实施差异化服务和监管，建立良好的激励约束机制。对于实施公开发行的挂牌公司，应当比照上市公司进行严格监管；对于股东人数较少的特定层次挂牌公司，可以豁免其一定的信息披露义务，减轻公司负担的同时节约监管资源。

如股东人数降至一定标准(例如200人)以下的，考虑其公众性不强，可以对其信息披露不做强制性要求；若公司在过去一年或半年内未发生重大的需要披露的交易性信息或非交易性信息未发生实质变化，那么可豁免其披露对应期间的定期报告，监管者只在该公司涉嫌欺诈时予以介入，将有限的监管资源用于更需要资本市场服务的中小微企业。

(本文为全国股转系统2018年度委托课题《公众公司的监管理论与制度研究》的摘要性成果，课题负责人:洪艳蓉，北京大学法学院副教授；课题组成员:孙点婧、彭雨晨、李忱、宋悦、白芸和万子芊。本文仅代表课题组观点，与全国股转系统无关。)

针对新三板挂牌公司监管存在的问题，结合境内外公众公司制度建设的相关法理及实践经验，新三板需要在上位法，包括公司法、证券法及国务院条例等方面有所突破，确立公众公司的法定地位，理顺公开发行、公开转让之间的逻辑关系，以及证券交易所、新三板等证券交易场所在我国多层次资本市场建设中的分工与合作关系。特别是，需要突破新三板市场发展初期只能倚重公司法源的局限性，通过修改证券法对公众公司制度机理和新三板作为全国性证券交易场所的地位予以法律层面的确认和规则细化，为新三板发展提供更有利的上位法支持。

协调公众公司与多层次资本市场建设