

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 13020101150343

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文
我国非上市公司信息披露制度研究

Research on the Information Disclosure System of

Unlisted Public Companies in China

张霞

指导教师姓名: 卢 炯 星 教 授

专 业 名 称: 法律硕士(法学)

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2013 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

非上市公众公司在经济活动中大量存在，却长期处于法律监管的真空地带。实践中，非上市公众公司因信息披露制度不完善导致非法证券活动层出不穷，极大破坏了场外交易市场的稳定秩序。2012年9月28日证监会颁布的《非上市公众公司监督管理办法》首次正式将非上市公众公司的监管纳入法制轨道，其后又颁布《非上市公众公司监管指引第1号——信息披露》。本文以这两个行政规范性文件为视角来展开论述，针对我国现行制度设计中的缺陷和不足，提出一些切实可行的建议。

本文共分为三个部分：第一部分对非上市公众公司的法律界定和特征、信息披露的必要性及其特殊问题做了简要概述。第二部分简要介绍非上市公众公司信息披露的立法现状及相关实践，结合《监督管理办法》和《指引第1号》指出其在监管体系、披露内容和程序方面存在的问题。第三部分提出建立多层次信息披露立法规范和多元监管模式、确立合理披露标准、完善披露内容及程序的建议措施。

本文的创新之处在于：结合最新的《监督管理办法》及《指引第1号》，对非上市公众公司信息披露制度加以评析，侧重专门研究非上市公众公司信息披露制度，对我国非上市公众公司信息披露制度的现状及问题做出全面梳理。同时，分别从宏观和微观角度提出对非上市公众公司信息披露制度的完善建议：本文将一方面从微观层面提出完善披露内容、程序的具体建议；另一方面则从宏观层面强调完善立法、确立合理标准及建立多元监管模式，从而为非上市公众公司信息披露提供充分的法律保障和制度支撑。

关键词：非上市公众公司；信息披露；监督管理办法

ABSTRACT

In economic activities, many players are unlisted public companies which had not been regulated or supervised by law for a long time in China. Incomplete information disclosure system of unlisted public companies has caused countless illegal security activities, damaging the order and stability of the over-the-counter market. *Measures for Supervision and Management of Unlisted Public Companies*, which was promulgated by China Securities Regulatory Commission on September 28 2012, is the first administrative regulation to lead unlisted public companies' activities to the rule of law. Later, China Securities Regulatory Commission enacted *Administrative Guideline I for Unlisted Public Companies: Information Disclosure*. Based on the two administrative regulations above, the thesis provides practical proposals to overcome the deficiency of information disclosure system in China.

The thesis is composed of three chapters: Chapter I presents a brief introduction to the definition and characteristics of unlisted public companies, the necessity and several specific problems of information disclosure. With the help of *Measures for Supervision and Management of Unlisted Public Companies* and *Administrative Guideline I for Unlisted Public Companies: Information Disclosure*, Chapter II works out the problems existing in the supervision system, disclosure content and procedure of unlisted public companies in China. Chapter III proposes measures to deal with the problems above. Those measures include the establishment of multi-tier legislation, diverse supervision system and reasonable standard disclosure system and improvement of content and procedure of information disclosure.

Innovations of the thesis are as follows. First, the thesis evaluates the current information disclosure system in China based on *Measures for Supervision and Management of Unlisted Public Companies* and *Administrative*

Guideline I for Unlisted Public Companies: Information Disclosure, which is an attempt to present an in-depth analysis on information disclosure system to let the readers fully understand the situation and problems of the information disclosure system of unlisted public companies. Second, advices on improvement of information disclosure system of unlisted public company are given from both macro and micro perspectives. The thesis provides specific suggestions of improving the content and procedure of information disclosure system. Aside from that, it puts emphasis on legislation, establishment of reasonable standard of information disclosure system and diverse supervision system, providing unlisted public companies with a sound legal foundation and institutional support.

Key Words: Unlisted Public Company; Information Disclosure; *Measures for Supervision and Management*

目 录

前 言.....	1
第一章 非上市公众公司信息披露制度概述.....	2
第一节 非上市公众公司概况.....	2
一、非上市公众公司的概念探讨.....	2
二、非上市公众公司的特征.....	6
第二节 非上市公众公司信息披露制度概述.....	8
一、英美非上市公众公司信息披露概述.....	8
二、非上市公众公司信息披露的必要性分析.....	12
三、非上市公众公司信息披露的特殊性分析.....	15
第二章 我国非上市公众公司信息披露制度的现状及问题.....	20
第一节 我国非上市公众公司信息披露的现状.....	20
一、我国非上市公众公司信息披露的立法现状.....	20
二、我国非上市公众公司信息披露制度的相关实践.....	25
第二节 我国非上市公众公司信息披露制度存在的问题.....	27
一、非上市公众公司的信息披露监管体系尚未形成.....	27
二、信息披露的标准有待完善.....	28
三、信息披露的内容不充分.....	30
四、信息披露程序不完善.....	31
第三章 我国非上市公众公司信息披露制度的完善.....	34
第一节 建立非上市公众公司信息披露的完整监管体系.....	34
一、确立多层次的信息披露立法规范.....	34
二、探索非上市公众公司信息披露的多元监管模式.....	36
第二节 确立我国非上市公众公司信息披露的合理标准.....	38

一、确立投资者决策重大性标准.....	38
二、完善非上市公司内部的差别标准.....	38
第三节 完善非上市公司信息披露的内容	41
一、完善临时报告制度.....	41
二、增加预测性信息披露.....	42
第四节 完善非上市公司信息披露的程序	43
一、建立双向信息披露体系.....	43
二、建立暂停与终止披露程序.....	44
三、建立统一的信息披露平台.....	45
结 语.....	48
参考文献	49

厦门大学博硕士学位论文摘要

CONTENTS

Preface.....	1
Chapter 1 Information Disclosure System of Unlisted Public Companies Overview	2
Subchapter 1 Unlisted Public Companies Overview	2
Section 1 Definition of Unlisted Public Companies	2
Section 2 Characteristics of Unlisted Public Companies	6
Subchapter 2 Information Disclosure System of Unlisted Public Company Overview.....	8
Section 1 Information Disclosure System of Unlisted Public Company in United Kingdom and America Overview	8
Section 2 The Necessity of Information Disclosure of Unlisted Public Companies.....	12
Section 3 The Specificity of Information Disclosure of Unlisted Public Companies.....	15
Chapter 2 The Current Situation and Existing Problems of Unlisted Public Companies' Information Disclosure	20
Subchapter 1 The Current Situation of Unlisted Public Companies' Information Disclosure System in China	20
Section 1 The Current Situation of Legislation for Unlisted Public Companies' Information Disclosure System in China.....	20
Section 2 The Practice in Information Disclosure of Unlisted Public Companies in China.....	25
Subchapter 2 Existing Problems of Unlisted Public Companies' Information Disclosure System in China	27

Section 1	Supervision System for Unlisted Public Companies' Information Disclosure Unestablished.....	27
Section 2	The Standard of Information Disclosure To Be Advised	28
Section 3	Insufficiency of the Content of Information Disclosure	30
Section 3	Insufficiency of the Content of Information Disclosure	31
Chapter 3	The Consummate Ways of Information Disclosure System of Unlisted Public Company in China	34
Subchapter 1	Establishing Integrated Supervision System for Unlisted Public Companies' Information Disclosure.....	34
Section 1	Establishing Integrated Supervision System for Unlisted Public Companies' Information Disclosure	34
Section 2	Exploring Diversified Supervision System of Information Disclosure	36
Subchapter 2	Establishing Reasonable Standard for Information Disclosure .	38
Section 1	Establishing Significance Standard of Affecting Investors' Decision	38
Section 2	Consummating Different Internal Standards in Unlisted Public Companies.....	38
Subchapter 3	Enriching the Content of Information Disclosure.....	41
Section 1	Enriching the Specific Content of Information Disclosure.....	41
Section 2	Added Provisions of Predictability Information Disclosure	42
Subchapter 4	Consummating the Procedure of Information Disclosure	43
Section 1	Establishing Bidirectional System for Information Disclosure	43
Section 2	Establishing Suspending and Terminator Disclosure System	44
Section 3	Establishing the Integrated Platform for Information Disclosure.....	45
Conclusion	48
Bibliography	49

前 言

我国《公司法》上并无公众公司与封闭公司的分类，实践中却大量存在着具有社会公众性的股份有限公司。由于在沪深交易所上市的准入门槛较高，绝大多数公司都未能在场内交易所挂牌交易。随着建立多层次资本市场的需求日益增加，赋予非上市公众公司合法地位并将其纳入法律监管体系实属必要。这不仅能够解决广大非上市公众公司融资难、股票流通不自由的问题，而且有利于增强市场的活跃性，促进我国场外交易市场的繁荣。

相对于上市公司而言，我国非上市公众公司的监管体系尚未建成。目前我国《公司法》和《证券法》尚未明确非上市公众公司的地位，且该公司始终缺乏统一的股票交易市场，其在信息披露、公司治理及股权交易等方面始终缺乏有效的监管。2012年9月28日中国证监会颁布的《非上市公众公司监督管理办法》，专门以非上市公众公司为研究对象，对于非上市公众公司的有效监管具有开创性意义。然而，非上市公众公司涉及的问题长期存在且非常复杂，在强制信息披露方面起步晚、水平较低，《监督管理办法》中亦有诸多不足，因此，要完善非上市公众公司的监管体系，尤其是信息披露制度，仍有一段漫长的艰辛历程。

本文将专门以非上市公众公司的信息披露为对象，从评析《非上市公众公司监督管理办法》的法学视角进行研究，将具有较强的理论研究和实践指导意义。非上市公众公司信息披露制度的完善，有利于规范非上市公众公司股票转让和发行行为，打击非法证券活动，保护投资者合法权益，维护场外交易市场的稳定，推动我国多层次资本市场的建立和完善。

第一章 非上市公众公司信息披露制度概述

本章作为全文的基础章节，将对非上市公众公司的概念和特征、我国非上市公众公司信息披露的必要性及特殊性加以介绍，为后续章节的探讨奠定基础作用。

第一节 非上市公众公司概述

一、非上市公众公司的概念探讨

非上市公众公司，是相对于上市公司而言的法律概念，并非我国《公司法》立法意义上的一种新公司组织形式。在构建多层次资本市场的大背景下，非上市公众公司的概念实质上是证券监督管理机构为适应修订后的《公司法》和《证券法》而提出的。而对于其具体含义，则需要进一步探讨。^①本文认为，我国非上市公众公司是指向特定对象公开发行以及向特定或不特定对象依法转让股票，且其股票不在证券交易所上市交易的股份有限公司。

（一）与相关概念的比较

要对非上市公众公司的内涵做出准确的理解，必须厘清其与几个相关概念之间的关系。

1. 非上市公众公司与上市公司

相同点在于，二者都具有一定的公众属性，公司的经营管理状况、信息披露是否充分、股票价格的波动等都将关系到较大投资者群体的利益，因此二者都应履行合法经营、信息披露等强制义务，并接受证券监督管理部门的监管。不同之处在于：（1）交易场所不同。这是二者最大的区别。上市公司经审核后依法在

^① 有学者认为，非上市公众公司可被定义为：股份仅在场外市场公开交易、可被公众投资者持有的公司。参见李建伟.非上市公众公司信息披露制度研究[J].公司法律评论,2010(00):160.还有学者认为，非上市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众公司，其核心制度是公众公司的注册或者审核制度。参见刘焯,徐明,上海证券交易所等.非上市公众公司法律制度研究[N].上海证券报,2008-04-12(12).

证券交易所挂牌上市，而非上市公司不具有在沪深交易所上市的资格，只能在场外交易市场进行交易；（2）设立标准、规模大小、公司治理能力不同。相对于上市公司在法定最低注册资本、股东人数、盈利要求等方面的高标准来说，非上市公司具有设立标准较低、经营规模小、公司治理能力较差的特点；（3）监管主体及力度不同。我国上市公司受到证监会的严格监管，而非上市公司在一段较长时间内都处于无人监管的状态，其中少数也只是接受中国证券业协会的自律监管，并无中国证监会的介入，监管力度较为宽松。尽管如此，随着非上市公司在数量、规模上的发展壮大及实践中问题频发，亟需中国证监会的行政监管介入，通过建立行政监管与行业自律监管相结合的双规模式，规范该类公司的股票发行和转让行为。

2. 非上市公司与非上市股份公司

现行《公司法》对公司采取的是有限责任公司与股份有限公司的二分法，并未作出公众公司与封闭公司之划分。我国非上市公司产生于上世纪 80 年代末 90 年代初的股份试点，^①但一直缺乏权威的概念界定，导致实践中不少人将二者等同视之的乱象。非上市股份有限公司，是指股票未在证券交易所上市的股份有限公司。非上市股份有限公司分为非上市公司和非上市非公众的股份有限公司（股东人数未超过 200 人的）。^②因此，非上市公司属于非上市股份公司的一部分，其内涵和外延均小于非上市股份公司。非上市公司实行股份制，其在本公司设立的注册资本、股东人数等条件都必须符合股份有限公司的相关规定，在本质上是作为股份有限公司中的一种而存在的。不过，非上市公司相对于一般的非上市股份公司而言，还具有“公众性”的特殊属性，即向特定对象发行或转让股票导致股东人数累计超过一定数量或者以公开方式向社会公众公开转让公司股票。

3. 非上市公司与有限责任公司

二者的相同之处在于设立标准低、规模小、公司治理能力差、交易效率较低。区别在于：（1）公司制类型不同。非上市公司属股份有限公司的一部分，

^① 赵怀亮.论我国非上市公司监管制度(硕士学位论文)[D].北京:中国政法大学,2008.6.

^② 卫鑫.论非上市公司股票发行与交易的监管(硕士学位论文)[D].北京:中国政法大学,2007.7.

公司治理实行股份制，而有限责任公司实行有限责任制；（2）交易模式不同。非上市公司可以向特定对象发行股票且股票可以在场外交易市场进行交易流通，有限责任公司则无法进行标准化的证券交易，不能在场外交易市场挂牌交易；（3）是否具有公众属性不同。非上市公司具有一定的社会公众性，因此必须履行法定的信息披露义务并接受行政监管或者行业协会的自律监管。有限责任公司则不具有公众属性，其投资额转让较为自由，股东以公司的所有资产对公司的盈亏承担有限责任，并不与广大社会公众投资者的利益盈亏息息相关。

（二）国外对公众公司的定义

纵观国外立法例，各国、各地区对公众公司的定义不尽相同。美国 2005 年《标准商事公司法》将公众公司定义为：股份在证券交易所交易，或者在一个由全国证券业协会成员组织的市场中经常性交易的公司。^①2006 年英国《公司法》第 4 条第 2 款对公众公司的解读是：“‘公众公司’指股份有限或保证有限、具有股本的下列公司——（a）其设立证明载明其是公众公司，并且（b）在相关日期或之后，与其相关的本法或旧公司法关于登记或再登记为公众公司的要求，已经得以遵守。”^②日本《金融商品交易法》则规定，纳入日本金融厅监管的非上市公司主要包括如下三类：（1）以非公开方式向 50 名以上一般投资者劝诱而发行股票，且发行股票总价值 1 亿日元以上的；（2）向 50 名以上的一般投资者劝诱而转让股票，且转让股票总价值在 1 亿日元以上的；（3）既没有股票发行或转让行为，也不在证券交易所上市，但最近 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。其中前两类是根据公司行为来界定，第三类则根据主体特征界定。^③从上述立法不难看出，虽然各国从不同角度对公众公司予以界定，但基本都强调两个方面：一是可以公开募集股份，二是股份可以公开交易。足见公众公司的核心在于其“公众性”，具体表现为公司股份能够被不特定的社会公众所持有的可能。

我国并没有公众公司与封闭公司的公司分类，我国《公司法》也未对公众公司加以规定。我国有关公司公众性的立法主要体现在《证券法》对“公开发行”

^① W. HEMETSBERGER, H. SCHOPPMANN, D. SCHWANDER & C. WENGLER, *European Banking and Financial Services Law* (2)[M]. Amsterdam: Kluwer Law, 2006. 53.

^② [英]英国 2006 年公司法[M].葛伟军译,北京:法律出版社,2008.3.

^③ 胡经生.日本非上市公司监管经验与借鉴[J].证券市场导报,2011,(7):5.

之规定。^①在本质上，公众公司是指具有公众性的公司，即公司股份可以被公众投资者所持有。从技术上看，现代公司法对公众公司的界定无外乎两个角度：可以公开募集股份；股份可以公开交易。^②本文认为，之所以要引进“非上市公司”这个我国现行基本法上并不存在的概念，是为了突出强调该类公司的特有属性——社会公众性。正如有学者所言，非上市公司是上市公司与一般股份公司间的临界概念。它不符合公司上市标准，但其股份却可在公开交易市场发行和流通。它具有公众公司的共性，同时又有上市公司的影子。^③因此，依据公司是否具有公众性对公司作出分类，具有一定的理论和现实必要性。

（三）我国对非上市公司公众公司的界定

我国“非上市公司”这一概念，最早见于2006年国务院办公厅《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》（以下简称《通知》）中，该规定将其定义为“公开发行人股票但不在证券交易所上市的股份有限公司”。2008年3月24日中央机构编制委员会办公室同意证监会设立非上市公司监管部，^④同年，中央机构编制委员会正式批准“非上市公司股权交易市场”落户天津滨海新区。2012年9月中国证监会正式发布的《非上市公司监督管理办法》（以下简称《监督管理办法》）将非上市公司界定为：“有下列情形之一的且其股票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）股票以公开方式向社会公众公开转让。”^⑤

无论是《通知》还是《监督管理办法》，对于非上市公司的定义都是从两个方面出发：一是“非上市”，即未在沪深证券交易所挂牌上市交易；二是公众性，即股票的公开发行。值得注意的是，《监督管理办法》对非上市公司的界定有两大突破：第一，首次明确提出该类公司可以向社会公众公开转让股票。

^① 2005年修订后的《证券法》第10条第2款规定：“有下列情形之一的，为公开发行：（一）向不特定对象发行证券的；（二）向特定对象发行证券累计超过二百人的；（三）法律、行政法规规定的其他发行行为。其中非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”

^② 李建伟.非上市公司信息披露制度研究[J].公司法律评论,2010(00):159.

^③ 关璐.非上市公司信息披露制度剖析(硕士学位论文)[D].长春:吉林大学,2010.3.

^④ 工作职能为：(1)拟定股份有限公司公开发行不上市股票的规则、实施细则；(2)审核股份有限公司公开发行不上市股票的申报材料并监管其发行活动；(3)核准以公开募集方式设立股份有限公司的申请；(4)拟定公开发行不上市股份有限公司的信息披露规则、实施细则并对信息披露情况进行监管；(5)负责非法发行证券和非法证券经营活动的认定、查处及相关组织协调工作等。

^⑤ 参见《监督管理办法》第2条。

在很长一段时期内,非上市公司股票交易缺乏合法的交易场所,且被作为非法交易遭到清理整顿,大大阻碍了该类公司股权的自由流通。《监督管理办法》规定因股份转让而成为非上市公司的情形,包括向特定对象转让导致股东累计超过 200 人和以公开方式向不特定对象公开转让股票,这无疑在立法层面对非上市公司股权交易的合法化予以确认,扭转了长期以来国家对非上市公司股权交易加以遏制的错误做法。第二,扩大了非上市公司的范围。根据《通知》,成为非上市公司有两种方式,一种是主动的方式,公司出于融资的目的向累计超过 200 人的特定对象发行股票;另一种是被动的方式,如股份转让、赠与、司法裁决等原因导致股东人数过 200 人的情形(退市公司也属于被动成为非上市公司的情形)。^①该定义仅包含向定向转让导致股东人数累计超过 200 人的情形,并未包括以公开方式向社会公众公开转让股票之情形,而《监督管理办法》则对此作出了规定,仅将向不特定对象公开发行股票(即公司在深沪交易所上市)的情形排除在外,大大扩展了非上市公司的范围,为我国非上市公司的持续发展提供了充分的法律依据。

二、非上市公司公司的特征

非上市公司作为股份有限公司的一种特殊形式,具有其独特的属性和特征。

(一) 公司规模小, 治理能力不足

很长一段时期内,我国的非上市公司主要包括以下三类:(1)从证券交易所退市的公司;(2)在代办股份转让系统挂牌的原 STAQ、NET 系统的公司;(3)在代办股份转让系统报价的中关村科技园区公司。^②退市公司或因业绩不佳或因信息披露严重违规等原因而被交易所强制摘牌退入代办股份转让系统挂牌,对于此类公司的原股份持有者和潜在投资者来说都存在着较大风险。原 STAQ、NET 系统的公司一般规模也不大,许多公司股权结构不明晰,公司治理能力不强。虽然中关村科技园试点企业多处于高成长期、业绩良好,但是这些公司大多主营业务单一、科技研发具有不确定性,投资该类企业也具有较高风险,

^① 杨喆.论非上市公司股票发行监管目标及其实现(硕士学位论文)[D].北京:中国政法大学,2008.7.

^② 姚晋升.非上市公司信息披露制度研究(硕士学位论文)[D].北京:中国政法大学,2009.8.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库