

京威股份退市风波分析

——上市公司股权分布要求与非上市
公众公司监管

彭 冰*

摘要:京威股份因其副总买入 6300 股本公司股票而陷入退市危机,提醒了人们关注现行法中对于上市公司股权分布的要求。仔细检讨可以发现,仅规定社会公众持股最低比例并不足以保证上市公司的股权适度分散,还应该规定最低持股人数。《证券法》通过对公开发行的界定规定了 200 人的股东人数要求,以此为依据,中国证监会创设了非上市公众公司的概念。但非上市公司的概念中应当包括退市公司,而不应包括股份公开转让的公司。对非上市公众公司的监管应当考虑到对证券欺诈法律责任的适用问题。

关键词:上市条件 退市条件 股权分布 非上市公众公司

2012 年 4 月,刚刚上市的京威股份因为其副总买入 6300 股本公司股票而陷入退市危机,通过持有本公司股票的某监事辞职,危机才得以化解。京

* 北京大学法学院教授,法学博士。

威股份虽“有惊无险”，但提醒了人们关注上市公司的股权分布状况，进而检讨现行法中对于股权分布的要求是否合适。

现行《证券法》在上市条件中只规定了公司公开发行股份的最低比例，对于股权分布并未规定具体条件（《证券法》第 50 条）。虽然在其后列出了“股权分布发生变化不再具备上市条件”作为暂停上市和终止上市的理由（《证券法》第 55 和 56 条）——这迫使两个证券交易所不得不先通过补充规定，后通过修改《上市规则》，明确界定“股权分布发生变化不具备上市条件”是指社会公众持有的股份在一定期限内不满足最低比例要求（分别见《上海证券交易所上市规则》（2008 年）和《深圳证券交易所上市规则》（2008 年）第 18.1 条）；但仔细检讨可以发现，对社会公众持股最低比例的要求并不足以保证上市公司的股权适度分散，还应该规定最低持股人数。

《证券法》通过对公开发行的界定规定了 200 人的股东人数要求，成为创业板上市公司最低持股人数的标准。以此为基础，中国证监会创设了非上市公众公司的概念，并提出了监管要求。但如何界定非上市公众公司、如何设置相关的监管制度，都是值得进一步讨论的问题。

本文第一部分检讨和分析京威股份退市风波的来龙去脉；第二部分讨论现行法中对于上市公司股权分布要求的不足；第三部分检讨中国证监会发布的《非上市公众公司监督管理办法》，提出一些建议；最后是一个简短的结论。

一、京威股份退市风波

（一）京威股份退市风波的来龙去脉

京威股份（正式名称为北京威卡威汽车零部件股份有限公司）是 2007 年 12 月 5 日由原有限责任公司整体变更设立的股份有限公司，发起人为中环股份和德国埃贝斯乐公司，双方各持有 50% 的股份。2010 年，德国埃贝斯乐公司将其持有的 675 万股股份（占公司总股本的 3%）转让给上海华德，后者的董事长是周剑军（为上海华德唯一股东）。因此，在京威股份公开发行前，公司总股本 22,500 万股，其中中

环投资持有 11,250 万股,占 50%;德国埃贝斯乐持有 10,575 万股,占 47%;上海华德持有 675 万股,占 3%。^①

2012 年 3 月 2 日,京威股份首次公开发行 7500 股人民币普通股,其中网下配售 1500 万股,网上定价发行 6000 万股,发行价格为 20 元,募集资金 15 亿元。

发行后,公司的股本结构变化如表 1 所示:^②

表 1

股份类别	发行前		发行后	
	股份(万股)	占总股本比例	股份(万股)	占总股本比例
发起人股	21,825	97%	21,825	72.75%
非发起人法人股	675	3%	675	2.25%
社会公众股			7500	25%
总股本	22,500	100%	30,000	100%

2012 年 3 月 9 日,京威股份在深圳证券交易所上市交易。

5 月 3 日,京威股份发布公告称:公司监事会于 2012 年 5 月 2 日收到公司监事会主席周剑军的书面辞职报告。因辞职导致公司监事会人数低于法定人数,监事职务履行至新监事选举产生之日。

5 月 4 日,京威股份发布《股权分布连续 10 个交易日不符合上市条件风险提示公告》称:2012 年 4 月 18 日,公司主管销售的副总经理王立华从二级市场买入本公司股票 6300 股,占公司股份总数的 0.002%。依据《深圳证券交易所股票上市规则》第 18.1 条第 10 项的规定,上市公司高级管理人员所持公司股份不计入社会公众股,因此,至 2012 年 5 月 4 日,公司社会公众股已经连续 10 个交易日低于公司股份总数的 25%,至 5 月 18 日,公司如果未解决该问题,将因股权分布发生变化导致连续 20 个交易日不具备上市条件,深圳证券交易所将于 2012 年 5 月 21 日对公司股票实施停牌。

5 月 11 日,京威股份发布董事会公告,称公司监事会主席和监事周

① 参见京威股份《首次公开发行股票招股说明书摘要》。

② 表格中的非发起人法人股即上海华德持有的股份。以下关于京威股份退市风波的信息均来自该公司发布的各种公告,不再一一具体标明。

剑军先生已经辞职,经过协商,由中环投资提名监事候选人,现正在筛选。一旦收到候选人信息,就召开临时股东大会,选举新监事。周剑军停止履行监事职务后,其通过上海华德持有的本公司股票就成为社会公众股,本公司股权分布问题可望得到解决。

5月14日,京威股份发出召开临时股东大会的通知,宣布拟于5月30日召开临时股东大会,主要议题包括:(1)修改公司章程;(2)选举新监事。

5月19日,京威股份发布《关于解决股权分布问题的重大进展公告》,称5月18日,公司收到第一大股东和第二大股东提交的股东承诺函,承诺参加公司拟召开的临时股东大会,并对审议新监事的议案投赞成票。这两大股东持股占公司总股本的72.7%。因此,本公司认为:(1)周剑军辞去监事职务的不确定性已经完全消除;(2)其辞职后,社会公众持有的本公司股份将达到27.248%,公司股权分布不符合上市条件的情形将确定消除。

5月31日,京威股份发布《临时股东大会决议公告》,称临时股东大会于5月30日举行,会议通过了补选陈双印先生为公司监事的议案。周剑军不再担任公司监事。至此,京威股份的退市风险彻底消除。

(二)京威股份退市风波引起的争议

5月4日,京威股份的《风险提示公示》一出,市场哗然。公司副总仅仅买入本公司6300股股票,投入资金不过11.97万元,却导致公司面临退市风险,影响了公司3亿元总股本的命运,媒体戏称:“杠杆倍数”高达4.8万倍。^③更有论者呼吁:上市公司高管一定要懂点证券法规。^④

无论王立华买入本公司股票在主观上是否存在过错,给公司造成了困扰却是显然的。像其他多数IPO公司一样,京威股份按照法律的最低要求公开发行了25%的股份。副总王立华在二级市场买入本公司的股份,本来并不改变该股份已经公开发行的性质,但由于《上市规则》中将社会公众持股25%作为上市公司股权分布的要求,同时又规定公司高

^③ 夏寅:“京威股份停牌之险:4.8万倍杠杆的买股闹剧”,载《21世纪经济报道》2012年5月8日版。

^④ 范彪:“这年头上市公司高管一定要懂点证券法规”,载《证券时报》2012年5月8日版。

管持有的本公司股份不计入社会公众股,因此导致京威股份股权分布不符合要求,面临股票被停牌甚至退市的风险。

问题的解决却并不像想象中的那么容易。首先,公司增发新的社会公众股并不现实。上市公司发行新股需要经过中国证监会的核准,必须满足一定的条件。京威股份3月刚刚完成首次公开发行,很难要求证监会再次核准其发行新股。^⑤

其次,现有法律并不允许王立华立刻卖出股份。虽然很多论者认为《证券法》第47条规定的短线交易归入权,并非禁止高管在6个月内买卖本公司股票,只是要求公司收缴高管该等交易的收益,因此,王立华只要卖出股票,将获益(如有)交给公司即可。^⑥但《公司法》第142条第2款确实明确规定高管在“任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五”。换句话说,依此规定,王立华最多只能卖出1575股股票(还需要将收益上缴公司),仍然不能解决京威股份面临的社会公众持股不足的问题。

至于其他非社会公众股东,也受限于法律规定和各自的承诺,不能卖出自己持有的股份。依《公司法》第142条第1款的规定,公开发行前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。持有京威股份公开发行前已发行股份的三个股东分别为中环股份、德国埃贝斯乐公司和上海华德,都因此不得卖出持有的股份。^⑦

因此,唯一的解决办法其实只有改变持股人的身份。京威股份现有的非社会公众股东只有四个人,除了上述持有非公开发行股份的三个股东外,另有新增加的高管王立华。最直接的办法本来是改变王立华的高管身份,但可能因为王作为销售总监对公司发展更为重要,并且其购买股份的过错也“罪不当诛”,京威股份另辟蹊径,以上海华德的唯一股东

^⑤ 实践中常用的解决方法还有公司增资扩股使得公司股本扩大到4亿股,以降低社会公众持股要求到10%。但这需要公司资本公积足以转增股本。京威股份刚刚募集完资金,就转增股本,显然并不合适。

^⑥ 詹钰叶:“京威股份称将化解危机 律师认为增持股份可直接出售”,载《深圳商报》2012年5月8日版。

^⑦ 按照京威股份《上市公告书》的披露,这三个股东实际上都书面承诺在上市后36个月内不转让股份。因此,公司也不能采用定向回购某大股东部分股份并注销的方法提升社会公众持股比例。

周剑军辞去监事职务来解决退市风险。

以周剑军辞职来解决股权分布问题出乎很多人的意料,其实揭示了立法上关于股权分布要求的一个概念转换。《证券法》第 50 条对于上市条件只规定了“公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上”,这只是对公开发行比例的最低要求,并不涉及公司的股权分布。而《证券法》第 55 条和第 56 条在规定暂停上市和终止上市条件时所说的“股权分布发生变化不再具备上市条件”也因此缺乏依据。为弥补这一不足,《上市规则》只能明确规定“股权分布发生变化不具备上市条件”是指“社会公众持有的股份连续二十个交易日低于公司股份总数的 25%”,将《证券法》对公开发行股份比例的要求转换为了对社会公众持股比例的要求。这一概念偷换有重要的意义,后面还会再详细解释。

周剑军持有的是非公开发行股份,无论其身份如何变化,也无论该股份如何转让,都不改变其股份非公开发行的性质。但按照《上市规则》,股权分布是否具备上市条件的要求中对于是否公开发行并无要求,只看持股人的身份是否为社会公众。只要周剑军正式辞去公司监事职务,其身份即转化为社会公众,即使其持有的仍然是非公开发行股份。周剑军通过上海华德持有京威股份 675 万股股票,在其身份转化为社会公众后,社会公众持有的京威股份股权比例将上升到 27.248%,因此满足了股权分布要求。

这一李代桃僵的手法为很多论者所批评,更有人认为,即使辞职,周剑军仍然为上市公司的关联人,因此并不能满足股权分布要求。^⑧ 这涉及对《上市规则》第 18.1 条第 10 项的解释问题,值得详加分析。《上市规则》第 18.1 条第 10 项规定:“股权分布发生变化不具备上市条件:指社会公众持有的股份连续二十个交易日低于公司股份总数的 25%……上述社会公众是指除了以下股东之外的上市公司其他股东:

1. 持有上市公司 10% 以上股份的股东及其一致行动人;
2. 上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。”

这些论者认为其中的“上市公司董事、监事、高级管理人员及其关联

^⑧ 熊锦秋:“京威股份监事会主席辞职糊弄公众”,载《上海证券报》2012 年 5 月 16 日版。

人”中的“关联人”是指“上市公司的关联人”，而按照《上市规则》第10.1.6条的规定，在过去12个月内，曾经担任上市公司董事、监事及高级管理人员的人也“视同为上市公司的关联人”。周剑军现在为京威股份的监事，即使辞职，在未来12个月内仍然视同为上市公司的关联人。因此，被排除在第18.1条规定的社会公众之外。^⑨

这一理解是错误的。

首先，仅从字面来看，汉语中的代词一般代表的是位置最近的那个主体，因此，“上市公司董事、监事、高级管理人员及其关联人”中的“其”应当指代的是“董事、监事、高级管理人员”，而非“上市公司”。

其次，如果说汉语语法存在一定的模糊之处，那么根据《上市规则》的相关规定也可以分析出，第18.1条所界定的“非社会公众股东”不当包括上市公司的关联人。按照《上市规则》第10.1.3条和第10.1.5条的规定，直接或者间接持有上市公司5%以上股份的人都是上市公司的关联人，而第18.1条又明确规定了“持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人”不是社会公众。持有5%以上股份股东的范围显然要大于持有10%以上股份的股东。如果第18.1条意图包括上市公司关联人，那它对于10%以上股东的规定就是多余的。显然立法者不应当如此愚蠢。

由于这种对法条逻辑的分析与上文对于规则字面的解释相互印证，我们可以比较有把握地说：《上市规则》第18.1条中所规定的“上市公司董事、监事、高级管理人员及其关联人”中的“关联人”是指“上市公司董事、监事、高级管理人员的关联人”，而不是“上市公司的关联人”。

显然，深圳证券交易所支持后面这种理解。5月16日，在深圳证券交易所的要求下，京威股份发布《关于媒体报道的澄清公告》，强调周建军辞职后，其通过上海华德持有的本公司股份将被认定为社会公众持股，同时申明在周剑军辞职12个月内，仍为公司的关联方。5月21日，在京威股份股权分布不符合上市条件达20个交易日后，深圳证券交易所没有宣布京威股份停牌，这显然说明交易所对京威股份提出的消除股权分布不符合上市条件的解决方案很满意。

^⑨ 熊锦秋：“京威股份监事会主席辞职糊弄公众”，载《上海证券报》2012年5月16日版。

二、上市公司的股权分布要求

(一) 上市公司的股权分布要求

各国证券交易所一般都对上市公司的股权分散有所要求。这主要是基于交易量的考虑:如果一家公司的股东人数较少或者用于交易的股份数量较少,则该公司股票的交易市场可能不够活跃。股东人数少,每天愿意卖出股票的人就不会很多,即使有人求购本公司的股票,也会找不到卖家;可交易的股份数量少,则即使有很多起交易,但交易规模都比较小,该股票也很难形成有深度的交易市场。这就很难达成为股票提供交易市场的初衷——提供流动性。衡量流动性的指标主要是交易价格和交易量。投资者能够迅速以市场价格完成大额交易,才能体现市场的流动性。从这点来看,交易量是流动性的直接表现,股东人数和流通股数量是交易量的间接保证——因为只有足够多的可交易人群和足够多的可交易股份数量,才能保证每天交易发生的规模水平。

因此,各国证券交易所在公司上市条件中都往往对股权分散状况有明确的要求,多从股东人数、交易量和公众持股比例等方面进行规定。^⑩

例如,根据美国纽约股票交易所发布的《上市公司指南》,美国公司寻求 IPO 上市的,持有公司股份 100 股以上的股东人数不少于 400 人,同时公众股东^⑪持股数不少于 110 万股。如果是通过转板或者介绍上市的公司(Companies listing in connection with a transfer or quotation),则要求:(1) 股东总数不少于 2200 名,同时过往 6 个月的月均交易量不低于 10 万股;或者(2) 股东总数不少于 500 名,同时过往 12 个月的月均交易量不低于 100 万股。同时,无论是上述(1)还是(2),都必须同时满足公

^⑩ 以下各国资料由北大法学院的研究生周醇、王雨、毕雪、吴颖妮、张昊、尤佳等同学帮助收集和整理,特此表示感谢。

^⑪ 纽交所对公众持股的界定与中国大体相同,即公司董事、高管、其直系亲属所持有的股份,以及集中持有超过公司股份总额 10% 以上的股份都不计为公众持股。

众股东持股数最少 110 万股的要求。^⑫

日本东京证券交易所将市场区分为市场一部和市场二部,东交所的《有价证券上市规程》对申请上市企业的股权分布作出了如下要求(见表 2):

表 2

	市场二部	市场一部
股东人数	全世界 800 人以上	全世界 2200 人以上
流通股	若公司仅在一地上市,须符合下列 a 至 c 项: a. 流通股数:4000 交易单位以上; b. 流通股市价总值:10 亿日元以上; c. 流通股比例:30% 以上	若公司仅在一地上市,须符合下列 a 至 c 项: a. 流通股数:20,000 交易单位以上; b. 流通股市价总值:20 亿日元以上; c. 流通股比例:35% 以上
	若公司在多地上市,须符合: 特定股东或外国股票存托凭证等的所有者没有明显持有大多数股票,同时流通股数 4000 交易单位以上	若公司在多地上市,须符合: 特定股东或外国股票存托凭证等的所有者没有明显持有大多数股票,同时流通股数 20,000 交易单位以上

我国台湾证券交易所要求发行人的记名股东人数在 1000 人以上,公司内部人及该等内部人持股逾 50% 之法人以外的记名股东人数不少于 500 人,且其所持股份合计应占发行股份总额的 20% 以上或满 1000 万股。^⑬ 为了保证股权分散,台湾“证券交易法”明确规定,上市或者上柜公司,应提拨新股总额的 10%,以时价向外公开发行。未上市、未上柜的公开发行人,如股权分散未达主管机关所规定的标准者,也应提拨新股 10% 公开承销。而所谓股权分散未达标准,系指公司持股 1000

^⑫ 参见 <http://nysemanual.nyse.com/LCMTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F2%5F2%5F1&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>, 2012 年 10 月 5 日访问。

^⑬ 台湾地区“有价证券上市审查准则”第 4 条,参见赖英照:《股市游戏规则:最新证券交易法解析》,元照出版有限公司 2009 年再版,第 97 页。

股以上的记名股东人数未达300人,或者未达主管机关规定的其他标准。^⑭

和我国一样对上市公司股东人数没有要求的是英国。伦敦证券交易所在上市条件中也只要求公众持股比例不得低于25%。对于何为“公众”的界定,英国规定与我国略有不同:^⑮下列人员直接或间接持有的股票不被认为是公众持有的股票:(1)公司或其子公司的董事;(2)与公司或子公司董事相关联的人员;(3)员工持股计划或为公司(及其子公司)任何董事和员工所建立的养老基金的信托人;(4)有权任命董事会成员的人;(5)持股达到5%或超过5%的人员。

(二) 中国法上对于上市公司股权分布要求的变迁

中国法中对于上市公司的股权分布提出要求,其实甚早。1993年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》中对此就有明确规定,其第30条规定:“股份有限公司申请其股票在证券交易所交易,应当符合下列条件:……(三)持有面值人民币一千元以上的个人股东人数不少于一千人,个人持有的股票面值总额不少于人民币一千万元……”即所谓“千人千股”的规定。1993年年底颁布,1994年7月1日生效的《公司法》中也有类似规定,其第152条规定:“股份有限公司申请其股票上市必须符合下列条件:……(四)持有股票面值达人民币一千元以上的股东人数不少于一千人,向社会公开发行的股份达公司股份总数的百分之二十五以上;公司股本总额超过人民币四亿元的,其向社会公开发行股份的比例为百分之十五以上。”

但2005年我国大幅度修改《公司法》和《证券法》,原《公司法》中关于上市条件的条款被修改后放入了《证券法》第50条,该条保留了对于公开发行股份比例25%以上的要求,对公司股本总额超过4亿元人民币的,公开发行股份的比例降为10%,但却放弃了对股东人数分散的要求,不再要求“千人千股”。由于实践中,首次公开发行的股份往往受到

^⑭ 参见赖英照:《股市游戏规则:最新证券交易法解析》,元照出版有限公司2009年再版,第72页。对该制度的分析,则可参见刘连煜:“强制公开发行股份之政策与公开发行公司之界定”,载刘连煜:《公司法理论与判决研究》,法律出版社2002年版。

^⑮ 参见英国金融服务局的网站,<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/14/2#D48>,2012年10月5日访问。

市场追捧,超额认购比比皆是,公众投资者不得不通过抽签才能幸运地买到新股,因此,公开发行似乎就构成了股东人数众多和分散的保证。但情况可能并非永远如此,一旦公司的公开发行不受市场认可,公开发行的股份可能只有寥寥数人购买,股东人数的分散度可能就不能满足公开挂牌交易的要求了。当然实践中,这种情况很少发生,因为这时发行人往往会主动撤销发行或宣布发行失败,寻求下一次市场机会。^⑩更可能发生的是,虽然公开发行保证了股东人数分散,但不能阻止此后在市场交易中,分散的股权被收购人通过要约的方式再次集中起来,就像在很多收购案例中所看到的这样。

这种情况下,我们就面临一个法律解释的困境。由于《证券法》在上市条件中放弃了对股东人数分散的要求,仅仅对股份公开发行比例进行了要求,而在相应的暂停上市和终止上市条件中,《证券法》也仅仅规定了“公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件”没有对股东人数提出明确要求,^⑪因此,对“股权分布发生变化不再具备上市条件”的解释就只能从上市条件中的股份公开发行比例中去寻找,即解释为“公开发行的股份比例不足 25% 或 10%”。^⑫问题在于,股份公开发行的要求是对一个时间点上某个行为的界定,此种界定不会受到此后市场或者股权持有人变化的影响。以本案为例,京威股份 2012 年 3 月首次公开发行了 7500 万股股票,占公司股本总额的 25%,符合上市条件,因此在深圳证券交易所挂牌上市。但这一公开发行的事实不会因为此后京威股份股东身份的变化而发生变化。股份是否公开发行是对该股份发行行为的性质界定,不是对股东身份的界定。已经公开发行的股份不会因为被不同身份的人购买而变化其性质。例如,股权分置时期是按照是否公开发行来严格区分流通股和非流通股。证监会明确规定这是对股份性质的区分而不是对股东身份的区分。所以,即使是作为京威

^⑩ 2005 年修改后的《证券法》规定了在代销情况下的发行失败制度,不过在实践中尚未有适用的案例出现。

^⑪ 参见《证券法》第 55 条和第 56 条。

^⑫ 其实由交易所在上市条件中明确规定股权分布比例即可,但两个交易所在上市条件上都照搬《证券法》的规定,而通过牵强的补充解释界定股权公开发行比例,是画蛇添足的做法。参见下文的讨论。

股份最大非流通股股东的中环股份,一旦从市场上购买了流通股,也仍然可以在交易所通过集中竞价交易系统合法出售这些流通股。即使是一个散户,如果其通过拍卖购买了非流通股的,仍然不能通过交易所集中竞价卖出这些非流通股。^{①9}

在现实中,两个证券交易所都在《上市规则》中偷换了概念,将上市条件中的公开发行业股份比例要求,修改为对社会公众投资者的持股比例要求。例如,深圳证券交易所2006年的《上市规则》中就规定:“若社会公众持有的股份低于公司股份总数的25%,或股本总额超过人民币4亿元的公司社会公众持股的比例低于10%,则上市公司股权分布不再具备上市条件”。但社会公众投资者也是模糊的概念,谁是社会公众投资者?是从身份上界定,还是从购买股权的途径上来界定?两个交易所只好接着出台一个补充规定,对社会公众投资者进行界定。例如,《关于〈深圳证券交易所股票上市规则〉有关上市公司股权分布问题的补充通知》中宣布:“社会公众不包括:(一)持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人;(二)上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。”在2008年《上市规则》修改时,这个补充通知被纳入《上市规则》,变成了我们现在看到的第18.1条:(十)股权分布发生变化不具备上市条件:是指社会公众持有的股份连续二十个交易日低于公司股份总数的25%,公司股本总额超过人民币四亿元的,社会公众持有的股份连续二十个交易日低于公司股份总数的10%。

上述社会公众是指除了以下股东之外的上市公司其他股东:

1. 持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人;
2. 上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。

(三) 现行法对上市公司股权分布要求的缺陷及其完善

由于《证券法》在上市条件中取消了对股东人数和各股东最低持股量的要求,同时又保留了对于股权分布比例不符合上市条件必须暂停上市甚至终止上市的要求,迫使证券交易所在《上市规则》中对于社会

^{①9} 当然这是当年股权分置时的规定。现在上市公司的股份不再区分为流通股与非流通股,而是区分为限售股份和流通股份。前者有出售期限的限制,一旦限售期限届满,则股东可以申请出售该股份,尽管有一定的程序限制。

公众最低持股比例作出了明确要求,并进而界定了社会公众。

但这一界定仍然不是完全的。我们可以设想一个上市公司经过收购之后,只有四名股东,其中一名持股73%,另外三名每人持股9%。表面看,该公司完全满足深圳证券交易所的要求,股权分布符合上市条件,社会公众持股达到27%,超过了25%。但显然,一个只有四名股东的公司,其股票不可能形成一个活跃的交易市场,该公司完全不应作为上市公司继续挂牌交易。

因此,在完善退市制度时,股东人数和每人的最低持股量应当被明确规定为退市条件。因为一旦股东人数太少,股权集中在少数股东手中,在市场上参与该股票交易的卖方数量就可能减少,交易量将大幅度下降,“交易所原本为了进行撮合交易、帮助投资者降低交易成本的作用不能完全实现,交易所不应该为这些少数股东承担原应由这些股东承担的交易成本(谈判成本)”^②

实际上,在新发布的《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(2012年修订,以下简称《创业板上市规则》)中对此已经有明确规定。《创业板上市规则》第5.1.1条在坚持对公开发行最低比例要求之外,还增加了“公司股东人数不少于200人”的要求;第17.1条也在保留对社会公众持股最低要求的同时,还明确规定“股东人数发生变化不具备上市条件:指股东人数少于200人”。

2012年7月,上海证券交易所和深圳证券交易所分别修订上市规则,对涉及退市制度的相关章节进行了修订,但主要是引入了净资产、营业收入、审计意见类型和市场交易等退市指标,仍然未对最低股东人数作出明确规定。^③

尽管不太清楚立法者为什么在2005年修订《公司法》和《证券法》时取消“千人千股”的规定,但从实践角度考虑,仅仅规定一个固定的股东人数标准,确实不利于公司维持其上市地位,因为公司本身并不能完全控制其股票的交易市场。可以参考的是,美国纽约交易所在规定上市

^② 井涛主编:《退市法律研究》,上海交通大学出版社2004年版,第98~99页。

^③ 请分别参见上海证券交易所和深圳证券交易所发布的《股票上市规则》(2012年修订)。

条件和退市条件时,对股东人数的规定并不相同,上市条件中的股东人数要求比退市条件中的股东人数要求严格,例如,《上市公司指南》第802.01A条要求,当上市公司的股东人数少于400人,或者股东人数少于1200人且此前12个月每月交易量小于10万股时,或者公众持股总量小于60万股时,^②纽交所应启动对该上市公司的股票的暂停交易和退市程序。^③

因此,可以考虑在上市条件和退市条件之间拉开一段距离,上市条件高于退市条件,这样可以为无意触发退市风险创造一个缓冲地带。具体而言,像《创业板上市规则》那样将上市条件规定为股东人数不少于200人,同时将股东人数少于200人规定为退市条件,就不免显得苛刻。较好的做法是规定股东人数不少于300人或者400人为上市条件,规定股东人数少于200人为退市条件。

三、非上市公众公司——兼评《非上市公众公司监督管理办法》

(一)《证券法》200人的规定

2012年新修订的《创业板上市规则》将股东人数不少于200人作为上市条件,显然来源于《证券法》第10条对于公开发行的界定。但《创业板上市规则》和许多人一样,没有理解《证券法》第10条所界定的公开发行并非仅指“公开发行行为”,还包括了“公开发行状态”。虽然“公开发行股票的行为”往往与上市挂牌交易联动,但满足“公开发行状态”的公司则并不一定寻求挂牌上市,甚至也可能因不满足上市资格而不会被核准上市。

《证券法》第10条第2款规定:“有下列情形之一的,为公开发行:

^② 相对应的上市条件分别是:每人持股100股以上的股东400名;2200名股东,此前6个月每月最低股票交易量是10万股;公众持股总量不少于110万股。见前注12的相关正文。

^③ 参见 <http://nysemanual.nyse.com/LCMTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F2%5F2%5F1&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>, 2012年10月5日访问。

(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。”向不特定对象发行证券,构成了公开发行的,这没有任何争议,在理解上也没有歧义。但“向特定对象发行证券累计超过二百人”如何理解,在中国理论界和实践中都曾经发生过争论。^⑳最终,权威机构解释说:这里指的是公司股东人数累计不得超过200人。^㉑

如将“公开发行”理解为发行行为或者对外募集资金的行为,《证券法》第10条第2款的定义还比较容易理解,也在公司的控制范围内。但将“向特定对象发行证券累计超过二百人”理解为公司股东人数不超过200人,则仍按发行行为来理解就可能存在困难,因为股东人数的增加不仅可以通过公司增资扩股(即通过发行行为)来实现,还可表现为现有股东转让股份给多人。在实践中,后者往往被利用来规避证券法对公开发行的界定,以至于国务院办公厅在2006年发布的《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)中不得明确禁止公司股东未经批准向社会公开转让股份的行为;在最高人民法院关于非法集资的司法解释中,也不得明确规定:公司股东未经批准向社会不特定对象转让股份,构成变相擅自发行行为。^㉒一般国家的证券法中,主要通过对转售行为的界定来防止发行人利用转让规避公开发行的界定。^㉓

但排除这些有意规避公开发行的避法行为,实践中有些公司的股东人数增加实在是情非得已。例如,某个股东离婚,持有的股份必须进行财产分割或者某股东死亡,股份为多人继承,等等。这些公司股东人数虽然可能超过200人的界限,但其并非出自公司的主动,并且公司实际上也并无向公众募集资金的需求;强制要求这些公司必须按照证券法对

^⑳ 彭冰:“构建针对特定对象的公开发行制度”,载《法学》2006年第5期。

^㉑ 参见国务院办公厅《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》(国办发[2006]99号)。

^㉒ 参见最高人民法院《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(法释[2010]18号)第6条。

^㉓ 彭冰:“证券公开发行之研究”,载《月旦民商法学》(总第11辑),台湾元照出版有限公司2006年版。

于公开发行的要求获得核准,无疑过于苛刻。

(二)非上市公众公司制度

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》(国办发[2006]99号)中明确规定了一种新的公司类型——公开发行股票但不在证券交易所上市的股份有限公司,简称为“非上市公众公司”,要求证监会根据公司法 and 证券法的有关规定,尽快制定相关管理规定。2012年10月11日,中国证监会在其网站上正式发布《非上市公众公司监督管理办法》(中国证券监督管理委员会令第85号,以下简称《办法》),建立了对非上市公众公司的监管制度。

《办法》在正式发布前,曾经公开征求意见。在征求意见稿的起草说明中,证监会申明立法的主旨在于“加强对暂不具备公开发行上市条件的成长型、创新型中小企业和小微企业的服务,为民间资本创造更有利的投资环境”,因此,强调“放松行政管制,简化许可程序”,对非上市公众公司分层管理、防范风险,以加强信息披露和规范公司治理作为主要监管手段。^②这一思路颇值得赞赏。

相比征求意见稿,经过修改的《办法》在内容上更为完善。不过,纵览《办法》,感觉有三大问题值得讨论,分述如下。

1. 股票公开转让的公司能否为非上市公众公司

《办法》第2条明确界定:“本办法所称非上市公众公司是指有下列情形之一的且其股票不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二百人;(二)股票以公开方式向社会公众公开转让。”可见,《办法》的起草者明确将股票可以向社会公众公开转让的公司列为非上市公众公司的主要类型之一,并且该公开转让可以不在证券交易所上市交易,而是通过“依法设立的证券交易场所进行”。^③《办法》第32条和第33条还分别规定了公司申请其股票向社会公众公开转让应当履行的公司内部决策程序(股东大会特别多数决)和申请证监会核准程序。

但这一定性是否恰当,还需要进一步讨论。

^② 中国证监会:《非上市公众公司监督管理办法(征求意见稿)》起草说明。

^③ 参见《办法》第4条。

在中国,股票向社会公众公开转让的主体是股东,而不是公司,当公司作为转让主体出售股票时,往往是股票发行行为。在中国目前法定资本制度下,公司并无库存股份可以转让。按照《公司法》的规定,公司设立时的股份必须发行完毕,除为减资、合并、股权激励和异议回购这四项原因外,公司也不得回购本公司股份。因此,说到股票转让,转让的主体只能是公司股东,而非公司本身。

但股东公开转让股份往往成为公司变相公开发行的管道,在实践中带来了许多问题。^③ 因此,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》明确规定:“非公开发行股票及其股权转让,不得采用广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或者变相公开方式向社会公众发行。严禁任何公司股东自行或者委托他人以公开方式向社会公众转让股票”,其目的就在于禁止通过转售变相公开发行股票。

各国立法上也往往对转售行为进行限制。例如,美国证券交易委员会发布规则 506 限制股东的转售行为,要求对于私募中发行的股票必须有限售标识。对于私募股份的出售,美国证券交易委员会通过规则 144A 建立了一个只允许合格投资者参与的特殊市场(全国证券交易协会管理的 PORTAL 系统)。如果私募股份要公开出售,则必须在 SEC 注册,并通过全国性证券交易所进行。^④ 大股东希望通过向社会公众公开转让股份的,往往是通过存量发行的方式来实现,实际上仍然是公开发行的方式。

股票向社会公众公开转让,意味着受让方为社会公众。相较于受到严格监管的证券交易所,出于风险考量,场外市场和其他的证券交易场所都不适合社会公众参与。证券交易所通过《上市规则》,对上市公司在信息披露和公司治理等方面,有比公司法和证券法更为严格的要求;在交易规则上,则有价格撮合规则、涨跌幅限制等交易规则的保护;证券交易所在交易透明度和市场流动性上为社会公众投资者提供的保护,更

^③ 参见“上海市浦东新区人民检察院诉上海安基生物科技股份有限公司、郑戈擅自发行股票案”,载《中华人民共和国最高人民法院公报》2010年第9期。

^④ 相关情况介绍参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版。

是其他证券交易场所不能提供的。

从这个角度来说,申请股票向社会公众公开转让的公司,不应当被视为非上市公众公司,而应当被当作公开发行人来看待,走存量发行的道路。虽然,存量发行在中国目前受到《公司法》的限制而无法操作——现行《公司法》第142条明确规定:“公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。”换句话说,申请股票向社会公众公开发行的,如果上市,则一年内该股份不得转让。也许正是因为这一法律障碍,才导致证监会考虑将存量发行放入非上市公司类型来予以规避——但考虑到存量发行的性质和投资者保护的目,股票向社会公众公开转让的操作还是应当通过修改《公司法》来直接消除法律障碍,更为合适。

2. 退市公司的定位

《办法》第2条只列举了两种类型的非上市公众公司,除了上述被质疑的股票向社会公众公开转让的公司外,还有股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人的公司。基于《证券法》第10条200人界限的规定,后种类型被界定为非上市公众公司当无疑问。但实际上,《办法》对于非上市公众公司的界定并不完全,因为还有一类公司是更为明确的非上市公众公司,《办法》却完全没有提及,这就是退市公司。

一般而言,退市公司可以有两种类型:一种是主动退市的公司,另一种是被动退市的公司。主动退市的公司为了满足终止上市的条件,往往需要通过种种方式使得自己不满足上市条件。各国往往立法规定主动退市的程序,以保护该公司的公众股东,使得公司主动退市时必须通过向公众股东要约的方式进行[美国法称为“私有化交易”(go private)]。^② 在这种情况下,主动退市的公司一般都不再是公众公司。我国目前《证券法》和证券交易所的《上市规则》中都未对主动退市的程序进行规定。但实践中发生的几起主动退市的交易,也都仿照国外,采用了全面要约收购的私有化交易类型,主动退市的公司被私有化后不再具有社会公众股东,因此也不再是公众公司。

^② 颜炳杰:“美国上市公司私有化相关法律问题”,载北大法律评论编委会编:《北大法律评论》(第9卷),北京大学出版社2008年版。

被动退市在中国则为普遍现象。被动退市的公司往往是因为亏损达到终止上市的条件而被迫退市。这些退市公司虽然赢利能力不强,但其股东人数往往并没有减少——至少超过 200 人。基于《证券法》第 10 条的规定,这些退市公司仍然应当被视为公众公司,更精确地说,应当是非上市公众公司——因为其股票明确被证券交易所拒绝交易。目前我国强制要求这些公司退市后其股票必须进入股份代办转让市场(俗称“老三板”)挂牌交易。但《证券法》中规定的强制信息披露义务只适用于发行人和上市公司,不能直接适用于退市公司。目前对其的强制信息披露要求,只能通过证券业协会的有关文件来规定,不如一并纳入《办法》规定更为合适和统一。

3. 如何监管非上市公众公司

《办法》对于非上市公众公司的监管,主要规定了强制信息披露制度和规范公司治理。强制信息披露制度作为现代证券监管的核心制度,重要性无可置疑。证监会还准备以《非上市公众公司章程必备条款》规范此类公司的公司治理结构,更值得赞赏。^③但强制信息披露制度要想得到有效实施,必须辅之以打击证券欺诈的法律责任制度,否则就会变成“无牙的老虎”。现代证券法所规定的三类典型证券欺诈类型——虚假陈述、内幕交易和操纵市场,都是传统合同法和侵权法很难救济的行为类型,因此才会在《证券法》中特别规定,直接给予立法救济。这是《证券法》保护投资者的最直接表现。美国证券立法中尽管豁免私募行为的注册要求以及相应的信息披露义务,但却仍然适用反欺诈条款,投资者可以据此追究证券欺诈者的法律责任。

《办法》专设“法律责任”一章,对于非上市公众公司违反《办法》的行为规定了法律责任。其中,第 56 条明确规定:“公司及其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,依照《证券法》第一百九十三条的规定进行处罚。”然而,查《证券法》第 193 条规定的承担法律责任的主体,主要为“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人”。由于《证券法》规定的信息披露义务主体主要是发行人和上市公司,以及收购人、大股东等,并不包括

^③ 中国证监会:《非上市公众公司监督管理办法(征求意见稿)》起草说明。

非上市公众公司,《办法》第 56 条的规定能否导致《证券法》第 193 条的适用,颇有疑问。

《证券法》对于内幕交易和操纵市场的规定,表面上仅仅是限定为“证券交易活动”和“证券市场”,但一般理解都是只适用于上市公司的证券交易,“证券市场”一般都是指证券交易所。《办法》在“法律责任”一章仅仅规定了内幕交易,^⑨对于操纵市场则并未提及,更未规定相应的法律责任。建议在以后修改时加以明确规定,以体现投资者保护的精神。

证券欺诈的法律责任不仅仅包括行政责任,还包括刑事责任和民事责任。在目前法律体系下,刑事责任主要规定在《刑法》相关条文中。查相关条文,虚假陈述(《刑法》第 161 条)、内幕交易(《刑法》第 180 条)和操纵市场(《刑法》第 182 条)等犯罪行为的界定并未明确限制在上市公司和股票交易所中,只要执法者扩展适法思路,应当有在非上市公众公司中适用的可能性。民事责任则还需要制定和修订相关司法解释。目前证券欺诈的民事责任的追究,只有虚假陈述行为因为有最高人民法院的司法解释而得以顺利开展,针对内幕交易和操纵市场的民事诉讼程序还有待最高人民法院制定相关司法解释。最高人民法院关于虚假陈述的司法解释目前主要限定在发行人和上市公司相关的虚假陈述行为中,因此要想扩展到非上市公众公司相关的虚假陈述行为中,还需要对该司法解释进行修订。相应的,在目前正在制定的关于内幕交易和操纵市场民事责任追究的司法解释中,也应当考虑到非上市公众公司股票交易中可能适用的情况。

四、结论

京威股份退市风波虽然只是中国证券市场的一个微不足道的小插

^⑨ 《办法》第 59 条规定:“公众公司内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人,在对公众公司股票价格有重大影响的信息公开前,泄露该信息、买卖或者建议他人买卖该股票的,依照《证券法》第二百零二条的规定进行处罚。”

曲,但由此引发的思考却波及上市公司的股权分散要求,甚至扩展到了对于非上市公众公司的监管制度。简单总结一下本文的浅见,主要包括两个方面:

在上市公司股权分散要求上,应当明确规定最低股东人数标准。这一要求既需要规定在上市条件中,也应当成为退市条件。为了减缓具体股东人数要求可能带来的严苛,上市条件和退市条件对于股东最低人数的要求可以不一致——上市条件要求的股东人数可以大于退市条件对股东人数的要求,以建立缓冲地带。

非上市公众公司概念的确立非常重要,但目前证监会发布的《办法》中,应当将退市公司纳入非上市公众公司的范围,而将股票向社会公众公开转让的公司排除出去,将后者视为公开发行进行监管。同时,对于非上市公众公司虽然在监管上可以适当放松要求,但出于保护投资者的目的,仍然应当打击相关的证券欺诈行为。因此,在证券欺诈法律责任的适用上应当修法,以囊括非上市公众公司的虚假陈述行为和相关股票交易中的内幕交易和操纵市场行为。