



## 资本市场法律

### 新三板挂牌企业 IPO 十大关注要点（中篇）：200 人股东问题、申报及挂牌期间相关方承诺事项、国有股转持、管理层稳定性

智斌 | 梁宏俊 | 郑晓丹

在上一篇《新三板挂牌企业 IPO 十大关注要点（上篇）：三类股东申报、特殊权利条款清理、突击入股锁定期》的文章中，我们对新三板挂牌企业申报 IPO 时可能涉及三类股东申报、特殊权利条款清理、突击入股锁定期等典型问题进行了介绍和分析。本篇文章中，我们将根据对目前已经成功 IPO 的新三板挂牌企业案例和 IPO 申报中的新三板挂牌企业招股说明书所进行的研究，提示新三板挂牌企业在 IPO 申报前需注意处理 200 人股东、申报及挂牌期间相关方承诺事项、国有股转持以及管理层稳定性等四大问题。

#### 一、 是否存在股东超过 200 人的情形

根据《证券法》第十条规定，向特定对象发行证券累计超过二百人的视为公开发行证券，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。根据《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》的规定，发行人最近 36 个月不得擅自公开或者变相公开发行过证券。因此，“是否存在或曾经存在股东超过 200 人的情形”（以下简称“**200 人股东问题**”）一直是企业 IPO 审核过程中备受关注的重点问题，对于一家未上市/挂牌的股份有限公司（私人公司）而言，如果未经中国证券监督管理委员会（以下简称“**证监会**”）核准即发生股东人数超过 200 人的情形，则很可能会对其 IPO 构成实质性的障碍。

新三板挂牌企业在性质上属于非上市公众公司，与一般的未上市/挂牌的股份有限公司并不相同，那么对于新三板挂牌企业，尤其是那些直接股东人数即已超过 200 人的新三板挂牌企业，200 人股东问题是否会构成其 IPO 构成障碍呢？

##### 1. 直接股东人数超过 200 人的新三板挂牌企业

针对股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司（以下简称“**200 人公司**”）申报 IPO 的问题，《非上市公众公司监管指引第 4 号——股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》（以下简称“**《非公 4 号指引》**”）作出了明确的规定，200 人公司符合《非公 4 号指引》规定的，可申请公开发行并在证券交易所上市、在全国中小企业股份转让系统挂牌公

开转让等行政许可，其中，200 人公司申请 IPO 等行政许可的合规性审核标准如下：

序号	审核标准	具体内容
1	公司依法设立且合法存续	200 人公司的 <b>设立、增资</b> 等行为不违反当时法律明确的禁止性规定，目前处于 <b>合法存续状态</b> 。城市商业银行、农村商业银行等银行业股份公司应当符合《关于规范金融企业内部职工持股的通知》（财金〔2010〕97 号）。
		200 人公司的 <b>设立、历次增资</b> 依法需要批准的，应当经过有权部门的批准。存在不规范情形的，应当经过规范整改，并经当地省级人民政府确认。
		200 人公司在 <b>股份形成及转让过程中不存在虚假陈述、出资不实、股权管理混乱</b> 等情形，不存在重大诉讼、纠纷以及重大风险隐患。
2	股权清晰，指股权形成真实、有效，权属清晰及股权结构清晰	<b>股权权属明确</b> 。200 人公司应当设置股东名册并进行有序管理，股东、公司及相关方对股份归属、股份数量及持股比例无异议。 <b>股权结构中存在工会或职工持股会代持、委托持股、信托持股、以及通过“持股平台”间接持股</b> 等情形的，应当按照《非公 4 号指引》的相关规定进行规范。 <b>注：所称“持股平台”是指单纯以持股为目的的合伙企业、公司等持股主体。</b>
		<b>股东与公司之间、股东之间、股东与第三方之间不存在重大股份权属争议、纠纷或潜在纠纷。</b>
		股东出资行为真实，不存在重大法律瑕疵，或者相关行为已经得到有效规范，不存在风险隐患。
		200 人公司应当对股份进行确权，通过公证、律师见证等方式明确股份的权属。申请公开发行并在证券交易所上市的，经过确权的股份比例≥90%；申请在全国股份转让系统挂牌公开转让的，经过确权的股份比例≥80%；未确权的部分应当设立股份托管账户，专户管理，并明确披露有关责任的承担主体。
3	经营规范	200 人公司持续规范经营，不存在资不抵债或者明显缺乏清偿能力等破产风险的情形。
4	公司治理与信息披露制度健全	200 人公司按照证监会的相关规定，已经建立健全了公司治理机制和履行信息披露义务的各项制度。

因而，对于因在全国中小企业股份转让系统（以下简称“**股转系统**”）公开转让或定向增发而导致股东人数超过 200 人的新三板挂牌企业，在符合《非公 4 号指引》规定的“公司依法设立且合法存续”、“股权清晰”、“经营规范”及“公司治理与信息披露制度健全”等合规性审核标准的前提下，200 人股东问题不会构成其申报 IPO 的实质性障碍。目前已申报 IPO 的新三板挂牌企业中，股东超过 200 人的企业主要包括海容冷链、有友食品、阿波罗、英派瑞、凌志软件、森达电气等，该企业大都按照如下的解释口径以说明其股东人数超过 200 人的合规性：企业系在挂牌后经过在股转系统内合格投资者之间的持续转让交易或者经证监会批准的股票定向发行而出现股东人数超过 200 人的情形，符合《非上市公众公司监督管理办法》等相关法律法规的规定。

上海证券交易所的官方微信公众号“上交所企业上市服务”发布的“《企业改制上市 30 问》之二十三：新三板挂牌企业 IPO 需要注意什么问题？”一文亦印证了笔者的观点，该文章认为：股东人数超过 200 人的新三板挂牌企业在挂牌后，如通过公开转让导致股东人数超过 200 人的，并不违反相关禁止性规定，可以直接申请 IPO；如通过非公开发行导致股东人数超过 200 人，根据《非上市公众公司监督管理办法》，在进行非公开发行时应先获得证监会核准，其合规性已在非公开发行时经过审核，可以直接申请 IPO。

## 2. 直接股东人数未超过 200 人的新三板挂牌企业

在 2013 年《非公 4 号指引》出台之前，证券监管部门对于 IPO 中拟上市公司股东人数超过 200 人问题的审核原则主要体现在相关保代培训的窗口指导中，相关监管要求如下：

- (1) 200 人是按照股份最终权益人计算，而不是按名义股东计算，即直接股东+间接权益持有人合并计算不得超过 200 人；
- (2) 原则上不允许存在委托持股和信托持股等方式，应当直接量化至实际权益持有人，量化后不能超过 200 人；
- (3) 公司、合伙企业可以只算 1 名股东，但明显为了规避 200 人监管要求的除外，不得通过设立持股公司、合伙企业或其他方式规避股东超过 200 人的监管要求。

《非公 4 号指引》出台之后，《非公 4 号指引》进一步明确，对于股权结构中存在工会代持、职工持股会代持、委托持股或信托持股等股份代持关系，或者存在通过“持股平台”（指单纯以持股为目的的合伙企业、公司等持股主体）间接持股的安排以致实际股东超过 200 人的，应当已经将代持股份还原至实际股东、将间接持股转为直接持股，并依法履行了相应的法律程序。根据我们对《非公 4 号指引》的文意理解，并非所有存在“持股平台”间接持股安排的拟上市公司都必须执行将间接持股转为直接持股的操作，对于直接股东人数未超过 200 人但因存在“持股平台”的间接持股安排而导致拟上市公司实际权益持有人合计超过 200 人的情形，拟上市公司应当将该等“持股平台”的间接持股安排转为由实际权益持有人直接持股。

目前新三板挂牌企业已经成功实现 IPO 的案例中，相关企业的直接股东人数都不超过 200 人，在合纵科技、双杰电气、中旗股份、拓斯达、光莆股份等案例的反馈意见中均提出反馈问题要求发行人说明“是否存在或曾经存在股东超过 200 人的情形”或“是否存在故意规避股东合计不得超过 200 人规定情形”。可见，对于直接股东人数不超过 200 人的新三板挂牌企业而言，200 人股东问题依然是证券监管部门在 IPO 审核实践中关注的重点问题。从相关案例的反馈答复来看，总体上都是按照保代培训相关窗口指导及《非公 4 号指引》的监管要求进行核查及答复。

以拓斯达为例，截至拓斯达申报 IPO 时，拓斯达有 4 名自然人股东和 6 名机构股东，反馈意见要求说明拓斯达“是否存在或曾经存在股东超过 200 人的情形”及“是否存在故意规避股东合计不得超过 200 人规定情形”，拓斯达相关中介机构在答复反馈意见时，对 6 名机构股东进行逐层穿透打开披露（追溯至自然人、国资主体或上市公司，其中部分机构股东因为出资人级数较多，仅追溯至第五级，打开后间接权益持有人超过 200 人），但在计算股东人数时，中介机构仅对其员工持有平台达晨投资进行了穿透计算股东人数。中介机构认为，兴证创投、达晨创丰、华融恒力、高富信创投等 4 名机构股东及其管理人均已履行私募基金备案和私募基金管理人登记手续，且该等 4 名机构股东均为专业投资机构，其认缴投资额均大于对拓斯达的投资额，并已投资多家企业，并非仅

为投资拓斯达而专门设立的投资主体；三正金融虽不属于私募基金，但其已投资两家企业，非为持有拓斯达股份而成立。综上，中介机构对于除达晨投资以外的其他 5 名机构股东均未穿透计算股东人数，并认为拓斯达不存在故意规避股东合计不得超过 200 人的规定而专门设立机构的情形，不存在股东人数超过 200 人的情况，具体股东人数认定情况如下：

序号	股东姓名或名称	追溯至自然人、国资主体、上市公司的人数	认定股东人数
1	吴丰礼	1	1
2	杨双保	1	1
3	黄代波	1	1
4	朱海	1	1
5	达晨投资	34	33（扣除重复人员）
6	兴证创投	22	1
7	达晨创丰	678	1
8	华融恒力	60	1
9	三正金融	2	1
10	高富信创投	30	1
合计		830	42

我们理解，根据《非公 4 号指引》的规定，对于直接股东人数未超过 200 人的拟上市公司，如果因存在“持股平台”的间接持股安排而导致拟上市公司实际权益持有人合计超过 200 人，则可能需要将“持股平台”的间接持股安排转为直接持股，但证券监管部门在 IPO 审核实践中要求发行人在 IPO 审核期间原则上不得发生股权变动，如果发生股权变动则会要求企业撤回 IPO 申报材料，由保荐机构重新履行尽职调查之后再重新申报。因而，我们建议，对于直接股东人数未超过 200 人的新三板挂牌企业，在 IPO 申报前应尽早聘请相关中介机构对企业股东情况进行梳理，同时兼顾企业采用持股平台形式实施员工激励的需求，出于谨慎考虑，尽可能将企业的直接股东和间接权益持有人合计控制在 200 人以内。否则，在 IPO 审核期间可能会被证券监管部门认为需要将“持股平台”的间接持股安排转为直接持股从而引发企业股权结构变动，进而导致企业存在要撤回 IPO 申报材料的潜在风险。

## 二、 申请挂牌及挂牌期间承诺的执行问题

新三板挂牌企业申请挂牌或挂牌期间，针对某些问题的解决，可能会由挂牌企业或者实际控制人出具相关承诺，并且可能存在承诺期限。根据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第八条第（四）项的规定，发行人及其主要股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员所作的公开承诺的未履行或未如期履行、正在履行、已如期履行等情况，属于证监会记录的证券期货市场诚信信息。

根据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第二十三条的规定，证监会及其派出机构审核行政许可申请，发现申请人以及有关当事人有该办法第八条第（四）项中的未履行或未如期履行承诺信息，可以要求申请人或受申请人委托为行政许可申请提供证券期货服务的有关机构，进行口头或

书面说明、解释。根据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第二十七条的规定，行政许可申请人以及申请事项所涉及的有关当事人有该办法第八条第（四）项中的未履行或未如期履行承诺信息，属于法定不予许可条件范围的，证监会及其派出机构应当依法作出不予许可的决定；申请人以及申请事项所涉及的有关当事人的诚信信息虽不属于法定不予许可条件范围，但有关法律、行政法规和规章对行政许可法定条件提出诚实信用要求、作出原则性规定或设定授权性条款的，证监会及其派出机构可以综合考虑诚信状况等相关因素，审慎审核申请人提出的行政许可申请事项。

此外，根据《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》第五条的规定，发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等责任主体应当诚实守信，全面履行公开承诺事项，不得在发行上市中损害投资者的合法权益。参考《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》的该项规定，如果新三板挂牌企业及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关方未能全面履行申请挂牌或挂牌期间作出的公开承诺且失信情节较为严重的，则不排除有可能会被证券监管部门认定为存在严重损害投资者的合法权益的情形。根据《首次公开发行股票并上市管理办法》第十八条第（五）项的规定，主板、中小企业板拟上市公司不得有严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形；根据《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》第二十条的规定，创业板拟上市公司及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为。

因此，我们理解，如果新三板挂牌企业拟申报 IPO，则应尽早对此前相关各方作出的承诺及承诺执行的情况进行梳理，注意相关承诺是否已经按时履行，如果存在新三板挂牌企业及其主要股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员未履行或未如期履行承诺的情形，则很可能受到证券监管部门的重点关注并予以审慎审核，对 IPO 的审核进度造成影响；如果因未履行或未如期履行承诺的情节严重以致被证券监管部门认定为“严重损害投资者合法权益和社会公共利益的情形”的，在最严重的情况下甚至有可能会因此而导致不符合 IPO 的发行条件。

### 三、 国有股东标识及国有股转持问题

根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（财企〔2009〕94号）第六条的规定，股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有，国有股东持股数量少于应转持股份数量的，按实际持股数量转持。上海证券交易所的官方微信公众账号“上交所企业上市服务”发布的“《企业改制上市30问》之二十三：新三板挂牌企业 IPO 需要注意什么问题？”一文亦对该问题进行了提示。一般而言，关于国有股东界定的主要法规依据为《上市公司国有股东标识管理暂行规定》（国资发产权〔2007〕108号）以及《关于施行〈上市公司国有股东标识管理暂行规定〉有关问题的函》（国资厅产权〔2008〕80号）。拓斯达的反馈意见中就提出了以下反馈问题：“结合证监会《上市公司国有股东标识管理暂行规定》以及《关于施行〈上市公司国有股东标识管理暂行规定〉有关问题的函》的规定，说明上述股东是否属于国有股东、是否应进行国有股标识”。

因此，我们建议，新三板挂牌企业在申报 IPO 前应对其股东是否属于国有股东进行梳理和预判，特别是做市转让的新三板挂牌企业，其做市商中存在国有股东的可能性较大。如新三板挂牌企业 IPO 时股东中存在国有股东，则新三板挂牌企业应尽早与相关国有股东进行沟通，请相关国有股东尽快取得国有股权管理批复，根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第9号——首次公开

发行股票并上市申请文件》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 29 号——首次公开发行股票并在创业板上市申请文件（2014 年修订）》的要求，国有资产管理部门出具的国有股权设置批复文件系 IPO 的法定申请文件之一，如无法及时取得，则可能会对 IPO 的申报进度造成影响。如果相关国有股东系创投机构或引导基金，根据《财政部关于取消豁免国有创业投资机构和国有创业投资引导基金国有股转持义务审批事项后有关管理工作的通知》（财资[2015]39 号）的相关规定可以办理豁免国有股转持义务手续，需要在中国投资协会股权和创业投资专业委员会官网（[www.vcpe.org.cn](http://www.vcpe.org.cn)）或中国证券投资基金业协会官网（[www.amac.org.cn](http://www.amac.org.cn)）填报并公示相关信息，同时将相关信息报送财政部资产管理司，财政部在公示期满或核查确认后 will 公布公示结果，相关公示结果可作为新三板挂牌企业向证券监管部门提交 IPO 申请的附件。

#### 四、 董事、高级管理人员注意避免发生重大变化

根据《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》的相关规定，要求主板、中小板拟上市公司最近 3 年内董事、高级管理人员没有发生重大变化，创业板拟上市公司最近 2 年内董事、高级管理人员没有发生重大变化。近两年来 IPO 申请被否决的案例中，发行审核委员会对上海锦和商业经营管理股份有限公司（以下简称“上海锦和”）和安徽三联交通技术股份有限公司（以下简称“三联交通”，IPO 被否决后，目前已在创业板挂牌，代码：836725）两家公司的管理层重大变化问题均予以了重点关注。在上海锦和 IPO 申请的发行审核会议上，主板发行审核委员会对上海锦和报告期内董事、高级管理人员重大变化情况提出以下问题：请发行人代表从报告期内发行人董事、高级管理人员发生变化的人员比例和人员重要性等方面，进一步说明上述变化是否构成董事、高级管理人员的重大变化，是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第十二条等相关规定。对于三联交通的案例，更是在证监会出具的《关于不予核准安徽三联交通技术股份有限公司首次公开发行股票申请的决定》（证监许可〔2015〕3026 号）中对否决其 IPO 申请的理由予以明确：“你公司第二届董事会由 9 人组成（包括 3 名独立董事）。第二届董事会聘任 7 名高级管理人员，由总经理、5 位副总经理和财务总监组成。截至 2015 年 6 月，你公司第二届董事会中有两名董事离任，聘任的高级管理人员中有总经理及 3 名副总经理离职。上述公司管理层的重大变化，反映出你公司治理结构的稳定性存在不确定的实际问题，可能对你公司持续盈利能力构成重大不利影响，导致你公司不符合《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（证监会令第 99 号）第十四条的规定。”

新三板挂牌企业由于在申请挂牌时即需要设置董事会和高级管理人员等完整的公司治理结构，董事、高级管理人员的人数相较于一般的未上市/挂牌公司要更多，且新三板挂牌企业通常处于企业高速发展期，客观上企业管理层可能会存在调整优化的需要，因此新三板挂牌企业相比于一般的未上市/挂牌公司更容易出现董事、高级管理人员变动的情况。根据证券监管部门保代培训的相关窗口指导要求，虽然判断董事、高级管理人员是否发生重大变化并没有明确的量化指标标准，但要关注董事和高级管理人员的整体变化情况以及董事和高级管理人员的变化对发行人的影响程度，要结合变动原因、相关人员的岗位和作用、对生产经营的影响等因素进行综合判断。如果新三板挂牌企业未来有进行 IPO 申报的计划，我们建议该企业需要更加注意董事、高级管理人员任职的稳定性，尽量避免在 IPO 报告期内大范围地对核心的董事、高级管理人员进行调整，以免后续在 IPO 审核过程中被证券监管机构质疑企业的公司治理结构稳定性。

下一期的文章中，我们将对新三板挂牌企业涉及的挂牌期间股份交易情况、申报前一年新增股东披露、新三板信息披露文件与 IPO 申报文件差异情况等三个问题进行介绍。

## ● 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤智斌律师（+8610-85255525; [bin.zhi@hankunlaw.com](mailto:bin.zhi@hankunlaw.com)）联系。