



## 资本市场法律

### 股东人数穿透尺度

胡耀华 | 杜昕 | 王艺凯 | 叶云婷

《证券法》及相关法规规定严禁擅自公开发行股票（向不特定对象发行股票或向特定对象发行股票后股东累计超过 200 人的，为公开发行股票）。所以，股东人数穿透后是否超过“200 人”是证监会关注重点。对于实践中股东人数的穿透尺度是判断股东人数是否超过 200 人的重要标准，但该等穿透尺度一直不是非常清晰。本文通过对相关法规及案例进行梳理，对 IPO、借壳上市、发行股份购买资产（不构成借壳）、上市公司非公开发行股票（现金认购）、上市公司公开发行股票（配股、增发）、新三板挂牌、新三板定增等资本市场交易的股东人数穿透尺度进行了总结，供大家参考。

#### 第一部分、简述

序号	适用情形	人数穿透尺度
1.	IPO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>穿透的一般原则：</b>对机构股东穿透核查至自然人、上市公司、国资委。               <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>非专项基金：</b>非专门投资于拟上市公司的已备案基金及已登记基金管理人认定为 1 名股东；</li> <li>➢ <b>专项基金：</b>一般应当穿透计算（极个别案例未穿透，如秦安股份(603758)）；</li> <li>➢ <b>有限公司：</b>一般应当穿透计算（个别案例中非专门投资于发行人的有限公司未进行穿透，如兆易创新(603986)）；</li> <li>➢ <b>境外主体：</b>一般不需穿透计算人数，但专门投资于发行人的境外主体一般需要穿透，如兆易创新(603986)；</li> <li>➢ 员工持股平台需穿透至最终自然人。</li> </ul> </li> <li>• <b>可不穿透计算人数的股东具有以下几个特征：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 非专门投资于发行人；</li> <li>➢ 属已备案的基金或基金管理人；</li> <li>➢ 成立时间远早于投资于发行人的时间；</li> <li>➢ 具有其他合理目的，从而可以证明并不存在故意规避 200 人限制的情形。</li> </ul> </li> </ul>
2.	借壳上市	发行股份购买资产构成借壳上市时，交易对方的穿透口径一般如下： <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>发行对象数量限制：</b>穿透后不超过 200 名。</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>交易对方穿透的一般原则：</b>穿透至最终出资的自然人、法人或国资委。 <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>有限公司：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✧ 非专门投资于标的公司的有限公司无需穿透；</li> <li>✧ 专门投资于标的公司的有限公司需要穿透；</li> </ul> </li> <li>➢ <b>基金：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✧ 非专门投资于标的公司的已备案私募基金/私募基金管理人无需穿透；</li> <li>✧ 专门投资于标的公司的已备案私募基金/私募基金管理人一般亦需要穿透（个别案例未进行穿透，如浙大网新(600797)）；</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>• <b>突击入股：</b>即通过现金增资方式在停牌前 6 个月内或停牌期间取得标的资产权益。通常需全部穿透至最终出资的自然人、法人或国资委（包括非专门投资于标的公司已备案私募基金、非专门投资于标的公司的有限公司，均需穿透计算）； <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 停牌前 6 个月内或停牌期间进行的内部老股转让一般无需穿透计算（个别案例也进行了穿透，如新海股份(002120)）。</li> </ul> </li> </ul>
3.	发行股份购买资产（不构成借壳上市）	交易对方的穿透口径与上述借壳上市的口径基本相同。
4.	上市公司非公开发行股票（现金认购）	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>发行对象人数限制：</b>主板、中小板上市公司非公开发行股票的发行人不超过 10 名，创业板上市公司非公开发行股票的发行人不超过 5 名。上述发行对象穿透后所有出资人不得超过 200 人（询价发行的情况除外）。</li> <li>• <b>穿透的一般原则：</b>穿透至自然人、国资委或股份公司。 <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>资管计划、理财产品等：</b>需穿透；</li> <li>➢ <b>有限公司：</b>一般也需穿透（极个别案例未穿透，如启迪桑德(000826)）；</li> <li>➢ <b>股份公司（包括非上市股份公司）：</b>一般不需穿透（个别案例也进行了穿透，如广晟有色(600259)）。</li> </ul> </li> <li>• 根据保代培训内容纪要及相关案例，<b>员工持股计划参与认购的，穿透计算时计作 1 人。</b></li> <li>• <b>询价发行：</b>认购对象管理的资产管理计划或产品仅要求备案，不要求穿透披露或计算。</li> </ul>
5.	上市公司公开发行股票（配股、增发）	没有限制发行对象人数的相关规定。
6.	新三板挂牌	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 穿透标准参照 IPO，股转公司审核中主要关注“持股平台”的设置是否会导致股东人数超过 200 人。 <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>持股平台：</b>需要穿透，一般包括员工持股平台、未备案为私募基金的合伙企业等单纯以持股为目的的合伙企业、公司等持股主体。</li> <li>➢ <b>已备案的契约式基金、资管计划：</b>不需要穿透，认定为 1 名股东。</li> <li>➢ <b>信托计划：</b>由于不受证监会监管，一般需穿透核查至最终出资的自</li> </ul> </li> </ul>

		然人（如奥吉特(836758)）。
7.	新三板定增	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>发行对象人数限制：</b>发行对象不超过 35 名（原股东除外），定增后的直接股东人数不超过 200 人，如超过 200 人则需向证监会公众公司部申请核准。</li> <li>• 单纯持股平台不得参与新三板定增。</li> <li>• 只需计算第一层股东的股东人数，不需要对股东人数进行穿透计算。</li> </ul>

## 第二部分、详述

### 一、主要法规

#### 1. IPO 相关规定

##### 1) 《证券法》（主席令第 14 号，2014 年 8 月 31 日实施）

第十条 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。有下列情形之一的，为公开发行：……（二）向特定对象发行证券累计超过二百人的；

##### 2) 《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第 122 号，2016 年 1 月 1 日实施）

第十八条 发行人不得有下列情形：（一）最近 36 个月内未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行过证券；或者有关违法行为虽然发生在 36 个月前，但目前仍处于持续状态；

##### 3) 《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（证监会令第 123 号，2016 年 1 月 1 日实施）

第二十条 ……发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行证券，或者有关违法行为虽然发生在三年前，但目前仍处于持续状态的情形。

##### 4) 《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，2006 年 12 月 12 日发布）

“三、明确政策界限，依法进行监管

（一）严禁擅自公开发行股票。向不特定对象发行股票或向特定对象发行股票后股东累计超过 200 人的，为公开发行，应依法报经证监会核准。未经核准擅自发行的，属于非法发行股票。

（二）严禁变相公开发行股票。向特定对象发行股票后股东累计不超过 200 人的，为非公开发行。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变相公开方式向社会公众发行。严禁任何公司股东自行或委托他人以公开方式向社会公众转让股票。向特定对象转让股票，未依法报经证监会核准的，转让后，公司股东累计不得超过 200 人。”

##### 5) 《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》（证监会公告[2013]54 号，2013 年 12 月 26 日实施，下称“4 号指引”）

“《证券法》第十条明确规定‘向特定对象发行证券累计超过二百人的’属于公开发行，需

依法报经中国证监会核准。对于股东人数已经超过 200 人的未上市股份有限公司（以下简称 200 人公司），符合本指引规定的，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（以下简称全国股份转让系统）挂牌公开转让等行政许可。对 200 人公司合规性的审核纳入行政许可过程中一并审核，不再单独审核。现将 200 人公司的审核标准、申请文件、股份代持及间接持股处理等事项的监管要求明确如下：

### 一、审核标准

#### （二）股权清晰

200 人公司的股权清晰，是指股权形成真实、有效，权属清晰及股权结构清晰。具体要求包括：

1. ……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’间接持股等情形的，应当按照本指引的相关规定进行规范。

本指引所称‘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。

### 三、关于股份代持及间接持股的处理

#### （一）一般规定

股份公司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’间接持股的安排以致实际股东超过 200 人的，在依据本指引申请行政许可时，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。

#### （二）特别规定

以私募股权基金、资产管理计划以及其他金融计划进行持股的，如果该金融计划是依据相关法律法规设立并规范运作，且已经接受证券监督管理机构监管的，可不进行股份还原或转为直接持股。”

**小结：**在 IPO 审核中，证监会对人数穿透的把握比较严格，在反馈问题中，证监会会要求中介机构核查“发行人追溯到最终自然人或国资主体的股东人数情况”，应要求中介机构对发行人是否存在故意规避 200 人限制的情形发表意见。因此在对 200 人问题进行核查时中介机构会采取较为严格的口径，从设立时间、对外投资情况、主营业务、是否符合惯常的投资安排等方面寻找证据说明相关机构股东并非故意为规避 200 人限制而设立。

## 2. 发行股份购买资产（含借壳上市）相关规定

### 1) 《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（2015 年 9 月 18 日发布）

上市公司实施并购重组中，向特定对象发行股份购买资产的发行对象数量是不超过 10 名还是不超过 200 名？

**答：**上市公司实施并购重组中向特定对象发行股份购买资产的发行对象数量原则上不超过 200 名。

### 2) 4 号指引，见上文

**小结：**发行股份购买资产中交易对方的要求为穿透计算后不超过 200 名，证监会通常要求打

开交易对方中的有限合伙、以持有标的资产股份为目的的公司等，补充披露至最终出资的法人、自然人或国资委，以防止规避发行对象数量限制的情形。此外，证监会还可能另行要求对停牌前6个月突击入股的股东进行穿透，并且通常不能根据4号指引的规定按1名计算。

### 3. 上市公司非公开发行股票相关规定

#### 1) 《上市公司证券发行管理办法》（证监会令第30号，2006年5月8日实施，下称“《发行管理办法》”）

第三十七条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：……（二）发行对象不超过十名。

#### 2) 《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（证监会令第100号，2014年5月14日实施，下称“《创业板发行管理暂行办法》”）

第十五条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：（二）发行对象不超过五名。

#### 3) 《上市公司非公开发行股票实施细则》（证监会公告[2017]5号，2017年2月15日实施）

第八条 《发行管理办法》所称“发行对象不超过10名”，是指认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过10名。证券投资基金管理公司以其管理的2只以上基金认购的，视为一个发行对象。信托公司作为发行对象，只能以自有资金认购。

#### 4) 2015年10月保代培训

2015年10月28日，在北京召开了保荐代表人培训，培训强调了关于非公开发行的证监会窗口指导意见，其中提及：董事会阶段确定投资者，投资者涉及资管计划、理财产品等情况的，在公告预案时即要求穿透披露至最终出资人，所有出资人合计不能超过200人（不适用于员工持股计划参与认购的情形），即不能变为变相公开发行，不能涉及分级（结构化）安排。

**小结：**非公开发行中的发行对象数量计算与最终出资人数量计算是两个层面的问题，需要区分计算。发行对象的数量应符合《发行管理办法》、《创业板发行管理暂行办法》及《上市公司非公开发行股票实施细则》的规定，即主板、中小板上市公司非公开发行股票的发行对象不超过10名，创业板上市公司非公开发行股票的发行对象不超过5名，发行对象中包括证券投资基金管理公司管理的多支基金的，可以合并计算发行对象数量。但穿透核查计算最终出资人的数量是为了规避通过非公开发行突破200人限制从而导致变相的公开发行，根据相关案例，此种情况往往需穿透至自然人、国资委或股份公司，员工持股计划参与认购的，穿透计算时算作1人。

### 4. 上市公司公开发行股票相关规定

#### 1) 《发行管理办法》

第二章公开发行股票的条件之第十二条、第十三条中规定了上市公司向原股东配售股份（即“配股”）和向不特定对象公开募集股份（即“增发”）应符合的相应条件，其中未对发行对象的数量做出规定。

#### 2) 《创业板发行管理办法》

第二节公开发行股票之第十二条、第十三条中亦规定了创业板上市公司配股和增发应符合的

相应条件，也未对发行对象的数量做出规定。

## 5. 新三板挂牌相关规定

### 1) 4号指引，见上文

### 2) 《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第96号，2013年1月1日实施，下称“96号令”)

第三十四条 股东人数超过200人的公司申请其股票公开转让，应当按照中国证监会有关规定制作公开转让的申请文件，申请文件应当包括但不限于：公开转让说明书、律师事务所出具的法律意见书、具有证券期货相关业务资格的会计师事务所出具的审计报告、证券公司出具的推荐文件。公司持申请文件向中国证监会申请核准。

第三十六条 股东人数未超过200人的公司申请其股票公开转让，中国证监会豁免核准，由全国中小企业股份转让系统进行审查。

## 6. 新三板定增相关规定

### 1) 96号令

96号令第39条、第45条规定，新三板挂牌公司定向发行股票发行后股东累计不超过200人的，证监会豁免核准，发行对象需为公司原股东、公司的董监高和核心人员及合格投资者，且发行对象不超过35人。

### 2) 《全国中小企业股份转让系统股票发行业务指南》(2013年4月25日发布)

该规定对“发行后股东人数累计不超过200人”作出了明确，即“是指股票发行方案确定或预计的新增股东人数(或新增股东人数上限)与审议本次股票发行的股东大会规定的股权登记日在册股东人数之和不超过200人”。根据该规定，在新三板定增中不需要对股东人数进行穿透计算。

### 3) 《非上市公众公司监管问答——定向发行(二)》(2015年11月24日发布)

明确“单纯以认购股份为目的而设立的公司法人、合伙企业等持股平台，不具有实际经营业务的，不符合投资者适当性管理要求，不得参与非上市公众公司的股份发行”。定增中禁止持股平台作为认购对象叫停了新三板定增中以设置持股平台规避发行对象人数要求的行为，在新三板定增中不需要对发行对象穿透核查的前提下可防止监管套利。

## 二、案例

### 1. IPO

公司简称	过会时间	股东情况	穿透处理
基蛋生物 (603387)	2017年6月13日	共16名股东，包含1个员工持股平台、4个基金、2个基金管理人、1个普通	(1) 4个基金已完成备案，且不是专门为投资发行人而设立，认定为4个股东，未穿透计算股东人数，但对其穿透至自然人、国资主体的股权结构进行了披露。

		合伙企业、8名自然人股东	<p>(2) 其他主体（包含2个有限责任公司形式的已备案基金管理人）均穿透至最终自然人股东，认定发行人累计股东人数为79人。</p> <p><b>汉坤注：本案例中对已备案的私募基金管理人亦进行了穿透计算，可能是因其穿透后股东人数较少，是否穿透不会对结论造成影响，因此律师采取了更严格的标准对基金管理人进行穿透计算。</b></p>
秦安股份 (603758)	2017年3月21日	共104名股东，包含1个员工持股平台，5家基金及98名自然人股东	<p>补充法律意见中披露，本案例中存在同一基金管理人专门为投资发行人设立的基金的情形，但律师认为均系正常投资行为，均按1人进行认定，不存在规避未经核准向特定对象发行证券累计超过200人的情形。</p> <p><b>汉坤注：本案例中，5只基金分别有63名、7名、162名、10名、32名最终投资人，如穿透计算最终持股人数将导致超过200人。本案例的过会说明证监会在审核是否超200人问题上会实质判断相关股权结构是否存在规避200人问题的情形，如存在合理证据，即使属于专门为投资发行人设立的基金的情形，也存在被认定为1个股东的可能。</b></p>
英飞特 (300582)	2016年10月28日	共9名股东。包含1名自然人股东，2个员工持股平台，6个机构股东	<p>(1) 2个员工持股平台穿透至最终自然人股东。</p> <p>(2) 6个机构股东中，3个是已备案的基金，均认定为1个股东；另外3个系为投资发行人而专门设立的合伙企业，均穿透计算股东人数。</p> <p><b>汉坤注：本案例中律师未说明3个为投资发行人专门设立的合伙企业的基金备案情况，但我们查询，其中2个在律师发表法律意见时就已经进行了基金备案。</b></p>
步长制药 (603858)	2016年7月13日	共49名股东。包括4个员工持股平台，15个经备案私募基金，1家基金管理人，8个有限公司，6个未备案合伙企业，15家境外股东	<p>(1) 4个员工持股平台穿透至最终自然人计6人。</p> <p>(2) 其他机构股东区分是否专门为投资发行人而设立，如是，则进行穿透，穿透至自然人和非单纯为投资发行人为目的的主体；如否，则计为1人不再穿透。</p> <p><b>汉坤注：按照上述分类原则，所有境外股东均未进行穿透，有限公司亦未进行穿透。3个已备案的专项基金进行了穿透，2个未经备案的合伙企业也进行了穿透。</b></p>
兆易创新 (603986)	2016年03月02日	1名自然人股东，3个员工持股平台，16机构股东（10个	<p>(1) 3个员工持股平台穿透至最终自然人股东。</p> <p>(2) 对于其他16个机构股东，律师按照除发行人外是否有其他投资案例进行分类，有其他投资案例的未穿透，无其他投资案例的进行了穿透计算。</p>

	已登记/备案基金管理人/基金，2个境内有限公司，4个境外股东)	最终股东人数认定为106人。 <i>汉坤注：本案例中的机构的情况比较特殊，机构股东中除已备案的私募基金或基金管理人外，还存在同方华清、启迪孵化器2个普通有限公司及4个境外有限公司，律师未按照是否为基金或基金管理人划分是否为投资机构，而是核查相关企业的主营业务及是否投资其他主体，对未投资其他主体的1个境内有限公司和1个境外有限公司进行了穿透。</i>
--	---------------------------------	--

## 2. 发行股份购买资产（构成借壳上市）

公司简称	方案简介	过会时间	是否属于突击入股	穿透处理
鼎泰新材 (002352)	顺丰控股借壳鼎泰新材上市（重大资产置换及发行股份购买资产）	2016年10月11日	否	(1) 穿透至自然人、国资委、非专门投资于标的公司的有限公司，穿透计算后为115人； (2) 若停牌前6个月及停牌期间以现金形式增资需穿透直至最终出资的自然人、法人或国资委。 <i>汉坤注：该案例中不存在属于突击入股的以现金增资的情形，故无需穿透计算。</i>
新海股份 (002120)	韵达货运借壳新海股份上市（重大资产置换及发行股份购买资产）	2016年11月8日	否	穿透至自然人、法人或国资委，穿透计算后为176人。 <i>汉坤注：停牌前6个月外增资入股的已备案非专项私募基金以及停牌前6个月内受让老股入股标的的已备案私募基金一般不需穿透，但该案例中也被穿透合并计算，采取了更为严格的标准。</i>
ST天仪 (000710)	贝瑞和康借壳ST天仪上市（发行股份并支付现金购买资产）	2017年4月26日	是	(1) 穿透至自然人、国资委、非专门投资于标的公司的有限公司、非专门投资于标的公司的已备案私募基金； (2) 停牌前6个月及停牌期间以现金形式增资需穿透至最终出资的自然人、法人或国资委合并计算。 最终穿透后合计为145人。 <i>汉坤注：该案例中属于突击入股的非专门投资于标的公司的已备案私募基金亦被穿透计算。</i>



### 3. 发行股份购买资产（不构成借壳上市）

公司简称	方案简介	核准时间	是否属于突击入股	穿透处理
天源迪科 (300047)	发行股份及支付现金购买维恩贝特 94.8428%股份	2017年 4月27 日	是	(1) 穿透至自然人、国资委、非专门投资于标的公司的有限公司、非专门投资于标的公司已备案私募基金； (2) 停牌前6个月以现金形式增资需穿透至最终出资的自然人、法人或国资委。 最终穿透后合计为102人。 <b>汉坤注：该案例中突击入股的非专门投资于标的公司的已备案私募基金亦被穿透计算。</b>
浙大网新 (600797)	发行股份及支付现金购买华通云数据80%股权	2017年 6月14 日	否	(1) 穿透至自然人、国资委、非专门投资于标的公司的有限公司、已备案私募基金； (2) 若停牌前6个月及停牌期间以现金形式增资需穿透至最终出资的自然人、法人或国资委。 最终穿透计算后为49人。 <b>汉坤注：该案例中停牌期间的股权转让系合伙人内部权益转让，故无需穿透计算。</b>
中际装备 (300308)	发行股份购买的苏州旭创 100%股权	2017年 3月8 日	是	(1) 穿透至自然人、国资委、非专门投资于标的公司的有限公司、非专门投资于标的公司已备案私募基金； (2) 停牌前6个月及停牌期间取得标的权益需穿透至最终出资的自然人、法人或国资委合并计算。 最终穿透后合计为152人。 <b>汉坤注：该案例中突击入股的非专门投资于标的公司的已备案私募基金亦被穿透计算。</b>
世纪华通 (002602)	发行股份购买菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权以及点点北京100%股权，支付现金购买点点开曼40%股权	2016年 12月22 日	否	穿透至自然人、法人、国资委、已备案私募基金，穿透计算后为3人。 <b>汉坤注：该案例中停牌前6个月内取得交易对方（有限合伙）合伙权益的方式为老股转让，故未进行穿透计算。</b>

#### 4. 上市公司非公开发行股票（现金认购）

公司简称	方案简介	审核通过时间	穿透处理
罗莱生活 (002293)	发行对象为上海伟发投资控股有限公司、苏州绍元九鼎投资中心（有限合伙）、苏州启利九鼎投资中心（有限合伙）、苏州弘泰九鼎创业投资中心（有限合伙）、九泰基金管理有限公司，共 5 名特定对象，均以现金认购。定价基准日为董事会会议决议公告日，锁价发行。	2017 年 3 月 6 日	(1) 有限公司穿透至自然人和公募基金产品； (2) 有限合伙穿透至国资委、上市公司、股份公司和自然人。 穿透后共 42 个出资主体。
启迪桑德 (000826)	发行对象包括珠海启迪投资管理有限公司、珠海启迪绿源资本管理有限公司、西藏清控资产管理有限公司、南通金信灏海投资中心（有限合伙）、西藏桑德投资控股有限公司、嘉实基金管理有限公司、汇添富基金管理股份有限公司、邦信资产管理有限公司、启迪桑德第一期员工持股计划，共 9 名特定对象，均以现金认购。定价基准日为董事会会议决议公告日，锁价发行。	2016 年 12 月 28 日	(1) 第一层有限公司穿透至股东（仍为有限公司）； (2) 有限合伙穿透至有限公司和自然人； (3) 资管计划和理财产品穿透至自然人、股份公司、证券有限公司、非营利组织、全国社保基金、年金计划； (4) 员工持股计划计作 1 个认购主体。 穿透后共 53 个出资主体。 <b>汉坤注：该案例中第一层有限公司的上层股东股权结构较为复杂，有限公司一般本应完全穿透，但该案例中均未完全穿透。</b>
华资实业 (600191)	发行对象为包头草原糖业（集团）有限责任公司、九州证券设立的“九州增发二期”集合资产管理计划、中信信诚设立的“中信信诚·华实金融投资 1 号”专项资产管理计划、新时代证券设立的“新时代华资实业定增 1 号”集合资产管理计划、前海金鹰资管设立的“前海金鹰粤通 36 号”专项资产管理计划、北京郁金香股权投资中心（有限合伙），共 6 名特定对象，均以现金认购。定价基准日为董事会会议决议公告日，锁价发行。	2016 年 7 月 23 日	(1) 资管计划、有限合伙均穿透至自然人； (2) 上市公司控股股东包头草原糖业(集团)有限责任公司(系有限公司)未穿透。 穿透后共 62 个出资主体。 <b>汉坤注：该案例中的发行对象之一上市公司控股股东包头草原糖业(集团)有限责任公司系有限公司，但未进行穿透。</b>

广晟有色 (600259)	发行对象为公司控股股东广东省广晟资产经营有限公司、广发证券资产管理（广东）有限公司作为管理人管理的定向资管计划（ <i>员工持股计划</i> ）、国华人寿保险股份有限公司、上海珺容投资管理有限公司作为管理人管理的珺容战略资源1号基金以及刘益谦，共5名特定对象，均以现金认购。定价基准日为股东大会决议公告日，锁价发行。	2016年 7月6 日	(1) 第一层有限公司穿透至国资委； (2) 第一层股份公司穿透至自然人和上市公司实际控制人； (3) 基金产品穿透至自然人； (4) 员工持股计划穿透披露共267人，但计作1个认购主体。 穿透后共29个出资主体。 <b>汉坤注：该案例中股份公司国华人寿保险股份有限公司也进行了穿透，可能系因该股份公司股权结构比较简单。</b>
闽发铝业 (002578)	发行对象为黄文乐、黄文喜及上海兴富创业投资管理中心（有限合伙），共3名特定对象，均以现金认购。定价基准日为董事会决议公告日，锁价发行。	2016年 3月18 日	有限合伙穿透至自然人、股份公司。 穿透后共38个出资主体。
晶盛机电 (300316)	发行对象为不超过五名特定投资者，均以现金认购。定价基准日为发行期首日， <b>询价发行</b> 。 最终确定的发行对象为中国北方工业公司、绍兴万林股权投资基金合伙企业（有限合伙）、华安基金管理有限公司、广州金控资产管理有限公司。	2016年 4月29 日	私募基金产品或资管计划均已在中国证券投资基金业协会完成登记和备案。 因该案例为询价发行，故基金产品、资管计划未穿透计算。

## 5. 新三板挂牌

公司简称	挂牌时间	股东情况	穿透处理
思路名扬 (870830)	2017年1 月23日	为6名自然人、 1个员工持股平台、 1只契约式基金和1 只合伙制基金	(1) 对员工持股平台进行了穿透，认定为31人； (2) 契约式基金和合伙制基金股东均已在基金业协会备案，未穿透计算。
永顺生物 (839729)	2016年10 月27日	158名自然人股东、 5家法人股东	(1) 前三大股东现代农业集团、农科集团和动物卫生研究所均为独立的企业法人或事业单位法人，不是金融机构或私募投资基金，亦非专门为了持有永顺股份股权而设立的持股平台，均未穿透； (2) 广东中科、东莞中科为已备案私募基金，均未穿透。

奥吉特 (836758)	2016年3月11日	公司含12个法人股东，9个自然人股东，其中包含1个信托计划股东	反馈问题要求律师核查信托代持的具体情况。 信托计划的委托人包括9名自然人和1个有限公司股东，对有限公司股东穿透至最终自然人的情况进行了披露，认为公司不存在实际股东人数（全部追溯至自然人）超过200人的情形。 <b>汉坤注：由于信托计划并不受证监会监管，不属于4号指引特别规定中可不进行股权还原的金融计划，采取穿透计算口径较为合理。</b>
-----------------	------------	---------------------------------	---

## 6. 新三板定增

公司简称	方案简介	发行时间	穿透处理
宁远科技 (834750)	发行对象共有2名，分别为深圳市盈信德诚一号投资管理企业（有限合伙）、深圳市远致创业投资有限公司	2017年4月20日	按第一层股东计算人数，没有对发行对象或原股东进行穿透。发行对象不含持股平台。
飞拓无限 (870104)	发行对象1名，为原股东上海德睦投资中心（有限合伙）	2017年3月16日	按第一层股东计算人数，没有对发行对象或原股东进行穿透。发行对象不含持股平台。

## ● 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。

如需咨询任何相关问题或针对本文发表任何意见，请联系汉坤**胡耀华**律师（+86 10-85254655; [yaohua.hu@hankunlaw.com](mailto:yaohua.hu@hankunlaw.com)），或您日常对接的其他汉坤律师。