

## 资本市场法律热点问题

### “新三板”的新时代

2012年9月28日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）公布了《非上市公众公司监督管理办法》，该办法自2013年1月1日起施行。2013年1月4日，中国证监会发布了《非上市公众公司监督管理办法》的配套文件。2013年2月2日，中国证监会颁布并实施了《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》。2013年2月8日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称“全国股份转让系统公司”）公布了《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》、《关于发布全国中小企业股份转让系统相关业务规定和细则的通知》及附件、《关于发布全国中小企业股份转让系统相关业务指引的通知》及附件等一系列业务规则。上述办法和业务规则（以下统称“新三板新规则”）搭建了新三板市场新的业务规则体系，为新三板从区域性试点转为面向全国奠定了法律基础。在新制度和试点园区扩容双重推力下，新三板步入新时代。

#### 一、 新三板的发展历程及新规则出台的背景

中国的三板市场起源于经中国证监会批准于2001年6月12日正式开办的“股权代办转让系统”，当时的三板市场一方面为退市后的上市公司股份转让提供继续流通的场所，另一方面也解决了原STAQ、NET系统历史遗留的数家公司法人股流通问题。

2006年1月16日，中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》，规定中关村科技园区的部分非上市股份有限公司股份可进入三板市场进行挂牌转让。2006年1月23日，北京中关村科技园区非上市股份有限公司世纪瑞尔（430001）和中科软（430002）正式挂牌股份报价转让系统，这是三板市场首次出现两家非公开发行股份的公司，也是2002年以来三板市场首次出现非沪深交易所退市的公司。因挂牌企业均为高科技企业而不同于原转让系统内的退市企业及原STAQ、NET系统挂牌公司，为区别于原三板市场，中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统被称为“新三板”。

针对新三板试点运行过程中暴露的问题，2009年中国证券业协会先后发布了修订后的《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法（暂行）》及相关规则文件、配套操作性文件（以下统称“新三板旧规则”），构成了新三板的初始规则体系。

2012年8月3日，经国务院批准，扩大新三板的试点范围。除北京中关村科技园区外，首批扩大试点新增上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区、天津滨海高新区等三个科技园。2012年9月7日，来自上海张江高新区、天津滨海高新区、武汉东湖高新区及北京中关村科技园区的8家企业在北京集体挂牌，进入全国股份转让系统进行股份报价转让，新三板扩容正式拉开帷幕。

2012年9月20日，经国务院批准设立的首个全国性场外市场证券交易场所——全国股份转让系统公司注册成立，该公司为我国第一家公司制证券市场组织机构，系新三板交易平台，其承担起全国场外市场建设、发展和运营管理的职责，为非上市股份公司股份的公开转让、融资、并购等相关业务提供服务。

如前所述，2012年9月至2013年2月期间，中国证监会、全国股份转让系统公司陆续发布了新三板的若干规定，建立了全国场外市场规范运行的法律框架。以往新三板市场由于制度存在缺陷发展缓慢，不能发挥其作为多层次资本市场基础的作用，为加快新三板市场的发展及建设多层次资本市场，并为中国证监会推出的解决A股IPO堰塞湖问题提供分流通道，有必要针对此前限制新三板发展的缺陷和限制对新三板制度进行改革、创新并进行完善，新三板新规则由此应运而生，其制定标志着新三板正式从以前的区域性市场转变为全国统一的场外交易市场。

#### 二、 新三板新规则的突破

与新三板旧规则相比，新三板新规则有以下主要修订：

##### （一） 确认挂牌公司股东人数可以超过200人并扩大挂牌公司范围

此前股东人数不得超过200人始终是制约现有新三板发展的主要因素之一，《非上市公众公司监督管理办法》突破了非上市公众公司的股东人数不得超过200人这一限制，《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》则对《非上市公众公司监督管理办法》的上述突破做了进一步明确，将新三板挂牌公司定义为“非上市公众公司”，“股东人数可以超过200人”，并规定“需接受中国证监会的统一监督管理”。

此外，新三板新规则扩大了挂牌公司的范围，即挂牌公司不限于高新技术企业，且不要求主营业务突出，而仅要求业务明确。

##### （二） 转换自律性管理主体并探索自律监管方式，挂牌程序有差异

新三板新规则明确将新三板的自律性管理主体由中国证券业协会转换为全国股份转让系统公司，并赋予全国股份转让系统公司具有更加市场化的运作机制，更加充分的自主权和更加广阔的政策空间，充分授权全国股份转让系统公司自主制定挂牌条件、转让方式、主办券商管理等各项基本业务规则。

新三板新规则转换了自律管理主体，且规定非上市公众公司需接受中国证监会的监管，因此新三板新规则和新三板旧规则在挂牌流程中的监管部门审批环节有所不同，根据新三板新规则，公司在取得全国股份转让系统公司同意挂牌的审查意见及中国证监会核准文件后方可办理股票登记、托管及挂牌手续。

### (三) 增加股票转让方式，建立市商制度

新三板新规则规定了多种股票转让方式，包括协议方式、做市方式、竞价方式或其他中国证监会批准的转让方式，其中做市方式系新三板市场参与者翘首以盼交易制度，采用此方式的，须有 2 家以上从事做市业务的主办券商（即“做市商”）为其提供做市报价服务，做市商应当在全国股份转让系统持续发布买卖双向报价，并在报价价位和数量范围内履行与投资者的成交义务。做市商制度不仅仅是一种市场交易制度，更是整个‘新三板’市场运行的核心。

### (四) 划定机构投资者参与门槛，允许个人投资者参与新三板市场

新三板新规则划定了机构投资者参与新三板市场的门槛，即注册资本 500 万元人民币以上的法人机构以及实缴出资总额 500 万元人民币以上的合伙企业，可申请参与新三板市场，此外，集合信托计划、证券投资基金、银行理财产品、证券公司资产管理计划，以及由金融机构或者相关监管部门认可的其他机构管理的金融产品或资产，可以申请参与挂牌公司股票公开转让。为了让具有投资实力的自然人也可以参与新三板市场，提高新三板市场交易活跃程度，新三板新规则突破旧规则对挂牌公司自然人股东的限定（可参与挂牌公司股份报价转让的自然人股东为通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人及因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人），确定具有一定证券类资产和证券投资经验、专业背景或培训经历的自然人可申请参与挂牌公司股票公开转让。

### (五) 降低交易数量

新三板旧规则规定的委托股份数量较高，每笔委托股份数量需为 3 万股以上。为了提高新三板市场的流动性，新三板新规则降低了交易数量，买卖挂牌公司股票，申报数量只需为 1000 股或其整数倍，同时，全国股份转让系统公司还可以根据市场需要，调整股票单笔买卖申报数量的最小变动单位。

### (六) 信息披露要求更严格

规范信息披露系新三板目前的审核核心之一，新三板新规则对于信息披露的要求更严格和更详细，部分要求与新三板旧规则有差异，如需发布临时

报告的重大事项不同；对于年度报告的财务报告，新三板旧规则和新三板新规则均要求经会计师事务所审计，但新三板新规则要求进行审计的会计师需具有证券期货相关业务资格。

### (七) 定向发行引进“储架发行”制度并可简化程序

新三板新规则扩大了挂牌公司定向发行的对象，并调整定向发行的程序，引进“储架发行”制度，即允许一次申请分期发行，即自中国证监会予以核准之日起，公司应当在 3 个月内首期发行，剩余数量应当在 12 个月内发行完毕。同时，新三板新规则针对特定的定向发行简化程序，即公众公司向特定对象发行股票后股东累计不超过 200 人的，或者公众公司在 12 个月内发行股票累计融资额低于公司净资产的 20%的，豁免向中国证监会申请核准，但每次发行后 5 个工作日内将发行情况报中国证监会备案。

### (八) 实施优胜劣汰

虽然新三板旧规则有涉及挂牌公司终止股份挂牌的事项，但相对比较宽松，如规定对未在规定期限内披露年度报告或连续三年亏损的公司，实行特别处理。新三板新规则规定挂牌公司应当符合全国股份转让系统持续挂牌条件，不符合持续挂牌条件的，全国股份转让系统公司应当及时作出股票暂停或终止挂牌的决定，及时公告，并报中国证监会备案，此外，挂牌公司如不按规定履行信息披露义务、聘请主板券商履行持续督导义务也会被全国股份转让系统公司终止其股票挂牌。

## 三、 简评

新三板新规则在多个方面创新和突破以及对新三板市场制度的完善，将会促使新三板吸引更多的挂牌企业和投资，提高新三板市场的交易活跃程度，从而调整中国多层次资本市场资本市场的格局。

虽然新三板制度建设目前已经取得较大成就，但仍面临着诸多挑战，部分问题仍待中国证监会出台相关的文件予以确定，如在《管理办法》实施前股东人数为二百人以上的股份公司具体怎样“依照有关法律法规进行规范”以及如何“经中国证监会确认”，新三板如何实现与主板、创业板和中小板等市场的有效衔接，做市商制度如何进一步规范化等。我们将对此予以持续关注，欢迎随时与我们探讨。

曲惠清 合伙人 Tel: 8610 8519 1281 Email: quhq@junhe.com

方海燕 律师 Tel: 8620 2805 9058 Email: fanghy@junhe.com