

资本市场法律热点问题

拟 IPO 企业的新三板之路

根据中国证监会网站披露的信息，截至 2014 年 6 月 5 日，处于正常审核状态的 IPO 排队企业共 619 家，按照中国证监会目前拟定的主板/中小板、创业板发审会每周分别召开一次、每次会议大致审议 2 家企业的节奏，消化现有排队企业至少需要二、三年的时间。拥堵的境内 IPO 之路迫使拟 IPO 企业另觅出路，而在全国中小企业股份转让系统（以下简称“全国股份转让系统公司”）挂牌公开转让股票（以

以下简称“新三板挂牌”）基于以下优势正成为其中最具有吸引力的通路之一：

一、 新三板挂牌门槛较低

与主板/中小板、创业板首次公开发行上市（以下简称“上市”）条件相比，新三板挂牌条件更为宽松，没有实质性财务指标且多为定性要求。新三板挂牌条件和上市条件主要区别如下：

项目	新三板	主板、中小板	创业板
主体资格	依法设立且存续满两年的非上市股份公司，股东人数可超 200 人	依法设立且持续经营时间三年以上（但经国务院批准的除外）的股份有限公司	依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司
财务指标	具有持续经营能力	最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过 3,000 万元 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5,000 万元，或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过 3 亿元	标准一：最近 2 年连续盈利，最近 2 年净利润累计不少于 1,000 万元 标准二：最近 1 年盈利，最近 1 年营业收入不少于 5,000 万元
资产	没有要求	最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于 20% 且不存在未弥补亏损	最近一期末净资产不少于 2,000 万元且不存在未弥补亏损
股本	没有要求	发行前股本总额≥3000 万元；发行后总股本≥ 5000 万	发行后总股本≥3000 万元
主营业务	业务明确	主营业务突出，且最近 3 年内没有发生重大变化	主要经营一种业务，且最近 2 年内没有发生重大变化
公司治理	公司治理机制健全，合法规范经营（三会一层，不强制要求设董秘）	具有完善的公司治理结构	具有完善的公司治理结构
实际控制人	没有要求	最近 3 年内未发生变更	最近 2 年内未发生变更
董事及管理层	没有要求	最近 3 年内没有发生重大变化	最近 2 年内没有发生重大变化

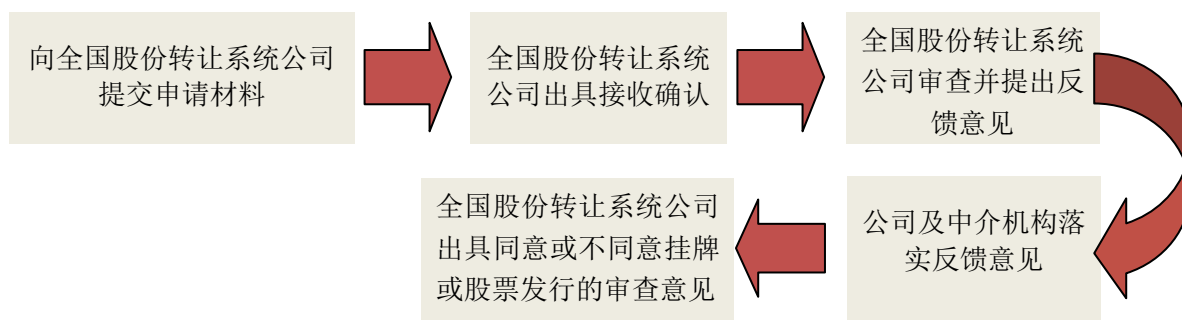
二、 新三板挂牌流程简单

上市流程较为复杂，所需时间较长，且前两年上市审核速度放缓甚至暂停，大量企业排队等待审核发行形成堰塞湖。而新三板挂牌流程简单，且全国股份转让系统公司不限制挂牌规模，也不调控挂牌节奏，企业最快 4-6 个月即可完成新三板挂牌的全部工作。

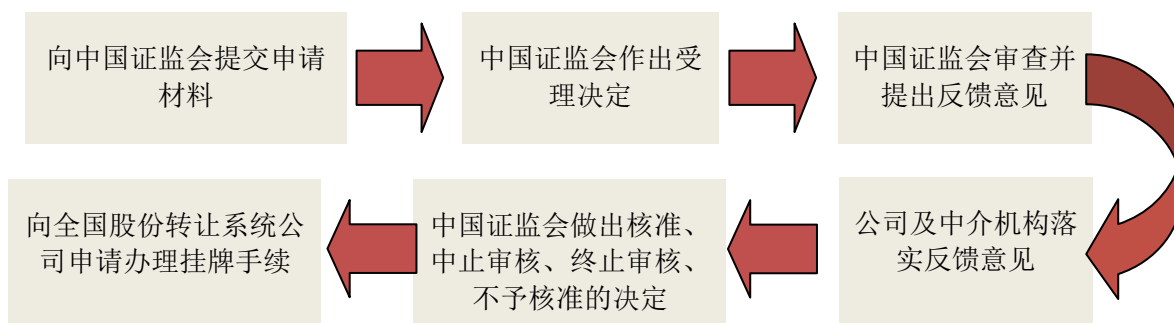
企业在申请新三板挂牌前，如为有限责任公司，亦如上市，需先变更为股份有限公司，此后，企业

董事会、股东大会就申请挂牌事项作出决议，企业及中介机构制作挂牌申请文件（包括公开转让说明书、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等）。由于对于股东人数不超过 200 人的股份公司申请挂牌，证监会豁免核准，不再进行“事前”审核，也不出具批复文件，由全国股份转让系统公司进行自律审查，因此企业根据申请挂牌时股东人数是否超过 200 人，将履行不同的申请程序，具体如下：

1、 如申请挂牌时股东人数未超过 200 人



2、 如申请挂牌时股东人数超过 200 人



三、 新三板挂牌成本低

新三板挂牌和运作成本包括挂牌费用（包括改制费用、中介机构费用等）和挂牌后费用（包括信息披露费用、持续督导费用等）。相比企业上市的成本，新三板挂牌无需支付高额的承销费用，且因为流程简单耗时较短，也避免了多次进行申报材料更新而增加的中介费用。此外，由于在新三板挂牌的信息披露标准低于上市公司信息披露标准（如不强制披露季度报告，需披露临时报告的情形较少等），在新三板挂牌的运作成本也相对较低。

四、 通畅的融资渠道

融资是企业 IPO 的一个重要目的，而境内 IPO 动辄两三年的排队时间极可能使企业因资金未能及时到位而错失发展良机。而企业在新三板挂牌，可通过债权融资及股权融资两种方式更快速地进行融资。

在股权融资方面，新三板挂牌公司目前主要是采取定向增发方式进行融资。公司在新三板挂牌后更容易受到 PE、VC 等股权投资机构的关注和提升估值，而新三板定向发行制度所采取的“储架发行”

制度（即允许一次核准分期发行，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）、融资豁免制度（挂牌公司向特定对象发行股票后股东累计不超过 200 人的，中国证监会豁免核准，由全国中小企业股份转让系统自律管理）等制度使企业可快捷的完成定向发行。

在债权融资方面，首先，企业经中介机构规范、建立完善的公司治理及信息披露制度，且由监管部门审查后挂牌，其信用水平将得到有效提升，这对企业获得较低利率的银行贷款、更高的银行授信额度、无担保贷款等都大有裨益；其次，新三板挂牌公司目前可以通过发行中小企业私募债进行债券融资，此外监管部门正在制定挂牌公司发行可转债的相关规则，未来新三板挂牌企业有望可以公开发行可转债。

五、 有效的退出机制

作为全国统一场外市场，新三板通过市场价格反映公司股份的价值，从而既使股东所持新三板挂牌企业股份的价值得到充分反映，也可通过股份转让机制解决 PE、VC 等股权投资机构的退出渠道问题，创业股东也可在需要进行一定程度的减持以套现。

新三板挂牌企业的股份转让方式目前主要为协议方式、做市方式、竞价方式。其中，全国股份转让系统于 2014 年 6 月 5 日发布并实施《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定(试行)》，新三板挂牌公司股票做市转让业务的基本制度框架形成，做市转让方式拟于 2014 年 8 月份正式实施，整个市场的流动性和成交活跃度将因此大幅提高，同时在此方式下还可代投资者估值。

此外，正在征求意见的《非上市公众公司收购管理办法》和《非上市公众公司重大资产重组管理办法》出台后，新三板挂牌企业的原股东还可以通过被收购的方式实现退出。

六、 转板绿色通道

对于拟上市企业来说，最关注的问题之一莫过于如何尽快成功上市。截至目前，新三板挂牌企业完成 IPO 的企业有 8 家，久其软件在中小板上市，北陆药业、世纪瑞尔、佳讯飞鸿、紫光华宇、博晖创新、东土科技、安控科技 7 家企业在创业板上市，但该等公司上市并无特殊待遇，仍照 IPO 常规标准申请上市。根据《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，日后新三板挂牌企业达到股票上市条件后有望走转板绿色通道，无需经中国证监会发行审核，直接向证券交易所申请股票上市交易，从而在大大地节约时间成本的同时也可避免首发申请不被核准的风险。

对于部分未达到上市条件（如尚未盈利）的企业来说，新三板这一绿色通道还可能是境内 IPO 的必经之道。为扭转京东等优质互联网企业纷纷弃 A 股而赴美上市的尴尬局面，中国证监会拟在创业板建立单独层次供尚未盈利的互联网和高新技术企业发行上市。而鉴于尚未盈利的互联网和科技创新企业风险较大，监管层计划要求企业在创业板单独层次发行上市前在新三板挂牌一年，接受市场和社会监督，提高规范运作水平。若然如此，在新三板挂牌就是尚未盈利的互联网和科技创新企业在创业板单独层次上市的必经之路。

除上述优势外，企业在新三板挂牌后，能够像上市公司那样实施股权激励，通过授予管理层、核心技术人员期权、股权的方式，引进、稳定核心员工；在全国性市场中挂牌成为公众公司，还有利于树立公司良好的公众形象，增加品牌的价值，增强供应商和客户的信心；企业挂牌后在券商的督导下规范运行，也有利于为后续资本运作打下良好基础。

基于上述，对于境内 IPO 排队企业及计划境内 IPO 但尚未排上队占上位的拟上市企业来说，在目前的形势下，选择先行在新三板挂牌有诸多益处，难度不大且成本不高，不失为一个好选择。

曲惠清 合伙人 电话：86-10 8519 1281 邮箱地址：quhq@junhe.com
方海燕 合伙人 电话：86-20 2805 9058 邮箱地址：fanghy@junhe.com
刘鑫 律师 电话：86-10 8519 1222 邮箱地址：liuxin@junhe.com
张焕彦 律师 电话：86-20 2805 9061 邮箱地址：zhanghuanyan@junhe.com