

Policy Brief No. 2013.001

Jan. 10th, 2013

鲁桐

Lutong0525@vip.sina.com

吴国鼎

Wuguoding01@sina.com

本文已经发表在《证券日报》，2012年12月3日

非上市公众公司监督管理办法：意义及需要进一步解决的问题

吴国鼎、鲁桐

经过近4个月征求意见，中国证监会最近正式发布了《非上市公众公司监督管理办法》，标志着非上市公众公司监管纳入法制轨道。

《管理办法》对发展我国多层次资本市场的意义

《管理办法》的推出标志着多层次资本市场体系的制度建设框架已基本确立，对于完善多层次资本市场尤其是包括新三板在内的场外交易市场建设，支持中小企业、小微企业的股本融资、股份转让等活动，具有积极而深远的意义。

一是明确了监管边界。根据《管理办法》，非上市公众公司是指：（1）股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人；（2）股票以公开方式向社会公众公开转让，且其股票未在证券交易所上市交易的股份有限公司。这就明确了监管边界，标志着非上市公众公司监管将纳入法制轨道。

二是放松行政管制，简化许可程序。《管理办法》本着“简化行政许可、放松管制”的理念，对非上市公众公司准入采取简易核准，在准入条件和准入程序上与公开发行并上市相比有较大的差异。一方面，在准入条件上，不设财务指标，重点要求公司股权明晰，合法规范经营，公司治理机制健全，履行信息披露义务。另一方面，在准入程序上，不设类似于发审委的组织，也不实行保荐制，核准程序大大简化。

三是突破了股东人数200人的限制，允许非上市公众公司股票公开转让和发行。规定除公司股东、高级管理人员与核心人员以外，特定对象的市场参与主体不局限为机构

投资者，而是扩展为符合投资者适当性管理规定的自然人投资者、法人投资者及其他经济组织，允许非上市公众公司股票转让和发行向个人投资者开放。这对于创新型的非上市公众企业更有利于实行股权激励计划留住核心人才、对于发展中的非上市公众企业更则有利于融资并扩大规模。

四是建立储架发行制度和快速融资豁免制度，将有效提高中小企业的融资速度与资金使用效率。

五是在信息披露方面，本着“突出重点、降低成本”的原则，一方面简化了信息披露要求，另一方面要求非上市公众公司强化投资者关心的公司核心竞争力和风险因素的披露。同时对于公司违规行为制定了严格的惩罚措施。

需要进一步解决的问题

《管理办法》是适应我国现阶段场外交易市场尤其是新三板的发展而制定的，但是仍然有一些需要进一步改进和完善的地方。

1、挂牌交易企业的融资问题

目前的中小企业尤其是民营中小企业的融资难问题已经成为全国性的问题。尤其是在现阶段宏观经济形势不好的状况下，资金问题已经成中小企业发展中面临的瓶颈。

不可否认，企业在场外交易场所挂牌有利于其改进和完善公司治理。提高企业知名度，提高股权流动性，但事实上，现有的达不到在股票交易所上市条件的企业，意图在场外交易市场挂牌交易的主要目的就是融资。因此，包括新三板在内的场外交易市场的制度规定和措施制定的首要目的就是有利于挂牌交易企业的融资。

但是我国场外交易市场在提高企业融资能力等方面，还有待加强。现阶段在场外交易市场挂牌企业的融资途径，一是场内的定向增资，一个是场外跟投资者的接触。但这两方面都难以令人满意。事实上，企业在包括新三板在内的场外交易上挂牌以后的融资能力并没有改进多少，企业的融资需要并没有得到满足。这当然有企业本身质量达不到标准，不能从银行贷款或者不能吸引其他投资者的原因，但是交易市场的制度安排，以及交易所方面为公司进行融资所做的努力还不够也是其中的一个重要原因。因此有必要围绕如何提高企业融资能力出台更多的制度和措施，这是目前中国场外交易市场能够得以发展的根本所在。

2、适当投资者问题

《管理办法》建立投资者适当性制度，要求参与者具备相应的风险认知和承受能力。如非上市公众公司定向发行须与发行对象签订包含风险揭示条款的认购协议，进一步强化投资者“风险自担、买者自负”的理念，切实降低系统性风险。同时《管理办法》对公司的股票的发行对象范围和人数都进行了限制。规定公司在确定发行对象数量时，除公司股东外，其他发行对象合计不得超过35人。

关于发行对象范围和人数问题，似乎这是证监会等主管机关所坚持的一个原则和底线。在现有的市场状况下，对挂牌企业的定向发行对象或者其他投资者的资格设定一定的门槛是有必要的。但是如果对投资人资格和投资者人数限制得过严，则会出现交易不活跃、公司价值不能得到充分发现的情况。公司股权交易冷清，企业挂牌后不能得到实际收益，那么企业对挂牌也就失去了兴趣，这也就违背了发展新三板等场外交易市场的初衷。

3、场外交易市场体系中各层次市场的接轨问题

目前我国的场外交易市场，主要包括证监会监管体制内的代办股份转让系统和证监会体制外的从事股份转让业务的地方产权交易市场两大类。对于后者，是否应将其纳入证监会统一监管体系内，则尚存争议。

我国幅员辽阔，区域经济发展差异较大，光靠单一的全国性场外交易市场难以满足不同地区、不同层次企业的投融资需求和广大投资者的股权流通需求。因此，有必要积极稳妥发展区域性场外交易市场，将其列为多层次资本市场体系建设的重要内容，从而将我国场外交易市场建设成为具有全国性场外交易市场、区域性场外交易市场、地方性场外交易市场、其他形式的交易市场的多层次市场体系。各层次市场实行不同的准入标准、交易制度、监管制度，服务于不同类型、不同发展阶段的企业，同时在各层次市场之间构成一个转板机制灵活、无缝的多层次、多元化、多重覆盖的场外交易市场体系。

以新三板和创业板、主板等板块之间的转板为例。在现有情况下，新三板的融资功能毕竟有限，大多数挂牌企业的目的还是在沪深主板、中小板和创业板上市。因此，打通新三板和创业板等板块之间的通道，建立新三板到创业板等板块的转板机制对于吸引企业在新三板挂牌交易就很重要。目前新三板企业只能通过IPO的方式首次公开发行并在场内市场上市，IPO的条件不但与其他企业无异，且法律上，比普通公司上市多一道摘牌程序，这就抑制了一些企业的积极性。很多企业认为如果企业的最终目的是在创业板等

板块挂牌，那么就没有必要在新三板挂牌，而是等到时机成熟后，直接在创业板等板块挂牌。为此，应该在新三板和创业板之间建立一种机制，让在新三板挂牌的企业日后在创业板上市时享有一定的优惠便利，或者进一步制定制度，规定欲在创业板等板块上市的企业必须先在新三板挂牌，在新三板挂牌一段时间后，证监会再按照统一制定的标准，让符合条件的企业直接转板，而不需要再进行审批。这样就会在很大程度上提高企业在新三板挂牌的积极性，使新三板获得快速发展。

在这方面可以借鉴台湾等地的经验，将场外交易市场建成证券交易所的预备市场和上市公司的孵化器，建立拟上市公司在上市辅导期间必须先在场外交易市场挂牌的制度，提高企业在场外市场挂牌交易的积极性。

4、交易不活跃问题

交易不活跃也是制约现阶段场外交易市场发展的主要问题。在场外交易市场挂牌企业交易不活跃的原因在于，一方面，和在主板和创业板等交易所上市企业相比，场外市场挂牌企业相对来讲还处于发展期，其价值还有待发掘和体现，因此，投资在场外市场挂牌企业的风险比较大。另一方面，从交易制度上看现有的场外市场交易制度还有些僵化，还受到不能连续、拆细交易的限制，而它是保证场外交易市场活跃和可持续发展的关键。交易不活跃，企业股权流动性差，企业的价值就不能被充分发现，企业股东的股权转让以及企业的融资能力就会受到很大的限制，因此有必要改革现行的交易制度。

一方面，可在做市商制度和保荐人制度方面进行改革，加强做市商和保荐人的作用。对于做市商和保荐人的资格，并不一定局限于券商，其他的机构，包括投资顾问公司、投资管理公司、投资担保等类型的公司，只要具备一定的资质，都可以作为做市商和保荐人。其原因在于，对于一些场外市场业务，券商由于成本等原因，不愿意去做，这就需要一些其他机构来做。同时，要想使场外交易市场获得大发展，有足够的企业资源也是前提，这就需要充分发挥其他做市场以及保荐人的积极性，使其积极开拓市场。

另一方面，可在进行拆细交易、制定最低交易股数等方面进行改革，现行的包括新三板以及其他一些股权交易所在内的场外交易市场等都有最低交易股数的限制。虽然最低交易股数的数量并不一致，但是最低交易股数的限制，对资金实力一般的自然人投资者等来说，投资这个市场的企业都会面临较大的资金压力，因此投资者会减少对这些企业的投资。而如果降低最低交易股数的限制，则一些自然人等投资者投资场外市场的热



情会大大提高，从而使这个市场活跃起来。

在交易制度改革方面，可以借鉴国外发达场外市场的发展经验，如美国的NASDAQ市场采取的是多元做市商为主、委托驱动为辅的混合交易制度，而OTCBB市场和粉红单市场采取的是做市商制度与实时报价服务系统。英国AIM股票交易主要采用计算机撮合成交，也包括做市商的报价系统，还采取了经纪人制度。

总之，《管理办法》的出台，是我国资本市场尤其是场外交易市场发展进程中的一件大事。虽然《管理办法》中仍然存在一些问题，但是任何事情的发展在起始阶段都不是完美的，都会存在这样或那样的问题，况且《管理办法》也是契合我国现阶段资本市场发展的形势制定的，其符合我国场外交易市场发展的现状。可以相信，

《管理办法》的出台将使我国的场外交易市场发展有可靠的制度保障，从而会极大地促进我国场外交易市场的发展。

（作者单位中国社会科学院世经政所公司治理研究中心）