

NEEQ

新三板 上市实务新解

新三板深度解析必备 只需1步，完胜新三板
National Equities Exchange and Quotations

朱为绎◎著



新角度

资深新三板专家
多年实战操作经验手记



新内容

拒绝套路，真正的
实干家与干货提炼



新功能

指引实务操作，解读顶层
制度，深度把握三板动态



新高度

文章多次被全国股转系统、中国
证券网、新华网、新浪财经、腾讯
财经、今日头条等媒体转载



新形式

大数据支持，内附便捷
二维码链接文章参与讨论

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

新三板

上市实务新解

National Equities Exchange and Quotations



朱为绎◎著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

新三板上市实务新解 / 朱为绎著. —北京: 中国法制出版社, 2017. 4

ISBN 978-7-5093-8358-2

I. ①新… II. ①朱… III. ①中小企业—企业融资—研究—中国 IV. ①F279.243

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 058712 号

策划编辑 赵 燕

责任编辑 袁笋冰 赵 燕 (15510681680@163.com)

封面设计 李 宁

新三板上市实务新解

XINSANBAN SHANGSHI SHIWU XINJIE

著者 / 朱为绎

经销 / 新华书店

印刷 / 河北省三河市汇鑫印务有限公司

开本 / 700 毫米 × 1000 毫米 16 开

版次 / 2017 年 4 月第 1 版

印张 / 26 字数 / 437 千

2017 年 4 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-8358-2

定价: 78.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码: 100031

网址: <http://www.zgfs.com>

市场营销部电话: 010-66033393

值班电话: 010-66026508

传真: 010-66031119

编辑部电话: 010-66060794

邮购部电话: 010-66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010-66032926)

序 言^{*}

新三板从2013年12月底全国扩容至今，快三年了，发展很迅猛，近万家企业带着双创的梦想登陆这个市场。很多企业不仅募集到了资金，还学会了规范管理和健康发展之道。可以说，新三板对中国经济业已做出了卓越贡献。中科招商也是新三板的参与者和受益者，一方面中科招商登陆新三板了，获得了一个更广大的平台；另一方面中科招商投资的很多项目有了新三板这一个新的退出渠道。我曾经在中科招商挂牌的酒会上，对新三板的特点概括为五个新：一是新三板欢迎新技术、新模式、新业态、有成长性的公司挂牌，传统企业在新三板不能享受较高估值；二是新三板是一个新的交易所，是中国第三个全国性的证券交易场所，三大交易场所将形成三足鼎立局面，实行差异化竞争；三是新三板实行新的交易制度——做市商制度，这是有别于沪深交易所特有的制度，新三板有很多普通投资者看不懂的企业，需要做市商进行估值和定价；四是新三板采用新的监管模式——市场化方式，发行时间、家数、规模、程序、规则完全市场化，在市场化方式下，企业和投资机构的积极性被充分调动起来，进一步推动大众创业和万众创新；五是新三板实施相对较高的投资者门槛，有别于A股的低门槛。较高的投资者门槛，有利于引导价值投资和长期投资。

在新三板这个新的市场，我们不仅是参与者和受益者，更要做坚定的建设者，重点在理论研究、投研服务和加大投资力度三方面着力。其中在理论研究方面，为绎同志就是其中的佼佼者，我曾经开玩笑地说他是新三板的网红，有很多新三板粉丝，是新三板著名经济学家。为绎同志从监管部门下海后，就一

^{*} 单祥双先生，中国著名投资家、企业家、创业家，现任中科招商集团董事长兼总裁。1967年生，毕业于厦门大学会计系、中国社会科学院研究生院、清华大学五道口金融学院。曾任职于国家教委系统、国家交通部系统、招商局集团北京公司、招商证券。2000年12月至今创办中科招商并任总裁；2006年至今任中科招商董事长。现兼任中国创业投资专业委员会联席会长、中国证券投资基金业协会创业投资委员会副主席、中国发明创新创业中心主任、中国发明协会副理事长、中国生产力促进中心协会名誉会长、创新中国智库执行理事长等社会职务。

直在研究新三板，撰写过几百篇的新三板文章，文章观点很新颖、独特，也很有前瞻性，他是新三板市场少有的既从事理论研究又参与投资实践的新三板工作者。这次，为绎同志准备将过去撰写的文章进行整理出版，我觉得是一件好事，这本书有别于其他的新三板书籍，全是为绎同志这么多年的心得体会、政策解读，内容非常全面，既有新三板制度建设的宏观建议，还有新三板做市、私募做市、公募入市、定增、并购等微观案例，是一本不可多得的新三板普及读物。

新三板是在建设一座新城，夯实基础设施是最重要的，因此需要更多热心的学者、投资人和融资人广泛参与，众人拾柴火焰高。中科招商将继续做新三板坚定的建设者，发行中长期新三板投资基金，积极申请私募做市资格，在加大投研能力的同时加大投资力度，为新三板市场的健康发展贡献力量。

单祥双先生

2016年10月于广州

目 录

Contents

第一篇 新三板制度

01 对新三板的理解·····	003
新三板概述·····	003
如何理解新三板公司的含义·····	004
从社会效益角度看新三板·····	006
新三板与 IPO 的区分·····	009
企业挂牌新三板的意义·····	011
新三板对中小企业的意义·····	012
上市公司分拆子公司挂牌新三板的意义·····	015
新三板企业顶层设计思路剖析·····	017
A 股注册制最新政策对新三板的影响·····	019
02 新三板政策解读·····	021
对证监会推进新三板发展若干意见的政策点评·····	021
关于《证监会刘主席答记者问》的学习体会与评析·····	023
关于“十三五规划纲要”有关资本市场部分的政策解读·····	026
隋强在《新三板创新发展论坛暨首届机构峰会》的发言解读·····	027
《全国股转公司在全面梳理和评估现行业务规则》解读·····	029
关于隋强 2016 年 8 月 28 日演讲的解读·····	031
关于股转系统监事长邓映翎 2016 年 10 月 18 日讲话的解读·····	034

《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则 （征求意见稿）》的解读意见·····	035
《关于做好挂牌公司、退市公司及两网公司 2016 年年度报告 披露相关工作的通知》解读·····	037
新三板创新层形势分析·····	042
03 新三板市场行情分析与热点解读·····	046
新三板市场基础问题·····	046
当前新三板市场存在的问题·····	048
新三板新动向与新方向·····	052
新三板市场是有效的吗？·····	055
新三板市场交易数据解读及启示·····	059
中概股回归对新三板的意义·····	060
新三板市场已经成为国资整合的重要平台·····	061
扶贫政策对申报 IPO 的影响·····	064
快速 IPO 实务案例·····	068
提高 IPO 新股中签率的秘诀·····	072
“拟 IPO 企业清理”三类股东“传闻”的理解·····	073
04 新三板当前存在的制度问题与建议·····	076
新三板投资者门槛问题·····	076
新三板流动性问题分析·····	079
投资者门槛实务案例·····	083
新三板市场融资遇冷问题·····	092
新三板市场投资者结构存在的问题·····	094
新三板市场供给侧改革·····	096
借鉴美国 OTC 市场集团成功经验·····	099
借鉴纳斯达克的制度·····	101
发展新三板市场 降低企业杠杆率·····	103
股转系统应建立差异化的监管政策·····	105
分层后差异化制度安排和交易制度优化问题·····	107

修改个人投资者参与新三板定向发行条件·····	109
-------------------------	-----

05 新三板竞价交易与退市问题·····111

新三板的竞价交易问题·····	111
创新层企业实施竞价交易的条件·····	112
如何借鉴纳斯达克的退市机制·····	113
新三板企业退市实例·····	120
如何引导新三板企业主动退市摘牌·····	121
股转系统人事已定，新三板改革一触即发·····	123

第二篇 做市商制度

06 对做市商制度的理解·····127

做市商制度推行的意义·····	127
新三板做市基础知识·····	127
做市商制度何去何从·····	129
新三板做市制度的不足·····	131
做市交易规则的完善·····	133
首次做市前后交易日涨幅趋势研究·····	135
做市商如何选择做市企业·····	138
券商如何考核做市部门·····	139
上市（挂牌）公司如何选择券商·····	140
不以做市为目的的挂牌就是要流氓·····	141
不以交易为目的的做市也是要流氓·····	142
挂牌的“僵尸”企业路在何方？·····	143

07 PE 做市解读·····144

PE 机构开展新三板做市业务的研究报告·····	144
PE 做市基本问题·····	147
私募机构开展做市业务的积极意义·····	148
PE 做市给 PE 机构带来的机遇和挑战·····	150

私募机构做市商对做市商制度的影响·····	151
破解私募基金做市与新三板当前市场定位的矛盾·····	153
新三板企业做市转协议基础知识·····	156
混合做市另类实现方式·····	158
做市转协议实例·····	159

第三篇 分层制度

08 分层管理概述·····	163
分层制度基础知识·····	163
分层对新三板企业的影响·····	164
新三板为什么要分层? ·····	165
分层对新三板市场的影响和建议·····	166
分层时代的监管思路·····	170
分层时代的指数建设·····	173
迎接新三板分层时代的正能量·····	173
后分层时代创新层制度供给问题·····	175
如何理解分层管理中的合格投资者·····	176
从数据看新三板创新层企业的内部分化·····	178
09 分层制度解读·····	182
关于《新三板分层管理办法》的解读·····	182
新三板分层方案征求意见稿解读·····	185
《关于做好挂牌公司分层信息揭示技术准备的通知》的解读·····	187
证监会新三板分层政策解读·····	189

第四篇 市场主体与新三板

10 市场主体参与新三板·····	193
PE 投资者如何参与新三板业务·····	193

上市公司如何参与新三板业务·····	194
上市公司如何投资新三板·····	194
券商如何参与新三板业务·····	196
基金如何参与新三板业务·····	196
企业如何筛选战略投资者·····	197
银行如何开展新三板业务·····	198
个人投资者如何参与新三板·····	199
会计事务所如何开展新三板业务·····	200
新三板企业参与投资管理和基金产品·····	201
分层时代政府部门如何参与新三板·····	202
11 新三板的投资价值·····	204
新三板投资价值概述·····	204
当前新三板市场的投资逻辑·····	205
如何挖掘新三板的投资价值·····	214
分层时代新三板的投资逻辑和思路·····	215
如何选择新三板产品·····	217
新三板投资经理的基本素质·····	218
如何从财务角度进行投资·····	219
如何投资扶贫概念股·····	220
新三板创新层的投资机会·····	221
论“突击入股”·····	223
新三板原始股投资机会·····	224
新三板“白马股”投资价值探讨·····	225
警惕新三板的“价格陷阱”·····	227
新三板投资是否需要对赌? ·····	229
浅析新三板与 A 股估值区别·····	230
新三板投资与 A 股投资的区别·····	234
12 公募基金投资新三板·····	236
新三板是否值得公募基金投资? ·····	236

公募基金参与新三板创新层投资的可行性研究 (一)	238
公募基金参与新三板创新层投资的可行性研究 (二)	243
公募基金应如何参与新三板市场	248

13 新三板企业财务点评	249
新三板挂牌企业 2014 年年报分析报告	249
股转系统年报问询函问题研究	252
因审计师被处罚而不能按时公告问题分析	254

第五篇 新三板资本运作

14 新三板并购问题及案例分析	259
新三板挂牌企业的运作思路	259
新三板壳有价值吗?	261
从会计角度去思考并购	262
新三板的并购价值	263
企业在收购中应注意的会计和法律问题	264
《挂牌公司并购重组业务问答 (一)》解读	266
分层时代新三板的并购机会	273
并购基金对三板企业的好处	274
新三板挂牌公司并购基金问题	276
新三板企业被并购应该何时启动摘牌程序	277
新三板换股并购	278
上市公司并购新三板公司的正确姿势	281
并购实务案例	284
15 新三板融资、定增问题分析	315
新三板股权融资和定价问题探讨	315
新三板企业定增效率问题分析	317
新三板融资新现象	319

警惕 200 人股东红线·····	320
借鉴美国先进经验放开三板发行人数·····	322
新三板挂牌企业如何分散公司股权以及有关政策建议·····	324
16 新三板企业股权激励方案设计·····	327
如何设计股权激励方案·····	327
另类股权激励·····	329
17 新三板投后管理·····	331
新三板公司市值管理概述·····	331
投后管理概述·····	332
新三板挂牌公司的投后管理·····	334
为什么参加挂牌公司股东大会·····	335
新三板专业技能培训·····	336

附 录

媒体采访·····	341
新三板价值榜 朱为绎：想在新三板发展？你得是家好公司·····	341
中科沃土基金董事长朱为绎：新三板公司批量退市将催生市场底·····	344
朱为绎：新三板未来一定是独立市场·····	349
朱为绎：“双百榜” 是新三板的二次分层·····	352
中科沃土基金新三板投资部江涛：凛冬掘金看转板莫待花开再迎春·····	354
相关法律法规·····	362
聚焦新三板投资走差异化竞争之路·····	362
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）·····	364
全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）·····	369
关于发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》 的公告·····	379

全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）.....381

全国股转公司有关负责人就挂牌公司分层答记者问.....387

关于发布《挂牌公司并购重组业务问答（二）》的通知.....392

挂牌公司股票发行常见问题解答（一）.....395

挂牌公司股票发行常见问题解答（二）.....397

挂牌公司股票发行常见问题解答（三）.....398

后 记.....403

第一篇 新三板制度

01 对新三板的理解

新三板概述

新三板是一个新鲜事物，八年磨一剑，应该要用发展的眼光看。第一，新三板的门槛低，只是盈利的门槛低，并不意味着其他的门槛低，因为需要证券资格所审计、律师的法律意见以及券商的推荐、督导、做市，此外，正因为没有盈利和增长的要求，公司也就没造假必要，因此至少信息披露会相对真实；第二，新三板是中国建立多层次资本市场的重要一环，与上交所、深交所是互补关系，而不是竞争关系，新三板的发展壮大有利于夯实中国资本市场的基础；第三，新三板投资门槛高，有利于培育中国真正的机构投资者队伍，依托做市商制度，将新三板打造成中国的纳斯达克。此外，提高个人投资者的门槛，将避免新三板重蹈主板和创业板的覆辙（保护中小投资者的利益成为一切工作的出发点），从制度设计和交易运行上站在一个比较高的起点；第四，尽管国务院《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》明确了新三板的转板机制，而我认为《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》也明确了新三板竞价交易的方式，只是具体条件另行制定。如果未来某一天，符合条件的新三板挂牌股票能竞价交易，新三板公司还有必要转板吗？

截至2015年1月8日，新三板挂牌公司1606家，其中实施做市交易的企业124家。目前新三板挂牌不设门槛，也就是说只要申报就能挂牌，只是根据公司自身情况和反馈时间会有所快慢。笔者所理解的新三板挂牌就是：只要出身清白、有会计师审计和券商推荐的企业，股转系统都给准入证，这有点类似于我们的九年义务教育，人人都有上学的机会。

至于上学（挂牌）后，是上普通班（协议转让）、重点班（做市转让）还是尖子班（竞价转让），学生自己可以选择但要经过考试（券商做市），而且不能跳级（不能直接由协议转让跳到竞价转让）。普通班、重点班和尖子班并没有任何

等级的差别，不是说重点班和尖子班的学生最终就比普通班更有出息。我们知道很多普通班出来的学生最终也获得很大的成功。不管选择哪种转让方式，只要公司、员工、股东以及客户等利益相关者利益最大化，就是挂牌企业最大的成功。有些挂牌企业虽然质地很好，暂时不想做市转让，股转公司也允许。总之就是很开放的态度，只要遵守股转系统的游戏规则就行。至于做市转让，挂牌公司与做市商之间是双向选择，只要互相看对眼，做市价格合适且理念一致就可以。实施做市转让后，如果券商不想做市或者企业不愿意做市，挂牌企业可以选择退到协议转让层面甚至主动摘牌。

总之，新三板市场是一个完全市场化的市场，能否留在新三板市场不是由监管部门和股转系统决定的，由企业自身的质地决定；与此同时，企业也可以根据自身的情况选择是否留在这个市场。新三板市场提供的就是一个融资和交易的场所，企业可以根据自身的股权结构、公司的发展阶段、公司融资能力去选择适合自己的交易方式甚至主动摘牌，俗话说得好“适合自己的才是最好的”。

如何理解新三板公司的含义

一、新三板公司是公众公司

公众公司概念源于英美，但各国标准也不统一，如英国关于公众公司只要求股本金在五万英镑以上，公众公司有注册和信息披露要求，公司名称结尾必须带有公众公司（Public Limited Company）字样。大家根据美国《证券法》和《证券交易法》的立法含义，称符合以下条件之一的公司为“报告公司”（Reported Company）：（1）公开发行股票；（2）股东人数超过 500 人，并且总资产超过 1000 万美元；（3）公司股票在证交所或 NASDAQ 上市交易的公司均为报告公司。报告公司必须向美国证监会（SEC）注册，并履行信息披露义务。在国内，大家常用“上市公司”和“挂牌公司”来区分沪深交易所公司和场外市场公司，这种提法并不严谨。美国三大全国证券交易所，均称其公司为“listed company”，直译就是“挂牌公司”，意译就是“上市公司”，这两种含义是一致的。监管部门把新