

C A P I T A L

主 编◎何小锋
执行主编◎黄 嵩

资本

新三板

008

新三板：回顾、展望与建议 / 李正全

创新发展中的新三板 / 尚文彦

新三板挂牌条件法律解读：常见问题与解决方案 / 高 慧

新三板与投资机构 / 徐业伟

新三板对中小企业意义重大 / 黄 嵩

新三板：中小企业梦想的舞台 / 柳中心

场外交易市场建设的国际经验 / 朱明方、张承惠、田 辉



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

C A

A L

主 编 何小锋
执行主编 黄 嵩

资 本

新三板

008



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

资本：新三板/何小锋主编. — 北京：中国发展出版社，
2015. 4

ISBN 978-7-5177-0312-9

I. ①资… II. ①何… III. ①资产证券化—研究—中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 072469 号

书 名：资本：新三板

著作责任者：何小锋

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-5177-0312-9

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京科信印刷有限公司

开 本：700mm × 1000mm 1/16

印 张：7

字 数：87 千字

版 次：2015 年 4 月第 1 版

印 次：2015 年 4 月第 1 次印刷

定 价：20.00 元

联系电话：(010) 68990630 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网络订购：<http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话：(010) 88333349 68990639

本社网址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮件：bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

卷首语

P R E A M B L E

2013年12月14日，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》（以下简称《决定》），标志着经过八年多试点的“新三板”（全国中小企业股份转让系统是其正式名称），正式向全国所有企业开启。

新三板跟主板（中小板）和创业板一样，都是中国多层次资本市场的重要组成部分。新三板定位于服务创新型、创业型、成长型中小微企业，为其提供股份公开转让、股权融资、债券融资、并购重组等服务，也是缓解中小企业融资难的重要手段。正如《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》所指出的，发展新三板是“为更好地发挥金融对经济结构调整和转型升级的支持作用，进一步拓展民间投资渠道……缓解中小微企业融资难”。

相对于主板（中小板）和创业板，新三板具有“两低一高”的特点：首先，门槛低，对挂牌公司无财务指标要求；第二，成本低，挂牌初费仅为主板市场的十分之一、创业板市场的五分之一，挂牌年费为主板市场的一半；第三，效率高，新三板挂牌比交易所上市更加便捷、速度更快，审核周期一般不超过3个月。

国联证券股份有限公司副总裁李正全博士的《新三板：回顾、展望与建议》，以及财达证券有限责任公司副总裁尚文彦博士的《创新发展中的新三板》，基于自身多年的新三板研究、设计、实践经验，

对中国新三板发展历程、现状和前景，进行了全面精到而又不失个人独特认识的介绍。

新三板对挂牌企业没有财务指标要求，但是并不是说所有新三板没有挂牌条件。《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》明确规定：“股份公司申请挂牌应当符合下列条件：（一）依法设立且存续满两年。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，存续时间可以从有限责任公司成立之日起计算；（二）业务明确，具有持续经营能力；（三）公司治理机制健全，合法规范经营；（四）股权明晰，股票发行和转让行为合法合规；（五）主办券商推荐并持续督导；（六）全国股份转让系统公司要求的其他条件。”

那么，企业如何结合自身情况来具体判断是否符合上述条件？德恒上海律师事务所高慧律师的《新三板挂牌条件法律解读：常见问题与解决方案》，对此进行了详细剖析。

申银万国证券股份有限公司场外市场总部副总经理徐业伟先生的《新三板与投资机构》，从投资机构的角度来分析、探讨新三板，角度新颖。北京大学黄嵩副教授则从另一个角度阐述了《新三板对中小企业意义重大》。

广东奥美格传导科技股份有限公司是新三板全国扩容后的第一批挂牌企业之一，公司董事长柳中心先生的《新三板：中小企业梦想的舞台》，用他的亲身经历跟我们分享了一个新三板挂牌的典型案例。

中国的新三板还在继续建设发展之中，国际经验能够为我们提供启发和参考。国务院发展研究中心金融研究所三位专家朱明方、张承惠、田辉的《场外交易市场建设的国际经验》一文，值得细读。

目 录

C O N T E N T S

专 题 >>>

3 新三板：回顾、展望与建议

◎李正全

16 创新发展中的新三板

◎尚文彦

32 新三板挂牌条件法律解读：常见问题与解决方案

◎高 慧

49 新三板与投资机构

◎徐业伟

58 新三板对中小企业意义重大

◎黄 嵩

案 例 >>>

63 新三板：中小企业梦想的舞台

◎柳中心

讲 座 >>>

69 场外交易市场建设的国际经验

◎朱明方、张承惠、田辉

资本

新三板



Capital

专 题

新三板

回顾、展望与建议

◎李正全

《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定（国发〔2013〕49号）》（以下简称“《决定》”）的发布为全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）奠定了法理基础，在中国证监会及全国股转公司的共同努力下，新三板相关配套政策密集出台，新三板动态成为财经媒体竞相追逐的焦点，成为这个冬天资本市场最为引人注目的改革。然而，尽管新三板政策空间已打开，定位及交易规则逐渐明朗，但与成熟市场相比，新规则正在逐渐完善过程中，尚无现成数据或案例可以直接参考，且存在进一步调整完善的政策空间和可能性，新三板的发展完善不仅取决于自身，还取决于中国资本市场市场化改革整体设计及进展，同时，新三板的良好发展及设计反过来也可以推动整个中国资本市场的市场化改革。

► 一、回顾

三板市场起源于2001年设立的证券公司股权代办转让系统，最早是为了承接原STAQ网、NET网系统挂牌公司和沪深退市公司的挂牌交易系

统。2006年，为了探索资本市场推动创新创业型中小企业发展的新路子，经国务院批准，由证监会牵头，在证券公司代办股份转让系统（俗称“老三板”）基础上，正式启动了北京中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统，鼓励注册在中关村科技园区内的高新技术企业通过该系统挂牌进行股份报价转让试点，为区别“老三板”，业界将其称为“新三板”。

新三板在中关村园区试点期间，主管机构为中国证券业协会，交易系统挂在深圳证券交易所^①。在推荐挂牌程序上，新三板强化了挂牌公司的信息披露及主办券商尽职责任，以券商的尽职调查、推荐挂牌和协议转让为核心，协会只做形式审核，只要公司能真实、准确、完整地披露信息就可以通过备案。2006年1月23日，两家中关村科技企业——世纪瑞尔（430001）和中科软（430002）首批进入代办股份转让系统挂牌交易。截至2011年年底，102家企业参与中关村代办股份报价转让试点^②。通过挂牌，中关村的中小企业不仅增加了融资渠道，而且在提升形象、增强信誉、拓展市场、优化公司治理等方面均有改善，加大了对人才吸引力，业绩持续增长，平均净资产收益率远超过了主板及创业板上市公司，其中挂牌较早的世纪瑞尔等7家挂牌公司通过挂牌后做强做大，最终成功实现了在中小板和创业板转板首发上市^③。挂牌企业的转板，不仅为企业发展提供了更高的平台，而且为这些企业在新三板挂牌期间参与其定向增资的投资者带来了丰厚的回报，产生了巨大的财富效应，引起

① 新三板在中关村试点期间，挂牌工作除了主管机构和系统提供单位，还有证监会作为试点工作统一组织协调和规则核准，科技部负责科技园区及科技企业相关政策协调，中关村管委会负责北京市政府挂牌试点推荐函以及企业风险监管和处置，组成了五方联合工作组。

② 2012年9月，新三板试点扩容，挂牌范围除了中关村外，还增加了上海张江、武汉东湖、天津滨海三家国家级高新自主示范园区内注册的企业，这些地区企业挂牌时间较短，挂牌对企业发展的影响整体上看尚不明显。

③ 其中，2009年，久其软件（430007）、北陆药业（430006）分别登陆中小板和创业板；2010年，世纪瑞尔（430001）登陆创业板；2011年，佳讯飞鸿（430023）、紫光华宇（430008）登陆创业板；2012年，博晖创新（430012）、东土科技（430045）登陆创业板，安控科技（430030）通过创业板发审委审核。截至2013年11月，还有10家新三板挂牌企业启动或等候IPO审核。

了社会的普遍关注。

鉴于中关村试点的较好效果，证监会从 2009 年起，每年都将加快推动新三板发展列入当年的重要工作日程^①。2009 年，“进一步完善代办股份转让系统，探索拓展多层次市场”列入证监会当年 8 项重点工作之一；2010 年，“制定代办股份转让系统扩大试点具体方案，加快场外市场建设”列入证监会当年 7 项重点工作之一；2011 年，“抓紧启动中关村试点范围扩大工作，加快建设统一监管的全国性场外市场”列入了证监会当年 8 项重点工作首位；2011 年 10 月证监会主席更替，新任主席郭树清没按惯例在 2012 年初确定当年证监会重点工作，但在 2013 年初总结时，将“经国务院批准，设立‘新三板’，正式启动扩大非上市公众公司股份转让试点”列为 2012 年证监会十大重点工作第一项之首；2013 年，“扩大‘新三板’试点范围”列入证监会当年十大重点工作第一项之首。

在国家重视和证监会努力下，新三板的发展明显加快。2012 年 8 月，经国务院批准，新三板开始第一轮扩容，由中关村科技园区扩展到上海张江高新产业开发区、东湖新技术产业开发区和天津滨海高新区，四家国家级自主创新示范科技园区内注册的企业均可通过主办券商申请挂牌；2013 年 1 月 16 日，经国务院批准，全国中小企业股份转让系统公司正式揭牌并取代中国证券业协会成为新三板的主管运营机构，原新三板挂牌企业全部平移到全国中小企业股份转让系统挂牌；2013 年 6 月 18 日，李克强总理主持召开国务院第 13 次常务会，决定将中小企业股份转让系统一次性扩大到全国；2013 年 12 月 14 日，国务院颁布了《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定（国发〔2013〕49 号）》，明确了新三板的法理基础，紧接着，证监会颁发了新三板相关配套文件，并修改了《非上市公众公司监督管理办法》，全国中小企业股份转让系统公司颁布了新三板挂牌相关业务规则。2013 年 12 月 31 日，全国中小企业

^① 2008～2011 年间，围绕全国 OTC 市场，以及新三板扩容后的主导权，发生过一系列事情，包括证监会的扩容方案也一再修改，其中，不乏部门、地方利益等各方的博弈，因涉及较广，在此不做展开。

股份转让系统正式面向全国接收企业挂牌申请。至此，新三板作为全国统一的市場化的证券交易市場地位及运行规则才明确下来。

纵观新三板八年来的发展历程，主要体现了以下几个特点。

1. 以备案制和挂牌企业信息披露为核心，强化了券商的尽职责任

从世界范围内資本市場来看，不论实行注册制还是核准制，各种发行上市制度都离不开实质审查，区别只是鉴定实质审查的阶段和机构不同。在新三板挂牌流程中，实质性审核由主办券商项目小组进行，券商内核委员会作实质性鉴定，协会以及全国股转公司的主要工作是按预先制定的券商尽职调查和内核规则及程序，核查拟挂牌企业的主办券商是否按规定完成了实质性的尽职调查工作、内核工作是否符合要求和信息披露的合规性。如果主办券商已按要求完成了对拟挂牌企业的尽职调查和内核，就能较全面地反映出拟挂牌公司的真实信息，协会以及全国股转公司就给予挂牌备案。这套市场化机制设计，通过强化主办券商的尽职责任，以公司信用和券商信用取代了政府信用，实现了市场主体归位尽责，有效促进挂牌公司真实完整地披露信息。同时，这种实质性审核程序的前移和分散化，以及备案流程的透明化，不仅明确了监管者与承办者之间的职责，较好地解决了实质审查与形式审查分工配合的问题，而且大大提高了审查效率，减少了寻租空间。实践表明，证券业协会从受理备案文件到出具备案确认函的平均周期在 54 个工作日，而全国股转公司则将时间进一步缩短为 40 个工作日。

2. 通过挂牌效应，有效促进了创新型中小企业的发展

截至 2012 年年底，在新三板的挂牌公司中具有高新技术企业资格的占 90%，具有一定科技含量和高成长性但缺乏有效资产抵押担保是高新技术企业的普遍特征，在传统信贷模式下，这些企业很难从银行获得贷款，但通过挂牌强化企业的真实信息披露，这些企业不仅增强了自身信誉，可以股权质押方式直接从银行获得贷款，而且还可以通过定向增资，

以自身业绩成长吸引众多机构投资者，获得发展资金。以中海阳（430065）为例，在公司挂牌前曾接触了 50 家以上的 VC，但都未能引入资金，公司挂牌仅一年就完成了两次定向增资，募集资金 3.2 亿元。统计数据表明，截至 2012 年年底，新三板 43 家挂牌公司完成 52 次定向增资，累计募集资金 22.82 亿元，平均每次募集超过 4000 万元，平均市盈率 22 倍。

3. 新三板影响逐渐扩大，对挂牌企业和投资者吸引力日趋增强

新三板试点八年来，影响逐步扩大，挂牌企业数量呈现逐年增加态势。截至 2013 年 10 月 31 日，共有 333 家企业在全国中小企业股份转让系统挂牌，其中 2013 年 1~10 月新挂牌企业达到 126 家，超过了 2012 年全年的 105 家及 2006~2011 年挂牌企业数的总和。通过参与挂牌企业的定向增资，投资者不仅从企业转板中获得巨大财富效应，而且从企业成长中获得了实在的收益。从新三板挂牌公司 2013 年 6 月部分公司股票交易信息看，清畅电力（430057）等 4 家挂牌公司的成交价较上一次成交价增幅均超过了 50%，其中增幅最高的清畅电力超过了 185%。

4. 新三板以机构投资者为主，交易活跃度低，市场波动小

在新三板新交易规则出台前，挂牌企业在地域上绝大部分时间局限在中关村地区，国内其他地区优质企业无法通过挂牌展现自身成长潜力，企业融资以向机构投资者定向增资为主，融资手段较单一，交易量不活跃。2013 年，新三板总计成交 989 笔，成交股数 2.02 亿股，总金额 8.14 亿元，而在中小板及创业板市场，很多上市公司一天的成交额就超过了新三板全年交易金额。同时，基于供给方自身信用以及需求方为机构投资者的制度设计，使得新三板市场具有更好抗风险能力。在新三板由试点走向扩容的八年中，证券交易所市场经历了多次大的起伏，但新三板市场一直较为理性，未出现大的波动。

二、展望

八年实践为新三板发展完善奠定了良好的制度基础，新规则体系基本建立。但是，新规则建立时间较短，尚没有现成数据或案例可以参照，而《决定》本身原则性规定也为新三板预留了很大调整空间。下面，我们先根据新的规则从多层次资本市场的角度，对新三板进行比较分析；然后，再从国内资本市场整体改革发展角度对新三板的发展进行展望。

1. 新三板更适合于成长性好、经营较为规范的创新创业型企业

新三板与中小板、创业板的主要指标对比见下表：

指标	新三板	中小板	创业板
经营年限	存续满 2 年	持续经营满 3 年	持续经营满 3 年
盈利	不做要求，可以亏损	最近 3 个会计年度净利润均为正且累计超过 3000 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 5000 万元或最近 3 个会计年度营业收入累计超过 3 亿元	最近 2 年连续盈利，净利润累计不少于 1000 万元且持续增长；或最近 1 年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近 1 年营业收入不少于 5000 万元，最近 2 年营业收入增长率不少于 30%
资产	不做要求	最近 1 期末无形资产占净资产比例不超过 20%，且不存在未弥补亏损	最近 1 期末净资产不少于 2000 万元，且不存在未弥补亏损

续表

指标	新三板	中小板	创业板
股本	500 万元以上（含 500 万元）	发行前股本总额不少于 3000 万元，发行后股本总额不少于 5000 万元	发行后股本总额不少于 3000 万元
主营业务	业务明确	最近 3 年没有发生重大变化	最近 2 年没有发生重大变化
公司治理	完善	完善	完善
信息披露	强制性披露，定期报告	强制性披露，定期报告	强制性披露，定期报告
审核	备案制，券商实质性审核	审核制，证监会发行部审核	审核制，证监会创业板发行部审核
交易	公开交易，1000 股一手，做市商、协议转让及竞价备选	公开交易，100 股为一手，集合竞价	公开交易，100 股为一手，集合竞价
发行	非公开发行，向合格投资者定向增资，投资者累计超过 200 人需向证监会申请核准	公开发行，投资者数量不受限制	公开发行，投资者需签署《创业板市场投资风险揭示书》，投资者数量不受限制
周期	券商进场 3~6 个月	券商进场 2 年或更长	券商进场 2 年或更长

从对比分析中，我们可以看出，与中小板和创业板相比，新三板对企业股本、资产、营利性要求较低，但在挂牌时间上由于采取了备案制更具有优势。

尽管新三板挂牌费用较低，但对于成长中的中小微企业^①来说仍然是笔不小的开支，主要包括：挂牌直接费用、规范成本以及挂牌后的日常维护费用。

按照目前的市场行情，企业直接挂牌费用打包价一般在 130 万~150 万元左右（含券商推荐费用、会计师及律师费用），各地方政府都出台了相应奖励政策，给予当地在新三板挂牌企业 50 万~200 万元不等的现金

^① 关于中小微型企业的认定，参见工信部等四部门 2011 年 7 月联合发布的《中小企业划型标准规定》。

补贴，这也就是说企业直接挂牌基本不花钱或只需要花很少的钱；挂牌维护费用主要包括券商的持续督导费、系统信息费和挂牌年费以及会计师事务所每年的审计费用等，一般在20万/年左右；从实践来看，中小企业挂牌的最大支出来自于规范成本，主要包括工商、税务（财务）、环保、社保、海关、质检等在企业挂牌前需要一次性规范到位，而且在企业强制性信息真实披露后，将不再能够从财务不规范操作、隐藏利润、关联交易等方式中获取收益，增加了每年费用。一家年销售收入在3000万元左右的传统型企业其规范成本可能要高达数百万元，这还不算规范后每年增加的隐性支出。

相对来说，成长性较好的企业较容易在资本市场上获得投资者的认可，而经营比较规范的企业规范成本较低，因此，新三板更适合成长性较好、经营比较规范的企业。

2. 新三板交易活跃及可持续发展取决于国内资本市场市场化改革整体进程及设计

对世界各地资本市场，特别是以创新创业企业为主的资本市场的研究表明，一个证券交易市场运行成功与否在于是否能够较好解决融资功能和流动性，前者是提高企业挂牌的积极性，后者则是增强对投资者的吸引力，而市场的可持续发展则在于发现和集聚一批优质企业。

与国外一些较为成功的场外市场以降低信息披露标准、提供税收优惠，甚至强制预备挂牌等方式吸引优质企业不同，目前中国的新三板挂牌标准在信息披露、公司治理、税收等方面与上市公司并没有太大差异。十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革”，而国务院《决定》更是对多层次资本市场之间有机联系做出了规定：“在全国股份转让系统挂牌的公司，达到股票上市条件的，可以直接向证券交易所申请上市交易。在符合《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发〔2011〕38号）要求的区域性股权转让市场进行股权非公开转让的公司，符合挂牌条件的，可以申请在全国股份转让系