

创新企业腾飞之翼

新三板掘金之道 刘平安 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

创新企业腾飞之翼：

新三板掘金之道

刘平安 著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

创新企业腾飞之翼：新三板掘金之道 / 刘平安著.

北京：中国经济出版社，2015.8

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3937 - 8

I. ①创… II. ①刘… 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 (2015) 第 187283 号

责任编辑 邓媛媛

责任审读 贺 静

责任印制 巢新强

封面设计 任燕飞工作室

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京柏力行彩印有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 20.75

字 数 260 千字

版 次 2015 年 8 月第 1 版

印 次 2015 年 8 月第 1 次

定 价 50.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010 - 68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010 - 68355416 010 - 68319282）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010 - 88386794

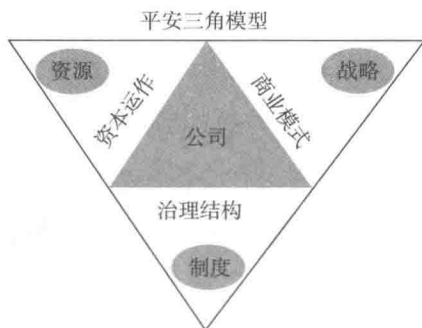
经济新常态与平安三角模型

中国宏观经济已经告别了二十多年的高速增长期，稳、中、低速增长将成为中国经济发展的新常态。这意味着，中国经济发展模式已经由以“速度”增长为主的时代进入了以“质量”增长为主的新时代。经济结构的转型必将成为中国经济的新常态。

中国资本市场也正在告别计划经济的羁绊，步入真正市场化发展的“新常态”。2012年9月20日，全国中小企业股份转让系统成立，并于2013年1月16日正式揭牌营运。全国中小企业股份转让系统的成立，标志着中国创新型资本市场揭开了发展的大幕，也标志着中国多层次资本市场体系建设和发展迈入了新的发展阶段。2013年7月20日，商业银行贷款利率完全由商业银行自主决定，标志着中国利率管制时代的结束，利率市场化时代的开始。2014年8月21日，《私募投资基金监督管理暂行办法》颁布并实施，标志着中国私募股权资本市场正式纳入中国多层次资本市场体系的建设轨道中，成为中国创新型资本市场不可或缺的重要组成部分。2014年，如火如荼的自由贸易区的建立和发展，开始为中国资本项目的开放吹响了改革的号角。中国金融市场以证券市

场为主的资源配置的新常态到来了。

中国传统产业经过三十多年的发展，已经走到了尽头。以互联网和信息技术为标志的第三次工业革命以迅雷不及掩耳之势，正在改变着所有行业的商业本质。“互联网+”将成为中国未来经济增长的新常态。



面对经济增长的新常态，面对新的金融市场环境，面对新技术驱动的新一轮工业革命，企业应该如何行动才能应对挑战，以求得生存和发展？答案就在“平安三角模型”^①。

平安三角模型的第一角，讲的是企业要学会“资本运作”，即企业要学会资源的重新配置。资本运作说简单、明白一点，就是企业要学会用“别人”的钱做自己的企业。用“谁”的钱做自己的企业？以往的常规做法是：当企业处于初创阶段，基本上用的是自有资本。当企业发展到一定规模，能够满足商业银行贷款的前提下，大都用商业银行的债权资本。以往企业的资本结构是由“自有资本和商业银行债权资本”组成的资本结构。这种资本结构的表现是高资产负债率，是一种不良资本的结构。这种资本结构的核心问题在于，在外部市场环境发生变化的

^① “平安三角模型”其意有两层：其一是企业必须要做好这三件事情才有可能平安。如果企业做不好这三件事情中的任何一件事情，都不可能平安；其二，因为笔者就叫刘平安，对这一模型的理解是作者的原创，故取此名。

时候，企业没有足够的能力抵御外部的市场风险，容易陷入经营和财务困境。更有甚者，企业一旦走进地下金融市场，基本离“死”就不远了。现在我们强调要用股权投资人的钱。股权投资人包括两类，一是私募股权投资人，二是公众股权投资人。获取第一类股权投资人资本的方式就是企业要学会私募股权融资，获取第二类股权投资人资本的方式就是要学会上市融资。企业上市搭建起资源整合平台以后，再通过并购整合行业或产业的资源，快速地做大、做强企业。简言之，企业要学会“资本运作”。

平安三角模型的第二角，讲的是企业需要构建独特的商业模式，为投资人创造最大价值。企业要到资本市场融资，如果企业创造价值的基本方式和基本逻辑与竞争对手没有什么区别，企业赚取的只能是行业的平均利润，可投资人要的是超额回报。超额回报从哪里来？超额回报从企业独特的商业模式中来。商业模式是企业主要利益相关者之间交易结构的安排。商业模式决定了企业价值的大小，是公司战略的核心。企业在构建商业模式的时候，需要考虑如下因素：价值主张（企业向市场提供什么产品和服务）、市场定位（企业把产品和服务卖给谁）、客户关系、渠道通路、关键业务、核心资源、重要的战略合作伙伴、收入来源和成本结构。传统企业在如今的商业环境中，需要充分利用互联网和信息技术重构商业模式。新兴企业在创业之初就需要建立与众不同的商业模式以培育企业的核心竞争力。

平安三角模型的第三角，讲的是企业要完善公司治理结构。公司治理结构是公司的顶层制度安排与设计，它指的是企业在所有权与经营权相分离的情况下，或者是企业在引进外部投资人和专业化管理团队以后已引起企业原有经营生态发生变化的情况下，企业如何分配公司权力和公司利益。企业要构建科学的决策机制、有效的监督约束机制和高效的

激励机制以解决公司的权力配置和利益分配问题。这是创新型中小企业要做大做强所面临的最大瓶颈，即企业家需要有公司顶层制度的构建意识和构建能力。

中国的创新创业型企业，在 21 世纪要构建自己的商业帝国，必须翻越这三座大山：第一，要学会资本运作，重配市场资源；第二，要调整公司战略，重构商业模式；第三，要完善治理结构，重塑管理基础。

序 经济新常态与平安三角模型

第一章 新三板：过去、现在与未来

- 一、市场概览 /1
- 二、发展历程 /9
- 三、新三板的未来 /12
- 四、中国资本市场向何处去 /16

第二章 市场现状及未来发展态势

- 一、发展规模 /27
- 二、挂牌企业行业分布 /32
- 三、挂牌企业地区分布 /35
- 四、公司治理结构 /37
- 五、股票发行 /40
- 六、股票交易 /46
- 七、证券服务机构 /56
- 八、投资人结构 /58
- 九、并购重组 /60

第三章 新三板的市场制度框架

- 一、市场准入制度 /63
- 二、股票发行制度 /70
- 三、股票交易制度 /72
- 四、投资者适当性管理制度 /75
- 五、主办券商制度 /78
- 六、信息披露制度 /89

第四章 中国的纳斯达克：还有多长的路

- 一、新三板实施注册制构想 /96
- 二、新三板退市制度的思考 /99
- 三、新三板市场分层制度构想 /103
- 四、新三板的“转板制度”构想 /111

第五章 企业到新三板挂牌的作用

- 一、证券化公司价值 /121
- 二、提高公司股权的流动性 /125
- 三、完善公司治理结构 /127
- 四、规范公司经营管理 /131
- 五、提升公司品牌 /133
- 六、增强信用能力 /134
- 七、有利于企业筹集资本 /134
- 八、有利于企业转变资源配置方式 /139

第六章 新三板挂牌实务

- 一、适合到新三板挂牌的企业 /142
- 二、企业挂牌的条件、流程与成本 /148
- 三、企业挂牌中常见的财务税收问题 /155
- 四、企业挂牌中常见的法律问题 /162
- 五、关于聘请证券中介服务机构问题 /172
- 六、企业挂牌是否需要聘请财务顾问机构 /175

第七章 创新企业金融创新

- 一、金融创新的必要性与重要性 /177
- 二、资本运作十大理念 /178

- 附件1 全国中小企业股份转让系统业务规则（试行） /208
- 附件2 全国中小企业股份转让系统主办券商推荐业务规定（试行） /223
- 附件3 全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件适用基本标准指引（试行） /232
- 附件4 全国中小企业股份转让系统非上市公众公司重大资产重组业务指引（试行） /237
- 附件5 全国中小企业股份转让系统股票发行业务细则（试行） /244
- 附件6 全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则（试行） /250
- 附件7 非上市公众公司监督管理办法 /262
- 附件8 全国中小企业股份转让系统股票转让细则（试行） /273
- 附件9 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） /296
- 附件10 全国中小企业股份转让系统主办券商管理细则（试行） /302
- 附件11 全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则（试行） /314

后 记 /318

第一章

新三板：过去、现在与未来

一、市场概览

（一）新三板的成立

“新三板”全称为“全国中小企业股份转让系统”^①。它是在原有“新三板”的基础上，由上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限公司、上海期货交易所、中国金融期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所等为股东单位发起成立的全国性证券交易场所。2012年9月20日在国家工商总局注册成立，注册资本金30亿元人民币，注册地在北京市西城区金融大街丁26号。“全国中小企业股份转让系统有限公司”为其运营管理机构，并于2013年1月16日正式揭牌营运。全国中小企业股份转让系统的成立，为中国创新型资本市场的快速发展揭开了大幕。

（二）新三板的市场地位

新三板是经国务院批准设立，并由证监会统一监管的全国性证券场外交易市场。它是继上海证券交易所、深圳证券交易所之后的第三家全国性证券交易场所，是全国第一家公司制证券交易场所^②。它是与上海证券交易所、深圳证券交易所具有同等法律地位和市场地位的证券交易场所。

① “全国中小企业股份转让系统”以下简称“新三板”。

② 上海证券交易所和深圳证券交易所为会员制证券交易所。

2012年9月28日，证监会颁布《非上市公众公司监督管理办法》，并于2013年1月1日起开始实施。新三板受证监会直接监管，并正式纳入非上市公众公司监管范围，标志着新三板正式成为中国多层次资本市场体系的有机组成部分。在新三板挂牌的公司属于非上市公众公司^①。新三板挂牌公司的股票可以公开转让^②。新三板的宗旨是：坚持公开、公平和公正的原则，完善市场功能，改进市场服务，维护市场，推动市场创新，保护投资者及其他市场参与主体的合法权益，推动市场健康发展，有效服务实体经济。

（三）新三板的市场定位

1. 新三板与多层次资本市场体系

新三板与主板、中小板、创业板及地方性（区域性）股权交易中心一起构成中国多层次资本市场体系，是中国多层次资本市场体系的有机组织部分，参见图1-1。

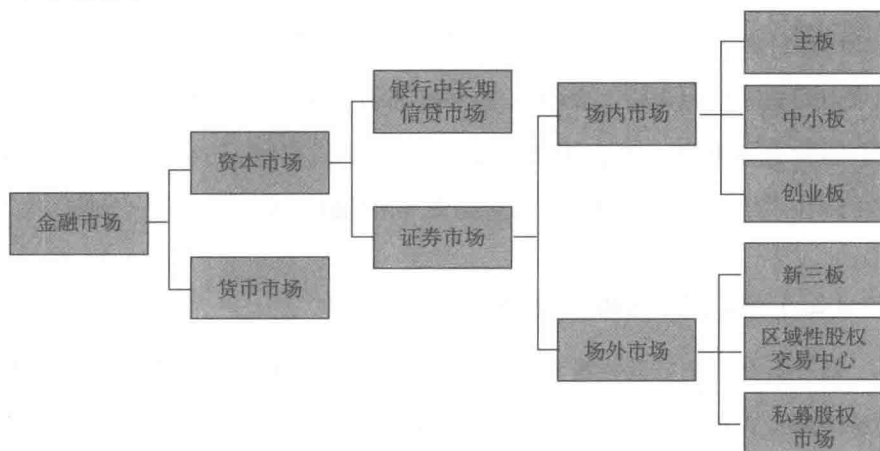


图 1-1 中国多层次资本市场体系的构成图

① 在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的公司属于上市公众公司，在新三板挂牌的公司属于非上市公众公司，在区域性股权交易中心挂牌的公司属于非上市公众公司。

② 新三板是一个公开的股权交易市场。

金融市场根据时间量纲可以分为货币市场和资本市场。货币市场指的是融资期限在一年以内的市场，包括银行同业拆借市场、票据市场、大额可转让定期存单市场（CD 市场）、国库券市场、消费信贷市场和回购协议市场六个子市场。资本市场指的是融资期限在一年以上的市场。根据融资渠道和方式的不同，资本市场可分为直接融资市场和间接融资市场。直接融资是以股票、债券为主要金融工具的一种融资机制。资金供给者与资金需求者通过股票、债券等金融工具直接融通资金的场所，即为直接融资市场，也称证券市场。通过金融中介机构融通资金的方式就叫间接融资，商业银行中长期信贷属于间接融资。证券市场按交易场所是否固定又分为场内市场和场外市场两大部分。场内交易市场又称证券交易所市场或集中交易市场，是指由证券交易所组织的集中交易市场，有固定的交易场所和交易活动时间，在多数国家它还是全国唯一的证券交易场所，因此是全国最重要、最集中的证券交易市场。场外交易市场，又称柜台交易或店头交易市场，指在交易所外由证券买卖双方当面议价成交的市场。它没有固定的场所，其交易主要利用电话或电子网络进行，交易的证券以不在交易所上市的证券为主。目前在中国，场内市场指的是上海证券交易所与深圳证券交易所两个证券交易场所，包括沪深交易所的主板、深交所的中小板和创业板等三大板块。场外市场主要是指全国中小企业股份转让系统（新三板）、区域性股权交易中心，以及私募股权资本市场。不同的市场板块为不同发展阶段和不同市场表现的企业提供相应的资本市场服务。

沪深交易所的主板市场为大型蓝筹公司提供资本市场服务。目前到沪深主板市场上市的企业共有 1510 家，其中上海证交所所有 1030 家，总市值为 29.62 万亿元，深圳证交所主板市场共有上市公司 480 家，总市值为 7.13 万亿元。深圳证券交易所的中小板主要为中型稳定发展的企业提供资本市场服务，到中小板上市的企业有 744 家，总市值为 8.07 万亿元。深圳证券交易所的创业板市场为科技成长型企业提供资本市场服务，在创业板上市的

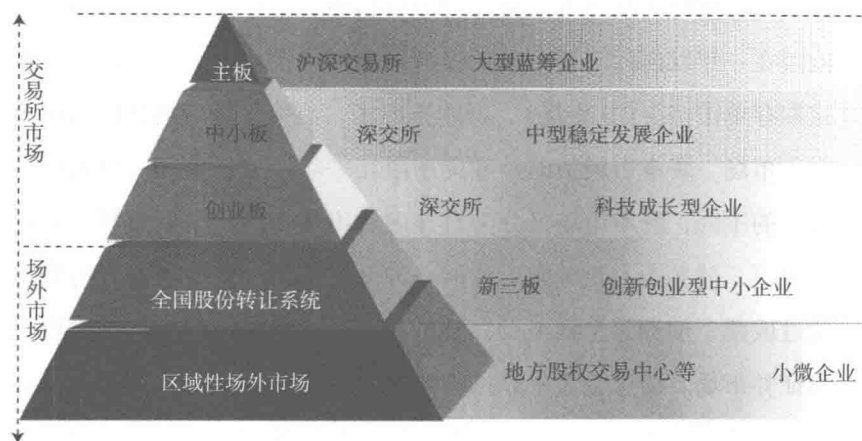


图 1-2 中国多层次资本市场结构图

企业共有 429 家，总市值为 3.9 万亿元。新三板专门为创新创业型中小企业提供资本市场服务。截至 2015 年 4 月 30 日，到新三板挂牌企业家数共有 2343 家^①，其中协议转让企业 2065，做市转让企业 278 家。参见表 1-1。

表 1-1 三家全国性证券交易场所的发展规模

	上海证券交易所	深圳证券交易所	新三板
家数	1030（上市）	1653（上市）	2343（挂牌）
总市值（亿元）	297150	189282	11166

中国的多层次资本市场体系呈倒金字塔结构（见图 1-2），即场内市场规模大、上市公司多，场外市场规模小，挂牌公司少。中国多层次资本市场体系与成熟资本市场的发展存在较大区别，场外市场不发达是其主要原因。新三板作为中国证券市场的全国统一性场外市场，将从根本上改变和完善中国的多层次资本市场体系，真正做到为创新创业型企业提供资本市场服务。

^① 以上沪深交易所的统计数据截止时间为 2015 年 4 月 1 日。新三板统计数据截止时间为 2015 年 4 月 30 日。

2. 新三板与证券场内交易市场

新三板是中国主要的证券场外交易市场，上海证券交易所和深圳证券交易所中国的证券场内交易市场，它们共同组成中国的多层次资本市场体系，是中国多层次资本市场体系的有机组成部分。新三板与上海证券交易所、深圳证券交易所同为全国性证券交易场所，均接受中国证监会统一监管。作为一般的证券场内交易市场和证券场外交易市场的主要区别如表 1-2 所示。

表 1-2 证券场内交易市场与场外交易市场的比较

	场内交易市场	场外交易市场
市场定位	大中型成熟企业	中小微成长企业
市场准入门槛	高	低
交易场所	固定（在交易所内）	不固定（分散的无形市场）
交易的组织方式	经纪人交易制度	以一对一交易方式为主
交易方式	以集合竞价交易为主	以做市商交易为主
证券监管	严格（事前）	宽松（事后）

中国证券场内交易市场与场外交易市场的主要区别表现在：其一，在发展路径上，呈现与成熟证券市场不同的特点；其二，在服务对象上，两者定位有显著区别；其三，在制度规则的设计和安排上，两者有明显不同。

（1）发展路径。按照发达市场经济国家证券市场的发展路径来看，一般是先有证券场外交易市场，在此基础上规范发展成为证券场内交易市场，反过来又发展证券场外交易市场。证券场内市场和场外市场互相促进，相互补充，为处在不同发展阶段和具有不同品质的企业提供资本市场服务。这样的发展路径符合证券市场发展的一般规律。但我国证券市场的发展路径并不遵循证券市场发展的一般规律。我国最早的证券场外市场发展时间较短，规模不大，随之就被 1990 年和 1991 年成立的沪深交易所市场取代。1992 年和 1993 年成立的两网公司^①作为证券场外市场发展的时间

^① 两网公司指的是 1992 年 7 月，中国证券市场研究中心创办“全国证券交易自动报价系统”，简称 STAQ；1993 年 4 月，中国证交易系统有限公司创办“全国电子交易系统”，简称 NET。以上两个系统都是为股份公司的法人股转让提供服务的市场。

也不长，到1998年就因东南亚金融危机国家开始整顿金融秩序而停止。2001年以两网公司和沪深证券交易所退市公司组成的“证券公司代办股份转让系统”才正式迈开了中国证券场外市场的建设步伐。2006年1月，为响应国家创新战略，北京中关村高新科技园区的非上市股份公司的股份转让纳入代办股份转让系统进行试点，中国证券场外市场由此步入了正式发展轨道。但规模小、发展缓慢，同样是这个阶段的显著特点。在中关村高新科技园区试点的基础上，2012年9月开始扩容至上海张江、武汉东湖，以及天津滨海等高新科技园区。2012年9月20日，是中国证券市场发展值得纪念的日子，在原来新三板的基础上，成立“全国中小企业股份转让系统有限公司”，并于2013年1月16日正式揭牌营运，专门为创新、创业型企业提供资本市场服务。中国证券场外市场由此拉开了大发展的序幕。中国过去20多年的资本市场建设主要集中在场内交易市场。证券场外市场虽然有发展，但规模小、时间短，并且市场发展呈不连续状态。中国证券场外市场的发展是以交易所市场的发展为主旋律的证券场外市场，这和一般证券市场场外市场发展路径有很大不同。

(2) 服务对象。新三板主要服务于创新型、创业型、成长型中小微企业。其挂牌企业与上市公司相比，“小而美”的特征十分明显。企业规模不大，处于成长早期，但具有独特的商业模式，在细分行业占据领导地位，具有较好的成长潜力和 market 发展前景。这类企业由于具有“轻资产”等特征，很难从银行类机构获取及时、充足的信贷资金支持，而沪深交易所较高的市场准入门槛，也让这类企业难以借力资本市场获得大发展。新三板将此类企业作为主要服务对象，使资本市场支持实体经济从以往的成长后期和成熟期移至企业的初创期和发展期的早中期。企业可以在创业期进入资本市场，会带动风险资本对创新型企业的支持。因此，新三板的出现，聚集了大量社会资本，扩大了中国资本市场的容量，极大地推动了中国私募股权资本市场的发展，为国家创新战略奠定了金融市场基础。

(3) 制度规则的设计和安排。为加大资本市场对中小微企业、自主创新型企业的支持力度，新三板立足于创新创业型企业的特点和实际需求，制定了一系列有别于沪深交易所市场的市场准入、股票发行、股票交易、并购重组和投资人适当性管理等方面的制度规则。如在挂牌准入方面，新三板不设财务门槛，申请挂牌的公司可以尚未盈利，只要股权结构清晰、经营合法规范、公司治理结构健全、业务明确，履行信息披露义务，并经主办券商推荐即可。在交易制度方面，针对中小微企业股本较小，股权较为集中等特点，以及未来股本扩张、公允定价等需求，提供协议、做市和竞价交易等三种方式。为有效防范风险外溢，设立了较高的投资者适当性标准等。

3. 新三板与区域性股权交易市场

新三板与区域性股权交易市场均是我国多层次资本市场的有机组成部分，都属于证券场外交易市场。新三板属于全国性证券场外交易市场，各区域性股权交易中心属于区域性场外交易市场。新三板是由国务院批准设立的，而地方性股权交易中心则是由各个地方政府批准设立的。

从企业的法律性质上看，在不同层次资本市场挂牌的公司，其法律性质和法律地位不同。在新三板挂牌的公司属于“公众公司”。在此，需要明确“公众公司”的内涵和外延。“公众公司”是指向不特定对象公开发行股票，或向特定对象发行股票使股东人数超过 200 的股份有限公司。“公众公司”的内涵有以下四个方面：一是资本来源公众化；二是公司治理结构完善；三是管理规范；四是财务透明。在新三板挂牌的公司符合公众公司的内涵，但不能在交易所市场公开转让公司股票，即不能上市交易公司股票，因此称为“非上市公众公司”。在新三板挂牌的公司都是非上市公众公司，但非上市公众公司仅有一部分在新三板挂牌。在区域性股权交易中心挂牌的公司属于“非上市非公众公司”，区域性股权交易中心在本质上属于私募市场，其内涵需要满足“非公众、非集合、非连续”的制