

总编：贺强 邱三发

2015全新多角度解析新三板运作
多层次资本市场系列课题

中小微型企业抢占新三板市场必备之书

新三板 市场 运作与创新

OPERATION & INNOVATION

杜惠芬 王伟 王小军 ●主编

——挂牌流程——市场融资——股票投资——案例分析——

人民日报出版社

多层次资本市场系列课题

新三板市场运作与创新

总编 贺 强 邱三发

主编 杜惠芬 王 伟 王小军

人民日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

新三板市场运作与创新 / 杜惠芬, 王伟, 王小军主编. —北京: 人民日报出版社, 2015.3

ISBN 978-7-5115-3097-4

I. ①新… II. ①杜… ②王… ③王… III. ①中国经济—社会主义市场经济—研究 IV. ①F123.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 050234 号

书 名: 新三板市场运作与创新
主 编: 杜惠芬 王 伟 王小军

出 版 人: 董 伟
责任编辑: 曹 腾 赖凌丽
封面设计: 主语设计

出版发行: 人民日报出版社
社 址: 北京金台西路 2 号
邮政编码: 100733
发行热线: (010) 65369527 65369509 65369510 65369846
邮购热线: (010) 65369530 65363527
编辑热线: (010) 65363532
网 址: www.peopledaily.press.com
经 销: 新华书店
印 刷: 北京鑫瑞星兴印刷有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16
字 数: 271 千字
印 张: 18.25
版 次: 2015 年 4 月第 1 版 2015 年 4 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5115-3097-4
定 价: 46.00 元

序言一

我国证券的历史源远流长，早在宋朝时期就出现了可以代替食盐、代替茶叶甚至代替货币进行流通的凭证。也是在宋朝，自四川自贡打下世界公认的第一口井之后，经过漫长的发展演变，出现了既像股份契约，又似证券的凭证。这种凭证虽然还不是真正意义上的股票，但是它充分证明了股份制并不是西方的舶来品，而是在我国长期封建社会中土生土长的东西。

到了清朝，爆发了鸦片战争，帝国主义用洋枪洋炮打开了中国的大门，外国资本侵入中国。外国人在中国的土地上办起了股份公司，1864年，外商大英自来火房股票在中国发行。1869年，英商在上海设立了长利公司，专门从事外商股票买卖。1872年，李鸿章办洋务，成立了上海轮船招商局，它是中国人第一家近代意义的股份制企业，它所发行的股票是中国人自己的第一张股票。1882年，上海平准股票公司成立，它是中国人自办的第一家专门从事股票买卖的公司。

1891年，由外商经纪人在上海建立了“上海股份公所”和“上海众业公所”。

1898年，清政府模仿外国政府的做法，发行昭信股票，名为股票，实为债券，以此筹措资金，偿还对日赔款。此后，我国的债券市场也发展起来。1918年夏天，由中国人自己创办的北平证券交易所正式成立。但是，由于战乱，证券交易所几经间断，导致最终关闭。

值得一提的是早在20世纪20年代，革命根据地的中华苏维埃政权就利用股票、债券等方式集资、集粮，支持革命战争。新中国成立以后，于1950年成立了天津证券交易所，该交易所于1952年关闭。新中国成立后，

我国农村合作化，发行了大量股票。我国政府发行了人民胜利折实公债，还发行了五期经济建设公债。

“文化大革命”期间，股份制、股票被认为是资本主义的东西加以批判，许多人认为，我国证券的历史被“文革”割裂，出现了断代。没有想到，北京房山一位农村妇女的农村供销社股权证，清楚地记录了从20世纪60年代到80年代分红派息的情况，这张小小的凭证衔接上了几乎要断掉的我国证券历史。

改革开放以后，我国的证券市场重新得到了恢复和发展。1981年，财政部发行了48亿元的国库券。1983年，哈尔滨松江木器厂向社会公开发行3000万股股票，同年，深圳宝安公司也发行了股票。1984年，北京天桥、上海小飞乐公开发行股票，上海小飞乐股票在工商银行上海分行静安服务社进行柜台交易。1985年，深圳特区证券公司成立，并将深保安、深发展等股票放在柜台上交易。此后，成都、鞍山等地的“一级半市场”也开始在马路上逐渐兴盛起来。

1990年12月19日，经国务院批准，上海证券交易所正式开业。1991年7月3日，深圳证券交易所正式开业。这标志着我国的证券市场重新正式建立起来。

从各国证券市场发展的历史逻辑来看，均是先有证券发行，后有证券交易。先有证券场外交易，后有证券场内交易。例如英国与美国，证券都是从马路交易到咖啡馆交易，再到交易所交易。我国证券市场的发展也是沿着先发行、后交易，先场外、后场内的历史不断演进。

在20世纪90年代，伴随着证券场内市场的迅猛发展，我国的证券场外市场也不断发展扩大，当时我们已经建立了29家地区性的证券交易中心，还有法人股系统（以下简称“NET”）与法人股交易系统（以下简称“STAQ”）两个全国性的法人股市场，证券场外交易不断活跃。但是，在1998年东南亚爆发金融危机之后，国务院为整顿金融市场秩序，专门发放了红头文件，明确指出：证券只能在证券交易所交易，证券交易所之外的证券交易均属违法。证券场外市场被下令全部关闭。在关闭证券场外市场的过程中，NET与STAQ市场的投资者产生了很大的意见，造成不断上访。

为此，我与本校的刘桓教授专门组织了考察小组到广东与福建等地调研，广泛接触了地方政府、证券公司、被摘牌公司及投资者，进行了深入研究，写出关于合理安排摘牌公司的两万四千字的调查报告。此报告由时任总理朱镕基亲自签名，做出重要批示。此后，NET 市场的南海发展与 STAQ 市场的海南航空被送到交易所市场上市交易。其他摘牌公司被安排到上海证券公司柜台上进行交易。这就是最早的三板市场的雏形。最早的三板市场归中国证监会监管，后来移交给中国证券业协会管理。

2001 年至 2002 年，中国证券业协会发布了《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》和《关于改进代办股份转让工作的通知》，规定 STAQ、NET 系统挂牌公司和退市上市公司的股份在证券公司代办股份转让系统进行转让，三板市场逐渐规范化。

2006 年 1 月，《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》颁布，中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让进入代办股份转让系统。由于与原代办股份转让系统在交易制度、参与主体、信息披露等方面存在区别，中关村股份报价转让系统曾经被称为新三板。

中关村新三板吸引了一批优秀的高科技企业参与试点。曾在中关村新三板挂牌的久其软件现已在中小板上市，另有北陆药业和世纪瑞尔两家企业登陆创业板。

在我国证券场外市场一波三折的发展过程中，我们进行了长期的关注与研究。从 2010 年到 2011 年，我连续写了两个全国政协委员的提案，并写了一份北京市政府参事建议，提出在北京中关村股转系统的基础上加以扩大，建立全国统一的证券场外市场。

我们高兴地看到，在 2012 年下半年，国务院批准成立全国中小企业股份转让有限责任公司，地点设在金融街，全国中小企业股份转让系统开始运行。目前，新的新三板市场已经将非上市企业股份转让范围扩大到全国，出现了前所未有的大发展局面。

此外，我国证券市场中的四板市场，即区域性场外市场以及证券公司柜台交易市场也像雨后春笋一样快速发展起来。

根据《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》及《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》的有关规定，浙江、重庆、深圳等 31 个省市自治区和直辖市已通过了清理整顿验收。部分区域性市场已具有一定规模。

2012 年 12 月 21 日，中国证券业协会发布了《证券公司柜台交易业务规范》，正式启动证券公司柜台交易试点工作。随着业务的开展，可交易产品种类逐步多元化，投资者结构不断丰富。未来，证券公司柜台交易将会成为我国证券场外市场创新发展重要的着力点。

随着我国场内市场与场外市场、三板市场与四板市场的协同发展，已经初步建立了多层次资本市场较为完整的框架体系。

我们为什么要大力发展证券场外市场？因为证券场外市场是多层次资本市场的重要组成部分，**只有多层次资本市场才能满足多层次企业的融资需要。**

现在，我国的状况非常严重。中小企业融资难的主要原因在于中小企业的融资模式过于单一，其资金来源主要是商业银行的贷款。如果商业银行不愿意放贷，只能逼着中小企业去借高利贷。问题在于，商业银行是追求利润的、是厌恶风险的、是讲究成本的、是嫌贫爱富的。而中小企业规模较小、信誉不高、创利能力低、抵抗风险能力差。因此，中小企业往往成为商业银行“惜贷”的对象。

要解决中小企业融资难的问题，必须彻底改革中小企业的融资模式，拓宽中小企业的融资渠道，引导中小企业进军资本市场，通过直接融资的方式满足资金需求。

我们通过证券交易所发行上市，可以对中小企业融资起到一定的帮助作用。但是，仅仅依靠证券场内市场是不可能在更大的范围解决中小企业融资难问题的。证券交易所中的中小板和创业板市场与主板市场一样，门槛高、容量小、大量的小微企业不可能通过这些途径上市融资。

建立多层次资本市场不仅仅是在证券场内市场分出几个板块，更重要的是要建立证券场内市场与场外市场的多层次。证券场外市场与场内交易市场相比，门槛低、容量大、范围广，没有财务门槛和盈利要求，更有条

件实行十八届三中全会提出的股票发行上市注册制。同时，**建立场外市场可以为风险投资（VC）与私募股权基金（PE）提供更好的企业选择对象，提供更方便的退出机制，进一步促进他们直接向中小企业融资。**

可以说，证券交易所是证券市场的核心，但不是主体。证券市场的主体是范围更加广阔的证券场外市场。例如美国，在证券交易所交易的证券只有百分之二十几，而百分之七十以上的证券都是在证券场外市场交易。因此，我们要想在更大的范围中解决中小企业融资难的问题，就必须大力发展证券场外市场。

需要注意的是，建设多层次资本市场，关键是建立场内市场和场外市场的联动机制，互相转板，只有如此才能增强证券市场运行的弹性，提高证券市场运行的安全性。

此外，证券场外市场本身也要多层次，我们不仅要大力发展由中国证监会负责监管的新三板市场，还要大力发展由中国证券业协会负责监管的区域性股权交易市场、券商柜台交易市场以及私募股权众筹融资。

区域性股权交易市场属于地方性市场，自 2008 年开始陆续成立，到 2014 年 6 月，全国各地正式成立的区域性股权交易中心与股权交易所已经达到 30 家。

券商柜台交易市场历史最早，目前由中国证券业协会统一管理，已经批准 42 家证券公司开展柜台业务。

私募股权众筹融资是指融资者通过股权众筹融资互联网平台以非公开发行方式进行的股权融资活动。中国证券业协会已经起草了《私募股权众筹融资管理办法（试行）》，私募股权众筹融资已经逐步进入有序发展阶段。

我们只有不断完善多层次资本市场，大力发展场外市场，才能更好地解决中小企业融资问题，促进中小企业发展，激活民间资本，服务实体经济。

可以预期的是，随着政策的逐渐放开，我国以新三板市场为主体的证券市场即将迎来春天的勃勃生机！

中央财经大学证券期货研究所所长 贺强教授

2014 年 12 月 22 日于北京

序言二

当今时代风云变幻，中国已进入改革开放第二季。转型发展新阶段，经济进入新常态，资本市场被赋予新使命，新型资本生态环境正逐步形成。健康的资本市场应当是多层次的，以适应不同规模、类型和周期的企业上市融资和资源配置需求。顺应时代发展需求，以为创新型、创业型、成长型中小微型企业发展服务为使命的新三板登上历史舞台，成为继沪、深交易所之后第三家经国务院批准的全国性证券交易场所，是我国多层次资本市场的重要组成部分，对中小微企业的发展具有跨时代的意义。目前在中国，中小企业提供了约 65% 的发明专利，75% 的企业创新和 80% 以上新产品开发，成为我国科技创新和经济发展的主力军，创新创业大时代的序幕已经拉开。新三板低成本、低门槛、挂牌快捷、融资迅速等特点，能很好地满足中小微成长型企业的融资需求。可以说，新三板是我国多层次资本市场的塔基，实至名归；是孕育中国经济新兴力量的资本摇篮，任重道远。

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》，新三板全国扩容之旅正式开启。在这过去的一年里，新三板如火如荼地推进，呈现出了磅礴的气势和强大的生命力，目前挂牌企业数量已超过 1500 家；2014 年 8 月份新三板开始探索全新的做市商制度，奠定发展的基石，以更好地服务中小微型企业，撬动未来。广州证券契合时代发展所需，以投研能力为核心、投行产业链化为驱动力、以中小企业为主要客户群，以发展成为特色型券商为战略目标；将积极为中小微企业对接新三板和广阔的资本市场，实现投融资需求，以精诚、笃行、共济、

日新的精神，服务经济发展，增值社会财富。

过去的十年，我国的主板和中小板得到了长足的发展；未来的十年，随着结构调整成为整个经济发展的主线之一，新三板市场以其独特的投融资功能，必然会获得强大的增长动力。此外，新三板竞价交易、分层管理、转板等制度也在紧锣密鼓研制中，未来新三板将增添更为蓬勃的发展动力，有望成为中国的纳斯达克，引领中国资本市场的创新发展。大鹏一日同风起，扶摇直上九万里。纳斯达克孕育了苹果、微软、谷歌等伟大企业，无疑，在时代发展创新的潮流中，新三板也将诞生一批优秀、卓越的企业。

祝福新三板，祝福中国新时代！

广州证券股份公司总经理 邱三发

2014年12月24日

目 录

第一章 “新三板”的前世今生.....	001
第一节 “新三板”历史演进及发展脉络.....	001
一、“新三板”的概念 / 001	
二、“新三板”的发展历程 / 002	
第二节 “新三板”的定位与功能.....	007
一、“新三板”的定位 / 007	
二、“新三板”的特点 / 008	
三、“新三板”的功能 / 010	
第三节 中国多层次资本市场体系建设的意义	013
一、“新三板”市场的建立是多层次资本市场体系建设的必然要求 / 013	
二、“新三板”市场的建立成为推动资本市场生态环境建设的重要里程碑 / 015	
三、“新三板”市场的建立将促进中小微企业快速发展 / 016	
附件：“新三板”市场发展对首都经济的影响	016
第二章 全国股份转让系统制度体系：立法依据及制度解读	024
第一节 全国股份转让系统制度的演进.....	024
一、全国股份转让系统的制度发展历程 / 024	

二、全国股份转让系统的制度完善 / 027

第二节 全国股份转让系统制度层级和制度框架027

一、全国股份转让系统的法源：法律类 / 027

二、《国务院决定》：对性质、地位和功能的原则性规定 / 031

三、部门规章及规范性文件：构建市场基本监管框架 / 037

四、全国股份转让系统自律规则——市场运行的直接依据 / 040

第三节 全国股份转让系统规则解读.....041

一、市场准入制度 / 041

二、交易结算制度 / 046

三、融资制度 / 050

四、并购重组制度 / 054

五、主办券商制度 / 063

六、信息披露制度 / 065

附件一：华山论道——做市商制度的前世今生074

附件二：证监会 12 月 25 日发布《关于证券经营机构参与全国
股转系统相关业务有关问题的通知》的解读089附：《关于证券经营机构参与全国股转系统相关业务有关
问题的通知》全文096

第三章 “新三板” 市场的运行情况分析100

第一节 “新三板” 市场运行概况100

一、挂牌公司的基本情况 / 100

二、挂牌公司的行业分布 / 102

三、挂牌公司的地区分布 / 104

第二节 “新三板” 市场交易情况分析106

一、流通情况 / 106

二、成交情况 / 107

三、“新三板” 交易不活跃的原因分析 / 109

第三节 融资情况分析	110
一、权益性融资：定向增发 / 111	
二、债务性融资：中小企业私募债 / 116	
第四节 财务状况分析	117
一、挂牌企业的规模分析 / 118	
二、挂牌企业的成长性分析 / 123	
三、财务指标分析 / 124	
附件：广证恒生“新三板”流动性专题研究——顶层设计 解决流动性问题	127
第四章 挂牌公司监管现状分析	151
第一节 全国股转系统挂牌公司总体特征分析	151
第二节 已采取监管措施案例及特点	153
一、采取监管措施情况 / 153	
二、常见违规类型 / 153	
三、挂牌公司违规特点分析 / 155	
第三节 主要监管工作	156
一、以信息披露为核心，以主办券商为主要抓手 / 156	
二、监管措施及纪律处分 / 157	
三、监管工作的完善 / 158	
第五章 “新三板”立法制度的构建	159
第一节 完善我国场外市场顶层制度设计的必要性	159
一、《证券法》的修订必然涉及我国场外市场的法律制度设计 / 159	
二、我国场外市场发展制度需求与《证券法》制度供给存在 矛盾 / 160	
第二节 完善我国股转系统的顶层制度设计	160
一、我国场外交易市场长期未纳入国家监管体系 / 161	

- 二、我国场内市场与场外市场监管法律制度严重失衡表现 / 162
- 三、场外市场监管“入法”初步建议 / 163
- 第三节 场外市场立法制度建设的具体思考165
 - 一、解禁场外交易市场的证券公开发行 / 165
 - 二、创设我国转板法律制度 / 172
 - 三、完善非上市公众公司监管的法定责任追究制度 / 177
 - 四、完善我国股转系统的信息披露制度 / 179
 - 五、完善我国股转系统的监管制度 / 184

第六章 发达国家和地区场外市场运行的经验与启示.....190

- 第一节 发达国家和地区的多层次资本市场190
 - 一、美国的场外资本市场 / 190
 - 二、英国的场外资本市场 / 195
 - 三、中国台湾地区的场外资本市场 / 199
- 第二节 交易制度的演变及发展趋势.....202
 - 一、交易制度的类型 / 202
 - 二、交易制度的演变过程 / 209
 - 三、交易制度的发展趋势 / 211
- 第三节 海外证券发行制度.....213
 - 一、注册制与核准制 / 214
 - 二、海外注册制的经验 / 214
- 第四节 转板制度的设计217
 - 一、转板制度的分类 / 217
 - 二、海外市场转板制度的具体做法 / 219
- 第五节 海外场外市场的发展趋势及归宿.....224
 - 一、大力发展场外市场以满足多层次企业的融资需求 / 225
 - 二、建立灵活多样的监管机制和信息披露机制 / 226
 - 三、积极创新，寻求场外市场新方向 / 229

第七章 “新三板” 的创新发展展望	231
第一节 股转系统主动终止挂牌制度的探索	231
一、上市公司主动退市的含义 / 231	
二、我国沪深交易所主动退市概况 / 233	
三、美国主动退市制度介绍 / 235	
四、主动退市制度的核心要件：投资者权益保护相关规定 / 237	
五、对我国股转系统主动退市制度未来的展望 / 238	
第二节 市场分层制度设计	241
一、市场分层设计：国际经验 / 241	
二、对构建全国股份转让系统市场分层的思考 / 250	
第三节 全国股份转让系统监管体系构建的设想	252
一、场外市场监管模式借鉴 / 252	
二、全国股份转让系统挂牌公司监管特点 / 255	
三、多层次资本市场体系下构建场外市场统一监管体系的设想 / 256	
附录一 中央财经大学证券期货研究所所长、北京市政府参 事贺强教授关于三板市场发展的参事建议	263
附录二 中央财经大学证券期货研究所所长、全国政协委员 贺强教授关于三板市场发展的政协提案	268
后 记	272

第一章 “新三板”的前世今生

全国股转系统的挂牌标志着统一的、全国性的场外市场建立，“新三板”市场的发展历程是中国多层次资本市场制度探索 and 不断创新的过程。“新三板”市场的发展对于中国多层次资本市场体系的建设具有重要意义。“新三板”之所以“新”就在于它的制度创新、角色新定位和市场化金融生态的建设。

第一节 “新三板”历史演进及发展脉络

一、“新三板”的概念

“新三板”是全国中小企业股份转让系统（简称股转系统）的俗称，是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，为非上市股份有限公司的股份公开转让、融资、并购等相关业务提供服务。全国中小企业股份转让系统有限责任公司是其运营管理机构，属于中国证监会的直属机构。

“新三板”历经了代办股份转让、股份报价转让发展而来。代办股份转让俗称“老三板”，它是证券公司以其自有或租用的业务设施，为非上市股份有限公司提供的股份转让服务。股份报价转让是经中国证券业协会备案，由有资格的证券公司采用电子交易方式，为非上市公司提供的股份特别转让服务。此外，在“新三板”挂牌的企业，主要是初创期和成长期的中小企业，相当多的是科技型中小企业，它主要解决中小企业规范治理、股份转让和融资问题，不同于原转让系统内的退市企业和原STAQ、NET系统的挂牌公司。

二、“新三板”的发展历程

“新三板”市场的发展历程可划分为四个阶段：早期的场外市场、“老三板”市场、“新三板”市场初创和全国统一的场外市场发展阶段。

（一）STAQ 系统和 NET 系统

我国早期的场外交易发端于 20 世纪 80 年代，地区性的证券场外交易市场发展早于证券场内市场。在 1998 年之前，我国已经有 29 家地区性的证券交易中心。1992 年 7 月，原国家体改委批准全国证券交易自动报价系统（STAQ）为指定的法人股流通市场。1993 年 4 月 28 日，五家银行、人保公司以及华夏、国泰、南方三大证券公司共同出资在北京组建全国电子交易系统（NET），从事法人股转让业务。东南亚金融危机后，国务院为整顿金融市场秩序，将证券场外市场全部关闭。1999 年 9 月 9 日，STAQ、NET（简称“两网”）正式停止运行。

（二）“老三板”市场的建立

随着经济改革的深入、产业结构的调整，国有企业改革要求国有资产战略性退出，外资、民企参与并购热情高涨，中小企业融资需求旺盛，在多种动因下，产权交易市场又在全国逐渐发展起来。产权交易市场在某种程度上为这些企业提供了招商引资服务，通过挂牌转让满足它们股权流动的需求，为企业资产重组提供了平台。各地政府和有关部门为探索高新技术成果的转化、中小企业融资及创业投资的退出渠道，也出台了一系列措施积极支持各类产权交易市场的发展。2000 年前后，各地出现了由地方政府牵头设立的产权交易所。

与此同时，为妥善解决两网市场关闭后“两网”挂牌公司股份流通问题，中国证监会批准设立代办股份转让系统，由中国证券业协会负责自律管理。2001 年 6 月 21 日中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》，三板市场启动。2001 年 7 月 16 日第一批公司（“大自然”和“沈阳长白”两家公司）挂牌，代办股份转让系统正式运行。代办股份