



小兵
研究

新三板

新三板挂牌解决之道

The Solution of Listing
in National Equities Exchange and Quotations

投行小兵 著

实务操作 价值发现 规则解读
企业挂牌新三板全方位操作指南



法律出版社 LAW PRESS · CHINA



新三板挂牌解决之道

The Solution of Listing
in National Equities Exchange and Quotations

投行小兵 著



法律出版社 LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

新三板挂牌解决之道 / 投行小兵著. —北京:法律出版社, 2015. 8

ISBN 978 - 7 - 5118 - 8300 - 1

I. ①新… II. ①投… III. ①中小企业—上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 186689 号

新三板挂牌解决之道
投行小兵 著

编辑统筹 法律应用出版社
策划编辑 薛 晗
责任编辑 薛 晗 慕雪丹
装帧设计 马 帅

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京嘉恒彩色印刷有限责任公司
责任印制 翟国磊

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16
印张 24.5
字数 380 千
版本 2015 年 8 月第 1 版
印次 2015 年 8 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 8300 - 1

定价:99.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)



新三板 挂牌解决之道

投行小兵 @gztouhangxiaobing

程志强 @sduczq 孙树智 @nksunshuzhi

韩建春 @hanjianchun118252 焦醉霜 @jojo9008

王小均 @kingwangxiaojun 李帅帅 @lawyerlishuai

1. 程志强，山东大学会计学硕士，注册会计师，2014年4月通过保荐代表人考试。2010年起就职于齐鲁证券，先后负责投行质控、新三板承揽承做、后续督导，长期深耕于新三板一线，参与数十个项目审核，推荐挂牌项目十几家。
 2. 孙树智，南开大学硕士，券商从业人员，具有法律职业资格。热衷资本市场，时常关注新三板政策和挂牌企业案例，并参与多个新三板项目。
 3. 韩建春，中国注册会计师、国际注册内审师，瑞华会计师事务所授薪合伙人，拥有丰富的IPO、新三板实际操作经验，为多家公司提供IPO辅导和新三板挂牌服务。
 4. 焦醉霜，毕业于国家会计学院，曾任职于瑞华会计师事务所，主要为高科技制造、影视文化等行业的上市公司提供年度财务报表审计等服务。加入海林投资后，曾为数家跨国公司和国内企业制订并购重组、投融资方案。
 5. 王小均，毕业于中南财经政法大学经济学院，经济学和管理学双学士。目前就职于光大证券，2012年起从事新三板项目承揽、企业投融资等工作，参与多个新三板项目的协调推进工作。
 6. 李帅帅，广发证券山东分公司机构业务七部总监，律师。曾参与多家企业在区域股权市场和新三板挂牌，对股份改制、公司治理等问题研究深入。
-

第一篇 基础 | 理论高度

引子 关于新三板	3
第一章 新三板是注册制创新的先行者	13
第二章 新三板的基本理念及常见误解	23
第三章 如何理解新三板的挂牌标准	29
第四章 新三板挂牌的利弊	36
第五章 新三板转板制度的冷思考	45
第六章 新三板参与主体的资本放开之路	52

第二篇 实务 | 操作经典

引子 新三板挂牌条件的深度解读	61
第一章 新三板挂牌企业的红线	67
第二章 新三板挂牌的股权问题	77
第三章 新三板挂牌的同业竞争	96
第四章 新三板挂牌的关联交易	105
第五章 新三板挂牌的独立性	116
第六章 新三板挂牌的出资问题	122
第七章 新三板挂牌的合规问题	144
第八章 新三板挂牌的资金问题	156
第九章 新三板挂牌的税收问题	161
第十章 新三板挂牌的持续经营能力问题	164
第十一章 新三板挂牌的股东超过 200 人的问题	177

第十二章	新三板挂牌的红筹架构	197
第十三章	新三板国有股挂牌注意事项及解决方案	208
第十四章	新三板挂牌的行业问题	230
第十五章	国有控股公司挂牌新三板审核关注	247
第十六章	区域性股权交易中心托管后新三板挂牌	261
第十七章	新三板持续督导关注的核心问题	265
第十八章	损益表及其他基本分析	270
第十九章	新三板挂牌财务审核要点	276

第三篇 价值 | 发现路径

第一章	新三板定向增发等融资制度解析	285
第二章	新三板挂牌企业实施股权激励计划解析	297
第三章	新三板挂牌企业实施员工持股计划解析	306
第四章	新三板借壳问题解析	312
第五章	新三板并购重组问题解析	322
第六章	新三板投资企业的重点关注	338
第七章	新三板投资者标准分析	342
第八章	新三板的投资价值	347

第四篇 规则 | 深度解读

第一章	监管政策	353
第二章	挂牌实务	365
第三章	信息披露	382

新加坡挂牌



第一篇

基础 | 理论高度

引子 关于新三板

【新三板市场的推出】

一、新三板是全国股份转让系统的俗称

新三板是相对于老三板而言的,老三板指的是2001年7月为解决原STAQ系统、NET系统(以下简称两网系统)挂牌公司股份转让遗留问题,而由中国证监会授权中国证券业协会设立的证券公司代办股份转让系统,该系统后来承接了沪深交易所退市公司的股份转让职责。

2006年1月,为落实国家自主创新战略、推动科技型企业借力资本市场发展,国务院决定在原有证券公司代办股份转让系统内增设中关村科技园区股份报价转让试点,允许中关村科技园区内注册企业在符合条件的情况下,进入证券公司代办股份转让系统试行协议式报价转让。因为这两个市场层次的服务对象、交易方式、信息披露、融资制度、投资者适当性等均存在根本性不同,为了将二者区分,包括媒体在内的社会各界将原来的以两网公司和退市公司为主体的市场层次称为“老三板”,而将2006年开始的以中关村园区企业为主体的市场层次称为“新三板”。

2012年7月,国务院批准《关于扩大中关村试点逐步建立全国中小企业股份转让系统的请示》,同意筹建全国股份转让系统,并将试点范围扩大到上海张江、天津滨海和武汉东湖高新区。

2013年1月16日,全国股份转让系统正式揭牌运营,对原证

券公司代办股份转让系统挂牌企业全部承接,市场运作平台的运营管理工作由全国证券业协会转为全国股份转让系统有限责任公司负责。

因此,全国股份转让系统是对老三板和试点期间新三板的法定延续,新三板作为社会各界对证券公司代办股份转让系统的习惯性俗称,伴随全国股份转让系统的正式运营,已用以专指全国股份转让系统。

全国股份转让系统已实现从小范围、非公开性质的证券公司代办市场,到全国性公开证券交易场所的涅槃。进入全国股份转让系统时代的新三板,内涵已发生质的改变。

二、全国股份转让系统在我国多层次资本市场体系中发挥着承上启下的重要作用

(一) 中小企业融资难需要多层次资本市场结构

中小企业是创新的重要主体,无论是从鼓励企业创新的角度还是从促进中小企业发展的角度,都需要金融体系给予相应的支持。现实情况是,中国的中小企业提供了大部分的就业岗位、一半左右的 GDP 和税收,但中小企业只从现有的金融体系中获得了较小部分的融资支持。中小企业融资难的长期困境主要在于:

1. 中国现有的金融架构中以间接融资为主体。间接融资作为媒介金融,其对融资主体的风险包容性较低,所以更加偏好规模大、经营稳定、还款能力强等风险较低的大型企业。中小企业因为其规模较小、经营不稳定、还款能力不确定性等高风险特点,而较少得到以银行为主体的间接融资的支持。而且,中小企业即使获得银行、民间借贷等间接融资的支持,也往往具有较高的融资成本。

2. 中国的资本市场发展相对不完善。A 股上市公司以大型企业为主,只有较少的中小企业能够在 A 股市场上市获得直接融资。直接融资因为具有风险投资的特点,其对风险的包容能力强,对投资者而言意味着高风险、高收益,对融资主体而言其融资成本较低。

企业发展的过程是不断创新的过程,中小企业是创新的主体。企业发展在由小到大的过程中,在不同阶段具有不同的风险特征,同时企业发展过程也是一个持续的融资过程,企业在不同发展阶段的融资需求也是不一样的。相对应的,投资者因其资金规模、辨别能力、风险偏好等不同也具有不同的投资风格,有的投资者偏好种子期、天使期的高风险投资,也有的投资者偏好企业发展相对成熟时投资入股,有的投资者偏好在二级市场投资,有的投资者偏好购买债券获得稳定的投资收益。因此,资金的需求方和资金的供给方是多元化、多样化的。

目前,资金供需双方的需求都没有得到有效的满足,社会投融资呈现出“两多两难”的现象,即中小企业多,融资难;社会资本多,投资难。因此,要解决这个问题,需要构建一个多层次的金融体系,实现不同发展阶段的各类企业的融资需求和不同风格投资者的投资需求的对接。在这个多层次的金融体系中,中小企业可以获得高风险偏好投资者的直接融资支持。

因此,中国要成功转变经济增长方式,实施“创新驱动发展、支持中小企业发展”的战略,需要构建以直接融资为重点的对风险有更好包容能力的金融体系,形成完善的资本市场结构。

(二) 新三板在多层次资本市场结构中起到承上启下的作用

2013年12月13日,国务院正式发布的《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《国务院决定》)明确指出,全国股份转让系统是经国务院批准,依据证券法设立的全国性证券交易场所;证监会就落实《国务院决定》有关事宜答记者问时指出,全国股份转让系统是继沪深交易所之后第三家全国性证券交易场所,在场所性质和法律定位上,与证券交易所相同,都是多层次资本市场体系的重要组成部分。

我国多层次资本市场体系如下图所示:



在这个资本市场结构中，上交所、深交所和全国中小企业股份转让系统都是国务院批准设立的、接受证监会监管的全国性证券交易场所。按证券交易是否在交易所进行划分，上交所和深交所是场内市场，新三板和地方股权交易中心、券商柜台交易市场属于场外市场。

各个市场所主要服务的企业有所差别：上交所和深交所的主板市场主要为大型蓝筹企业提供上市融资服务；深交所的中小板和创业板为业务稳定、规模中等的企业和科技成长型企业提供上市融资服务；新三板为广大创业型、创新型、成长型中小微企业提供融资服务；地方性股权交易中心和券商柜台交易市场为其他中小微企业提供相关服务。相应的，各个市场的投资者也有所差别，其中，沪深交易所有大量的中小散户投资者，而新三板市场由于挂牌企业具有较高的风险特征所以对投资者准入设置了较高的准入门槛（目前要求新三板的投资者账户证券资产不低于 500 万元人民币）。

作为继沪深交易所后第三家全国性公开证券市场，全国股份转让系统是我国多层次资本市场体系中发挥承上启下作用的重要一层。根据《国务院决定》，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统挂牌

公开转让股份。

在具体落实过程中,全国股份转让系统将根据中国证监会的统一部署,加强与证监会有关部门及沪深交易所的沟通联系,共同研究推动挂牌公司直接申请到交易所上市工作,逐步推动落实“转板”机制;同时,对于符合挂牌条件的区域性股权市场挂牌公司,全国股份转让系统坚持开放的态度,尊重企业自愿和市场中介的自主选择,在遵守全国股转系统企业挂牌公平准入条件的基础上,为其到全国股份转让系统挂牌转让提供便利条件。

三、全国股份转让系统致力于为企业提供完善的资本市场服务

全国股份转让系统致力于为企业提供完善的资本市场服务,并推动企业实现自身的“基因改造”。

(一) 直接融资

全国股份转让系统“小额、便捷、灵活、多元”的融资制度安排符合中小企业的融资需求特征。挂牌公司可以根据自身发展需要,在挂牌同时发行股票,或挂牌后通过发行股票、债券、优先股等多元产品进行融资。

(二) 股票公开转让

企业挂牌全国股份转让系统前,股权缺乏公开流动的场合和途径,而挂牌后,股票交易方式除了协议转让外,还可选择能有效盘活市场流动性的做市转让和竞价方式,公司股份可以在全国股份转让系统公开转让、自由流通。股份适度流动不仅方便投资人的进入和退出,还可以带来流动性溢价。

(三) 价值发现

普通公司的估值方式较为单一、通常以净资产为基础估算,不能体现出企业发展潜力。资本市场看中的是企业未来的成长性而非过往表现。在全国股份转让系统挂牌后,二级市场会充分挖掘公司潜在价值,企业估值基准也会从挂牌前的净资产变为成长预期。实践中,很多企业一经挂牌就受到众多战略投资人的青睐,公司估值水平得到显著提高。

(四) 并购重组

资本市场平台的并购重组是优化资源配置、推动产业结构调整与升级的重要战略途径。全国股份转让系统挂牌公司通常处于细分行业领先地位,增长潜力大,发展过程中主动整合产业链上下游企业以及被上市公司等收购的情况时有发生。证监会已出台《非上市公众公司收购管理办法》及《非上市公众公司重大资产重组管理办法》,减少了事前行政审批事项,突出企业自治,降低并购重组成本。全国股份转让系统挂牌公司可借助市场平台进行产业整合,实现强强联合、优势互补的乘法效应。

(五) 股权激励

创新创业型中小微企业在发展中普遍面临人才、资金两大“瓶颈”,而股权激励是吸引人才的重要手段。全国股份转让系统支持挂牌公司以限制性股票、股票期权等多种方式灵活实行股权激励计划。企业可以根据自身需要自主选择股权激励方式,只要履行信息披露即可。这为公司吸引留住核心人才创造了条件。此外,由于挂牌公司股权有了公允的市场定价和顺畅的进出通道,这为股权激励的实施提供了进一步的保障。

小贴士:关于企业挂牌新三板的好处和不足的详细论述,请关注后续文章。

【“新三板”与沪深交易所的联系与区别】

全国股份转让系统与沪深交易所都是经国务院批准设立的全国性证券交易场所,从这个意义上讲,三者在市场性质和法律定位上并无区别,主要区别在于服务对象不同、投资者结构不同、交易方式不同。新三板市场运行以自律监管为主,探索实行更加市场化的管理机制。沪深市场是中国资本市场的顶层市场,具有高度公众化的特征,市场流动性和融资效率较高,因此发行上市的标准也相对较高,企业规模相对较大。全国股份转让系统主要服务于创

新、创业、成长型中小微企业,实行较为严格的投资者适当性管理制度,并适应挂牌公司差异较大的特性,实行多元化的交易机制。

全国股份转让系统和沪深交易所的主要区别如下表所示:

项目	全国股份转让系统	创业板	主板(深圳中小企业板和上海主板)
主体资格	依法设立且合法存续的股份有限公司	依法设立且合法存续的股份有限公司	
经营年限	存续满 2 年	持续经营时间在 3 年以上	
盈利要求	具有持续盈利能力	最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于 1000 万元;或者最近一年盈利,最近一年营业收入不少于 5000 万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据	(1)最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元,净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据; (2)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人民币 5000 万元;或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元; (3)最近一期末不存在未弥补亏损
资产要求	无	最近一期末净资产不少于 2000 万元,且不存在未弥补亏损	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于 20%
股本要求	公司法对股份公司股本的要求,原来是 500 万元,现在是无要求	发行后股本总额不少于 3000 万元	发行前股本总额不少于 3000 万元
主营业务	主营业务突出,具有持续经营能力	最近 2 年内没有发生重大变化	最近 3 年内没有发生重大变化
实际控制人	无限制	最近 2 年内未发生变更	最近 3 年内未发生变更
董事及高级管理人员	无限制	最近 2 年内没有发生重大变化	最近 3 年内未发生重大变化

续表

项目	全国股份转让系统	创业板	主板(深圳中小企业板和上海主板)
募投项目	无强制要求	发行时募集资金应当用于主营业务,并有明确的用途	
审核要求	中国证监会(超过200人)或者全国股转系统(未超过200人)审核	中国证监会审核	
定向发行再融资	中国证监会(超过200人)核准或者全国股转备案(未超过200人)	中国证监会审核	
交易方式	可以采取协议方式、做市方式、竞价方式(后续推出)等方式	采用竞价交易方式、大宗交易方式	
涨跌幅限制	股票转让不设涨跌幅限制	涨跌幅限制比例为10%,ST和*ST等被实施特别处理的股票价格涨跌幅限制比例为5%	

根据上表的对比可以发现,新三板挂牌具有以下特点:

1. 无硬性财务指标要求:拟申请挂牌公司需具有主营业务且具有持续经营能力,对营业收入、净利润、净资产、总股本等财务指标均无硬性要求。

2. 挂牌条件弹性较大:创业板、中小板的上市条件众多,在主体资格、财务指标、募集资金投向等方面都有严格限制。而目前新三板挂牌的法定条件仅6条,且多为定性指标,具体尺度由主办券商判断、把握。

3. 可自行选择融资对象及融资时点:主板、创业板市场只能选择IPO方式向不特定对象发行新股融资,上市当时就要稀释原股东的股权,上市后再融资也要经过严格的审批程序。而在新三板挂牌则可由企业自行决定是否融资,以及融资时点、融资对象。

【新三板与区域性股权市场的区别】

全国股份转让系统与区域性股权转让市场均是我国多层次资本市场的有机组成部分。全国股份转让系统是经国务院批准,依据证券法设立的全国性证券交易场所,根据《国务院决定》相关条款,市场建设中涉及税收、外资政策的,原则上比照交易所及上市公司相关规定办理。挂牌公司依法纳入非上市公众公司监管,股东人数可以超过 200 人,股份可以采用协议、做市及竞价等方式,按照标准化交易单位连续公开转让,采用“T+1”规则进行交收,挂牌公司除了通过 IPO 申请到沪深交易所上市外,还拥有直接申请到沪深交易所上市的通道便利。

区域性股权转让市场是由地方人民政府批准设立并监管的私募市场。根据《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)及《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37 号)的相关规定,区域性股权市场必须严格执行“非公众、非标准、非连续”的原则,即挂牌公司股东人数不允许超过 200 人,不得将股份按照标准化交易单位进行挂牌交易,且任何投资者买入后卖出或卖出后买入同一交易品种的时间间隔不得少于 5 个交易日(即“T+5”)。

全国股份转让系统与区域性股权市场的主要区别如下表所示:

项目	全国股份转让系统	区域性股权市场
市场法律地位	由国务院依据证券法批准设立的全国性证券交易场所,属于公开市场	由地方政府批准设立的区域性股权交易市场,属于非公开市场
挂牌公司性质	挂牌公司为公众公司	挂牌企业为非上市非公众公司
监管机构	全国股份转让系统挂牌公司纳入证监会统一监管	区域性股权市场挂牌企业由地方监管