



搏实资本创新金融系列丛书

创造实用价值·引领金融实践

实务操作 价值发现 规则解读

投行小兵 著

The Solution of Actual Combat

Operation in National Equities Exchange and Quotations

新三板 实战 操作之道



资本裂变 转板分层 IPO转战新三板
新三板实战全方位操作指南



法律出版社 LAW PRESS · CHINA

新三板实战操作之道

The Solution of Actual Combat
Operation 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

新三板实战操作之道/投行小兵著. —北京:
法律出版社, 2017. 1

ISBN 978 - 7 - 5197 - 0020 - 1

I. ①新… II. ①投… 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(2016)第 230841 号

新三板实战操作之道
投行小兵 著

编辑统筹 法商出版分社
责任编辑 慕雪丹 章 雯
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 中煤(北京)印务有限公司
责任印制 胡晓雅

开本 710 毫米 × 1000 毫米 1/16
印张 29
字数 457 千
版本 2017 年 1 月第 1 版
印次 2017 年 1 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 - 5197 - 0020 - 1

定价:118.00 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 实战操作之道

投行小兵 @gztouhangxiaobing

程志强 @sduczq 韩建春 @hanjianchun118252

孙树智 @nksunshuzhi 王林 @wxid_3i0snxesvq1222

李帅帅 @lawyerlishuai 李秉恒 @boshiziben198

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. 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。
 3. 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。
 4. 王林：任职于广发证券湖北分公司，主要负责新三板挂牌、定增、重组等相关业务。
 5. 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。
 6. 李秉恒：搏实资本创始合伙人、执行总裁，商业模式研究院和搏实资本创新金融研究院的创始人，受聘清华大学创业者授业导师。
-

白序

自上本书《新三板挂牌解决之道》开始,就断了为自己的书写序言的念头。业务研究的心酸与困苦,早已吐露,再说,就显矫情。业务研究的激情和坚持,一直都有,我懂你也懂,无须多说。关于要感谢的人,或许留在心里更加合适,也更加真切。

今天重新为《新三板实战操作之道》写几点感受,自然也不会是上面提到的模样,也不会涉及那样的内容。要说的,依旧是关于新三板的思考和展望。

本来还是不愿意写,也不想写,但是又觉得必须要写,不得不写,因为我们所了解的、面对的新三板,正在悄然发生着本质性的变化。这样的变化,你或许已经察觉,或许还未曾留意,不管怎样,这样的改变已经在悄然发生,甚至有可能改变新三板整个的发展路径,超乎我们的想象。

新三板自2013年年底扩容之日起已经接近三年的时间,若仍旧以孩童比喻,也应该有了一个初步的框架和轮廓。现在,我们仍旧期待他会是中国未来的纳斯达克,仍旧期待他可以“长大成人”、傲视江湖。可是,也有人开始思考甚至担忧,我们离梦想是越来越近,还是越来越远,抑或道路变得更加曲折不可预期。

不可否认,我们整个资本市场的监管进入了一个全新的周期,这个周期的主题就是控制风险、保持稳定。与之相对应,一切与这个原则相悖的做法都要从紧从慢。新三板一直以资本市场横空出世的创新者、“弄潮儿”出现,但是现在也不不得不在新的监管环境下,重新审视过往的一些主张和路径。

我们看到也感受得到，新三板挂牌的门槛在悄然改变，新三板挂牌的节奏在逐渐放缓，新三板的核查一浪高过一浪，新三板曾经做过的努力和创新也在发生着很大的变化。

你可以强硬地不承认这些事实。可是新三板曾经作为注册制的试验田在骄傲地前行，然而，现在注册制已经彻底消失了，试验田也会暂时退出历史舞台，种上传统的庄稼和作物，小麦也好萝卜也罢，肯定不是玫瑰花了。

我们曾经对新三板的些许期待，都变得逐渐清晰也显得更加残酷，在转板、竞价方式以及投资者门槛暂时不可能有根本性变化的情况下，我们唯有把期待放在创新层上。可是，小兵以前就说过，创新层的推出就如同当年中国足球甲A联赛更名为中超联赛，在制度不发生根本性变革的情况下，创新层显得那么苍白和无能为力。

新三板挂牌的企业中不缺少优秀企业，在交易所上市的企业里面也不缺鱼目混珠的，但是新三板在对于公司价值的市场化评估或者说公司市值的提升方面，根本就不可能与交易所同日而语。

为什么？因为两者之间缺少一个最根本的东西：流动性溢价。

流动性溢价，看起来很陌生，理解起来却并不困难，说白了就是资本市场只有交易才有流动性，只有流动性才能体现出交易标的的价值。交易所有流动性溢价，核心在于制度性的设计：投资者的普遍性和集合竞价交易制度；而前者，更是基础的基础，核心的核心。

在创业板仍旧强调投资者适当性管理规定的情况下，对风险更大的新三板放开投资者管理是不现实的事情。在新三板挂牌企业仍旧良莠不齐没有严苛的筛选标准的情况下，贸然改变交易制度也是不现实的。

因此，在未来可能的一段时间内，我们必须承受着等待的苦涩和煎熬。在这样的等待面前，新三板参与者需要的只有足够的勇

气和信心,无他。

这或许是化蛹成蝶的一个瞬间,这或许是黎明前最黑暗的一段岁月,也许是最甜美牛排成熟的最后一分煎炸。不管怎样,世间从来没有天上掉馅饼的事情,要想成功,只有等待和煎熬。

我们仍旧要对新三板充满信心,并且要更加用心地呵护,给它纯净的空气、新鲜的蔬菜、健康的口粮,保证它能够健康成长。

我们要等待新三板慢慢成长,而不是拔苗助长,我们不能强制它加班熬夜挑灯夜读,更不能拴个红绳拉到大街上要挾式卖艺。

信心,小兵没有改变过;呵护,小兵没有改变过;自然对于新三板的学习和思考也从来没有间断过。本次《新三板实战操作之道》的很多内容也是在新的监管思路和环境下的一些思考,与大家一起分享。

此外,还要跟大家汇报两件事情:第一,小兵业务学习的知识分享平台已经调整为“小兵研究”(微信公众号:xiaobingyanjiu),欢迎大家扫描二维码关注。第二,为了更好地关注实时资讯和反思评述,小兵将新开微信公众号“小兵小说”。

最后,小兵感谢搏实资本创新金融研究院以及投研团队对本次书稿整理的专业支持和帮助,因为有更多志同道合的人加入,小兵才从来不会独行,也会有勇气一直努力并勇敢地跑下去!

投行小兵于新盛大厦

第一篇 理念 | 基本原则

第一章 把握新三板的基本理念	3
第二章 恪守新三板的挂牌标准	7
第三章 杜绝新三板的挂牌红线	13

第二篇 实务 | 操作经典

第一章 股份支付	23
第二章 持续经营能力	36
第三章 同业竞争	49
第四章 关联交易	71
第五章 关联担保	96
第六章 互保关系	104
第七章 生物资产	124
第八章 对赌协议	134
第九章 分拆挂牌	146
第十章 研发费用资本化	171
第十一章 IPO 转战新三板	197
第十二章 董事高管任职资格	208
第十三章 实际控制人变更	219
第十四章 无实际控制人	230
第十五章 主营业务发生变化	238
第十六章 出资问题	251
第十七章 股权清晰	270
第十八章 资金拆借	283

第十九章 规范运行	294
第二十章 国有资产	306
第二十一章 财务报表分析	325
第二十二章 新三板挂牌审计案例	346
第二十三章 新三板年报审计关注事项	349

第三篇 价值 | 发现路径

第一章 新三板重大资产重组	369
第二章 上市公司并购新三板挂牌企业	401
第三章 新三板借壳问题解析	410
第四章 新三板挂牌企业实施股权激励计划案例分析	419
第五章 新三板挂牌企业实施员工持股计划案例分析	428
第六章 新三板实施定向增发股份	433
第七章 关于新三板转板和分层制度的解读	442
后记 新三板是精品投行的碧海蓝天	449



三板 新板

第一篇

理念 | 基本原则

第一章 把握新三板的基本理念

【新三板监管的基本理念】

对于监管机构来说,对新三板监管的思路可能主要体现在以下的核心思想中,具体来说:

一、坚守底线

什么是底线,关于新三板挂牌的相关业务规则规定的挂牌基本条件就是底线,也就是我们对于挂牌企业这种公众公司给予的基本尊重以及对资本市场公众公司运行规律的充分敬畏。新三板挂牌之所以没有规定复杂严格的门槛和条件,就是不希望采取“一刀切”的方式使某些企业因为挂牌条件不满足而失去了挂牌的机会。但是,这并不代表新三板挂牌没有标准,有些公众公司需要付出的成本和代价是必须要承担的。

二、鼓励创新

新三板挂牌业务在实践中很容易出现极端,一种是满不在乎什么企业都可以挂牌,另一种是以首发上市的审核标准要求企业导致很多企业都不满足条件。小兵认为,在理解新三板理念的时候,我们要把握住一个核心观点:企业在不同的发展阶段的需求以及公众对于企业的要求都是不一样的。

准备交易所上市的企业盈利规模已经到了一定的水平,那么这时候企业的核心要求在于规范,付出成本也可以。而准备挂牌新三板的中小企业也有规范的需求,但是同时这些企业必须考虑规范的成本和可行性。有些事情可能对于拟上市公司来说只需跟领导打个招呼就可以解决而挂牌企业可能还没有积累起雄厚的资源来解决这个问题;有些问题拟上市公司可能付出几百万元成本甚至上千万元都在所不

惜,但是对于挂牌企业可能这些资金会是企业持续增长的救命钱。如果某些问题挂牌企业目前解决起来成本会很高甚至没有可行性,那么我们可以充分信息披露然后让市场认识并判断这个风险,而不是为了解决问题而让企业因为挂牌新三板而背上沉重的包袱。

正是基于上述的考虑,我们在做新三板项目的时候才不能简单僵化地理解规则,而应该站在中小企业自身的处境和角度去思考问题,甚至提出一些创新性的解决方案和思路,也未尝不可。

三、交给市场

其实,企业首发上市的基本改革理念我们已经讲了很久,那就是淡化企业上市条件,强调信息披露,让市场和投资者自主选择企业并判断风险。如果说这个理念在企业上市过程中还没有完全体现的话,那么,新三板这些方面的决心更大,步子更大,效果也更加明显。

我们尊重中小企业的发展规律,新三板监管机构也愿意给中小企业在资本市场充分参与的机会,所以挂牌规则没有对企业挂牌限制太多条件。但是,我们也要清楚,新三板挂牌企业毕竟也是公众公司,那么公众公司最基本的要求就是信息披露,有些问题可能不是挂牌条件但是要把问题讲清楚,包括事情发展的基本情况以及对公司生产经营可能产生的影响。我们把信息披露做好了,那么剩下的工作就交给市场来判断。或许我们的市场并不是有效的,但是资本市场的成熟必须要迈出这实质性的一步,就让我们一起跟着新三板先走出这一步。

【新三板参与者的基本理念】

对于每一个新三板市场的参与者来说,除了恪守监管机构的基本理念依据规则办事之外,心里都还应该有一根弦,那就是我们看待新三板的角度和心态,主要有以下几条:

一、新三板还是个“孩子”,我们需要付出而不是索取

就目前新三板的发展状况来看,充其量就是一个刚出生的孩童或者是刚发芽的一棵小苗,我们现在要做的是给它空间、给它养分同时给它足够的关心和呵护,这个“孩子”才能健康发展,树苗才能茁壮成长。而现在,很多人想到的可能是怎么从新三板身上获取最大的利益,这如同是人贩子把一个孩子直接卖了或者一个厨师直接把树苗拿来做了菜。如果新三板市场参与者都是这种心态,那么新三板目前刚

刚发展起来的一点成果将很快不复存在。

二、新三板只是过程,远没有实现结果

我们要建立多层次的资本市场结构,新三板是全国交易市场最基础的部分。新三板只是公司走向公众视野的第一步,并且很可能是最基础最微不足道的第一步,而千万不要把新三板看成企业的终极目标。企业不可能通过新三板实现巨额融资需求、实现几个亿广告都实现不了的品牌宣传、实现企业要十几年才能实现的战略性发展的大跨越。新三板只是企业生产经营过程中一个阶段的总结,一个阶段的战略目标规划。

三、保持对公众公司起码的敬畏

小兵也遇到一些老板,他很坦诚地告诉我他知道新三板挂牌对他并没有太多好处,只是觉得新奇想上去过把瘾。我很严肃地告诉他:你可以上去过把瘾,但是你必须符合要求并且是符合公众公司的基本要求才能去过瘾,如果理解新三板的挂牌标准是没有标准那么你就大错特错了。新三板至少是公众市场,理应有自己的底线。

【新三板常见的误解】

从历史发展的角度来看,新三板可能并不是一个新鲜的事物,但是从新三板这两年的变革与更新来看,很多人对于新三板目前的运作要求以及未来的发展轨迹并没有一个清晰的认识。

当然,对于中介机构这些参与新三板业务的专业人士来说,对新三板的挂牌要求还是有着明确的认识的,可能存在的分歧只是在于新三板未来发展的预期。但是,对于很多企业家来说,他们对新三板的认识却可能存在天大的误区。

一、新三板也是上市

我国已经建立了多层次的资本市场结构,包括主板市场、创业板市场和新三板市场,监管机构也一直强调新三板市场是跟主板和创业板并列的全国性交易市场,所以很多人就认为企业挂牌到了新三板也就相当于交易所上市了。而且在实践中,既然老板有了这样的想法,那么中介机构也乐意将错就错地直接以这样的理由推动企业挂牌,形成了比较大的误解。

二、新三板可以募集资金

这个话题可以接上面的继续来说。既然新三板比照创业板中小板也是上市,那么挂牌新三板也就必然可以募集资金了,这对于初创阶段的企业来说有着不可抗拒的诱惑力。企业本来就处于初始阶段,资金紧张而银行又不是很待见,本来就是处于融资无门的困境中,挂牌新三板花钱不多竟然还能够融资,简直是天大的好事。当然,我们也承认新三板挂牌的同时可以定向增发募集资金,但是显然这里的募集资金跟上市的募集资金根本就不是一回事。这里小兵再说一遍:新三板运行机制本身不具备必然的募集资金功能。

三、挂牌新三板就可以转板上市

实践中企业家还有这样一种认识,那就是我知道挂牌新三板不是上市,但是也确实离上市不远了,这里面包含两个基本理念:新三板可以转板上市,新三板必然可以转板上市。这就从另外一个角度给了企业家一个误解,那就是既然直接上市有那么多企业可以排队,那么我还不如挂牌新三板等着转板呢。小兵认为:转板机制应该是新三板挂牌运行的必然要求,但是转板真正开始实施需要很多因素和条件的成熟,目前来看还有很长的路要走。

四、新三板可以实现股东财富的极度增值

在实践中,我们看到过很多新三板的论坛或者培训活动,都会以提升股东价值或者迎来万亿“金矿”作为口号。换句话说,新三板就是一个大金矿,企业只要挂牌新三板,那么企业家就可以从这个金矿中挖到一笔财富,就如同企业上市的造富效应一样。这显然是一个很大的误解,换句话说,这是一个很大程度上人为制造出来的误解。

五、中介机构没有解决不了的问题

前面我们提到过关于政策和规则对于新三板挂牌企业的宽容和呵护,但是不要把这样的爱护看作无底线的纵容,更不要以为什么企业都可以挂牌新三板。企业总是有这样的抱怨,觉得中介机构这样的小问题都解决不了还花钱请你们做什么,显然还不是这样,中介机构可以帮助企业解决规范问题,但是解决不了本质问题。

第二章 恪守新三板的挂牌标准

只要接触过新三板的人,可能都会有一种困惑,那就是对于新三板挂牌过程中一些具体细节问题的把握标准到底是怎样的。首先我们要明确,相关规则对于新三板挂牌的标准和条件是明确的,同时也给予了参与者很大的自我判断和衡量的空间。也正是这种从基本规则上的宽容,导致了我们实际中对于很多标准不好把握。

【如何理解和掌握挂牌条件的平衡】

对于中介机构来说,问题的解决自然是越到位、越彻底越保险,最好是不惜一切代价解决得清清楚楚,这样中介机构做项目不仅没有风险,并且成功率自然也会高。显然,挂牌企业肯定不会这么想,对于企业来说,最好是付出最小的代价能够完成挂牌的目标。

对于拟在交易所上市的公司来说,这个矛盾可能还不会那么突出,原因主要有三个:

其一,监管机构对于上市公司的要求越来越严格,发行人也逐渐接受了这种变态的审核理念。

其二,企业上市成功可以募集到一大笔资金,既然前面有很大的诱惑那么在这之前出点“血”虽然痛苦倒也心甘。

其三,企业已经到了上市的标准和条件,那么这家企业在当地的影响力肯定是多少有一点的,有时候需要开个证明或者协调个会议,虽然很艰辛但是还是可以办成的。

但是,对于拟挂牌的中小微企业来讲,如果按照上述拟上市公司的标准来严格要求解决问题,那么挂牌企业很可能是主观上宁可不上新三板也不解决问题,或者客观上想挂牌新三板但是确实也解决不了问题。

所以,我们需要特事特办,以特定的思维来判断和解决新三板挂

牌过程中出现的问题,对此小兵认为:

1. 我们在判断问题时,要以挂牌主体作为重点核查对象,只要挂牌主体保证有完整的资产边界、有效可行的业务发展模式以及可以预期的未来发展前景就可以。

2. 至于股东控制资产是否全部都纳入挂牌主体以及股东或者实际控制人存在一些瑕疵,如果判断这些瑕疵并不会必然影响挂牌企业的运行或者影响轻微,那么不一定要在挂牌之前把这些问题全部解决。

3. 关于同业竞争和关联交易的解决思路,这个同样需要尊重企业历史的发展轨迹以及目前企业解决问题的有效性和必要性,如果目前解决成本太高或者根本不可行,那么我们应该允许企业一边发展一边解决。

4. 对于一些小的瑕疵问题,我们应该用一种尽量宽容的态度去看待,如果问题通过时间可以解决,那么我们就等待时间去解决而不是目前强硬解决;如果这个问题是历史原因造成的,那么我们还要尊重历史问题(如出资问题和业务重组问题等)。

新三板的市场定位毕竟是小微企业或者是刚起步的企业,这些企业目前的首要任务是发展或者是怎样让自己好好活下去,企业只有活下去才能期许更好的未来。企业挂牌新三板只是试水资本市场迈出的小小的一步尝试,不要让这一步影响到企业正常的经营和发展,更不能人为地把这一步无限放大。我们说得更实际一些,这些小企业每一分钱都挣得不容易,每一分钱也都要仔细去花销,所以能不花的钱不花,能不付出的成本不要付出。切记,新三板是来帮助企业的,而不是来祸害企业的。

【如何理解财务审计的边界】

前面我们对如何把握一些新三板企业挂牌的标准做了简单的说明,这里对最核心的一个财务审计的边界该如何把握再单独做一个解释。

在 IPO 审核对于财务问题的核查仍旧在只有更严没有最严的道路上延续的时候,对于新三板财务审核的问题,到底是一个怎样的度以及怎样的一个边界,确实是一个值得好好思考的问题。

众所周知,新三板的财务审核肯定不能跟 IPO 的审核相提并论,甚至是一点都不能比,毕竟审核的理念以及每个企业的发展态势和财