

总编：贺 强 施金佑

多层次资本市场系列课题

DEVELOPMENT

OF THE NEEQ MARKET

中小微型企业抢占

新三板市场必备之书

# 新三板市场 规范发展 研究

A NORMATIVE PERSPECTIVE

王汀汀 杜惠芬 常 远 / 主编

· 挂牌流程 · 市场融资 · 股权转让 · 健康发展 ·



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

多层次资本市场系列课题

# 新三板市场规范发展研究

总编：贺 强 施金佑

主编：王汀汀 杜惠芬 常 远



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

## 图书在版编目 (CIP) 数据

新三板市场规范发展研究 / 王汀汀, 杜惠芬, 常远  
主编. -- 北京: 中国经济出版社, 2018. 10

ISBN 978 - 7 - 5136 - 5397 - 8

I. ①新… II. ①王…②杜…③常… 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 (2018) 第 229971 号

责任编辑 贺 静  
责任印制 马小宾  
封面设计 华子设计

出版发行 中国经济出版社  
印刷者 北京力信诚印刷有限公司  
经销者 各地新华书店  
开 本 710mm × 1000mm 1/16  
印 张 20  
字 数 253 千字  
版 次 2018 年 10 月第 1 版  
印 次 2018 年 10 月第 1 次  
定 价 59.00 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](http://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

多层次资本市场系列课题  
丛书编委会

总编 贺 强 施金佑  
编委 杜惠芬 王汀汀  
常 远 吴庆念  
李奇泽 刘 桓  
杨金观 李宪铎

## 《新三板市场规范发展研究》

### 编委会

主编 王汀汀 杜惠芬 常 远

参编 贺 强 杨宇杰 丁功民

于 水 黄锐光 张玉良

吴庆念 李奇泽 李家骐

罗苑玮 李恒城 马三羊

刘彤彤 徐洪志 刘梦遥

沈臻之 杨 子 王丹辉

新三板是中国多层次资本市场建设的重要组成部分，自成立以来，新三板挂牌企业逐年增长，目前已经突破万家，实现了行业、地域的全面覆盖；为挂牌企业融资累计已突破 4000 亿元。但随着超高增长速度的回归，新三板已经进入存量博弈的时代。作为一个新兴的市场，新三板也面临着很多类似市场发展中出现过的问题，包括定增融资效率低下、市场投机气氛浓厚、市场活跃度下降、优秀企业流失、企业挂牌意愿下降、黑天鹅事件频发等，这些都是新三板市场可持续发展面临的挑战。

在本书中，我们回溯历史，总结梳理了新三板市场发展中的成果、在多层次资本市场的作用和对经济发展的贡献；我们展望未来，关注新三板市场的可持续健康发展。因此，课题团队尝试从规范发展的角度，对新三板市场目前存在和潜在的问题进行研究和分析。课题组认为，新三板的市场功能未得到很好的发挥与市场流动性不足有着不可分割的关系，而新三板市场挂牌企业自身的特点决定了公司具有很高的风险性，从而对专业性的市场服务机构提出了很高的要求，同时还需要建立适合新三板企业和新三板定位的监管体系。

在本书即将出版之际，2018 年 8 月 31 日，中国证监会于官网刊登了针对 2018 年政协相关提案的回复，关于不同市场的定位和准入标准

方面，提出“坚持新三板主要为创新型、创业型、成长型中小微企业服务的市场定位”。而对于如何完善新三板相关制度，证监会就“引入公开发行机制”“丰富投资者类型”“实施差异化制度安排”“对创新层主办券商持续督导要求进行调整”等四个方面作了针对性的回应，与本书的观点不谋而合。

本书是中央财经大学证券期货研究所“多层次资本市场系列课题”的最新成果。研究所在贺强教授的带领下，一直关注中国多层次资本市场的建设与发展。作为资深政协委员，贺强教授多次提交与资本市场以及金融运行相关的政协提案。研究所从2016年开始与中国网“财经频道”合作推出新三板市场发展报告，成果受到了市场和监管部门的广泛关注。

感谢天弘基金在写作过程中为课题团队提供的数据资料支持以及业界观点分享，让我们能够从不同视角审视新三板市场发展中的重要问题。还要感谢中国经济出版社的贺静女士，她的耐心和专业让本书能够最大限度地展现课题研究的主要成果，她细致的编辑工作也让本书增色不少。

2018年是贯彻党的十九大精神的开局之年，也是改革开放40周年，年轻的新三板市场同样站在了深化改革的新起点。我们相信，新三板市场会成为资本市场支持中小微企业、践行金融服务实体经济宗旨的重要支撑。中央财经大学证券期货研究所也希望能够为包括新三板市场在内的中国多层次资本市场体系的健康发展建言献策，出智出力。

编者

2018年9月于中央财经大学证券期货研究所

<b>第一章</b>	<b>新三板市场的发展历程</b>	/1
第一节	我国新三板市场的设立	/3
一、	新三板产生的背景	/3
二、	新三板的发展历程	/4
第二节	我国新三板市场的定位与作用	/8
一、	新三板的市场定位	/8
二、	新三板市场的特点	/9
三、	企业在新三板挂牌的意义	/11
四、	新三板对完善多层次资本市场的意义	/12
第三节	新三板的制度建设回顾	/14
一、	新三板监管制度建设	/14
二、	新三板市场相关制度建设	/17
<b>第二章</b>	<b>新三板市场发展现状</b>	/23
第一节	挂牌数量持续增长，行业、地域全面覆盖	/25
一、	新三板市场公司挂牌概况	/25
二、	挂牌企业实现行业全面覆盖	/29
三、	挂牌企业区域分布体现出地方经济活力	/30



- 第二节 股权融资助力企业发展 /33
  - 一、新三板股票定向增发概况 /33
  - 二、定向增发行业分布与挂牌分布一致 /34
  - 三、定增融资北京、广东、江苏居前 /36
- 第三节 市场流动性不足，板块区间差异显著 /38
  - 一、新三板股票交易概述 /38
  - 二、市场流动性存在结构性差异 /39
  - 三、多样化交易制度的优势尚未体现 /41
- 第四节 并购重组助力跨市场产业整合 /43
- 第五节 新三板市场运行中存在的问题 /45

### 第三章 新三板市场交易制度分析 /49

- 第一节 新三板市场交易方式 /51
  - 一、成立之初的协议转让交易制度 /51
  - 二、引入做市商交易制度与后期发展 /51
  - 三、竞价交易制度的引入 /53
- 第二节 新三板市场流动性困境 /56
  - 一、流动性对资本市场的重要性 /56
  - 二、新三板市场流动性困境 /60
  - 三、流动性困境产生的原因 /69
- 第三节 场外市场交易制度的国际经验 /77
  - 一、美国纳斯达克市场交易制度 /77
  - 二、英国 AIM 市场交易制度 /83
  - 三、中国台湾兴柜市场交易制度 /86
  - 四、德国新市场的失败 /89

五、场外市场交易制度的国际经验 /91

#### 第四节 新三板交易制度的完善 /95

一、完善做市交易制度，降低交易风险 /95

二、加快集合竞价交易制度推出后的制度优化步伐 /97

三、加强集合竞价、大宗交易制度与协议转让交易制度

的衔接性 /98

四、促进竞价交易制度推出后的作用发挥 /99

五、加强交易制度与其他规则制度间的配合 /100

### 第四章 新三板市场中介机构管理制度 /109

#### 第一节 新三板中介机构准入的相关规定 /111

一、主办券商的准入 /111

二、证券投资咨询公司的准入 /115

三、做市商的准入 /117

四、律师事务所的准入 /120

五、会计师事务所的准入 /122

六、其他中介机构的准入 /124

#### 第二节 中介机构业务管理 /128

一、主办券商的业务管理 /129

二、做市商的业务管理 /136

三、律师事务所的业务管理 /141

四、会计师事务所的业务管理 /148

五、独立财务顾问的业务管理 /152

六、中介机构的主要职责及工作流程 /157

#### 第三节 中介机构管理制度的国际经验 /161

- 一、做市商管理制度的国际经验 /161
- 二、中介机构信息披露制度的国际经验 /169
- 第四节 新三板中介机构管理制度的改革与完善 /174
  - 一、提升新三板市场中介机构执业总体质量 /175
  - 二、破解中介机构执业管理中存在的问题 /185
  - 三、发挥中介机构在做市商制度改革中的作用 /188
  - 四、履行中介机构在保荐人制度中的职责 /192
  - 五、建立中介机构相互制衡机制 /194
  - 六、强化中介机构在信息披露制度中的义务 /196

## 第五章 新三板市场监管体系改革 /201

- 第一节 新三板市场监管概述 /203
  - 一、新三板市场监管制度的建立和发展 /203
  - 二、新三板市场监管的原则、基本思路及意义 /207
  - 三、证券市场监管结构 /208
  - 四、新三板市场的违规与处罚 /210
- 第二节 新三板市场监管分析 /213
  - 一、行政监管 /213
  - 二、自律监管 /216
  - 三、第三方监管 /223
  - 四、新三板市场监管效率分析 /226
- 第三节 场外市场监管的国际经验与启示 /231
  - 一、美国的场外市场结构与监管 /231
  - 二、英国的场外市场结构与监管 /245
  - 三、中国台湾的场外市场结构与监管 /249

四、境外场外市场的比较 /252

#### 第四节 新三板面临的监管挑战 /254

一、行政监管层面 /254

二、自律监管层面 /255

三、第三方监管层面 /260

### 第六章 新三板展望：借鉴与思考 /265

#### 第一节 美国经验：多层次场外市场的协调发展 /267

一、美国 OTC 市场的发展与演进 /267

二、纳斯达克市场的发展与演进 /270

三、OTCBB 和 OTC Markets 的发展与演进 /271

四、美国 OTC 市场的管理制度：以 NASDAQ 为例 /273

#### 第二节 关于新三板市场发展的几点思考 /283

一、关于新三板市场的定位与发展方向 /283

二、新三板需要在独立市场定位原则下实现制度重构 /287

#### 第三节 新三板展望：服务实体经济，助力新兴产业发展 /294

一、资本市场与新兴产业发展 /294

二、资本市场助推新兴产业发展——美国的证据 /295

三、我国资本市场助力产业结构调整 /298

四、新三板未来展望 /300

索 引 /303

## 第一章



# 新三板市场的发展历程



## 第一节 我国新三板市场的设立

新三板市场顺应时代的需求而产生，是中国多层次资本市场建设的重要组成部分。新三板市场的建立和发展立足于中国市场经济特点，借鉴西方资本市场经验，经历了尝试和探索阶段，走上了快速成长之路。经过十余年的发展，新三板市场在我国资本市场体系中的地位日益重要，展望未来，如何进一步完善我国场外市场的层次结构建设和制度建设，对于推进新三板市场的良性健康发展，以及对我国多层次资本市场体系的建设具有非常重要的意义。

### 一、新三板产生的背景

新三板市场是在我国改革开放、经济高速增长、创新创业蓬勃发展，进而催生出巨大社会融资需求的大背景下应运而生的。新三板市场的产生是我国多层次资本市场发展的必然结果。20世纪90年代初期，上海和深圳两大证券交易所的建立，奠定了中国资本市场发展的基础。1999年7月《证券法》正式实施，标志着资本市场步入法制化、规范化发展阶段。2001年，中国正式加入WTO，中国经济加快了国际化进程，对资本市场

的发展提出了更进一步的要求。2005年5月17日，中国证监会正式核准建立中小板，2009年10月23日，创业板市场正式启动，多层次资本市场体系的基本框架初步形成，资本市场的融资功能得到进一步提升。与此同时，经济的快速增长和国家的高科技引领战略，催生了巨大的创业创新热情，也产生了巨大的融资需求缺口。在既有的金融体系下，中小企业融资难的问题始终得不到根本性的解决。中小企业融资渠道单一、融资成本高、融资效率低下的问题，成为中小企业特别是科技型中小企业创业发展、做大做强的巨大约束。为了拓宽中小企业的融资渠道，支持中小企业参与股权融资；同时，为了解决因“两网”系统关闭而停止交易的股票的流通问题，以及满足非上市公司的股权流转需要，场外股权交易市场在多方面因素的推动下开始逐步发展起来。

## 二、新三板的发展历程

三板市场的产生可以追溯到20世纪末21世纪初产权市场兴起之时。为了解决主板市场退市公司和承接“两网”公司的股权转让问题，2001年7月，中国证监会出台了《关于未上市股份公司股票托管问题的意见》，对股权托管与转让模式进行法律层面的支持和规范，并由中国证券行业协会出面协调部分证券公司设立了代办股份转让系统，称之为“三板”。三板市场的发展大致经历了四个阶段，实现了由“旧三板”向“新三板”量的突变和质的跨越。

### 1. 萌芽期

2001年6月12日，经中国证监会批准，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》，代办股份转让工作正式启动。2001年7月16日，代办股份转让系统正式成立，第一家股份转让公司挂牌，这就是后来所谓的“老三板”。首批交易的公司是原NET和STAQ市



场的挂牌企业，为解决历史遗留问题提供了出路。进入三板市场交易的另一类企业是主板的退市公司，2002年8月29日起退市公司纳入代办股份转让试点范围，对化解市场系统性风险、弥补市场结构性缺陷起到了重要作用。但“新三板”挂牌股票品种少、质量低、流动性差。伴随着国家对高新技术产业的政策支持及证监会对场外市场扩容的积极探索，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被称为“新三板”。新三板市场创设的主要目的是探索我国多层次资本市场体系中场外市场的建设模式，探索利用资本市场为更多高科技成长型企业提供股份流动和融资的具体途径。

## 2. 全国公开转让市场的建立

2012年8月，新三板迎来首次扩容，按照“总体规划，分步推进，稳妥实施”的原则，在上海张江高新产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区和天津滨海高新区设立全国中小企业股份转让系统。这一时期，新三板的融资功能有限，属小额定向融资。从2006年起的6年时间，挂牌企业100多家，定向增资总额17.29亿元，单次融资规模也只有几千万，二级市场流动性不高，2011年平均换手率为2.93%，进入市场的资金量极为有限。2012年9月28日，中国证监会第85号令公布了《非上市公众公司监督管理办法》，非上市公众公司正式作为“入法”对象，被纳入证券监管体系。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公司全部承接，并由此开始形成非上市股份转让的全国性证券交易场所。同年6月19日，国务院第13次常务会议决定将全国股份转让系统试点扩容至全国，鼓励创新、创业型中小企业融资发