

多位老总联袂推荐，凝聚笔者20多年从业经验，一本书搞定新三板融资

容易学习
立刻上手
快速搞定



*National Equities
Exchange and Quotations*

新三板融资 从入门到精通

方少华 编著

- 政策解读：全面梳理新三板融资制度规则及操作程序
- 内容全面：阐述新三板企业定向增发、协议转让等6种融资手段
- 操作实务：笔者参与了多个投资案例，倾情相授操作方法
- 典型案例：选取25个经典案例，详解融资细节



清华大学出版社

新三板融资 从入门到精通

方少华 编著

清华大学出版社
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

新三板融资从入门到精通 / 方少华编著. -- 北京：清华大学出版社，2016
ISBN 978-7-302-44123-6

I. ①新… II. ①方… 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 133723 号

责任编辑：张立红

封面设计：张 宽

版式设计：方加青

责任校对：郭熙凤

责任印制：沈 露

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：北京嘉实印刷有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：170mm×240mm 印 张：10.5 字 数：171 千字

版 次：2016 年 6 月第 1 版 印 次：2016 年 6 月第 1 次印刷

定 价：39.00 元

产品编号：070317-01

目 录

第一章 新三板概述

第一节 新三板缘起	2
一、新三板的历史渊源	2
二、三板市场的发展历程	5
三、三板市场的今生：“新三板”	7
第二节 多层次资本市场	9
一、多层次资本市场的构成	9
二、多层次资本市场的功能	11
三、我国多层次资本市场方兴未艾	14

第二章 中小企业融资

第一节 中小企业融资概况	18
一、中小企业融资现状	18
二、中小企业融资难的成因	19
三、解决中小企业融资瓶颈的对策	23
第二节 中小企业融资途径	29
一、股权融资	29
二、债权融资	37
三、动产抵押融资	51
四、无形资产质押融资	58
五、供应链融资	66

第三章 新三板融资方式

第一节	定向增发	76
一、	新三板挂牌企业的定向增发概况	76
二、	PE/VC 参与定向增发市场情况分析	84
三、	定向增发经典案例：九鼎投资（430719）	85
四、	定向增发经典案例：联讯证券（830899）	88
五、	定向增发经典案例：行悦信息（430357）	89
第二节	做市商制度	91
一、	实行做市商制度是新三板发展的内在需求	91
二、	做市经典案例：凌志软件（830866）	97
三、	做市经典案例：万绿生物（830828）	99
四、	做市经典案例：海容冷链（830822）	100
第三节	协议转让	103
一、	协议转让的概念及方式	103
二、	协议转让经典案例：秋乐种业（831087）	104
三、	协议转让经典案例：中搜网络（430339）	107
第四节	优先股	112
一、	优先股与企业融资	112
二、	优先股试点带来的价值	116
三、	优先股经典案例（主板）：晨鸣纸业（000488）	117
第五节	股权质押贷款	120
一、	股权质押融资基本概念	121
二、	我国股权质押贷款面临风险和现状	123
三、	股权质押经典案例：鄂信钻石（830925）	125
四、	股权质押经典案例：中讯四方（430075）	128
五、	股权质押经典案例：优炫软件（430208）	129
第六节	私募债	130
一、	私募债概述	131
二、	私募债风险管理及发行意义	133

三、私募债经典案例：百慕新材（430056）	136
四、私募债经典案例：九恒星（430051）	139

第四章 新三板转板及展望

第一节 新三板转板	142
一、建立转板制度是大势所趋	142
二、中关村经典转板案例	145
第二节 新三板的展望	150
一、新三板存在意义	150
二、新三板——中国的纳斯达克	151
三、“竞价交易+分层管理”的发展构想	151
四、适当降低个人投资者准入门槛	152
五、非券商机构参与做市开闸	153
六、转板制度有望落地	154
七、监管层适当放宽审核尺度	154
八、新三板注册制可期	155
九、新三板指数有望推出	156
十、保荐付费创新	156
后 记	157
参考文献	159



第一章 新三板概述

第一节

新三板缘起

“新三板”是业界对“中关村科技园区非上市股份有限公司代办股份报价转让系统”的通俗称谓。本节主要围绕新三板的历史渊源展开，介绍了法人股的由来、“两网”的兴衰、三板市场的发展历程、新三板的诞生以及其作用和意义，有助于广大读者对新三板的发展有一个清晰的认识。

一、新三板的历史渊源

1. 法人股的由来

20世纪90年代，一大批老的国有企业陷入经营困境，为了挽救这些国企，中央出台了一系列政策鼓励国有企业开展股份制改革。

为了推动国企股份制改革，同时保持企业的国有性质，减少和避免国有资产流失，国家经济体制改革委员会（简称国家体改委）在改制中设立了法人股，向企业法人和内部职工进行定向募集，并且限制这一部分股份在二级市场上的流通。然而，由于股权不能转让和交易，法人机构的投资出现难收回和无法变现的问题，致使有些企业改制后没有达到资源的合理配置。

法人股成为我国资本市场一大特色的同时，也成为我国资本市场建设中不得不解决的历史遗留问题。针对这种情况，当时专家们认为，建立法人股流通市场可以从根本上改善我国证券市场的结构，为未来进一步发展适合我国国情的资本市场创造了有利条件。

2. “两所两网”新格局的形成

中国证监会成立之前，国家体改委负责国有企业股份制改革相关工作。

在建立法人股流通市场的呼声日渐高涨的背景下，国家体改委于1992年7月批准中国证券市场研究设计中心主管的全国证券交易自动报价系统（Securities Trading Automated Quotaions System, STAQ）为指定的法人股流通市场。STAQ是一个依托计算机通信网络进行有价证券交易的综合性场外交易市场，系统中心设在北京，连接国内证券交易活跃的大中城市，有效地加强了异地证券机构间的沟通，推动了全国证券市场的发展。STAQ系统的建立，为会员公司提供有价证券的买卖价格信息以及结算等方面的服务，使分布在各地的证券机构能安全、有效、高效地开展业务。据统计，在STAQ初始运行的三个月内，法人股市场异常火热，机构投资者由开始的200家左右迅速增加到1200余家，覆盖了全国20多个省市。

在STAQ法人股市场建立半年多以后，NET（National Electronic Trading）法人股市场于1993年4月28日在北京正式开通。NET市场经国务院主管部门批准，由国泰、南方、华夏三大证券公司及中行、央行、建行、工行、农行、交行和人保公司共同出资组建。至1993年底，NET系统里上市公司数量达到7家，会员公司近500家，开户机构投资者约32000家，累计交易金额高达220亿元。至此，STAQ与NET的法人股市场形成“两网”，与深沪个人股市场遥相呼应，开拓了中国证券市场“两所两网”的新格局。

法人股市场建立初期，政策还不明朗，信息不对称问题较为严重，投资者对于法人股市场的了解并不多，参与并不积极。虽然在发展初期法人股市场规模还比较小，但其巨大的发展潜力却已显现。以STAQ市场为例，1992年7月开通后的半年时间里，入市机构的数量一直保持在较低水平，并且与个股走势大多相似，均呈现出初上市涨幅较大、但很快被“原始”获利盘压下的状况。进入1993年，随着长沙、杭州、成都等地柜台业务的推动，STAQ市场成交量开始有了温和的放大，股价稳步上扬。与此同时，NET市场的获准开通，也为处于试点状态的法人股流通拓宽了道路，并大大激发了STAQ市场投资人的热情。发展至此，“两网”的投资者构成已非单一的机构法人，众多个人股民已通过不同方式开设账户，大批量涌入法人股市场。

随后，法人股市场一路攀升，并创造出令投资者或其他业内人士都难以置信的历史最高纪录。过热的经济增长严重扰乱金融领域的正常秩序，“两市”股价创出天价后，大市开始迅速掉头回落。中国证监会进行治理整顿，严

格清查金融机构的资金流向，于1993年5月20日，对两系统发布了“暂缓审批新的法人股挂牌流通”的指示。同年6月21日，正式发布了“暂停新股审批上市”的公告。

在很长一段时期内，多数人认为“暂停新股审批上市”仅是在为当时宏观经济过热的情况下国家为整顿金融秩序所实施的一时之举。然而，监管层除了暂停首次公开募股（Initial Public Offerings，简称IPO）之外，并没有采取其他措施。

所谓的“法人股流通转让办法”最终也没能出台，除了暂停新股上市之外，监管层对法人股市场也没有其他任何新的指示。1998年4月，国家开始整顿场外非法交易市场，文件《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》中将非上市公司股票、股权证交易视为“场外非法股票交易”，予以明令禁止。随后STAQ、NET系统也相继关闭，大量资金被套其中。

法人股市场建立时就存在法制空白、体制不健全等问题，当初，《公司法》《证券法》均未出台，甚至连证监会都尚未成立，很多事情都是“摸着石头过河”，市场今后的发展与完善只能一步一步摸索研究，不断吸取教训总结经验。

新兴事物能否快速发展，在发展过程中能否逐步规范，与管理层的水平密切相关，管理层的成熟程度是在实践中不断提升的，经验的积累有助于改善管理方法和制度。

3. 存在的问题与出路

在STAQ系统和NET系统挂牌交易的公司或多或少存在一些问题，较为知名的“广州电力”和“海南航空”事件给投资者造成了一定程度的损失。事实上，两交易系统本身的发展已陷入两难境地，市场参与各方都存在诸多不满。但在这些不满的背后有一点是毋庸置疑的，即在市场建设的初期，的确有一批企业在此成功融资，大大地促进了企业的发展。

鉴于场外市场存在诸多乱象，相关部门于1998年开始清理整顿工作。为做好善后工作，国务院有关文件提出了公司可买回自己的股票或被其他企业回购、将公司的股票转为债券抑或通过推荐使公司在A股市场上市等一系列解决

措施。无论是对企业自身还是对投资者而言，推荐公司到A股上市方案无疑是最受欢迎的。

其实，国家管理层当时已经制定了相关原则和政策，责成当地政府根据各家公司的实际情况制定解决方案，要求最大限度地保护两市场流通股持有者中自然人投资者的利益。换言之，一些拥有较差质量资产的公司，将会被另一家公司收购其流通法人股，进而达到上市的目的。

此外，公司以约定的价格赎回原流通法人股部分的这一解决措施也迟迟没有实施，相较于其他方案来说，其难度在于公司方面是否有足够的现金并且以合理的价格将股票从发散在全国各地的投资者中赎回。如何合理定价也是问题之一。

二、三板市场的发展历程

STAQ系统和NET系统的法人股市场由盛转衰，暴露出了众多问题。而三板市场的出现，不仅妥善解决了原STAQ系统和NET系统的遗留问题，还弥补了证券市场的结构性缺陷。

1. 三板市场的起源与发展

2000年，我国产权交易市场迎来了发展契机，“非上市股份有限公司股权登记托管业务”重新得到肯定，许多地方政府开始恢复和重建产权交易所，并加以规范管理。全国各地具有产权交易性质的技术产权交易市场拔地而起，这些交易机构全部由当地政府部门牵头发起设立，如上海、北京、深圳、成都、西安、重庆等，很多地方的产权交易所出现了联合、整合的趋势。

2001年6月12日，中国证监会批准并由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》，代办股份转让系统正式推出，主要目的是解决主板退市问题以及原STAQ系统和NET系统内存在的法人股历史遗留问题。代办股份转让系统是一个以证券公司及相关当事人的合约为基础，依托证券交易所、登记结算公司的技术系统和证券公司的小型服务网络，以代理客户买卖挂牌公司股份为核心业务的股份转让平台，股票来源基本是原NET系统和STAQ系统挂牌的不具备上市条件的公司和从沪深股两市退市的公司。

2001年7月16日，三板市场正式成立。因该市场是相对于传统意义的一板（主板）、二板（创业板、中小板）而言，故称为三板市场。当时在三板市场由指定券商代办转让的股票共有14只，其中包括水仙、粤金曼和中浩等退市股票。至此，三板市场妥善解决了原STAQ系统和NET系统挂牌公司流通股的一系列转让问题，起到了承接主板的退市股票，在特定时期化解了退市风险，弥补了证券市场的结构性缺陷。

2. 三板第一家：世纪瑞尔

北京世纪瑞尔技术股份有限公司成立于1999年，主要生产监控设备、电子产品、计算机软硬件、工业自动化设备、通信及网络产品等，并且为工业产业信息化提供系统的解决方案，为铁路、电信、电力领域提供自动化监控和综合信息处理等服务，曾为京九线综合控制系统、秦沈客运专线的自动化系统、西合线综合管理系统、郑州及上海等铁路局通信资源管理系统的国内主要铁路干线信息化提供解决方案。

2006年12月，公司在三板市场成功挂牌，股份代码430001。2009年9月9日，世纪瑞尔定向增发2000万股，其中1400万股由国投高科、启迪中海、启迪明德和清华大学教育基金会认购，600万股由原股东按持股比例配售，发行价格为4.35元/股。公司于2010年成功定向增发，融得资金8700万元。企业具有一定的知名度并且经营状况良好，自成立以来业绩一直持续稳定的增长，股份长期受到市场欢迎。作为第一家股份转让平台进行大宗交易的公司，世纪瑞尔交易最为活跃，截至2010年2月，企业共有265笔交易，平均交易价格为6.95元，成交金额总计约1.3亿元。

世纪瑞尔的上市进程却是一路坎坷。2006年11月，公司发布公告称所递交的中小板挂牌上市申请已得到证监会受理，但一年之后公司却以“时机不成熟”为由主动撤回申请。直到2010年12月13日，世纪瑞尔终于成功登陆创业板，首次发行价格为每股32.99元，实际募资净额为11亿元，其中超募资金8.47亿元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金，宣告世纪瑞尔正式完成了从中关村“新三板”向创业板的转变，而这一过程整整耗费了四年时间。尽管路程有些坎坷，但世纪瑞尔的股东们却获益颇丰，尤其是当年参与公司定增的股东，在转板之后都赚得盆满钵满。

三、三板市场的今生：“新三板”

在特定历史时期，三板市场发挥了巨大作用，不仅起到了化解退市风险的作用，还有助于弥补证券市场的机构性缺陷。但为了让更多成长型企业能够登陆资本市场，进行股份转让，中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统于2006年1月23日正式推出。从此，我国逐步形成了包含主板、创业板、场外柜台交易网络和产权市场在内的多层次资本市场体系。

1. 新三板概况

为了改变“旧三板”挂牌企业数量有限且质量不高的局面，证监会、国家科技部共同批准设立中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统，该系统于2006年1月23日正式推出，采用全国股份转让系统平台，共72家券商获得主办券商资格。新三板基本职能是为非上市公司进行股份公开转让提供一个融资、信息技术交流和培训服务的平台。值得一提的是，新三板与“旧三板”最大的不同点在于新三板采取配对成交的交易方式，设置30%上下幅度的限制，超过幅度时要求披露买卖双方信息。

新三板市场于2012年进行第一次扩容，试点区域新增上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区和天津滨海高新区。2013年底，新三板市场第二次扩容，突破高新区限制：凡是符合挂牌条件的企业都可以选择在新三板挂牌。新三板建立并进一步扩容后带来了众多积极作用：

第一，为企业提供融资便利。企业挂牌新三板后可以通过定向增发开展股权融资，通过发行公司债、可转债、中小企业私募债等方式开展债权融资。

第二，为企业股票提供转让场所，提升其流动性。做市商制度推出后，有助于企业股票公允定价，体现股份价值。

第三，有助于企业留住人才，稳定发展。挂牌企业可以通过股票和期权等方式来对员工和管理层进行有效的激励，以此吸引和留住人才，激发员工的工作热情，增强企业的发展潜力。

第四，有助于企业规范经营，提升管理水平。企业挂牌新三板的过程也是自身完善的过程，专业中介机构参与其中，为企业提供各方面的建议，帮助其健康发展。

第五，扩大企业知名度，提升品牌价值。新三板挂牌公司这一头衔有利于企业开展业务，为企业带来多方面的便利。

除上述利好之外，新三板还有其他的作用及影响。首先，新三板的存在，使得价值投资成为可能。无论什么类型的投资者，短期内收回投入的资金价值不高，因此对三板公司的投资更适合以价值投资的方式。其次，股份报价转让系统的存在，为私募股权基金增添了新的投资标的，并拓宽了资本退出渠道。但是，新三板作为中国资本市场的一个新层级，随着未来挂牌公司数量的增加和融资规模的扩大，会对主板产生一定的资本分流。

2. 新三板和上海股权托管交易中心的区别与联系

上海股权托管交易中心经上海市政府批准设立，归上海市金融服务办公室监管，遵循中国证监会对中国多层次资本市场体系建设的统一要求，是上海市国际金融中心建设的重要组成部分，也是中国多层次资本市场体系建设的重要环节。

“新三板”与“上海股权托管交易中心”同属于场外市场，两者既是竞争关系，又是互补关系。新三板和上海股权托管交易中心详细比较如表1-1所示。

表1-1 新三板和上海股权托管交易中心比较

项目	全国中小企业股份转让系统 “新三板”	上海股权托管交易中心
市场层级	属于OTC场外市场（三板）， 2006年成立于北京中关村	属于OTC场外市场（三板），成立于 2008年后，天津、上海、浙江、武汉、 重庆等地股权交易市场
上级主管部门	中国证监会	上海市政府和上海证券交易所
企业存续期	2年	1年
股份制改制	股份制	股份制
股东人数	可以超过200人	200人以内
投资群体	机构投资者、个人投资者（300 万元的资产证明）	机构投资者、个人投资者（50万元的 资产证明）
业绩要求	无盈利要求，但主营业务突出， 有持续经营能力。由于全国放开， 会对企业有潜在的财务要求	无盈利要求，主营业务独立，有持续 经营能力
审核备案 机构	全国股份转让系统审核备案	上海股权托管交易中心审核，上海金 融办备案
挂牌时间	6个月	3个月

(续表)

项目	全国中小企业股份转让系统 “新三板”	上海股权托管交易中心
挂牌成本	120万元~200万元	100万元~150万元
挂牌通过率	高(券商对企业的质地有更高的要求)	高(上海股权交易中心会辅导挂牌成功)
挂牌影响力	高,时间早,知名度高;拥有独立的交易机制	高,虽进入时间迟,属新兴市场,但规范性为业内翘楚,受到市场和投资人特别是专业投资者的广泛认可
融资方式	定向增发、股权质押、信用贷款	定向增发、股权质押、信用贷款、中小企业债
融资能力	平均每家企业融资额2000万元	平均每家企业融资额3000万元
挂牌后股份交易数量	每月每家企业40万	每月每家企业230万
推荐机构	券商	私募(可提供立体融资服务)、银行、券商
挂牌后定增股权流通	锁定期为1年	锁定期为6个月
转板通道	未来具有转板可能性,但要等相关法规出台	转板价值不大,转板形式大于实质,不推荐转板
财政支持	有	有

资料来源:全国中小企业股份转让系统

第二节

多层次资本市场

资本市场的参与方对资本市场提供的金融服务有不同的需求。投资者与融资者对投融资服务的多样化需求决定了资本市场应该是一个多层次的市场体系。成熟的多层次资本市场,应当具备同时为所有规模类型的企业提供融资平台和股份交易服务的能力,在市场规模上体现为“倒三角”结构。

一、多层次资本市场的构成

我国资本市场从20世纪90年代发展至今,已经形成了主板、中小板、创

业板、三板（含新三板）、区域性股权交易市场、证券公司主导的柜台市场等多种股份交易平台，具备了多层次资本市场的发展条件。

1. 主板市场

主板市场是多层次资本市场体系最重要的组成部分，主板市场发展水平高低是一国整体经济发展情况的展现。我国上海和深圳两家证券交易所是开办最早、规模最大、上市标准最高的市场，在主板上市的企业多为大型成熟企业，资本规模大且盈利能力较为稳定。

2. 中小板市场

经国务院批准，中小板市场于2004年5月17日正式设立。中小企业在发展初期急需资金支持，中小板的设立为这类企业提供了融资平台，有利于缓解中小企业融资难的问题。中小板设置的上市条件和运营规则与主板较为接近，对中小企业来说门槛较高。

3. 创业板市场

创业板市场于2009年3月31日正式设立，与中小板市场一样，也由深圳证券交易所承办，是地位次于主板市场的二级证券市场。

创业板设立的初衷是为创新型和高成长型企业服务，为此类企业提供股份交易场所，同时为创业投资机构提供退出的途径。创业板的设立进一步促进了我国多层次资本市场的完善。

4. 场外交易市场

（1）新三板市场。

新三板市场于2013年正式扩容，扩容后挂牌企业数量不断增多，各项配套制度也不断完善，新三板在支持中小企业发展方面也初见成效。新三板挂牌条件较主板和创业板来说较为宽松，鼓励中小企业登陆新三板，开展融资活动。新三板挂牌企业涵盖行业较为广泛，这其中属于新兴产业的企业数量居多，新三板服务新经济、支持创新创业的作用较为明显。

新三板制定灵活的政策为企业融资和资本运作带来便利。在股票发行和并购重组方面，实行事后备案和信息披露监管，为挂牌公司创造了宽松的环境。截至2014年12月12日，挂牌公司总共完成了280次股票发行，融资金额

119.67亿元，是2013年全年股票融资金额的11.6倍，平均单笔融资金额4273.86万元。与此同时，挂牌公司并购重组渐趋活跃。

（2）产权交易市场、股权交易市场。

区域性股权交易市场是为特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场，一般以省级为单位，由省级人民政府监管，是我国多层次资本市场的重要组成部分。对于促进中小微企业融资和股权交易、盘活民间资本和鼓励科技创新、加强对实体经济薄弱环节的支持，具有积极作用。

目前全国建成并初具规模的区域股权市场有上海股权托管交易中心、前海股权交易中心、广州股权交易中心、浙江股权交易中心、江苏股权交易中心、青海股权交易中心、天津股权交易所、齐鲁股权托管交易中心、武汉股权托管交易中心、重庆股份转让中心、大连股权托管交易中心、海峡股权托管交易中心等十几家股权交易市场。

二、多层次资本市场的功能

完善的多层次资本市场有助于提升企业的经营能力和管理水平，为各层次的企业提供融资途径，为投资者提供退出通道，更有助于避免由上市公司风险特征加大、风险揭示能力下降而造成的市场风险。

1. 完善金融体系

多层次资本市场是资本市场发展的目标，也是金融体系改革和发展的基础。20世纪90年代初期，上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立，经过十多年的改革和完善，已经形成了围绕股权和债券两大类型的多级别金融产品。金融市场的参与者也发展成包含金融中介机构、证券交易所和证券监管机构等在内的有机整体，促成了多边相互支持相互制约的局面，初步形成了健全的全国性资本市场体系。多层次资本市场在满足资本市场上资金供求双方多层次化要求、提高上市公司的质量、维护金融安全等方面发挥了非常重要的作用。

然而，我国资本市场存在的体制性问题严重制约了市场功能的有效发挥，主要包含两方面：一是A、B股的分割，流通股与非流通股的分割；二是市场发育的不完善，缺乏一个安全、高效的多层次资本市场体系。成熟的资本市场，不仅要有证券交易市场，还应该包括场外交易、直接的产权转让和柜台