

# 资本的逻辑

企业规范、融资及IPO整体解决方案

程继明 编著

## THE LOGIC OF CAPITAL

ENTERPRISE STANDARD, FINANCING AND IPO OVERALL SOLUTION

海外借



机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS



# 资本的逻辑

企业规范、融资及IPO整体解决方案

程继明 编著



机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS

本书分为上下两篇。上篇为认识论——全面认识资本市场，共四章，主要介绍了多层次资本市场体系及投资机构生态。下篇为方法论——按照 IPO（首次公开发行）要求对接资本市场，共八章。本书一方面从战略上按照 IPO 要求规范企业各项行为，即第五章、第六章、第七章、第八章、第九章及第十章依据 IPO 审核体系，结合 2017 年 IPO 审核案例，按照相关法律法规，对发审委审核重点进行剖析，并对拟 IPO 企业或融资企业针对性提出应重点关注的问题及解决思路，第十一章着重选取了若干典型行业，结合其行业特点分析了规范及审核要点；另一方面从战术上对接资本市场，第十二章从商业计划书、配合尽职调查、企业估值及对赌协议等方面对接资本市场作出有针对性、高效的战术安排。本书适合中小企业管理者、创业者、投资人士以及研究企业管理、IPO 规则及案例的学者阅读。

## 图书在版编目（CIP）数据

资本的逻辑：企业规范、融资及 IPO 整体解决方案 /  
程继明编著. —北京：机械工业出版社，2018.4  
ISBN 978-7-111-59383-6

I. ①资… II. ①程… III. ①中小企业-上市公司-  
企业融资-研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 045087 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：马 佳 责任编辑：马 佳

责任校对：赵 蕊 封面设计：张文贵

责任印制：孙 炜

北京中兴印刷有限公司印刷

2018 年 4 月第 1 版·第 1 次印刷

170mm×242mm·19.25 印张·278 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-59383-6

定价：69.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

服务咨询热线：(010) 88361066

机工官网：[www.cmpbook.com](http://www.cmpbook.com)

读者购书热线：(010) 68326294

机工官博：[weibo.com/cmp1952](http://weibo.com/cmp1952)

(010) 88379203

金书网：[www.golden-book.com](http://www.golden-book.com)

封面无防伪标均为盗版

教育服务网：[www.cmpedu.com](http://www.cmpedu.com)

改革开放四十年来，中国取得的经济成就令世人瞩目。中国特色社会主义进入新时代，从十九大到二十大，是“两个一百年”奋斗目标的历史交汇期。我们既要全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标，又要乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程，向第二个百年奋斗目标进军。

### 一、中国经济发展潜力巨大

国内外有越来越多的声音唱空中国，对中国经济发展前景持悲观态度。但这些声音低估了中国经济增长的潜力，并没有充分考虑中国经济发展中各种综合因素。

根据索洛经济增长模型，从劳动、资本、技术、制度和知识五个层面上分析，中国的经济增长潜力巨大。劳动力层面上，农村的改革会进一步释放劳动力，并且中国在以机器人为代表的高端加工业上与美日等发达国家的差距在缩小，可以进一步提高劳动生产率。资本层面上，随着金融市场改革的加速，资本市场的效率会进步提高，民营企业、中小企业的融资问题会得到进一步解决。技术层面上，军用技术向民用产业的转化将在很多领域带动技术进步，特别是民营企业的专利申请已经居世界领先地位，中国的研发支出已经居世界第二位，“大众创业、万众创新”的局面将为原创技术的发展奠定坚实基础。制度层面上，通过改革开放实现的从计划经济到市场经济的转换可以带来巨大的经济增长效益，即改革红利。知识层面上，随着教育的发展，以80后、90后为代表的具有先进知识的中国新一代会带来更多的知识创新。

### 二、制度改革贯穿中国经济增长

改革开放四十年来，中国政府在制度层面一步步推动市场化革新。

80年代，中国经济依靠“简政放权”。中央向地方放权、政府向企业放权、企业向个人放权，这增加了地方政府、企业和个人的自主权和积极性。

90年代，依靠金融市场的建立和金融体制的改革推动了中国经济的发展。中国政府在财政金融体系进行了许多大胆的尝试，比如进行分税制改革，股份制改革，现代股票市场建立，同时推动国债市场化。以上的尝试打破了长久以来的“金融压抑”（Financial Repression），建立了一个初步金融市场和金融体制的框架。

2000年后，中国加入WTO后抓住市场机遇。扩大了国际市场需求，进一步推动了政策性银行与地方政府的合作，加强中国基础设施投资建设，实现了政府财政收入10%以上的高速增长。国家开发银行的贷款支持刺激了下游民营企业的“溢出”效应，提高了全要素增长率。根据模型测算，国家开发银行为中国经济发展贡献了17.7%的全要素增长率。

### 三、完善以资本市场为主体的金融体系

中国金融市场是中国经济发展的核心。目前以银行间接融资方式为主的金融体制仍然占主导地位，这种情况与金融市场的发展方向不相适应，阻碍了金融市场的健康发展。因此，需要进一步推动金融市场的改革。

欧洲成立以银行为主体的金融体系，和日本属于一类。中国金融体制早期参照欧洲日本体制，建立了以银行为主体的金融市场结构，现在看来这种体制有很多弊病。主要是以银行为主体的金融体系没有以资本市场为主体的金融体系更有效率，所以中国一定也会走像美国这样的以资本市场为主体的金融体系的道路。

经济危机后，有人认为资产证券化导致了金融危机，所以我们就不要搞资产证券化，但是通过资产证券化才能使资产流动起来，从而提高资产的使用效率。

中国需要金融创新，同时也需要厘清相关监管部门职能，这样才能形成一个完善的资本市场体系。

#### 四、债券市场发展的重要机遇

中央成立金融稳定和发展委员会意义非常重大。这里面有稳定也有发展，其实金融防范风险保持稳定，发展是重要方面。我认为债券资本市场发展迎来重要机遇。

近几年债券资本市场特别是公司债市场迅速发展，因为我国传统上债券市场是以国债为主，发展到以政策性金融债和金融债为主，下一步很自然地 toward 公司债、企业债为主的方向发展。

公司债需要进一步发挥直接融资职能。我们现在的公司债市场很大程度上就是一个贷款市场，也就是说公司债要求抵押、担保，和贷款是一样的，不是一个信用市场。投资人并非基于发行人信用来决策投资，这样很大程度上限制了中小企业和民营企业的融资，公司债市场不能很好地发挥金融市场的功能。

公司债发展可以增加基金产品组合。组合成风险稳定但是回报相对比较高的产品，或者回报固定但风险比较小的产品，以适应不同投资者的需要，这可以使股市、房市的主要投资者转向投资固定收益类基金产品。

债券资本市场是人民币国际化重要前提。外国投资者最在意中国的资本市场流动性情况，即是否与世界市场打通，一旦发生风险能否快速变现。大家都买美元资产，不是因为美国经济好，而是因为美元资产流动性最好。

#### 五、新兴产业催生 PE 和基金管理人

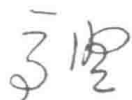
存贷款利率放开以后，2016 年开始银行的利润率大幅度下降，由于竞争因素，贷款利率开始下降，存款利率开始上升，所以利差变小。各个银行都采取混业经营的办法，收购证券、保险、信托、租赁、资本等机构，这样的混业经营也预示着原有的存贷款业务为主体的金融结构和模式不再适应新形势下的经济发展。

2000 年以后的十年中国经济两位数增长，那个时候的需求十分强劲，银行觉得做什么贷款都有需求，所以银行通过抵押、担保对借款人本身信用的评级等等来决定和选择项目。但是对于项目本身的效应，银行不可能花更多

时间去看这些东西。在经济结构转型，总需求开始相对下降、平稳，特别是新兴产业对银行是一个很大的挑战，比如双创产业、高科技产业，这些就不太适合银行做。这就催生了一个新的产业——基金管理行业，特别是 PE、VC，金融体系脱虚向实，有人要更多地去项目，要培养一大批能看项目的人，所以这部分产业是一定要发展的。

《资本的逻辑》注重理论与实践结合，结合《公司法》《证券法》等相关法律法规，剖析企业规范及资本化过程中的焦点和重点，有助于中小企业全面认识多层次资本市场，掌握并遵循资本市场规律，有效缩短中小企业与资本市场距离；有助于充分利用多层次资本市场服务供给侧结构、服务实体经济。

国家开发银行原副行长



2018年3月

## 前 言

在“双创”战略及商事改革等政策春风下，中小微企业正在成为我国经济新动能培育的重要源泉之一。根据2011年6月18日，工业和信息化部、国家统计局、国家发展和改革委员会、财政部联合印发的《中小企业划型标准规定》及相关统计数据显示，目前我国中小企业有4000万家，占企业总数的99%。据国家工商总局统计，我国中小企业创造的最终产品和服务价值相当于国内生产总值（GDP）总量的60%，纳税占国家税收总额的50%，完成了65%的发明专利和80%以上的新产品开发。特别是近年来，在新经济、新技术、新业态、新模式的推动下，国内又催生出了一大批中小微企业。这些企业中的佼佼者，往往在很短的时间里，就成长为细分行业的“隐形冠军”，成为“各领风骚的独角兽企业”。中小微企业正在成为我国经济结构优化升级的重要支撑，也是保障和改善民生的重要依托。

然而，中国越来越有钱与中小企业“融资难”“融资贵”并存的尴尬境地长期存在。一方面，中国越来越有钱已是不争事实。根据世界银行报告，中国GDP总量全球排名第二，人均GNI迈入中等偏上收入组，外汇储备余额为全球最高水平。另一方面，中小企业“融资难、融资贵”问题依然凸显，阻碍我国中小企业快速发展，尤其随着我国经济进入新常态，中小企业在转型升级发展过程中面临的“融资难、融资贵”问题日益突出，引起了中央和社会各方面的高度重视。

认识问题是解决问题的前提和基础。“融资难、融资贵”问题不是单一原因造成，而是融资交易双方以及所处环境等多因素综合导致。中小企业与现有金融体制“水土不服”，银行只愿意“锦上添花”而不是“雪中送炭”，而



资本化不足是“融资难、融资贵”的最重要因素。一个人、一个企业乃至一个国家有没有“钱”取决于它能不能将各种未来收入流和现实财富资本化、票据化，不取决于它有多少金银。资本化包括但不限于资源资本化、企业资本化、收入流资本化、人力资本化。美国经济跟其他国家的差别很大程度上在于它有着任何资产、任何未来收入流都能提前变现的证券化、资本化体系。而我国当前资本化还相当不足，金融市场体系不健全、不合理，中小企业融资方式单一，基本靠银行贷款，融资渠道狭窄。

资本化是解决“融资难、融资贵”问题的根本出路。首先，目前金融市场体系现状、金融体制与“双创”战略的匹配度以及中小企业自身因素，决定着中小企业走向资本市场实现直接融资的必要性。其次，纵观 G20 等国家发展经验，从长远发展来看，推动更多金融资源通过资本市场进行配置，提高直接融资比重，是全球金融体系发展的趋势，决定着中小企业走向资本市场实现直接融资的必然性。第三，2014 年至今，国家出台一系列促进资本市场健康发展、显著提高直接融资比重优化金融结构、深化投融资体制改革等政策，以及我国目前多层次资本市场日益成熟、投资机构生态体系日益完善，决定着中小企业走向资本市场实现直接融资的可行性。此为本书第一章内容。

全面认识资本市场是通向资本之路的前提和基础。“知彼知己、百战不殆”。如何对接纷繁芜杂的资本市场、浩如烟海的法律法规、形形色色的投资机构等都是摆在众多中小企业面前棘手的问题，全面认识资本市场方可找准自己通向资本市场的坐标和方向。本书第二章简要介绍了主板、中小板、创业板发展历程、上市规则和上市条件，全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”）的特点及现状，中证机构间报价系统及中国青年创新创业板定位及功能，区域性股权交易中心（或股权交易所，俗称“四板”）的前世今生，以及上述交易所、新三板、报价系统、四板市场比较，IPO 流程及综合成本分析，旨在快速全面认识目前我国多层次资本市场体系。直接融资既包括股权融资，还包括债券融资，与中小企业相关的是中小企业债及双创债，此部分内容成为第三章。本书第四章简要介绍了我国目前私募股权投资机构的生态，

并重点分析了政府引导基金，旨在帮助中小企业对投资机构了然于心。

按照 IPO 标准规范发展是通向资本之路的途径和根本。投资机构青睐一个企业最主要是基于以下几个基本要素：企业的成长性（即投资价值）、规范性（即风险防范）以及 IPO 潜质（成功退出的最佳渠道）。很多企业在寻求股权投资过程中，总会感到迷茫、困惑与束手无策，很难获得投资机构青睐，究其因，一方面是因为对投资机构决策因子知之甚少，另一方面是因为自身的规范性、成长性及 IPO 可能性存在实质性缺陷。本书提出要按照 IPO 标准要求规范自身，以及有效对接资本市场就是基于上述考虑。一方面，战略上按照 IPO 要求规范企业各项行为，练好内功，这是获得投资机构青睐、成功走向 IPO 之根本。第五章、第六章、第七章、第八章、第九章及第十章依据 IPO 审核体系，分别从企业主体、规范运行、独立性、持续盈利能力、财务与会计等方面，对企业股东资质、出资规范、股改、实际控制人、股份转让、公司治理、内部控制、独立性、同业竞争、关联交易、持续盈利能力、财务基础、财务真实性、商业模式、股权激励、募资运用等若干情形，结合 2017 年 IPO 审核案例，依据相关法律法规，对发审委审核重点进行剖析，并对拟 IPO 企业或融资企业针对性提出应重点关注的问题及解决思路。第十一章着重选取了若干典型行业，结合其行业特点分析了规范及审核要点，更加具有针对性和操作性。该七章旨在全过程、全方位、系统化提升企业管理水平。另一方面，在此基础上，第十二章从商业计划书、配合尽职调查、企业估值及对赌协议等方面，有针对性、高效对接资本市场作出战术安排。

综上所述，如果能解决中小企业三个层面需求或其一，将实现本书初衷。第一，满足中小企业规范发展需求。规范运行，提升公司管理水平，这是所有企业家都期待的，但每每谈到管理时，首先想到的就是空洞、抽象的管理理论，从何处下手提升管理水平，如何提升管理水平是摆在每一个企业家面前的棘手难题。纵观全球资本市场，我国 IPO 审核相对严格，而且指导性规范文件极其丰富和完善，20 多年来的审核实践，积累了丰富案例，因而以 IPO 标准规范自身无疑是高标准、严要求，为中小企业提升管理水平明确了方

向。第二，满足中小企业融资需求。中小企业“融资难、融资贵”问题原因诸多，中小企业所能做到的就是练好内功，提升自身的规范水平、内在价值，从而逐步满足投资机构的条件，这是走向资本市场、成功实现直接融资的根本和基石，而非怨天尤人，亦非试图改变社会。第三，满足中小企业 IPO 需求。我国目前 IPO 审核制更加注重实质性审核、风险审核及综合性审核，尤其是自 2017 年 9 月开始实行大发审委制度以来，审核从严趋势已经明晰，如何全面、系统、准确地理解和把握 IPO 审核大要点及焦点，提前布局、全面梳理、整体谋划是至关重要的。

除此之外，如果能帮助投资机构及投资人士更加深入地挖掘企业价值、发现企业风险点及客观剖析 IPO 有无“硬伤”；同时，如果能帮助立志于研究企业管理、IPO 规则及案例的学者，将不胜荣幸。

创新、简洁和实务一直是本书追求的风格。第一，创新性。本书绝大部分采用 2017 年发审委审核之案例，并结合 2017 年下半年最新一期证监会发行部门窗口指导精神，可以有效把握当前最严格上市审核之脉络。同时，对审核体系进行了独特地梳理和解读，以便于更加快速、直观把握相关要点。第二，简洁性。本书更多地关注和剖析每一个规范模块的焦点、重点及要点，不追求面面俱到。第三，实务性。本书在下篇基本采取案例解析、法律法规、审核要点及拟 IPO 企业应关注的重点体例，有利于中小企业有的放矢。

企业 IPO、规范及管理是一个庞大的课题，同行在此方面研究颇深，本书定有诸多不足之处，甚至诸多不准确之处，还恳请同行赐教和包容。

## 序 言 前 言

### 上篇 认识论：全面认识资本市场

#### 第一章 资本化是解决融资难融资贵问题的根本出路 / 002

第一节 资本化为创业者提前兑现财富 / 002

第二节 资本化国际视野和可行性 / 006

#### 第二章 多层次资本市场是资本化主战场 / 013

第一节 资本化“桥头堡”：主板、中小板、创业板 / 013

第二节 资本化“土壤”及“苗圃”：新三板 / 019

第三节 资本化有生力量：中证机构间报价系统及地方股权交易中心 / 022

第四节 IPO 基本流程、成本及审核理念 / 029

#### 第三章 债券市场是资本化的重要力量 / 036

第一节 债券市场体系 / 036

第二节 债券市场发展情况 / 039

第三节 信用债助推中小企业资本化 / 042

#### 第四章 股权投资基金是资本化的源泉 / 048

第一节 揭开私募股权投资基金的面纱 / 048

第二节 政府投资基金的运作模式及政策环境 / 056

## 下篇 方法论：按照 IPO 标准对接资本市场

### 第五章 主体资格 / 073

- 第一节 股东 / 073
- 第二节 出资 / 078
- 第三节 股改 / 081
- 第四节 实际控制人 / 092
- 第五节 股份转让 / 096

### 第六章 规范运行 / 105

- 第一节 规范运行的基本情况 / 105
- 第二节 内部控制 / 121

### 第七章 独立性 / 138

- 第一节 一完整四独立 / 138
- 第二节 同业竞争 / 146
- 第三节 关联交易 / 154

### 第八章 持续盈利能力 / 163

- 第一节、案例解析 / 163
- 第二节、法律法规 / 165
- 第三节、持续盈利能力重要性 / 166
- 第四节、影响持续盈利能力第一类情形：五大依赖 / 166
- 第五节、影响持续盈利能力第二类情形：内部经营条件发生重大变化 / 173
- 第六节、影响持续盈利能力第三类情形：外部经营条件发生重大变化 / 175
- 第七节、拟 IPO 企业应着重关注的问题 / 178

### 第九章 财务与会计 / 179

- 第一节 财务与会计的基本情况 / 179
- 第二节 财务真实 / 188

第三节 发审委重点关注的财务指标 / 190

## 第十章 其他规范情形 / 199

第一节 商业模式 / 199

第二节 股权激励 / 210

第三节 募资运用 / 217

## 第十一章 典型行业规范及审核要点 / 223

第一节 农业企业规范及审核要点 / 223

第二节 医药企业规范及审核要点 / 230

第三节 软件及网游企业规范及审核要点 / 238

第四节 军工企业规范及审核要点 / 245

第五节 教育企业规范及审核要点 / 249

第六节 风景名胜区规范及审核要点 / 251

## 第十二章 有效对接投资机构 / 259

第一节 商业计划书 / 259

第二节 尽职调查 / 263

第三节 企业估值 / 286

第四节 对赌协议 / 288

上篇

认识论：  
全面认识资本市场

# 资本化是解决融资难融资贵问题的根本出路

中国越来越有钱与中小微企业“融资难”、“融资贵”并存，其根源之一是资本化不足。资本化是资本主义的核心精神之一，为创业者提供了一种提前兑现财富的机器。制度供给及多层次资本市场发展为我国企业资本化提供可能性。

## 第一节 资本化为创业者提前兑现财富

中小企业在我国经济运行和社会发展中占有重要地位，对于促进市场竞争、增加经济活力、推动技术进步，特别是提供就业机会具有不可替代的作用。但长期以来，“融资难、融资贵”问题就是阻碍我国中小企业快速发展的绊脚石，尤其随着我国经济进入新常态，中小企业在转型升级发展过程中面临的“融资难、融资贵”问题日益突出，引起了中央和社会各方面的高度重视。习近平总书记指出，“要解决中小企业融资难的问题，为中小企业提供可靠、高效、便捷的服务”。

### 一、中国越来越有钱与中小微企业越来越没钱并存

#### （一）中国越来越有钱是不争事实

世界银行报告发布了2016年全球各个国家的GDP数据，显示全球GDP（国内生产总值）总量达74万亿美元。其中，总量排名第一的美国占比24.32%；排名第二为中国，总量占比14.84%；排第三、第四的分别是日本、德国，各占比



5.91%、4.54%。

世界银行把全世界经济体划入四个收入组别：高收入、中等偏上收入、中等偏下收入以及低收入。2017年最新的划分标准是人均国民总收入（英文缩写为GNI）超过12,235美元就算高收入国家，人均GNI为3,956美元至12,235美元为中等偏上收入组。中国2016年的人均GNI为8,260美元，迈入中等偏上收入组。

截至2017年12月末，我国外汇储备余额为31,399亿美元，为全球最高水平。无论从绝对规模看，还是用其他各种充足性指标进行衡量，我国外汇储备规模都是充裕的。

## （二）中小企业“融资难、融资贵”

中小企业融资分内源和外源融资。内源融资主要指中小企业经营过程中资本的原始积累和经营利润资本化。外源融资主要指企业向外部经济主体筹募资金，包括发行股票或债券、银行贷款及其他借款。“融资难、融资贵”主要发生在企业外源融资过程中。

从实际情况看，中小企业“融资难”主要表现在五个方面：贷款门槛高、信贷手续繁、办理增信难、资金时间匹配差、贷款稳定性弱。“融资贵”表现在四个方面：银行贷款利率高、第三方服务费用高、银行续贷成本高、民间融资成本高。

## 二、资本化缺失与“融资难、融资贵”内在逻辑

中小企业“融资难”“融资贵”不是单一因素所致，而是包括社会发展阶段、中小企业自身特点、银行偏好、金融体制等，但资本化不足是其根本原因。

### （一）中小企业与现有金融体制“水土不服”

经营波动较大。据美国小企业管理局统计，近30%的小企业在成立两年内消失，约56%的小企业因经营失败、倒闭或破产等原因，在4年内退出市场。在我国，中小企业5年内淘汰率近70%，能够存活10年以上的中小企业仅占1%。中小企业的高风险在客观上导致其融资的难度和偏高成本。

可抵押物较少。即使属于新兴产业或国家重点战略支持产业的中小企业，