



仅以此书献给2013 —— 中国场外市场元年!

Landing on NEEQ

登陆新三板

开启中小企业 融资新纪元

重光律师事务所 编写

主编 陈 杰 祝 阳



56

法律出版社
LAW PRESS • CHINA

登陆新三板

开启中小企业 融资新纪元

重光律师事务所 编写

主编

陈 杰 祝 阳

指导编委

刘耀辉 丁 凯 黄 海 陈 杰 祝 阳

执行编委

韩银雪 何 园 刘艳玲 李 超 李 静
李 爽 栾 天 马天仪 濮志娇 张 雯

(按姓氏字母排序)



法律出版社

LAW PRESS • CHINA

图书在版编目(CIP)数据

登陆新三板:开启中小企业融资新纪元 / 重光
律师事务所编写. —北京:法律出版社,2013.9

ISBN 978 - 7 - 5118 - 5306 - 6

I. ①登… II. ①北… 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(2013)第 200524 号

登陆新三板

——开启中小企业融资新纪元

重光律师事务所 编写

主编 陈 杰 祝 阳

责任编辑 孙东育

装帧设计 马 帅

© 法律出版社·中国

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

版本 2013 年 9 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 固安华明印刷厂

印张 20 字数 282 千

印次 2013 年 9 月第 1 次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张建伟

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 - 5306 - 6

定价:48.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

资本市场是社会主义市场进行社会资源优化配置的重要平台,也是企业融资的重要渠道,资本市场能否充分发挥资源优化配置以及满足不同发展阶段企业融资需求的作用,不仅取决于资本市场的制度性建设,更取决于资本市场多层次体系的构建和完备。目前,我国资本市场仍是以沪深主板市场为主的单一资本市场,这种单一的资本市场体系制约了市场功能的有效发挥。在现阶段,建立多层次的资本市场体系,是完善社会主义市场经济体制的重要内容,也是当前我国资本市场发展的根本任务。全国中小企业股份转让系统(俗称“新三板”)无疑是我国多层次资本市场体系中不可或缺的一部分。

因工作关系,我一直非常关注“新三板”的发展。“新三板”自2006年1月在中关村试点启动以来,整体运行平稳有序,基本实现预期目标,但从长远来看,“新三板”市场作为我国全国性场外交易市场的雏形,被挂牌企业、投资者以及监管层均给予了厚望,扩容势在必行。在经历了2012年短暂的试点扩容之后,2013年6月19日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,研究部署金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施,其中之一就是“加快发展多层次资本市场,将中小企业股份转让系统试点扩大至全国,鼓励创新、创业型中小企业融资发展”,自此,全国中小企业股份转让系统试点从北京、天津、上海、武汉四地全面扩大到全国。

从近期看,“新三板”市场的主要功能是解决我国资本市场中的历史遗留问题,以弥补主板市场、创业板市场的功能缺陷;从远期看,随着股份制改造的深入和现代企业制度的完善,“新三板”市场不能仅仅作为股权流通的场所,还应

具备股权融资的功能,以形成一个具有完整功能的证券交易市场。以“新三板”扩容为契机的资本市场创新与改革对于中国的经济转型将产生巨大的助推作用。

重光律师事务所精心编写的这本《登陆新三板——开启中小企业融资新纪元》邀我作序,在饶有兴致地翻看后,欣然接受。作为一家专业的法律服务机构,重光律师事务所多年来一直专注于资本市场及金融领域法律业务的探索与发展。本书从宏观“新三板”的市场定位及影响,到微观“新三板”现行体例及制度解读,再结合深入浅出的典型案例分析,为读者全面、准确、深刻地解析“新三板”。本书内容丰满、资料翔实,可见他们对“新三板”的发展趋势、政策导向以及制度建设均作了深入的研究。本书不仅从理论层面向读者呈现出“新三板”的定位及发展趋势,同时,从实务操作层面对“新三板”的挂牌条件、交易制度、转板、退市以及定向增发等进行了全面而详细的介绍,更为可贵的是,他们还针对现行法律中制约“新三板”发展的一些规定提出了相应的立法建议,实属难得。相信本书无论对于拟挂牌企业、投资者还是相关从业人员均大有裨益,值得一读。

薛宝生

2013年7月于北京

主编寄语

中国的资本市场经历了 20 多年的发展,支持了一大批企业的发展,对经济建设起到了极大的促进作用。而近些年股市的大起大落也引起社会各界高度关注,到底如何促使股市支持实体经济,如何建立股市合理的准入体系及定价体系是监管层始终探索的问题,民间更是发出了改革 IPO 发行审核制度、建议用注册制取代现行的核准制、降低上市准入门槛、加强信息披露、由投资者判断企业投资价值的呼吁。稳步推进资本市场健康发展成了当下的一个重要任务。同时,在稳定现有市场参与者利益和长远革新证券市场制度方向方面,监管层也在不断思考破局之路。

党的十八届五中全会明确了“十二五”期间调结构、促增长的经济发展目标,以加快转变经济发展方式为主线,深化改革开放,保障和改善民生,促进经济长期平稳较快发展和社会和谐稳定。其中高效而健全的资本市场对于经济成功转型具有重要推动作用。作为优化资源配置的重要平台,即包含主板、中小板和创业板、新三板在内的多层次资本市场,需要提供一整套引导资源流动的聚集机制、促进技术转化的创新机制、鼓励创业投资的培育机制、实现优胜劣汰的筛选机制,这是实现经济结构调整必须做的事情。多层次资本市场的建设以及建立多层次资本市场之间的有机联系也被写入金融“十二五规划”当中。

场外市场建设的步伐在这样的局面下不断前行,2013 年迎来了全新的篇章——国务院批准设立全国中小企业股份转让系统(新三板交易所),以此作为新三板挂牌企业之股票交易、融资、信息披露平台,并配套全新的市场准入及交易制度。2013 年 6 月 19 日国务院常务会议并决定将新三板试点范围扩大至全

国。全国中小企业股份转让系统(新三板)将成为鼓励创业投资的重要环境,承担起引导金融资源扶持创新型、创业型中小企业之重任,辅之配套的债券市场及其他制度,新三板将构成中小企业多渠道融资的平台。从全局高度规划中国资本市场的长远发展战略看,新三板必将在经济转型阶段起到重要作用。

资本市场的繁荣发展,离不开各类市场机构的参与,全国中小企业股份转让系统的成立也为包括律师事务所在内的机构提供了历史性的机遇。重光律师事务所作为专业的律师事务所,始终关注新三板的发展历程,并积极参与新三板企业挂牌服务。我们不断搭建重光律师事务所与券商、投资机构的合作平台,旨在为企业提供最需要的服务和支持,这些工作,都已经取得了实实在在的效果。我们在从业过程中始终贯彻团队合作,不断总结、不断探索、及时分享,重光团队已具备了扎实的理论和丰富的经验。本书高度凝结了重光新三板团队成员对三板市场以及未来发展方向的经验、见解和期盼。全书及时解读了2013年三板的新制度,阐述了企业登陆三板的意义,介绍了三板的业务流程及实务工作,结合案例分析企业挂牌中遇到的各类问题及解决方案,并站在推动金融支持企业创新的角度,提出了一些立法建议,供监管层及业界同仁探讨指正!书中的观点和总结,希望能为广大企业家答疑解惑。书中的见解和心得,一方面用来和读者、监管层、企业家、三板从业的同仁分享探讨;另一方面也想抛砖引玉,让更多的专家来关注三板、参与三板、发展三板。书中难免有谬误之处,敬请读者指正!

本书的作者都是重光律师事务所从事三板工作的律师,他们都是在百忙之中笔耕不辍,完成了这本著作,作为主编要强调,这份贡献和成就属于重光团队的每一个人,同时也勉励重光团队在三板领域团结拼搏,继续努力,不断创造新的成就!

仅以此书献给2013——中国场外市场元年!

目 录

第一章 中国资本市场与新三板 / 1

第一节 新三板概述 / 1

一、新三板的概念 / 1

二、新三板设立的背景 / 2

三、新三板的发展历程 / 8

第二节 中国的资本市场概况 / 10

一、中国资本市场的发展 / 10

二、多层次的资本市场 / 10

三、新三板与主板、中小板、创业板及四板市场 比较 / 12

第三节 新三板的定位与影响 / 16

一、新三板在中国多层次资本市场中的定位 / 16

二、新三板的作用与影响 / 17

三、纳斯达克市场——场外市场的典范 / 20

第二章 新三板制度解读 / 25

第一节 新三板制度体系的发展 / 25

一、新三板建立初期的制度体系 / 25

二、2009 年改革后的制度体系 / 27

第二节 新三板现行制度体系 / 33

- 一、全国中小企业股份转让系统公司设立 / 33
- 二、现行挂牌制度 / 34
- 三、现行交易制度 / 43
- 四、现行监管制度——非上市公司监督管理办法解读 / 55
- 五、转板制度探索 / 67
- 六、退市制度 / 69

第三节 新三板新旧制度比较 / 72

- 一、挂牌准入制度比较 / 72
- 二、交易制度比较 / 76
- 三、监管制度比较 / 81
- 四、主办券商参与市场的条件 / 86
- 五、投资者准入 / 86
- 六、关注公司可持续发展性,强调公司治理完善 / 88
- 七、明晰规则、健全体系 / 89

第三章 新三板操作实务 / 91

第一节 挂牌操作实务 / 91

- 一、公司改制实务操作 / 91
- 二、公司挂牌实务操作 / 110

第二节 定向增发操作实务 / 116

- 一、新三板定向增发现状 / 117
- 二、定向增发流程 / 120
- 三、定向发行新制度 / 121

第三节 企业登陆新三板的多重利好 / 125

- 一、股权融资 / 125
- 二、债权融资 / 127
- 三、重组并购 / 143
- 四、股权激励 / 154

五、挂牌后信息披露 / 167

第四章 典型案例分析及对策 / 171

第一节 瑕疵出资的问题及对策 / 171

一、无形资产出资瑕疵 / 171

二、出资迟延 / 181

三、抽逃出资 / 184

第二节 股权问题及对策 / 189

一、股份代持中的隐患 / 189

二、股权激励中的问题 / 194

第三节 资产完整问题及对策 / 202

一、房产瑕疵 / 202

二、划拨土地使用权瑕疵 / 204

三、有限公司资产变更瑕疵 / 209

第四节 公司治理与运行问题及对策 / 211

一、关联交易的规范 / 211

二、同业竞争的清理 / 220

第五节 税务问题及对策 / 228

一、改制中涉及的税务处理 / 228

二、纳税瑕疵 / 236

第六节 劳动用工问题及对策 / 239

一、劳务派遣的风险预防 / 239

二、社保缴纳的风险预防 / 245

第七节 不同行业关注的具体问题 / 253

一、文化企业改制应注意的问题 / 254

二、新经济、新服务、新商业模式类企业应注意的问题 / 255

三、商业银行应注意的问题 / 255

四、医药企业应注意的问题 / 257

五、煤矿企业应注意的问题 / 257

六、非银行金融机构应注意的问题 / 259

第五章 新三板的未来展望与立法建议 / 262

第一节 坚持现行政策的科学方向 / 263

一、推出做市商制度,发挥市场能动性 / 263

二、推出促进资本市场健康发展的转板制度 / 267

第二节 资本市场呼吁法律变革 / 278

一、公司法层面的突破——引入优先股制度 / 278

二、科技创新、支持科技成果出资入股 / 283

第三节 明确监管框架,确定市场化运行价值 / 289

一、新三板市场的监管模式 / 289

二、服务机构准入环节归位尽责 / 291

三、强化主办券商终身督导制度 / 294

附录 1 / 298

2006 年规则体系表 / 298

2009 年规则体系表 / 300

现行规则体系表 / 302

附录 2 / 305

过渡期安排的相关问题 / 305

第一章 中国资本市场与新三板

第一节 新三板概述

一、新三板的概念

新三板,即全国中小企业股份转让系统,是经国务院批准设立的全国性证券交易场所,为非上市股份有限公司的股份公开转让、融资、并购等相关业务提供服务。作为我国多层次资本市场体系建设的重要组成部分,新三板市场的成立是建设我国场外市场、完善我国多层次资本市场体系的重要举措。全国中小企业股份转让系统有限责任公司是其运营管理机构,是经国务院批准设立的中国证监会直属机构。

新三板适宜创业期和成长初期的中小型企业,主要解决初创期中小企业规范治理、股份转让及融资问题。因为挂牌企业为高科技企业,不同于原转让系统内的退市企业及原 STAQ、NET 系统挂牌公司,故被形象地称为“新三板”。

二、新三板设立的背景

(一) 中央对全国性场外市场建设的高度重视

1. 建设创新型国家,需要发展场外市场

胡锦涛同志在党的十七大报告中明确指出,“提高自主创新能力,建设创新型国家”是“国家发展战略的核心,是提高综合国力的关键”,并将其放在促进国民经济又好又快发展的八个着力点之首。

报告中强调:认真落实国家中长期科学和技术发展规划纲要,加大对自主创新投入,着力突破制约经济社会发展的关键技术。加快建设国家创新体系,支持基础研究、前沿技术研究、社会公益性技术研究。加快建立以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的技术创新体系,引导和支持创新要素向企业集聚,促进科技成果向现实生产力转化。深化科技管理体制,改革,优化科技资源配置,完善鼓励技术创新和科技成果产业化的法制保障、政策体系、激励机制、市场环境。实施知识产权战略。充分利用国际科技资源。进一步营造鼓励创新的环境,培养造就世界一流科学家和科技领军人才,使创新智慧竞相迸发、创新人才大量涌现。

在建设创新型国家的过程中,需要鼓励和支持中小企业和科技创新型企业的发展,为我国创新技术体系的建立注入新的活力,丰富技术创新和科技成果,孕育新的商业模式乃至新兴产业,从而促进我国经济结构的转型升级,推动创新型国家的建设。然而,融资难的问题一直是制约中小企业发展乃至生存的“瓶颈”,这就需要发展我国的场外市场,让科技创新型中小企业能够有有针对性的融资平台,切实解决其发展过程中的资金需求难题。

2. 大力发展多层次资本市场,场外市场是其重要组成部分

在资本市场上,不同的投资者与融资者都有不同的规模与主体特征,对资本市场金融服务也有不同的需求。投资者与融资者对投融资金融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。建设多层次的市场体系,有利于满足资本市场上资金供求双方的多层次化的要求,有利于提供优化

准入机制和退市机制、提高上市公司的质量,有利于防范和化解我国的金融风险。

政府工作报告曾多次提出发展多层次资本市场的要求。国务院前总理温家宝在十届全国人大第三次会议政府工作报告中谈发展资本市场,提出要加强资本市场基础建设,建立健全资本市场发展的各项制度,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益,营造资本市场稳定和健康发展的良好环境。十一届全国人大三次会议政府工作报告中则明确指出,要积极扩大直接融资、完善多层次资本市场体系、扩大股权和债券融资规模,更好地满足多样化投融资需求。十二届全国人大一次会议政府工作报告再次强调,要深化金融体制改革,健全促进实体经济发展的现代金融体系,加快发展多层次资本市场。2013年6月19日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,研究部署金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施,会议研究确定了八项政策措施,包括加快发展多层次资本市场,将中小企业股份转让系统试点扩大至全国,鼓励创新、创业型中小企业融资发展。

发展多层次的资本市场,首先要丰富资本市场的层次。除主板市场外,随着创业板(创业板市场)的成功推出,作为多层次资本市场不可或缺的组成部分,场外市场(三板市场)的建设将是今后工作的重点,这对完善资本市场结构、丰富资本市场产品有着重大意义。

3. 代办股份转让系统的建设获得有关部委的鼓励支持

为妥善解决原STAQ、NET系统挂牌公司流通股的转让问题,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》,代办股份转让系统(即“三板市场”)设立,7月16日第一家股份转让公司挂牌。为解决退市公司股份转让问题,自2002年8月29日起,退市公司被纳入代办股份转让试点范围。作为我国多层次资本市场体系的一部分,三板市场一方面为退市后的上市公司股份提供继续流通的场所,另一方面也解决了原STAQ、NET系统历史遗留的数家公司法人股流通问题。

2008年时任中国证监会主席的尚福林曾在《中国资本市场发展报告》中明

明确提出增强代办股份转让系统在多层次资本市场体系中的地位和作用;科技部在《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020)》明确指出在国家高新技术产业开发区,开展未上市高新技术企业股权流通在代办股份转让系统的试点工作,推动高新技术企业股份转让;自2007年中国证券业协会第四次会员大会召开以来,发展代办股份转让系统、建设统一场外市场成为第四届协会的一项重要工作职责。一系列政策的鼓励支持,使代办股份转让系统获得重视和发展。

因此,无论是多层次资本市场的建设,还是创新型国家的构建,都显示出中央对全国性场外市场的建设和发展有着极大的决心和极高的重视程度,推动全国性场外市场的发展具有国家战略的高度。这一融资平台的推出,有利于丰富我国资本市场结构,促进我国经济结构转型升级,推动创新型国家的建设。国务院及相关部委的高度重视也表明,在不断发展主板、中小板及创业板的同时,建立和完善符合我国国情的场外市场刻不容缓。

(二) 高科技企业发展的现实需求

1. 高科技企业的融资需求

在我国,建设创新型国家已经成为当前发展阶段的主题,中小企业特别是科技型中小企业提供了全国66%的专利发明、74%以上的技术创新和82%以上的新产品开发,是自主创新的主要能量和源泉,推动科技型中小企业成长已成为资本市场服务于自主创新国家战略的关键。

高科技企业的发展一般会经历初创期、成长期与成熟期三个阶段,而在这三个阶段中,高科技企业对资金的要求也不同。一般来说,处在初创期的高科技企业,面临的技术研发风险大,前期资金投入大,而且几乎没有产品收入;进入成长期,研发成果向市场化、产业化发展,需要更多的资金支持;而成熟期的高科技企业需要大量的资金用于扩大规模、同行业兼并重组。

与传统企业不同的是,高科技企业在成立的时候注册资金普遍较少,因此企业的发展对资金引入有很大的依赖性,这就需要国家在金融政策上给予更多的支持。

2. 高科技企业的融资困境

对于以中小规模为主的高科技企业来说,通过传统的银行信贷方式进行融资的困难极大,银行在向企业发放贷款时,为了降低收回本息的风险,几乎无一例外地会要求企业以固定资产做抵押,而高科技企业生存的核心是技术,往往会因为缺少固定资产无法提供抵押物而难以从银行获得资金。据2012年全国人大法工委关于中小企业促进法的一份报告显示,中小企业“融资难”依然突出:一方面,银行惜贷明显;另一方面,中小企业在银行取得稳定贷款难度仍很大。调查问卷显示,67.4%的受访中小企业从银行融资困难或者比较困难。对于这些中小企业,他们面临着不断收缩的货币政策预期,因此,融资受到很大的限制,融资成本也越来越高,他们迫切需要公开、自由的融资渠道以获取成长所必需的资金。

3. 高科技企业的融资特点

私募股权投资也是高科技企业融资的渠道之一,但由于退出渠道不通畅,上市期限过长,并不适宜需要小额、快速、按需融资的高科技企业的发展,通过这种方式吸引投资并不容易。

综上,高科技企业要发展首先必须要解决融资难问题,而要解决融资难题,必须将融资方式从银行信贷转向股权融资,但是,主板和中小板严格的发行审核标准和复杂的IPO程序阻挡了大部分创新型企业的上市之路,创业板有限的市场资源也远远无法满足全国高新技术企业的融资要求,新三板的出现为解决这些问题提供了全新的途径。

(三)完善我国资本市场体系的必然要求

一个国家的资本市场的体系由该国市场经济水平和金融技术水平所制约。而我国作为后起的发展中国家,市场经济水平和金融技术水平尚不够发达,我国资本市场体系在其发展过程中不可避免地会存在一些不完善之处。

1. 我国资本市场体系现状

目前,我国资本市场主要由沪深主板、创业板及场外市场构成。沪深主板市场对企业上市的条件要求较高,主要为成熟的国有及民营大中型企业上市提

供服务。创业板市场也被称为“创业板市场”，在深交所设立，目前有 300 多家企业，已初具规模。（创业板是专为暂时无法在主板上市的中小企业和新兴公司提供融资途径和成长空间的证券交易市场）是对主板市场的重要补充，在资本市场中有着重要的位置。与主板市场对企业上市的严格要求相比，创业板虽然降低了部分要求，但对企业的主体资格、财务指标等方面仍然有着较高要求，如公司股本总额不少于 3000 万元，最近两年连续盈利、最近两年净利润累计不少于 1000 万元且持续增长等。这些条件对于创业初期的科技型企业来说仍是高门槛，那些急需资金支持以发展技术、开拓市场的中小企业，目前还无法获得创业板的融资服务，同时，那些高风险高回报的投资需求也没有释放平台。创业板市场对于解决资本市场底部的投融资难题作用有限，需要场外市场进行对接。

我国场外市场包括代办股份转让系统（即“三板市场”）和地方性产权交易市场（即地方“四板市场”）。代办股份转让系统是因解决原两网公司和退市公司的历史遗留问题而产生的，在新制度实施前挂牌企业数量有限、交易并不活跃。地方产权交易市场由原财政、国资系统组建的产权交易所和科委系统组建的技术产权交易所两大部分组成，实行做市商或会员代理制进行产权及股权转让、资产并购及重组等。场外市场位于我国资本市场体系的初级层次，为尚不能满足主板和创业板条件的中小企业提供融资平台。

理论上，成熟的大中型企业的数量应少于尚未成熟的中小企业，然而在我国资本市场体系中，主板企业的数量远超过创业板和场外市场，这种倒三角的结构表明，众多需要资金维持生存、谋求发展的中小企业没有获得创业板和场外市场的融资机会，这样的资本市场体系也是不稳固的。

2. 美国多层次资本市场体系的构成——一种借鉴

美国资本市场是由主板市场、创业板市场和场外市场组成的三个大市场五个层次的多层次资本市场体系。第一层次为主板市场，由纽约证券交易所（NYSE）和美国证券交易所（AMEX）组成，上市标准较高，为成熟的大企业提供股权融资；第二层次为创业板市场，由纳斯达克市场（NASDAQ Market）构