

流动性捉襟见肘 新三板产品成烫手山芋

赚钱效应锐减 市场面临价值重估

□本报记者 张莉 黄丽



CFP图片

新三板市场持续低迷,令前期买入新三板产品的投资机构及大户们面临尴尬境地。据了解,当前不少新三板产品正在遭遇前所未有的交易困境,市场卖空情绪浓烈,却苦于买盘稀缺。而随着新三板套利空间的消失,投资者也正在加速离场。

据部分新三板投资机构人士反映,当前新三板市场的赚钱效应逐渐消失,“短融长投”的市场逻辑难以支撑,造成了流动性“失血”状态,其投资效率也处于急剧下降的阶段。当前新三板市场的发展,类似PE/VC市场,缺乏交易和退出,其市场定位出现了一定的偏差。

有市场人士坦言,随着市场低迷的持续,不少企业真实的估值已经逐渐体现,这也吸引了部分资金开始争夺优质标的。不过,目前市场新增资金仍然缺乏,新三板相关制度仍待完善,而投资机构产品也需要考虑重新设计。

套利者加速离场 投资机构陷尴尬

伴随流动性危机的持续发酵,新三板市场的“失常”特征也开始日益明显。一方面,二级市场供需失衡,做市机构“自救”乏力,做市生态惨遭破坏;另一方面,交易筹码过分集中,新三板套利空间消失,投机型资金加速离场,各方投资者卖空情绪强烈,而此前被资金大力追捧的新三板产品也遭遇严峻的退出难题。

新三板市场从行情火爆到交易冷清的反转正在令各方投资机构及大户们面临交易困境。据一位手持十几家新三板企业股权的投资者反映,尽管单个标的交易量并不大,但成交的低迷对散户的打击非常直接,“因为有些是重仓的股票,股价持续下跌,已经无法进行卖出策略,只能不断承受下跌,前期的账户浮盈早就变成巨亏,而这种状况可能还会持续。”据了解,目前多数投资机构的普遍心态是,“但凡出现符合心理价位的卖出可能,就会不遗余力地将手中的票卖出”,而由于需求端的买盘

稀缺,市场这类悲观情绪仍在加剧。

“今年3、4月份,市场对新三板预期强烈,吸引了大部分的套利资金进场,而这部分套利资金在发现这个市场无法赚钱之后,又再次出逃,这也是后来流动性问题集中暴露的因素之一。”据深圳某新三板投资机构相关人士表示,由于流动性不足和市场交易的冷清,企业估值不断下降,市场难有上涨态势。加上各类政策预期的频频落空,市场悲观情绪浓烈,令新三板对投资者的吸引力大幅减弱。“新三板投机型资金已经随着市场的下跌被逐渐清洗出去。”

与此同时,此前被视为“抽血机”的定增融资市场也开始急速降温,定增价“倒挂”现象频频发生。“由于套利空间消失,项目太多,新三板定增已经不像以前那样,靠人脉才能拿到项目,现在投资人自己也需要挑选项目。”上述投资机构人士反映,相比此前被疯抢的定增项目,如今新三板企业做定增起码需要耗时3、4个月才能完成,其降温态势可见一斑。

另据某券商机构做市业务负责人表示,由于当前市场估值普遍下降,动态市盈率普遍在15倍以下,定增的价格和二级市场买票价格趋同,通过一级市场定增融资拿股权的价格优势并不明显,定增“遇冷”也成为必然结果。

熟悉新三板投融资业务的机构人士杨林(化名)表示,尽管新三板市场企业挂牌数量不断增加,但有效投资者却并没有同步增加,相比庞大的挂牌融资需求量,新三板市场的投资者数量几乎杯水车薪。“如果除去一些定增关系户、企业本身的股东之外,新三板有效账户仅1到2万个左右,而新三板企业家数已经有3000家,平均每家企业只对应3个投资人,这样供需失衡的市场又怎么会形成交易呢?”而在上述做市商人士看来,由于主板市场下调猛烈,客户资金只会从新三板市场转出“救市”,而有资质的投资者则认为新三板企业的资质存在问题、信息不对称严重以及流动性不足,对市场观望者众而参与者寡。

市场上涨逻辑消失 参与投资各方受损

在多数人看来,如今的新三板市场问题重重却难解症结。“有些机构仍在捡销杀股或者进行抄底,有些机构却已经放弃自救而着急退出,但缺乏变现通道的市场交易属性正在逐渐减弱,市场跌无可跌,流动性稀缺反而成为市场没有再次伴随主板市场暴跌的一个因素。”某投资机构人士无奈表示。

“起初建立新三板市场的初衷,是改善原来PE/VC市场融资渠道单一、投资效率低下的问题,想设立一个介于主板市场和一级投资市场之间、有一定交易性和融资功能的市场。而如今,由于此前强力的预期,吸引了一批短期资金进场,但随后要求这些资金和PE机构一样进行长期持有,当这些资金发现市场没有赚钱效应时,便纷纷选择离场。”杨林指出,新三板市场“流动性失血”的关键在于上述这种“短融长投”的状态无法持续,由于原有的市场定位没有实现,当前新三板市场仍然类似PE/VC市场,没有令人满意的交易活跃性。

有市场人士认为,当前新三板市场的问题和B股市场类似,尽管股价便宜,但由于没有流动性,这种低价也失去意义。“相比散户居多的主板市场,新三板市场的投资主体过于单一,以机构为主体。而机构对项目价格要求都非常严格,因此市场上对价格的博弈并不激烈,对企业的估值定价非常统一,无法形成差价,令交易型的资金极度匮乏,也就没有办法为市场提供充足的流动性。”

“原来市场火爆的原因主要是三个方面,一是A股和新三板市场之间估值存在价差,同类型公司估值不一样,但在转板预期下,新三板投资财富效应猛增;二是机构产品的暴增,也带入了大量的资金;三是新政策预期强烈。如今看来,支撑市场上涨的逻辑都在一一消失,这也造成了市场信心的缺

乏。”上述投资机构人士认为,当前支撑新三板市场交易重新活跃的利好因素并不多,而市场卖空情绪强烈,令市场流动性问题持续。无论是通过一级市场融资还是二级市场交易获得的新三板企业股权,大部分投资者对新三板市场的盈利预期仍建立在可能出台的转板预期上,但现在转板短期难以实现,投资机构无法获得估值溢价,新三板市场吸引力大大减弱。

值得注意的是,新三板市场流动性问题难以解决,也令相关产业链各方的利益群体遭遇困境。以发布各类新三板产品的投资机构为例,不少周期在3年左右的短期产品需要在流动性收缩的情况下重新考虑退出问题,而部分1年期的更短期产品的投资机构面临的卖出问题则更为严峻。“如果产品到期清算,除非和投资人商量展期,否则投资管理人会选择不惜任何代价卖出,到时候砸盘的动力将会更强,预计今年4月后发布的这类产品将在明年集中爆发。”

对于前期买入新三板产品的散户而言,目前也面临着—个较为尴尬的局面。不到半年前,买新三板产品要靠抢,而现在,这笔投资看来可能会覆水难收。据记者了解,某些新三板基金合同里暗藏玄机。按照一些合同规定,如果封闭期到时新三板市场流动性不好,股票卖不出去,机构的解决办法就是把对应新三板公司的股份转让给投资者。还有一些产品在合同中约定,封闭期后也不能自由赎回,决定权在投资顾问手中,即投资顾问不同意,投资期限将继续延长;即使允许赎回,也要交比较高的赎回费。不过,公募系资管产品似乎相对“靠谱”。深圳一家基金公司新三板业务人士告诉中国证券报记者,该公司的股权类产品并不存在上述担忧。“我们投资的公司流动性都比较好,今年以来100%的收益都已经锁定

了。就算真的存在卖不出去的股票,我们也早就和新三板公司谈好了,大股东都承诺会回购,再补每年8个点的收益。”

事实上,今年4月以来,虽然仍然有新三板产品成功募集,不过投资者都多了一份谨慎。记者获得的一份成立于今年5月底的新三板集合计划合同显示,该集合计划自成立之日起封闭,封闭期内不接受委托人参与、退出申请,但管理人可以根据在全国中小企业股份转让系统(新三板)挂牌企业的股份投资退出情况设定临时开放期向委托人进行部分强制退出分配。投资者不再被强制封闭2—4年,中途可以退出。“这是为了让投资者更放心一点。”上述人士表示。

而对于企业而言,挂牌新三板将不再意味着可以轻松获得融资,相反,企业可能还需要额外付出更高的成本。有新三板企业表示,由于当前做市股没有交易量,估值难以抬升,定增项目也越来越难发,新三板市场融资并不轻松。同时每年企业还需要根据公开市场的合规要求付出相应的成本,企业压力日渐加重。据了解,目前已经有企业萌生退意,转而重新排队IPO。

“目前新三板市场估值、流动性、融资都在下降,新三板市场挂牌数猛增只是表象,仅仅是挂牌机构赚取了挂牌费,但企业计划融资环比下降60%以上,这就意味着,虽然挂牌数量增加,但融资情况却在恶化。同时市场的换手率也比去年糟糕,这也是新三板隐藏的问题。”杨林表示,挂牌数量并不等于融资效率的提升,交易量的萎缩、僵尸股的增加以及定增市场的降温,意味着被吸引入场的资金减少,新三板融资通道并不如此前那么通畅,市场融资效率的问题依然没有得到解决。

等待新资金进场 新三板制度待完善

“现在大部分投资机构都在回避新三板产品的退出问题,实际上仍在赌新政策的出台。”上述投资机构人士表示,当前市场普遍处于消极等待的状态,而除了新三板制度亟待完善之外,新三板投资产品的模式也可能发生转变。“很多投资机构预计可能回归老路,发行5年左右的长周期产品,募资能力高低也将决定产品的发行情况,而机构最后赚取的可能只是企业成长红利,而估值溢价则并不能明确。”

据了解,当前新三板市场的制度改革动作正在放慢,入市门槛降低和竞价交易制度在年内推出的可能性非常低,近期可能出台的是分层管理制度。不过也有券商人士指出,即便是分层管理制度,同样存在有关行政审批、分层标准确定的问题,如果审批的程序

和时间耗时过久,分层管理发挥的作用也将有限,监管部门在考虑相关细节后再行推出。

“其实,政策和市场是相互影响、互相作用的。今年3、4月份,市场出现非理性上涨后,很多投机者进入新三板,把市场搞得非常混乱,反倒打乱了政策制定者的计划。”北京一家专门投资新三板的知名VC机构合伙人表示,后期制度改革放慢,打击新三板各类违规现象,都是为了使市场有一个健康发展的环境。“现在,新三板的一级市场还是很活跃,但是如果没有与之相对应的二级市场的有序发展,这种一级市场也很难维持。毫无疑问,只有全力推动改革,同时坚决打击违规,让新三板按照场外市场的规律来发展,才是解决问题的出路所在。所以未来如果要改善流动

性,根本上还是要靠推出政策,分层管理、竞价交易、做市向非券商放开这一套组合拳必不可少。”

与其他机构投资者不同,上述VC机构合伙人对新三板极其乐观。他表示,目前清静的市场反而更加适合静下心来做长期投资。“现在这种状态挺好,就是要把这些投机的钱挤出去,留下一些真正支持企业发展的资金。”据了解,该公司投出去的资金大约只占基金总规模的四分之一,还有许多资金等待入市。“最近都在拼命看项目找项目,我们投资团队总共150人左右,每周大约实地调研250家企业。中国市场太大了,有太多好企业了,在这样的机会值得把握。现在我们的投资净盈一倍左右,预计未来3到5年,总规模能增长3至4倍,年化收益达到100%。”

定增融资效率亟待提高

□本报记者 张莉

近期,新三板市场的持续低迷状况并未出现改善迹象,而伴随全球股市、商品等市场疲弱迹象明显,新三板市场更是雪上加霜,做市指数出现了连续探底的趋势。市场交易量的萎缩,也对各方投资者的信心构成了直接打击。

与此同时,融资市场的效率提高也成为新三板市场需要解决的问题。据券商机构方面反映,目前由于流动性问题的持续,定增市场开始降温,而定增项目的耗时也正在加剧。有关人士建议,需要制度方面的细节完善,提高新三板市场融资效率。

市场交投持续萎缩

近日,新三板市场主要指数仍然持续调整,市场交易量持续萎缩,流动性不足问题日益严重。以8月24日为例,新三板指数早盘低开低走,截至收盘,三板做市指数收报1409.86点,大跌5.33%,创7月7日调整以来的单日跌幅纪录。8月25日,三板做市指数再次跌破1400点,报收1375.14点。从成交量上看,8月24日新三板做市成交31279万元,协议转让成交44582万元,合计成交额不足8亿元。具体来看,新三板有601只股票出现成交,12只股票的成交额突破1000万元,市场的活跃度较前有所下降。

新三板市场流动性问题的持续,也引发市场各方的反思。民生证券指出,6月至今,A股市场的巨震令刚刚起步的新三板二级市场面临空前抛压,新三板做市指数3个月大跌58%。市场呼吁,股转系统应适时调整新三板挂牌和融资节奏,同时加大对新三板的“输血”,及时引入流动性“活水”。

定增融资耗时拉长

除了流动性不足的问题之外,新三板市场的融资效率也开始下降。据深圳某投资机构反映,当前新三板市场融资需要经过监管审查程序,企业在定增之前,需要对持有企业股票的所有投资者进行核查,耗时较长,企业定增的效率大大降低。另据券商人士反映,由于定增融资审核周期加长,造成市场统计的实际融资金额存在较大出入。

东方财富Choice数据显示,在2015年公布预案且数据有效的537次定增中,共有184次发行的“预案公告日到股份上市日”时长超过90天,占比超过三分之一,整体平均耗时84天,中位数为79天。“主板定增融资都没有那么严格,从打款到股权登记耗时一般在15个工作日左右,而对新三板股东背景的核查环节,造成了核查耗时过长,实际上降低了整个新三板市场融资的效率。”上述新三板投资机构人士表示。

据部分新三板企业反映,当前新三板市场本身流动性问题暂时难以缓解,而融资方面的工作量加大,也令企业感觉负担加重。业内人士表示,除了改善流动性的政策需要持续推进之外,新三板市场投融资效率的提高也有较大空间,相关制度的细节则亟待完善。

天星资本何沛钊:看好新三板未来前景

□本报记者 黄丽

尽管近几个月新三板交投热度直线坠落,流动性大不及年初,大量投机者加速撤离,但依然有机构坚守。秉持长期投资理念的天星资本主管合伙人何沛钊表示,新三板是中国经济转型和结构升级的载体,所以对未来新三板的前景依然十分看好。“流动性问题早晚都会解决,现在很多资金不敢进来,反而给了我们较好的投资机会。”

短期变化不足虑

据何沛钊介绍,截至8月21日,天星资本已经投资了378家公司,其中已经挂牌新三板的企业数量为247家,做市企业达到104家,目前管理的基金总规模约为200亿元。“这家成立时间仅3年的VC在众人皆不看好的时候,大举投入近50亿元。”

事实上,今年4月以来新三板交投遇冷之后,投资者对新三板市场的态度发生了天翻地覆的变化。但天星资本却逆势操作,连续在多个场合唱多,甚至一度考虑联合所投资企业大股东集体增持。

“新三板是中国经济转型和结构升级的载体,所以我们始终对未来新三板的前景十分看好。现在各种声音评价新三板,但我们觉得不重要。”何沛钊表示,2013年新三板流动性局面还未真正打开的时候,天星资本就已经开始布局。“那时候很多人都没有听说过新三板,就连券商做新三板业务的人都不看好这个市场,因为很多政策没有落地。但我们当时就已经看好新三板了,现在也是一样。因为政策要扶持民营企业,民营企业代表着中国创新和改革的方向,未来经济要发展必须激发民营企业的活力。而民营企业要融资,需要一个开放的、市场化的资本市场,新三板就是这样—个场所。”

不过,在天星资本负责投资的何沛钊也表示,看好新三板不代表看好新三板所有企业,必须经过精挑细选。首先要挑选战略新兴行业,主要是TMT、医药医疗、节能环保、新能源、高端制造、文化传媒、消费升级以及现代农业;其次是看成长性,投资之后企业要能够出现爆发式增长,最低也要实现营收和扣非后净利润30%以上的增速,利润涨了业务规模也能涨。“我们的目标是投资新三板中最好的10%—15%的企业。”

市场低迷创造投资机会

不可否认的是,对新三板的看好和看衰都是围绕流动性。对于一个交易所而言,只有有了流动性,才有可能讨论交易所的融资功能。何沛钊认为,虽然新三板的机会就在于流动性,但现在流动性不好,更是机会。

何沛钊表示,短期流动性比较差的原因主要是因为政策预期落空。另外,整个股市大环境也对新三板有所影响。“不过,新三板的政策预期一定会落实的。二级市场活跃是激活一级市场的前提,如果二级市场持续低迷,企业最终也无法融资。”但他也表示,政策落地慢一点反而带来更好的买入机会。“现在很多资金不敢进来,其实这正是我们的机会,当时炒得很厉害的时候,三板估值都偏高,没法投资,现在就合理多了。”

在何沛钊看来,短期内改善流动性得看做市商制度。何沛钊说,现在市场上只有70多家券商,每个券商最多拿出10亿元参与做市,但3300多家挂牌企业中很多都需要做市,并且现在挂牌企业增速也很快,现有券商的能力不足以支撑,做市成为稀缺资源,做市商也成为了短期套利者。所以何沛钊认为,合理的解决方案是降低做市商门槛,允许其他专业的金融机构参与做市。而业界期待的分层和集合竞价交易制度,也将在一定程度上改善流动性。