

# 新三板多难题待解 行业盼政策暖风落地

□本报记者 孙翔峰 陈健



视觉中国图片

## 流动性不足凸显新三板困境

“新三板目前最大的困境就是流动性不足。”汉理资本董事长钱学锋接受中国证券报记者采访时表示,在流动性有限的背景下,挂牌新三板的企业融资困难,市场价值发现的作用也难以体现,最终导致新三板服务实体经济的功能发挥不足。

东方财富choice统计显示,2017年9月4日至2018年9月4日,新三板成指日均成交额仅有2.88亿元,同比下滑60%左右。

流动性不足首先导致新三板企业的价值不能被有效识别,从而导致企业融资难度提升。中国证券报记者统计,截至9月4日,新三板有5207家企业市净率低于5,其中1374家企业破净。多位业内人士

感慨,现在大多数新三板企业只能通过净资产进行估值,市场价值发现功能薄弱。在融资方面,截至9月4日,新三板累计通过增发累计募资418亿元,同比下降57%。

流动性不足也带来了新三板企业的退出难题。投资新三板的基金大多在2014年和2015年成立,这些基金投资期限一般是2+1(以年为单位),这意味着,近两年有不少新三板基金到期。

“如何有效退出成为了这些基金面临的难题,这种情况对后续新三板投资的热情有较大负面影响。”华东一家中型券商的新三板业务人士表示,不久前华东另一家券商已将原为一级部门的新三

## 行业期盼政策暖风

改革措施都在推进中,给市场传递了积极的信号。此前,因为各种各样的原因,新三板的深化改革在新三板挂牌企业大扩容后,推进非常缓慢,与市场普遍预期相去较远。”东北证券研究总付立春对中国证券报记者表示。

关于精选层的内容引起市场较多关注,证监会在《关于政协十三届全国委员会第一次会议第1180号(财税金融类110号)提案答复的函》中提及:“将继续贯彻落实党的十九大精神和全国金融工作会议部署,指导全国股转公司持续评估、优化分层及相关配套制度,对在创新层之上设置精选层的可行性与必要性进行深入论证,在防控风险的基础上研究推进市场精细化分层,完善信息披露、发行、交易、投资者准入、监管服务等方面差异化的制度安排,进一步提高新三板服务实体经济、服务供给

## 差异化红利制度有望活跃市场

配了差异化的集合竞价频次以及信息披露要求等制度。但针对创新层企业在投资者门槛、融资便利性等方面的差异化制度迟迟未有推出。对于企业而言,入选创新层的“义务”大于“权利”,积极性存在不足。

究其原因,主要是当前的分层条件使股转系统推出差异化红利制度时尤为谨慎。鉴于这一背景,部分优质企业转而选择其他的资本市场,如2017年部分新三板企业谋划A股IPO,2018年以来又有新三板企业计划赴港上市等。优质企业是各个资本市场的核心竞争力,差异化红利制度的落实有助于新三板留住并源源不断地吸引优质企业,从而形成良性循环。

新三板目前面临的流动性不足、退出困难等难题一直困扰着市场,对于新三板下一步的改革方向成为市场关注焦点。日前,证监会披露了对十三届全国人大及政协30份建议、23份提案的回复函。其中,关于新三板市场,证监会提出了深入研究精选层等十大方向。多位接受中国证券报记者采访的市场人士表示,监管层的表态传递了积极信号,目前在新三板挂牌企业已大扩容背景下,投融资需求不匹配成为当前市场亟待解决的问题,这需要进一步深化新三板改革,市场期待政策暖风早日落地。

板部门降级为二级部门,而自己所在公司新三板挂牌,做市等业务条线也面临巨大业绩压力。

钱学锋对中国证券报记者表示,汉理资本今年5月有一只投向新三板的产品到期,由于无法退出,只能央求LP续期两年。对于一些不愿意续期的LP,汉理资本不得不自掏腰包购买下了相应的份额。

值得注意的是,今年以来由于香港上市的通道放开,一些新三板企业主动转战港股,从而实现退出。不过由于港股今年新股供应量较大,甚至出现一天8家企业同场敲锣的盛况,一些新三板企业挂牌港股也面临着较大的破发风险。

侧结构性改革的能力。”

近一年以来,证监会以及全国领导高层频频喊话“精细化分层”。2018年1月24日,股转系统总经理李明在2018新三板创新发展论坛上表示,2018年将重点推进市场精细化分层,研究发行制度改革。5月28日,股转系统副总经理隋强表示,在抓好2017年年底出台的改革措施实践和评估基础上,推进新三板市场精细化分层,为挂牌公司提供差异化制度供给。

“一系列喊话后,市场对新三板精细化分层有了更高的预期。”广证恒生分析师陆彬彬团队指出,“本次证监会在对政协的答复函中提及‘在创新层之上设置精选层的可行性与必要性进行深入论证’则是证监会在其官方信息来源中首次提及精选层,为新三板精选层的推出释放出更为正面的政策信号。”

付立春也表示,分层选出优质企业是很好思路,但没有匹配差异化的制度、服务,对后续以分层为主线的制度安排,也构成了挑战。“目前新三板挂牌企业已快速扩容,融资需求大,但投资端没有同步匹配,萎缩较大。投融资需求不匹配成为当前市场亟待解决的问题。”

陆彬彬进一步指出,分层问题只是新三板发展过程中的显性问题,定位和顶层的机制设计才是新三板能否形成一个可持续发展环境的核心所在。

“新三板无疑是当前资本市场设置下为中小企业直接融资的最好渠道。”陆彬彬表示,“我们期待顶层设计层面对新三板地位的进一步明确,在此基础上,我们对新三板的战略发展趋势持乐观态度。”

面新闻时,如果不认真甄别,相关公司以及投资者容易被“误伤”。截至目前,上市规则并未明确规定上市公司证券简称不得与新三板已挂牌公司重复。

在公司内部审议流程上,《指南》规定,挂牌公司变更证券简称,应当经董事会审议通过。变更公司全称的,应当经董事会审议通过并提请股东大会审议。挂牌公司应在董事会召开后两个转让日内披露董事会决议公告及拟变更证券简称或公司全称的临时报告,临时报告内容至少包括:拟变更后的证券简称或公司全称、具体变更理由及与主营业务的匹配性、董事会审议情况、是否需要提交股东大会审议等。如提交股东大会审议的,挂牌公司应在股东大会召开后两个转让日内披露股东大会决议公告,如股东大会未审议通过,挂牌公司应当以临时报告的形式披露未通过的原因及相关安排。

此外,《指南》还对挂牌公司申请办理证券简称或公司全称变更的流程做了详细规定。

北京南山投资创始人周运南指出,新的业务指南除了结合全国股转现有的业务支持平台和日常业务系统上线后业务办理流程外,对新三板公司证券简称及公司全称变更更为的业务流程进行了全面的规定,包括了董事会审议、股东大会审议、工商登记、主办券商审核以及股转审批等详细流程细节,让新三板企业的办理人员一目了然,有章可循。

## 年报问询函数量同比增149% 监管效力仍有待提升

□本报记者 黄灵灵

近期,全国股转公司在答记者问时表示,今年全国股转公司在总结往年报审查中发现的类型化问题的基础上,加大了公开问询的力度和范围。截至目前,全国股转公司共对202家公司2017年年报出具了问询函,与2017年同期发出的81例相比增长了149%。共计问询了836个问题。

业内人士指出,年报问询函数量剧增,一方面是由于监管趋严;另一方面年报存疑的问题公司数量确实在上涨,而挂牌企业对年报问询函的重视程度不一,年报问询函的监管效力或有待进一步提升。

### 问询力度及范围加大

“今年监管函的数量和比例相比去年有大幅的增加,说明在新三板的监管上也有更加严格的一个趋势。”东北证券研究总监、新三板首席研究员付立春表示,“这是在金融强监管的背景下,针对新三板市场的规范性,做得非常重要且深入的基础工作,也是深化改革的前提。但监管函的绝对数量和新三板企业的总数相比而言,问询函数量并不算多。”

股转公司发言人表示,年报问询函问题主要集中在会计处理合规性、公司治理与内部控制、持续经营能力等方面。

广证恒生新三板研究团队指出,从问询大类来看,财务与会计相关问询点占比59.21%,经营问题相关问询点占比19.9%,信息披露质量相关问询点占比13.4%,关联交易问询点占比7.53%。在十大审查热点中,财务与会计分支下的应收账款问题涉及公司最多,有98家;其次为信息披露规范准确问题,有75家。

财务与会计相关的问询最多,奥莎动力8月6日收到的年报问询函显示,公司应收账款期初余额为4090.65万元,期末应收账款余额为4708.15万元;其中账龄一年以上的金额为1386.93万元,占其他应收款余额的57.52%。问询函要求公司拟说明应收账款期后回收情况;账龄一年以上的应收账款长期不能回款的原因、应对措施;是否存在涉诉应收账款等问题。资料显示,奥莎动力是一家专注于电梯研发、生产和销售的公司。

此外,股转公司也格外重视公司的持续经营能力,与之相关的问询点占比近两成。元亨利的年报问询函指出,公司涉及的二十四起诉讼事项有可能给公司带来损失,2017年度涉诉金额合计1.05亿元。上述事项对公司持续经营能力产生重大不确定性。同时,公司员工及客户大幅流失,业务大量减少,营业收入由上年的1.78亿元下降至本年的0.40亿元。要求公司说明拟采取的改善经营、提高持续经营能力的措施。

广证恒生证券指出,全国股转系统对持续经营能力问题的关注近年来逐步提升,早在2016年发出的年报问询函中,就有过半数的企业涉及可持续经营问题,其中财报被出具非标意见,未弥补亏损达到实收股本总额的三分之一等,也是新三板公司被提示持续经营能力风险的常见原因。

问询点占比一成以上的还有关于信息披露质量的。如天翔新材,会计师认为公司涉诉讼应收账款余额313万元,股转公司要求天翔新材,结合涉诉讼应收账款的诉讼进展情况,说明公司应收账款坏账准备是否计提充分,并说明上述诉讼是否存在应披露未披露、未及时披露情形。

对此,申万宏源新三板首席分析师刘靖对中国证券报记者表示,新三板的监管一直在收紧,对信息披露的要求与之前相比也有所提高,因此需要问询的方面也较多。新三板发展经历了从数量到质量的转变。

### 挂牌企业重视程度不一

不难看出,股转公司对挂牌公司年报的问询决心及执行力度正在逐步加强,但挂牌公司是否更加重视年报问询函的监管效力则难以一概而论。中国证券报记者注意到,部分挂牌公司出现被发二次问询函、连续多年被出具年报问询函、拖延回复问询函的情况。

不难看出,股转公司对挂牌公司年报的问询决心及执行力度正在逐步加强,但挂牌公司是否更加重视年报问询函的监管效力则难以一概而论。中国证券报记者注意到,部分挂牌公司出现被发二次问询函、连续多年被出具年报问询函、拖延回复问询函的情况。

似乎并没有得到股转公司的认同。6月7日,股转公司又发布了对福建太尔的二次问询函,股转针对营业收入追加了3个问题。

同样被出具年报审查二次问询函的公司还有ST致生、国佳新材、ST宣爱、天龙新材、天维尔、上海三由6家公司。

付立春指出,收到二次监管函说明之前公司的回复,并没有解答监管层的疑问,或者问题没有充分的解释清楚。另外,还有一种情况,就是在回复当中监管层发现了新的问题。

分析人士指出,部分公司对问询函的监管效力重视不足,在回复时避实就虚,或是用空话套话敷衍搪塞的情况并不少见,问询函的监管效力有待进一步提升。

对此,付立春表示,监管函是监管层和企业之间,进行监管信息沟通非常重要的方式。一般而言,监管层出具监管函,说明这个企业出现了一些实质性的重大问题。

他进一步指出,避实就虚是很多信批过程中包括问询答复、公告时,常出现的共性问题。这可能导致出现信息沟通的不畅及障碍。对于公司而言,在程序和形式上貌似解决了问题,但实质性的问题可能更大。可能引发市场或监管层怀疑是否为刻意隐瞒,或是否存在更大的问题。

部分公司则连续多年被出具年报问询函,最受关注的则是新三板金融明星股——九鼎集团。股转公司对九鼎集团的年报问询函主要聚焦以下四大问题:可供出售金融资产与金融资产公允价值计量、借款与往来款项、会计核算、关于中国证监会对公司进行立案调查。九鼎集团2015年、2016年、2017年年报接连被问询。嘉银金科、ST历程、东安液压等公司2016年、2017年年报也连续两次被问询。

还有部分公司拖延回复股转公司的年报问询函。对此,《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则》有相关规定,挂牌公司及其他信息披露义务人有以下信息披露违规行为,全国股转公司可以按照规定,对挂牌公司及相关法律责任主体采取自律监管措施或纪律处分。其中提到的违规行为则包括,拒不回复或不及时间回复全国股转公司对信息披露文件进行解释说明、更正和补充的要求。

### 监管思路待转变

刘靖指出,当前挂牌公司年报披露出现一些问题主要由于挂牌公司没有动力做好信息披露,因此披露得不完整、不详细。他指出,根本原因则在于新三板的定价机制出了问题;对于二级市场而言,投资人对信息披露给不了溢价;对于一级市场而言,投资人需要进行尽调,企业不必要过多对公众披露信息。因此,为了防止更多问题出现,监管部门“只能尽量多问”。

对于年报问询函的监管效力问题,付立春表示,问询函会引起投资者,甚至整个市场对企业的关注,也说明监管层对企业开始重点关注。因此,收到问询函的企业一般对此比较重视,这对企业的提醒和后续相关的规范性提高,都有促进的作用。

“我认为这个手段可以进一步推广。”付立春说道,“随着监管的进一步加强,监管函的数量和相对比例,还会进一步的增加。”

广证恒生证券则指出,新三板挂牌企业总数为11050家,创新层950家,占比8.6%。在这202家被问询的挂牌公司中,创新层公司占49家,比例为22.86%。未来,针对创新层企业的信息披露监管将会比基础层企业更加严格。

对于年报问询函的作用,北京南山投资创始人周运南表示,年报问询函主要起到监管和督促的作用,目的是引导企业更加规范,督促企业及时改正,虽然问询不是一种正式处罚,但挂牌企业应该积极配合,否则可能会招来后续惩罚。他认为,监管者主要是监督挂牌企业信息披露的真实性、完整性、准确性、及时性,投资者在面对企业的公开信息要有自己的专业判断和分析,综合其他信息进行评判。

刘靖指出,对挂牌企业的监管思路需要变化,如果按照A股的方式来监督1万多家新三板公司,将非常耗费人力,也达不到真正杜绝造假等问题的效果。如果希望企业多披露,就要创造相应的机制,特别是改善二级市场。另外,监管需要建立更完善的投资者保护制度,更好地解决由披露问题引发的对投资者的损害。

## 股转公司发布证券简称或全称变更指南

□本报记者 黄灵灵

8月29日,全国股转公司发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司证券简称或公司全称变更业务指南》(简称《指南》),要求变更后的证券简称,应与公司主营业务相匹配,不得利用变更证券简称误导投资者,并避免使用过于概括、与公司实际情况不符的区域性、行业性通用名词;变更后的证券简称原则上从公司名称中选取;应避免与全国股转系统和境内交易所已挂牌或上市证券的证券简称重复。

### 与主营业务相匹配

股转公司表示,为进一步规范挂牌公司证券简称或公司全称变更的业务办理和信息披露行为,结合业务支持平台日常业务系统上线后业务办理流程的变化,制定了《指南》,并予以发布,自发布之日起施行。2014年5月6日发布的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司证券简称或公司全称变更业务指南(试行)》同时废止。

《指南》的第一条即规定,挂牌公司应根据实际经营业务情况,审慎对证券简称或公司全称进行变更。变更后的证券简称,应与公司主营业务相匹配,不得利用变更证券简称误导投资者,并避免使用过于概括、与公司实际情况不符的区域性、行业性通用名词。

值得注意的是,本报曾针对挂牌企业证券简称问题做过专题报道(详见《证券简称“撞脸”尴尬窘态频现 专家建议进一步完善取名规则》)。其中,提及个别挂牌公司的证券简称直接与行业名划“等号”。如,新三板公司澄星无人机,证券简称为“无人机”,钛铂新媒体简称直接叫“新媒体”。A股市场也存在这种情况,比如,新松机器人的证券简称为“机器人”。

同时,该专题报道提及证券简称取名不规范,容易导致投资者在投资时出现误操作,而个别“别有用心的”企业可能通过证券简称炒作股票。本次发布的《指南》则可在很大程度上规避此类问题发生。

### 重申不与上市公司名重复

《指南》第二条指出,变更后的证券简称原则上从公司名称中选取,不得超过八个字符(单字节字符),应避免与全国股转系统和境内交易所已挂牌或上市证券的证券简称重复。这与2017年6月修订的《全国中小企业股份转让系统股票挂牌业务操作指南(试行)》关于证券简称的规定保持一致。

申万宏源新三板首席分析师刘靖此前对中国证券报记者表示,挂牌企业与上市公司重名,确实会给相关企业和投资人带来不必要的困扰。首先,投资者买卖股票时误操作可能影响正常交易;其次,出现负