

# 存量优化 新三板增量改革有望持续推进

□ 本报实习记者 胡雨

全国股转公司近日修订并发布了多项政策,对新三板市场现行股票定向发行制度、并购重组制度、做市商制度等存量制度进行优化改革,主要包括重大资产重组发行股份购买资产放开35人限制、推出授权发行制度、实施并联审查机制、建立做市商评价制度等。

业内人士指出,此次改革以优化存量发行制度为引领,对并购重组、做市商制度一体化统筹考虑,目标在于有效提升市场的融资功能,同时突出了提升效率、补短板,降低了市场流通成本。一手抓增量改革,一手抓存量优化将是今后改革的重点。



视觉中国图片

## 多家挂牌企业 看好新三板改革

□ 本报实习记者 胡雨

新三板市场股票定向发行制度、并购重组制度、做市商制度等存量制度进行优化改革,受到市场各方普遍看好。多家挂牌公司高管接受中国证券报记者采访时表示,此次改革诸多举措切实解决了企业发展面临的痛点问题,期待能有更多改革政策落地,更大程度上稳定市场预期。

### 企业普遍看好

“董秘一家人”创始人、南北天地董秘崔彦军表示,从此次改革的内容看,全国股转公司确实下了不少功夫。“应该是经过了前期的市场调研,了解了哪些是挂牌企业和新三板市场发展遇到的问题,支持此次改革。”

此次改革明确,重大资产重组中发行股份购买资产发行人不再受35人限制,并允许不符合股票公开转让条件的资产持有人以受限投资者身份参与认购。崔彦军表示,这项政策对于促进新三板外延式发展特别有帮助。“很多企业都想并购新三板公司迅速做大,但在并购过程中经常出现并购方不满足500万元金融资产的投资者准入门槛,从而只能进行纯现金收购,一定程度上阻碍了新三板并购市场的发展。”

现行发行规则在流程优化、程序简化、效率提升等方面,此次全国股转公司出台了多项改革措施。例如,实施并联审查机制,将签订三方监管协议、会计师事务所验资、主办券商及律师出具意见等外部发行程序调整为并联运行;同时,将全国股转公司审查时点提前并简化审查内容;对不以融资为直接目的的发行,不再要求进行募集资金用途必要性和合理性分析,对募集资金用于补充流动资金的,不再强制要求量化测算。

崔彦军指出,此前企业募集资金需要进行资产测算,从而确定资金缺口,实际上增加了企业和中介机构的工作负担。而募集资金实际用途与披露的信息有时很难精确对应。此外,部分企业募集资金并非缺钱而是想引进战略投资者。在这种情况下,实际上没有必要测算合理性。

飞天经纬董秘闫海涛认为,上述改革举措是全国股转公司简政放权的重要体现。“对企业融资流程进行合理的放松和简化,缩短了企业募资时长,对于募集资金用途审核也有适度放宽,这几点非常好。”

“授权发行制度”是此次改革一大亮点,全国股转公司允许公司召开年度股东大会时可逐年根据公司章程的规定对公司下一年度“小额快速”融资安排作出决议,授权董事会分次对具体融资时间和融资额作出决策,对募资总额设置1000万元上限。对此,汇元科技董秘吴妍冰表示:“1000万元授权发行比较有利于公司做股权激励,相比通过定向增发方式进行股权激励更加便利灵活,成功率会更高。”

### 期待更多改革

对于此次改革的后续效果,部分挂牌公司高管持保留态度。某北京挂牌公司财务负责人表示,此次改革可能对于新三板市场的规范和健全特别有帮助,整个市场确实存在往好的方向发展,但对于市场交易能起到多大帮助还不确定。

据接近全国股转公司人士表示,这次改革是存量优化和增量改革的一部分内容,是全面深化改革的重要内容。新三板在这个时点上信心很重要,预期很重要。一手抓增量改革,一手抓存量优化。“下一步,全国股转公司将按照‘以市场分层为抓手,统筹推进发行、交易、信息披露、监管等各方面改革’的总体思路,认真落实各项改革部署,持续跟踪和评估制度改革优化的情况,为后续深化改革措施的推出积累经验、创造条件。”

多位人士期待新三板股份回购制度能有进一步突破。某华东挂牌公司董事长表示,公司法有关公司股份回购近日迎来修订,增加了允许股份回购的情形。同时,适当简化了股份回购的决策程序并延长公司持有回购股份的期限。而新三板仅允许回购情形只有两类,当下公司股价处于低位,正适合回购提振股价或用于激励员工,期待未来监管层能增加股份回购情形,满足企业不同需求。

2017年年底,全国股转公司发布《关于挂牌公司股份回购业务通知》,明确标的资产未完成业绩承诺或激励对象出现离职或考核未达标,挂牌公司可以对所发行股份进行回购并注销,对于挂牌公司采用要约回购、二级市场回购方式回购股份或者回购股份用于股权激励的另行规定。前述北京挂牌公司财务负责人表示,现在在很多企业都有回购意愿。“当下市场行情低迷,公司估值比较低,通过二级市场回购股份再打折后对员工进行股权激励,时机还是挺好的。”期待相关回购制度能有进一步完善。

## 澄清市场误解

对于此次改革,市场最关注的莫过于企业重大资产重组中发行股份购买资产放开35人限制。业内人士指出,市场对该项内容存在一定误解。

10月26日发布的《〈非上市公司重大资产重组管理办法〉第十八条、第十九条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第14号》明确,非上市公司重大资产重组中发行股份购买资产发行人不再受35人限制,并允许不符合股票公开转让条件的资产持有人以受限投资者身份参与认购。全国股转公司新闻发言人当日就此次并购重组制度改革也提及了相关内容。

由于允许不合格投资者参与认购,部分业

内人士误读为变相降低了新三板投资者门槛,并推测可能成为新三板推行公开发行的开端。但据接近全国股转公司人士确认,目前新三板对于投资者门槛并没有放松,发行认购对象在成为公司股东后,只能买卖其认购的新三板公司股票而不能交易其他挂牌公司股票,仍然属于受限投资者。此外,此次放开35人限制与“公开发行”无关。

中国新三板研究中心首席经济学家刘平安指出,放开35人限制是针对特殊股票发行目的而做出的特殊制度安排,旨在降低股票发行失败风险,避免耽误公司的最佳收购时机,从整体上并没有降低普通股票发行合格投资者不超过35人的限制,更不符合《投资者适当

性管理细则》中降低个人投资者500万金融资产门槛的要求。

市场对于股票定向发行中的“授权发行制度”也存在一定误解。此次全国股转公司对股票发行规定了“年度股东大会一次决策、董事会分次实施”的授权发行制度,允许公司召开年度股东大会时可逐年根据公司章程的规定对公司下一年度“小额快速”融资安排作出决议,授权董事会分次对具体融资时间和融资额作出决策。

刘平安指出,新三板授权发行制度并不是市场通常意义上的“储架发行制度”。“储架发行制度是简化挂牌公司在股票发行过程中监管机构的核准审批流程,而授权发行制度只

是简化挂牌公司在股票发行过程中董事会和股东大会的内部决策程序。授权发行制度提高了挂牌公司的融资效率,是新三板股票发行制度的一次创新之举。”

据全国股转公司新闻发言人介绍,初期授权期限内累计募集资金不超过1000万元,推出授权发行制度后挂牌公司小额融资内部决策时间可以缩短15天以上。有市场人士认为,1000万元额度太低。对此,力鼎资本创始合伙人高凤勇表示,金额限定其实是回应了中小企业融资“短小频急”的特点,满足临时性补充需求。同时,授权发行制度与普通发行制度并不排斥,公司在授权发行期间仍可以通过实施定增来满足自身较大额度融资的需求。

## 降低企业成本

前述接近全国股转公司人士指出,降成本贯穿此次一系列改革举措的鲜明特征。“此次推出了在发行环节的优化措施、并购重组环节的优化措施、交易环节的权益变动措施等,无论从运行时间、参与成本方面,都充分考虑了如何降低市场参与人的各项成本。”

例如,在挂牌公司股票发行方面实施并联审查机制,将签订三方监管协议、会计师事务所验资、主办券商及律师出具意见等外部发行程序由原来需依次完成的“串联审查”调整为并联运行,并将全国股转公司审查介入时点提前至发行方案等信息披露环节,将出具备案登记函环节的审查内容简化为发行数据核验比

对,缩短募集资金闲置时长。此外,对不以融资为直接目的的发行,不再要求进行募集资金用途必要性和合理性分析,对募集资金用于补充流动资金的,不再强制要求量化测算。

“董秘一家人”创始人崔彦军表示,此前串联审查时若一个环节出问题会导致整个审查工作停滞,从而拉长企业股票发行时间。实行并联审查后,解决了单个环节“卡壳”影响整个流程的问题。股转公司提前介入审查也节省了审核需要的时间。这是一项重大改革,解决了企业发展中遇到的实际痛点。

并购重组方面,此次改革明确挂牌公司购

买生产经营用土地、房屋的行为不再按照重大资产重组进行管理,进一步减轻了挂牌公司信息披露负担,降低交易成本。同时,对申请延期恢复转让的审议程序、信息披露内容等做出细化规定,并调整审查流程安排,豁免无历史交易记录挂牌公司的内幕信息知情人报备。

东北证券股转业务部董事总经理张可亮指出,挂牌公司在参与认购土地使用权时,由于相关程序履行时间周期较短,很难为企业预留足够时间完成相关信息披露,容易出现程序未履行完毕但出让方已要求全额缴款的情形,使得公司无法规范完成相关交易。此前一些企业因购买房屋构成重大资产重组,需花钱请券商撰写报告并来回提交材料,增加了时间成

本。“新规出台后给挂牌公司带来很多方便,有助于进一步减轻公司信息披露负担,降低交易成本,提高交易效率。”

此次改革全国股转公司对风险控制、投资者保护措施也有同步优化。例如,对股票发行明确了终止审查制度,终止审查情形包括挂牌公司因证券类违法违规行为被立案侦查或立案调查、相关违规行为情节严重且未整改完毕或消除影响等。在重大资产重组方面,明确重大资产重组暂停转让最长时限为6个月,到期仍无法披露重组预案或重组报告书的,公司应当终止本次重大资产重组,避免出现“长期停牌”、“久停不复”现象,保护投资者交易权利。

## 修复市场功能

前述接近全国股转公司人士指出,新三板作为证券交易市场,发行融资、并购重组、交易定价是其核心基本功能。此次改革的目的除了降低企业各项成本,也包含对新三板市场交易、定价功能的修复和完善。

例如,市场此前反映的“余股”交易涉及的权益变动问题,此次改革出台了针对性的操作方式。若在做市和竞价转让中,出现投资者申报股份数量超过权益变动披露标准,但超出的股份数量不足1000股的,或是在盘后协议转让中出现拟转让的股份超过权益变动披露标准,但分拆转让又无法满足盘后协议转让规则有关要求(单笔申报不少于10万股或100万元)情形,均可一次性申报转让。但在该笔转让完成后履行权益变动相关义务。

北京南山投资创始合伙人周运南表示,之前对于“余股”问题因为没有详细的操作指标,特别是关于盘后协议转让时的权益变动披露细则,很多股东交易时就感觉无章可循,非常谨慎,全靠大家去试错,也容易招来处罚。如今细则已经明确,投资者可以大胆交易、合规交易。“此次全国股转公司首次明确不同转让方式下交易和权益变动的信息披露,从制度上进行源头规范,有利于企业股东和投资者有规可依、有规可循,也方便股转的违规必究、执纪必严,降低纠错成本。”

做市商在此次改革中迎来利好政策。此次全国股转公司针对做市商出台了单独的评价制度,将从做市规模、流动性提供和报价质量三方面对做市进行评估,给予优秀做市商交易费用减免,对评价排名靠前的做市商进行季

度转让经手费减免和年度评优,引导做市商积极、合规做市。预计全市场做市商转让经手费将平均降低55%。

2018年以来,新三板企业做市规模持续萎缩。数据显示,截至10月29日,新三板企业合计1134家,较今年年初减少逾200家,年内超过120家做市企业因做市商不足2家被强制变更为集合竞价转让;今年以来,做市商退出为企业提供做市服务超过1800次,多数券商持股处于浮亏状态;从做市指数看,截至10月29日,新三板做市指数报719.01点,较年初下跌271.9点,跌幅27.44%。

东北证券研究总监付立春认为,在新三板市场,做市商制度仍是当前主要的交易流动性提供方式。做市商评价机制有助于增加做市

商的积极性,对优秀做市商给予奖励,转让经手费减免,这对于排名靠前的做市商而言有“名利”双重激励。

做市商转让经手费降低,可大幅降低新三板市场交易成本,提高市场效率。

前述接近全国股转公司人士透露,此次改革是深化新三板改革整体部署中的重要组成部分,着眼于现行存量制度改革优化,同时综合考虑了后续增量改革的统筹协调,一手抓增量改革,一手抓存量优化,这两手是今后改革的重点。“下一步,全国股转公司将按照‘以市场分层为抓手,统筹推进发行、交易、信息披露、监管等各方面改革’的总体思路,认真落实各项改革部署,持续跟踪和评估制度改革优化的情况,为后续深化改革措施的推出积累经验、创造条件。”

## 观点

# 多措并举 新三板助力中小微企业发展

□ 谷薇

全国股转系统日前发布了新三板存量改革的多项举措,涉及发行、并购重组、做市商制度三大领域。市场人士评价,改革真正体现了监管机构站在企业角度推进市场建设的思路。折射出作为资本市场服务中小微企业的重要平台,新三板只有通过不断改革,补短板、提效率,不断为中小微企业、民营企业提供更适宜成长的资本平台,才能真正蜕变为成熟的资本市场,发挥出多层次资本市场的优势。

优化发行融资审查业务流程方面,挂牌公司募集资金平均闲置时长可以缩短20天以上;改革发行制度方面,挂牌公司一年内不超过1000万元的融资发行内部决策时间可以缩短15天以上,满足企业流动需求;优化募集资金监管要求,挂牌公司的信披成本和中介机构的核查成本进一步降低;完善做市商激励制度,对优秀做市商进行税费减免,鼓励做市商为更多企业做市,提供更优质做市服务等。从具体的改革措

施中可明显看到,本次存量改革招招直指市场痛点难点问题,处处围绕企业需求体现实效。通过“疏堵结合”以完善市场基础功能,“强筋健骨”以巩固做市商等新三板特色制度,覆盖面广而重点突出,最终将起到有效提升市场核心融资功能的作用。

看似水到渠成的改革,背后是新三板设立五年来对使命、功能的不断深化及各项改革的笃力实施。换言之,本次存量改革既是此前新三板各项建设的推进,也将承上启下,进一步探索当前市场高质量发展阶段的矛盾问题与解决之道,为下一步增量改革奠定基础。

回头看,新三板设立的初衷,就是要把中小微企业、民营企业服务好,把科技创新发展战略服务好。这就不难理解,新三板始终以目标、问题为导向,汲汲以求不间断地进行改革,其指向就是以改革创新为钥匙,不断打开一道道阻碍市场发展成长的大门,不断提升自己服务挂牌企业的各项功能。2015年,为解决企业挂牌需求和市场服务不足、效率不高的矛盾,对挂牌审查

机制、定价功能等进行了完善;2016年,市场风险逐步积累、外溢程度逐步加大,加强风险排查、管控,加大违规处置力度;2017年,针对发行功能不强、流动性不足等问题,适时推出市场分层、信息披露、交易制度三项改革。

持续改革带来显著成效,市场“回报”可谓丰厚。五年多来共有6107家挂牌公司完成9811次股票发行,融资金额累计达4593.65亿元。新三板市场逐步构建完善了“小额、快速、灵活、多元”的发行融资制度,挂牌公司融资规模持续扩大,对缓解中小微企业融资难、融资贵,促进中小微企业创新发展,完善直接融资体系发挥了积极作用。

万家挂牌公司规模扩大的今天,新三板市场进入了转型升级的关键时期。市场有了新问题,市场主体的发展阶段和需求有了新变化,优质企业需要更多的金融资源,创新创业企业嗷嗷待哺,一些现行股票发行融资等制度已不能完全满足挂牌公司多样化多层次的需求。此外,经济下行的压力下,更多的中小微企业、民营企业的

