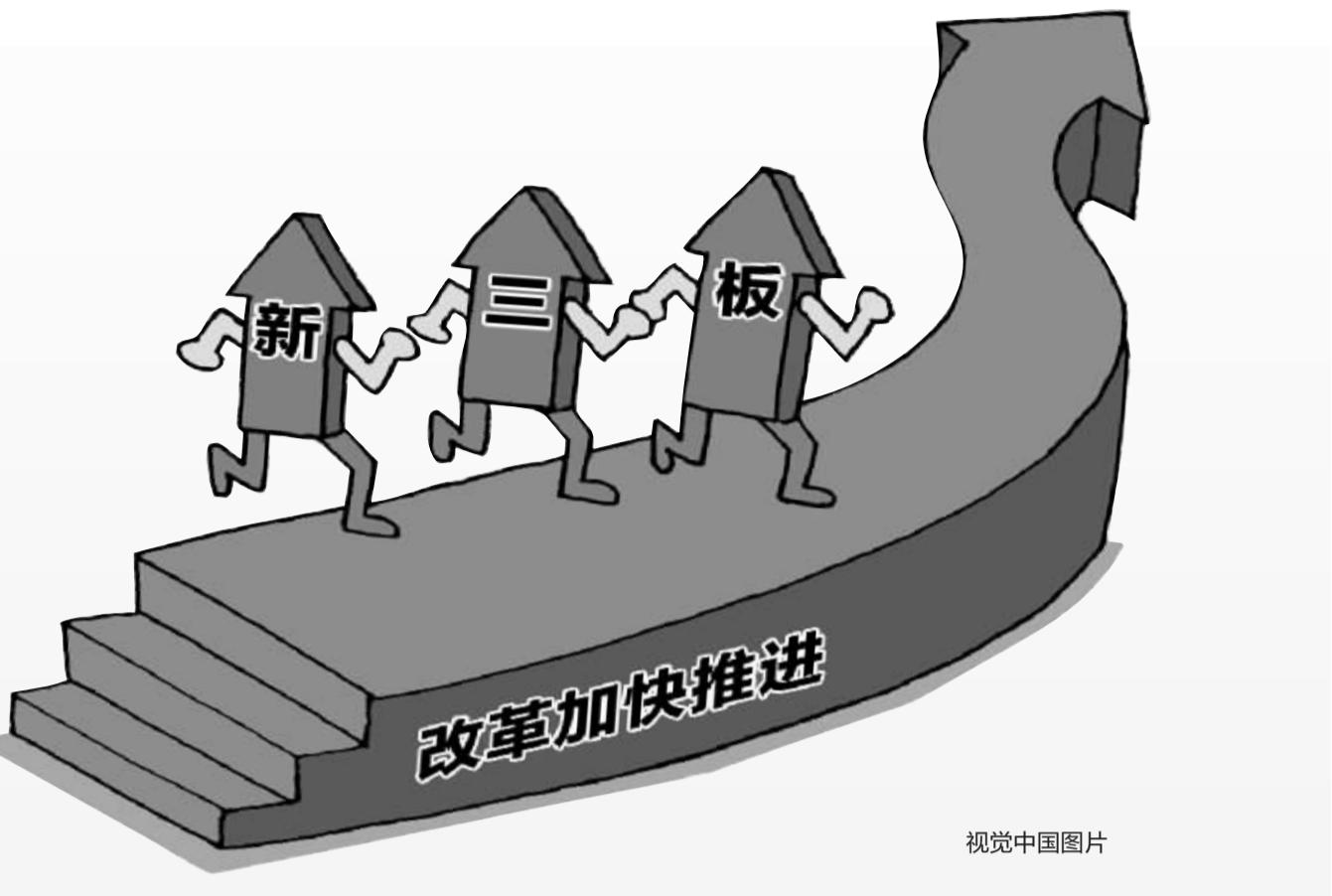
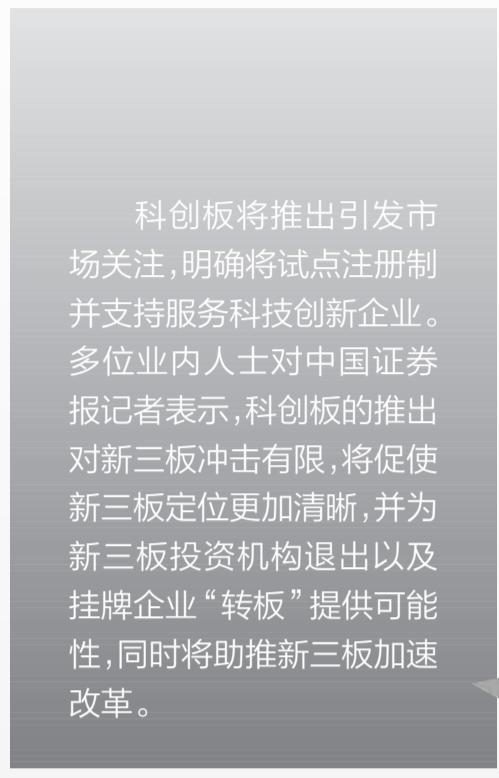


# 清晰定位 新三板改革有望加速

□本报实习记者 胡雨



视觉中国图片

## 冲击有限

从目前情况看,注册制和支持科技创新企业是科创板的最大看点。证监会负责人近日就设立上交所科创板并试点注册制表示,科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板,是资本市场的增量改革,将在盈利状况、股权结构等方面做出更为妥善的差异化安排,增强对创新企业的包容性和适应性。上交所相关负责人近日表示,将积极研究制定科创板和注册制试点方案。科创板是独立于现有主板市场的新设板块,并在该板块进行注册制试点。

新三板则对企业挂牌不设立财务门槛,在目前挂牌的一万多家企业中,小微企业占比超过90%,科技创新型企业占比超过60%;多家暂时亏损的科技创新型企业通过挂牌新

三板,获得融资并推动自身发展。此次提出推出科创板,将对新三板产生哪些影响成为市场关注的焦点。

“董秘一家人”创始人、南北天地董秘崔彦军认为,科创板对于财务指标预计有所降低,但对于企业所属的行业方面可能会严格限制。例如,限定为以高科技创新企业为主,并在市值上设立一定指标。因此,难以满足众多中小民营企业直接融资的需求。此外,虽然采用注册制试点,但数量上会有所限制,大批企业蜂拥上市的局面不太可能出现。

力鼎资本创始合伙人高凤勇认为,新三板的行业容忍度、商业模式容忍度、甚至公司规模容忍度大于科创板。大量的公司适合挂牌新三板而不是适合科创板。因此,新三板将

是众多民营中小微企业资本运作的主战场,二者并不构成完全的竞争关系。“大量中小企业受制于其行业属性、历史沿革、规范度或者规范成本等,不能在主板和中小创上市,也不能在科创板上市,对这些企业新三板是很好的资本市场。”

联讯证券新三板研究组组长彭海指出,根据相关报道,科创板主要面向已经跨越创业阶段、进入高速成长阶段、具有一定规模的新兴企业,创业板定位暂时无法在主板上市的创业型企业、中小企业和高科技产业企业,而新三板主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务。“从定位而言,创业板、新三板、科创板各有侧重,形成有效互补。”预计科创板可能根据“净利润+收入”、“市值+现金流”、“市值+收入”、“市值+权益”等财务标准来制定标准。

前述证监会负责人表示,注册制的试点有严格的标准和程序,在受理、审核、注册、发行、交易等各个环节都会更加注重信息披露的真实全面,更加注重上市公司质量,更加注重激发市场活力,更加注重投资者权益保护,并将指导上交所针对创新企业的特点,在资产、投资经验、风险承受能力等方面加强科创板投资者适当性管理,引导投资者理性参与。

业内人士指出,注册制并不意味着简单的降低上市准入门槛。证监会上述表态表明,科创板会设立一定门槛,但与A股市场有所区别,新三板不必过分忧虑优质企业大量流失。

## 理清定位

新三板的定位一直是业内人士讨论的焦点。此次提出设立科创板,对于新三板理清自身定位将起到积极作用。

前述证监会负责人指出,在上交所设立科创板是落实创新驱动和科技强国战略、推动高质量发展、支持上海国际金融中心和科技创新中心建设的重大改革举措。对此,中国新三板研究中心首席经济学家刘平安认为,设立科创板并试点注册制,首先目标是要支持上海成为国际金融中心;相比新三板,科创板有着明显的“国际化”基因。科创板不仅要能吸引国内优秀科技创新公司,还要能够像美国纳斯达克全球精选市场那样吸引全球优质科技创新公司上市。

刘平安推测,未来支持科技创新的资本市场体系,将由科创板、创业板和新三板共同构成。新三板属于其中的基础性市场,覆盖面广,包容性更强。

申万宏源证券新三板分析师刘靖认为,科创板的直接竞争对手应该是港交所和纳斯达克,而非新三板。此外,从注册制实施到市场发展等多个因素考虑,科创板与新三板仅在“精选层”的部分功能重叠,新三板仍将发挥苗圃和土壤功能,积极培育中小微企业。

崔彦军表示,提出设立科创板,一个重要因素可能是为了吸引海外优质公司回归。而新三板经过五年多的发展,在解决中小企业

融资难题上发挥了重要作用,二者可以在多层次资本市场内部形成错位竞争或优势互补。“新三板属于类注册制,科创板推出后一些优质企业通过‘转板’平滑过渡至科创板也不是没有可能。”

根据2013年出台的相关文件,在全国股份转让系统挂牌的公司,达到股票上市条件的,可以直接向证券交易所申请上市交易。不过,“转板”有关制度安排目前仍无下文,新三板挂牌企业与非挂牌企业在上市流程上并没有区别。此次提出肩负注册制改革和支持科技创新企业发展的科创板,不少业内人士认为,其可能成为新三板优质企业“转板”的目标。

流动性不足引发的退出难是困扰当下新三板发展的一大难题。2015年,新三板市场火爆,吸引大量资金和创投机构入场;但到了2018年,大量基金产品面临退出难题,并对新三板的融资功能产生拖累。

刘平安认为,新三板因制度供给不及时与制度供给的全要素不匹配,流动性严重不足,目前难以有效地为创投机构提供较好的退出机制安排。若科创板在企业市场准入方面考虑到创投机构的价值评估作用,在交易制度方面提供通畅的退出通道,对于新三板融资功能完善以及打通创投产业链健康发展也将起到重要作用。

## 助推改革

多位受访人士表示,目前新三板正迎来改革的关键时期,提出推出科创板对于新三板加速改革将起到积极作用。

崔彦军认为,科创板与新三板或多或少存在一定竞争关系。建设发展科创板,对新三板而言重点还是在于自身改革,包括原有制度预期能否尽快落地。“考虑到新三板目前面临的融资和流动性问题,改革时不我待。”

安信证券新三板团队指出,根据Wind统计数据,2018年前三季度新三板定增融资金

额476亿元,不及2017年全年的一半,融资遇冷明显。新三板市场挂牌企业一万家,从市场的供给端和需求端来看,公司数量规模(供给端)足够大,但交易活跃度(需求端)不足,供需不平衡导致新三板难以发挥其资源配置功能。

刘靖认为,市场预期的“精选层”首要目标应该是解决流动性问题。期待中的“精选层”与主板、中小板、创业板的审核制形成差异,其优势在于注册制、市场化和高效率。“精选层”允许未盈利新经济公司挂牌发行,挂牌

行业更加多元化;而科创板在这方面存在一定的竞争关系。

广证恒生新三板研究总监赵巧敏指出,新三板破解流动性问题的关键,是以分层为抓手的差异化制度建设。基于现有的制度铺垫与政策信号,“精选层”及其配套政策已具备推出的基础。如果“精选层”及以分层为抓手的差异化制度建设正式落地,则有望破解流动性问题,并带来估值修复,推动优质企业获得更好的资源及定价配置。

在南山投资创始合伙人周运南看来,作

为加大对科技创新企业上市支持力度的科创板已经明确,同时释放了国家支持创新创业、支持民营企业的信号。相信作为中小微企业主阵地的新三板,深化改革的步伐会加紧加快。“期待新三板‘精选层’预期尽早明确。”

东北证券研究总监付立春强调,面对来自其他板块的潜在竞争,新三板应积极谋求创新,提高自身竞争力。“新三板应在现有基础和法律框架内,调动自身活力积极尝试探索。”

## 推进改革 提升新三板差异化服务能力

动改革,更好地发挥新三板在多层次资本市场的作用。

从近年来发展改革进程看,新三板已具备一定的制度基础、企业基础,以及相应的风险防控能力等,深化改革的条件已经具备。目前新三板挂牌企业已超过万家,5年来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。构建了具有新三板特色的“小额、快速、灵活、多元”的发行融资制度,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。全国股转系统近期对新三板发行、并购重组、做市商制度进行了相应的改革完善,通过多项举措补短板、提效率,不断为中小微企业、民营企业提供更适宜成长的金融市场。

新三板市场企业数量规模已相当大,但市场建设仍没有完全跟上,新三板进一步改革的

空间仍不小。处于转型升级关键期的新三板,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,创新创业企业需要更具差异化的制度供给,现行一些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,市场建设的不完善,导致投资者退出不畅,抑制了新资金的入市,影响新三板核心融资功能的发挥。新三板改革的紧迫性不言而喻。

“行者常至,为者常成”,新三板改革需沿着市场化的方向加速推进。不断提升创新创业企业、中小微企业的融资功能应是新三板改革的重点。目前新三板融资功能还不够健全,发行制度较为单一。在挂牌公司对差异化的融资需求日益强烈的情况下,需进一步提升融资制度的灵活性和便利性。未来更需探索以多种方式拓宽新三板企业融资渠道,用更多举措来降低中小微企业融资成本。

推进新三板改革,需不断拓展服务中小微企业的广度和深度。如发挥新三板市场“投早”、“投小”的优势,使更多小微企业享受到资本市场红利;突出对创新创业企业的重点扶持,使中小微企业在技术创新、结构优化等方面获得更多金融资源,打通产业发展、科技创新及金融服务生态链,推动形成高质量的产融结合。此外,在严格的适当性管理下,在新三板股票期权、限制性股票等股权激励工具等方面都可以进行制度探索。通过这些全方位的制度完善,引导社会资金向优质、创新型中小微企业聚集,着力提高挂牌中小企业发展速度与质量。

继去年12月推出新三板改革“组合拳”后,股转再次启动改革步伐,推出改革新的“组合拳”,显示出股转采取先完善存量改革的方式。这种方式推进改革阻力小,通过从量变到质变,最终力求实现增量改革突破,谋求更大步伐、更深度的改革。

此次推出改革“组合拳”,表明了管理层一直在听取来自新三板市场一线的呼声和诉求并落到实处。信心和预期正是当前新三板最紧缺的两个核心,有预期和信心,新三板就有希望。(作者系南山投资创始人)

## 优化并购重组制度 助力挂牌企业做大做强

□周运南

全国股转公司日前连发八项业务新规,对股票发行、并购重组和做市商评价等进行改革优化,以完善市场融资功能,提升市场效率。

在本次“优化改革组合拳”中,并购重组制度方面做出了重大突破。这是全国股转在证监会近期推出“小额快速”并购重组审核机制和放开A股上市公司并购重组配套融资用途之后,切实服务中小微企业,落实“放管服”改革的重要举措。

定增35人限制首次取得突破。股转明确规定在重大资产重组中发行股份购买资产发行人数不再受35人限制。这将提高并购效率,大额并购的成功可能性提高。但这个突破仅限于重大资产重组中发行股份购买资产,发行股份募集资金额继续保持35人定增限制。市场人士认为,未来发行股份募集资金将突破35人限制,但只在精选层或者公开发行时放开。因此,这为以后精选层的公开发行和200名股东审批优化改革形成了突破口。

受限投资者方面进行创新。股转同意在重大资产重组中发行股份购买资产时,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。受限投资者的概念原来主要指新三板企业的原始股东或核心员工,这些投资者只能买卖自己公司的股票。

此前被并购资产持有人如果不是新三板合格投资者,就无法参与被并购。但新三板企业所并购标的通常为小微企业,大部分资产持有人无法满足合格投资者门槛。旧的要求与市场需求不匹配,导致很多并购计划难以推进。本次受限投资者方面通过创新有效变通,有利于解决挂牌公司为满足发行人数和投资者适当性要求而通过发行股份叠加现金方式购买资产,或要求标的公司提前缩减股东人数等复杂交易架构带来的问题,降低企业重组成本和难度,提高重组组效率和成功概率。

完善了重大资产重组认定标准。股转明确规定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管理。由于新三板企业大部分是小微企业,本身总资产和净资产不高,涉及购买房产和土地这类重资产时,如果按照此次改革之前的要求,很容易达到重大资产重组红线,只得履行更多更复杂的停牌和信息披露规定。

相关数据显示,2017年以来挂牌公司披露重组方案152次,其中因购买生产经营用土地、房屋构成重组的23次,占比约15%。本次规则调整后,该类行为将不再纳入重组管理,进一步减轻挂牌公司信息披露负担,降低交易成本,提高交易效率。

为打击重组中任性停牌现象,股转此次优化了重大资产重组停复牌制度。在规定首次停牌不得超过三个月、申请延期后累计停牌不得超过六个月的基础上,对申请延期恢复转让的审议程序、信息披露内容等作出细化规定。同时,将复牌机制调整为重组预案或重组报告书披露十个转让日后即可申请复牌。新规实施后,可有效缩短挂牌公司因重组事项的停牌时间,避免出现“长期停牌”、“久停不复”现象。

新三板“长期停牌”、“久停不复”等现象一直被市场所诟病。今年以来,股转已经在实践中严格治理这种任性停牌现象,此次改革将从制度上进行源头规范,有利于挂牌企业有规可依、有规必循。同时,便于违规必究、执规必严,有利于保护投资者的知情权和交易权。

优化了重组审查流程安排,豁免了无历史交易记录挂牌公司的内幕信息知情人报备,将信息披露审查时限和挂牌公司内幕信息知情人报备时限调整为十个转让日,将涉及发行股份重组事项的备案申请时限调整为验资后二十个转让日。2017年以来,因重组停牌报备内幕信息知情人的挂牌公司中,近60%的公司股票挂牌以来未发生过交易。新规实施后该类公司将不再需要进行相关内幕信息知情人报备。

并购重组制度的优化改革,是股转对新三板当前并购重组市场存量问题的突破性改革,推出与市场需求相匹配的具体措施,可以促进流程优化、程序简化、效率提升,充分发挥新三板市场“小额、快速、灵活、多元”的融资特点,引导新三板企业主动选择并购标的实施快捷并购,扩大新三板企业并购重组规模,优化新三板公司产业结构以及资源配置,助力新三板企业快速做大做强,促进实体经济高质量发展。

继去年12月推出新三板改革“组合拳”后,股转再次启动改革步伐,推出改革新的“组合拳”,显示出股转采取先完善存量改革的方式。这种方式推进改革阻力小,通过从量变到质变,最终力求实现增量改革突破,谋求更大步伐、更深度的改革。

此次推出改革“组合拳”,表明了管理层一直在听取来自新三板市场一线的呼声和诉求并落到实处。信心和预期正是当前新三板最紧缺的两个核心,有预期和信心,新三板就有希望。(作者系南山投资创始人)

## 全国股转公司特约专栏