



三板做市指数近期走势

2019年8月27日

2019年11月12日

新华社图片 数据来源/Wind 制图/苏振

## “面值退层”有利各层良性流动

□本报记者 段芳媛

日前全国股转公司发布《分层管理办法(征求意见稿)》,在创新层规则中新增面值退出规定。

业内人士认为,此次新规的出台将给创新层的“仙股们”敲响警钟。同时,该制度有利于新三板不同层次之间形成良性流动,优胜劣汰。

### 创新层新增退层规则

根据上述征求意见稿,在“各市场层级的退出情形”中,“创新层挂牌公司出现下列情形之一的,全国股转公司即时将其调出创新层”,包括连续60个交易日股票每日收盘价均低于每股面值。

东财Choice数据显示,截至11月11日,新三板创新层共有59家企业的股价低于1元/股。其中,做市转让公司38家,集中竞价转让公司21家。以做市转让公司金天地为例,公司主要从事影视制作,剧本版权收入占其总营收的七成以上。随着影视剧行业严冬的来临,公司2018年起由盈转亏。2017年、2018年及2019年前三季度,金天地分别实现营业收入5860.12万元、1591.76万元、205.58万元;对应归母净利润分别为1725.81万元、-9480.03万元、-607.62万元。

由于业绩不振,金天地的股价从2018年开始步入1元/股以下的“仙股”行列。今年10月8日,公司股票更是下探至最低点0.13元/股。截至11月12日收盘,金天地报0.19元/股。

除了基本面问题,一些创新层企业成为“仙股”或与密集的“高送转”有关。以本草春为例。2016年、2017年及2018年,公司均实施了送转方案,2016年为10股转30股、2017年为10股送10股、2018年为10股送5股。今年年初至今,本草春上涨25.32%,但其仍以0.65元/股的价格处于“仙股”之列。

实际上,A股“面值退市”股票中就有玩砸了“高送转”的例子。新三板的“面值退层”同样应该引起企业的重视。

### 创新层仙股警钟响起

北京南山投资创始人周运南表示,沪深交易所一直有“面值退市”的规定,即如果股价连续20个交易日低于1元面值将触发强制退市,而在新三板成为“仙股”并不会受到任何惩罚。此次新规的出台将给创新层的“仙股们”敲响警钟。“对股价和每股净利润本身不高却喜欢高送转的企业敲响了警钟,以后‘高转股’需要提前考量二级市场的股价。”

东北证券研究总监傅立春表示,创新层退层和提高上市公司质量、实行注册制及A股退市常态化等一脉相承。该条规则参考了A股的一些规则,实施创新层退层制度,使得新三板制度更加完善。

傅立春认为,创新层退层制度对创新层公司也是一种激励。“特别是新三板有了精选层,创新层的吸引力将进一步提升。不同层次间差异化安排是必要的,可以形成良性流动,优胜劣汰。”

银泰证券股转业务部总经理张可亮表示,“面值退层”制度有利于促进优胜劣汰,“如果股价长期低于面值,证明市场不认可这家公司的质地以及投资价值,应该降层,节约监管资源,提高市场效率。”新三板本身就是多层次资本市场,从创新层退层后,如果公司未来基本面得到改善,股价上涨,还是有机会再回来。

# 改革力度超预期 新三板市场交投活跃

□本报记者 吴科任

新三板全面深化改革的各项政策细节日前出炉,精选层遴选标准、公开发行机制、连续竞价交易机制等逐一明确。自10月25日证监会表态推进全面深化新三板改革以来,截至11月12日,新三板做市指数累计上涨12.54%。

资深投行人士王骥跃接受中国证券报记者采访时表示,新三板原先存在的问题,一是公司挂牌门槛低,质量低下者不少。本次推出精选层改革,在一定范围内设置门槛,这是提升挂牌公司质量的重要举措。二是交易机制与融资机制不健全,投资者因卖出难而不愿买入。这次改革的核心在于交易价值和融资功能。三是投资者门槛高。解决了前两大问题,投资者门槛下调预计也在计划之中。

## 力度超预期

具体政策方面,全国股转公司制定修改了《股票向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌规则(试行)》《股票定向发行规则》《分层管理办法》《挂牌公司信息披露规则》《挂牌公司治理规则》和《股票交易规则》六项业务规则。全国股转公司表示,本次新三板改革以畅通多层次资本市场有机联系为核心,对新三板发行、交易、市场分层、公司监管、投资者适当性等制度进行了全方位优化和调整。

多位市场人士告诉中国证券报记者,此次新三板改革力度超出预期。北京南山投资创始人周运南认为,“熟读6份征求意见稿后,总体感觉改革力度空前,远

超新三板市场整体预期。这表明证监会和全国股转公司对新三板全面深化改革的决心之强和力度之大。这些细则想市场之所想,急市场之所急。作为长期关注和研究新三板的投资者,期待政策尽快正式落地。”

银泰证券股转系统业务部总经理张可亮直言,“比预想的好。比如,之前预想精选层会按照市值标准来设置,并且认为市值标准可能会选择6亿元作为界限。但这次征求意见稿给出了四套市值标准。这超出了我的想象,感到非常惊喜。这是彻底市场化的一种操作方式,全国股转公司对整个市场运行有着清晰的认识。”

值得一提的是,全国股转公司透露,前述

六项自律规则是新三板层面的基础性业务规则。此外,将修改《投资者适当性管理规则》,会同中国结算、中国证券业协会等制定、修订细则及指引指南等操作性文件。

全国股转公司表示,市场经历快速发展后,积累了一批创新驱动特征突出、市场认可度高、公司治理规范、财务状况良好的优质公司。这些企业对于融资规模和融资效率有更高的需求,新三板现有定向发行制度已难以有效满足其融资发展需求。因此,有必要优化发行机制,实行向不特定合格投资者公开发行股票制度,完善市场融资功能,满足优质挂牌公司的迫切需求,形成示范引导效应。

## 效仿科创板

新三板此次改革一大核心便是进一步分层,新设精选层,形成“精选层-创新层-基础层”的三层市场结构。在精选层标准的设置思路上,广证恒生认为,这与科创板、港交所主板类似,均以“市值-财务指标”为基础设置多套标准,包容具有不同特征的成长型、创新型、创业型企业。

根据《分层管理办法(征求意见稿)》,针对不同类型企业,精选层共设四套标准:一是市值不低于2亿元,最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于10%,或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于10%。主要遴选盈利能力强的企业。

二是市值不低于4亿元,最近两年营业收入

人平均不低于1亿元且增长率不低于30%,最近一年经营活动产生的现金流量净额为正。主要遴选高成长性的企业。

三是市值不低于8亿元,最近一年营业收入不低于2亿元,最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%。主要遴选具有较高市场认可度的创新型企业。

四是市值不低于15亿元,最近两年研发投入合计不低于5000万元。主要遴选市场高度认可、创新能力强的企业。

广证恒生分析,从“市值-盈利”类指标来看,精选层的最低市值标准仅为科创板的1/5,净利润要求约为科创板的3/5;同时加入了加权ROE大于10%的要求,与创新层标准相衔接,但与科创板、港交所等市场的相

关要求有错位。尽管创业板对企业盈利规模的基本要求较低,但由于创业板目前仍为核心标准,实际过会企业的净利润规模一直大幅高于这一水平(2019年过会创业板企业2018年归母净利润均值为1.26亿元,最小值为5825万元),不具有可比性。整体来看,精选层的“市值-盈利”类指标大幅低于科创板,与港交所主板更为接近,更适合于盈利能力相对稳定且具备一定经营杠杆的成长型企业。

精选层配套的制度红利丰富。比如,相关意见稿指出,挂牌满一年的创新层公司公开发行成功后进入精选层;精选层挂牌满一年可申请转板上市,不再需要证监会审核。交易制度上,设置精选层股票30%涨跌幅限制。

## 幸福的烦恼

面对精选层带来的机会,新三板企业应该如何决策。

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新接受中国证券报记者采访时表示,“精选层企业数量会大幅少于创新层,且不都能转板上市,可能只是其中的少数部分。新三板的进一步分层是一种示范效应,一种导向机制,让挂牌企业有向上的目标,有进取的通道。精选层的门槛或者标准的设置不是最关键的,最关键还是要看转板机制的便利性,转板的条件、门槛以及和IPO相比有什么差异。转板提供了一个通道,但未必所有新三板企业喜欢或适应。”

基于准入门槛及审核流程,广证恒生提供了三个策略。首先,精选层的推出将企业公开发行的时点大幅前移,成长型企业的证券化路径更为丰富。相比于门槛更为接近的港股,转

板制度的推出将使后续在内地交易所上市的路径更为通畅。因而,处于发展的相对早期阶段、且存在较大资金需求的企业,可评估进入精选层并转板上市的可能性。

其次,由于精选层企业的公开发行同样要求新发行25%股份(股本小于4亿元)/10%股份(股本大于4亿元),可能造成企业股份过早稀释,增加融资成本。因而,具备一定体量的企业可结合精选层落地的时间预期以及企业本身的资金需求、成长速度,评估进入精选层以及直接申报上市两条路径的可行性。

第三,对于当前仍未被A股市场所明确接受的企业(如上市公司子公司分拆上市门槛较高以及创投机构等),可结合自身的资金需求以及最新的政策动向,考虑精选层挂牌或出海等路径。

广证恒生强调,企业发展的资本路径选择始终还是要结合自身的产业发展需求,并从估值、流动性、资本运作的便捷程度、上市标准、审核以及成本等维度对不同资本市场进行综合及动态评判。

通过改革,新三板将积蓄新力量。安信证券新三板首席分析师诸海滨表示,此次新三板的改革,以恢复融资功能为目标,以再分层为抓手,配套出台交易、信披等各项“组合拳”。未来还将出台投资者适当性、引入公募基金等多项政策,新三板融资功能恢复可期。

精选层主要定位于承载财务状况良好、市场认可度较高、完成公开发行,具有较强公众化水平的优质企业。新三板的优质公司其实不少。截至今年三季度末,新三板市场净利润在3000万元以上的挂牌公司有853家。

## 精选层将允许“同股不同权”

□本报记者 吴科任

双重股权制度在科创板首开先河之后,有望在内地资本市场“扩容”。日前全国股转公司发布的《股票向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌规则(试行)》(征求意见稿)显示,新三板精选层或成为内地资本市场第二个允许“同股不同权”的板块。

### 包容同股不同权

精选层准入门槛的另一大亮点便是包容同股不同权企业。上述征求意见稿在第二章一般规定中提到,发行人具有表决权差异安排的,该安排应当平稳运行至少一个完整会计年度,且相关信息披露和公司治理符合有关规定。

证监会11月8日发布的《非上市公司信息披露管理办法(征求意见稿)》中增加了特别表决权制度安排:挂牌公司设置特别表决权安排的,应当在年度报告中披露特别表决权安排的实施和变化情况,以及相关投资者合法权益保护措施的实施情况。

证监会授权全国股转系统就特殊表决权设置、存续、调整、信息披露以及投资者保护等具体措施进行细化,防止特别表决权被不当使用。具体来看,全国股转公司11月8日发布的《挂牌公司治理规则(征求意见稿)》提到,挂牌公司可以按照法律法规、业务规则的规定,在公司章程中设置表决权差异安排。设置表决权差异安排,应当经出席股东大会的股东所持表决权的三分之二以上通过,拟持有特别表决权股份的股东及其关联方应当回避表决。

此外,持有特别表决权股份的股东应当为挂牌公司董事,且在公司中拥有权益的股份达到公司有表决权股份的10%以上。每份特别表决权股份的表决权数量应当相同,且不得超过每份普通股股份的表决权数量的10倍。全国股转公司将进一步就挂牌公司设置表决权差异安排的所属行业、财务要求等做出相应的规定。

### 支持科技创新企业

证监会表示,允许科创挂牌公司存在特别表决权安排,旨在满足科技创新企业需求,充分发挥创业团队、管理团队对于科技创新企业的重要作用,保持科技创新企业在股权融资时控制权的稳定。值得一提的是,目前科创板过会的企业中就有一家同股不同权的公司。

据悉,众多中概股“独角兽”企业都有双重股权结构的安排。以京东为例,其在招股书中规定,上市A类股的投票权为1股1票,而非上市的B类股为1股20票。在A股完成借壳上市的三六零彼时也曾采用了双重股权结构。

不过,双重股权制度一直饱受争议。清华大学法学院教授汤欣此前接受中国证券报记者采访时介绍,同股不同权,意思是管理层通过较少的持股就能控制公司,这对其他掏出真金白银的投资者未必公平。在现代公司治理当中,现金流和控制权的背离,向来被认为不利于公司治理,同时也阻断了敌意收购这一有利于公司治理的外部力量。”

此外,拥有控制权的股东可能掏空上市公司主体。港交所的一份咨询文件显示,同股不同权有两大风险:控股股东在经济利益减少时,更有可能为自己谋利(例如高昂的薪金、福利),牺牲其他股东的利益;股权较少或会诱使控股股东将上市后资产转移至持股更高的公司。

汤欣认为,放开同股不同权关键要看有没有抑制其副作用的机制,能不能防范关键股东和董事高管滥用控制权的风险。他表示,效仿港交所对同股不同权公司上市进行若干限制很有必要,如:将允许同股不同权公司的范围限制在例外情形,强化这些公司的信息披露责任、对中小股东的保护进行特别规定。

同时,只应面向申请IPO的公司同意其使用同股不同权架构,不允许已上市公司在原来同股同权的情况下更改章程改变股份架构。