部分创新层公司主动撤离 绩差企业惨遭抛弃

“逃离新三板”优质企业与做市券商各寻退路

□本报记者 张莉 实习记者 张晓琪

新三板分层制度落地已逾三月，市场并未出现预期的“沸腾”景象，挂牌企业数量持续高企与市场低流动性间矛盾依旧。值得注意的是，挂牌企业以业绩为分界出现两种截然不同的局面。

据不完全统计，截至9月20日，超过59家新三板挂牌企业终止挂牌，其中包括两家创新层公司；此外有195家企业提交上市辅导申请，超过95家企业来自创新层。与此相对应的是，今年下半年以来券商退出三板做市数量剧增，数据显示，2015年至今新三板共有115条做市商退出的公告，其中52条是在2016年6月后发布，占2015年以来退出公告总数的45%，不少企业由于业绩不见起色、股价持续低迷惨遭券商“抛弃”。

有机构人士认为，新三板公司尤其是优质企业的离开，无疑暴露了当前新三板运行出现一些问题，如估值难以体现、融资功能不畅、做市制度后劲不足等，这也是新三板市场在流动性困境之后遭遇的新问题。不过也有观点认为，私募机构做市业务试点工作正式启动，更多投资机构也将进入三板市场，有利于新三板行业生态和做市格局的改善，未来新三板企业流失的现象有望得到根治。

“逃离”之忧

分层制度实施多月，政策利好效应的减弱、流动性不足以及融资困难等问题也正在使越来越多的企业“逃离”新三板市场，其中不乏刚刚进入创新层的优质公司。而从后续动作看，不少公司主动放弃创新层后，其目标也是转战主板IPO市场或等待被上市公司收购。

8月中旬，创新层公司安尔发公告称，为更好落实公司发展战略将要主动申请摘牌，这是分层后首家主动申请摘牌的创新层公司。从公开数据上看，安尔发自挂牌以来，营收和净利润稳步增长，2015年公司营收和净利的同比增幅分别达1344.14%、2355.79%。不过，近两年安尔发的现金流均为负值，去年安尔发的经营活动产生的现金流量净额达-2090.30万元，大股东曾连续两月合计质押500万股，贷款3500万元。在业内人士看来，受新三板流动性影响，类似安尔发这种营收和利润双优的挂牌企业仍然难获得足够资金，从侧面体现了三板市场对挂牌企业的吸引力减弱，“出逃”成为不得已的选择。

实际上，安尔发的“出逃”并非孤例。Wind数据显示，截至上周末，共有195家企业提交上市辅导申请，当中超过95家企业来自创新层。据不完全统计，2015年至今已有55家新三板企业披露IPO招股说明书，其中近一半的企业来自于创新层；中报数据显示，有41家2016年上半年营收突破1亿元。

华融证券分析师表示，目前新三板市场交投低迷，企业估值偏低，融资环境没有得到实质性改善，挂牌企业享受不到多少红利，造成优质企业纷纷出逃。同时，不少创新层的优秀公司已经达到上创业板条件，部分还有IPO经历，转战IPO也在情理之中。联讯证券研究认为，不少新三板公司可用于抵押的资产规模较小，导致融资能力不强，进而阻碍了企业的发展步伐。在资金要求与市值不断缩水的情况下，若转入主板市场或许可以带来更多的资金与股票流动性，从而帮助企业规模的进一步扩张与成长，这可能是企业最终选择转战的重要理由。

在业内人士看来，新三板市场的机制不完善、缺乏估值吸引力、融资不畅等均是企业出逃的缘由。架桥资本董秘彭一郎表示，相较于新三板，A股在审批制下企业数量受到限制，存在制度性溢价，A股高换手率也为其带来较高的流动性溢价，两类溢价叠加导致A股估值远高于新三板，对优质挂牌企业具有很大的吸引力。“从细节上看，新三板的流程操作繁复也是企业出逃的原因之一。前段时间公司的融资已近尾声，资金都已经打到账户，但受八月份挂牌企业募集资金专户管理政策的影响，入账流程不得不重新调整，弄得投资方比较恼火。”去年刚挂牌新三板的一家企业CEO向记者透露。

不过也有投资机构人士认为，部分逃离新三板的公司本身利益诉求相对复杂，其初衷也只是将三板市场作为“跳板”，或者通过被并购方式转移到主板市场，或者实现跨市场套利。“很多公司挂牌新三板不到一年就宣布进入上市辅导期，主要是想通过新三板市场获得部分融资，但其最终的目标还是主板市场。从过往案例看，转板成功的企业都将获得非常高的估值溢价，这对很多投资人而言颇具吸引力，通过转战IPO的故事来获得大笔融资无疑是不少企业愿意效仿的模式之一。”有新三板投资机构负责人表示。

做市机构撤退动作频繁

除了优质公司主动选择撤出之外，来自券商机构的撤退动作也开始日益增多。Wind数据显示，2015年至今新三板共有115条做市商退出的公告，其中52条是在2016年6月后发布的，占2015年以来退出公告总数的45%，做市商退出做市已渐成常态。

据悉，近期因企业经营不善、股价大跌或公司内部治理结构不健全倒逼券商退出事件屡有发生。以中搜网络为例，从2015年3月份转为做市转让，其做市商一度达到十个。此后由于涉嫌电话骚扰、欺诈销售以及预收账款畸高等问题曝光，而被剔出创新层正式名单，多家券商相继宣布退出该公司的做市报价服务。另一家新三板企业ST春秋，由于业绩表现不佳而遭遇做市商抛弃，其随时可能面临退回至协议转让的局面。

在业内看来，随着新三板市场的发展及监管要求的提高，由分层制触发的筛选机制将继续发挥效用，未来仍将有一波经营较差的企业被动退出市场，甚至被创新层企业收购。但对于市场整体而言，这部分企业的退出实际上是一个优胜劣汰的过程，将有利于未来新三板市场的优化。

“一方面这些企业在新三板上融不到钱，无法完成融资目标，且在做市商考核升温的背景下，而逐渐被市场和投资机构边缘化，企业价值长期无法得到体现；另一方面新三板的挂牌成本比较高，企业每年需缴纳包括主办券商的督导、会计师审计、信息披露等不菲的费用，这笔费用除去人力成本也要上百万，对于企业而言是不小的负担，企业最终可能仍会选择离开新三板。”上述机构人士表示。

与此同时，券商做市压力增加、成本抬升也成为其退出的原因之一。彭一郎表示，尽管企业违规事件频发，券商终止做市服务代价较大。退出做市时，券商需将做市股份转移到直营部门，但直营部门的股票由谁接盘将是个很大问题，除非券商已经找到购买库存股的下家，否则不会轻易终止为企业做市。

此外，新三板市场中拟IPO企业的增多，尽管做市商不愿意放弃这类企业做市价差收入，但却不得不和企业进行谈判和协商，并在转协议的过程中逐渐退出做市业务。“对于很多拟IPO企业而言，从做市转协议的交易方式的变更将容易对股东人数有效控制，确保IPO顺利过关，也不排除有企业为后续并购或定增动作进行提前布局。同时，做市商效率低下、二级市场交易低迷、企业估值难以解决等问题的暴露，也坚定了挂牌企业终止做市的想法。”上述投资机构人士表示。

谁来激发“鲶鱼效应”

在业内看来，无论是优质公司的主动逃离，还是做市商退出做市动作的频繁，实际上都反映了当前新三板市场运行出现了问题。民生证券研究院院长管清友认为，目前新三板市场存在“投资功能缺位、发展认识错位、市场化理念超前越位”，流动性困境背后更大的问题正在显现，即新三板优质标的加速流失、做市制度开始后劲不足。

由于二级市场的低迷，即便过去占据优势地位的做市商机构，如今也深陷做市业务的困境之中，多数券商机构做市意愿不足也已成为不争的事实。“目前做市商短期投机倾向明显，加上资金大量集中在前端投资，二级市场内的交易价差的利润空间不断被压缩，令做市商的交易难以带来流动性，造成做市商之间竞争激烈，但成交量却越来越低，整个做市生态已经遭到破坏。加上筹码成交过度集中、僵尸股堆积，也造成了新三板市场的融资和定价功能逐渐丧失。”有券商机构做市业务负责人反映。

“企业的逃离只是现象，实质是新三板的生态系统出了问题，比如投资机构与企业共谋操纵二级市场股价、做市商因垄断而形成短期化投资行为、企业疏于业务而沉醉于市值管理，一系列问题的暴露和泛滥，令新三板市场出现了劣币驱逐良币的现象。即使分层等制度改革方案出台，也难掩企业出逃的趋势。随着新三板市场继续下跌，渐渐丧失融资、定价功能后，可能会有更多符合IPO条件的新三板企业逃离这个市场。”洪三板董事曹水水分析表示。

不过也有观点认为，私募机构做市业务试点工作正式启动，更多投资机构也将可能受到政策吸引进入三板市场，同时新的制度创新措施也会陆续跟进，这将有利于新三板行业生态和做市格局的改善，未来新三板优质企业流失的现象有望得到遏制。9月14日，《私募机构全国股转系统做市业务试点专业评审方案》发布，标志着私募机构做市业务试点工作正式启动。

“围绕市场分层差异化制度安排，我们正在研究，这个方向性我们还是要做的。投资者门槛从500万元降到300万元，甚至100万元，我们也可以探讨，但是坚持机构投资者市场的方向不变。而合格的境外机构投资者和人民币合格境外投资者的参与政策也会很快推出。”此前股转系统副总经理隋强在公开论坛上对新三板未来发展方向做出如上表述。

在业内人士看来，非券商机构参与新三板做市，将有利于带来增量资金，激活更多投资者参与到新三板投资中来，对解决当前流动性危机、活跃市场、推动分层和连续竞价改革均有积极作用。上述机构人士称，做市商的扩围将会为市场带来活力，而企业可选择的做市机构较多，也会大幅度提升企业主动性，有效激励做市商和机构之间进行良性竞争。此外，新的参与者进场还将有望为新三板市场带来新的交易模式创新。

新三板董秘掀“离职潮”

专职设岗或解信披难题

□本报记者 张莉

在半年报披露结束之后，新三板挂牌公司却普遍遭遇董秘“离职潮”。近期新三板公司董秘离职动向较多，除了个人原因之外，专业水准不足、缺乏规定资质等也成为这批人员集体离职的重要原因。业内人士称，董秘“离职潮”反映了目前新三板公司面临的人才更替问题。

实际上，为规范市场、提高挂牌公司治理水平，股转系统9月初下发相关文件对董秘资质提出明确要求，未获资格证书董秘将被挂牌公司解聘。分析人士认为，新三板董秘是企业公司运营及连接资本市场的重要枢纽，监管要求从严，实际上也是规范市场、杜绝“非专业”董秘的重要措施。

挂牌公司“一将难求”

从今年下半年开始，新三板公司除了应对半年报信披和券商持续督导要求之外，高管人员的变更也成为普遍现象。第三方数据显示，自8月1日至9月20日，就有126家新三板企业董秘发生变动，接近2015年全年141家的总和。

从离职原因看，除了董秘因自身年龄身体、家庭关系平衡等个人因素之外，专业资质的要求成为董秘岗位人才更替的主要门槛。自分层制度实施后，股转系统规定，创新层公司必须“设置专职董秘”，这也让一大批兼职董秘随之下岗。

也有新三板公司负责人反映，由于目前行业转型升级加快、创新业务出现、资本市场对接专业性要求变高，对专业性人才的需求也提高。“过去董秘职位是由行政或财务岗位的员工兼职，但现在公司需要筹划融资、投资并购等资本运作的事务，需要熟悉资本市场规则、法律财务专业知识的综合型人才来担任董秘岗位。不过这种高级人才，现在市场上非常稀缺，即便开出超出行业水平的待遇条件，也是一将难求。”

另有熟悉新三板业务的法律人士认为，由于当前新三板市场的不断扩容，挂牌公司数量急剧增多，许多公司董秘有了更多可以挑选的余地，而市场上对优秀的管理人才需求旺盛，给出的薪资等待遇条件各不相同。从一些离职人员动向看，部分董秘也在“用脚投票”对新三板公司进行筛选。因此，董秘离职实际上属市场化行为，不必过分解读。

董秘监管要求从严

9月8日，股转系统下发《挂牌公司董事会秘书任职及资格管理办法（试行）》，要求董秘熟悉各项法律法规、组织公司高管制定相关制度，并做好对公司高层的监督催促工作。而未取得全国股转公司颁发的董事会秘书资格证书，或资格证书被吊销后未重新取得的，不能担任创新层公司的董秘，会被挂牌公司解聘。此外，股转系统还要求已通过资格考试或拿到资格证书却被处罚的董秘均需接受一定时期的培训。

来自股转系统方面的分析人士表示，董秘作为公司法人机构的重要组成部分，主要承担信息披露、投资者关系管理等工作，是促使公众公司规范运作，维护股东利益的重要保障。上述《董秘管理办法》的发布实施是全国股转系统提高挂牌公司治理水平和实现“海量市场”有效监管的重要举措。

券商人士表示，此前新三板市场上，专职董秘的缺位让很多新三板公司在日常信披中发生问题，这也成为董秘成批离职的主要原因。目前新三板市场监管日趋完善以及培训力度的加强，一些自身不符合任职条件的董秘也会因此退出，原先一人身兼数职的情况日后肯定也会有所改善，对董秘专职设岗的规范，实际上也有利于市场的良性发展。

私募做市有望提升三板流动性

□本报实习记者 张晓琪

私募参与新三板做市业务试点正在逐步推进。9月14日，《私募机构全国股转系统做市业务试点专业评审方案》发布，对私募机构参与做市的总体要求、基本条件、评审机构、评审流程、评审及验收内容等作出详细规定。

业内人士认为，私募机构参与新三板做市将有利于丰富新三板做市机构类型、提升新三板市场交易的深度，有助于改善新三板市场流动性。也有私募机构人士表示，目前新三板企业估值处于低点，对机构投资者的吸引力逐步增加，未来投资者会更倾向于从股权投资的角度选择标的。

私募新三板做市试点启动

根据《评审方案》，申请在全国股转系统开展做市业务试点的公司制私募机构，需具备8项条件：一是实缴注册资本不低于人民币1亿元，财务状况稳健；二是持续经营3年以上，且近3年年均资产管理规模不低于人民币20亿元；三是申请机构及人员最近3年内未受过中国证监会行政处罚；四是具有符合全国股转系统做市业务相关要求的业务实施方案和内部管理制度；五是设有专门的做市业务部门，配备做市业务人员不少于5人，其中风控人员不少于1名；六是做市业务系统符合相关技术规范，并通过全国股转公司的测试；七是已成为中国证券投资基金业协会普通会员；八是全国股转公司规定的其他条件。

此外，据全国股转公司相关负责人介绍，由于私募机构受监管程度、规范运作水平、合规意识相较于证券公司有所差距，为控制业务风险，私募做市业务初期采取试点方式，首批试点机构数量控制在不超过10家。试点开展一段时间后，将在适时总结试点效果的基础上，评估进一步扩大试点的可行性。

安信证券称，虽然新三板被称为“机构市”，但从数据上来看，当前新三板的机构投资者户数2015年年底占比只有10%，从2016年半年报来看，机构持有新三板股份占比只有25%，而美国纳斯达克市场的机构投资者已超过五成。引入私募做市，将带来更多机构对新三板的有效参与，或在将来推动机构投资比例进一步加大。

财富证券认为，未来随着私募机构做市业务模式的推广，一方面有利于完善三板市场做市商交易机制，充分利用私募定价能力，提高市场效率；另一方面，该制度下市场上极具活力的私募机构将成为三板市场交易环节的重要主体，三板市场长久以来的流动性问题或将得到实质性改善，利好三板市场长远的发展。

更看好创新型、成长型企业

业内人士认为，目前新三板券商做市商在定价上存在优势，企业的定增价格常常高于做市商拿到的价格，部分做市商甚至可以拿到更低成本的做市库存股，当套利的空间够大时，做市商服务的动力就不足，无法发掘企业真正的价值。而私募机构更多是基于企业发展潜质进行选择，随着更多的私募机构进入，企业定价更为合理，做市商不会为了套利而失去做市服务的功能。

不过，有分析人士称，私募机构做市虽然有利于带来增量资金，有助于提升市场流动性，但私募做市资金来源目前仅限于自有资金，短期来看，私募机构可投入做市资金可能有限。

架桥资本董秘彭一郎认为，私募机构除了提供做市服务，同时也是三板市场资产提供者、融资资金提供者。由于制度性溢价和流动性溢价相互叠加，A股企业估值理论上应该高于新三板企业，但去年上半年开始三板市场一直处于亢奋状态，估值一度逼近A股，导致机构投资者迟迟不敢进场，随着三板估值达到一个低点，不少机构投资者已重拾对三板企业的兴趣。

一位私募机构负责投资的高管告诉记者，三板投资本质还是一种股权投资，机构目前主要对两类企业比较感兴趣，一有转板预期的企业，二是该公司所处行业前景开阔，企业本身具有较强的成长性。

先锋基金管理有限公司高级管理人员变更公告

公告送出日期：2016 年 9 月 27 日

1、公告基本信息

基金管理人名称：先锋基金管理有限公司

公告依据：《证券投资基金信息披露管理办法》，《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》等

高管变更类型：新任基金管理人总经理

2、新任高级管理人员的相关信息

新任高级管理人员职务：总经理

新任高级管理人员姓名：齐靠民

是否经中国证监会核准取得高管任职资格：不适用

中国证监会核准高管任职资格的日期：不适用

任职日期：2016 年 9 月 23 日

过往从业经历：曾任恒泰证券股份有限公司副总裁，恒泰资本投资有限责任公司董事长，现任先锋基金管理有限公司总经理

取得的相关从业资格：基金从业资格

国籍：中国

学历、学位：研究生、博士

3、其他需要说明的事项

自齐靠民先生任总经理职务之日起，公司董事长张松孝先生不再代行总经理职务。上述变更事项，经先锋基金管理有限公司第一届董事会第三次会议审议通过。

特此公告。