

上交所发布问题解答引关注

新三板企业IPO“三类股东”政策仍待明确

□本报记者 张晓琪

上交所日前发布关于新三板挂牌公司IPO需注意的三大特殊问题。这被市场解读为监管部门对“三类股东”等问题的表态，在三板市场激起千层浪。3月20日，中国证券报记者从接近监管机构人士了解到，上交所此次回应“只是帮助理解，现有政策没有变化。”分析人士指出，尽管此次是由交易所编制问题解答，最终的决定权仍在证监会。但监管机构首次对这些敏感问题进行公开表态，其中透露的信号值得揣摩。

今年以来，已有三家含“三类股东”的企业成功突围IPO，共同特点是包括发起人为公募基金子公司的资管计划。对于能否放行私募参与、股东人数较多的资管计划市场仍存疑虑。从目前情况看，不少挂牌企业尤其是有IPO倾向的企业，对“三类股东”入股大多心存抗拒，更倾向机构以有限合伙企业方式投资或限制基金出资人数量。



CFP图片

市场解读存分歧

3月17日，上交所旗下的上交所企业上市服务公司发布《新三板挂牌企业IPO需要注意什么问题》，对新三板拟IPO企业中存在股东人数超200人、含有三类股东、国有股东的情况该如何操作，进行了解答。

上交所指出，新三板挂牌公司IPO需要注意的特殊问题包括，一、做市商为国有控股证券公司的，应按规定将首次公开发行时实际发行股份数量10%的国有股转由社保基金会持有，国有股东持股数量少于应转持股份数量的，按实际持股数量转持；二、“三类股东”为拟上市公司股东的，IPO审核过程中，可能会因存续期到期而造成股权变动，影响股权稳定性，拟上市公司引入该类平台股东时，应在考虑股权清晰和稳定性的基础上审慎决策；三、股东人数超过200人的新三板公司在挂牌后，如通过公开转让导致

股东人数超过200人的，并不违反相关禁止性规定，可以直接申请IPO；如通过非公开发行导致股东人数超过200人，若在进行非公开发行时应先获得证监会核准，其合规性已在非公开发行时经过审核，可以直接申请IPO。

这些问题切中新三板企业转板中的关键因素，迅速引发市场热议。从目前情况看，对第一、第三问的解读，市场观点比较一致。业内人士普遍认为，这明确了如果做市商是国有控股的，需符合国有股划转的问题。做市商持有股份的企业在A股市场IPO，未来这部分股票赚取的收益，相当比例将划转社保，因此做市商倾向于在企业转板之前退出做市，股票交易方式变化为协议转让。同时，此次确认了股东200人上限并不是IPO的门槛和障碍，顺应了国际市

场监管的趋势。

但对于“三类股东”的问题，上交所采用了“审慎决策”字眼，市场解读也存在较大分歧。中科招商投资总监曹娟娟指出，对于存在“三类股东”企业的IPO政策，上交所此次解答是对目前执行情况的阐述，可视为从政策层面的认可。新鼎资本董事长张驰则认为，券商和挂牌企业出于规避风险和便于审核的目的，将更谨慎地对待拟IPO企业的“三类股东”，甚至只允许有限合伙式企业成为股东。

方正证券相关人士表示，对于“三类股东”问题，上交所的回应并没有明确结论，而是一种政策导向；“三类股东”可能影响股权稳定性本身也是事实，但这些在IPO审核过程中能否顺利通过并没有明确的结论，可能还要具体情况具体分析。

观望情绪浓厚

对于上交所本次回应，争论的核心还包括其中是否释放了某些监管信号。特别是对股东人数超过200人的回应，市场人士认为，这将增强新三板拟IPO企业的通关信心。而接近监管机构人士对中国证券报记者表示，上交所此次回应“只是帮助理解，现有政策没有变化”。

但分析人士指出，其中透露出的监管信号仍值得揣摩。比如，其中涉及的因公开转让或定向发行导致股东人数超过200人的问题，政策层面此前的表态显示出“留了一条生路”，但一直未有更明确的表态。“这一直是悬在新三板拟IPO企业头上的一把剑。此次回应之所以引发市场高度关注，主要在于这是监管机构首次对这些敏感问题进行公开、明确的表态。”

同创伟业合伙人张文军指出，上交所编制的这个解答只是交易所本身的态度，表达了愿意接纳存在三类股东和股东超200人企业的愿望，但上述问题最终决定权和解释权仍在证监会。有新三板私募机构研究院负责人认为，这应该是上交所方面对近期一些热点问题的回应，深交所很可能会跟进。但此次对“三类股东”等问题的回应较为含糊，需要等待证

监会进一步下发文件。

政策层面尚未尘埃落定，市场将目光聚焦在证监会对含“三类股东”挂牌企业IPO的反馈意见。对参与各方来说，证监会的反馈更具有实践指导意义。

据新三板论坛不完全统计，在新三板已发布上市辅导公告的380家挂牌公司中，87家正在排队，含有“三类股东”的企业超过37家。值得关注的是，今年以来，已有三家包含“三类股东”的企业通过证监会上市审核，分别为海辰药业、常熟汽饰、碳元科技。

架桥资本董秘彭一郎告诉中国证券报记者，上述三家企业虽不是挂牌企业转板，但非挂牌企业的IPO审核一般比挂牌企业更加严格，因此这三家企业过会具有较强的代表意义。彭一郎指出，一方面，这三家公司涉及的“三类股东”均属于招商财富发起设立的专项资产管理计划，资管计划的发起人为公募基金子公司，在“三类股东”中受到的监管最为严格；另一方面，该资管计划委托人能够进行确定性穿透核查。其中，海辰药业披露了资管计划的委托人信息，4个资管计划的委托人共计4位自然人。

“换句话说，三家公司的‘三类股东’发行主体都是公募基金，且穿透下去只有一个主体。而由私募

基金发行且穿透后有多个股东的情况，还没有审核通过的案例。”他指出，“从目前情况看，对存在‘三类股东’企业IPO的审核出现了放松迹象，但不会违背股权清晰和稳定性的大原则。”

值得注意的是，在政策没有明确的情况下，不少挂牌企业对“三类股东”入股“心生抗拒”。一位新三板投资方告诉中国证券报记者，接触到很多拟IPO项目都比较抵触“三类股东”，担心成为转板的绊脚石。“挂牌企业更希望通过有限合伙方式投资。我们注册了十家有限合伙公司，估计这三个月就会用完，下一批就要用新的了。”

新鼎资本董事长张驰指出，从谨慎角度来看，企业还是会尽量限制股东人数。“有些企业提出的条件非常苛刻，比如融资两亿元，只让我们有五位出资人。每位出资人至少要出4000万元，基金募集难度很大。虽然上交所此次回应没有200位股东数量上限，但很多企业包括券商都要求企业限制股东数量。”

上述新三板私募机构研究院负责人告诉记者，企业发展过程中，“三类股东”往往扮演重要角色。在政策不明确的情况下，也有企业选择保留“三类股东”同时申报IPO。

“三类股东”问题亟待解决

Wind数据显示，自2014年7月到2015年底，共计成立了3218只专项新三板理财产品。其中，券商资管计划148只，基金子公司的资管计划达到44只，公募专户4只（只能是契约型基金形式），信托计划和私募基金逾3000只（主要是契约型基金）。

架桥资本董秘彭一郎指出，“三类股东”在新三板市场交易主体中占比很高。“一个原因是避税，有限合伙企业属于法人主体，赚钱后要收税，不像契约型基金、资管计划属于产品，收益后直接分配给投资人；除非希望伴随企业上市，否则投资者一般通过‘三类股东’形式进行投资。”

一位私募机构负责人表示，“三类股东”背后是两个不同市场的对接问题，清理这部分股东需要企

业付出较高的成本，特别是一些隐性附加成本。“比如，有些‘三类股东’在清退时借机要高价，甚至有专门机构在二级市场对拟IPO企业进行扫货，并要求新三板企业高价回购。”

彭一郎认为，“三类股东”审核逐渐放松是大势所趋，这对转板企业是一个重大利好。转主板的路径更加清晰，将进一步推动优质挂牌企业加速IPO。

天星资本研究所副所长王晨指出，在新三板挂牌企业发展过程中，“三类股东”扮演了重要角色。优质企业通过引入这些类型的资金做大做强，体现了新三板支持中小创企业发展的作用。当这些企业规模逐渐做大，有“转板”需求的时候，这些资金反

而形成阻碍作用，显得有些不合情理。

王晨表示，监管层担心的主要是IPO审核期限较长，“三类股东”可能因存续到期而造成股权变动，影响股权稳定性。从目前情况看，IPO审核速度加快，大部分“三类股东”都对企业IPO持支持态度。因此，只要在挂牌企业股权结构中，“三类股东”股权清晰稳定，应该不会对企业IPO造成实质性影响。就总体趋势而言，更多合法合规的“三类股东”将伴随企业一同上市。

新鼎资本董事长张驰指出，对“三类股东”笼统地一刀切，不利于新三板企业融资，也不利于新三板市场与A股市场的对接。期望关于此方面的细则能尽快推出。

多家新三板企业摘牌

□本报实习记者 王兴亮

3月21日，新三板市场创造了一项新纪录，单日退市企业达到10家。其中一家企业去年12月23日才挂牌，在新三板就呆了三个月。

自去年10月下旬全国股转系统发布“退市细则”以来，新三板企业退市呈现加速态势，今年情况尤为明显。业内人士指出，随着新三板市场的进一步规范、转板机制继续推进，摘牌企业将进一步增加。

6家企业摘牌与IPO有关

根据股转系统发布的公告，唯捷创芯、光莆电子、易之园林、鑫联环保、星诺奇、瑞贝科技、博信通信、杰普特、德恩精工、锋尚传媒10家公司3月21日起终止在新三板挂牌。

Wind统计数据显示，此前新三板单日退市企业数量的最高纪录是6家，分别在2016年7月8日和今年1月26日出现过一次。

对于此次10家公司摘牌，多家公司给出的理由大致相同，均为配合公司经营规划、战略发展需要等。记者进一步了解到，其中有6家公司摘牌与IPO有关。

其中，光莆电子已成功过会，并拿到创业板IPO核准批文，目前正在招股。鑫联环保早在去年12月就将注册地址变更为云南省红河州元阳县新城乡。而元阳县是国家选定的扶贫县之一，其IPO意图明显；星诺奇去年12月26日与德邦证券签署IPO财务顾问框架协议，拟筹备开展IPO相关事宜；瑞贝科技表示，终止挂牌的原因是战略发展需要及在境内资本市场（主板或创业板）上市的战略发展规划；博信通信去年11月公告称，已向证监会提交了上市辅导备案材料，目前正接受华龙证券辅导；杰普特今年1月10日提交IPO辅导备案文件并被受理，目前正接受保荐机构红

其中，光莆电子已成功过会，并拿到创业板IPO核准批文，目前正在招股。鑫联环保早在去年12月就将注册地址变更为云南省红河州元阳县新城乡。而元阳县是国家选定的扶贫县之一，其IPO意图明显；星诺奇去年12月26日与德邦证券签署IPO财务顾问框架协议，拟筹备开展IPO相关事宜；瑞贝科技表示，终止挂牌的原因是战略发展需要及在境内资本市场（主板或创业板）上市的战略发展规划；博信通信去年11月公告称，已向证监会提交了上市辅导备案材料，目前正接受华龙证券辅导；杰普特今年1月10日提交IPO辅导备案文件并被受理，目前正接受保荐机构红

塔证券的上市辅导。

值得注意的是，主营业务为光通信器件、光纤激光器、光学智能装备产品的研发、生产和销售的杰普特，去年12月23日才挂牌新三板，其在新三板仅呆了三个月。

对于新三板企业频繁摘牌进行IPO的原因，业内人士指出，主要原因还是由于新三板市场流动性萎缩，企业价值被低估，一级市场融资功能也受到了影响。

退出机制逐渐常态化

Wind数据显示，2017年以来，新三板已有43家企业摘牌。其中，仅3月以来就有22家。而2016年新三板合计仅有56家公司摘牌。

业内人士指出，新三板企业摘牌“小高潮”有多种原因。其中，偏低的估值促使它们转板A股市场，或被A股公司并购以实现更大的发展是重要因素。此外，部分挂牌企业二级市场没有成交，融资不容易，每年还要支付一定的维持挂牌费用。

“新三板挂牌企业数量接近11000家，庞大基数下自然摘牌数量也会增加。”新鼎资本董事长张驰表示，股转系统发布的退市细则也开始发挥效用，部分无法按期披露年报的公司可能选择主动摘牌。

去年10月21日，《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则（征求意见稿）》发布，对主动终止挂牌、强制终止挂牌的情形和程序均作出了明确规定。征求意见稿发布后，已有多家公司因为未在法定期限内披露半年报而被强制摘牌，包括森动电力、众益达、佳和小贷、中成新星和朗顿教育等。

“征求意见稿的发布，预示着新三板退出机制逐渐常态化。”张驰指出，随着新三板的进一步规范、转板机制继续推进，未来新三板企业的摘牌数量将进一步增加。

私募机构挂牌新三板遇冷

□本报记者 张晓琪

已挂牌的私募机构发行股票，发行对象已完成认购的，可以完成股票发行备案并办理新增股份登记手续。联创投资、明石创新等4家私募机构定增预案于2015年底公布，按照“新老划断”原则，定增计划不受影响，已顺利完成。除此四笔定增融资外，截至目前未有私募机构在上述通知实施后发布定增预案并完成定增。

“一行三会”监管企业新增23家

不过，“一行三会”监管企业的新三板之路要顺畅很多，主要包括银行、公募、证券、期货以及保险公司等。

根据股转系统于2016年5月发布的通知，中国人民银行、中国银监会、中国证监会、中国保监会监管并持有相应监管部门颁发的《金融许可证》等证牌企业，按照行挂牌条件审核其挂牌申请，对其日常监管将进一步完善差异化的信息披露安排。

截至2017年3月，“一行三会”监管企业累计挂牌达到51家。其中，做市转让企业5家，协议转让企业46家；2016年，有16家企业实现成交，总成交额达222.38亿元；11家企业实现增发融资，融资总额达到121.40亿元。

值得注意的是，自通知发布后，累计23家金融类新增挂牌企业全部为“一行三会”监管企业。其中，保险类企业新增14家，占比超过50%。这与证监会的政策导向不无关系。2016年8月，保监会发布《关于保险公司在全国中小企业股份转让系统挂牌有关事项的通知》，明确提出，支持符合条件的保险公司在全国股份转让系统挂牌，鼓励挂牌保险企业采取做市方式或竞价方式进行挂牌股份转让。

距私募机构1年整改期限仅剩2个多月时间，目前已已有6家私募机构披露自查报告。其中，4家企业自查报告中指出，符合新增8项挂牌条件，分别为合晟资产、思考投资、天图投资、菁英时代。另外两家私募机构由于不完全符合8项新增挂牌要求，选择剥离其私募业务，包括天信投资和麦高控股。增融融資方面，根据上述通