

# 清科观察：分层敲定促新三板格局加速调整，“香饽饽”创新层或不足两成

清科研究中心 2016-03-04 吴蒙

3月3日，全国中小企业股份转让系统发布《关于做好挂牌公司分层信息揭示技术准备的通知》，要求各机构及相关单位按照要求，在3月31日前做好挂牌公司分层信息揭示相关的技术准备工作。拟定于2016年4月组织挂牌公司分层信息揭示的全市场测试。测试通知将另行发布。

根据此前的方案，已挂牌公司2015年年报披露截止日（2016年4月29日）后，全国股转系统将根据分层标准，自动筛选出符合创新层标准的挂牌公司，于2016年5月正式实施。而企业在申报挂牌时，全国股转系统根据分层标准就该挂牌公司是否符合创新层标准自动判断，符合创新层标准的挂牌公司，直接进入创新层。

与千呼万唤都不见出来的注册制相比，新三板分层方案从设计到落地都是按部就班、紧锣密鼓地进行，这无疑将为新三板市场扭转开年以来的持续走弱行情注入新的活力，同时也使新三板未来的发展变得更加令人期待。

## 分层方案三套标准并行，助推多层次资本市场发展

截至2016年3月3日，新三板挂牌企业数量已达5,868家，比去年同期的2,003家暴增了193%。全部挂牌企业中做市转让有1,351家，协议转让有4,517家，总股本3,409.25亿股，流通股本1,203.47亿股。随着挂牌数量的迅速增加，挂牌公司在发展阶段、股本规模、股东人数、市值、经营规模、融资需求等方面也呈现出越来越明显的差异，在这种背景下，全国股转系统于2015年11月24日发布了《全国股转系统挂牌公司分层方案》，并向社会公开征求意见，拟将新三板挂牌公司划分为创新层和基础层，迈出了新三板实施内部分层管理坚实的一步。

根据分层方案，新三板企业进入创新层共有三个标准。标准一：最近两年连续盈利，且平均净利润不少于2000万元；最近两年平均净资产收益率不低于10%；最近3个月日均股东人数不少于200人。标准二：近两年营收连续增长，且复合增长率不低于50%；近两年平均营收不低于4000万元；股本不少于2000万元。标准三：最近3个月日均市值不少于6亿元，最近一年年末股东权益不少于5000万元，做市商家数不少于6家。在达到上述任一标准的基础上，须满足最近3个月内实际成交天数占可成交天数的比例不低于50%，或者挂牌以来（包括挂牌同时）完成过融资的要求，并符合公司治理、公司运营规范性等共同标准。

根据上述标准，粗略测算能够进入创新层的挂牌企业数量不超过挂牌总数的两成，即创新层的门槛相对较高，体现了监管层推动分层管理循序渐进的态度。而分层方案采取了三套方案并行而不是一刀切的方式，又保障了挂牌企业的多元化发展空间。股转系统依据不同层级公司的特点与侧重，对挂牌公司实施差异化的服务和监管，从而提高股转系统的服务效率和质量，同时推动我国多层次资本市场的进一步完善。总体而言，挂牌公司分层的本质是挂牌公司风险的分层管理。我们有理由相信新三板划分为两层只是目前的过渡之举，未来随着市场的不断发展成熟，相关层级将进一步得到优化和调整。

### **流动性或将改观，转板预期仍需理性**

据全国股转系统的数据显示，截至 2015 年年底，新三板挂牌的 5,129 家公司中有高达 2,895 家公司无交易记录，即在所有的挂牌公司中，“僵尸股”超过了一半。进入 2016 年，新三板交易始终处于萎靡状态，1 月份新三板企业股票成交数量较 2015 年 12 月环比下滑 21.63%，成交金额下滑 17.10%；2 月份成交数量继续在 1 月份基础上环比下降 53.34%，成交金额下降 55.77%。刨去 2 月份春节假期等因素的影响，新三板的流动性问题仍可窥见一斑。

新三板流动性的主要症结之一在于新三板挂牌公司良莠不齐，而估值体系始终缺位，暴涨以及暴跌的情况时有发生，市场充斥着较为浓重的投机氛围，导致投资者面临较高的投资风险。分层制度的引入将在新三板挂牌企业中筛选出真正的优质企业来，以一套相对标准和公平的方法对所有企业进行衡量，降低了投资者的价值甄别成本；而对于优质企业而言，在降低与投资者之间信息不对称程度的同时，还有更多的机会能够展示自己。当交易标的能够较为明晰地呈现出来时，新三板的交易模式就会逐步稳健化，价格机制也会逐步连续化，从而形成良性循环，逐步改善新三板的流动性。

对于另一些将新三板视为 A 股跳板的挂牌企业而言，分层管理制度的实施看似离转板机制又近了一步，尤其是创新层进入创业板的转板传言不绝于耳。证监会于 2015 年 11 月 20 日发布的《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》中明确指出“要坚持股转系统独立市场地位，公司挂牌不是转板上市的过渡安排”。以历史数据来看，累计已有 13 家新三板企业成功“转板”至 A 股或港股，但所谓的“转板”仍是需要先在新三板摘牌，随后去 IPO 排队，新三板并没有“开后门”进入 IPO 的渠道。随着新三板市场的发展壮大，其构建中国多层次资本市场的地位会更加坚固，也会与主板、中小板和创业板形成愈发明显的区隔，因此企业及投资者对于新三板转板机制的预期仍需保持理性，更应量体裁衣，选择到适合自己的资本市场上施展身手。

### **市场分化风险加大，政策体系有待完善**

分层制度的实施意味着新三板的市场化程度将进一步提高，同时也意味着市场分化会更

加严重。与“僵尸股”截然相反的有另一批新三板挂牌企业，自挂牌后多次进行定向增发，且定增价格每每出现三级跳。这样的情况以前更多地出现在做市转让的企业中，因为有做市商做背书，引发投资者的大力追捧，从而导致股价飙涨。分层管理实行后，创新层的挂牌企业无疑会引起资本的热捧，甚至出现一股难求的情况；相比之下，基础层企业则面临无人问津的风险，甚至比分层之前更加受到冷落。

从宏观来看，对新三板挂牌企业实行分层管理符合新三板市场的发展趋势，同时也有利于提升我国多层次资本市场的质量；但从微观来看，挂牌企业将面临比以前更加残酷的市场竞争，而新三板上的企业本就以新兴行业的创新型中小企业为主，抗风险能力先天不足。这对于定位于服务中小企业的股转系统而言，同样也是需要考虑的问题。如在新三板市场从野蛮生长向精耕细作的转变过程中，摘牌机制、竞价交易机制及衔接其他资本市场的机制等应当逐步得到完善，一方面为挂牌企业的发展构建更加健全、宽容的成长环境，使得处于不同阶段的企业都能在新三板市场中找到发展空间，同时严惩挂牌企业的不法行径；另一方面构建适当的投资者准入机制，形成合理的投资者结构，在一定程度上改善“僧多粥少”的境况，降低企业融资难度。

总体来看，我国新三板市场已经逐步从幼年时代迈入了青壮年时代，在多方面均取得了长足进步，分层制度的实施又将为新三板的变革写下浓墨重彩的一笔。但作为“中国的纳斯达克”标签的承载者，新三板市场未来仍有较长的路要走。伴随着供给侧改革、中概股回归热潮、注册制预期、战略新兴板落地等各种外部环境的冲击，新三板如何在市场上找准自己的位置并构建于企业于投资者都健康稳健的市场，我们仍需拭目以待。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_15202](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15202)

