

## 创新与严管并驾齐驱

### ——新三板几个重大政策问题分析

#### 主要观点：

本文对新三板的政策脉络进行了梳理，对近期市场关注的几个重大政策问题进行了分析，主要结论如下：

- 1、新三板市场作为多层次资本市场的重要一环，战略地位得到了充分重视，支持政策加快落地可以预期；
- 2、新三板重磅政策挂牌公司分层将在5月实施；
- 3、转板机制长期方向明确，但短期具有“绿色通道”性质的转板机制推出的可能性不大；
- 4、引进新的机构投资者政策可以期待，分层后公募基金入市在望；
- 5、完善投融资机制，提供发行便利措施快速推进；
- 6、短期不会降低个人投资者的开户资金门槛；
- 7、加强市场监管与处罚，建立市场化的退出机制。加大对券商的约束和处罚，挂牌公司市场化退出机制正在形成，创新层公司的退出具有市场化的标准。
- 8、交易机制继续完善，但竞价交易短期不会推出。

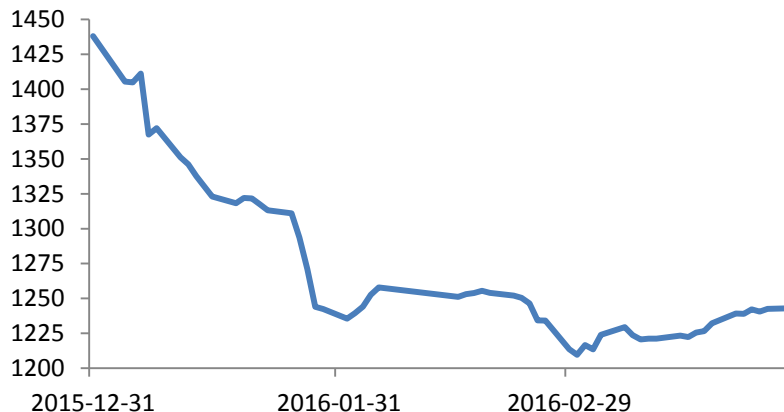
报告编号  
ZTCLXSB-1

相关报告

报告首发日期：2016年03月28日

年初以来，主板市场持续低迷，特别是创业板市场的持续低迷，压制了三板做市指数和成份指数的表现。截至 3 月 28 日，新三板做市指数累计下跌 13.56%（见图 1）。

图 1 新三板做市指数



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

分析新三板的行情驱动因素，最主要的是两个，一是新三板促使新增资金入场和流动性改善的利好政策预期，；二是主板市场估值抬升，从而带动新三板市场估值的提升。从 2016 年的行情来看，随着主板市场泡沫的破灭，对新三板的估值牵引作用消失，新三板投资者更多地将希望寄托于利好政策的推出，为此 2016 年新三板政策将直接左右新三板市场行情的发展。为此，本人对新三板市场的一些相关政策问题进行了梳理，供相关投资者参考。

**一、新三板市场作为多层次资本市场的重要一环，战略地位得到了充分重视，支持政策加快落地可以预期。**

2013 年 12 月发布的《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》（以下简称《决定》）已经明确了新三板是多层次资本市场的重要一环，《决定》指出，设立全国股转系统为中小微企业服务，同时要建立主板、新三板、区域股权市场之间的有机联系。

2015 年 11 月证监会发布的《中国证监会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》（以下简称《若干意见》），更是明确了全国股转系统独立的市场地位，同时提出研究创业板转板试点，建立与区域股权中心的对接。

2016 年 3 月提出的我国“十三五规划”中多处涉及新三板市场的发展，其中第十六章第二节中提出创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场，深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制。

从此前发布的几个重大文件可以看出，针对新三板市场的定位明确，战略上予以充分的重视，这为新三板政策的出台提供了良好的环境。同时 2015 年 11 月股转公司发布了新三板分层方案征求意见稿，4 月开始全市场测试，可以预期 2016 年新三板的相关利好政策会不

断落地。

## 二、新三板重磅政策挂牌公司分层将在5月实施

2015年11月在证监会发布了《若干意见》，提出实施新三板内部分层，制定分层标准，维持标准体系和转换机制，对不同层级企业实行差异化制度安排。之后全国股转系统旋即发布了《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》（以下简称《分层方案》），制定了新三板分层的标准（见表1），拉开了挂牌公司分层的序幕。《分层方案》拟将新三板划为基础层和创新层，在每年的4月30日进行层级动态调整。2016年3月初，全国股转系统发布《关于做好挂牌公司分层信息揭示技术准备的通知》，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。新三板分层正有条不紊展开，预计5月开始正式实施。

表1 挂牌公司的分层标准

	差异化标准	共同标准
标准一	<p>(1) 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于2000万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；</p> <p>(2) 最近两年平均净资产收益率不低于10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；</p> <p>(3) 最近3个月日均股东人数不少于200人。</p>	<p><b>1、公司治理</b></p> <p>(1) 符合《挂牌公司章程指引》的规定；</p> <p>(2) 制定三会议事规则、关联交易管理制度、投资者关系管理制度、利润分配管理制度和承诺管理制度；</p> <p>(3) 设立专职董事会秘书，董事会秘书应当为公司高级管理人员；</p> <p><b>2、无违规记录</b></p> <p>最近12个月内不存在以下情形：</p> <p>(1) 挂牌公司或挂牌公司的控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员因信息披露违规、公司治理违规等行为被采取纪律处分以上自律监管措施；或者受到中国证监会的行政处罚或其他部门的罚款以上行政处罚；或者受到刑事处罚；或者公司丧失经营资质；</p> <p>(2) 挂牌公司或挂牌公司的控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员因信息披露违规、公司治理违规等行为被采取约见谈话、提交书面承诺、出具警示函、责令改正、限制证券账户交易等自律监管措施3次以上的；</p> <p>(3) 挂牌公司或挂牌公司的控股股东、实际控制人存在重大未决诉讼、正在接受重大违法违规立案调查或者存在其他重大未决事件的。</p> <p><b>3、满足以下要求：</b>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。</p>
标准二	<p>(1) 最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于50%；</p> <p>(2) 最近两年平均营业收入不低于4000万元；</p> <p>(3) 股本不少于2000万元。</p>	
标准三	<p>(1) 最近3个月日均市值不少于6亿元；</p> <p>(2) 最近一年年末股东权益不少于5000万元；</p> <p>(3) 做市商家数不少于6家。</p>	

数据来源：全国中小企业股份转让系统网站

### 三、转板机制长期方向明确，但短期具有“绿色通道”性质的转板机制推出的可能性不大。

2013年的《决定》、2015年的《若干意见》和2016年的“十三五规划”对转板问题的思路是逐渐明晰的，《决定》提出建立主板、新三板、区域股权中心的有机联系；《若干意见》提出研究向创业板的转板试点；“十三五规划”则明确提出建立健全转板机制。可见建立转板机制方向是明确的，措施是逐步递进的。

但从逻辑上讲，具有“绿色通道”性质的转板机制过快推出将导致新三板相当一部分优质企业资源流失，这对新三板市场自身的发展不利，因此既然新三板已经定位为独立市场，就会先立足于通过分层等手段解决流动性和估值问题，解决优质企业的痛点，从而留住大部分优质企业，然后才会有序推出转板。这从《若干意见》“研究创业板转板试点”的措辞和全国股转系统总经理谢庚2015年5月的讲话也可以得到佐证。

2015年5月谢庚在中信证券新三板高峰论坛上谈到转板问题时指出，“具备了沪深交易所的上市条件，可以直接向沪深提交上市交易申请，这是国务院决定的，政策是明确的，但是目前正在解决操作层面的问题，但是要澄清一个概念“转板不是跳板”（之前有人认为IPO需要排队，但是通过转板可以不用排队，这个观点是错误的，事实上转板的上市程序和条件是和IPO一样的），此外还需要澄清另外一个概念，市场定位方面，股转系统不是沪深交易所的预备系统，虽然有转板的路径，可以做出选择，但是并不意味着，将来想在沪深交易所上市的公司一定要先挂新三板再转板。”

### 四、引进新的机构投资者政策可以期待，分层后公募基金入市在望

新三板资金供给不足，流动性差，已经成为制约新三板发展的重要因素，并对企业融资产生负面影响。因此全国股转系统对引进新的机构投资者态度积极。目前证券公司、基金子公司、期货子公司、银行等机构的私募专户已可投资新三板，通过定增等手段大量持有新三板股权，已经成为新三板市场重要的自己供给来源。

对于公募基金的入市，《若干意见》中证监会态度明确，支持封闭式和混合式公募基金投资新三板证券。但公募基金的体量比较大，有没有形成适合公募基金投资的环境，对公募基金有没有吸引力是关键。新三板市场的流动性、挂牌企业的透明度和新三板的研究覆盖问题都需要有所改善。而挂牌企业分层及相关配套措施，将会对解决以上三个问题有较大的推动作用。在“首届中国生物产业新三板高峰论坛暨企业定向路演会”上全国股转系统副总经理隋强提到股转系统正研究制定公募基金入市“指引”，待分层后实施。因此可以预见，分层推出后，公募基金入市政策将会推出比较快，封闭式基金等形式的公募基金将逐步进入市场。

而《若干意见》中提到的保险、社保、QFII和RQFII的入市问题，将会时间较长，逐步推进。

## 五、完善投融资机制，提供发行便利措施快速推进

《若干意见》的一项重要内容是完善新三板的投融资机制，提供发行便利。目前《若干意见》中的许多措施已经实施，或者这个准备实施。

**发行优先股、私募债：**已发布《全国中小企业股份转让系统优先股业务指引（试行）》，第一支优先股已经成功发行，3月23日中视文化发行优先股完成备案审查，简称“中视优1”。新三板企业私募债已经有较多企业发行。

**放开定增人数：**今年3月“首届中国生物产业新三板高峰论坛暨企业定向路演会”上全国股转系统副总经理隋强表示，“关于定增放开35人限制：证监会非公部正式批准后即可实行。”

**储架发行和授权发行机制：**新三板分层后将在创新层实施，《分层方案》中提出，将在创新层建立一次审批、分期实施的储架发行制度和挂牌公司股东大会一次审议、董事会分期实施的授权发行机制，同时创新层企业将试点发行公募债。

## 六、短期不会降低个人投资者的开户资金门槛

股灾以后，证监会对投资者适当性管理更趋严格。2015年5月，证监会发布《关于加强非上市公众公司监管工作的指导意见》，要求券商清除违规开户。今年3月证监会非上市公众公司监管部要求各券商对新三板投资者适当性情况进行自查，清除垫资开户，清除违规开户投资者，严格遵守“个人投资者名下前一交易日日终证券类资产市值500万元以上的规定。”

同时全国股转系统也发出了相关信息。2015年12月，在2015中国（浙江）新三板高峰论坛上股转系统总经理谢庚强调，“新三板市场是机构市场，是一个高净值客户的市场，将在这个理念下，基于目前股权分布状况，持续的探索 and 解决、优化流动性问题。”

由此可见，短期内下调投资者开户门槛，降低500万元开户市值的可能性很小。对于新三板，监管层的定位非常明确，定义为机构市，散户参与可能的路径是通过投资公募基金或私募专户的形式，间接进入新三板市场。

## 七、加强市场监管与处罚，建立市场化的退出机制。

**（1）加大对券商的约束和处罚。**2016年对市场监管更趋严格，对券商新三板业务开展了抽查和自查，并加大处罚的力度。2016年1月，国泰君安因2015年底的做市不当行为，受到了限制新增做市业务3个月的处罚；2016年2月长城证券遭到了股转系统的点名批评。由于长城证券在投资者适当性认定及开通投资者权限方面存在违规行为，被股转系统采取了出具警示函、责令改正的自律监管措施；2016年3月，天运股份被股转系统下发了4道处罚通知，主办券商太平洋证券被股转系统处罚，被要求提交书面承诺，并被约见谈话。

**（2）挂牌公司市场化退出机制正在形成。**

2015年11月全国股转系统公司副总经理隋强表示，2016年新三板将建立常态化、市场化的退出机制，制定发布“股票终止挂牌实施

细则”，完善市场优胜劣汰功能，将明确强制摘牌标准，完善终止挂牌的信息披露制度，探索建立异议股东股份回购机制、相关责任主体问责机制和赔偿机制。

**(3) 创新层公司的退出具有市场化的标准。**

新三板分层伊始，就制定了创新层企业能进能出的标准。根据《分层方案》，针对不同标准进入创新层的公司具有不同的维持标准（见表 2），如果在下一年度达不到维持标准的公司，将调整至普通层，完全是市场化的标准。

表 2：维持标准

维持标准（针对标准一） (通过标准一进入创新层的挂牌公司，应当同时满足以下维持标准；不满足的，应调整到基础层)		
要素	具体标准	设置依据
净利润	最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 1200 万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；	考虑保持创新层的稳定性，该指标适当低于准入要求
净资产收益率	最近两年平均净资产收益率不低于 6%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）	考虑保持创新层的稳定性，该指标适当低于准入要求
股东人数	最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人	与准入条件保持一致
公司治理	公司治理符合创新层的准入要求	与准入条件保持一致，要求公司治理合规
违规记录	最近 12 个月内未出现以下情形： （1）挂牌公司或挂牌公司的控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员因信息披露违规、公司治理违规等行为被采取纪律处分以上自律监管措施；或者受到中国证监会的行政处罚或其他部门的罚款以上行政处罚；或者受到刑事处罚；或者公司丧失经营资质； （2）挂牌公司或挂牌公司的控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员因信息披露违规、公司治理违规等行为被采取约见谈话、提交书面承诺、出具警示函、责令改正、限制证券账户交易等自律监管措施 3 次以上的； （3）挂牌公司或挂牌公司的控股股东、实际控制人存在重大未决诉讼、正在接受重大违法违规立案调查或者存在其他重大未决事件的。	要求创新层公司无重大违法违规行为或连续多次违规
交易要求	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%	对创新层挂牌公司有最低交易频率要求

维持标准（针对标准二）		
（通过标准二进入创新层的挂牌公司，应当同时满足以下维持标准；不满足的，应调整到基础层）		
要素	具体标准	设置依据
营业收入复合增长率	最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 30%	考虑保持创新层的稳定性，该指标适当低于准入要求
营业收入	最近两年平均营业收入不低于 4000 万元	与准入条件保持一致
股本	股本不少于 2000 万元	与准入条件保持一致
公司治理	公司治理符合创新层的准入要求	与准入条件保持一致，要求公司治理合规
违规记录	同维持标准一	要求创新层公司无重大违法违规行为或连续多次违规
交易要求	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%	对创新层挂牌公司有最低交易频率要求
维持标准（针对标准三）		
（通过标准三进入创新层的挂牌公司，应当同时满足以下维持标准；不满足的，应调整到基础层）		
要素	具体标准	设置依据
市值	最近 3 个月日均市值不少于 3.6 亿元	考虑保持创新层的稳定性，该指标适当低于准入要求
股东权益	最近一年年末股东权益不少于 5000 万元	与准入条件保持一致
做市商家数	做市商家数不少于 6 家	与准入条件保持一致
公司治理	公司治理符合创新层的准入要求	与准入条件保持一致，要求公司治理合规
违规记录	同维持标准一	要求创新层公司无重大违法违规行为或连续多次违规
交易要求	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%	对创新层挂牌公司有最低交易频率要求

数据来源：全国中小企业股份转让系统网站

#### 八、交易机制继续完善，但竞价交易短期不会推出。

关于完善交易机制，《若干意见》中提出要优化协议转让，发展做市转让，建立盘后大宗交易和非交易过户制度。《若干意见》中并未提到竞价交易，同时 2015 年 10 月谢庚在讲话中提到，竞价交易推出需要三大条件：更大的股权分散度、更高质量的信息披露以及系统的投研体系。由此可以判断，竞价制度短期内不会推出，同时竞价交易在条件成熟后会在创新层进行试点，因为创新层更具备推出的三大条件。

## 分析师承诺

分析师 邵锐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。