

# 新三板分层时代镜像： 创新层盼更多支持，基础层谋求自救



王利博制图

■ 本报记者 朱虹

历时数月之久，新三板终于迎来了分层时代。6月27日，新三板分层制度正式实施，现有7639家企业分别进入了创新层和基础层，其中953家企业进入创新层，其余6686家企业则处于基础层。不过亦有专家指出，对于正处在初创期的新三板而言，分层制度并不是终点，反而只是迈出的第一步。因此，无论是创新层公司还是基础层公司，都将机遇与挑战并存。而众多机构投资者则认为，新三板前途光明、道路曲折。

## 创新层企业：期待更多政策支持

5月27日，证监会发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》，确认将新三板市场分为基础层和创新层，其中为创新层设置了三套并行的标准，而挂牌企业只需要满足标准中的任意一条就拥有了进入创新层的资格。值得注意的是，这份最终版本的分层方案较此前的版本有多处改动。例如从共同标准来看，最终版本的分层方案较之前严格了许多，特别是对融资额有了要求，明确为

1000万元以上。

一家去年在新三板成功上市的企业内部人士表示，公司恰好符合“标准二”的要求，因此能够进入创新层。不过，进入创新层仅仅是开始，能不能待得住才是关键。所以也期待能够获得各方面的支持，包括公募基金入场、竞价交易、降低门槛等等。如果新三板创新层流动性能够显著提高，企业肯定会坚守新三板。

中国国际科促会新三板研究中心副主

任兼首席研究员布娜新对记者表示，未来，创新层企业肯定会享受到更多政策支持。“此前按照公布的三套创新层标准筛选并走访了多家新三板企业，大部分企业今年都安排了定增计划，无论分层与否，企业都按照以往的节奏继续开展业务，在交谈中能够感受到来自企业的些许希冀”。布娜新表示。

他们认为，虽然短期内创新层肯定无法与创业板的流动性相提并论，但随后可能推出的利好政策，例如进场的公募基金、

竞价交易、降低门槛等等无疑是令人激动的。企业的普遍共识是，创新层的企业估值会有所提升，是有利于企业发展以及股权交易的。

大同证券高级投资顾问张诚表示，创新层企业在分层机制落实后，需要获得的最大支持是要逐步降低投资门槛，使相关新三板公司的交易活跃起来，创新层的流动性提高了，这个市场的吸引力才能增加，估值才会更加有效。

## 基础层企业：将积极自救

相对进入创新层企业的欢欣鼓舞，也有业内人士指出，基础层的企业则可能会暗自担心是否会受到市场的冷落。那么，基础层企业将如何自救？

“分层短时间内有可能会对企业产生有限影响，但从另一方面来看，低估值反而对基础层的企业来说是一种优势。而且现在的分层每年都会有调整，今年进不去创新层不代表明年也进不去。同时公司也将采取多种措施‘自救’，例如提高经营质量、加大融资宣传力度，还将有选择性、有针对性地对投资机构主动出击。”新三板一家位列基础层的企业表示。

张诚表示，对于基础层公司，其实也包含创新层公司，应该多把心思放在企业的经营上，只有这样才有可能完成转板等改变。仅仅通过资本运作作为进入创新层而努力，很难达到提升公司估值和竞争力的目的。此前，不少新三板公司频频出现管理混乱、股东质押后离职甚至失踪等事件，已经对新三板整体的商誉造成影响。因此无论是三板企业还是市场整体，都必须要通过勤勉经营、诚实守信、良好的业绩和成长性来吸引投资者。

洞见资本创始合伙人李鹏认为，一些基础层企业也拥有自身亮点，如在某些区

域有非常大的优势，可以按照自身步调继续踏实做企业，创新层对于他们而言并不是遥不可及的事物，今年不行等明年，明年不行等后年，说不定到时候直接上主板了。

洞见资本创始合伙人杜明堂也指出，如果企业质地不错，商业模式、团队、未来战略规划、资本运作的路径模式设计得都很清晰，即便身于基础层，依旧能获得与资本间的衔接并实现产融互动。

另有市场人士指出，分层对于基础层的企业也会促进其提升自身的价值而努力进入创新层，这可以激发企业活力。其实

还可以换一个角度来看待分层的作用。如果给创新层和基础层贴上一个标签的话，创新层应该属于“优生层”，基础层应该是“潜力层”。这两个标签也分别代表着不同的投资逻辑，选择创新层的含义是用较小的代价获得确定性的机会；选择基础层的含义更多的是价值投资，虽然风险大一些，但未来获取的财富增值会更大一些。

山西证券新三板内核委员会主任刘东表示，投资分为多个阶段，PE或后期VC对于创新层可能比较关注，而天使投资、A轮投资或许更关注基础层，分层到创新层抑或是基础层并不妨碍企业本身发展。

## 机构投资者：对新三板前景态度乐观

作为新三板的主要投资者，机构投资者的数量近年来快速增长。全国中小企业股份转让系统统计数据显示，新三板机构投资者数量2013年仅有1088户，2014年增长至4695户，2015年更是猛增至22717户。因此，业内也较为关注，这些坚守在新三板的机构投资者如何看待分层之后的市场？他们坚守的动力是什么？

红土创新新三板投资总监张剑斌表示：“对于新三板的前途，我认为前途

光明、道路曲折。因为新三板是国家经济转型的需要，是中小微企业融资难得的最好平台，受到国家政策的鼓励。但是，新三板成长的道路会比较曲折，因为从推广到全国，时间还比较短，在政策监管方面还有漏洞，需要进一步完善。投资者更关心的是，分层后的新三板企业如何培育出更高的回报投资者的能力，希望多项正在修订的细则中，对此能有明确规定。”

“目前市场上大多数投资机构都是很支持分层的。”布娜新表示，因为分层可以降低投资者信息搜集的成本。分层后，不同风险偏好的投资者，会有在不同层次里寻找合适投资标的的需求。风险偏好较低的投资者主要投资创新层企业，而风险偏好较高的投资者则愿意到基础层淘金，之后通过培育发展被投资的基础层企业进入创新层，最终实现获利退出。

张诚也表示，机构投资者尤其是新三板的机构投资者对于分层后的市场持乐观态度，因为分层起码将改变目前市场鱼龙混杂的局面，挑选出一部分优质公司供投资者选择。但是不少机构投资者对于新三板公司的投资志在长远，一方面是看好公司的长期发展，选择了与公司共同成长；另一方面也是期待着未来公司能够登陆主板或被主板公司收购，实现更高价值的退出途径。

延伸



## 转板尚待时机

■ 本报记者 朱虹

去年以来，新三板市场规模迅猛发展，但繁荣背后新三板也遇到了不少问题和困境。业内人士表示，流动性是资本市场发展的关键，是目前制约新三板发展的重要因素。因此，分层制度的推出能否有效改善新三板流动性，也是业内争论较为激烈的问题。

有业内人士表示，分层不会自动提高新三板市场流动性，但是可以为流动性营造良好基础，有利于后期引入扶持政策。不过，因为流动性问题的本质在于供需矛盾加剧，企业数量增加但资金却逐渐递减，所以单靠简单的分层无法解决流动性问题。

除流动性问题备受关注之外，对于新三板一些优质企业而言，转板机制何时推出也是一个重要的关注焦点。

“（关于转板）还没有听到相关确切消息。目前为止，新三板挂牌企业若要在A股上市，需要先新三板摘牌再重新排队走一遍IPO流程，转板渠道并不畅通。主要原因是两套不同的上市机制在博弈，是注册制和审核制之间的博弈。新三板面临的真正困境还是流动性问题，挂牌企业也在关注新三板的流动性问题，交易的活跃，市场的有效有助于形成合理估值，这是融资的基础。”布娜新表示。

对于企业是否都有转板需求，布娜新表示，分层标准出台，有些新三板企业财务指标明显比创业板更有优势，这是转板主因。分层之后能否推出有利于流动性的政策，是缓解企业转板需求的重要措施。如果新三板创新层流动性打开，转板机制也就没有必要了，大部分企业会留在新三板。

而有些企业认为，与其不切实际地考虑转板，不如先留在创新层观望，毕竟，新三板越来越像纳斯达克了。

张诚表示，目前来看，在新兴战略板搁置，并购重组从严以及IPO审核从紧的大背景下，分层后的新三板转板可能还需要较长的时间，市场对创新层企业的质量 and 对其流动性的认可也需要时间和过程。因此，整体上目前创新层企业最主要的需求依然是提高交易量和流动性，而转板机制在当下来看可能还不能排上日程。

记者了解到，从此前的情况来看，新三板挂牌公司转板其实并不新鲜，但是成功率却并不算高。数据显示，从2009年至今新三板上成功转板的企业只有12家。

联讯证券副总裁曹卫东表示，分层方案已经得到落实，下一步，需要期待分层方案的后续配套细则出台。待分层制度运转成熟后，创新层内再分层、部分企业交易降低门槛，转板试点、退市机制等政策的制定或将提上日程。