

聚焦·新三板分层

5月27日,《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法(试行)》正式颁布,对于业界而言,这个“分层方案”可谓是盼了很久、来的突然。应该说,新三板分层后,对于其中“优等生”是巨大的利好。此外,对于正在“回乡”之路上的中概股来说,也多了一个重要的“落脚”之地。随着新三板分层的正式实施,新三板有望加快成为主板市场和中概股私有化后的“沉淀池”和“预备队”,通过时间这个无私的考官,让“劣等生”沉淀下去,让优等生浮出水面。

# 千家公司有望进入新三板创新层

## 23家因违规或行业原因落选

很明显,经过调整后尺度明显收紧的标准三成为了最难逾越的那道门槛

本报记者 马燕

备受关注的新三板分层方案最终落地,多层次资本市场建设迈出重要一步。

### 分层方案落地 设置三套并行标准

5月27日晚间,《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法(试行)》(以下简称:《办法》)发布,自6月27日起,全国股转公司正式对挂牌公司实施分层管理,分为“创新层”、“基础层”。

根据最新分层标准,满足以下条件之一的挂牌公司可以进入创新层:标准一是最近两年连续盈利,且年平均净利润不少于2000万元(以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据);最近两年加权平均净资产收益率平均不低于10%(以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据);标准二是最近两年营业收入连续增长,且年均复合增长率不低于50%,最近两年营业收入平均不低于4000万元;股本不少于2000万元;标准三是最近有成交的60个做市转让日的平均市值不少于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,合格投资者不少于50人。

此外,进入创新层的公司还应该满足以下两个条件,一是最近12个月完成过股票发行融资(包括申请挂牌同时发行股票),且融资额累计不低于1000万元;二是最近60个可转让日实际成交天数占比不低于50%。



### 千家左右企业将进入创新层 或增加基础层弄虚作假动机

Wind资讯统计显示,在7394家新三板公司中,将有957家新三板公司进入创新层。

安信证券新三板研究团队统计则显示,符合创新层标准的共有1124家企业,占所有挂牌企业的比例为16%。对此,有新三板研究人士指出,由于各家机构在具体计算过程中仍会对分层标准的计算口径有着不同的理解,且标准三及共同标准存在着一定的统计难度,因此不同机构对于筛选符合分层标准的挂牌企业数量可能会存在一定的误差。最终入选创新层的企业数量及名称将以股转系统公布的名单为准。根据联讯新三板研究院统计,已有

953家企业在严格的意义上符合了创新层征求意见的分层标准,入选率为12.9%。其中,符合三项标准及共同标准的挂牌企业有20家,符合两项标准及共同标准的挂牌企业有162家,仅符合一项标准及共同标准的挂牌企业有771家。从三项分层标准的人选难易程度来看,符合标准一的有465家,符合标准二入选的有517家,符合标准三入选的二有188家。

很明显,经过调整后尺度明显收紧的标准三成为了最难逾越的那道门槛。那些指望通过突击做市、操纵股价、虚报定增等手段进入创新层的企业成了此次方案调整的牺牲品。

中国新三板研究中心首席经济学家刘平安在与《证券日报》记者交流时指出,处于基础层的企业有可能增加弄虚作假的动机。他认为,没有满足创新

层的企业需要通过正当的经营手段创造条件达到创新层标准,而不是通过各种非正当的行为达到此目的。

### 因违规或行业原因 23家公司落选

值得注意的是,由于分层方案终稿在入选创新层企业的共同标准中,将有过各种违规行为而被采取监管措施和处罚的污点挂牌企业进行剔除。

《办法》规定,进入创新层的企业不能存在最近12个月内挂牌公司或其控股股东、实际控制人,现任董事、监事和高级管理人员因信息披露违规、公司治理违规、交易违规等行为被全国股转公司采取出具警示函、责令改正,限制证券账户交易等自律监管措施合计3次以上的,或者被全国股转公司等自律监管机构采取了纪律处分措施等行为。有14家公司可能会因为违规情况遗憾落选。

《办法》同时规定,小额贷款公司、融资担保公司、融资租赁公司、典当行、商业保理公司以及互联网金融等特殊行业挂牌公司,在相关监管政策明确前,暂不进入创新层,有9家公司可能会由于行业不符的情况遗憾落选。

此外,根据Wind截至2016年4月30日的数据统计,从新三板创新层公司注册地来看,北京最多,达到185家,是第二名上海的两倍。与此同时,北京、上海、深圳三地创新层公司数合计占创新层总数的三分之一。

从创新层公司行业分布来看,制造业最多,达到430家,其次是信息软件行业,两者合计占总数超过三分之二。

# 新三板分层迈开了解决流动性难题的第一步

刘平安

“股转系统”自2012年9月份成立以来,经过三年多的发展,不管是在证券的发行、交易,还是在监管等方面,朝着市场化方向建立起了基本的制度框架,但流动性问题一直没有得到有效解决,资本市场的基本功能没有得到有效发挥。2016年5月27日,“分层管理办法”的颁布和实施,从制度建设方面迈开了解决市场流动性问题的第一步。

市场分层管理制度,其作用有三:一是从微观层面看,市场分层有利于提高投资者的风险识别能力。新三板定位为创新创业型企业提供资本市场服务,创新创业型企业由于其所处发展阶段,企业规模小、风险高,投资者需要具有足够的风险识别能力才会进行股票的投资和交易,市场分层管理的目的在于提高投资者的风险识别能力,从而提高市场的流动性,解决挂牌公司的融资需求;二是从宏观层面看,市场分层管理有利于提高市场的整体效率与质量。市场分层管理将会加速挂牌公司的两极分化,以推出市场分层管理制度为切入点,将迈入完善核心市场制度的发展

持。相反,那些处在传统产业同时又不具备创新能力的企业将无法获得资本,从而遭到市场淘汰。市场分层管理制度将会促进市场优胜劣汰,起到优化资源配置,从而提高整体市场效率和质量的作用;三是从制度安排顺序来看,分层制度是解决流动性问题的基础性制度安排。新三板流动性问题的解决是一个系统工程。从发达证券场外市场的国际经验来看,需要构建包括分层制度、转板制度、竞价交易制度等在内的一系列制度。就新三板目前的现实制度安排来看,除以上制度安排外,还需要完善做市商交易制度,降低投资者门槛等等。在一系列制度安排中,分层制度将会为转板制度和集合竞价制度的实施奠定制度基础。只有那些表现优秀的挂牌公司才能实现转板和进行集合竞价交易,而挂牌公司优劣的表现将由分层制度来安排。因此,从这个意义上讲,分层制度迈开了解决新三板流动性难题的第一步。

“股转系统”成立至今,前三年推出了市场化的基础性制度框架。从2016年开始,以推出市场分层管理制度为切入点,将迈入完善核心市场制度的发展

阶段。有望在未来三年推出,完善的核心交易制度包括:转板制度、集合竞价交易制度、完善做市商交易制度和降低投资者门槛。随着上述制度实行,新三板的流动性难题将会从根本上得到解决,可以预见的是,一个真正市场化的资本市场将会在中国出现。

就目前推出的分层制度安排来看,监管机构考虑到了目前市场所处的发展阶段,还考虑到了较为成熟的企业在新三板占据了较大比重的现实,同时也考虑到新三板的市场定位是专门为创新创业型企业提供资本市场服务的要求,把新三板分为基础层和创新层,推出了符合创新层的三套标准、共同标准和维持标准。可以说,现有的制度安排符合目前的市场发展阶段和市场现状,但要让分层制度真正发挥市场作用,需要及时完善相应的配套制度,比如完善做市商交易制度,降低投资者门槛等。同时,我们还应该看到,今后随着市场的不断发展和壮大,借鉴发达国家证券场外市场的经验,也需要对目前的制度安排做出适当调整,层次将更加丰富,标准的制定要更加强调市场化和流动性。

分层制度的实施将对新三板的所

有市场主体产生重要影响。首先,市场分层将使挂牌公司的经营行为发生改变,满足创新层的企业将有可能快速获得资本,但真正利用好资本需要企业尽快夯实管理基础和健全公司治理结构;其次,没有满足创新层的企业需要通过正当的经营手段创造条件达到创新层的标准,而不是通过非正当的行为达到此目的,这也可能成为基础层企业弄虚作假的动机;再次,市场分层降低了投资者的信息收集成本,提高了风险识别能力,但同时也对投资者的价值发现能力提出了更高的要求,因为新三板毕竟是一个高风险的市场,企业进入创新层并不能依此标准对该企业做出价值判断,对新三板企业的投资仍须坚持价值投资的理念;最后,对处在不同发展阶段,具有不同规模 and 不同风险的挂牌公司分别管理,需要在制度上做出更加详尽、合理和科学的安排,以及监管能力要适应多层次市场管理的要求。因此,市场分层管理制度对监管机构的水平和能力提出了更高要求。

(作者:中国新三板研究中心首席经济学家 刘平安博士)

# 29家公司停牌超过100天 交易所停牌新政准备“拔钉”

本报记者 桂小簪

上周,深圳证券交易所和上海证券交易所齐齐发布了关于上市停牌的新政,约束和监督随意性停牌。而且,在重大重组的停牌时间上,“3个月”成了停牌的时间红线,“预计停牌时间超过3个月的,公司应当召开股东大会审议继续停牌的议案,决定公司是否继续停牌筹划相关事项”,深圳证券交易所制定发布的《上市公司停牌业务备忘录》规定。这被外界认为,将催促两市的停牌“钉子户”加紧复牌。

《证券日报》记者根据Wind数据统计显示得知,目前宣布停牌的公司中,有29家公司的停牌时间超过了100天,而公司对于长时间停牌也表示有各种原因,有的资产重组,还有的涉及“重大事项”。

### 3个月停牌期红线

查阅两大交易所发布的规则可以看出,约束和监督随意性停牌,增强信息披露质量的意味十分明显。

上海证券交易所以及,此次发布《上市公司筹划重大事项停牌业务指引》,旨在进一步约束和监督随意性停牌的基础上,还于第九条特别规定:“当证券市场交易出现极端异常情况,本所可以根据中国证监会的决定或市场实际情况,暂停办理上市公司停牌申请,维护市场交易的连续性和流动性,保护投资者的交易权”。这一规定的主要目的,在于将满足上市公司正常的停牌需求与维护整个市场交易秩序更好地统一起来。

深圳证券交易所制定发布的《上市公司停牌业务备忘录》规定,购买或出售资产、对外投资、相关方筹划控制权转让和募集资金不涉及重大资产购买事项的非公开发行股票等事项的停牌时间不超过10个交易日;募集资金涉及重大资产购买的非公开发行股票事项的停牌时间不超过1个月;重大资产重组的停牌时间不超过3个月;预计停牌时间超过3个月的,公司应当召开股东大会审议继续停牌的议案,决定公司是否继续停牌筹划相关事项;对于长期停牌的公司,保荐机构、财务顾问等

中介机构核实公司前期筹划事项进展,并发表专业意见。

### 建发股份停牌最久

而据《证券日报》记者查询,目前,两市共有300家左右的公司处在停牌中,其中,有29家公司的停牌时间超过100天,停牌的原因来看,有24家公司称在筹划重大资产重组事项,另外的公司停牌原因则是重整、重大事项等。其中,停牌时间最久的是建发股份。

根据建发股份的公告显示,公司自2015年6月30日起连续停牌,公司本次重大资产重组涉及分立上市,该事项属于重大无先例事项,公司已向有关部门进行了反复咨询,正在审慎论证中;同时,公司已与工商、税务等部门就本次部分股权转让事宜,保护广大股东利益,公司将继续积极与有关部门开展政策咨询工作。鉴于目前相关事项论证尚在进行中,具体复牌时间尚不能确定。”

上海证券交易所发布的《上市公司筹划重大事项停牌业务指引》规定,“上市公司因筹划重大资产重组申请停牌的,除符合本章第十三条规定可申请延期复牌的情形之外,应当在3个月内公布预案并申请复牌。公司无法确定筹划事项是否构成重大资产重组,且预计筹划信息难以保密的,可以向本所申请停牌,同时承诺在停牌后10个交易日确定是否构成重大资产重组,并在停牌期间及时披露相关论证进展情况。”第十三条规定可申请延期复牌的事项包括:“预案披露前需国有资产管理部门或国防科技管理部门事前审批,且取得其书面证明文件(相关部门对预案事前审批要求已有明文规定的,无需提供证明文件);国有资产管理部门以公开征集受让方的形式转让下属上市公司部分股权或控制权(并要求受让方在取得股权或控制权之后即通过重大资产重组向上市公司注入其所拥有的资产或业务,且取得国有资产管理部门书面证明文件;涉及海外收购,且对价支付方式为发行股份购买资产;属于重大无先例事项;本所认定的其他情形。”

### 上市公司募资投向变更系列报道之五

# 徐工机械 8亿元募投资金“改道” 原计划项目夭折于产能过剩

本报记者 矫月

继2008年徐工机械扣除非经常性损益后的净利润报亏之后,2015年,公司扣除非经常性损益后的净利润再次报亏,亏损扩大至8.51亿元。与此同时,在市场产能过剩,竞争激烈的2015年,徐工机械还同时叫停了部分募投资金项目。

《证券日报》记者发现,徐工机械2013年可转换债券募投资金项目的募投资金净额为24.3亿元,而公司最后将8.13亿元募投资金永久补充流动资金。可以说,公司将近三分之一的募投资金改道补充公司现金流。不过,公司因募投资金的终止而多了8.13亿元用来永久性补充现金流,也算是在2015年主营业务亏损的时候给公司带来一笔巨额进项了。

### 市场低迷至项目终止

徐工机械公告称,鉴于目前工程机械行业需求不足、产能过剩的整体形势,2015年4月30日,公司董事会审议通过《关于终止2013年可转换公司债券募投资金投资项目暨将募投资金永久补充流动资金的议案》,终止2013年可转债募投资金项目,并将剩余的8.13亿元募投资金永久补充流动资金。其中,混凝土搅拌机机械升级建设项目募投资金投入的比例最少,仅有15%,剩余6.2亿元募投资金未使用。

回顾徐工机械2013年10月22日发布的公告可知,公司公开发行可转换公司债券的募投资金项目共有4个,混凝土搅拌机机械升级建设项目、履带底盘建设项目、发展全地面起重机械建设项目和研发能力提升项目。

在上述4个项目中,混凝土搅拌机机械升级建设项目募投资金投入的比例最少。公司称“拟建设公司混凝土搅拌机机械成套化设备核心生产基地。项目建设周期4年,总投资13亿元”。而在2015年终止该募投资金项目的时候,该混凝土搅拌机机械升级建设项目尚有6.2亿元的募投资金未使用。

《证券日报》记者通过调查徐工机械2013年10月份发布的《公开发行可转换公司债券募集说明书》时发现,公司推出混凝土搅拌机机械升级建设项目的同时早有预料到市场竞争的激烈和市场低迷的风险。可即使在有所预料之后,徐工机械依然认为应该继续投资该项目。这又是为什么呢?

而在谈及项目的行业前景和市场需求时,徐工机械表示,未来期间,一方面,国家将继续推进城镇化进程,能源、交通、水利工程仍然是国民经济建设的重点,从而为混凝土机械等工程机械行业提供一个长期增长的需求空间;另一方面,商品混凝土近年来在我国大中城市有了较大的发展,但与发达国家相比还有较大差距,给国内混凝土机械制造厂家提供了发展机遇。

### 无视市场低迷迎难而上

值得注意的是,徐工机械在2013年10月份发布的公告中“早有提及宏观经济波动的风险对公司募投资金项目产生的危机”。

徐工机械表示,2013年上半年,在国内外经济复苏推动力不足的情势下,

### 记者手记

# 警惕“募投资金永久改道补充流动资金”

谈到剩余的8.13亿元的募投资金使用问题上,不得不考虑徐工机械能否将这笔巨款直接改道永久性补充流动资金呢?

回顾募投资金的使用可见,此前的上市公司大多要有新的项目才能申请募投资金,但是,随着上市公司将越来越多闲置的募投资金用来理财或是暂时性补充现金流的同时,公司的胃口变大了起来,将闲置或暂时性的名号变更或终止,改而用来永久性补充流动资金或是用来理财。

而相比于用闲置募投资金理财来说,变更为永久性补充现金流更加方便。按照专家的解则是,募投资金变更为永久性补充现金流后,上市公司想干什么就能干什么,不受约束。根据《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》显示,上市公司募投资金原则上应当用于主营业务。除金融类企业外,募投资金投资项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。

工程机械行业的市场需求依然较为低迷,行业整体盈利水平低于预期。

据当时公司给出的数据显示,2013年1月份-6月份,公司营业收入较去年同期下降23.70%,扣非后归属于母公司股东的净利润同比下降50.74%。

针对上述数据,徐工机械同时提醒道:“若未来宏观经济持续低迷,则可能会对公司的产品需求和盈利能力造成重大不利影响,甚至可能出现本次可转债发行当年营业利润比上年下滑50%以上的风险。”

从上述可见,公司在推出这次募投资金项目的时候就已经处于市场低迷的时期,同时,公司管理层也预感到宏观经济低迷对公司会带来影响,可公司却依然推出募投资金项目,而最终的结果显示,公司有近三分之一的募投资金没办法履约。

回顾徐工机械2011年至2015年的业绩可见,公司的净利润处于逐年下滑的趋势,分别为33.79亿元、24.66亿元、15.09亿元、4.13亿元和0.51亿元。

据《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》显示:“上市公司董事会应当对募投资金投资项目项目的可行性进行充分论证,确信投资项目具有较好的市场前景和盈利能力,有效防范投资风险,提高募投资金使用效益。”

那么,徐工机械的管理层不顾市场低迷,依然故我推出募投资金的行为是否违背了相关监管要求呢?

从徐工机械终止该项目的解释可见,公司将混凝土搅拌机机械升级建设项目产能的继续扩大预计将不能实现预期收益的原因归结于“2013年以来房地产行业受国家宏观调控影响,投资增速持续下滑,房地产行业需求不足导致混凝土搅拌机机械市场产能过剩”。

而此时,公司也指出“决定终止该项目的后续投资”的原因是为了“规避投资风险,提高投资收益”。

有市场人士评价,公司在市场低迷时期提出该募投资金项目并未充分确信投资项目具有较好的市场前景和盈利能力,与相关监管中提出的要求有所不符。“公司逆势推出募投资金的行为不排除有‘圈钱’嫌疑。”

除混凝土搅拌机机械升级建设项目因产能过剩而叫停外,公司的研发能力提升项目终止的原因也有些莫名其妙。根据投资计划,本项目计划总投资3.53亿元,建设周期1年6个月,项目建设内容包括扩建科研办公楼、附属配套楼、地下室等土建工程,购置智能控制、结构、液压、传动、材料、油品、整机环境、振动噪声、工程中心、土壤力学等试验中心试验设备。

截至2015年3月31日,研发能力提升项目已累计投资2.57亿元,其中:自有资金1.55亿元,募投资金1.02亿元。公司终止该项目的原因为:“决定部分项目如液力软管试验台项目选择用其他方案代替;部分扩建项目因需求不足暂停建设;整机环境实验室因建设费用高,需求不足,将通过社会资源予以解决。”

但让人疑惑的是,如果该项目中被终止的部分是因为费用高的问题而终止,那么,可以考虑项目剩余的8.13亿元募投资金改道使用到该项目中来。而对于公司提出的需求不足,公司则未详细解释。

而根据《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》记载,上市公司实际募投资金净额超过计划募投资金金额的部分(以下简称:超额募投资金)可用于永久补充流动资金和归还银行借款,每12个月内累计金额不得超过超额募投资金总额的30%。

监管要求显示,超额募投资金用于永久补充流动资金和归还银行借款的,应当经上市公司股东大会审议批准,并提供网络投票表决方式,独立董事、保荐机构应当发表明确同意意见并披露。上市公司应当承诺在补充流动资金后的12个月内不进行高风险投资以及为他人提供财务资助并披露。

由此可见,募投资金用于永久补充流动资金是有着相关的监管要求的。但从徐工机械将8.13亿元项目终止后剩余的募投资金永久补充流动资金的情况来看,与上述监管要求明显不同。

对此,有律师称,上市公司募投资金管理和使用的监管条例仍有漏洞,相关法律法规还不全面,需要加强。