

齐鲁股权每日金融

2017年3月8日

◆ 导航

【政策导向】

- ◆ 王挺革：建议建立区域性股权市场与主板新三板对接机制
- ◆ 创业板改革方案或最快年内出台 市场化将进一步提速
- ◆ 新三板市场操纵行为呈现六大趋势 证监会持续打击遏制蔓延
- ◆ “类金融”企业融资受限 山东再担挥别新三板

【业务参考】

- ◆ 政协委员薛光林：建议设立全国互联网金融重大风险信息发布平台
- ◆ 中国金融运行出现了哪些新情况？金融风险“防火墙”要如何筑牢？
- ◆ 借再融资限制东风 中国可转债市场料迎扩张

【场外交易市场】

- ◆ 精选层是今年新三板头等大事 长啥样引发业内大猜想
- ◆ 新兴行业依然是新三板中坚力量 创新层红利待发
- ◆ 新三板分层引导资源配置 正向效应突出
- ◆ 新三板行情要来 国务院首次将新三板与创业板并提
- ◆ “学者”唐宁：预见金融科技，遇见实体经济

◆ 【政策导向】

◆ 【王挺革：建议建立区域性股权市场与主板新三板对接机制】

（中国证券报）全国人大代表、物产中大(11.060, -0.11, -0.98%)董事长王挺革建议，建立区域性股权市场与主板 IPO、新三板市场对接机制，可在浙江省开展区域性股权市场改革试点，积累经验。

王挺革建议，一是建立区域性股权市场与主板 IPO、新三板市场对接机制。建议区域内拟 IPO 企业、拟新三板挂牌企业等，主动在区域性股权市场挂牌，同等

条件给予优先审核；证监会在接受企业 IPO 申请时，将企业在区域性股权市场挂牌期间的公司规范、信息披露等区域资本市场培育过程纳入审核范围，并将区域性股权市场出具的《培育鉴定函》纳入企业 IPO 申报材料中有关事项确认函的内容之一。二是将区域性股权市场纳入多层次资本市场的税收政策体系。对区域性股权市场挂牌企业、投资者及交易涉及税收的，参照新三板相关税收政策处理，形成统一的资本市场税收政策体系。三是明确在区域性股权市场办理股权登记业务的法律效力。建议工商部门与区域性股权市场建立有效的信息互通和工作协同机制。四是投资区域性股权市场挂牌企业的私募股权基金的合格投资者标准可参照《关于规范发展区域性股权市场的通知》标准执行。五是区域性股权市场挂牌的股份公司可以纳入非上市公众公司范畴，并给予相应的政策扶持。建议在区域性股权市场挂牌的股份公司企业，允许在一定期限内，股东人数规范到 200 人以内或直接转板到全国中小企业股份转让系统挂牌。鉴于浙江股权交易中心历年来在私募业务创新、合规管理能力等方面均名列全国区域性股权市场前列，综合浙江省中小微企业发展需要，建议在证监会等有关部委直接指导和浙江省政府推动下，可在浙江股权交易中心开展区域性股权市场改革试点。

◆【创业板改革方案或最快年内出台 市场化将进一步提速】

（时代周报）3 月 5 日，国务院总理李克强在第十二届全国人民代表大会第五次会议上作了政府工作报告。李克强表示，今年要深化多层次资本市场改革，完善主板市场基础性制度，积极发展创业板、新三板，规范发展区域性股权市场。

短短的一句话，犹如为资本市场的改革注入了强心剂，创业板改革再次成为业内关注的焦点。上海一位大型券商投行人士对时代周报记者表示：“每年的政府工作报告都是一个风向标，可以看到决策层的政策导向。可以预期今年的资本市场改革会进一步深化细化，创业板的市场化改革应该会进一步提速。”

此前国务院新闻发布会上，证监会主席刘士余多次提及“改革”一词，表示有信心解决所谓的 IPO “堰塞湖”问题。关于创业板改革，深交所很早就提出了要拓宽门槛、多套指标、淡化盈利等措施，而改革方案是否能在今年落地，值得市场期待。

改革提速

自 2009 年 10 月 30 日首批 28 家公司挂牌上市以来,创业板承载着落实创新驱动发展战略和培育战略性新兴产业的历史使命,市场规模稳步扩大。

目前,A 股上市公司共 3139 家,主板 1701 家,中小板 835 家,创业板 603 家,同时,有超过 200 家企业拟在创业板上市。根据证监会官网最新数据,截至 2017 年 3 月 2 日,中国证监会受理首发企业 679 家,其中,正常审核的拟创业板公司有 225 家。

值得一提的是,创业板上市公司业绩在 2016 年也实现了跨越式增长。根据深交所 3 月 1 日晚间公布数据显示,截至 2017 年 2 月 28 日,创业板 603 家上市公司均披露了年度业绩快报或年度报告,2016 年合计实现营业收入 8052.72 亿元,较上年同期增长 34.46%;实现净利润 932.16 亿元,较上年同期增长 38.15%;营业收入和净利润的增长速度皆达到了近 5 年以来的最高水平。

可以说,创业板从开板至今,已迅速发展成资本市场的重要组成部分;也一直伴随着改革的呼声。从 2016 年年底开始,“创业板改革”在深交所领导的多次公开发言中频频出现。

2016 年 11 月 16 日,深交所副总经理金立扬在深圳举行的第十八届高交会的“‘十三五’规划及供给侧改革”主题论坛上发言时表示:“深交所一直支持创新创业为使命,将深化创业板改革。”

虽然多层次资本市场的不断丰满,面对经济形势的不断变化和我国创新形势的日新月异,创业板也必将承载更多的历史责任。金立扬指出,创业板启动已经 7 年,包容力度不够高,对成长早期的企业支持不够,面临着深化改革的要求。深交所将在中国证监会的领导下,优化创业板上市发行条件,加大对早期和源头创新型企业的支持,积极推动新三板向创业板转板,促进多层次市场体系的有机联系。

金立扬曾表示,创业板推出后还有很多中国龙头互联网企业到境外资本市场上市,最著名的就是阿里巴巴和京东,这确实反映了国内资本市场在服务创新创业企业方面还有很大缺陷,特别是创业板作为支持自主创新的板块,这些企业不能覆盖,说明它的包容度是不够的。

2017年1月7日，在深圳举行的“华夏新供给经济学研究院2017年会”上，金立扬在发言中再次谈及创业板。他说，在深交所上市的1800多家企业中，高新技术企业占比达到70%，在创业板中则占比达90%。这些企业代表了中国经济充满希望和活力的一面，也体现出中国经济的新动能正在形成。

2017年1月13日，在深交所第三届理事会第48次会议上，深交所强调，2017年的工作重点之一是“研究制定创业板改革方案，更好地支持服务创新创业”。深交所党委日前召开专题会议，学习贯彻2017年全国证券期货监管工作会议精神。2017年，深交所将完善多层次市场体系建设，协调有序推进深化创业板改革，推动新三板向创业板转板试点，支持一批创新能力强、发展前景广、契合国家发展战略导向的优秀企业上市。

多位业内人士认为，深交所深化创业板改革，推动新三板向创业板转板试点，是落实证监会主席刘士余在全国证券期货监管工作会议上“稳中求进”讲话精神，“稳”是大局，是基础，要坚持改革方向不偏离；“进”是目的，是方向。而随着李克强总理在政府工作报告中提到深化资本市场改革，“可以预期今年的资本市场改革会进一步深化细化，创业板的市场化改革应该会进一步提速。”前述券商投行人士对时代周报记者说道，“最终的方案还在研究中，预计最快今年出台。”

突破创新

实际上，监管层关于创业板改革的推动由来已久。

此前，2013年11月22日，证监会新闻发言人邓舸表示，证监会正在对创业板改革相关问题进行研究，总体思路是，创业板定位为服务于创新型、成长型中小企业的主要资本市场平台。将适当放宽财务准入指标，拓展市场服务的行业覆盖面，合理设计并尽快推出再融资制度，完善创业板并购重组制度，修订信息披露规则，严格执行退市制度。鉴于创业板相关改革方案涉及发行条件等事项，证监会将在履行相关法律程序后发布实施。

彼时，距创业板开板已有4年，随着发展对创业板改革的呼声越来越高。

上海一家中型股权私募投资经理对时代周报记者表示：“创业板的定位在于服务创新型、成长型中小企业，但当时的审核标准对于企业的持续盈利能力方面却比主板中小板更严格，比如要求净利润连续数年增长，这些是主板中小

板没有要求的，但创新成长型的企业本身就有风险高、业绩不稳定的问题，从这方面来看，没有持续盈利要求的中小板好像比创业板更适合创新成长型的公司。”

也正因为此，创业板 IPO 管理办法随后作出了重要调整。2014 年 5 月 16 日，证监会发布经修订及公开征求意见的创业板 IPO 办法，及创业板再融资办法。修订后的创业板首发管理办法取消了营业收入或净利润持续增长的硬性要求，允许收入在一定规模以上的企业只需要有一年盈利记录即可上市，更为符合创新型中小企业的特点。

不过，虽然修改后的创业板首发管理办法扩大了市场覆盖面，但在功能上却与主板中小板有同质化的问题。

东吴证券一位投行人士对时代周报记者指出：“创业板虽然与中小板、主板区分开来，但实际上它的功能和中小板主板没有多少实质性的区别。与中小板相比，创业板降低了盈利门槛，但两者的核心审核标准是差不多的并没有拉开明显的差距，可以说即使没有创业板，中小板也能实现创业板的功能，两者是有很高的同质化的。”

而创业板的进一步改革也成为创业板发展的重要议题。深交所的领导此后多次在公开场合表达创业板进一步改革的目标。2014 年 10 月 30 日，深交所理事长吴利军在创业板五周年论坛上表示，为加快创业板改革发展，深交所将重点从丰富创业板内部市场层次、探索建立创业板转板机制、增强开放度和进一步发挥交易所的职能四方面主动谋划、积极推进。“创业板需要在制度设计上进一步突破，不断增强板块的包容性和覆盖面，更好适应实体经济新技术、新业态、新模式的创新步伐。”

前述私募投资经理指出：“单独就创业板开板本身，对资本市场并没有构成结构性的影响，改革的呼声也一直很高，不过步子迈得不大，深交所一直在积极推动创业板改革发展，但改革不是一朝一夕的。”同时，创业板在多年发展过程中，估值偏高一直饱受争议。历史数据显示，2015 年 6 月初，创业板整体市盈率最高达 140 倍，此后经过多轮深度调整，至今仍有 60 多倍。“创业板牛市从 2013 年开始到 2016 年秋季正式步入颓势，过程中估值虽然有所回

落，但目前还是有点贵，创业板改革可以增加供给，让投资者有更多选择的标的，更利于好公司脱颖而出。”

值得一提的是，IPO提速早已开始。公开信息显示，2017年1月份至今，IPO排队时长较去年12月大为缩短。以公司首次预披露到获得IPO批文的时长为参考，去年12月共有51家公司获得证监会IPO批文，公司平均排队时长为771天。

今年，1月共有34家公司拿到证监会IPO批文，平均每家公司排队时长为681天。2月份至今共有24家企业拿到IPO批文，平均每家公司排队时长为653天。最近半年排队的IPO公司中，排除“扶贫上市”的案例，速度最快的是立昂科技，只用了420天就拿到了批文。

◆【新三板市场操纵行为呈现六大趋势 证监会持续打击遏制蔓延】

（上海证券报）在依法、从严、全面监管的监管要求下，证监会对市场操纵等违法行为持续保持高压态势。而随着违法主体日趋多样化，今年以来，证监会也加大了对新三板市场操纵行为的查处力度。

证监会相关部门负责人告诉记者，我国多层次市场建设正在不断推进，作为新兴的交易场所，近年来新三板市场发展迅猛，挂牌公司数量快速突破上万家，参与投融资的合格投资者逐步壮大，在促进中小企业融资和助力实体经济发展方面发挥了重要作用。但与此同时，新三板市场也出现了一些违法违规行为，其中，操纵挂牌公司股票则是近一两年来新出现的苗头性问题。在2015年证监法网对一批新三板市场操纵案件集中查处之后，证监会再次集中查处了数起此类案件。

据介绍，相较于主板、中小板及创业板市场而言，新三板市场在交易机制、定价机制、参与方等方面均有其特殊性，因而在操纵市场这一违法违规行为中也相应呈现自身的特点和趋势。

具体来说，一是操纵行为参与主体多样。一般的操纵市场参与主体较少，主要集中在投资者，新三板市场操纵参与主体除了投资者外，还有挂牌公司、挂牌公司的控股股东及高管、做市商、做市业务人员等多种主体，覆盖市场各类参与方。

二是多方合谋共同实施操纵。受挂牌公司质量、投资者层次、做市交易机制等多重因素的影响，新三板市场操纵行为由以往的单方全程实施，演变为多方合谋、串通共同实施，各方借助“联盟”实现操纵优势互补，利益均沾，各取所需。

三是操纵市场动机新颖。新三板市场操纵的动机不再仅仅局限于赚取操纵价差获利，而是有更“远大”的企图，挂牌公司为了实现定向增发融资、为了进入或维持在创新层，抑或是做市业务部门或个人为了完成公司业绩考核要求，甚至是相关方面为了满足对赌协议条款。

四是操纵行为“本小利大”。由于新三板市场挂牌公司多为中小企业，股本小，流通股则更少，行为人可以动用少量的资金、账户即可快速完成操纵，可谓“投入少、见效快、效果好”，使得不法者为了实现企图甘冒违法违规的风险。

五是操纵手法更趋隐蔽。由于新三板做市交易和协议交易的特殊交易机制，操纵行为的交易遁形于做市交易或双方自行商定的协议交易中，常难以被发现和区分，大大增加了调查和打击的难度。

六是操纵手法花样繁多。新三板市场操纵不仅可以用传统的优势和手段，还“推陈出新”诞生出新的优势和手法，除了以往的利用资金优势、持股优势、信息优势进行连续交易或约定交易、洗售交易之外，行为人还开始通过挂牌公司发布利好消息，通过“做市商地位优势”、向投资者推介等方式进行信息操纵或其他新型操纵。

前述相关负责人表示，这些新三板市场操纵行为的特点和趋势，将受到监管部门的密切关注。而对于新三板市场出现的操纵行为，证监会也将及时果断出手，严厉打击扰乱市场的不法分子，防止不法行为在新三板市场快速扩散，以有效遏制操纵行为在新的市场领域蔓延。

该负责人进一步表示，下一步，证监会将持续完善新三板市场相关规则和机制，多方面加强对新三板市场的综合监管，贯彻落实“依法监管、全面监管、从严监管”的理念，切实维护资本市场“公开、公平、公正”秩序，不断促进市场健康稳定发展。

◆【“类金融”企业融资受限 山东再担挥别新三板】

(经济导报)7日,有4家企业挂牌新三板。至此,新三板市场挂牌企业达10805家,其中协议转让企业9175家,做市转让企业1630家。此外,申报及待挂牌的企业共1043家。

尽管新三板体量仍在不断膨胀,但流动性依然难尽如人意,尤其是对“类金融”企业而言,其融资的解禁迟迟没有时间表。在此背景之下,全国再担保领域首家新三板挂牌企业山东再担(831899),也无奈“忍痛”挥别新三板。6日,山东再担披露称,公司拟申请股票在全国股转系统终止挂牌,“预计终止挂牌时间为4月中旬。”

“山东再担启动终止挂牌工作,是企业基于长期发展战略和类金融企业市场融资现状做出的明智选择。”山东财经大学当代金融研究所所长陈华如此表示。而一家中小型券商的场外市场部项目经理郝庆也对经济导报记者称,“随着监管趋严以及融资困难,‘类金融’企业在新三板普遍遭遇了成长的烦恼。”

增资方案无法实施

据悉,山东再担《关于申请公司股票在新三板终止挂牌的议案》已由公司董事会审议通过,将提请股东大会审议。这意味着,山东再担正式启动新三板终止挂牌工作。该公司预计,最晚于本议案经股东大会审议通过后30日前向全国股转系统提交终止挂牌申请。

这并非个案,全国已有多家“类金融”企业先后启动终止挂牌工作,其主要原因是受市场政策影响,融资渠道受阻。此前,地处临沂的新三板挂牌企业亿盛担保(832413),为了顺利实施定向增发,也不惜选择摘牌离场。

对于山东再担而言,其在新三板的处境也“有苦难言”。据知情人士透露,山东再担近年来实现了快速发展,为了进一步深化和完善山东省再担保体系建设,2015年省政府出台文件提出“做大做强省再担保集团,通过省财政和国有企业注资、兼并重组以及利用资本市场再融资等方式,3年内将省再担保集团资本金增加到30亿元”。同年,山东省财政厅下拨给山东省经济开发投资公司(现更名为“山东省财金投资集团”)1亿元财政资金,专项用于对山东再担增资。

山东再担于2016年启动了股票发行工作,进入询价阶段后,证监会以窗口指导方式停止了已挂牌“类金融”企业的股票发行工作。受政策影响,上述下拨的财政

资金无法投入山东再担,山东再担其他增资方案也因新三板的限制无法实施。基于以上原因,山东再担不得已启动了新三板终止挂牌工作。

天元小贷是否离场待观察

在陈华看来,山东再担作为省属国有担保公司,承担了支持中小微企业发展的政策性职能,新三板当前限制类金融企业融资,不但导致山东再担无法在资本市场融资,更导致政府财政资金无法进入公司,这与企业挂牌的初衷不符。

据悉,启动终止挂牌工作也标志着山东再担重启多元化融资渠道——终止挂牌后,省财政资金、省级融资性担保机构股权投资基金及其他国有资本和社会资本有望注入山东再担,利于后者提升服务中小微企业的能力。

陈华和郝庆等业界人士均认为,如果新三板“类金融”企业融资解禁迟迟没有时间表,将有更多“类金融”企业在新三板终止挂牌。

经济导报记者盘点发现,在山东,目前在新三板挂牌的“类金融”企业主要有山东再担、亿盛担保和天元小贷(831668)等。从业绩看,截至去年三季度,山东再担实现营收1.77亿元、净利润8952万元,同比分别下滑7.21%和3.17%;天元小贷实现营收2693万元、净利1593万元,同比分别大降27.86%和26.89%;亿盛担保实现营收3039万元、净利911万元,虽然其营收同比增长18.98%,但净利却大幅下滑37.59%。

如今,山东再担和亿盛担保即将作别新三板,天元小贷是否将步其后尘,现在还不得而知。

“去年年初,‘类金融’企业挂牌新三板被叫停。之后,股转系统又严格限制了此类企业的股票发行、并购重组等业务,同时对‘类金融’企业的交易方式进行限制,已挂牌‘类金融’公司的融资难度加大。如此,导致了部分‘类金融’企业从新三板出走。”郝庆说。

目前来看,“类金融”企业在新三板融资解禁的迹象,仍未显现。

◆ 【业务参考】

◆ 【政协委员薛光林：建议设立全国互联网金融重大风险信息发布平台】

（证券时报网）为推动传统实体经济的转型升级和更好的发展，中国近年来一直大力推动实体经济与互联网的深度融合，发展“互联网+”的创新模式，拓展经济发展新空间、新动能。而在本届政府工作报告中，“互联网+”再次成为关键词，指出要“推动‘互联网+’深入发展、促进数字经济加快成长”。

然而，过去这股浪潮中，不少企业打着“互联网+”的旗号发展而脱离了实体经济，制造了不少泡沫。对此，全国政协委员、光汇石油(控股)有限公司董事局主席薛光林在本届两会上建议，“互联网+”要回归实体经济的源点，鼓励发展以实体经济为主导，并服务实体经济的“互联网+”。他特别指出，以互联网金融为例，应该设定其资金准入门槛，建立全国性的互联网金融重大风险信息发布平台。

薛光林认为，互联网泡沫对市场、用户、投资者而言都是非常有害的。一定要依托实体经济发展“互联网+”，把互联网变成促进经济发展的利器，而不是泡沫和风险的制造机器。因此，他提出了四点建议：

第一，对于传统行业的实体企业发展“互联网+”，国家要从各方面给予大力支持。建议国家对实体经济实行“互联网+”并且符合一定条件的企业给予创新业务的经营许可牌照，同时给予减税、补贴、融资等方面的支持，鼓励实体企业产融结合，这样才能把实体经济的重资产盘活，实现自我造血和持续发展。

第二，建议设立“互联网+”市场参与主体的准入条件，具有一定规模的实体企业或者具备足够资本金来保障消费者权益的企业。比如，开展互联网金融业务的企业应该背靠经营实体，或者拥有一定规模的资本金，且要有具备相关专业能力的运营团队，要有足够的资本金来抵御风险，其开展的业务规模也要与其资本金相适配，只有这样，互联网金融才能稳定持久地发展。

第三，“互联网+”经营的产品和业态要依托实体经济生产、流通、消费过程中的真实场景和需求，不能脱实向虚，炒概念、赚融资、伪创新，这样不仅没给用户带来实实在在的价值，还损害了实体经济。

第四，完善市场准入和退出机制，明确规范“互联网+”准入和退出的相关法律法规和标准，从源头上杜绝不合格企业进入。明确企业、政府的风控职责，一旦出现问题，要能及时将不合格企业清理，而且承担相应法律和经济责任，而不能一出现问题，就找政府托底和买单。

特别指出的是，对乱象丛生的互联网金融领域，要制定信息披露规范，建立全国性的互联网金融重大风险信息发布平台，对可能引发重大社会不良影响的风险信息及时发布，避免消费者因信息不对称而遭受财产损失。

◆【中国金融运行出现了哪些新情况？金融风险“防火墙”要如何筑牢？】

（中国新闻网）中国国务院总理李克强在十二届全国人大五次会议作政府工作报告时提出，稳妥推进金融监管体制改革，有序化解处置突出风险点，整顿规范金融秩序，筑牢金融风险“防火墙”。

中国金融运行出现了哪些新情况？金融风险“防火墙”要如何筑牢？金融监管体制应该如何改革？两会期间，中新社记者采访了多位“老金融”，对上述问题进行解析。

杨凯生：加快建立协商统筹监管的有效机制

2016年，中央经济工作会议提出，要把防控金融风险放到更加重要位置。此次政府工作报告再提筑牢金融风险“防火墙”，全国政协委员杨凯生认为，这说明中国的经济金融的运行，与前些年相比确实出现了一些新情况，面临了一些新问题。监管部门应加快建立协商统筹监管的有效机制。

杨凯生在金融机构工作近30年，担任过中国工商银行行长，被中国银监会聘为特邀顾问。

在他看来，当前金融风险，除传统的银行贷款风险外，随着中国金融市场发育、金融改革深入，跨市场、跨行业、跨监管的金融产品越来越多，多元化的金融机构、投资者参与金融交易活动和投资活动的方式越来越多，一些新的问题、风险就会不断地出现。

“在新的一年里，把防控金融风险放在更加重要的位置，我认为是有针对性的，是审时度势提出来的重要方针。”杨凯生说。

他进一步表示，从目前中国的金融形势和风险判断，风险总体可控。“2016年四季度，银行业的不良贷款率，几年以来首次出现了下降的态势，这说明整个形势是趋稳的。而且中国银行业的拨备水平与国际同行业相比，也还是比较高的，

资本充足率也完全达到巴塞尔协议要求的。所以中国银行业防御风险的能力还是强的。”

李若谷：重点关注金融企业内控机制

如何判断中国目前的金融形势和风险？全国政协委员、中国进出口银行原董事长李若谷认为，风险的出现是一种客观规律，随着业务的拓展，“防火墙”是不同领域总要建立的必要措施。

“我们应该在银行、证券、保险等金融机构建立内部的控制机制”。在李若谷看来，监管机构与金融机构就是医生和病人的关系。

他解释说，监管机构基本像一个医生，他给你检查身体，发现哪里有问题。但是如果病人不按医生的要求去办，那他还是治不好病。所以金融机构自身的内部风险控制能力以及相关机制的执行是很重要的。

李若谷指出，现在监管的重点是注意金融企业内部控制机制是否完善。如果有，它是否能够严格运行，不断发现、修正问题，这个更重要。

梅兴保：金融监管改革可分五步走

全国政协委员、原中国银行外部监事梅兴保表示，现在有些金融监管部门间存在职能交叉，有些金融领域的监管存在空档，有些新发展起来的金融机构需要监管；解决这些问题，都需要整合现有的监管体制，来进行管理。

他认为，推行金融监管改革，可以分五步走：

首先，金融监管机构的职能要根据新的形势、新的变化来重新调整；第二，监管空档的地方要进行覆盖；第三，要对国内国外业务进行统一监管；第四，要保护金融消费者；第五，要明确由哪个部门来牵头协调金融风险救助，明确资金谁来出。

◆【借再融资限制东风 中国可转债市场料迎来扩张】

（新浪财经） 据彭博报道，中国证监会的限制再融资新规虽然大幅压制了上市公司定向增发的需求，却可能点燃可转债市场的发行热情。

证监会上月修改了《上市公司非公开发行股票实施细则》等规定，对上市公司在股市再融资实施了更加严格的管理，但上市公司发行优先股、可转债等将不受新规限制。这被市场人士认为是可转债即将迈上快速发展道路的催化剂。

据中金公司、中信证券、天风证券等机构的估算，2017 年可转债发行规模料在 500-1000 亿元间，较上年大幅增长。据彭博汇编数据，去年中国可转债发行总额达 296 亿元人民币，是 2010 年以来发行最多的一年。由于存在发行门槛高等制约因素，中国可转债市场存量规模目前约 570 亿元。

“目前可转债是定向增发的首选替代产品，会迎来比较大的一个发展机会，”中金公司董事总经理、投资银行债券业务负责人刘晴川接受彭博采访时称。“并不一定再融资的需求完全能够通过可转债发行得到释放。不过，即使是十分之一的份额，对可转债发行来说，也是成倍的增长。”

过去一年，中国股市再融资规模飙升。彭博汇编的已完成交易数据显示，在过去 12 个月里，中国的公司通过逾 500 宗再融资交易筹得 1,626 亿美元资金，达到了首次公开发行（IPO）的 6 倍。中国证监会最近加快了 IPO 的审批，在此背景下，监管层推出了对上市公司再融资限制。另一方面，去年四季度债灾之后，中国企业发债融资降温，前两个月信用债发行规模仅为去年同期的四成左右。

可转债兼具股债功能，对于发行人而言，明显低于其他债券的票息可以帮助降低财务成本，如果转成股票，可以帮助降低资产负债率。对投资人而言，如果股价走升后转股，则可能获得权益市场的潜在回报。

当问及上市公司再融资新规是否会推动可转债发行的增长时，中信证券固定收益研究主管明明指出，目前可转债发行属于实质性暂停阶段，多支持发个券上会后迟迟未获得批文，年内积压的可转债发行批文有望下发，转债发行实质性启动。

他在接受彭博书面采访时还表示，2017 年将会主要解决已经公告过的转债预案，预计今年新增转债市场供给在 500 亿元至 1000 亿元之间。

据彭博统计，去年以来公布、但尚未发行的可转债发行计划中，仅中信银行和光大银行就有 700 亿元规模。

发行门槛

然而，中国可转债市场扩张也受到发行门槛高、发行规模等因素制约。

根据中国发行可交换公司债券的有关规定，发行可转债的上市公司最近 3 个会计年度的加权平均净资产收益率平均不得低于 6%。此外，公司发行的公募债余

额不能超过净资产 40%，而且可转债是计入债券余额的，上市公司发行可转债后，通过债券渠道融资的能力就相应减弱。

明明指出，虽然可转债未被当做再融资审核，但是发行条件上处处受到债券性质约束，相当于面临着双重制约，目前 44%的上市公司不满足净资产收益率这条限制。

审批时间长也是限制可转债市场膨胀的因素。天风证券首席固定收益分析师孙彬彬就指出，公司发行转债整个流程走完需要半年以上，监管层有待加快转债审批。他认为，在再融资新规和监管鼓励下，预计今年可转债会有 800 亿到 1000 亿左右的发行规模。

◆ 【场外交易市场】

◆ 【精选层是今年新三板头等大事 长啥样引发业内大猜想】

（每日经济新闻）2017 年年初，两次重要会议为新三板的改革和发展确定了基调。

证监会主席刘士余在 2017 全国证券期货监管工作会议上明确提出，新三板要进一步优化分层制度和办法，既有苗圃功能，更要发挥土壤功能，让创新能力强、诚信好的企业能够良好发展。

2 月 26 日，证监会新闻发布会上，证监会副主席赵争平强调，今年新三板改革重点将是完善市场分层，将以分层为主线，推动其他方面的改革，在发行、交易和监管上都会进行区别对待。2 月 22 日至 3 月 1 日，新三板做市指数连续 6 个交易日上涨，有券商人士分析，这与近日来利好消息有关，“精选层”预期带动“精选层”概念股上扬。

在创新层上再设一层的猜想由来已久，这个暂定义为“精选层”的市场空间被各方给予了厚望。“如果把新三板企业比作一盘大棋，‘精选层’就处于这盘棋的棋眼位置。”中陆金粟（珠海）资产管理有限公司董事长余锐认为，当下的新三板面临着优质挂牌企业 IPO 步伐加快、市场流动性有限、投资者退出渠道不畅等困局，如果管理层通过分层管理，把发行、交易、投资者准入和监管等多方面的改革贯穿起来，那么，“精选层”的适时推出将成为新三板的一次逆袭之机。

“精选层”的入选标准是什么？交易制度会发生怎样的改变？“精选层”究竟将承担什么样的功能？投资者门槛会下降吗？后分层时代如何投资？就这些问题，《每日经济新闻》记者走访了市场相关人士。

越来越多的新三板企业奔赴 IPO，提前布局至关重要。关注公众号“NBD 财访”进入微信平台，获取最优质新三板公司董事长的深度访谈，在此前专访的企业中，金宏气体等公司的 IPO 申请已获证监会受理，确成硅化等 6 家公司已进行 IPO 辅导。

●猜想 1：层会怎么分

“分层分的是什么？其实分的是不同阶段的企业，不同等级的风险。”余锐认为，新三板自 2014 年扩容后，经过三年运行，加上创新层推出近一年的实践，目前基本上能从企业的经营状况、公司治理、业务稳定性等多方面甄别出比较优质的企业，为再分层打下了一定的基础。

值得一提的是，在分层管理模式上，新三板与纳斯达克有相似之处。创立于 1971 年的纳斯达克，在 1982 年分成了两层，到 2006 年又进一步分化为三层，也就是如今的纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场和纳斯达克资本市场。其中，纳斯达克全球精选市场上市标准之高，甚至超过了纽交所，但是众多高科技巨头企业齐聚于此，如苹果、谷歌、微软、亚马逊、特斯拉等。业内人士认为，新三板可能出现的“精选层”对标的也许就是纳斯达克全球精选市场。

安信证券研究中心新三板研究负责人诸海滨向《每日经济新闻》记者介绍，海内外二板市场的准入标准，都经历了从单一标准到多元化标准的演变过程，而且都比较重视净资产（股东权益）指标。从纳斯达克的分层经验来看，即使是在二板市场，更高层次的准入标准也会更加严苛。诸海滨认为，如果新三板在创新层的基础上再分层的话，或对净资产、净利润的要求更高，结合我国实际情况，再分层标准中或将对未盈利企业设置更高的门槛。

“‘精选层’里的企业更多的应具备成长性和可持续性盈利能力，而不是看它现在赚不赚钱。”券商人士投行老范对《每日经济新闻》记者表示，对一些高科技企业或者互联网企业来说，发展潜力体现在融资额度、收入增长性、研发投入等很多广义的财务指标上，如果仅盯着利润，很多有潜力的初创科技型企业肯定不符合入选标准。

投行老范建议以“财务标准+流动性标准”作为分层依据，将财务质量较好、流动性较好以及规模较大的企业挑选出来形成一个较高的层级。投行老范认为，在流动性标准上，可以充分参考纳斯达克全球市场初次上市指标中，股本数量、持股人数、做市商家数等指标；在财务标准上，把营业收入、所有者权益、总资产等作为重点，淡化净利润等指标，结合市值等指标，灵活设置组合。

在北京新鼎荣盛资本管理有限公司董事长张驰看来，新三板要做的是挖掘出未来十年中国最优秀的企业，而很多有潜力的企业目前仍然处于亏损或者利润很微薄状态，因此他预计，如果推出“精选层”，标准不会是类似 A 股的单一利润指标，而是利润指标、收入增长指标、市值指标三种指标同时存在，满足其一即可。

●猜想 2：交易制度怎么变

2 月 26 日，证监会召开新闻发布会，证监会副主席赵争平表示，新三板改革中要进一步提升融资、交易等核心功能，使新三板在量的积累基础上，实现一个大的质提升。对此，市场人士认为，分层之后最大的变化也许体现在交易制度的变革上。

上海银领资产管理有限公司新三板业务部总经理李高认为，如果在“精选层”采用竞价交易的方式，将显著带动市场流动性和企业估值的提升，加之其他配套政策，“精选层”有可能实现类 A 股的市场活跃度。

相较于目前新三板协议转让、做市转让两种主要转让方式，竞价交易制度遵循“价格优先，时间优先”的交易原则，可以进一步促进二级市场的流动性和活跃性。

投行老范介绍，1997 年之前，纳斯达克各层次均采用竞争性做市交易制度，做市商利用信息不对称的优势地位，可能会侵害其他投资者的权益，因此股票价格缺乏有效性。之后纳斯达克改为“竞价+竞争性做市”交易，以强制的外在约束规范做市商的报价，使得投资者既能与做市商做交易对手，也能直接从其他投资者手中买卖股票。这种混合型做市交易制度沿用至今，市场多年来的良好运行证明了它是一种有效的运作方式。

“新三板可以尝试在分层之后的高层次做市股票中，引入有条件竞价的制度。”在投行老范看来，有条件的竞价是指在时间上有限制，比如收盘前后某个

时段，或者设置一定的涨跌幅限制。“因为与 A 股相比，新三板无论在体量、参与人数、企业成熟度上都不一样，加上人少盘子小，如果连续竞价交易，盘子很容易被拉得忽高忽低，所以更适合采用有条件的竞价交易，避免股票大幅波动。”

除了竞价交易制度外，市场也在期待大宗交易制度的适时推出。联讯证券研报显示，2017 年新三板市场将面临巨量限售股到期和大量基金理财产品到期的双重压力。Choice 数据显示：2017 年全年解禁股数量将为 1375 亿股，超过 2016 年全年解禁股数量 1159 亿股。此外，2015 年有 3533 只新三板相关基金理财产品成立，2016 年有 3722 只新三板相关基金理财产品成立，2017 年将至少有 198 只新三板投资基金到期，而更多的未公布到期时间的基金理财产品也存在今年到期的可能。

对于投资者数量难以见长、流动性并不活跃的新三板来说，承接这些股份存在一定压力。对此，联讯证券新三板研究院负责人向记者表示，由于缺少大宗交易渠道，对做市企业而言，股东进行规模较大的减持或增持交易行为，在政策规定允许的范围内可操作性不高，市场对大宗交易的需求有一定的内在合理性。该负责人认为，市场对大宗交易的呼声已久。2 月 26 日，在证监会新闻发布会上，证监会主席刘士余也作出“在资本市场参与者达成共识的一些关键性制度上，必须迈出关键步伐”的表态，但管理层究竟何时会推出大宗交易，是整体推行还是先在创新层或者做市企业进行试点，仍需观察。

●猜想 3：转板预备还是独立发展

新三板如果再分层，优质企业的价值将更为凸显。然而不能忽略的是，随着 IPO 进程加快，以及上市公司频频在新三板寻找并购标的，一些优质的新三板企业正在转移资本运作阵地。据 Choice 数据显示，截至 3 月 3 日，新三板上共有 14 家企业成功“转板”，除了三星新材是登陆主板市场外，其余企业皆去往了创业板或者中小板。与此同时，还有 383 家企业处于上市辅导期，87 家企业进行了 IPO 首发申报，其中有 32 家拟进军主板市场，55 家瞄准了中小创市场。另外，2016 年共有 17 家新三板挂牌企业被上市公司 100%全资收购。

新三板企业 IPO 热度不减，证监会主席刘士余在 2 月 10 日举行的全国证券期货工作监管会议上表示，让一批创新能力强、诚实守信、市场前景好的企业，能够转板的就转板，不愿意转板的就在新三板里面绽放。

那么，“精选层”的功能定位究竟是什么？是“转板”的绿色通道，还是侧重于独立发展的交易市场？

“在我看来肯定不会成为一个转板的跳板”，投行老范认为，新三板的目标是成为多层次资本市场的一个组成部分，地位与上交所、深交所平等，“制度设计合理的‘精选层’会是一张王牌，如果流动性和融资能力大幅提升，其将成为新三板上一个匹敌创业板的阵地，留住优质企业。”

李高也有着类似的观点。在李高看来，目前 IPO 进程加快是面向未上市的好企业开闸，而“精选层”将以另一种方式开闸，只不过对象变成了新三板上的优质企业。如果推出“精选层”，在交易、投资门槛上做进一步变革，使得“精选层”成为一个近似于中小板和创业板的交易市场，将可能扭转部分企业转板的想法。

李高分析，“转板”时间长，过程复杂，期间还无法融资，“企业去 IPO 无非是想获得流动性和估值，如果这些在‘精选层’也能实现，新三板的‘苗圃’功能将更为突出，那么很多新三板企业也许就不想折腾去转板了。”

“‘精选层’究竟会承担什么功能，取决于成立‘精选层’的目的。”联讯证券新三板研究院负责人对记者表示，如果“精选层”企业是作为上市企业的预备队，那么就需要推出相应的转板机制配合；如果其目的是为了将“精选层”企业留在新三板绽放，不如着重解决广大创新层企业迫切的需求。

因此，在该负责人看来，虽然再分层是新三板发展的必然趋势，但是，目前在创新层推出不到一年、差异化配套制度尚未出台的情况下，虽然管理层提出今年改革的重点是市场分层，但并没有明确提到就是“精选层”，或许管理层会先从完善创新层本身切入改革，普惠更多质地优秀企业，解决基础性问题之后再着手推出“精选层”，否则会将创新层置于一种比较尴尬的境地。

●猜想 4：投资者门槛如何降

全国股转公司于 2013 年发布的《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则（试行）》中，对参与挂牌公司股票公开转让的投资者做了明确规定：注册资本 500 万元以上法人机构或实缴出资总额 500 万元以上的合伙企业；证券类资产市值 500 万元以上的自然人投资者，而且还需要有两年以上的证券投资经验或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。

高达 500 万元的投资者门槛，使得新三板上的投资者以机构和大户为主，数量很少，截至 2015 年底才 20 万户出头，大多数投资以定增的形式沉淀下来，二级市场交易不活跃、融资难、僵尸股众多等问题困扰着新三板市场参与者。

在余锐看来，新三板分层正是下一步为市场引入资金、改善局部流动性做前瞻性铺垫，“现在很多市场参与者是私募，私募面对的都是高净值人群，要求条件通常是 300 万元以上的金融资产，年均 50 万元以上的收入，这部分人群毕竟是少数。如果分层后，把公募基金、券商资管计划、信托等投资人纳入到企业相对成熟、投资风险相对较低的‘精选层’，那么将会对接到一个巨大的资金端口。”

其实此前已有不少公募基金通过母公司或子公司平台设立专户产品投资新三板。但需要注意的是，公募基金专户产品投资新三板和市场热议的“公募入市”有一定差别。专户产品的认购门槛是 100 万元起步，而“公募入市”指的是普通公募基金，1000 元就能起投。

余锐表示，如果普通公募基金也能参与到新三板投资，相当于间接大幅降低了投资者门槛，会吸引到更多的资金进入市场。但同时他也指出，公募入市还面临着净值计算、退出等一些问题，“分层改革既是局部的又整体的，整体性主要体现在具体制度要与金融产品属性相配备。”

中科沃土基金董事长朱为绎表示，公募基金配备了国内顶尖投资和风控人才，比个人投资者具备更强的新三板投资能力和风控水平，在产品设计上也并不困难，通过分层实行不同的监管标准和交易方式，可以降低公募基金投资风险。

此外，朱为绎认为，如果投资者门槛降到 30 万元，比照 A 股的投资者流通市值的分布情况，大概能为新三板新增数百万投资者，股东人数的增加能有效提高新三板市场的流动性。但是他强调，为了防范风险外溢，降低投资者门槛不适用于所有新三板公司，应适用符合“创新能力强、诚实守信、市场前景好”的优质新三板公司，按照风险大小分层次降低投资者门槛。

●猜想 5：后分层时代如何投资

在采访过程中，业内人士均认为，再分层只是方式和手段，最终目的是提高市场流动性和活跃度，促进资本和企业间的良性互动，达到企业发展、投资获利的共赢局面。

对此，新眼光董事长汤德林深有体会。新眼光（430140，0C）于2012年挂牌新三板，是为数不多的同时符合三项标准的创新层企业之一，十余家做市商为其做市，股东人数逾900户，去年股票总成交额超8亿元。在汤德林看来，如果推出精选层，配合差异化管理制度，将为新三板企业带来发展动力。“基础层企业融资后会努力发展，就有机会进入到创新层获得更多融资和制度支持，再努力就可能进入精选层，得到更好的关注和流动性，在这种逐层递进发展的模式下，企业会更具有上进心，整个新三板也会更具生命力”。

对于投资者而言，进一步改革和梳理新三板制度体系，开启新三板企业上升通道，也将为投资者带来更为清晰的投资逻辑。

“新三板市场侧重于股权投资，股价合适的好企业是投资人的首选，但是在投资策略上会有一些差异。”李高认为，在“精选层”和创新层，如果交易方式更为灵活，那么就适合机构做短期产品。而基础层也有一些有潜力且预期很明确的公司，如果能逐步甚至是一跃到“精选层”，也可以进行相对长期的投资，“不好估计说投哪一层企业收益更高，就跟投VC一样，主要是看自己基金时间的性质。”

“其实分层管理是跟金融产品不同的风险属性进行逐步对接的，每个层次企业对应的投资人群体不一样的，并不是说‘精选层’以外的其他企业得不到融资。”余锐表示，公募基金面向公众募集，在这种情况下可以投“精选层”企业；社保基金可以选择成熟期的企业；天使基金、VC基金、扶持性质的产业基金更偏好投资早期企业。另外，一些投资者偏好在所处地域内选择寻找早期项目，虽然企业业务规模可能会小一点，但优势在于调研成本低、投后管理容易，“从成长性和行业先进性来看，新三板上有许多优质企业，都是很有投资价值的，股权投资者赌的是一个预期，可能更喜欢这种变化的过程。”

投行老范预测，越精选，企业越好，不排除会出现投资者蜂拥导致“精选层”企业股价被推高的情况，在这种情况下，投资者有可能又会回过头去选择基础层里那些价格低一点、技术含量高的企业，“所以也不一定会出现大家都奔着‘精选层’去的这种情况，还是会看整个市场，如果资本多的话，有一部分投资者会去选择一些有潜力的、处于价值洼地的基础层企业。”

汤德林表示，新三板上很多企业正在用脚投票，要么IPO，要么摘牌，已经初具规模的新三板现在亟需配套政策支持，“我们挂牌新三板后，无论是在知名度

提升还是融资上，都享受到了一些红利，所谓饮水思源，如果新三板未来能变得更好，我们其实愿意留在新三板上，跟新三板一起发展一起绽放。”

◆【新兴行业依然是新三板中坚力量 创新层红利待发】

（投资快报）近期监管层提出的“苗圃论”，重新定义了新三板在多层次资本市场的定位。而近段时间，新三板挂牌公司谋求 IPO 的案例呈增多趋势。安信证券研究中心新三板研究负责人诸海滨在接受广东广播电视台财经节目中心专访时表示，因为两市场在估值、流动性等方面存在差异，挂牌企业权衡自身发展后决定是否转板。不过，从进行 IPO 辅导的挂牌企业来看，大部分以传统行业为主。而所处行业较好的新兴行业但处于成长初期，利润规模在 1000 万~2000 万左右的挂牌企业，依然是新三板创新层的中坚力量，也没有太强的转板意愿。

估值、造富能力逊于主板 挂牌企业转板现小高峰

从整个新三板市场来看，近段时间，新三板挂牌公司谋求 IPO 的案例呈增多趋势。统计显示，截至 2016 年末，共有 203 家新三板企业获得贫困县绿色通道资格。其中，进入创新层企业共计 28 家，转让方式采用做市商方式企业共计 26 家。294 家新三板公司位于民族地区，其中民族地区 17 家新三板公司已进入 IPO 辅导。

而 2016 年算是 A 股上市公司并购新三板企业的一个高峰年。公开数据显示，2014 年至 2016 年，上市公司对新三板企业的年度并购意向从 55 宗增长到 137 宗，总意向达成的年度并购交易额从 96.6 亿增长到 575.26 亿。其中 2016 年最多，有 50 宗，且总并购交易额达到 221.2 亿元。而在去年，兴民钢圈（现更名“兴民智通(14.28 -1.11%, 买入)”，002355）一口气收购远特科技 100% 股权、凯立德(430618) 整体产权、奥腾电子（837166）56.34% 股权、立得空间信息技术股份有限公司部分股权，交易合计作价达 28.3 亿元（前三家均为新三板公司），更是震动了新三板市场。

安信证券研究中心新三板研究负责人诸海滨表示，挂牌企业留在新三板还是转板，是自身经过权衡、对比两个市场的待遇后得出的结果，因为两市场存在估值差，流动性也存在差异，因此无论是企业主还是股东都会考虑变现的能力、财富创造的能力、融资能力等，“目前来看，新三板市场在融资能力上还具备一定功能，但在估值、变现及财富创造等方面功能较主板差，造成企业在选择市场上有一定偏颇。”

此前，2月26日，证监会主席刘士余在国务院新闻办新闻发布会上表示，2016年的证监会监管的三个特点，稳、严、进。在谈到进的时候，刘士余以新三板分层，区域性股权市场的法律地位的明确作为例子。

在回顾过去一年的成绩时，谈及新三板，刘士余表示，新三板去年挂牌企业翻了一番，年底超过一万家。当年融资超过1390亿元。

新三板转板将成常态？ 安信诸海滨：未必

另外，由于挂牌企业拟IPO的路径不通畅，估计今年内、或者较长的一段时间内还会维持目前的现状。

根据统计，2015年新三板并购次数为107次，但2016年这一数字大幅提高到了237次。并购交易金额总量在2016年也有明显的提升，2016年并购交易金额为412亿元，这一方面2015年的数据仅为55亿元。

可以看出，新三板并购市场在2016年呈现加速之势。分析认为，挂牌企业在登陆新三板后技术进步或者产业升级是促进并购数量井喷的重要驱动力。公司在登陆新三板后通过定增或者股权质押方式融资后有财务基础进行行业或者产业的并购。但新三板企业体量并不大，因此被并购方可能是体量相匹配的企业或是体量更小的企业。因此也呈现并购次数上升，但并购单笔规模金额不高的现状。

今年以来市场流动性整体低迷，行情持续下行。在融资变难和监管加强的双重力量下，部分企业开始对挂牌持观望态度，已经挂牌的企业中，也有越来越多的企业试图通过转板、被并购甚至主动摘牌离开新三板。新三板企业转板是否会成为一个常态？

对此，诸海滨却表达了不同观点，目前新三板已经容纳了超过万家挂牌企业，从基数来看这个体量放在全球任何一个资本市场来看都不小，这里面有足够多样本可以筛选好公司，“至于出现部分挂牌企业的转板、转移，我们觉得问题不是特别大。”

另外，根据安信证券新三板研究团队的分析，目前，已经转板的企业大量还处于偏传统的行业，利润规模在3000万~4000万以上，因为现在IPO的审核标准对盈利还是有一定要求，“从这个角度来看，有部分挂牌企业所处行业较好的新兴行业但处于成长初期，利润规模在1000万~2000万左右的公司，依然是新三板创新层的中坚力量，也没有太强的转板意愿。”

此前，证监会主席刘士余在 2017 年全国证券期货监管工作会议上谈及新三板市场时表示，让一批创新能力强、诚实守信、市场前景好的企业，能够转板的就转板，不愿意转板的就在新三板里面绽放，这是未来中国资本市场又一道风景线。

创新层红利预期留住优质企业

目前来看，挂牌企业想要在 A 股上市，基本上需要先从新三板摘牌再重新排队走一遍 IPO，这个流程其实与排队企业并没有区别。

创新层推出一年时间以来，“试验田”里实行的均是监管机制，若日后有针对创新层配套的制度红利，相信不少公司依然愿意留在新三板。对企业来说，新三板可能会存在财富效应等方面的劣势，但新三板同时也有对企业有利自身发展、突破瓶颈的优势。

倘若日后转板直通车试点后，要保持新三板的先进性、持续吸引力，则需要投资者门槛方面作出适当的降低，而在这之前需要相应的交易制度匹配。

“去年设立创新层，然而至今没有围绕创新层的配套措施出台，今年内需要陆续释放政策，否则好企业都要跑光了。”上海一家中型券商新三板人士表示，在他看来，政策仍然是影响新三板市场定位、流动性的关键要素。

自 2016 年 12 月，证监会发布《证券期货投资者适当性管理办法》（以下简称《办法》）这一证券期货市场投资者管理顶层设计以来，由于金融资产认定范围放宽，激起市场各方对新三板市场投资者门槛松动可能性的窥测。

然而市场参与主体普遍预计，依据《办法》，短期内新三板仅存在变通降低投资者门槛的理论可能性，同时中长期存在适度下调窗口，但仍坚持以机构投资者为主的市场结构。

◆【新三板分层引导资源配置 正向效应突出】

（证券日报）今年的政府工作报告提出“深化多层次资本市场改革，完善主板市场基础性制度，积极发展创业板、新三板，规范发展区域性股权市场”。这是新三板首次出现在政府工作报告中，同时与创业板并列提出，市场参与各方普遍认为未来新三板市场预期向好。

《证券日报》记者了解到，新三板市场下一步改革的总体思路是，以改善市场流动性为核心，以市场分层为抓手，落实依法、从严、全面监管要求，进一步提升市场服务效能和整体运行质量。

目前分层已经为未来改革打下坚实基础，自 2016 年 6 月 27 日实施内部分层以来，新三板市场融资结构得到大幅改善，市场分层对资源配置的引导效应已经显现，同时在政策引导下，在一定程度上有效促进了资金流向实体经济，促进去杠杆降成本，新三板服务中小微企业的定位得到加强。

非金融企业融资增速快

新三板市场的建设和发展的目的之一就是解决中小微企业融资难的问题，从 2016 年数据可以看出，市场融资规模有所增长，尤其是结构得到改善，突出表现为非金融企业融资规模增长，融资额占比显著提高。

据全国股转系统发布的数据，2016 年共有 2603 家挂牌公司完成 2940 次发行，融资 1390.89 亿元，发行次数和融资金额分别同比增长 14.62%和 14.37%。剔除金融业公司后，即非金融挂牌企业共融资 1221.27 亿元，同比增长 47.94%，融资金额占比 87.80%，同比增长 19.92%。

从企业类型看，中小微企业融资比重提高，股票发行融资成为中小微企业降低杠杆、优化资产结构的重要途径。截至 2016 年年底，中小微企业家数占比约 95%，2016 年合计完成发行 2699 次，融资 1010.26 亿元，分别占全市场 91.80%和 72.63%，分别同比增加 0.22%和 9.14%；融资金额占总资产比例 20.07%，同比提高 6.23%，2016 年半年报资产负债率 47.44%，同比降低 3.16%。若从控股分类看，民营企业发行 2750 次，融资 1016.43 亿元，分别占比 93.54%和 73.08%，占比与上年基本持平。

分行业看，战略性新兴产业（爱基,净值,资讯）和先进制造业融资占比提高。统计数据显示，2016 年战略性新兴产业挂牌公司共发行 878 次，融资 383.23 亿元，分别同比增长 18.81%和 59.74%，融资金额占比 27.55%，同比提高 8.28%。包括计算机、通信、铁路、航空航天和医药等在内的《中国制造 2025》重点突破领域所属行业挂牌公司共发行 1008 次，融资 359.04 亿元，融资金额同比增长 26.48%，占比 25.81%，同比提高 2.45 个百分点。

另外，值得注意的是，西部地区企业融资占比提高，贫困地区融资规模实现增长。新三板积极发挥了服务国家扶贫攻坚、支持民族地区和贫困地区的作用。2016 年的全年数据显示，东、中、西部地区挂牌公司融资金额占比分别为 75.24%、10.06%和 14.70%，其中，西部地区占比同比提高 7.50%。

同时，民族地区挂牌公司家数占比 4%，共发行 114 次，融资 43.11 亿元，发行次数和融资金额分别占比 3.88%和 3.10%；贫困地区挂牌公司家数占比 1.95%，共发行 61 次，融资 29.20 亿元，发行次数和融资金额分别占比 2.07%和 2.10%，其中融资金额同比增长 22.48%。

分层对融资引导效应显现

除了上述融资结构得以优化之外，全国股转系统注重引导挂牌企业将募集资金投向实体经济。2016 年 8 月 8 日全国股转系统发布了《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》，对发行股票募集资金管理进一步明确了监管要求，列举募集资金使用负面清单，要求挂牌公司在股票发行中建立三方监管专户，引导募集资金投向实体经济。

2016 年，新三板挂牌公司现金获取能力增强，募集资金投向生产经营占比提高。根据 Choice 统计数据，新三板企业现金认购比例（募集现金/融资总额）达 91.26%。用于补充流动资金等经营性融资 2435 次，占比 82.82%，同比提高 22.43%；用于股权激励的发行 82 次，占比 2.79%；用于做市的发行 423 次，占比 14.39%。

全国股转系统披露的统计数据显示，2016 年创新层公司中共有 61%、580 家完成了 711 次股票发行，融资 528.01 亿元，分别占全市场融资的 24.18%和 37.96%，市场家数占比约 10%的创新层公司完成了市场约 40%的融资额。相比基础层而言，创新层公司规模较大、业绩较好、发展阶段相对成熟，因此具有单笔融资规模较大、估值略高、机构参与度较高的特点。

创新层公司平均每笔融资额 7426.30 万元，为基础层公司的 1.92 倍；平均发行价格 8.78 元，为基础层公司的 2.39 倍；平均发行市盈率约 26.25 倍，较基础层公司高 10.71%；根据 Choice 增发认购明细数据统计，机构认购金额占比约 75.31%，较基础层公司高 4.35 个百分点。

统计显示，业绩表现良好的公司具有相对较强的融资能力。从单次融资金额看，2016 年共有 237 次发行融资金额在 1 亿元以上，占比 8.06%，相关公司 2016 年上半年平均净利润 2961.22 万元，较市场平均水平高 579.41%，净利润增长率 34.82%，较市场平均水平高 29.44 个百分点。其中净利润 5000 万元以上有 47 家，净利润 1 亿元以上有 20 家。

市场人士认为，新三板融资结构的改善，体现了市场加强发行融资管理，引导资金流向实体经济，促进去杠杆降成本。

◆【新三板行情要来 国务院首次将新三板与创业板并提】

（券商中国）新三板圈两大消息在热炒：

一是新三板首现政府工作报告，且与创业板同提！

二是新三板的“精选层”提法，也让行业人士坐不住了。

3月5日，国务院总理李克强在十二届全国人大五次会议上作《2017年政府工作报告》，讲到“抓好金融体制改革”这一部分，总理首次谈到“新三板”：

深化多层次资本市场改革，完善主板市场基础性制度，积极发展创业板、新三板，规范发展区域性股权市场。拓宽保险资金支持实体经济渠道。

这是“新三板”一词首次被写入政府工作报告，意味着新三板地位有所提升。“国务院首次把新三板与创业板并列，之前都是多层次资本市场也就是和四板归在一列。”安信证券研究中心新三板研究负责人诸海滨分析。

与此同时，新三板“完善市场分层”颇受各方关注，创新层之上再分出“精选层”的信号持续撩动市场神经。若“精选层”对标纳斯达克全球精选市场，诸海滨认为，或对净资产、净利润的要求更高，结合我国实际情况，再分层标准中或将对未盈利企业设置更高的门槛。

靴子不落地，优质挂牌企业选择“两条腿”走路：一是等待配套政策红利，二是转至A股IPO排队。

还有一个不可忽视的数据。据券商中国记者统计，截至3月6日，至少有88家新三板公司赴A股IPO申请处于正常审核状态，其中创业板排队的挂牌企业最多，达43家。

政府工作报告首提

全国两会正在召开，新三板行情近期较为火热，做市指数连日上涨，昨日再迎来一大利好。

3月5日，国务院总理李克强在十二届全国人大五次会议上作《2017年政府工作报告》。在“抓好金融体制改革”这部分中，“新三板”一词首次出现，并与创业板并列。

总理“原话”是这样讲的：

抓好金融体制改革。促进金融机构突出主业、下沉重心，增强服务实体经济能力，防止脱实向虚。鼓励大中型商业银行设立普惠金融事业部，国有大型银行要率先做到，实行差别化考核评价办法和支持政策，有效缓解中小微企业融资难、融资贵问题。发挥好政策性开发性金融作用，强化农村信用社服务“三农”功能。深化多层次资本市场改革，完善主板市场基础性制度，积极发展创业板、新三板，规范发展区域性股权市场。

拓宽保险资金支持实体经济渠道。大力发展绿色金融。当前系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕。稳妥推进金融监管体制改革，有序化解处置突出风险点，整顿规范金融秩序，筑牢金融风险“防火墙”。我国经济基本面好，商业银行资本充足率、拨备覆盖率比较高，可动用的工具和手段多。对守住不发生系统性金融风险的底线，我们有信心和底气、有能力和办法。

据了解，针对新三板市场，此前政府工作报告中均使用“多层次资本市场”这一笼统的提法，从未使用过该词。

本届政府以来，政府工作报告中对于新三板的描述逐渐清晰。2014年“加快发展多层次资本市场”，2015年“加快多层次资本市场体系建设”，2016年“促进多层次资本市场健康发展，提高直接融资比重。”到了今年，则明确点名了“新三板”。

“新三板首次出现在政府工作报告中，表明其在多层次资本市场体系内的定位和内涵已经得到了积极认可。此外，将新三板和创业板放在一个并列的位置，说明新三板的地位也得到了提高。”东北证券(12.36 -0.32%, 买入)新三板研究中心总监付立春表示，“积极发展新三板”说明了新三板二次创业的方向，不是以监管规范为主，而是改革建设为主，这为新三板未来发展定下了很好的基调。

证监会两次最新布局

就在今年2月份，监管部门2次重要会议已释放新三板市场改革信号。

一是2017年全国证券期货监管工作会议。

2月10日，证监会主席刘士余在2017年全国证券期货监管工作会议上谈及多层次资本市场建设时指出，对于新三板挂牌企业还需优化分层的制度和办法，“新三板既要有苗圃功能，又要发挥土壤功能。让一批创新能力强、诚实守信、市场

前景好的企业，能够转板的就转板，不愿意转板的就在新三板里面绽放，这是未来中国资本市场又一道风景线。”

二是2月底证监会新闻发布会。

2月26日，证监会新闻发布会上，证监会副主席赵争平强调，今年新三板改革重点将是完善市场分层，将以分层为主线，推动其他方面的改革，在发行、交易和监管上都会进行区别对待。

“新三板改革是今年多层次资本市场建设的一项重要任务，既要有效监管、守住底线，更要因势利导、积极作为，进一步提升融资、交易等核心功能，使新三板在量的积累基础上，质也实现一个大的提升。改革的重点是完善市场分层，通过分层管理，把发行、交易、投资者准入和监管等多方面的改革贯穿起来，为众多的挂牌企业提供差异化的制度供给，把市场的积极效应进一步释放出来，重点支持那些创新能力强、诚实守信、运作规范、前景广阔的中小微企业加快发展。”

“精选层”撩动市场神经

针对监管部门明确的“完善市场分层”要求，市场出现了两种预测：

一是新三板再分层制度年内落实、创新层之上的“精选层”获得监管重点扶持；

二是基于现有分层制度进行配套制度供给，落实既有的创新层政策，并推出“投资者门槛降低、公募入市、竞价集中交易”等政策红利。

当然，有关“精选层”的消息更能撩动新三板市场神经。

事实上，新三板分层管理模式与纳斯达克有相似之处。

创立于1971年的纳斯达克，在1982年分成了两层，到2006年又进一步分化为三层，也就是如今的纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场和纳斯达克资本市场。其中，纳斯达克全球精选市场上市标准之高，甚至超过了纽交所，但是众多高科技巨头企业齐聚于此，如苹果、谷歌、微软、亚马逊、特斯拉等。业内人士认为，新三板可能出现的“精选层”对标的也许就是纳斯达克全球精选市场。

“海内外二板市场的准入标准，都经历了从单一标准到多元化标准的演变过程，而且都比较重视净资产（股东权益）指标。从纳斯达克的分层经验来看，即使是在二板市场，更高层次的准入标准也会更加严苛。”诸海滨认为，如果新三

板在创新层的基础上再分层的话，或对净资产、净利润的要求更高，结合我国实际情况，再分层标准中或将对未盈利企业设置更高的门槛。

付立春则预测，未来可能会以市场分层为抓手，完善整个的交易制度，包括引入精选层、推出竞价交易、公募基金入场、个人投资者适当性管理办法实施等，甚至未来是否进一步将分层配套的个人投资者门槛调整至与创业板、四板相一致都是可以考虑的。

新三板 IPO 大潮

分层改革仍在推进过程的同时，优质企业仍不断转至 A 股 IPO 排队，且首发申请材料接收及审核进程明显加快。

据券商中国记者统计，截至 3 月 6 日，至少有 88 家新三板公司赴 A 股 IPO 申请处于正常审核状态。其中，创业板排队 IPO 的新三板挂牌企业最多，达 43 家（含中止审查的“洁昊环保”）。上交所有 33 家，深交所中小板有 12 家。

◆【“学者”唐宁：预见金融科技，遇见实体经济】

（新浪浙江网）唐宁：人物简介：1973 年出生于天津，曾在华尔街的投资银行任职。2006 年创办中国第一家 P2P 公司宜信，旗下在线金融服务平台宜人贷于 2015 年在纽交所上市，成为中国金融科技上市第一股。

与唐宁的会面，和记者想象中的颇为不同。他刚从美国回来，有几分风尘仆仆的味道，拎着一个大号的蓝色公文包走进来，看上去不像一个在新锐领域打拼的成功创业者，倒更像一位来上课的金融学者。

作为国内金融科技的领航者，最早在国内发起点对点网络借贷的人，唐宁和他所带领的宜信面对的市场已经不是 11 年前的“小池塘”。宜信也成为中国普惠金融和财富管理的旗舰企业。谈起这个行业，唐宁却始终低调而谨慎：“虽然这个领域很诱人，很多大企业参与进来，但还算不上是红海（竞争激烈的市场）。”

在“大众创业、万众创新”浪潮的推动下，金融科技风头正劲。尤其在网贷和支付两个领域，中国无论是市场规模还是科技运用水平，都已经处于世界领先的位置，也涌现出一批优秀的金融科技企业，比如支付领域的腾讯、阿里巴巴，以及网贷领域中由唐宁带领的宜信。

唐宁对记者预测：“金融科技还有一些细分领域处于相对早期，像智能投顾、众筹、保险科技等，但也吸引了不少创新创业企业。未来的5年、10年，这些细分领域也会形成像今天网贷和支付这样的格局。”其中很多领域宜信早已涉足，并且有了深厚的根基。

在唐宁看来，一个行业的前景并不在于玩出了多少令人眼花缭乱的概念，而是能在经济发展大局中起怎样的作用。

在中国实体经济下行、传统金融覆盖力不足的当下，如果方兴未艾的金融科技更加高效、更加便捷、更加完善，将闲置的资金送到可信赖的人手上创造价值，就可以将百业和实体经济带动起来。而随着实体经济发展，价值会源源不断地产生，那么提供金融科技服务的机构才有实现自身价值的可能。

金融与实体经济密不可分，彼此促进、彼此依存。唐宁用两个字概括了这一关系——“共生”。“抓住金融可以说是抓住经济增长的一个‘牛鼻子’，而利用科技创新、模式创新能够让金融更美好，从而使实体经济越来越好。”唐宁说，“从某种程度上说，金融科技正在为实体经济提供新动能。”

以中小微企业为例，最典型的问题就是融资难。过去的解决方案往往伴随着抵押、考察、研究、审核等一系列繁杂过程，随着时间流逝也贻误了商机。但通过金融科技的手段，企业可以实时提交运营、管理数据，金融机构运用大数据技术进行分析、评估，从而大幅提高借款效率，使企业更好地把握商机。

除了融资，金融科技最有特点的、与传统金融很大不同的一个组成部分就是能力建设。“你给两桶油(中石油、中石化)提供金融服务时，还用教他们怎么做石油生意吗?不用。但对中小微企业，就需要提供各种服务、工具，当然这个过程中你也可以获得有价值的数据。”

“当我问中小企业家，你需要什么?他说缺钱。我又问，如果有人给你投钱，你还缺什么?他说还缺一堆东西：人才、战略、管理……”宜信旗下的“翼启云服”平台，就是源自唐宁做天使投资人时的经历而成立的。

如果把金融科技比喻成一座桥梁，一端是中小微企业，另一端则连接着投资者，让两端通畅起来，才能使投资者的资金更好地进入实体经济。有关部门也曾表示，2017年最重要的就是扭转经济领域“脱实向虚”的问题，让资金真正进入实体经济领域，抑制虚拟经济价格高涨、泡沫横行的状况。

“在这个过程中，还要保证个人投资者的权益，帮他们找到合适的项目，甚至量身定制投资组合。”唐宁说。

传统的专业理财服务大多针对高净值人群，有收费门槛。对于普通白领、中产家庭而言，面对眼花缭乱的理财产品往往无从下手。投短线风险太大，投长线专业知识又不够，而利用智能机器人投资顾问(简称智能投顾)，就可以实时了解理财者投资需求、收益目标、风险承受能力，为他们生成一个科学均衡的资产配置方案。

在中国不乏“黑天鹅”飞过，市场剧烈波动引发投资者恐慌的现象。而智能投顾的出现可以解读英国脱欧、特朗普当选等信息，并告诉用户如何调整投资组合，更好地稳定投资者信心。稳定了投资者信心，也就保证了实体经济的稳健发展。

在部分传统金融人士看来，虽然金融科技带来的好处显而易见，但在中国经济略显浮躁的大环境中，一些已经暴露出来的问题及潜在风险都不容小觑，金融科技行业本身有待完善、成熟，尤其是监管方面。唐宁坦承，发展与规范一直伴随着金融科技行业的成长，而企业仅靠自律是不够的，一定要有互律和他律。

在浮躁的市场环境中，不断有“玩家”制造出各种行业话题、风口，唐宁对此表现得十分淡定。从他创办宜信至今，这个行业已经有太多“眼见他起高楼，眼见他楼塌了”的例子。宜信一路走来，从没有忘记“出发”时候的理想，始终坚持为中国的中小微企业、兼职创业的工薪阶层，以及中国的农户等提供金融普惠服务。唐宁憧憬：“希望未来金融科技的参与者和宜信一道，让金融科技和实体经济紧密‘结合’‘共生’，完成金融科技肩负的使命。”

今年5月，宜信将迎来创办11周年。虽然积累了行业最大的金融人群数据库，但仍需面对市场上巨大的、未满足的需求。金融普惠的最终目的是让所有人共享成果，而金融科技是要为这个初衷服务的，也就是“科技让金融更美好，金融科技让实体经济更美好”。