

---

# 新三板分层“治标不治本”？

陈浩

新三板“基础层”和“创新层”的分层方案并没有获得各方“点赞”，反而饱受争议，“两头不讨好”的尴尬现状恰好反映了新三板缺乏流动性这一“痼疾”。

6月底，酝酿近一年时间的新三板分层正式落地，依据净利润、营业收入、市值等指标，新三板被划分为“基础层”和“创新层”，安徽共有24家挂牌公司被划入创新层，占248家新三板皖企的9.67%。

与此前的预估不同，此次分层方案并没有获得各方“点赞”，反而饱受争议。

一方面，在基础层公司看来，分层会促使政策、资金等有限的市场资源向创新层公司集中，导致自身融资难上加难。统计数据显示，分层方案实施一个月以来，新三板市场累计交易额中的52.92%由创新层公司完成。

而另一方面，身处“创新层”的新三板公司也并不买账，纷纷转战主板市场，开启IPO（即首次公开募股）工作。据统计，截至7月24日，953家创新层公司中的112家公布1市辅导计划，占创新层公司总数的11.75%。

在首创证券安徽分公司副总经理胡振飞看来，分层后“两头不讨好”的尴尬现状恰好反映了新三板缺乏流动性这一“痼疾”。在竞价交易缺位、市场参与主体不变、资金总规模维持原有水平的背景下，“市场流动性不可能改善，分层也只能是‘治标不治本’”。

## “马太效应”或上演

据6月底全国中小企业股份转让系统有限责任公司颁布的《挂牌公司分层管理办法（试行）》中的相关规定，以净利润、营业收入、市值等指标作为依据，将7896家新三板公司划分为创新层和基础层。

其中，符合创新层标准的公司共计953家，占挂牌企业总数的12.07%。具体到安徽层面，共有24家挂牌公司被划入创新层，占248家新三板皖企的9.67%。

Wind资讯统计数据显示，在方案正式实施的一个月时间内，新三板市场累计成交金额为126.20亿元，与分层之前总体持平。

分层后，投资者的目光迅速向创新层公司聚焦。据统计，953家创新层公司累计成交金额为66.78亿元，以仅占市场总数12.07%的企业数量实现了整个市场52.92%的交易金额。值得一提的是，在新三板市场，需要在市场上融资的恰恰是那些财务数据表现相对较弱、身处基础层的中小企业。

针对“二八分化”现象，基础层挂牌公司、合肥金诺数码科技股份有限公司董事长田地在接受本刊记者采访时“抱怨”道，“新三板的流动性本身就不好，创新层和基础层的划分，无疑会导致政策、资金等有限的市场资源自发地向创新层公司集中。”

她以“企业招聘”作比，新三板企业好比是找工作的应聘者，而手握资金的投资者就像是招聘的企业，如果应聘者被权威

机构划分为三六九等，企业还会去关注那些排名靠后的应聘者吗？

“如果在市场上无法获得低成本的融资，挂牌新三板只能是‘得不偿失’。”田地并不讳言，相对于普通企业而言，作为公众企业的新三板公司在税务缴纳、公司管理、人力资源上支付的成本要高出很多，“对于计划挂牌新三板的企业而言，如果无法进入创新层，挂牌的价值会大打折扣”。

对于田地的担忧，另一家基础层新三板皖企安徽翼迈科技股份有限公司董事会秘书李巍却表达了不同的观点。



“创新层公司对资金、资源的‘吸血’效应在所难免，优质的企业总能获得更多的市场关注，即便在主板市场上亦是如此，主板不也有很多‘僵尸股’吗？”在李巍看来，这并不是一件坏事，它能够倒逼基础层公司有所作为，向创新层公司看齐，推动新三板市场的整体发展。

“我们力争在下一年度能够进入创新层，享受创新层可能会出台的政策红利”。李巍的话道出了近 7000 家基础层企业的心声，而分层方案中有关创新层“有进有出”的表述也给了这些企业以希望。根据方案，监管层每年会依据既定分层标准和挂牌公司年报调整创新层企业名单。

“创新层公司能够获得市场的青睐，实现相对高额融资，绝非因为头顶‘创新层’光环，更多的是缘于其优异的财务数据。”

招商证券投资银行部华东区副总裁赵希冕在接受本刊记者采访时表示，创新层公司是新三板市场中的佼佼者。据统计，2015 年度，953 家创新层公司营业收入总额占新三板整体的 32.45%，净利润占比 42.09%，市值占比 45%。基于此，创新层公司斩获市场融资总额的 52.92% 也就不足为奇。

他预测，未来，新三板 80% 的交易会诞生在创新层，而创新层的市盈率也将会是基础层的 2 倍以上。这一现象并非孤例，在与新三板相对应的美国纳斯达克市场，市值规模最大的前 100 家公司，历年的市盈率水平是市值规模排名后 100 位公司的 2 - 3 倍左右。

---

“强者愈强、弱者愈弱的马太效应将会在新三板市场上演”。赵希冕话锋一转，“不过，这并不意味着基础层企业就完全没有融资机会”。他解释道，与 A 股市场 98 % 的投资者为散户不同，新三板中多为机构投资者，拥有一套成熟、完善的调研制度，他们并不会因为企业是否身处创新层决定投资与否，关键还是看企业所处行业、自身财务数据和成长空间。

## 创新层难留优质企业？

当前，新三板市场的参与主体对“分层”利弊看法不一，但可以肯定的是，创新层将会是新三板各项制度的“试验田”。此外，在今年年初公布的“十三五”规划中，对之前颇为市场期待的“战略性新兴产业板”只字未提，这意味着，新三板将“独自”挑起我国探索多层次资本市场的重担。

据市场人士预测，竞价交易，降低投资者门槛，保险资金、社保资金入市等有关市场交易、参与主体的“新政”将在创新层先行先试。

尽管身为基础层公司的羡慕对象、又集“万千宠爱于一身”，但不少创新层公司计划着“逃离”市场。

“公司已经启动了 IPO 工作，冲击主板市场”。

7 月 13 日，华艺生态园林股份有限公司董事长胡优华在接受本刊记者采访时透露，挂牌新三板的两年时间，公司累计融资超过 1 亿元，但对于年营收在 4 亿元左右的华艺园林来说，显然“杯水车薪”。在融资水平受限、政策前景不明朗的市场背景下，公司决定去主板“搏”一把。

据广证恒生证券投资咨询有限公司统计，截至明 24 日，新三板企业中宣布上市辅导计划的共有 213 家。在公布上市计划的 213 家新三板企业中，有 112 家为创新层企业，占有创新层企业的 11.75 %。

对于新三板创新层公司“集体”申请 IPO，赵希冕认为，“这并不奇怪，创新层的筛选条件堪比主板，入围公司完全有能力去主板发展”。

本刊记者梳理主板（含中小板）、创业板、新三板创新层的挂牌条件后发现，在最为核心的净利润指标上，新三板创新层“最近两年连续盈利且平均净利润不少于 2000 万元”的标准要远高于前两者。

以前述华艺园林为例，其年报显示，近三年时间，公司年平均净利润在 3000 万元左右，这一数据让很多主板上市公司都“自惭形秽”。

不过，作为新三板公司来说，想要“闯关”IPO 并非易事，即便财务数据符合主板要求，也存在一些法律层面的障碍。今年初，有业内人士称，监管层要求拟申报 IPO 的企业股东中有契约型私募基金、资产管理计划和信托计划的，必须在申报上市前清理。而新三板企业中大多存在这三类股东。

“这一消息目前尚未确认，不过一旦落地，将会大大阻碍新三板公司的 IPO 之路。”金诚同达（合肥）律师事务所律师洪凡告诉本刊记者，即便新三板公司可以通过大股东回购等方式解决这一问题，但回购所需的资金成本“并非每家公司都能承受”。

此外，根据现行规定，IPO 申请一旦被中国证监会受理就必须从新三板摘牌、IPO “在会”期间不得融资，这些都给新三板公司的主板征程平添几分不可确定因素。据本刊记者统计，截至目前，仅有 12 家新三板公司成功完成 IPO，但其平均挂牌耗时超过 5 年。

## 24家入围创新层的新三板皖企

序号	证券名称	行业	符合标准	序号	证券名称	行业	符合标准
1	美兰股份	化学制品	标准二	13	昊方机电	汽车	标准一三
2	泰达新材	化学制品	标准一	14	古麒羽绒	纺织	标准二
3	华艺园林	建筑施工	标准一	15	天立泰	计算机软件	标准二
4	扬子地板	家具	标准一	16	中衡股份	非银行金融	标准二
5	英派瑞	化学制品	标准一	17	芍花堂	中药生产	标准一
6	合肥高科	电气设备	标准一	18	大富装饰	装修装饰	标准二
7	雪郎生物	化学原料	标准二	19	龙磁科技	电子元件	标准一
8	美佳新材	化学制品	标准一	20	天海流体	通用设备	标准二
9	安泰股份	建筑安装	标准一	21	圆融科技	电子设备	标准三
10	华恒生物	食品	标准一	22	源和药业	中药生产	标准一
11	汇通控股	汽车	标准二	23	翰博高新	电子设备	标准一二
12	润成科技	通用设备	标准三	24	经纶传媒	平面媒体	标准一

安徽省内一位不愿具名的新三板创新层公司负责人告诉本刊记者，新三板公司“摘牌”冲击 IPO 颇具“赌性”，因为一旦冲击失败，“新三板公司”的地位也会丧失，“但公司发展到了到一定阶段后，这种‘赌博’是值得的”。

对于基础层公司“抱怨”、创新层公司纷纷计划“退场”这一尴尬现状，首创证券安徽分公司副总经理胡振飞分析，新三板分层的实施过程“太快了”，美国的纳斯达克市场历经 24 年，通过 2 次分层，才形成现在的规模，而中国新三板扩容才过去两年，“很多基础层公司还没摸清资本市场规律，就被划入了基础层”。

在他看来，在当前市场日均累计交易额不到 3 亿元的背景下，分层根本无法改善流动性的问题，“监管层还是要在参与主体、交易制度等方面下功夫，只有把市场资金池做大，市场活跃度才能随之提升”。