

从投资者视角出发
全面解读政策变革与市场变化

中国新三板 年度报告 (2017 年)

新三板研究院 编著 唐勇 主编



机械工业出版社
China Machine Press

中国新三板 年度报告

(2017 年)

新三板研究院 编著 唐勇 主编



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国新三板年度报告 (2017 年) / 新三体研究院编著; 唐勇主编. —北京: 机械工业出版社, 2018.10

ISBN 978-7-111-60937-7

I. 中… II. ①新… ②唐… III. 中小企业—企业融资—研究报告—中国—2017 IV. F279.243

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 213196 号

中国新三板年度报告 (2017 年)

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 冯小妹

责任校对: 殷虹

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2018 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 185mm×260mm 1/16

印张: 15.25

书号: ISBN 978-7-111-60937-7

定价: 88.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

编委会

主 编

唐 勇 上海新三体企业发展有限公司创始人、董事长兼 CEO

参 编

陈明华 上海新三体企业发展有限公司首席战略官、研究总监

朱 丹 上海新三体企业发展有限公司高级研究员

邵 泽 上海新三体企业发展有限公司高级研究员

袁 洁 上海新三体企业发展有限公司研究员

高 瞻 上海新三体企业发展有限公司研究员

张 震 上海新三体企业发展有限公司研究员

序

从投资者视角出发的新三板市场蓝皮书

上海新三企业发展有限公司董事长◎唐勇

新三板自 2013 年 12 月 14 日推向全国以来，至今已经历完整四年。这四年，在交易和融资活跃度未达到市场预期预期的情况下，市场从期待到平静，直到有些许失落。在新三板利好政策迟迟未见而 2016 年下半年证监会开始加速 IPO 项目审核后，大量符合 IPO 上市条件的挂牌公司，纷纷推出自身上市辅导计划，投向 A 股市场。

新三板市场回顾：①推荐挂牌方面，2015、2016 年度挂牌公司共增加 8 591 家，在经历了此番波澜壮阔的大扩容后，2017 年度新三板挂牌数量呈现断崖式减少。2017 年度，新三板挂牌公司新增 1 467 家，至此新三板挂牌数达 11 630 家。随着新三板挂牌数量的激增，企业挂牌意愿显著下降，甚至出现多家企业摘牌的情况。②融资方面，2017 年度，新三板挂牌公司融资规模为 1 336 亿元，与 2016 年度融资 1 391 亿元相比略有下降。③二级市场方面，新三板做市指数大幅下跌，由年初的 1 112 点下跌至年末的 993 点。新三板成分指数小幅上涨，由年初的 1 243 点上涨至年末的 1 275 点。2017 年全年成交金额 2 272 亿元，相较于 2016 年度成交金额 1 912 亿元有所增长。④新三板公司 IPO 申报方面，截至 2018 年 1 月 25 日，中国证监会受理首发企业 464 家，排队企业中正常待审企业 432 家，挂牌公司 IPO 首发申报企业共 145 家，新三板企业约占 IPO 排队企业总数的三分之一。据 Wind 统计，自 2017 年以来，截至 2018 年 2 月初，挂牌公司公告上市辅导的企业达 373 家。

鉴于以上几点，外加新三板推荐业务和做市业务赚钱效应弱、终身持续督导责任大的现状，券商对新三板的推荐挂牌和做市逐渐意兴阑珊，甚至多家券商陆续传出裁撤新三板团队的计划。

新三板业务由欣欣向荣逐步走向平静，这也注定了 2017 年是新三板大刀阔斧的改革之年。在原有市场环境下，各方对新三板降低投资者门槛、优化分层制度、引入多元化交易机制、增加融资品种等增加流动性和融资方式的呼声很高。2017 年 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提出，新三板挂牌企业还需优化分层的制度和办法，既要有苗圃功能，又要发挥土壤功能。2017 年 2 月 26 日，证监会副主席赵争平表示，新三板改革重点是市场分层，把融资、交易等核心功能进一步提升。2018 年

3月，随着文灿股份通过证监会发行审核委员会审核，证监会关于“三类股东”也有了明确的解决思路，既有利于解决新三板挂牌企业因挂牌交易带来的后顾之忧，也有利于以交易策略为主的“三类股东”投资人重新回归新三板市场。

对新三板市场的展望：从长期发展来看，新三板是一个独特的市场，其将成为新时代具有中国特色的资本市场，是中国制度自信的体现。

着眼于国际市场，服务成长型企业的股权市场主要分为三类：一是以美国纳斯达克市场和中国台湾证券柜台交易中心为代表的独立市场模式，与主板市场独立运作，拥有独立的组织管理系统、交易系统及监管系统与标准；二是由主板成立一个独立的机构，拥有独立的组织管理系统与监管标准的准独立市场模式，以英国另类投资市场（AIM）和中国香港创业板市场为代表；三是作为主板市场补充的附属市场模式，其与主板市场拥有共同的组织管理系统和交易系统，甚至采用相同的监管标准，所不同的主要是上市标准，代表市场为伦敦证交所 USM 市场。其中纳斯达克市场作为全球最优秀的证券交易市场，体现了独立市场模式的众多优势。其相对纽交所、OTCBB 的独立性，和其内部的分层结构（全球精选市场、全球市场和资本市场），既使底层中小企业可以通过资本市场孵化成长，又通过全球精选市场、全球市场为大型创新企业提供完善的资本市场服务。

着眼于国内市场，制度建设和政策设计对三板市场的发展至关重要。事实上，新三板的制度一直在有步骤地推进与完善。2017 年 12 月 22 日，全国股转公司发布了新制定的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法》和《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》，标志着深化三板改革迈出关键步伐。引入集合竞价，把价格的公允性放在了重要位置，同时推出盘后大宗交易，完善了市场价格形成机制，为持续改善流动性奠定基础，也为再分层推出精选层，以及由集合竞价升级为连续竞价等各项改革留下想象空间。实施竞价交易，由原来的股权投资市场，转变为股票交易市场，标志着三板独立市场地位的确立。下一步的制度供给关键是推出“精选层”，即在创新层企业的基础上制定“精选层”标准，同时在“精选层”降低投资者门槛，比如降到 100 万元，让更多的交易型的投资者进来，并实施连续竞价交易制度。随着“精选层”投资者增多，交易活跃，可以产生更加公允的市场价格，而精选层企业的价格就会成为创新层、基础层企业价值的参考标准，这就给市场参与主体确定了一个估值标准，“精选层”的估值成为整个三板市场的锚。由于有了精选层活跃的二级市场，股权投资可以在二级市场退出，有了明确的退出渠道，一级市场的投资者会更有信心，一、二级市场就会形成良性循环，三板将会活跃、健康、稳定发展。

因此，三板未来将会是一个与上海证券交易所、深圳证券交易所具有同等地位的独立市场，并且与主板、中小板和创业板市场形成良性竞争和互补。

2016年，新三板从投资者视角出发，推出了2016年新三板市场首部年度报告，得到了业界较大的反响，2017年，新三板继续推出本年度新三板市场研究报告。在本报告中，新三板力求全面梳理和总结2017年新三板的发展状况，对重大政策进行客观解读，以结构转型、创新发展的新经济为背景，以新技术、新业态、新模式的新兴产业为切入点，精选优质创新层做市企业进行案例分析，并搜集具有特色的行业数据，勾画出2017年新三板市场发展的全景图，帮助投资机构及对新三板感兴趣的相关人士更好地理解新三板。

在本书的编写过程中，我们衷心感谢全国中小企业股转系统、证券公司、投资机构、新三板企业、自媒体、第三方服务机构、东方财富网等提供的大力支持。还要特别感谢上海新三板企业发展有限公司参与撰稿的同事及公司各部门给予的大力协助。尽管我们在撰写本书时付出了极大的努力，致力于使读者能对新三板有一个清晰、系统的认识，但是由于各种因素所限，不足之处在所难免，欢迎批评指正。

目录

序 从投资者视角出发的新三板市场蓝皮书

上篇 政策、市场、展望、策略

第一章 政策：改革空间已经打开 / 2

- 第一节 三大制度改革破冰，新三板进入新时代 / 2
- 第二节 “三类股东”问题逐渐清晰 / 5
- 第三节 可转债推出，融资方式多样化 / 7
- 第四节 私募整改，PE 时代落幕 / 9
- 第五节 投资者准入门槛不降，机构投资者市场定位不变 / 10

第二章 市场：指数有望企稳 / 13

- 第一节 挂牌企业基本情况 / 13
- 第二节 投资者基本情况 / 20
- 第三节 交易行情基本情况 / 23
- 第四节 股票发行基本情况 / 25
- 第五节 挂牌企业摘牌潮涌现 / 30
- 第六节 并购交易策略 / 32
- 第七节 Pre-IPO 交易策略 / 38

第三章 展望：红利逐步释放 / 42

- 第一节 精选层政策出台，独立市场地位确定 / 43
- 第二节 后分层时代实现差异化监管与政策 / 44
- 第三节 私募基金做市落地 / 45
- 第四节 企业退市制度改革 / 47
- 第五节 公募基金、保险资金入场，流动性改善 / 49

第四章 新三板创新层做市板块投资价值与策略研究 / 50

第一节 2017 年做市指数走势分析 / 50

第二节 创新层做市板块状况 / 52

第三节 比较分析 / 54

第四节 投资策略 / 57

下篇 公司研究和解析

点击网络 / 62

铁德医疗 / 78

伯朗特 / 95

观典防务 / 116

唯优传媒 / 135

东方碳素 / 152

福特科 / 165

纳科诺尔 / 177

华强方特 / 188

树业环保 / 200

附录 数 据

市场数据 / 212

公司数据 / 227

机构数据 / 231

上 篇

政策、市场、展望、策略

第一章 政策：改革空间已经打开

第一节 三大制度改革破冰，新三板进入新时代

2017年12月22日，全国股转公司发布了新制定的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法》和《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》，并召开了新三板分层与交易制度改革新闻发布会，新三板分层制度、交易制度、信息披露等多项改革措施落地。

一、分层制度

新三板研究院认为新三板的发展需要经历三步走：第一步是扩容，第二步是加强监管，第三步是提升流动性。新三板在2016年12月21日，挂牌家数达到了10 000家，目前则已经超过11 100家，毫无疑问，新三板市场已经迅速完成了三步走的第一步，接下来新三板要做的就是解决监管和流动性的问题。事实上，监管和流动性的提升是一个相辅相成的过程，只有监管到位了才能吸引更多投资者入市，从而解决流动性问题。同样，流动性提升后也在很大程度上加强了新三板市场的监管要求。深化新三板分层就是一个解决监管问题和流动性问题的有效办法，深化分层后既有助于对不同层级的企业实施不同的监管要求，也可以吸引不同投资偏好的投资者参与新三板投资。

2016年6月，新三板分层制度正式实施，将符合标准的挂牌企业划为创新层。创新层共有三套入选标准，标准一侧重于挂牌企业的盈利能力，标准二侧重于挂牌企业的营收情况，标准三侧重于挂牌企业的流动性。2017年4月30日，全国股转中心对分层企业进行了调整，由原来的953家上调到1 354家。

目前，新三板挂牌企业已经超过了11 000家，原来的分层标准现在遇到了一些客观的问题。股转系统提出标准一盈利要求偏高，导致一批优质挂牌公司无缘创新层，标准二营收规模要求偏低，导致有部分财务稳定性偏弱、经营风险较高的公司进入创新层。此外，共同准入标准缺少对股东人数等指标的要求，导致创新层公司的公众化水平参差不齐。在此背景之下，全国股转公司在2017年12月22日的新闻发布会上发布了新的分层制度标准。

新分层标准仍然依循盈利性、成长性和市场认可度三个维度，基本筛选架构不变，参考了宏观经济指标和创业板IPO财务标准要求以及IPO企业总体财务状况，调整了部分创新层的准入和维持标准。调整的要点主要是降低盈利性指标，提高营业收入指标，完善

市值要求，同时将维持标准改为合法合规和基本财务要求为主。在新标准下，一部分未来前景很好但目前未有规模的高成长性企业有了进入创新层的机会，促使了更多优质企业的聚集。

原标准：

以下三项标准（符合其一即可）	通用标准（必须符合）
标准一：净利润 + 净资产收益率 (1) 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 2 000 万元 (2) 最近两年平均净资产收益率不低于 10% 标准二：营业收入复合增长率 + 营业收入 + 股本 (1) 最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50% (2) 最近两年平均营业收入不低于 4 000 万元 (3) 股本不少于 2 000 万股 标准三：市值 + 股东权益 + 做市商家数 + 投资者个数 (1) 最近有成交的 60 个做市转让日的平均市值不少于 6 亿元 (2) 最近一年年末股东权益不少于 5 000 万元 (3) 做市商家数不少于 6 家 (4) 合格投资者不少于 50 人	(1) 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 1 000 万元；或者最近 60 个可转让日实际成交天数占比不低于 50% (2) 公司治理健全，股东大会、董事会和监事会制度，对外投资管理制度，对外担保管理制度，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完备；公司设立董事会秘书并作为公司高级管理人员，董事会秘书取得全国股转系统董事会秘书资格证书

新标准：

以下三项标准（符合其一即可）	通用标准（必须符合）
标准一：净利润 + 净资产收益率 (1) 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 1 000 万元 (2) 最近两年平均净资产收益率不低于 8% (3) 股本总额不少于 2 000 万元 标准二：营业收入复合增长率 + 营业收入 + 股本 (1) 最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50% (2) 最近两年平均营业收入不低于 6 000 万元 (3) 股本总额不少于 2 000 万元 标准三：市值 (1) 最近有成交的 60 个做市或者竞价转让日的平均市值不少于 6 亿元 (2) 股本总额不少于 5 000 万元 (3) 采取做市转让方式的，做市商家数不少于 6 家	(1) 最近 12 个月完成过股票发行融资，且融资额累计不低于 1 000 万元 (2) 合格投资者不少于 50 人

二、信息披露

股转系统对企业挂牌新三板并不设财务指标，可以说是准注册制的挂牌方式，它是一个为中小创新创业企业提供很好的资本服务的平台，新三板的包容性是非常强的。挂牌条件从五个方面做出规定，企业只要符合这些方面的条件，原则上都可以进入新三板市场进行挂牌。企业审查发现的问题，主要以信息披露的方式解决。因此，股转系统对新三板企

业并没有业绩要求，只要求挂牌企业做到诚信，做到充分的信息披露。企业存在任何历史问题、任何风险，都需要通过信息披露的方式，让市场去选择。

在融资方式上，新三板也非常多样化。考虑到市场参与主体和挂牌公司的多元性，挂牌公司可以选择存量挂牌，也可以挂牌同时做发行。可以进行股权融资，也可以进行债权融资，可以发行优先股，也可以在市场上进行基本资本运作。在发行融资方面，新三板实行备案管理，发行时点和价格、融资规模、发行时间间隔完全由市场决定。

从投资者层面来说，投资新三板很大的风险在于信息的不对称性，这也在很大程度上打击了投资者投资新三板的信心。无论投资者对企业做多少的尽职调查，对企业的了解程度都不可能超过企业管理层以及大股东。而如果信息披露制度不完善，就会加大投资者做尽职调查的成本，打消投资者的积极性。因此，完善的信息披露制度将在很大程度上提升新三板市场的流动性。

对新三板一万多家企业进行分层不仅仅是为了降低投资者的信息收集成本，更好地发现适合自己的投资标的，事实上更是为了形成差异化的监管。而在 2016 年 6 月第一次分层之后却没有及时出台相应的分层监管措施，这或许也是首次分层没有达到预期效果的原因之一。因此，在这次股转系统的新闻发布会中，在改变创新层分层标准的同时，还进一步完善了企业信息披露的要求，对创新层和基础层企业形成差异化的信息披露要求，对于创新层公司的信息披露要求更为严格，基础层公司则维持现有规则。对于创新层企业的高要求，是权利与义务一致的体现，新三板的信息披露制度进一步完善，为企业未来 IPO 提供了更好的基础。

新三板信息披露新规：

	创新层	基础层
定期报告	年度报告、半年度报告、季度报告	年度报告、半年度报告
业绩预告与业绩快报	业绩无法保密或发生重大变化时披露	不强制要求执行
差异化格式	增加分析性要求，董监高薪酬，审计费用公开化	减少分析性要求，部分内容改为自愿披露
董事会秘书	由董事会秘书负责信息披露事务	指定具有相关专业知识的作为信息披露事务负责人

相对主板，新三板更为市场化，因此就需要强化市场的影响，弱化管理层对资本市场的影响。监管的任务就是保证信息披露的完整性、及时性、公正性，使得大众依据这些信息对市场做出判断。

三、交易制度

新三板市场的融资、交易、监管及投资者的适当性管理是一个严密完整的体系，我们在研究市场结构的时候，需要从全局出发，将这些制度作为一个整体来考虑。新三板备受

关注的流动性问题，根本不在于交易的多少还是大小，问题的关键在于二级市场的交易是市场定价的基础。较好的流动性支撑有助于改善企业融资和投资者投资现状。

在此次股转系统的新闻发布会中，正式在新三板交易制度中引入了集合竞价，取消盘中协议转让，也希望能通过交易制度的改革在一定程度上提升新三板市场的流动性。此次交易制度改革主要有三点：一是引入集合竞价交易制度，原采取协议转让方式的股票盘中交易方式统一调整为集合竞价，同时与分层配套，实施差异化的撮合频次。二是分类纾解协议转让需求，对于单笔申报数量不低于 10 万股或转让金额不低于 100 万元的交易，可以通过交易系统进行协议转让；对于属于特定事项的协议转让需求，可以申请办理特定事项协议转让业务。三是完善做市转让方式，采取做市转让方式的股票，增加特定条件下的协议转让安排；改革收盘价确定机制，增强价格稳定性。

流动性是新三板面临的很大问题，新的交易规则中最大的亮点是引入了集合竞价，创新层企业单个交易日每小时撮合一次，基础层全天仅 15 点进行撮合。同时取消了盘中协议转让，改为盘后协议转让和特定事项协议转让两种方式。竞价交易相比协议转让应该是一种更为先进的交易方式，但从近两个月的交易状况来看，目前这种优势并没有显现出来。

截至 2018 年 2 月底，自实施竞价交易以来，新三板整体市场的日均交易额仅有 1.10 亿元，而 2017 年全年的日均交易额则有 7.09 亿元，投资者对新的交易制度还处于试探阶段。正如上文提到的，新三板市场的融资、交易、监管及投资者的适当性管理是一个严密完整的体系，流动性的改良也绝非通过一个政策的制定或者交易制度的改革能够实现。加强市场监管并推出合适的投资者准入要求等配套制度的完善才是提升新三板流动性的根本，而交易制度的改革仅是一种形式。

第二节 “三类股东”问题逐渐清晰

新三板所代表的战略性新兴产业是新一轮科技革命和产业变革的方向，是培育发展新动能、获取未来竞争新优势的关键领域。《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出，到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重达到 15%，形成新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等 5 个产值规模 10 万亿元级的新支柱，并在更广领域形成大批跨界融合的新增长点，平均每年带动新增就业 100 万以上。

关于新三板公司转板的相关问题可以追溯到股转系统刚刚成立的时候。2013 年 12 月 14 日国务院公布的《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》中提到：“在全国股份转让系统挂牌的公司，达到股票上市条件的，可以直接向证券交易所申请上市交易。”目前，新三板企业 IPO 已经成为一个热门话题，尤其是在 2017 年 IPO 提速之后很多新三板投资者都期望通过 IPO 来实现退出。2017 年前，新三板企业成功 IPO 的企业只有 13 家，而 2017 年至今，已有 25 家企业成功登陆主板市场。目前，摆在待 IPO 新三板企业

面前一个比较棘手的问题就是“三类股东”问题，根据 Choice 金融终端统计，目前新三板市场中有超过 500 家企业存在“三类股东”，做市转让企业数量占 40%。目前，拟 IPO 公司中有近 100 家公司存在“三类股东”，82 家新三板公司处于上市辅导期，另有 17 家公司已经申报 IPO，处于排队阶段。目前，含“三类股东”的企业群体较为庞大，解决问题“任重而道远”。

最近证监会的一系列政策也为存在“三类股东”问题的新三板企业指明了道路。2017 年 9 月 22 日，证监会对《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》进行修订，明确了对重组标的交易对方的穿透披露标准，对契约型私募基金、券商资产管理计划、信托计划等“三类股东”要求披露至最终出资人，同时还应披露合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他有关主体的关联关系。

2018 年 1 月 12 日，中国证监会新闻发言人常德鹏在例行会上对三板市场关注的 IPO “三类股东”问题政策进行了介绍，目前监管层主要提出如下四项监管要求：

（1）公司控股股东、实际控制人、第一大股东不得为“三类股东”。基于证券法、公司法和 IPO 办法的基本要求，公司稳定性、控股股东与实际控制人的明确性是基本条件，为保证拟上市公司的稳定性，确保控股股东履行诚信义务，监管部门要求公司控股股东、实际控制人、第一大股东不得为“三类股东”。

（2）“三类股东”已经纳入金融监管部门有效监管。鉴于目前管理部门对资管业务正在规范过程中，为确保“三类股东”依法设立并规范运作，要求“三类股东”已经纳入金融监管部门有效监管。

（3）对“三类股东”做穿透式披露，防范利益输送行为。监管部门将从源头上防范利益输送行为，防范潜在风险，从严监管高杠杆结构化产品和层层嵌套的投资主体，要求存在这些情形的发行方剔除符合监管要求的整改计划，并对“三类股东”做穿透式披露，同时要求中介机构对发行人及其利益相关人是否直接或间接在“三类股东”中持有权益进行核查。

（4）“三类股东”对其存续期做出合理安排。为确保能够符合现行锁定期和坚持规则，要求“三类股东”对其存续期做出合理安排。

在“三类股东”最新政策出台后，新三板企业贝斯达的上会得到了市场的广泛关注。贝斯达是一家集医学影像与放射治疗产品的研发、制造、销售和服务于一体的首批国家级高新技术企业，公司于 2015 年 9 月 29 日挂牌新三板，挂牌初期仅有 34 户股东，公司在 2016 年 3 月至 2017 年 1 月期间曾进行做市交易，经过活跃的二级市场交易，其申报前股东户数为 376 户，其中包括 10 户三类股东，共持有 209.35 万股，持股比例为 0.63%。虽然没有在招股说明书中明示，但这 10 户三类股东应该是通过新三板二级市场交易进入的。贝斯达成为 2018 年 1 月 12 日证监会明确三类股东企业 IPO 审核政策后的首家受益者。虽然没有最终过会，但对于新三板市场以及正走在 IPO 道路上的新三板企业来说却是一次不小的突破。之前有多家含“三类股东”的企业迟迟没有安排上会，如“有友食品”“波斯科

技”等，很大程度上就是因为三类股东问题，而这次贝斯达的上会则是一大突破。另外，据发审委反馈，贝斯达的主要问题在于：①核心技术来源存在法律纠纷风险；②新三板募集资金的使用存在违规现象；③营业收入变动与产品销售收入变动不匹配；④业务收入与应收款项波动不一致等。其中并没有提到贝斯达的三类股东问题。

“三类股东”具有一定的特殊性，可能存在层层嵌套和高杠杆，以及股东身份不透明、无法穿透等问题，证监会在 IPO 发行审核过程中，对此进行了重点关注。此次证监会的表态以及贝斯达的上会给了待 IPO 的“三类股东”新三板企业明确的信号，只要符合审核政策的要求，三类股东不需要被清理出局，也可以跟随企业共同 IPO。

当然，解决“三类股东”问题还是为了打通企业转板的通道，终究还是法律上的障碍，对于新三板市场来说，股转系统把新三板定位为中国多层次资本市场的重要组成部分，并不是把新三板作为主板市场的预备板。正如刘士余主席说的，新三板既要发挥“苗圃”功能，又要发挥“土壤”功能。新三板是一个能让真正优秀的中小微创新创业企业成长的地方。在“三类股东”等转板问题解决之后，新三板的定位问题将变得更加突出。

第三节 可转债推出，融资方式多样化

2017 年 4 月 28 日，证监会发布《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见（征求意见稿）》，在试点初期，重点支持两类企业发行双创债，一类是创新创业资源集聚区域内公司，另一类就是新三板创新层挂牌公司。

2017 年 9 月 22 日，为支持创新创业公司发展，沪深交易所与全国股转公司、中国结算联合发布《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则（试行）》，其中明确发行主体为新三板挂牌的创新层公司和非上市非挂牌企业两大类。

根据《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》，“创新创业公司”是指从事高新技术产品研发、生产和服务，或者具有创新业态、创新商业模式的中小型企业。“创业投资公司”是指符合《私募投资基金监督管理暂行办法》《创业投资企业管理暂行办法》等有关规定，向创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金和创业投资基金管理机构。发行创新创业公司债募集的资金应专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。

从现有案例可知，双创可转债试点初期，在沪深两市交易所申请挂牌上市发行的全部是创新层公司；如果是非创新层的挂牌企业，交易所要求发行人和券商出具专项说明意见，针对国家相关战略新兴产业规划，中国制造 2025，大众创业、万众创新政策，以及国家及地方高新技术认证要求，证明企业是创新创业公司。

对创新层公司而言，与银行贷款融资方式相比，双创可转债具有期限长、额度高、认购迅速以及可以规避利率上调风险的优势，而与股权融资相比，又具有融资成本低的优势，

双创可转债的推出为新三板创新层企业提供了一个新型的融资渠道。可转债相对于普通债券和股票是一种更为便宜的融资方式，如果公司未来业绩欠佳，股票价格低于转股价格，一般可转债持有人将不会选择将债券转换成股票。而由于同一家公司在发行债券时，带可转债条款的利率水平会相对来说更低一些，在这种情况下，公司能够以低于市场利率的水平进行债务融资。另外，双创可转债的审批时间也较短，对于双创可转债，中国证监会明确指出要设立受理及审核专项机制，实行“专人对接、专项审核”，适用“即报即审”政策，这提高了上市审核、挂牌转让条件确认的工作效率。

对投资机构来说，投资双创可转债可以有效降低投资风险，同时未来可以获得转股权带来的期权价值，分享公司成长带来的红利。双创可转债持有人将同时享受债权和股权的收益。在双创可转债发行主体未来实现了高成长性后，投资者可以选择转股，享受公司股价上涨的收益。同时，在发行主体未来发展不达预期的情况下，投资者仍可以获得利息收益，一定程度上为投资者提供了收益的保证。双创可转债的双重属性将使得其为机构投资者提供更多的选择。在整体市场环境较差，投资机构相对来说更为保守的情况下，双创可转债容易被投资机构所接受，更有利于发行公司顺利完成发行目标。

截至目前，成功发行双创可转债的企业共有四家，其中有三家为新三板创新层企业：

旭杰科技，发行总额为人民币 1 060 万元，期限 6 年，附加发行人第 4 年年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。票面利率为 6.5%，初始转股价格为 5.3 元 / 股。

蓝天环保，发行总额为人民币 2 000 万元，期限 3 年。最终票面利率为第一年 2%，第二年 4%，第三年 12%。附加投资人回售选择权，初始转股价格为 5.2 元 / 股。

伏泰科技，发行总额为 4 000 万元，期限 1 年，票面利率为 4.00%，附加投资人回售选择权，初始转股价格为 30.6 元 / 股。

代码	名称	票息	期限	债券评级	主体评级	特殊条款
117103.SZ	蓝天转 S1	2.00%	3 年	无	无	P
145901.SH	17 伏泰转	4.00%	1 年	无	无	P
121001.SZ	价值转 S	2.80%	1 年	无	无	
145900.SH	17 旭杰转	6.50%	6 年	无	无	C、P

注：P (putable) 表示回售权，C (callable) 表示赎回权。
资料来源：Choice。

相比之下，主板上市企业发行的可转债利率要低得多。这与新三板企业股票流动性不强，定价不准确有关。新三体研究院统计数据显示，截至 2018 年 1 月 31 日，交易所流通的可转债共有 53 只，平均票面利率仅为 0.45%，远低于双创可转债的票面利率。从成交量上看，新上市的主板企业可转债在二级市场上的交易也较为活跃，日均成交额一般在 1 亿元以上。

另外，双创可转债在附加条款上也较为苛刻。上市企业发行的可转债一般都同时附有回售权和赎回权，而双创可转债一般附有投资人回售权，但企业不一定有赎回权。由此可