中国企业报

2016/09/06

星期二 本期共二版

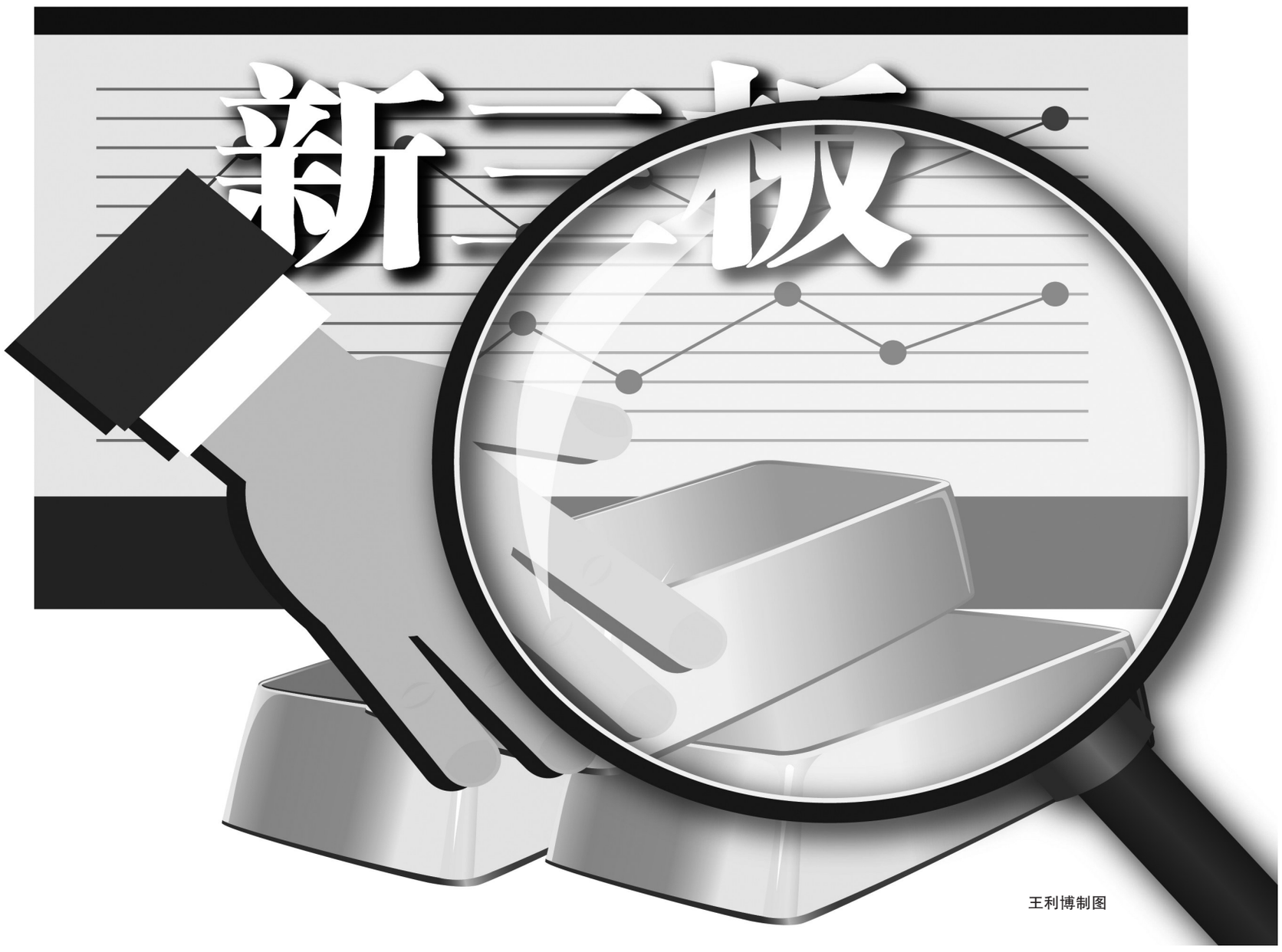
新三板创值联盟专刊

XINSANBAN CHUANGZHILIANMENG ZHUANKAN

主管：中国企业联合会
主办：中国企业联合会 中国企业家协会

新闻热线：010-68735704
E-mail：sunbaojing@zqcn.com.cn

编辑：董克伟 校对：王培娟 美编：王祯磊



王利博制图

资金占用问题成痼疾 新三板迎来强监管时代

本报记者 朱虹

随着监管的趋向严格，新三板市场隐性门槛已提高。记者在调查中了解到，新三板市场有3000余家企业都存在资金占用的问题，严重侵害了中小股东利益。不过可喜的是，监管层监管力度也在明显提高。除了资金占用问题，监管层针对挂牌企业的全面监管力度也在逐层加大，监管趋严将成为常态。

隐性门槛提高

种种迹象显示，在挂牌公司总数直逼9000家大关之际，全国股转系统正在全面加强对于新三板的监管，同时正在悄然提高企业的挂牌门槛。全国股转公司日前宣布，对10家未严格执行投资者适当性管理制度的主办券商采取自律监管措施；8月以来，全国股转系统全面加强对于挂牌企业的监管。业内人士也透露，新三板市场的扩围速度放缓了。新三板不再那么进入自如了，挂牌门槛窗口指导传言频出、券商内设标准提高、排队企业数量骤减……

对此，开源证券研究所高级策略分析师夏正洲表示，以上动态说明新三板业务随着市场规模快速扩大，监管层对其中不断集聚的风险隐患也越来越重视。

万联证券业务董事王启林表示，虽然监管层也明确表示不会提高门槛，但是审核过程中可能会提高要求，现在所谓的门槛提高主要是对企业财务指标而言，即对企业经营能力的判断。例如有的企业发生亏损，就会分析该企业背后的亏损原因，到底是暂时性的即企业发展阶段必经的过程，还是因为自身商业模式有问题，或是因为行业普遍不景气等等。如果该企业是因为处于夕阳行业而且长期亏损，那么就不适合新三板市场。现在新三板的审核是把更多的实质审核放到券商这里，让券商来实施第一道审核，不同的券商可以有不同的标准，券商根据自身服务能力、特点，可能对企业有不同的要求。

中国企业报评价研究院执行院长郭昀表示，此前在推荐和审核的时候，门槛较低，要求也较宽松，主要是鼓励中小企业进入市场。现在包括市场及相应券商的管理和审核都比较严格，因为市场发展到一定程度，相应标准趋向严格，是一件好事。有利于促进优质企业进入市场及劣质企业退出市场，更有利于优质企业融资和剔除劣质企业，这对于投资人来说也是有利的。

资金占用问题亟待解决

王启林表示，监管方面，现在新三板主要需要解决的是资金占用问题，现在至少有3000余家企业都存在资金占用问题。即企业的大股东或董事长或实际控制人，在非经营状态下，将企业资金转移走干别的去了。例如理财、投资等等，这是上市公司严格禁止的行为，但是新三板很多企业还保留这样一种思维惯性，即资金放在银行账户是一种浪费，就拿出去搞投资等，这种行为严重侵害了中小股东利益。因为企业挂牌之后属于公众公司，还有很多中小股东，这些股东同样享有分红、股份转让等相应权益，但是他们在企业的管理和控制上肯定处于弱势地位，经营企业还是要靠大股东和管理层，如果大股东和管理层挪用资金、将企业掏空的话，将严重损害小股东利益。因此，这是资本市场重点监管的地方，要保护中小股东的利益。其中，较为典型的例子就是时空客，其原董事长违规占用公司资金而导致了一系列问题。

据记者了解，今年5月，时空客原董事长兼总经理王恩权因占用公司资金自首。该事件已经导致时空客无法于2016年8月31日前披露2016年半年度报告，该公司高管也陆续辞职。而若不能按时披露半年度报告，时空客股票会存在被终止挂牌的风险。

时空客主办券商东兴证券也就上述情况发布了风险提示公告。公告称，由于公司原董事长王恩权自首，其仍然占用的公司6216万元资金存在不能偿还风险；因大量资金被占用，时空客2016年度上半年运营资金严重短缺，需继续投资项目出现停滞不前的状态；截至公告发布之日，时空客被多名潜在债权人因借款合同等纠纷提起诉讼，并且尚存或有负债7884.20万元。

对此，上述新三板企业人士指出，从时空客的例子可以看到，违规占用资金是短视行为，最终将会伤害企业及占款方自身，而且会影响投资人对企业的判断。

不过，短期利益的驱使还是促使很多企业“以身犯险”。根据Wind数据统计，截至2016年8月25日，在8860家挂牌企业中，共有5537家企业发布过关联方资金占用的公告，出现资金占用问题的企业比例高达62.4%，其中绝大部分在2016年后发布。另外，还有134家企业的主办券商发布了针对有关企业资金占用问题的《关联方资金占用的风险提示公告》。

中伦律师事务所人士表示，很多新三板公司对这方面没有意识，经常会隐藏这类问题，这与中介机构督导把关不严、对公司教育不到位都有关系。就目前的情况来看，A股市场出现的股东及关联方占款问题在新三板大有愈演愈烈的趋势。

监管风暴已经来临

在资金占用问题愈演愈烈的同时，监管层频频出手。今年以来，资金占用问题的监管力度明显提高。新三板对于募集资金使用的监管要求逐渐趋同于A股上市公司。股转系统此前也曾明确三类自查对象，资金占用成首要解决的问题。可见监管层态度明确：新三板公司不能当实际控制人、关联方等的提款机。

除了资金占用问题，监管层针对挂牌企业的全面监管力度也在逐层加大。业内人士指出，新三板监管风暴已经来临。日前，全国股转系统向主办券商下发了《关于落实“两个加强、两个遏制”回头看自查工作的通知》，要求各主办券商立即开展自查工作，涉及挂牌公司申报挂牌时材料是否存在虚假陈述、误导性陈述或重大遗漏，是否存在财务造假、带病申报以及中介机构勤勉尽责情况；资金占用、金融类企业挂牌融资、2015年报和2016半年报检查等专项工作反馈的问题。更早之前，主办券商还收到通知要求对挂牌企业的募集资金使用状况进行核查。

夏正洲指出，挂牌企业对募集资金的任意使用造成了很多不好的影响。当前，加强对挂牌企业募集资金的管理，提高对募集资金使用的信息披露要求，将进一步引导资金流向实体经济，支持创新创业，这与“脱虚向实”的精神是一致的。

王启林表示，今年上半年开始，北京、广东、湖南等各地证监局，都在陆续开展辖区内的新三板挂牌企业核查，主办券商的项目组到企业内部搜集各种证据，包括查银行对账单，从资金流水里看资金的去向，核查后发现问题很多，有的企业特别严重的就会受到证监会处理。

“2016年新三板发展的规模很好，但是也积累了一些问题，在继续发展时就会形成隐患，如果能够及时解决和清理，会对市场继续长远健康发展起到较大作用。”王启林进一步指出，新三板市场长期发展趋势良好，相应监管趋严也将是常态。此外，因为2014年、2015年监管相应宽松，很多企业成功挂牌。但是一些企业在发展过程中，发现新三板市场并不适合自身发展，有一些企业现在在考虑退出市场。所以，今后新三板市场将出现一个“大浪淘沙”的过程，一些企业退出，一些企业新进入。这也是一个正常的现象，美国的纳斯达克市场也是如此。因为一个良性发展的市场，肯定是进入和退出都比较宽松的。

上述新三板企业内部人士指出，随着目前相关制度的推进，未来市场将会呈现进出有序、动态平衡的状态，有利于投资者更好地选择投资标的企业，规范新三板市场，完善监管机制，提升新三板市场的企业竞争力。

看三板

分层之后 新三板企业路在何方

许腾飞

新三板分层制度出现已经历时数月，新三板企业对于分层制度的热切期望也已经慢慢随着时间而消散。预期的交易活跃性，流动性加强的盛况并没有出现，尽管分层当天的交易额突破8.5亿元、第二天上升至10.2亿元，但随后市场交易额逐渐回落，恢复到此前水平。

新三板市场目前资源有限，资金更有限，2015年新三板融资约1200亿，资金量与主板相比非常小；而从挂牌企业数量上来看，新三板挂牌却要远远高于主板，如何在仅有的资金和资源体量中占据一定地位，如何通过企业自身的资本经营吸引优质资金靠拢、杀出一条血路已经成为企业苦苦思索的难题。

新三板市场乱象频生

流动性问题同时也可以看做配套政策的不完善，这其中投资者门槛较高一直被市场诟病，500万的门槛限制了新投资者和资金的入场；另一方面，缺乏有效的竞价机制，市场活性不够，做市商之间博弈白热化，排外严重。在这种情况下，新三板企业为了获取投资，投资人为了进场，各显神通。

中小散户为了能够进场投资，另辟蹊径，发明了新三板垫资开户；新三板企业与个人或投资机构签订对赌协议，进行融资。

新三板垫资开户早已不是秘密。由于过高的投资门槛以及投机的逐利性，一些从事高杠杆股票配资的机构衍生出了垫资开户的新业务，甚至除了垫资业务外，还可以提供金融机构任职证明，帮助投资人进行合格投资者认定。这种游离于法律边缘规避监管的手段，让没有资质的投资者进入新三板持股，对市场长期发展不利。而配资机构在帮助开户人完成垫资后就抽逃资金的行为也造成了新三板市场的资金高流通风险。

而对于新三板的挂牌企业来说，在流动性较差的市场为了迫切的融资需求，当融资方与投资方在核心估值等问题上无法达成一致时，与投资机构展开对赌协议就顺势而出，企业颇有些不成功便成仁的意味。对赌协议本身打造的是一种既有利于降低投资人风险，也有利于促进企业加强自身发展的双赢局面，但放在流动性较差的新三板市场来说，大多数的对赌协议难以实现。

根据东方财富的数据统计显示，自2015年1月至2016年7月以来，新三板共有183家挂牌企业进行过对赌协议，而7成以上的对赌协议中承诺的实际业绩要打6折；在明确有投资结果的145次对赌中，只有五分之一的投资人得到赔偿，剩下的往往不了了之，或进行法律诉讼。

显然，通过一纸协议来锁定投资人的利益如同黄粱美梦。对赌没有想象中的那么美好，一方面是高达7成的对赌失败率，一方面在失败后只有五分之一的投资方获得赔偿，这也就不难理解8月8日全国股转系统出台的新规关于大范围禁止对赌条款的明确规定。

挂牌企业陷入“冰火两重天”

一边是半数以上挂牌企业零交易，被冠以僵尸股的别称；一边是少数企业高估值、高溢价，如鱼得水；新三板企业正在经历冰火两重天的考验。

截止到8月20日，共有6家新三板公司市值跌破融资额，另有3家新三板企业通过停止新一轮股票发行，避免市值低于融资额的局面。而曾经的新三板互联网第一股中搜网络现在净资产只剩下250万，早在几年前的融资额却高达2.99亿元，几家欢喜几家愁。神州专车登陆新三板，估值将近400亿；九州量子作为量子通信第一股于8月宣布融资5亿，若融资完成公司估值将高达55亿，而在2015年他的前身都飞通信的营业收入仅仅贴近500万。并购、收购、登陆新三板，身价完成华丽转身，尽管九州量子的高估值完全建立在美好的未来之上，但并不妨碍投资者的热衷。新三板这片黄金热土，仍然有着化腐朽为神奇的力量。

一部分挂牌企业亏损让人扼腕，一部分挂牌企业高估值让人惊叹，而更多的企业却显得“死气沉沉”，新三板市场的表现确实让人难以琢磨。但有一个规律是企业必须要遵循的，无论是投资还是融资，终极收益都是来自于实体的盈利。

新三板企业的活性除了政策驱动外，更多的在于自身的调节和对未来的思考。资本的进入和退出只是衡量企业当前的价值，产业追求利润，资本追求回报，资本市场存在的意义就在于实现产业和资本的对接和联动；资本在追求回报中加速产业发展，产业在追求利润中给资本带来更多回报，相互成就，相互融通。正确认识资本的意义，对企业自身的价值进行挖掘和重新塑造，这才是未来新三板企业挂牌的意义所在。