

新三板 IPO“隐形红线”逐渐破解

随着相关案例落地,“三类股东”“200 人股东限制”等困扰企业转板已久的问题逐渐破解,将有更多优质企业加入 IPO 竞争

□ 齐金刚

困扰新三板挂牌企业 IPO 的“三类股东”和“200 人股东限制”问题出现破题结点。12 月 6 日,证监会预披露更新了文灿股份招股说明书,文灿股份成为首家带着“三类股东”闯关 IPO 的新三板企业。同日,拥有 383 户股东的科顺防水成功过会,成为新三板首例股东人数超 200 人成功过会的案例。

业内人士认为,随着相关案例的落地,困扰新三板企业寻求 IPO 的诸多“隐形红线”将逐步明晰。

“三类股东”企业近期上会

12 月 6 日晚,新三板挂牌企业文灿股份更新了招股说明书。招股说明书显示,文灿股份股东构成中存在大量“三类股东”。此次预披露更新后,文灿股份将成为带着“三类股东”上会的新三板企业。业内普遍认为,此举具有示范意义,将对困扰新三板企业转板已久的“三类股东”问题解决提供重要借鉴作用。

文灿股份招股说明书显示,公司成立于 1998 年,于 2015 年 3 月 18 日挂牌新三板进行股票公开转让。2015 年 6 月,文灿股份通过新三板定向增发股票 1500 万股,募资总额为 3 亿元。通过此次定增,文灿股份的持股股东由之前的 5 家扩充到 27 家。在参与定增的 22 名投资者中包括 9 名“三类股东”,合计投入 1.05 亿元认购 526 万股。此后,这部分股份又经过一轮转让交易。截至目前,文灿股份公司中含有“三类股东”10 家。

在寻求闯关 IPO 的新三板企业中,“三类股东”普遍存在。据不完全统计,目前 IPO 排队的近 150 家新三板企业中,大约 60 家存在“三类股东”。此前,由于对存在“三类股东”的企业 IPO 审核缺乏统一的口径,寻求 IPO 的新三板企业多选择上会前将“三类股东”集中清理。去年以来,在 34 家上会的新三板挂牌企业中,已上会的博拉网络和奥飞数据都曾存在“三类股东”问题,但这两家企业均在预披露更新前就采取措施清理了“三类股东”。其

中,奥飞数据在二次上会审核后获批,博拉网络则最终被发审委否决。博拉网络有关负责人在 IPO 被否后表示,此次 IPO 失败是因“三类股东”发生代持所致。

新三板企业 IPO 过程中面临的“三类股东”问题,源自目前新三板和 A 股市场监管规则的不同。根据《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》规定,“三类股东”可以申请参与挂牌公司股票公开转让。而 A 股市场出于对 IPO 企业股权清晰、稳定的要求,在 IPO 审核反馈中多次要求对“三类股东”穿透核查至自然人或投资主体,携带“三类股东”的企业过会尚无先例。

今年 3 月份两会期间,新三板企业圣泉集团董事长唐一林曾就“明确“三类股东”作为拟 IPO 企业股东的合法资格”提出相关议案。为此,证监会回复称,并未在 IPO 申请及受理阶段对“三类股东”设置差别性政策,鉴于“三类股东”作为拟上市企业股东涉及发行人股权清晰等发行条件及相关信息披露要求,“目前证监会正在积极研究“三类股东”作为拟上市企业股东的适格性问题。”

今年 7 月份,中国基金业协会表示,基金业协会正在推动“三类股东”问题妥善解决,已向证监会积极反映并提出解决思路,证监会正在积极研究。基金业协会提出的解决思路是从私募基金的登记备案开始,严格按《基金法》要求规范私募基金运作管理,保证机构产品信息规范透明、真实有效。

“200 人股东”企业成功过会

“三类股东”问题有望出现转机,而困扰新三板企业 IPO 的“200 人股东限制”问题的解决已有成功案例。2017 年 12 月 6 日,在证监会网站发布的发审委会议结果中,新三板挂牌企业科顺防水首发获通过,成为新三板首家股东超过 200 人成功过会的企业。

科顺防水 2015 年 10 月 15 日挂牌新三板,当时仅有 45 户股东。挂牌新三板后,科顺防水采取做市转让的交易方式,由于交易活跃,最多时有 7 家做市商。据公司今年 11 月

披露的招股说明书,其在册股东人数 383 名。公司表示,在过会前,对 89 名股东进行了核查,总持股比例占 94.2%,其中不含契约型私募、资管计划和信托计划这“三类股东”。

按照《非上市公众公司监管办法》及其修订意见的规定,股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司 IPO 需向证监会申请行政许可,行政许可的主要条件是公司必须股权清晰,应当进行股份确权,且确权股份需达总数的 90% 以上(含 90%),未确权的部分应当设立股份托管专户,并明确责任主体,拿到证监会批复的行政许可后方可申请上市。

虽然相关政策对“200 人股东”问题给出了相关指引,但此前的实际操作中,由于没有成功案例参考,业界对此问题持保留态度。今年上半年,上交所旗下“上交所企业上市服务”公众号发布的《企业改制上市 30 问》指出,在新三板挂牌的时候,股东人数不超过 200 人,挂牌之后不管是因为交易还是因为定增,股东人数超过 200 人的可以直接去 IPO,不用担心受到限制。但在今年 8 月份,拥有 400 多户股东的有友食品 IPO 预披露之后隔天就被撤回,至今仍未披露。同样,有 200 多户股东的海容冷链在 IPO 审核的排名中一再延后,疑似被“冷处理”。此类问题一时间变得“不确定”。

科顺防水此次过会给相关新三板企业吃了一粒“定心丸”。广证恒生证券认为,从这次过会案例看,在满足了证监会批复行政许可的要求后,新三板企业由于做市转让导致股东人数超过 200 人不成为发审委 IPO 过会审核的问题。

为市场打开指导窗口

作为新兴的资本市场,新三板过去一直存在“三类股东”“200 人股东限制”等悬而未决的“隐形红线”,而上述案例为市场打开了指导窗口。业内人士表示,上述相关案例具有重要的示范意义。随着“三类股东”“200 人股东限制”等阻碍新三板企业 IPO 的“隐形红线”破解,新三板市场的投融资预期和交易流动性有望得到一定程度的改善。

联讯证券新三板研究组组长彭海认为,近期几家新三板公司的 IPO 进展给了市场重要的示范效应,将成为未来企业效仿的案例。在“三类股东”上,虽然文灿股份上会结果还不得而知,但一定程度上给目前平淡的市场提供了借鉴意义,可以激发“三类股东”参与市场的积极性,为市场注入流动性。而“200 人股东限制”的破题,则减轻了优质新三板企业对股票交易频繁的担忧,为疲软的市场带来一定的流动性。

东北证券研究总监付立春认为,“三类股东”和“200 人股东限制”,其实在新三板的发展过程中起到重要的推动作用。这也是很多新三板企业股权结构中的共性问题。随着上述案例的落地,新三板投资的基础性问题有望得到解决。如果股东构成清晰、规范,股东限制问题本身将不再是企业 IPO 的实质障碍。对新三板投资者而言,随着新三板企业 IPO 的路径更加清晰,参与新三板投资的热情将变高。

不过,业内人士同时提醒,尽管“隐形红线”逐步消失,但这并不意味着企业可以放松对自身的要求。在 IPO 政策趋严规范的当下,加强企业自身的主业经营和治理规范依然是最重要的命题。

“政策的明晰将为企业 IPO 减轻负担,但企业还是要更多关注自身的发展。”华南一家从事新三板投资的私募基金负责人认为,随着相关案例的落地,“三类股东”“200 人股东限制”等隐形的 IPO 红线将逐渐得到破解。对企业而言,政策明确为 IPO 提供了便利,企业不用再为符合“隐形红线”而付出更多的时间和资金成本。随着障碍的破除,将有更多优质企业加入到 IPO 竞争中。企业要多关注自身是否存在“硬伤”,本身质量过硬才能在资本市场胜出。

付立春指出,监管对企业自身的规范性、持续盈利能力等硬性指标要求越来越严格,新三板企业要聚焦主业经营和公司治理,这是企业发展的根本。

相关新闻

今年新三板退市数量明显增长

退市企业或突破 650 家,退市率逐渐接近欧美发达国家水平

□ 胡 南

在新三板步入万家时代之后,“有进有出”逐渐成为市场常态,2017 年新三板退市企业数量明显增长,退市率快速上升。

全国股转公司数据显示,截至 12 月 12 日,新三板 2017 年已有超过 600 家企业退市,相比之下 2016 年全年新三板退市企业仅 56 家。联讯证券统计数据指出,2017 年新三板退市率已经从年初的 1% 快速上升至当前的 5.7%,已经逐渐接近了欧美发达国家资本市场的退市率水平,2017 年全年摘牌退市企业数量有望突破 650 家。

“从摘牌原因来看,除却因 IPO 及被并购之外,业绩变动、融资需要、公司发生重大变动、监管处罚等也是企业选择退市的重要诱因,2018 年新三板退市率将会继续上升。”联讯证券新三板研究组组长彭海认为,投资者需要特别注意避免出现因摘牌回购而引发的纠纷矛盾,在筛选投资标的时应更加关注新三板企业的内在投资价值。

2017 年 12 月 12 日,雄鹰教育等 4 家新三板企业从新三板退市——这仅仅是 2017 年新三板退市企业的一个缩影。

从目前的退市企业数量和挂牌企业总量对比来看,新三板退市率已经从 2017 年初的 1% 快速上升至当前的 5.7%,已经逐渐接近了欧美发达国家资本市场的退市率水平。联讯证券预测,2017 年全年摘牌退市企业数量有望突破 650 家。

联讯证券研究指出,2017 年退市企业中有 42 家企业入围 2017 年创新层,22 家企业连续两年入围创新层。从业绩来看,退市企业中净利润在 3000 万以上的有 187 家,其中近百家选择 IPO,超过 30 家被并购,相比之下还有 83 家退市企业处于亏损状态。

从融资情况来看,半数以上的退市企业从未融过资,相比之下有 71 家退市企业在新三板融资额累计超过 1 亿元,其中景域文化的累计融资额超过了 10 亿元;从企业市值情况来看,退市前最新总市值超过 10 亿元的有 69 家,其中酒仙网、新产业和安控科技三家的总市值均过了 100 亿元。

相比较而言,哪些领域企业退市意愿更强,哪些更愿意扎根新三板? 联讯

证券研究发现,电力热力行业、教育行业、汽车制造业、纺织服装、农副食品加工业、零售业等退市企业比例较高,饮料行业、保险业、体育行业、商务服务业退市企业比例较低。

随着市场环境的影响,新三板资本功能渐弱,教育企业融资增发目标不容易实现,再加上新三板流动性不足,教育企业难以享受估值溢价。对于部分优质的教育企业,新三板已经无法满足发展需要,未来转板 A 股市场可以实现更大的发展目标。因此教育企业摘牌数量较多,退市率较高也是比较正常的结果。

自 2016 年下半年以来 IPO 审核持续提速,尽管最近新三板企业 IPO 频频出现被否的案例,但总体而言 2017 年新三板已有超过 20 家企业 IPO 通过创下历年之最。联讯证券新三板研究院统计,截至 2017 年 11 月 17 日,有 153 家新三板企业的摘牌与 IPO 上市有关,这一数量远高于因其他可见原因选择摘牌退市的企业。

尽管根据全国股转公司有关规定,新三板企业可以先暂停转让待到 IPO 通过再选择摘牌,然而越来越多有 IPO 意向的企业会提前选择暂停转让,并将交易方式由做市转让变更为协议转让,然后进行摘牌。

究其原因,联讯证券认为,首先,近几年新三板市场行情低迷,企业融资环境不畅,二级市场流动性无法得到改善,企业估值不断缩水;其次,拟新三板 IPO 企业在挂牌期间难免出现及时必须披露半年报、年报等,这些强制披露的内容存在时间节点的限制,IPO 的申报工作不是很灵活,也可能因信披违规被罚加大 IPO 成功过会的风险;再次,便是“三类股东”(契约型私募基金、资产管理计划和信托计划),由于至今监管层仍未明确“三类股东”的具体清理路径,多数拟 IPO 企业会选择退市后通过工商登记转让完成清理,而目前尚未有携“三类股东”企业成功过会的案例。

被并购是新三板企业退市的第二大原因。东方财富 Choice 显示,今年以来上市公司对新三板企业发起的并购案例已经超过 160 起,创历史新高。而联讯证券新三板研究院统计,截至 2017 年 11 月 17 日,有 98 家新三板企业的摘牌与并购有关。

COTRAN

热烈祝贺
深圳科创新源新材料股份有限公司
A 股成功上市

股票简称：科创新源股票代码：300731

保荐机构（主承销商）：

光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES