

新三板改革解读

2019年10月25日，证监会新闻发言人常德鹏表示，作为全面深化资本市场改革的重要一环，新三板综合改革已经确定了总体思路和改革方案，正式开启了此次新三板市场深化改革的序幕。

目前，包括引入精选层，公募基金入市，降低投资者门槛和转板制度四大深化改革政策已经全部落地，新三板正面临新的发展机遇。对此，南方基金子公司南方资本投资经理雷嘉源解读如下：

根据对《新三板改革规则汇编（征求意见稿）》等文件的分析，我们认为此次新三板改革主要有以下突破点：

一、 设立精选层

1、政策背景

2019年11月8日，证监会就修订后的《非上市公众公司监督管理办法》和新起草的《非上市公众公司信息披露管理办法(征求意见稿)》公开征求意见。随后，全国股转公司官网公布了6项业务规则，向社会公开征求意见。精选层遴选标准、公开发行、连续竞价交易机制、投资者适当性管理要求、转板要求等政策逐一明确。

2、意义

此次改革推出精选层，其中精选层股票采取连续竞价交易方式，全国股转系统同时提供开、收盘集合竞价安排，**可以理解为精选层股票交易属性正从场外市场向场内市场靠近。**

主要系精选层在发行制度中配套公开发行制度，相较于基础层和创新层公司流动性将更强，盘中交易采用开收盘集合竞价+盘中连续竞价的方式，与目前沪深交易所一致。涨跌幅限制比例相比基础层和

创新层缩小为 30%，连续竞价成交首日、终止挂牌后股票恢复交易期间的成交首日不设涨跌幅限制；增设基准价格上下 5%的动态申报有效价格范围。**同时，差异化表决机制的落地也为引入部分新兴企业扫清了障碍。**

拟进入精选层的发行人应当为在全国股转系统挂牌满一年的创新层公司。挂牌公司拟进入精选层，应当聘请保荐机构等中介机构进行推荐，在履行公司内部决策程序后，向全国股转公司提交申报材料，经全国股转公司审查和中国证监会核准，完成公开发行后，达到精选层准入条件的方能进入精选层。**由于进入精选层已经过中国证监会核准，因此为下一步转板制度的建立打通了最大的障碍。**

二、 建立转板制度

1、政策背景

2020 年 3 月 6 日，证监会发布了《转板指导意见》征求意见稿，对新三板挂牌企业转板的诸多问题进行了规定，该文件的发布也预示着我国多层次资本市场互联互通的时代来临。

通常我们说“IPO”指的是一家股份有限公司第一次将它的股份向公众出售。我们俗称的“上市公司”就是通过 IPO 方式在沪深交易所上市的公司。但需要强调的是，上市并非只有 IPO 一种方式，介绍上市是海外市场常见的另一种上市模式，它可以把企业融资和证券上市在时间上分开，给企业更大的灵活性。

新三板（全国中小股份转让系统）交易的企业称为“挂牌公司”，用以区别于“上市公司”。被称为“挂牌公司”的原因有二：一是因为它在“场外”市场而非沪深交易所交易；二是非公开发行股票，待到

企业挂牌后再通过非公开增发方式进行融资。

考虑到精选层股票入选时已经过公开发行及中国证监会核准，大大减小其转板的政策阻力。此次改革明确提出新三板精选层将作为预备板块，企业转板可走介绍上市通道，直接转板、不走 IPO 排队通道与审核通道，不发行新股或不在沪深交易所 IPO，并且转板后遵守法律法规与交易所业务规则限售规定，精选层限售时间可抵扣这一规定，大大增强了新三板精选层作为主板预备板的目标定位。

2、意义

转板对新三板发展至关重要，对 A 股冲击有限。转板是新三板改革成败的关键：首先，转板有利于精选层优质公司估值向 A 股靠拢；其次，转板带动精选层活跃的同时，将间接拉动创新层和基础层投融资。

我们判断转板对 A 股冲击有限：首先，防套利仍然是重中之重，转板不会降低上市门槛和上市公司质量；其次，转板 A 股不涉及到新股发行，不会产生新股“抽血效应”；第三，长期改变股票供求关系的是注册制，而非转板。

海外注册制市场转板是常态，2015-2019 年中国香港和中国台湾转板上市案例占比分别为 10.7%和 11.8%。而即使没有转板制度，2017-2019 年来自新三板的 IPO 数量占比也达到了 11.3%。

三、降低投资者门槛

1、政策背景

2019 年 12 月 27 日，全国股转公司发布和修改了 7 项业务规则，主要涉及分层、交易和适当性管理三方面内容。7 项业务规则分别是

《分层管理办法》、《股票交易规则》、《特定事项协议转让细则》、《特定事项协议转让业务办理指南》、《股票异常交易监控细则》、《投资者适当性管理办法》和《投资者适当性管理业务指南》。

降低投资者门槛属于第一批落地的新三板深改新政。本次 7 项规则均立即生效，但部分条款延后执行。1) 降门槛开户立即生效。12 月 30 日起即执行新适当性管理标准，但交易权限新老划断；2) 最低申报数量变 100 股等通知，投资者最小申报从 1000 股变为 100 股还需等待执行通知；3) 集合竞价频次调整立即生效，自 30 日起，基础层/创新层集合竞价撮合频次上升至 5 次和 25 次；4) 3 项创新层即时调出规定，2020 年 5 月 1 日起执行。

2、意义

根据上交所的 2018 年统计年鉴统计年末各类投资者持股情况：1000 万元以上和 300—1000 万元之间的自然人占比分别为 0.5%和 1.58%，合计 82.09 万户；100—300 万元的持股账户数量有 200.33 万户。根据中登公司公布的投资者持有市值比例推算，预计 50 万/100 万/500 万门槛的潜在投资者约为 1112.6 万、508.6 万和 79.5 万，悲观、中性、乐观假设下的精选层开户率为 10%、20%和 40%，得出精选层开户数为 203.4 万、101.7 万和 50.9 万。因此我们预测，**考虑此次将精选层投资门槛降到 100 万元，预计将为市场增加 100 万左右的合格投资者，投资者数量将更为合理。**

四、引入公募基金

1、政策背景

2020 年 1 月 3 日，证监会发布《公开募集证券投资基金投资全

国中小企业股份转让系统挂牌股票指引（征求意见稿）》，允许公募基金投资新三板精选层股票，并明确了基金管理人参与要求、投资范围、流动性风险管理、估值方法、信息披露与风险揭示、适当性管理等要求。

2、意义

引入公募基金等机构账户不仅可以使得投资者的绝对数量有小幅增加，也可以为那些不满足门槛要求无法直接投资新三板的普通投资者，开辟出一条通过借助参与公募基金的方式间接投资新三板的渠道。更重要的是，机构账户是长期稳定资金的重要来源，从而有利于改善新三板市场流动性水平，提升投融资功能。

风险提示：

所载内容和意见仅作为客户服务信息及投教案例分享，并非为投资者提供对市场走势、个股和基金进行投资决策的参考。我公司对这些信息的完整性和准确性不作任何保证，不构成对我公司旗下基金实际投资行为的约束。投资者购买基金前应关注适当性新规，结合自己的风险承受能力理性投资。