

改革优化存量制度 完善市场融资功能

新三板再出“组合拳”促进创业创新

经济日报·中国经济网记者 祝惠春

热点聚焦

新规在定增流程设计上更加简单便捷，并联审查机制有利于节省挂牌公司融资时间。在小额融资机制上给予挂牌公司更大的自主权。取消了重大资产重组股票发行35人的限制，允许不符合股票公开转让条件的资产持有人以受限投资者身份参与认购。市场预期，这次改革对于畅通中小微企业融资渠道，带动社会资本投资，促进创业创新资本形成将具有重要推动作用

10月26日，全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”）发布了新政，优化改革新三板市场做市商制度、优化股票发行与并购重组制度等存量制度，为经济固本培元、行稳致远贡献新三板力量。

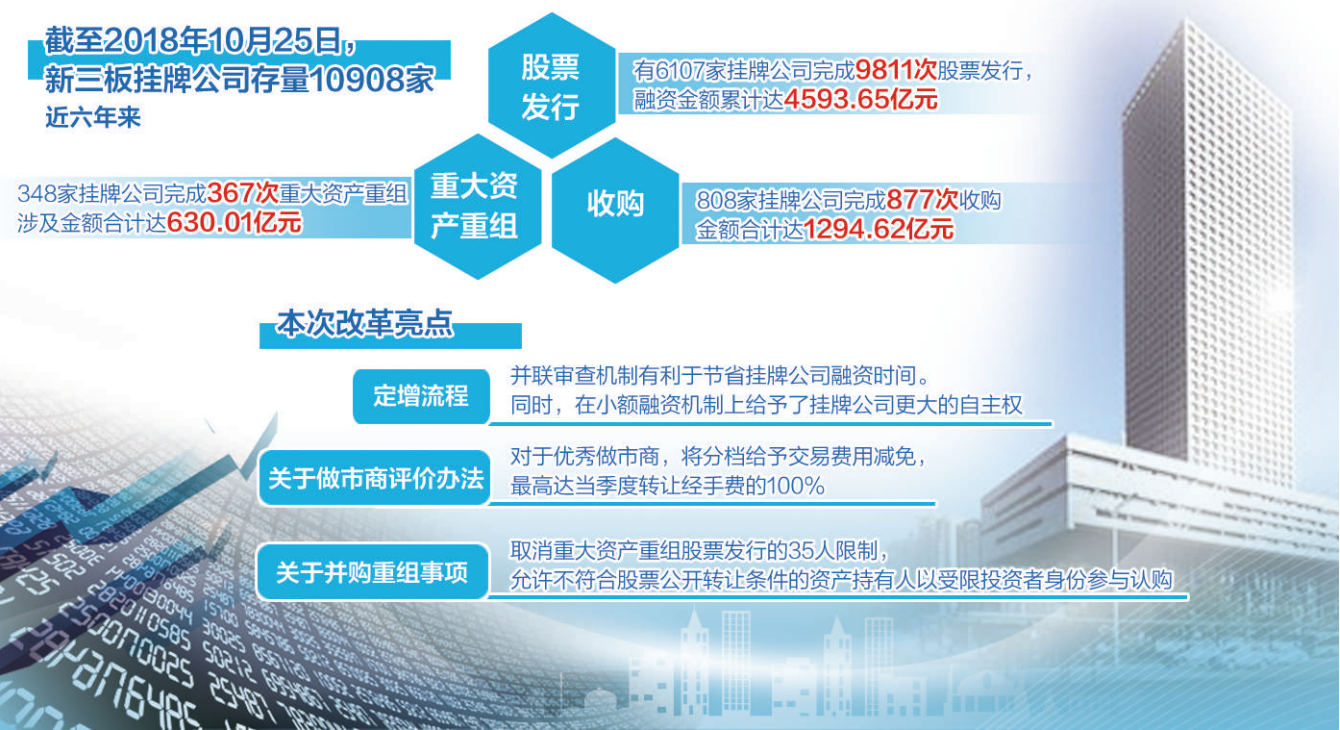
在挂牌公司股票发行制度方面，一是实施并联审查机制，让挂牌企业相关资金尽快投入生产。过去实行串联审查机制，募集资金到账后，挂牌公司与主办券商及商业银行签订三方监管协议、会计师事务所负责验资、主办券商及律师核查并出具意见等程序需依次完成，全部完成并汇总形成备案文件申报后，备案审查程序才开始启动。这种“串联式”审查安排导致资金实际闲置时间长，挂牌公司的募集资金平均闲置时长约为40天。

全国股转公司按照“并联”审查的思路对相关业务流程进行优化，相关环节改为并联运行，从而实现快速出函。经测算，按照新流程挂牌公司募集资金平均闲置时长可以缩短20天以上。业内人士告诉记者，在这个机制下，股转公司将实现申报备案“T+1”。全国股转公司选择自我加压，提高效率，极大缩短了募集资金闲置时长。

二是推出授权发行制度，规定了“年度股东大会一次决策、董事会分次实施”的授权发行制度，提高小额发行决策效率。

数据显示，挂牌公司平均股东人数约为40人，其中股东人数少于20人的公司占比接近2/3，挂牌公司股权呈现高度集中的特征。过去，无论发行金额大小，挂牌公司必须就发行事项逐次完成董事会、股东大会审议程序，耗时至少15天，未能体现新三板发行制度小额、快速、灵活的特点。

此次改革，全国股转公司借鉴创业板小额发行“年度股东大会一次决策，董事会分次实施”的规定，推出授权发行制度，允许挂牌公司在年度股东大会时，根据公司章程的规定对下一年度小



额融资作出决议，授权董事会具体实施，提高小额融资的决策效率，以满足挂牌公司应急性补流或紧急项目投产等特定融资需求。

为防范利益输送等违规行为，全国股转公司配套安排了相关风险防控措施，设置负面清单，明确授权有效期，将授权发行的标准确定为授权期间累计募集资金不超过1000万元，待实践成熟后再考虑逐步放宽标准，推广适用。

专家表示，企业要重点关注两项优化：一是对募集资金用于补充流动资金的，不再强制要求量化测算，只需在发行方案中就补流用途列举披露即可；二是对于发行用于做市、发行构成收购、发行用于激励等不以融资为直接目的的发行，不再要求作出募集资金必要性和合理性分析。

这一政策调整，降低了挂牌公司的信披成本和中介机构的核查成本，既坚持了募集资金监管的底线要求，又契合了中小微企业小额、灵活的融资特点。授权发行制度推出后，挂牌公司小额融资内部决策时间可以缩短15天以上，辅之以并联审查机制，挂牌公司最快可在半个月內完成一次发行融资。

在并购重组制度方面，一是明确挂牌公司购买生产经营用土地、房屋的行为不再按照重大资产重组管理，以进一步减轻挂牌公司信息披露负担，降低交易成本，提高交易效率。二是优化重大资产重组停牌制度，避免出现“长期停牌”“久停不复”现象，保护投资者交易权利等。

除上述调整外，还明确重大资产重组中发行股份购买资产发行人人数不再受35人限制，并允许不符合股票公开转让条件的资产持有人以受限投资者身份参与认购。

对此，东北证券研究总监付立春表示，这是一条重大突破，将促进新三板扩大资产重组融资范围，使融资额度增加，融资难度降低，让新三板资产重组更加便利，促进挂牌企业发展。

与此同时，还发布了《做市商评价办法》，推行做市商评价制度。当前，新三板市场上有近五分之一的股票做市，而交易转让中，90%是由做市商提供。可以说，做市商制度是新三板交易流动性的主要提供方式。这次针对新三板做市制度特点，聚焦做市商做市行为，从做市规模、流动性提供和报价质量三方面对做市行为实行多维度评价。根据评价结果对优秀做市商给予交易费用适当减免等优惠，引导做市商积极、合规做市。经测算，做市商评价正式开展后，全市场做市商转让经手费将平均

降低55%。

中国新三板研究中心首席经济学家刘平安认为，这对于排名靠前的做市商而言，会有“名利”双重激励，也将大幅降低新三板市场交易成本，提高市场效率。

“把中小微企业服务好，把民营企业服务好，把科技创新发展战略服务好。”全国股转公司相关负责人在接受经济日报记者采访时表示，新三板是我国多层次资本市场的重要组成部分，其市场新，制度新，机制灵活，服务对象特殊。因此，新三板的完善与改革，一直在路上。

点评

市场有需求 制度有空间

祝惠春

有关专家认为，本次新三板改革“组合拳”体现了3个鲜明特点：一是坚持问题导向，从服务实体经济的角度出发，从企业的融资并购需求出发；二是突出完善市场基础功能的目标，聚焦市场发行融资的核心功能；三是突出对新三板特色制度的巩固和完善。

市场预期，这次改革对于畅通中小微企业融资渠道，带动社会资本投资，促进创业创新资本形成，将具有重要推动作用。

事实上，新三板改革一直在路上。2013年以来，新三板市场逐步构建完善了“小额、快速、灵活、多元”的发行融资制度和市场化并购重组制度，挂牌公司融资规模和并购重组规模持续扩大，在缓解中小微企业融资难、融资贵，完善直接融资体系，促进产业结构整合、优化资源配置等方面取得了积极成效。

家外汇管理局局长潘功胜也强调，金融市场和部分金融机构对民企风险的偏好有所下降。在金融市场上也出现了一定的“羊群效应”，一些经营正常的民企也遇到了融资困难。“如果单纯依靠市场力量自我校正，短期内可能很难产生效果。因此，有必要引导金融市场的非理性预期和行为。”潘功胜说。

事实上，究竟为哪些企业的债券提供增信、如何定价，主要还是依靠机构的专业判断，依靠市场的力量，央行提供的初始资金主要起到引导、撬动作用，从而推动社会资本参与支持民营企业健康发展。盛松成认为，在这个过程中，央行应把握好提供资金的适度规模。只要市场对民企信用风险的评估能够回归理性，央行引导设立民营企业债券融资支持工具的信号意义其实更大，甚至并不一定需要动用大规模资金。同时，在具体落实中，央行强调尊重市场规律。在风险识别和风险控制方面，各方也会研究

毋庸讳言，随着新三板市场的发育和深化，市场结构在变化，流动性不足问题也仍然存在。面对新情况、新变化、新问题，新三板改革可谓市场有需求，制度有空间。

坚持目标导向、问题导向，抓住新三板不同发展阶段的主要矛盾，这是新三板改革一贯风格。此次对股票发行、并购重组和做市商制度整体改革优化，着眼于现行存量制度改革优化，聚焦完善市场融资功能、提升市场效率，同时也综合考虑了后续增量改革的统筹协调，一手抓增量改革，一手抓存量优化。下一步，应牢牢把握服务中小微企业、民营企业和防范风险的工作导向，按照“以市场分层为抓手，统筹推进发行、交易、信息披露、监管等各方面改革”的总体思路，在强基固本基础上，继续深化改革。

序曲精彩，后续值得期待。

对于机构来说，通过合理评估和理性判断，为有财务可持续性和发展潜力的民企提供资金支持也可能是比较好的投资机会。有机构测算过，目前信用债的违约规模与违约率实际上低于银行贷款，2018年上半年商业银行平均不良贷款率为1.81%，是信用债市场违约率的10倍。

“从总量上看，央行增加的再贷款再贴现额度也是适度的，不是‘大水漫灌’。”盛松成表示，民营经济在整个经济体系中占据重要地位，贡献了50%以上的税收、60%以上的GDP、70%以上的技术创新、80%以上的城镇劳动就业、90%以上的新增就业和企业。这部分再贷款再贴现资金是有针对性的定向调控，是对实体经济真实需求的“精准滴灌”，旨在促进经济结构调整和优化。

财经观察

继允许保险资产管理公司设立专项产品后，险资股权投资新规也在路上。

10月26日，中国银保监会修订《保险资金投资股权暂行办法》并征求意见。本次修订调整的主要内容是取消保险资金开展股权投资的行业范围限制，通过“负面清单+正面引导”机制提升保险资金服务实体经济能力。

新规将险资股权直接投资行业范围从白名单换成负面清单制，不再局限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业，丰富了险资投资渠道，拓展了投资范围，利好保险企业。同时，在当前市场环境下，险资入市途径更加通畅，也有利于稳定市场预期。

实际上，我国保险资金股权投资起步较早，但由于监管体系不健全，成功的案例不多。2010年以来，随着各项股权投资政策陆续发布，保险机构股权投资业务也进入规范化和常态化发展阶段。不过，2016年那一波险资举牌上市公司所引发的争论促使监管部门对保险公司股权投资作出了严格限制。

如今有所不同。针对举牌乱象，监管部门出台举措一一堵漏，促进保险业回归主业，险资举牌也大幅降温。此外，险企投资路线也出现了较大转变，越来越多的险企开始布局未上市公司股权，并进入基础设施建设项目等领域。在此形势下，无论从服务实体经济还是提高险资运用水平来看，放松对险资股权投资的限制都很有必要。

不过，有几个问题需要注意。首先，新规在赋予保险机构更多投资自主权的同时，在加强股权投资能力和风险管控能力要求方面并未放松。比如，股权投资标的企业所处行业或领域需符合宏观政策导向及宏观政策调控方向，或者标的企业不属于产业政策禁止准入、限制投资类的行业与领域等。

其次，险资的稳定收益需求与股权投资的收益特征之间存在矛盾。股权在初始投资期通常无法立刻产生回报，随着被投企业运作成熟或者基金投资项目退出，才能逐步产生收益，且存在投资退出难、失败率高等问题，使得险资面临较高的风险和不确定性，需要监管部门进一步完善相关的业务规则。

再次，险企投资能力面临挑战。虽然近年来险资投资范围逐步扩大，投资经验和投资能力都在提升，但总体而言，险资投资仍以债权计划以及固定收益类资产为主，股权投资的人才储备、投资理念与其他投资机构仍然有一定差距。这要求保险公司还需在市场培育、团队建设、风控能力等方面提升投资能力。

需要特别指出的是，股权投资一般分为战略投资和财务投资。战略投资是为了延伸产业链，获得协同效应，财务投资则是为了获取投资回报。按照险资特点，绝大部分股权投资还是要以获得稳定收益为主。因此，险资开展股权投资应当以财务投资为主，战略投资为辅。

市场动向

截至今年三季度

PPP管理库累计投资额12.3万亿元

本报北京10月28日讯 记者曾全华报道：财政部近日发布统计显示，2018年三季度全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目管理库环比二季度新增项目540个、投资额3471亿元。截至三季度，管理库累计项目数8289个、投资额12.3万亿元。

财政部PPP中心介绍，各地继续加强PPP项目规范发展，持续清理不合规项目。三季度管理库共清退项目538个、涉及投资额0.9万亿元，在库项目质量有所提高。同时，三季度管理库新入库发布项目1078个、投资额1.5万亿元，覆盖31个省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团，表明PPP在全国各地继续平稳推进。由于库内存量项目结构调整导致投资额变化，因此新入库项目投资额减去退库项目投资额与净增（减）项目投资额不一致。

在落地项目方面，三季度管理库环比新增落地项目421个、投资额3135亿元；前三季度，新增落地项目1360个、投资额1.7万亿元，落地率上升11.1个百分点；管理库累计落地项目数4089个、投资额6.3万亿元，落地率49.3%。

在行业方面，三季度环比新增项目数前三位的是市政工程、生态建设和环境保护、交通运输，分别为172个、132个、56个；三季度项目环比新增投资额前三位是城镇综合开发、生态建设和环境保护、水利建设，分别为1615亿元、372亿元、305亿元。

在民企参与方面，4089个落地项目中社会资本所有制信息完善的项目共4018个，涉及社会资本共6753家，其中民企占35.3%；民资背景项目1711个、投资额2.1万亿元，分别占4018个社会资本所有制信息完善落地项目的44.8%和34.0%。

在示范项目执行情况方面，截至三季度，四批示范项目共计990个，投资额2.1万亿元。三季度落地示范项目净减项目1个、投资额946亿元，项目数、投资额下滑缘于落地示范项目退库。三季度末落地率比二季度末上升1.6个百分点，比年初上升1.7个百分点。

本版编辑 温宝臣

融资支持工具并非为民企信用风险兜底

本报记者 陈果静

为支持民营经济发展，中国人民银行日前再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，并引导设立民营企业债券融资支持工具。

对此，上海市人民政府参事、中国人民银行调查统计司原司长盛松成认为，央行通过再贷款提供部分初始资金，引导设立民营企业债券融资支持工具，并非为民企信用风险兜底，更不是“量化宽松”。

“当前确实需要加强对实体经济的资金支持力度。”盛松成认为，9月份，广义货币（M2）同比增速仅8.3%，处于历史较低区间。前三季度我国GDP增速是6.7%，最新物价数据显示，9月份CPI同比增速达到了2.5%。盛松成表示，按照过去多年的经验，在这样的经济增速和物价水平下，货币供应量增速在10%或以上是比较适度的。可见，目前资金确实是较紧，实体经济尤其是中小微企业和民营企业融资比较难。

近一段时间，表外融资下降的确控

制了金融风险，长期看有利于经济稳定和发展，但同时也需要处理好实体经济现实的融资需求。盛松成分析，尽管人民币贷款不少，但直接融资和表外业务下降较多，M2增速也不高，在资金整体运用上需要合适的调整和转换。

前三季度，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票对社融的贡献率均为负，3项合起来拉低了社融增速1.7个百分点，去前同期这3项拉动社会融资规模增长1.8%。虽然人民币贷款同比多增，但难以抵补表外融资的萎缩。此外，受多种因素影响，企业家和投资者面对当前市场上的不确定性，避险情绪较重，这本身也会使市场的自我调节变得困难。目前，金融市场对民企融资的态度似乎是“一刀切”的。因而，目前推出这两项措施，增加对小微企业和民营企业的资金支持，改善民营企业融资环境，十分及时和必要。

在10月26日举行的国务院政策例行吹风会上，中国人民银行副行长、国

际外汇管理局局长潘功胜也强调，金融市场和部分金融机构对民企风险的偏好有所下降。在金融市场上也出现了一定的“羊群效应”，一些经营正常的民企也遇到了融资困难。“如果单纯依靠市场力量自我校正，短期内可能很难产生效果。因此，有必要引导金融市场的非理性预期和行为。”潘功胜说。

事实上，究竟为哪些企业的债券提供增信、如何定价，主要还是依靠机构的专业判断，依靠市场的力量，央行提供的初始资金主要起到引导、撬动作用，从而推动社会资本参与支持民营企业健康发展。盛松成认为，在这个过程中，央行应把握好提供资金的适度规模。只要市场对民企信用风险的评估能够回归理性，央行引导设立民营企业债券融资支持工具的信号意义其实更大，甚至并不一定需要动用大规模资金。同时，在具体落实中，央行强调尊重市场规律。在风险识别和风险控制方面，各方也会研究

更具体的措施，规避道德风险。可见，支持工具的财务可持续性是要得到充分重视的。

对于机构来说，通过合理评估和理性判断，为有财务可持续性和发展潜力的民企提供资金支持也可能是比较好的投资机会。有机构测算过，目前信用债的违约规模与违约率实际上低于银行贷款，2018年上半年商业银行平均不良贷款率为1.81%，是信用债市场违约率的10倍。

“从总量上看，央行增加的再贷款再贴现额度也是适度的，不是‘大水漫灌’。”盛松成表示，民营经济在整个经济体系中占据重要地位，贡献了50%以上的税收、60%以上的GDP、70%以上的技术创新、80%以上的城镇劳动就业、90%以上的新增就业和企业。这部分再贷款再贴现资金是有针对性的定向调控，是对实体经济真实需求的“精准滴灌”，旨在促进经济结构调整和优化。