

2020 年 03 月 08 日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 有利于初创企业融资，减持对市场冲击有限

## ——创投基金减持新规落地点评

## 相关报告

《2 月 PMI 数据点评：制造业 PMI 综合指数可能低估经济受到的冲击》——2020-03-01

《并购重组配套融资细则点评：配套融资衔接再融资新规，助力企业并购重组》——2020-02-29

《2 月 21 日政治局会议点评：逆周期政策有加力迹象》——2020-02-23

《《货币政策执行报告》和 LPR 报价下调点评：货币政策兼顾逆周期调节和房住不炒》——2020-02-21

《再融资新政正式落地点评：大幅放宽融资约束，定增市场有望反弹》——2020-02-16

## 事件：

2020 年 3 月 6 日，证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定(2020 年修订)》(以下简称《特别规定(2020 年修订)》)，上海证券交易所、深圳证券交易所同步修订实施细则，自 2020 年 3 月 31 日起实行。本次修订简化了反向挂钩政策使用标准，利好中小企业和科技企业，同时具有针对性的放宽了项目减持限制，促进大宗市场交易，有利于市场上长期资本形成。

## 投资要点：

- 简化了创投基金反向挂钩政策适用标准，缓解私募股权投资基金、创业投资基金“退出难”。反向挂钩政策指的是创投基金所投股份的锁定期与 IPO 之前的投资期限成反比，即基金前期投资的时间越长，项目减持时间越短。2018 年 3 月证监会发布的《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》(以下简称《特别规定》)，要求创投基金申请享受反向挂钩政策需要符合两个条件：除了项目投资时符合“早期中小企业”或者“高新技术企业”条件外，还要求该基金“对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比 50%以上”。《特别规定(2020 年修订)》对反向挂钩政策予以简化优化，仅要求申请项目在投资时满足“投早”、“投中小”、“投高新”三者之一即可，同时删除基金层面“对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比 50%以上”的要求。

此次调整显著放宽了创投基金行业适用反向挂钩政策条件要求，有利于缓解此前创投基金与私募股权行业普遍面临的募资难、退出难等问题。同时，《特别规定(2020 年修订)》将进一步鼓励长期资金参与创业投资，引导市场“投早”、“投小”、“投高新”，助力中小企业、高新技术企业发展。

- 放松了创投基金其它方面减持的约束，促进长期资本形成。2017 年 5 月，证监会发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》中规定：集合竞价交易连续 90 日不得超过 1%、大宗交易连续 90 日不得超过 2%、大宗交易的受让方要锁定 6 个月、非公开发行股份解禁后 12 个月内不能减持超过 50%等，对大股东减持规定较严格。与之前相比，《特别规定(2020 年修订)》取消创业投资基金大宗交易方式下减持受让方的锁定期限制，大宗交易是创业投

资基金减持股份的重要方式，之前的减持新规阻碍了大宗交易进行，取消锁定期限制后将提高大宗交易方式下受让方的交易动力，提升大宗交易市场活跃度。

同时此次还取消了投资期限在五年以上的创业投资基金减持限制，之前《特别规定》中规定“集合竞价交易情况下，投资期低于 36 个月的，连续 90 日不得超过 1%；投资期超过 36 个月、低于 48 个月的，连续 60 日不得超过 1%；投资期超过 48 个月的，连续 30 日不得超过 1%。大宗交易情况下，相应的减持比例不得超过 2%。”本次取消五年以上的基金减持限制，体现了对长期投资的差异化引导和扶持，有利于真正将长期资金引向创投，促进长期资本形成。

- **有利初创企业融资，市场减持压力不会显著增加。**规则的修改显著改善了投资初创小企业创投基金在所投企业上市之后减持面临的限制，有利于创投企业吸引融资——与近期出台的《再融资新规》基调基本一致。考虑目前市场上符合反向挂钩政策的创投基金不是很多，市值占比很小，且解禁需根据限售要求分批解禁，同时科创板也有自身锁定期，不会导致集中在同一时点大量抛售的局面，因此市场减持压力并不会显著增加太多。
- **风险提示：经济低于预期，疫情超预期**

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_6749](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6749)

