

清科观察：10 余家 PE 挂牌新三板吸金超 350 亿，证监会紧急叫停的背后逻辑

清科研究中心 房瞻 2016-01-07

自 2013 年底新三板扩容以来，新三板市场一直蓬勃发展，尤其是 2015 年以来，新三板的挂牌企业数量一直持续攀升。根据股转系统信息显示，截止到 2015 年底，新三板挂牌企业数已达 5129 家，成交额约 14.6 亿。新三板的繁荣更是吸引了数十家私募股权投资机构纷纷排队挂牌，然而已挂牌私募股权投资机构的高估值、巨额融资和资金投向等问题也引发了不少市场争议和监管层的关注。此外，还有个别挂牌机构由于股票价格波动过大而被证监会点名调查。

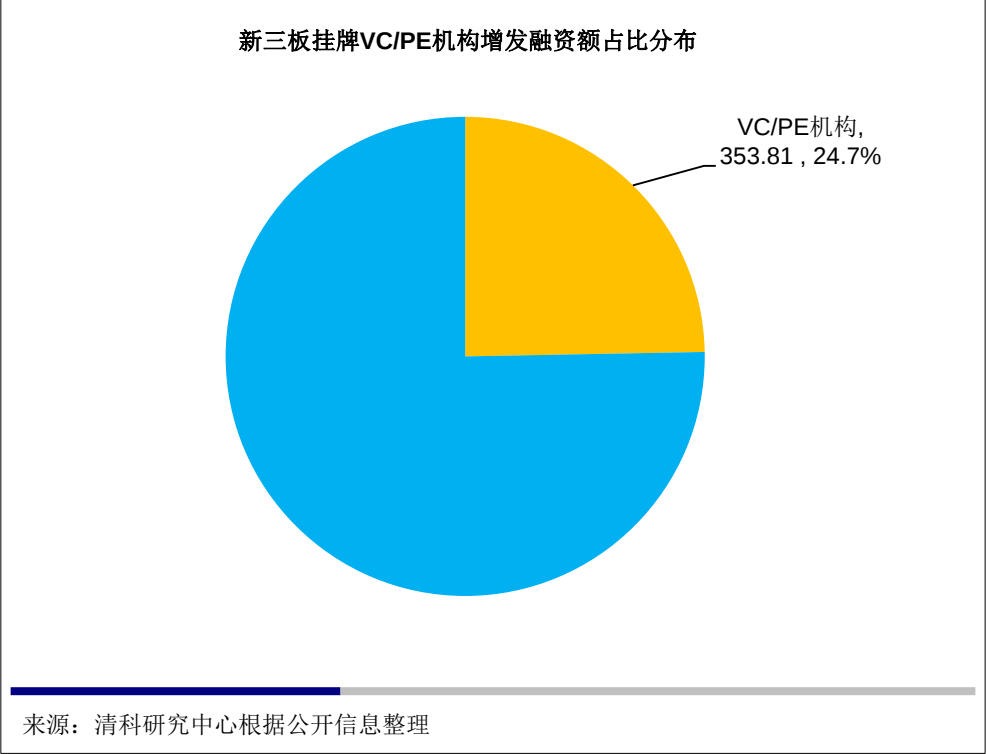
2015 年 12 月 25 日，中国证监会副主席方星海在国务院政策例行吹风会上确认已暂停私募基金管理机构在新三板挂牌和融资，并且下一步将对前期融资的使用情况开展调研。方星海表示，2015 年以来，新三板市场中的私募基金管理机构频繁融资，其融资金额和投向引起了社会广泛关注和质疑，因此，需要加强对此类私募基金管理机构的监管。

VC/PE 估值虚高，新三板成其吸金利器

VC/PE 机构估值过高是目前新三板存在的潜在风险之一。公开信息显示，截至 2015 年底，市值排名前十的新三板挂牌企业中，VC/PE 机构占据六席。其中，九鼎集团以 1025 亿元位居首位，中科招商和硅谷天堂位列第二、第三。如此之高的估值，也使得挂牌机构定向增发的市盈率高达百倍，给投资者和新三板市场带来巨大风险隐患。

清科研究中心根据公开数据整理发现，截至 2015 年 12 月，新三板挂牌公司通过 3018 次定向增发累计募集金额 1432.17 亿元，而包括九鼎集团、中科招商等十余家私募股权投资机构的募集金额就已经超过 350 亿元，占总融资规模的 24.7%，其平均募集金额更是高达 20.81 亿元人民币。

图 1 新三板挂牌 VC/PE 机构增发融资额占比分布（截至 2015.12.31）



从目前国内的宏观经济和资本市场大环境来看，私募股权投资机构选择挂牌新三板是内外因共同驱动的结果。新三板在目前机构普遍募资困难的环境下为私募股权机构提供了新的融资渠道，一定程度上补充了投资机构的流动性。从已挂牌机构的股票发行情况可见，九鼎集团最近的一次增发达 100 亿元，中科招商自 2015 年 3 月份挂牌以来也通过四轮定增募集超过 100 亿元。另外，VC/PE 机构挂牌后，原有 LP 转变为公司股东，未来可通过股份减持获得退出，也成为一些机构选择挂牌新三板的重要原因。

表 1. 新三板挂牌 VC/PE 机构定向增发情况（截至 2015.12.31）

挂牌日期	机构名称	增发次数（次）	增发金额 （亿元，人民币）	平均募集金额 （亿元，人民币）
2014-04-29	九鼎集团	3	157.87	52.62
2015-03-20	中科招商	4	108.84	27.21
2015-11-16	天图投资	2	38.81	19.40
2015-07-30	硅谷天堂	1	30.71	30.71
2015-07-22	明石创新	1	9.24	9.24
2015-07-15	同创伟业	1	3.50	3.50
2015-11-05	浙商创投	1	2.12	2.12
2015-11-17	久银控股	1	1.50	1.50
2015-10-23	信中利	1	0.58	0.58
2015-12-14	拥湾资产	1	0.48	0.48

2015-11-20	激创投资	1	0.17	0.17
合计		17	353.81	20.81

来源：清科研究中心根据公开信息整理

私募机构借三板布局二级市场，资金投向引非议

目前，VC/PE 机构借助新三板大规模融资吸收资金，实现自身业务与平台迅速扩张的同时，更大举进军二级市场。

在登陆新三板后，九鼎集团通过并购投资先后设立了九泰基金、九州证券和九信金融，未来还将筹建民营银行和保险公司，意在搭建全牌照金控平台。2015 年 5 月 25 日，九鼎集团以 41.5 亿元购得中江集团 100% 股权，获得 A 股上市平台中江地产。同年 11 月 30 日，其控股子公司昆吾九鼎资产注入中江地产顺利完成，实现 PE 业务 A 股借壳上市。同时，中科招商自 2015 年七月份以来也迅速举牌了包括宝诚股份、朗科科技、国农科技、沙河股份、丰乐种业等十余家上市公司，并计划五年内举牌 30-50 家上市公司。此外，硅谷天堂、同创伟业等机构也逐渐着手布局二级市场。

新三板作为国家为中小微，特别是创新创业型企业提供融资的新渠道，是连接中小企业与投资者的重要平台。而大量资金通过高估值的挂牌 VC/PE 机构流入二级市场，与新三板“扶持实体经济”的战略定位相背离，成为了监管机构叫停 PE 挂牌的重要原因。

我国私募股权投资市场近年来虽迅猛发展，但仍存在很多问题。而 2015 年以来，中国证券投资基金业协会在信息披露和内部控制等多方面均制定了行业自律规则，并于 2015 年 12 月发布《私募投资基金募集行为管理办法(试行)》的征求意见稿。同时，证监会也在对私募股权机构挂牌新三板后的投融资情况进行了进一步调研，种种举措都意味着私募股权行业的监管正在逐步走向规范化和系统化。虽然目前证监会并未对 PE 机构暂停挂牌新三板做进一步监管细节的披露，但相信通过本轮调查和梳理，未来将更有利于新三板和私募股权投资行业的良性健康发展，未来也更能发挥其助力实体经济的战略作用。

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_15228

