



中国新三板发展战略高层论坛

暨中国新三板发展报告 2016 发布会

国家金融与发展实验室

2016 年 8 月 28 日

中国新三板发展战略高层论坛

暨中国新三板发展报告 2016 发布会

张跃文：

感谢李老师的致辞和介绍，很荣幸在这样的场合向大家报告我们团队的研究成果。今年上半年，我们集中了一段时间去研究新三板市场，主要是关于这个市场的发展走向和未来的问题。应该说，开始我们对这个市场都不是特别了解，但是在经过这一段时间的研究和积累以后，我们对这个市场有了一些新的认识。刚才李老师已经谈了他的一些想法，这也是我们的一些想法。对这个市场来说最能够触动我们的是这样一组数字，2015年新三板市场上有差不多 2000 家公司融资成功，平均每家获得大约 6000 万元资金。我们知道，新三板市场主要是为中小微企业服务的，对中小微企业来说 6000 万元意味着什么？可能有些公司一年的营业收入也就是这样。我们前期不太重视的新三板，为企业资本形成突然发挥了引人注目的作用。尽管 1200 多亿的融资总额，也仅仅相当于主板市场 IPO 融资额，但是它所惠及的企业数量，远远超过主板市场 IPO 企业的总和，所以我们觉得这个市场正在发挥着作用，我们应该重视它，把这个市场建设好、管理好、经营好。作为研究机构，我们有责任把这个市场目前没有解决的问题进行深入研究。今天在这个场合，我把我们的一些研究成果和想法与大家分享，同时也请来几位嘉宾，请他们给我们指出错误、缺点和问题，也同时指出我们未来进一步研究的方向。

《中国新三板发展报告（2016）》有三个组成部分。一、总报告；二、市场篇，讨论市场的问题；三、

张跃文

国家金融与发展实验室资
本市场与公司金融研究
中心主任

中国社会科学院金融研究
所研究员

制度篇，主要讨论监管，市场的基础性制度和国外的制度借鉴。

首先给大家介绍一下新三板市场的快速发展，这是我们股转系统网站上经常会更新的一组数字：从2013年到2015年，新三板市场的挂牌公司的数量、总股本、市值、投资者数量、发行股票数量和融资金额等关键性的指标都取得了飞跃式的增长。短短两年时间，市场上的机构投资者已经有了2万多家，个人投资者19万多人，股票发行次数2013年60次，2014年329次，2015年2560多次，今年前7个月大约1800次，预计到年底超过2015年是没有问题的。

从挂牌公司来看也是非常惊人的增长，这个表统计的是2015年的时候，那时候有5179家公司，统计到这个星期已经有8800多家公司了，现在平均每个月有几百家公司在新三板市场挂牌。这些挂牌公司在制造业分布比较多，大概一半，另外一些公司是在高科技的领域。从区域上来看还是中东部发达地区的挂牌公司比较集中。融资活动的区域和挂牌公司数量也与公司分布情况很接近。并购重组的活动越来越活跃，今天我们请来了中国并购工会的执行会长尉立东先生，过一会儿他会从并购重组的角度谈一下新三板市场的功能。去年一共实现了106次的重大资产重组、107次的收购，新三板公司在获得资金以后迅速的投入实质性的投资活动，对于增强实体经济活力和提升资本使用效率都发挥了作用。

简单总结了一下新三板市场目前所体现出来的几个基本特点：第一，目前市场提供的服务，比如挂牌服务、发行股票服务、交易服务等等，形成了一套相对比较顺畅、便捷、高效的服务体系，可以在很短的时间内完成一家企业从挂牌、发行股票到交易的过程，速度和频率远远超过主板市场。第二，市场包容性强。市场对于挂牌公司没有具体的财务指标要求，当然进入创新层的除外。进入市场门槛低，所以我们也看到有大量企业进入市场，这本身也带来一些问题，这个后面会讲到。第三，市场化程度更高。从挂牌也好、发行股票也好，基本出于企业自愿，在股票发行和交易的过程中是买卖双方的自愿，并不像主板市场里面发行股票、上市交易等要有很多行政性方面的约束和障碍。第四，企业挂牌综合成本较低。第五，市场有巨大的金融创新能力。

2013年国务院49号文件里面很清楚的讲了，新三板市场是全国性证券交易场所，并没有讲新三板是全国性的“场外交易”场所，也没有讲是“股票”交易场所。这意味着在市场上只要符合投资者和挂牌企业的需要，很多的证券品种都可以在这个市场创售、发行、交易。目前我们看到一些新的品种的推出，如果能够减少更多来自行政监管当局的约束，也许会更好，因为从总体上来说，我们认为新三板市场是整个资本市场进行改革和发展的一个试验田，应当有相对自由的空间去探索。

对于挂牌企业来说，在发展中也存在几个比较突出的问题。第一个是从挂牌企业群体的结构上看，我们发现它存在增长速度、规模和质量方面的矛盾，这种矛盾主要体现在一是挂牌企业数量增长非常快，二是大量都属于中小微企业，这些中小微企业经营风险和股价变动风险比较高，这是我们前期成立中小板市场和创业板市场的时候监管层最担心的事情。由于新三板市场的特色，入场门槛很低，主要又为中小微企业服务，这就造成大量企业进场挂牌，同时这些企业规模也比较小，而且接下来带来的问题就是市场流动性遇到了一定困难。

第二个方面是某些基础性的制度，我们从几个方面分别讨论了一些基础性制度完善的问题，比如说市场准入制度、交易机制、适当投资者制度等等，都做了讨论。

最后一个是市场监管的问题。市场监管现在面临更多的是体制性问题。我们都清楚，新三板是由股转系统负责运营的，股转系统承担一定的监管责任。但股转系统是一家企业，它对违规行为的处罚力度比较弱。股转系统也公布了常用的处罚措施，其中最严格的一项就是“向中国证监会报告”。在大量企业鱼龙混杂的市场上，我们需要具有更强执行力的监管机构和更强的监管措施，来把这个市场管好。

我们也提出了一些相应的建议。政策建议方面，从市场的进入门槛上来看需要有一个差异化的安排。要强调新三板市场在经济新常态下，对于中国经济转型、资本形成所应该发挥的作用，战略性新兴产业内的企业应该有更优惠的条件、有更多的机会进入这个市场。另一方面，我们也看到这个市场中的融资

大概有 1/3 左右的额度是被一些类金融机构给拿走了，比如说 PE 机构，还有一些互联网金融平台等，这些机构拿走资金以后，实质上又把资金转入了间接融资的渠道，这跟我们建立这个市场的初衷是有距离的。因此，一定的差异化准入门槛是有必要的。

第二是我们要引入竞争性做市商的制度和混合的交易机制，为的是激活市场流动性。关于市场流动性，很多人都在讨论，说新三板什么时候能够赶上沪深交易所的市场。我可以告诉大家，我们沪深交易所市场是全世界流动性最高的市场，去年沪深交易所股票平均换手率是 500%，但是纽约股票交易所的换手率是 98%，纳斯达克是 171%，台湾市场和韩国市场是 200% 左右，像沪深交易所这样高的流动性，在世界主要市场是非常罕见的。我觉得新三板市场没有必要参照主板市场达到那么高的流动性。当然，现在的流动性状态也很难让人满意。我们期待市场的流动性是适度的，所谓适度就是它能够体现出机构投资者需求的特点，也能够体现出挂牌企业对于股票发行和交易的愿望，它的流动性应该低于主板市场，而且是大大低于主板市场，这是正常的状态。

第三是以提高市场效率为目的建立“分层制度”和“转板制度”。很多人期待新三板可以转板，很多企业进入新三板是为了转入创业板和主板市场。从整个市场设计来看，设计者初衷并不是想把新三板变成通向主板市场的通道，而且事实也告诉我们，8000 多家企业当中真正能够转入主板的寥寥无几，所以如果新三板市场未来寄托在转板制度上面，可能只会让新三板市场成为主板市场的一个附属品，国务院文件和市场人士的期望都不是这样。对于市场分层制度，市场现在分出了创新层，创新层的推出也几经讨论，但是市场一方面分出创新层 1000 家公司，每个月又有新的几百家公司进入这个市场。我们要提高新三板市场整体质量需要让这个市场的信息更透明，参照国际经验，我们需要更多的分层，这种分层既可以考虑是按照财务指标、市值、流动性指标进行逐级递减的分层，也可以参考其他市场的做法，比如按照信息披露的水平和流动性的高低进行分层。不同标准的分层目的是什么？目的就是为了减少投资者甄别信息的成本，让他知道他需要的公司股票在哪里。有些投资者希望投入一些长期经营稳健的企业，有些投资者需要高成长的公司，有的投资者需要短期内就

能迅速转让和套现的企业，这些企业都具有不同的特色，在新三板的市场上我们应该给投资者提供这样更明确的信号，分层制度就是一个很好的工具。

在监管层面，因为市场有太多没有受到上市公司训练的企业，也没有像主板市场上市公司那样经过长期 IPO 排队和券商辅导，很多企业在较短时间内仅接受有限培训就进入了市场。另一方面，很多投资机构也在这个市场上，一些机构投资者，比如像 PE 机构、互联网金融机构，它们是一些私募性质的机构，这些机构在行业监管上最近有所加强，但是总体上跟主板市场的券商和上市公司接受监管的程度还是有一定差距的。所以如果想把这个市场做好、秩序维持好，提高市场的整体质量，可能我们需要有更多的监管方式进来。参考国际经验，自律性的监管发挥的作用越来越强，这些自律性的监管有来自市场的、有来自行业组织的、有来自社会舆论的，这样的措施都可以在新三板市场上试水。

以上就是我向大家汇报的研究报告要点。谢谢各位。

李扬：

谢谢跃文，他已经挑起了讨论，比如说流动性的问题，说实话，中国 A 股市场换手率高，并不是令我们骄傲的事情，而且，进一步考虑，流动性是不是要唯一用换手率来衡量？肯定不是这样的。这次危机，使得我们对很多概念有更深入的了解，流动性就是这样的一个核心概念，如果将流动性简单理解为换手率，就会误入歧途。如果按这个标准来衡量，中国市场是最好的。其实，大家心里都清楚，中国资本市场，如果不是最有问题的，也是最有问题的之一。可以说，现在，这个市场对国民经济提供的正能量已经不太多了。再比如转板问题，尽管我们现在说设置新三板的时候没有把它只是定位为是一个准备阶段，但事实上，在监管安排上就有这样一种潜意识在。所以，很多企业上了新三板就准备去转板，这其实与我们发展多层次资本市场的目标并不完全一致。从构建有效市场体系而言，每个层次的实体经济都需要有与之对应的资本市场。美国有很多在低层次市场上挂牌的企业，它们似乎从来没有想过要转板，为什么

要转板呢？在原来的市场上什么功能都能满足，为什么要转板呢但是在中国就存在这样的问题，这就暴露出来我们市场结构存在严重的缺陷。