



# 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

刘平安：

首先感谢大家今天能够来参与论坛和讨论，特别感谢国家金融与发展实验室以及中国社会科学院金融研究所能够给我们这样一个机会，使我们一家民营机构能来参与市场的讨论、研究，为这个市场的监管发展尽我们的一点力量，也感谢媒体朋友能够参与今天的讨论。我想用简短的时间，谈一谈我对这个市场最基本的一些看法。

在我的眼中，新三板面临历史性大发展的机遇，但同时面临大的挑战。我今天发言的内容分成三部分。第一，为什么如此看好新三板？为什么对中国新三板寄于如此高的厚望？理论视角是什么？第二，目前新三板处在一个什么样的历史阶段？机遇是什么？以及它面临的挑战。第三，未来的发展方向。

哈佛大学有一个管理学大师克里斯坦森提出“破坏式创新理论”，认为在一个市场当中，市场主体要生存、发展就一定要创新，他从企业所处的发展阶段、市场定位和资源禀赋，从这三个角度对创新做了分类。第一，维持性创新，是向现有的市场、客户提供更好的产品。第二，低端破坏式创新，是以低成本的方式向过分被满足的客户提供产品和服务。第三，新市场破坏创新，开启一个完全不与原有市场竞争的新市场。以手机为例，苹果、华为应该是一种维持性创新，而小米是低端破坏性创新，如果还能够开发一种手机，这种手机是专门针对某一个市场，比如说老人的市场、孩子的市场，它就

刘平安

中国新三板研究中心首席  
经济学家

是新市场破坏创新。他认为市场的在位者一般倾向于维持性创新，市场的新进入者则倾向于低端破坏式创新和新市场破坏创新。而后两个市场，低端破坏式市场和新市场，由于它们的成长最终会对原有市场形成冲击，这就是创新发展的路径。

我们把这样的理论框架拿来研究中国的资本市场，我们认为，交易所市场，上交所、深交所的创新是属于维持性创新，因为这个市场定位为大中型成熟企业服务，准入门槛是高门槛，对于上市企业是高成本，不仅是显性的财务成本，还包括隐性的机会成本，而它的制度安排是非市场化的。新三板市场是破坏式创新，市场定位是专门为中小微企业提供服务，准入的门槛、挂牌成本很低，机会成本很低，进入市场等待的时间很短，制度安排是市场化的制度安排。交易所市场从上个世纪 90 年代到现在，从市场创新角度来讲有几个方面：1992 年开设 B 股市场，2001 年 B 股开始对国内投资者开放，2004 年开设中小板，2009 年开设创业板。在制度创新方面，2001 年由审批制转向核准制，2005 年的股权分置改革，都是在证券发行制度、证券交易和流通制度方面的改革，但是，这种改革我们为什么不认为它是破坏性创新而是维持性创新呢？因为它是在原有的制度框架内的调整和一些制度框架内的融合。比如大家所熟知的，2004 年开设的中小板，2009 年开设的创业板，按照监管机构、国家原有的意思是想把它打造成像现在新三板这样的市场，但是由于是在原有制度框架内的设计和安排，导致现在成为了主板的一部分。交易所市场的维持性创新，对于中国资本市场改革进程的影响和作用，我们认为基于制度的路径依赖、基于中国惯有的改革方式，既得利益群体不欢迎改革，未来交易所市场的注册制改革是在原有的市场和原先有关的制度框架下维持创新。我们可以得出来一个结论，交易市场的创新是颠覆式创新不可能，渐进式的改革是常态。基于中国经济结构转型所需要资本市场的紧迫性，交易所市场并不能代表中国资本市场未来的发展方向。

新三板的破坏式创新，从市场定位来看：专门为中小型企业服务，那么从它的准入门槛、业务体系、制度安排等方方面面来看，它对中国资本市场改革进程的影响是打破了资本市场原有的生态平衡，使资本市场的市场化改革有了一个突破。因此我们认为在中国近三十年的资本市场的改革和发展当中，它是

中国资本市场最重要、最重大的制度创新。但是这个创新有它的不足，这个不足表现在三个方面：第一，现有的监管框架可能影响新三板市场化进程。第二，市场的主要组织者券商完全是交易所市场的券商，从事新三板业务的激励与动力不足，这很有可能成为新三板市场化最大的障碍。第三，股转系统目前的股东是上交所、深交所等七家股东单位，在这七家股东单位之中上交所、深交所以及中国证券金融股份有限公司所占有的股份是 60%，它们三个完全有可能成为一致行动人，从公司治理结构的角度来看有可能阻碍新三板市场化的发展。我的观点可能不对，但是我是表达自己的观点。这三点有可能成为影响新三板创新动力的因素。这是我们从破坏式创新理论的角度看新三板，我们分析问题得有依据。

从新三板面临的历史性机遇来讲可以从这三个方面来看：第一，中国资本市场结构的角度，中国资本市场结构是以间接融资体系为主的金融市场结构，这样的结构导致现在的结果是高杠杆，这种高杠杆有可能成为引发经济危机、金融危机的诱因，现在要去杠杆，怎么去？一个重要的途径就是加快证券市场、股权资本市场的发展。第二，从国家创新战略角度来讲，新三板最开始从 2006 年加入股份公司的代办转让系统，它起初的动因就是为了落实国家的创新战略。国家要创新，创新靠什么？创新靠科技。科技要产业化、要实现增长率靠什么？靠资本市场、靠金融。科技和金融是创新这辆车的两个轮子，缺少任何一个轮子都是不行的。从这样一个角度来讲，我们需要为国家落实创新战略的资本市场，而现有的商业银行体系对创业企业不提供支持，现有的交易所市场制度安排也不为创新企业提供支持，这个落在哪个市场的身上？两个市场，一个是 VC、PE 市场，另一个是具有公开转让性质的新三板市场。第三，中国经济结构的转型靠企业转型。企业要有自主的知识产权，企业要创新，创新包含两个方面的创新，一个是科技的创新，要有自主的知识产权，要有科技含量，要有发明专利，另一个是商业模式的创新。到底哪些创新是真正能够符合市场的发展？我们要有一个市场去选择，这个市场谁来选择？哪些产业应该遭到淘汰？哪些企业应该遭到淘汰？由投资人去选择，由市场去选择。而这个市场一定是现在金融市场需要解决的根本问题。中国资本市场从上个世纪 90 年代开始，到现在 30

多年，我们现在的市场还是计划的、行政的、命令的，而不是市场化的市场。这样长期下去，经济结构转型没有金融市场基础。这是从宏观层面来看待，我们一定需要这样一个资本市场，能够为中国的创新经济服务。

从微观的基础来看，大量创新企业涌现。有一个数据，近两到三年全球发明专利，增量我们排到全球第一位，存量我们排在第三，在美国、日本之后。中国市场绝不缺乏创意和创新，我们天天和企业打交道，在这方面的感受颇深，如果要用一句话来形容中国宏观经济是“冰火两重天”，传统企业过得很难受，但是创新企业不愁找不到资本。居民高储蓄率，有足够的资本。目前金融市场存在的问题是，一方面我们老百姓很有钱，另外一方面我们创新企业、中小微企业特别缺钱，看似是一个矛盾的现象，其实一点都不矛盾，中间就缺乏一根管道，让老百姓的钱流到创新企业里面去，这根管道就是我们所说的金融市场深化问题，如何把这个管道疏通。从投资的角度来讲，资本市场经过二三十年发展已经积累了数量庞大的股票投资人和证券投资人，并且大家风险识别能力和风险承受能力越来越强。从微观的基础来看，有没有这样的可能性？

另外，从新三板本身的发展来看，有一定的市场基础，截止到上周星期五已经挂牌企业 8877 家，今年超过 10000 家基本上是板上钉钉的事情。我们也有一定的制度基础，新三板从 2012 年 9 月 20 号成立到现在三年多的时间，我们认为经过前面三年市场化制度的基本框架已经形成了，有一定的运营管理经验，到底怎么发行、怎么管理、怎么监管，都已经有了一定的经验。从宏观层面、微观层面和新三板本身的运营管理来看，我们认为新三板面临历史性的大发展机遇。

我把新三板的发展分为这么几个阶段：从 2006 年到 2012 年，这是试点的阶段，市场范围窄、市场规模小、发展缓慢，还是非市场化的制度安排。2013 年到 2015 年，是市场化制度初步形成阶段，挂牌公司的市场准入、股票发行、交易、流通、监管等等各方面，我们建立起了初步的市场框架。从今天开始，特别是从 6 月 27 日市场分层管理制度实施以来，我们认为新三板进入了第三个阶段，市场化制度的完善阶段，在这样一个阶段需要做一些什么样的事情？一个是完善市场分层管理制度，现在虽然推出来了，但是还有一些问题，配套制

度没跟上。完善股票交易制度，特别是做市商交易制度，证券场外市场的核心交易机制，现在还存在一些问题。完善投资者适当性管理制度，推出转板制度、退市制度、集合竞价交易制度。这个过程我们需要用三到五年的时间，一年推出一到两个是可以完成的，三到五年以后，从 2021 年开始就是真正市场化、国际化的新三板，国际化怎么讲？我们有没有可能让硅谷的创新企业到新三板挂牌？有没有可能让全球的创新企业到新三板来上市、并购和融资？这是我们的构想和期望。

现在新三板出现了很多问题，去年市场高涨的时候没有说不好，市场有问题的时候也没有几个人说它好，我们到底应该从什么角度看待新三板？我认为要从三个角度来看：以历史的视角来审视新三板，新三板的基因是创新，交易所市场的基因是为国有企业解困，这是很重要的事情，任何市场的发展要有一个过程，我们要给新三板市场时间。交易所市场经过 20 年的发展，到现在还是一个行政、计划、命令的市场，新三板就搞了 3 年的时间你就希望它的流动性像主板那么好，这怎么可能？我们要站在历史的角度看待新三板。我们要用辩证的思维看待新三板，好的时候要看到问题，不好的时候要看到它的优秀制度安排到底是什么。一定要用发展的眼光看待问题，新三板现在存在的问题是发展当中的问题，这些问题的存在是正常的，任何一个市场不可能一蹴而就，不可能一下就变得很好，因此我们现在对待这个市场，不管是监管机构也好、挂牌公司也好、投资人也好，都要有耐心来看待这个市场。在我的眼中，新三板到底是一个什么市场？新三板是一个高成长性的资本市场，新三板是一个正在市场化制度完善过程中的资本市场，新三板是一个高风险的资本市场，同时它是一个价值投资的市场。在中国的多层次资本市场里面，最具有投资价值的不是交易所市场而是新三板。

我们看待新三板的改革路径，应该放到多层次资本市场体系里面来看，交易所市场注册制改革千呼万唤不出来，为什么？改革过程当中，市场所有主力都不欢迎改革的时候，改革怎么推动？因此我们说现在改。从我基本的观点和出发点来讲，我们要把新三板作为增量市场，当存量市场改不动的时候，我们新开辟一个市场，由这个增量市场的改革来带动存量市场的改革。这些问题需

要怎么解决？在市场化制度的完善阶段，最根本的是监管体系有没有可能独立于目前的交易所市场的监管体系？这是一个很重要的方面。破坏式创新里面就要求全要素要匹配，现在我们的全要素不匹配。全要素匹配是什么？微信之前有一个飞信，是中移动推出的，为什么微信活了飞信死了？就是在创新当中飞信由原有的团队、原有的投入、原有的制度推动创新，但是由于它触动了原有的利益，所以死了。微信为什么活了？马化腾搞微信的时候单独独立出一个原有的部门，不管是投入也好，管理也好，完全独立出一个部门，这样微信就活了。我们现在思考新三板的市场化进程的时候，有两个重大的问题，监管体系有没有可能独立于现有的交易所监管体系？上交所和深交所有没有可能不做股转系统的股东吗？我们有没有可能让中投公司当股转系统的股东呢？当这个母公司不想子公司发展的时候，子公司怎么发展呢？涉及到的更深层次的问题是，场内市场和场外市场是否需要构建竞争性的制度安排？这是问题的关键。

未来的方向是市场化，这一定是我们要坚持的基本方向。不管是证券的发行、交易和监管都要坚持市场化的方向，一定是民营化的企业作为市场主体。目前交易所市场基本上以央企、国企为主，如果一个经济体以央企、国企为主，这个经济体很难有持续发展的可能性。现在新三板民营企业占到将近 96.7%，这个一定要坚持，一定要坚持国际化的发展方向。

新三板对中国经济的深远影响，用四句话来概括，这四句话也是在 2015 年 1 月 5 号人民日报上发表的，新三板是中国创新战略的金融市场支撑，是支持中国经济结构转型的金融市场基础，是中国资本市场深化改革的突破口，新三板还有一个更加重要的作用，将培育中国的创新文化，鼓励创业、鼓励创新、包容时代。

对新三板的未来展望，目前的市值将近 3.5 万亿，我认为最迟明年超过创业板市值，三年以后有可能超过深交所的市值，五年以后有可能超过上交所的市值，八年以后有可能超过纳斯达克，十年以后有可能超过纽交所，十年以后我们再来看新三板有可能成为全球最大的资本市场。大家要有三个相信，相信创新的力量、相信市场的力量、相信制度的力量。

我的演讲完了，谢谢大家。

李扬：

有些问题还是要讨论的，你的一些判断，交易所市场是非市场化的，交易所市场不代表证券市场的方向，有些是要商榷的。在马克思主义经济学里面有一个非常有意思的思想，就是“普照之光”，说的是，在一个由大量非常复杂的要素共同组成的事物中，有一种刻画了它的本质，就像光一样，它普照了世界，并使世界涂上了它的颜色。我引马克思的这个评论，是想说，在这个地方，所有投资者都带有这个特征，不可能在外面搞一个监管体系，说这个是非常市场化的，那个是非常不市场化的。从而，我们要把原来的都摧毁了，再建新的。这是不可能的事。中国的给个一直是增量改革，其路径就是，在老体制之外新开一个新市场，往前推动一些，用它创造一些原则，然后在其他市场中逐渐普及、逐渐推广，改革的实际进程就是这样的。关于破坏的问题，说创造性破坏，这个概念大家都很熟悉，是发展经济学的核心概念。但是，这话说起来很豪迈，身临其境就有很多令人不爽的事要应对。比如，面对创造性破坏，做金融的就要多考虑破坏的问题，考虑谁来承受破坏的结果的问题。大家都愿意接受创新、创造的辉煌成果，但是谁来承受破坏的不利结果呢？一个产业产生了，消灭了很多的产业，与这些产业对应的所有贷款，都会变成不良资产。这个责任谁负？作为一个社会总体，对于改革的设计者，很多问题都必须考虑到。当然，我们需要平安同志这样豪迈的情怀，现在我们说哪年超哪个，在我听来，恍若隔世。太久了，我们很久不用这种方式来布局我们的发展战略了。现在我们讲质量、讲神似，不讲形似、不追求规模。当然，平安同志的意见是非常有价值的。