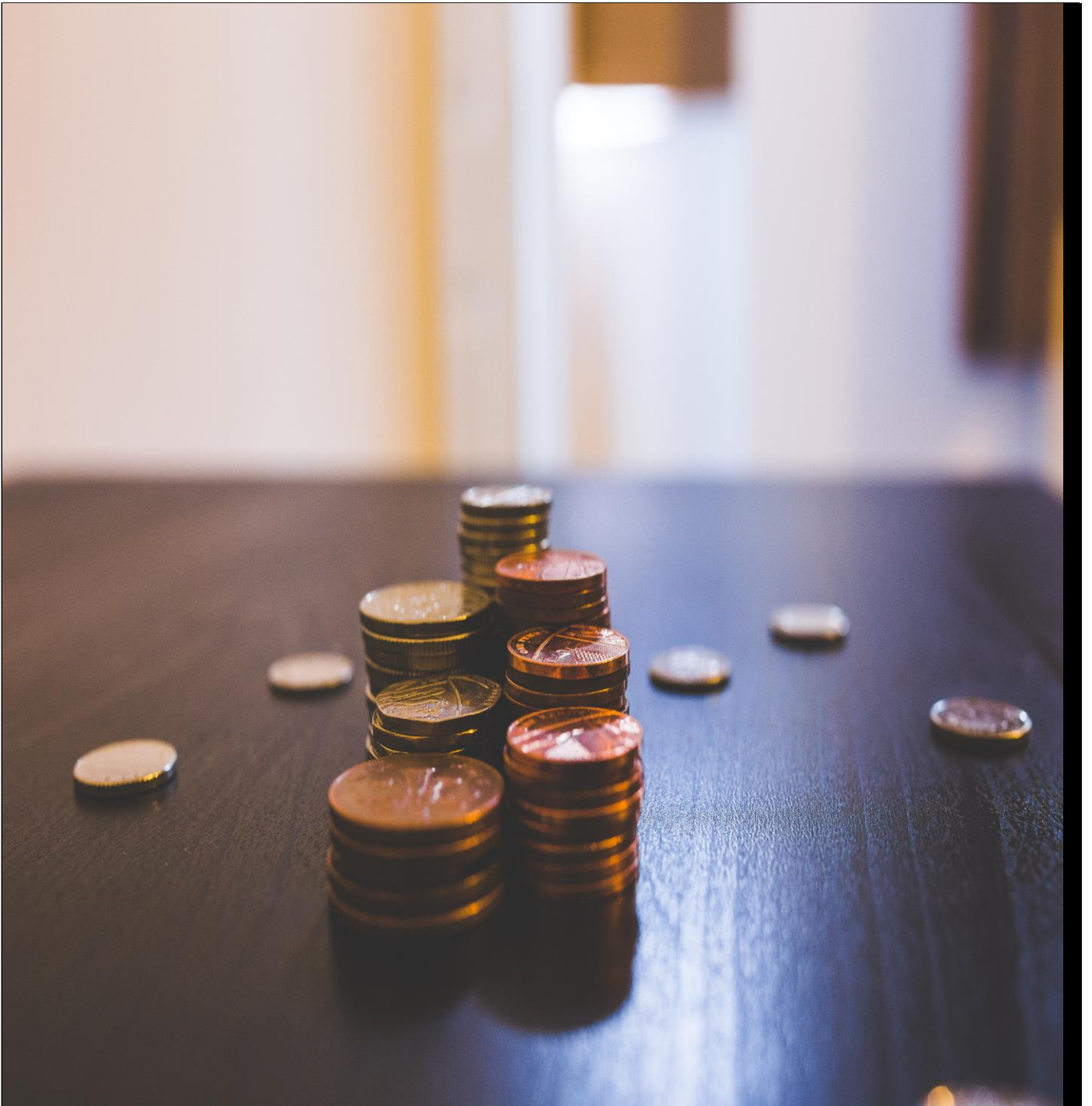




分层制度下的新三板市场发展与监管

国家金融与发展实验

2016 年 6 月 24 日

分层制度下的新三板市场发展与监管

郑联盛

金融法律与金融监管研究

基地 副主任

郑联盛：

非常感谢李老师，感谢各位！今天很荣幸有机会能跟大家交流新三板的发展和监管问题。我今天想跟大家汇报的主要内容有三个方面：第一是简单回顾一下新三板的发展历程和它目前的发展状况；第二是看一下新三板目前存在的一些问题；最后是提一点政策建议。

新三板的发展时间比较短，特别是如果从推广到全国的时间来看，2013年推广到全国，至今也才三年的时间。所以，我们提的问题都比较尖锐，当然这也是发展中的问题。刚才李老师提到我们的资本市场存在两个非常重大的问题，一是这个市场有利于资本交易，不利于资本形成；二是多层次的资本市场是一个倒三角形的市场，也就是说最需要金融服务的中小微企业并没有获得真正的服务。新三板从试点到现在的发展，实际上就是为了解决多层次市场里面这个倒三角问题。

首先，我们来简单回顾一下新三板市场的发展历程。我个人觉得可以大致分为四个阶段，第一个阶段是从2001年到2006年之前，当时是推出了代办股份转让系统，主要目的是为非上市股份有限公司提供股份转让服务，以及为退市企业提供一个继续交易的渠道，实际上是一种退市机制、补充安排。2006年中关村试点之后，新三板就开启了一个新的天地，主要为创新型、创业型和成长型中小微企业提供服务，后来逐步扩展到上海张江、武汉东湖及天津滨海高新园区，最后2013年扩展到全国。所以，我们将2006年至2013年2月划为第二个阶段，也就是试点阶段。第三个阶段是2013年2月至2015

年7月，之所以把这个阶段界定为一个独立的阶段，原因在于，一方面这个市场已经推广到全国，另一方面新三板市场在2015年7月份之前是一个场外市场，到2015年7月31日证监会发布的《场外证券业务备案管理办法》，新三板市场已经成为场内市场了。刚才李老师讲到我们的多层次资本市场，体现在不同的制度、不同的市场结构、不同的主体、不同的功能，那么现在呢？新三板它实际上跟主板、中小板、创业板一样都在场内交易，在交易制度里面，新三板已经逼近这种趋势了，所以这是一个很重要的节点。从2015年8月至今，新三板进入了一个高速发展阶段。所以，我们从这个角度上来将新三板市场的发展分为这四个阶段。

我们认为新三板市场有三个非常重要的特征，一是从定位来讲，它是服务中小微企业的；二是从制度上来讲，它是备案制，虽然不叫注册制，但实质上跟注册制差不多；三是从交易机制上来讲，它有做市商机制，所以从机制的设计上来说，新三板市场跟主板、中小板和创业板是泾渭分明地发展的。

在发展过程中，我们也确实看到新三板的成绩斐然。我们总结了一下，新三板主要有四个比较重要的目标。第一个，新三板是为中小微企业的融资提供新的市场渠道。我们之前是间接融资为主，中小微企业在这个间接融资体系中的议价权很少，所以机会很少，融资很困难，新三板则为中小微企业提供了一个新的融资机制。第二个，为中小微企业的股份转让提供一个支撑。我们国家股票交易的换手率很高，这就造成在我们的多层次资本市场体系中缺乏一个长期股权市场，新三板通过股份的转让，实际上为中小企业的股权投资提供一个新的渠道。第三个，从整个市场体系的发展来看，新三板确实是做了很大的贡献。我们刚才提到，新三板是备案制，有做市商制度，还有投资者适当性管理制度，个人投资者要有500万才能进入这个市场；在交易过程中，还有协议转让，转让方式有多种渠道。所以，我们可以看到，新三板市场对整个证券交易市场以及多层次资本市场的建设是做了很大贡献的。第四个目标，就是从金融服务实体经济这个方面来讲。我们都知道金融体系不可能完全都服务实体经济，必然会存在交易的连续性问题，会有空转的问题，会有蓄水池的问题。但是，如果空转太严重、蓄水池太严重，就必然会导致金融过度膨胀，对实体经济不利。我们提高金融服务实体经济的效率，就是要挤压空转的水平，新三板实际上也

发挥了这样的这个功能。我们可以看到，从2013年推广到全国的这短短三年时间里，新三板挂牌企业达7700家，规模增速已高于主板和中小板，以前的“倒三角”结构正在慢慢发生变化。随着挂牌加速增加，今年中小板挂牌企业可能达到1万家，这个结构就可能发生比较大的变化。

新三板市场的功能正在逐步完善。第一个表现是，我们刚才提到之前中小企业融资非常困难，现在新三板的融资功能正在逐步凸显。2015年，新三板融资1216亿元，创业板是1156亿元，新三板的融资规模已经超过了创业板。第二个是股份转让，有24%的挂牌企业发生了股份转让，虽然占比还很小，但是新三板长期股权投资的功能正在逐步凸显。第三个就是对企业成长的促进。新三板大部分挂牌企业的资质相对都低一点，但通过挂牌的过程，包括辅导、股份制改造、挂牌后的信息披露等等，企业在业务模式、治理模式、重要关系的处理等方面慢慢规范起来。所以，在企业发展方面，新三板也有重要地促进功能。刚才也提到很多新三板在市场完善方面的功能，以上就是从新三板的功能来讲，它的四大功能正在逐步凸显出来。

从具体的数据来看，股转系统中挂牌企业的数量增长得特别快，仅去年年底到今年年初一个月的时间，就有1000家企业挂牌；最近几个月有所放缓，也在300家到500家的规模。从这个角度来看，新三板市场已经成为国内挂牌家数最多的交易所市场。

从融资的功能来看，我们统计了从2013年到2016年初，三年的时间里，新三板发行的股数是602亿，募集的资金规模为3641亿元。虽然相对主板和中小板来讲，这个募集资金规模相对比较小，但是这么多中小企业来进行融资，这对于中小企业的发展来说就非常好。我认识一个朋友，是在机场和高铁做书店的，他通过在新三板市场融资拓展了很多家书店，现在就形成了比较好的规模经济效应。所以，从融资的角度来说，新三板确实促进了微观主体的发展。另外，这期间新三板市场定向增发的功能在逐步凸显出来，市场已经形成了挂牌融资到后续持续融资这样一个比较良性的循环，今年上半年新三板的融资规模应该是600多亿。

从新三板市场中的行业结构来看，通过观察某一天市场交易量的情况，我们可以发现金融行业的交易量特别大。即使到现在，不管是当天的或者是一段

时间的平均平均值来说，从大的行业特征来看，金融股的交易规模特别大，特别是其中的私募股权基金和几个券商交易规模大，这就使得新三板市场现在的换手率比较高。从新三板本来的定位来讲，它是要服务中小微企业、服务经济结构转型的。但是，在行业结构里面，偏新兴产业、技术产业、消费产业的家数比较少，交易也相对不活跃。因此，从行业结构特征来说，新三板确实有待进一步改善。

行业结构中，我们再来具体看一下制造业。截至2016年2月底，新三板挂牌企业为5742家，其中制造业为3044家，占比非常多。在市值方面也是这样的情况，制造业的总市值为7476亿元，占比最大。此外，金融业的挂牌家数虽然比较少，只有113家，占比在2%，但是市值高达3532亿元。所以，就可以看到在市值结构里面，制造业最大，金融业特别突出。刚才李老师提到了我们新三板发展过程当中有出现定位偏离的状况，它实际上会体现在行业结构里面。从换手率来看，新三板的换手率整体来说非常低，但是金融业的换手率相对较高，这也体现了新三板行业结构中存在的问题。

接下来，我们看一下新三板在发展过程中存在什么样的问题。我在前面也提到，这些问题实际上都是发展中的问题，因为新三板发展得特别快，谁都没做好它在三年里面就成为全国最大场内交易市场的准备。目前研究这个问题的也比较多，新三板已经成为市场里面最热门的研究话题。我们大概梳理了一下，主要有五方面的问题。第一个是新三板是如何定位的。第二个是新三板的流动性问题。刚才我们提到新三板交易量小，换手率低，流动性不凸显，但是流动性又是市场机制发挥的基础，没有流动性就没有交易，没有交易就没有价格，那么这个市场的定价功能就没有了。第三个就是现在最热门的分层机制，它对未来新三板市场的发展有什么样的影响。第四个是更撬动神经的问题，就是转板。企业在新三板里面挂牌，怎么能转到主板、中小板或者创业板里面去，这个是大家非常关注的，特别是上市企业最关注这个问题，因为他一旦能转板，就马上就能进行大规模的、流动性非常好的交易，它就有退出的渠道，转板问题现在牵动着新三板中7000多家挂牌公司的神经。最后一个就是投资者适当性的问题，我们如何来协调机构投资者、个人投资者和投资者风险保护的问题。这些就是新三板目前面临的五大问题。

我们具体来看一下这五个问题。第一个，新三板的定位问题。我们刚才提到了，新三板最主要的定位就是服务中小微企业，促进经济结构转型。但是在实践过程中，可能因为发展速度太快，谁都没有机会来做调整。在新三板中，很多从事大额融资的主体并不是中小微企业，很多是私募股权基金、是券商，他们一融可能就是几个亿、几十个亿的融资，那么这跟在中小板、创业板融资有什么区别？在融资主体中，这些大额融资的主体占了很大比例，大量中小微企业并没有在新三板中获得融资，因此，新三板的融资功能虽然在凸显，但是融资结构出现了很大的问题，大部分中小微挂牌企业的融资渠道可能没有真正打开。

第二个问题是新三板的流动性问题。从统计数据来看，5742家的挂牌企业中，有交易的占比只有大概16%。特别是我们比较关注的一些跟民生、消费相关的板块，一方面上市公司少，另一方面交易也少，比如教育、住宿和餐饮、房地产、服务相关行业中，有交易的公司不超过两家，结构有比较大的问题。即使是非常火爆的信息产业，1132家中也只有188家有成交，交易很寡淡。所以，新三板整体的流动性问题主要表现在三个方面，第一个就是有交易的企业占比非常小，只有16%；第二个，市场结构存在问题，换手率很低，最近两三年换手率在持续上升，去年达到55%，但是这其中大部分是因为金融企业的股份交易来完成的，真正换手率的提升并没有那么大；第三个问题是在交易的过程当中价格变化非常大，在同一天它可以是12块钱，也可以123块钱，这么大的价格波动就使得定价机制产生比较大的偏差，这也是我们为什么说流动性是核心问题，因为没有流动性就没有定价功能，所以我们认为新三板最亟待解决的问题就是流动性问题。

跟流动性相关的另外一个问题就是做市商制度。做市商制度是股转系统在促进流动性方面一个最好的、最大的尝试，这个尝试主要是要促进我们整个供求的匹配。做市商制度制定了相应的标准，也遴选了比较多的券商来进行做市。但是，我们发现做市的过程中也有一些问题，比如说我们在调研的过程当中发现有些券商会认为折扣率还不够低，而企业也会觉得券商要的折扣率太低了而不愿意让他们做市，此外还存在分账的问题。所以，做市商的这个问题在供求两方就存在一些技术上的矛盾。更重要的是，在市场交易的过程当中也有一定

的问题，比如说做市商买卖价差不得高于5%，我们统计了一下2015年的这个价差基本上是挂在4%，是一个比较高的价差，做市商反映如果不挂在这个比较高的价差，收益就没有保证。另外有一个主动性的问题，对于券商来讲，如果这个市场非常好，他更愿意从企业拿到券，然后坐等这个资本升值获得资本利得，而不愿意做市。还有一个小的技术问题，制度要求你的价差是5%，但是比如说800块的股票跟1块钱的股票，5%这个价差差别就特别大，那么它可能在5%就成交不了，我们股转系统又要求要在75%的时间里面连续报价、连续撮合，这就导致经常发生这样的一个情况，比如说我满足这5%，又满足不了75%；或者另外一个情况就是它的交易很活跃，这75%里面我就这一个价格一直成交，但是股转系统又要求我有5%的价差，我又满足不了5%的价差，所以券商还有如何应对技术问题的困惑。因此，做市商是一个很好的制度，但是在过去一段时间里，它可能没有真正发挥到促进市场流动性的作用。比如说，从做市转让成交金额看，它比协议转让更高，但这其中也有双向交易的统计问题，所以实际上可能没有那么高。整个有做市的股票成交量占比是24%，这个占比相对也是比较小，所以我们可以看到去年年初以来，做市指数还是非常低的，做市商的作用还没有真正发挥出来，整个市场流动性也没有充分凸显出来。

现在对于市场上最热门、最重要的问题就是分层制度的问题，分层制度的政策指向是很明确的，通过分层来培育出更伟大的成长型、创新型企业，同时使得市场流动性非常充裕。但是就一些研讨和调研来看，这个机制能不能充分发挥这样的功能，是需要考虑的。比如说在这个机制的设计上面，美国在分层制度上的经验是最重要的，纳斯达克是最成功的分层市场，但是纳斯达克从06年开始实行分层，在这之前已经有二三十年的发展时间，比如微软都已经成为全球最重要、最有名的软件企业。美国分层机制是自下而上的，而我们现在是刚刚起步阶段就来做分层市场，分层机制是自上而下的过程，所以机制的制定跟我们的目标能不能相匹配是需要考虑的一个问题。第二个问题就是在流动性改善方面可能会带来多少的增量流动性呢？在分为创新层和基础层之后，创新层的流动性一定会变好，比如机构投资者就关注这900多家，只看创新层，因此交易一定会活跃。那基础层流动性怎么办？如果基础层没有流动性，股转和融资的功能不能凸显出来的话，就要考虑这跟我们的股转系统功能定位是不是

相符合？从目前研究情况看，可能会带来一定的增量流动性，因为分层制度改变的是流动性的结构，它并不是实质性地增加流动性的规模。另一方面从市场选择上来说，可能有的企业愿意进入创新层，有的企业如果觉得自己很优秀了就觉得不需要进入创新层，因为进入创新层之后，信息披露或监管会更严格。比如家族企业，就不太愿意进行过多的信息披露，当然大部分还是愿意进入创新层的。第三个问题，分层之后的机制问题。如果创新层流动性好到能够竞价，那么交易会更加活跃，如果还是维系原来的模式，那么交易机制实质上没有重大改变，不确定是否凸显流动性。所以在分层制度实行之后，会有四个变化：第一，投资主要都会集中在创新层；第二，创新层流动性会更好；第三，转板问题会集中在创新层；第四，整个新三板的管理，包括监管会呈现差异性。

第四个问题，转板问题。在新三板退出之后，要重新申请IPO再上市，还是直接转为小板或创业板的个股？个人认为是直接转到小板或者创业板，那么会带来一些问题，是直接转进去还是需要排队，是需要明确的问题。为什么要转板，是本人一直没有解决的问题，纳斯达克市场在分层之后，为什么没有转到纽交所的交易所市场去？如果在新三板市场流动性很好，融资功能很强大，能在新三板市场成为伟大的企业，那为什么要转到小板或创业板去呢，那这个转板机制是不是一个伪命题？

第五个问题是投资者适当性的问题。我们现在通过500万限制个人投资者，使得整个交易是机构投资者主导的一个市场，虽然个人投资者增长很快，但是从交易这个角度上来说，可能还是机构投资者主导。但是这样会出现一个问题，机构投资者会想市场流动性这么差，如果把这么多资产配置在新三板或者是创业板，流动性很差，一旦发生风险的时候逃都逃不出来，对机构投资者来说，风险怎么控制？比如交易里面一天有1块的、有850块的，净值怎么计算？我没办法计算。所以可以预见机构投资者配置在新三板资产的比例是相对有限的。现在供给方特别大，有7000多家，按这样规模很快达到1万家。资金的供给有限，股份的供给又是特别大，投资者适当性要不要放低，放低的话主要就是对个人投资者放低，它风险这么大，对个人投资者风险的防控又是一个问题。实际上投资者适当性问题也是跟整个市场的流动性、它的估值体系完善不完善是紧密相关的。

所以就可以看到在新三板发展过程中有定位问题，但最近几个月已经逐渐在转好，私募股权基金已经不允许上市，有流动性的问题，有转板的问题，有做市商的问题，有投资者适当性的问题。

我们需要考虑到未来整个新三板市场的发展，第一个就是市场的定位。证监会已经把新三板定位成一个场内的交易市场，所以在场内交易市场里面我们能不能通过一些结构的变化来促进整个系统的完善。第二个，在服务对象方面，新三板对创新型、创业型、成长型的中小企业是如何进行服务的，它的融资功能、股转功能，企业发展促进功能能不能进一步的突显。第三个，在交易方面，新三板的交易体系跟传统的体系是不一样的，我们如何在这种制度下进行更多创新使得这个交易更加有效，特别是在股份的供给和资金的供给方面，就是资产端和负债端如何匹配方面，交易的定位需要进行重新的审视。最后一个是规范的定位，我们这个备案制，备案制的一个问题就是宽进，但是我们现在在监管层面没有非常系统的监管制度，事中的监管和事后的监管可能需要做更大的努力，使得我们宽进后能够严格控制交易主体、上市主体的风险。所以我们在整个体系的定位方面需要做这么几个内容。

最后在具体的发展方面，我们刚才提到定位问题，我们应该更加侧重中小微企业的发展，更加侧重经济结构转型，更加侧重金融服务效率的问题。既然新三板有这么好的机制，它在体系的定位方面需要进一步的突显。

第二，要注重统筹的协调。刚才胡所长提到金融监管体系里面需要很多的统筹协调，新三板里面我觉得还是有几个老问题。比如，行业的发展、市场的发展与金融监管的协调，也就是金融发展与金融监管的协调；第二个协调是在发展过程中股份的供给与机构投资者、个人投资者对资产的需求如何来协调，第三个协调是新三板与其他板如何协调能形成一个真正的多层次的资本市场，这是三个需要重点协调的问题。

第三，要注重企业的需求。现在有很多企业到这边挂牌实际上是考虑到转板这个问题，他可能考虑到有绿色通道的可能，但是有更多的企业实际上想通过挂牌改善自身的经营模式、业务发展模式，通过融资、股份转让使得企业更好发展，这才是企业真正的需求。所以在发展过程中要更多地注重企业真实的需求。

第四个是对于股转系统而言，怎样完善流动性机制、完善市场定价功能是我们最亟待解决的问题。所以现在通过分层制度，正在进行重要的制度探索，我们还需要继续探索。

最后是退市的问题，现在在新三板上市的企业有7000多家，可能很快会到1万家。我们现在分的层有创新层、基础层，如果基础层没有流动性，大家又不投资它，挂牌企业融不到资，又不能股份转让，慢慢就变成了僵尸挂牌企业，如何解决这些问题。我们要更加注重退市制度，现在主板、中小板、创业板退市制度一直没有解决，使得整个市场壳的资源还是很值钱。

在发展过程中，新三板市场取得了非常巨大的成绩，为中小企业、为金融市场完善、为实体经济发展做出了贡献，使得资本市场结构从倒三角逐步变成正三角，但是在发展中也遭遇了一些问题，我们刚才提到有五个问题。未来如何在快速发展过程中取得平衡使得市场更加完善、更加健全？从研究者角度来说跟李老师的心情一样有一种忧虑，通过研究把这种忧虑表达出来希望通过研讨能够更好的解决市场发展中的问题。这个是我今天跟各位汇报的内容，有不到位或者错误的地方请大家多多批评指正，谢谢大家。