



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

李扬：

女士们，先生们，大家早上好。中国新三板发展战略高层论坛暨《中国新三板发展报告（2016）》发布会现在开始。

首先，我代表会议的主办方中国社会科学院国家金融与发展实验室及承办单位中国社会科学院金融研究所、中国新三板研究中心，对各位嘉宾的莅临表示衷心的感谢和热烈的欢迎。

在我们实验室名下讨论新三板发展问题，这是第二次，第一次是在一个月前，当时我们讨论的侧重点在“监管”，它是由我们实验室法律与金融研究中心发起的。今天从市场发展角度再次讨论新三板的问题，足见这个问题的重要性，也足见我们实验室对这个市场的重视。

新三板现在是非常触动人们神经的，尤其是一些“双创”企业都跃跃欲试，希望在新三板一展身手。但这个市场发展太快，遇到一些问题，尤其现在中国金融方面在进行调整之中，新一轮的改革正在酝酿，在新一轮改革的框架中资本市场的定义和发展方向是值得深入讨论的问题，所以大家现在对新三板的关注度非常高。

大致回顾一下，新三板在中国资本市场发展中还是一个新兵，要追溯历史，大概是在 2001 年的时候，现在人们统称为“老三板”，那时候为了解决历史遗留问题，是上个世纪资本市场发展中的 STAQ、NET 系统的

李扬

中国社会科学院学部委员

国家金融与发展实验室

理事长

一些问题，以及在主板市场上退市但又需要进行交易的机构股份转让的问题。从 2001 年开始到 2006 年的代办股份转让系统，是这个市场的初始阶段，从 2007 年开始，新的因素产生，就是现在的“双创”——创新、创业。经济发展靠的是创新，资本市场应该支持创新、支持创业。从 2006 年开始，以中关村为基地发展了中国的新三板，它是支持创新、创业企业，支持高成长企业。经过一段时间的试点之后，这样一个机制逐渐扩展到全国主要的创新、创业的基地，包括上海、天津、杭州、武汉等，从那时开始不断扩展，直至 2013 年监管当局正式确定了这样的一个市场架构。

这个市场发展得非常迅速，出乎所有人的意料。一开始大多数人都以为是小打小闹，只是给在别的地方没有出路的企业一个出路而已。创新、创业存在相当大的不确定性，让这些不确定性很强的企业找个地方进行交易，让投资者有个选择。就是这样。但是，多数人都没有想到会发展到今天这样的规模。我记得去年下半年，我曾去股转公司访问，谢总悄悄跟我说，新三板在今年内就会超过主板。现在来看，至少有些指标已经超过了。我查了一些资料，截止到前天，新三板挂牌企业有 8877 家，总市值是 3.4 万亿，这个市场发展速度是相当可观的，但是更重要的是，它代表着一些新的发展方向。比如说，我们一直讨论中国资本市场的功能问题，资本市场是资本形成、资本交易的市场，但是回顾一下中国资本市场发展，我们在相当长的时间里，到目前这个倾向还存在，就是比较多注重资本的交易，不太注重资本的形成。从主板市场的形成过程可以看出来，开始在有这个市场的时候，资本如何形成？股份公司如何构造？这些都还在讨论之中，我们就把市场推出来了。于是，这个市场就留下相当浓的“投机”气氛，大家上这个市场来，并不是说为了要促进企业的发展，而是为了追求股价的变化，大家都追求在股价的变化中寻求自己的投资收益。中国股价的波动是世界上最大的，市盈率也是最高的之一。这种状况，总体来说是不利于资本形成的，就是因为市场本身是追求股价变化的、追求交易的、以交易为导向的。这种状况，导致监管也误入歧途，迄今为止，我们的监管还是以股价为标的，股价涨了，就怕它涨得过快，于是就有挑战自己智慧的所谓“慢牛”说。什么是慢牛？多慢算慢？多快算快？很荒谬的事情，只有中国这样，

希望这个市场是慢牛。股价跌了就慌，各种各样的措施，以至于不惜让信贷资金直接入市。如此等等，都促使我们深入思考。我们特别需要回到原点进行思考：要发展市场，究竟想干什么？究竟希望它对发展市场经济产生怎样的影响和作用？客观地说，如果只是为了交易，只是因为其中可能有一些投机的收益，如果我们的监管当局只关注股价的变动，这个市场就需要重新改造。

应该说新三板为我们的资本市场刮来了一股清风，它的定位和功能确实是在促进资本的形成。但是大家的整个理念都不熟悉这个变化，促进资本形成有可能交易就没有那么频繁。中国是一个很“短视化”的国家，上市公司持有上市股份平均是两年，西方是七年。还有对应的数字，比如在银行，我们的账龄不到两年，企业建了倒了、建了倒了，谈何创新创业？谈何发展实体经济？这么快的建立和倒闭还怎么发展实体经济？因此大量股份公司挂牌了，长期停在那里，没有频繁的换手，或许就是我们这个市场的特点，也是我们需要的特点，让人们能够有喘息之机，慢慢完善自己的机制、寻找自己主营业务的领域，要给这样一个时机。再比如说交易，集合竞价，关于交易方式，我们又有很多事情需要讨论，我们所知道的交易方式是四类：第一，搜寻型的，筹资者找投资者，投资者找筹资者，双方碰到了就开始交易，碰不上就是碰不上，各自闲着。世界各国最早的资本市场都是这样，是搜寻型的，美国华尔街下的椰子树交易，本质上就是一个搜寻市场，大家都集中在椰子树下相互搜寻。第二，进一步发展，就有了经纪，有人代表投资者，有人代表筹资者，他们互相交易，这就是经纪交易。第三，再往下发展就是做市商，一身二任，既代表筹资者又代表投资者，既对投资者负责，也对筹资者负责。第四，再往下发展才是集合竞价。市场按照交易形态分化就是这么一个层次，这是递进发展的，是自然发展的过程。我们说是自然发展过程，说的是两个意思，一是它不可逾越，二是它也不可能被超越。但是，中国市场一下跳到了集合竞价，中间留下很多空白要补，留下很多空白要填。于是，我们已经有了集合竞价，还要回头去补搜寻，补经纪，补做市，这种状况，在主板市场上就留下了很多问题。当然，以上所说都是后发国家的问题。我们是从最发达的形态入手发展自己的市场的，但是，这样入手固然让我们省了一些事，但是也让我们费了很多的事，让我们不断地补

之前的空白。目前，针对新三板市场，大家说要进行集合竞价，是不是应该如此？可以讨论。

因为这个问题很复杂，所以意见很不一致，所以我代表主办方说，今天大家在这里发言都只代表个人意见，不代表国家金融与发展实验室的意见，也不代表自己所在单位的意见。我们就是希望提供一个平台来充分讨论这个问题，大家有兴趣的话可以看我们网站的实录。上一次的新三板的讨论，从监管的角度，有业界非常资深的人士参与，这次我们又提供一个角度进行讨论。我相信针对这个问题还会讨论，因为这个问题太大了，如果它不能解决，今后很多问题都会长期存在。资本形成怎么解决？如果不能解决，债务就会长期存在，会长期困扰我们，杠杆率的问题等等，就会长期存在。

我也提前预告一下，8月31号有一个全球顶级智库云集这里，讨论中国债务问题，也是我们主办的。债务问题已经讨论好几次了，我们会发布我们2016年的报告，麦肯锡也会在我们的会上发布它的报告，跟我们唱对台戏的主角就是他们，我们热切希望大家能同台进行讨论。