



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

黄磊

全国中小企业股转公司信息
息研究部副总监

黄磊：

谢谢李院长、胡所长。刚才听到郑博士关于三板监管的报告，我想跟大家在这方面再做一些探讨。一个是新三板市场发展是片面追求企业数量和规模。我觉得这个结论是否妥当，还是可以讨论的。个人认为这更多是因为市场有这样旺盛的需求，而非“片面”追求的结果。就如郑博士刚才也提了整个三板市场的运营不到三年半，扩大试点到全国不到两年半，发展这么快可能也是市场组织者当初没有想到的，我认为它可能更多的是体现了市场的需要，有这么多中小微企业需要一个资本市场给他们提供市场功能，如交易、融资、并购等。我们的市场相对来说包容程度比较高，市场化程度也比较高，这个背景下，这个结果应该更多是一个市场化自然形成的结果，但它里面可能会由于成长和发展过程中出现了一些问题，包括郑博士刚才说的一些问题我也都认可、都同意，我们现在也都在分析研究这些问题，这是我想说的第一点。

第二点，报告中提到了金融行业在三板市场里的一些情况我想强调一点，片面地去看金融类企业在三板市场里的作用可能还是有些窄。我想讲几个数，一个是关于融资，刚才咱们里边也提到去年金融业融资比较多，是有这个现象，确实存在，但是我们看今年的情况，上半年快结束了，到昨天融资金额是613亿，金融业融资只占不到2%，所以我说融资这方面可能并不是说金融业一家独大。

另外，我们也统计了一下，目前中小微企业数量

占比是在94.15%，比例也已经很高了，说明三板市场是切实为中小微企业服务的。这是刚才说的一些金融业融资或者说大型企业偏多的问题，这是第二个。

第三个是流动性，流动性确实是现在大家比较关注三板的很重要的一个功能。流动性这块刚才有几个观点，一个是有交易的公司少，实际上这个问题我们也是做过研究，而且在公开的渠道也是有过讨论。2015年我们统计了一下没有交易的公司，2015年年底三板上市的企业是5129家，其中没有发生过交易的公司是2895家，占比很高。但是把这2800多家稍微梳理一下，会发现其中56%的企业，也就是将近1600多家，它是股改未满一年的，这种情况下受制于法律约束，它是没有流通股的，没法交易，这是原因之一。第二个再看看剩下44%的企业，1268家企业，他们的平均股东人数15人，如果再看中位数8个人，这种情况下，公司股票交易的条件确实还不太具备，要求他们必须要有交易，我觉得可能是不客观或者不实际的，这需要有个过程。另外一个情况就是我们对2014年没有发生交易的进行了梳理，2014年年底三板上市企业应该是1572家，当时未发生交易的是962家，比例很相似，分布很相似。2014年没有发生交易的962只股票里边，到了2015年，股改基本都满一年了，有638只都发生了交易，比例不低。所以没交易这个问题可能我们还是要一方面结构化分析看，一方面拉长时间去看，给中小微企业、给三板市场一个发展的空间、发展的时间，这是关于刚才说的成交公司少的问题。

再有一个流动性刚才胡所长说，我们研究问题要看逻辑的起点，流动性的原因是在什么地方？我们是为中小微企业服务的，现在的三板市场中，中小微企业到底需要一个什么样的流动性？我觉得这可能是关键问题，而不是说流动性高还是低。我们现在也很关注市场的流动性，以及目前市场的一些运行趋势，如何破题，找到一个适合不同发展阶段、不同规模、差异明显的中小微企业的流动性解决方案，各得其所，也是我们一直在研究的。我们真心希望市场能够帮助我们一起研究提出有深度、有论证、有建设性、有利于市场长期发展的建议。

如果从市场发展的理论来看，第一级搜寻市场，第二级经纪人市场，第三级做市商市场，第四级竞价市场。中国目前是一步跨到竞价市场，26年前沪深交易所成立直接就进入竞价市场。这种情况下造成一个什么情况？我个人认为

造成目前整个中国的投资链条过短，或者说从企业成长早期不同的天使投资，或者风险投资（VC），或者 PE 投资，不同偏好的投资者进入以后，它退出的链条时间过短，一步进入竞价市场。

李扬：

为什么一定要退出？组建公司就以退出为前提，这个公司别组建了。自己都不看好，自己都不珍惜它，就是要挣那个差价、溢价，这个市场肯定是扭曲的。我们的目的是要形成资本，好好地去干实体，天天倒来倒去干什么，鼓励资本交易而不鼓励资本形成，这个资本市场是本末倒置。人民币离岸市场也存在这样的问题。当年美元做离岸，出去就不回来了，出去了就要做大。我们人民币做离岸，出去还要让它回来，不回来不干了，香港不就那样，有一点市场波动，马上那个市场就被收了。它的市场定位就不对，离岸就是要在做大。资本市场也是这样，交易不是目的，是要把这个企业做大，企业做大的一个前提是手头要持有，不要动不动就退出。中国经济发展到今天，有些问题要重头来想，我们现在以讹传讹，把一些歪理说成真理。

黄磊：

我们三板定位，甚至我们在考虑四板定位应该怎么样？我们多层资本市场的基础有助于恢复投资链条到一个合理的长度，真正把它还原成企业所需要的资本市场环境中去。7000 多家公司，差异和分化非常明显，这种情况下我们必须要有个分类的服务、分层的管理，来降低市场投资人的信息搜集成本，这是“分层”最直接的目的，也是必要的。所以我们现在要做的这件事，它的直接目的不一定要解决流动性，但流动性可能会是我们分层后差异化监管和服务过程中一个必须要正视的问题。最后回到一句话，我们想做的事还是一起来转变市场的理念，凝聚一些共识，践行长期行为，在法制化、市场化的机制下，真正实现包容的市场。谢谢！

胡滨：

在两位发言之前我稍微插两句，对于刚才黄总说的我稍微回应两句。黄总长期从事三板这块，刚才说的东西确实和我们只做研究感觉是不一样的，对我们的信息量很大，你的建议对我们进一步的提高非常有好处。我想说第一点，我们所说的“问题”实际是市场上存在的现象，因为新三板市场发展到现在，不是说股转系统、券商、投资者那一方的问题，它是一个市场，各方力量都在博弈，肯定会出问题。这个问题从旁观者角度来看，是怎样一种现象，不是说存在哪些问题，它一定是错的，而是现在应该是什么情况。第二个，即使所说的是问题，目的是要分析问题，这个问题为什么现在出现了，下一步该怎么办？这个问题对不对？有没有和我们的初衷是一样的？不是的话，我们能不能下一步在这个问题上得到改进？第三个，我们不能够以主板成熟的市场为标准来衡量三板市场，包括我们做退市或分层等的设计的时候不能以此为标准，因为这个市场是新的，纳斯达克搞的跟我们中国不一样，中国新三板设立近三年，肯定很多事情大家都在摸索，这时候不能拿成熟市场的标准来要求、衡量三板市场，有可能下一步摸索以后三板市场成为一个独立的、独特的标准。所有问题是市场面对的共同问题，希望将来对这种事情多讨论。