

中国新三板发展方向

适当宽松的准入制度、简洁的融资制度、流畅的转板制度、市场化的退市制度以及良好的资产定价功能，是中国新三板市场“成熟”的主要标志

□张跃文

新三板发展现状

自2013年全面扩容以来，中国新三板进入一个全新的发展阶段，呈现迅猛发展的良好态势。挂牌企业数量成倍增长，总市值、总股本连创新高，股票发行与交易量大幅度上涨，换手率和市盈率持续攀升，市场流动性得到明显改善，投资者规模不断扩大，投资者结构不断优化。目前，新三板市场已成为中国挂牌公司家数最多的证券市场，也是全球发展最快、规模最大的市场之一，在中国多层次资本市场中的作用得到进一步凸显。

截至2015年年末，中国新三板挂牌公司达到5129家，是2013年的14倍、2014年的3倍。新三板挂牌企业总股本近3000亿股，已经超过创业板总股本数，是2013年的30倍、2014年的4.5倍。单个企业的平均股本较小，为5770万股，与A股市场差距较大，只是创业板的15%、不及中小板的1/10。新三板挂牌企业的规模主要以中小微企业为主，远小于中小板、创业板企业规模。截至2015年年末，新三板挂牌企业总市值接

近2.5万亿元，是2013年的44倍、2014年的5倍多，虽呈现高速增长，但与A股市场相比，只有创业板总市值的44%、中小板的1/4。单个挂牌企业的平均市值更小，只是创业板平均市值的4.2%、中小板的3.6%。新三板挂牌企业的市盈率一般在30-60倍左右，市场估值低于中小板和创业板，但高于主板。

大多数企业通过在新三板挂牌，股权结构得到优化，逐步实现了规范的经营管理，财务质量进一步得到提升。在披露2015年年报的新三板已挂牌公司中，83.09%的挂牌公司

实现了盈利，总营业收入较上年增长14.46%、净利润较上年增长39.45%。挂牌公司偿债能力稳定，整体经营质量有所改善。超过7成的公司资产负债率在50%以下，仅有3.11%的公司资产负债率高于80%，这也表明了这些公司通过债权融资潜力较大，预计未来会获得更高速度的发展。

2015年，新三板发行规模增长幅度较大，融资金额增速较快，对中小企业的促进作用日趋凸显。2015年全年，新三板市场共计发行2565次，是2014年发行次数的近7.8倍、2013年的43倍；发行股数为203.79亿股，是2014年发行股数的近8倍、2013年的70倍；融资金额为1216.17亿元，是2014年融资金额的9倍多、2013年的121倍。2015年全年新三板市场交易火爆，但波动较大，火爆的交易带来了全年43.88%的大额涨幅，远超过主板市场。

2015年，新三板市场定增融资活跃，融资规模达到了1216.17亿元，超过创业板。公司挂牌同时进行股票发行的共计337次，发行44.78亿股，融资217.49亿元，占总融资额的18%。目前，定增是新三板企业融资

在当前的“资本寒冬”中，新三板市场的并购重组将会成为企业得以持续融资发展、转型升级的一个主要渠道

的主要渠道，其次是债券融资。随着融资工具的创新，优先股、可转债等金融工具将会进一步拓宽企业的融资渠道。

2015年，新三板市场并购重组活跃，在整个资本市场中表现亮眼。全年新三板市场发生重大资产重组106次，收购107次，与2014年相比呈爆发性增长态势。在当前的“资本寒冬”下，新三板市场的并购重组将会成为企业得以持续融资发展、转型升级的一个主要渠道。

在市场制度的建设与完善方面，目前新三板市场已建立“宽进”的市场准入制度、支持小额快速融资的定向发行制度、较高门槛的投资者适当性制度、以做市商制度为核心的交易制度、持续督导的主办券商制度以及以自律监管为主的信息披露制度。

新三板市场的特征

整体来看，新三板市场呈现如下

特征：

一是高成长性。股转系统自2012年9月成立以来，不管是在挂牌公司家数、总市值、总股本表现方面，还是在股票发行和交易等方面都实现了超高速增长，是一个高成长性的资本市场。

二是便捷高效的业务体系，符合中小微企业的特征。企业到新三板挂牌，业务流程简单高效，挂牌步骤少，挂牌企业无须排队，时间

短，机会成本小。根据服务对象的特点，新三板市场建立了小额发行豁免、储架发行、小额快速按需融资的灵活融资制度，在一定程度上解决了挂牌企业的融资问题。在监管和信息披露上实行“事后审查”原则，简化了信息披露流程和内容，并且采取电子化披露方式，降低信息披露成本。

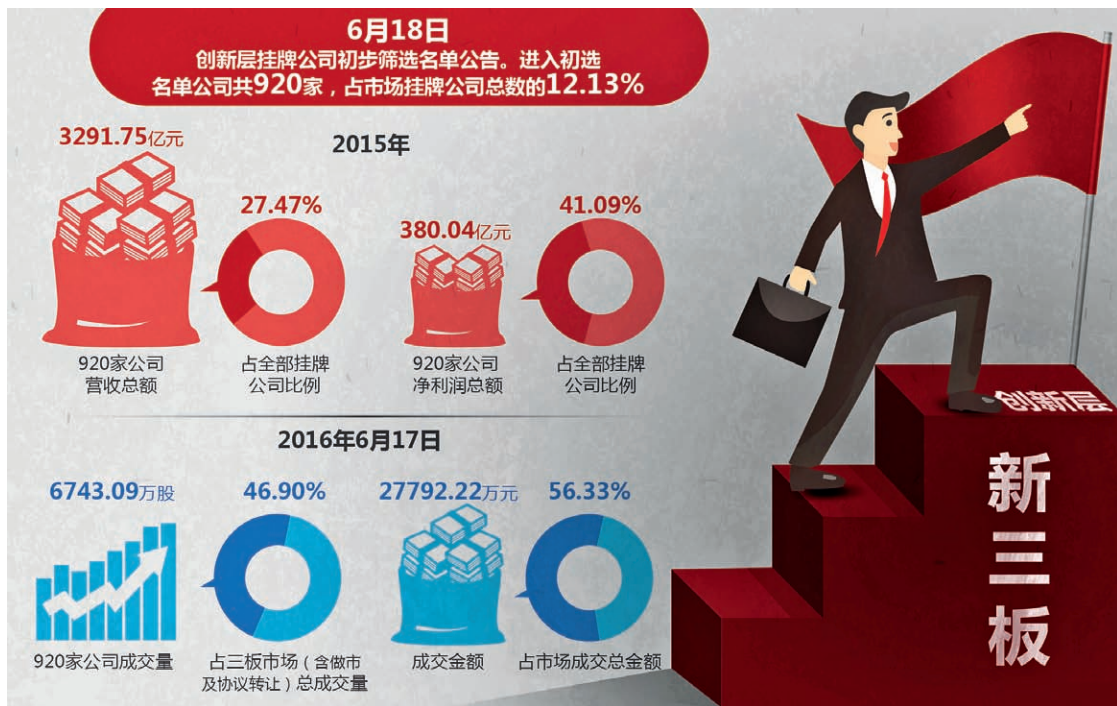
三是更强的市场包容性。新三板市场实行低门槛的市场准入制度，不同所有制形式、不同行业的企业，只要符合市场准入条件，皆可在新三板挂牌。

四是市场化程度更高。在市场准入和证券发行、交易和监管等方面，初步建立了市场化的制度框架。

五是挂牌综合成本低。企业到新三板挂牌，不仅挂牌费用低，挂牌维护费用也不高，而且通常地方政府还给予补贴，同时企业挂牌合规性成本很低，时间机会成本很小。

六是新三板市场风险较高。新三板定位于创新创业型企业，因挂牌公司规模小，市场发展初期制度安排不

新三板市场流动性不足，微观市场基础有待进一步完善，整体市场质量有待提高



2016年6月18日，全国股转公司发布了创新层挂牌公司初步筛选名单的公告。公告显示，进入初选名单的新三板挂牌公司共有920家。CFP供图

到位，以及投资人投机行为严重等导致新三板在市场、技术、财务和公司治理结构等方面都面临较高风险。

新三板市场发展中的问题

新三板在高速发展的同时，也存在一些着一些问题。

一是存在发展速度、规模与质量的矛盾。挂牌公司规模小，风险高；公司治理问题没有得到明显改善；挂牌公司中，制造业企业占据半壁江山，行业结构分布有待进一步改善；融资难问题没有得到有效解决；市场交易不活跃，流动性不足。

二是制度安排不及时、不完善。市场准入制度“一刀切”，缺乏对国家战略性新兴产业的引导。投资者适当性管理制度不适当，投资人数量不足，投资人结构有待优化。目前协议转让和做市商交易制度安排不利于市场流动性的改善。市场分层管理制度、主办券商制度有待进一步完善，融资工具有待进一步丰富，转板制度遥遥无期，市场各板块之间不能顺畅流动。

三是监管体系有待完善。作为监管依据的法规层次不够，市场准入制度不完善，以自律性监管为主的监管框架有待进一步完善，信息披露机制不完善。

总之，新三板市场流动性不足，微观市场基础有待进一步完善，整体市场质量有待提高。

促进新三板规范发展的政策建议

总结国外典型的场外交易市场，借鉴国际经验，适当宽松的准入制度、

实施注册制改革是 新三板完善市场化 制度建设的第一步

简洁的融资制度、流畅的转板制度、市场化的退市制度以及良好的资产定价功能是场外市场“成熟”的主要标志。为促进新三板市场的规范发展，应从以下几方面着力。

一是完善市场准入制度，加强市场准入管理。第一，对公司挂牌，需要加强对战略性新兴产业的引导，让新三板挂牌公司的结构分布真正符合新三板的市场定位，即服务于创新创业型企业。对一些特殊行业，比如房地产业、金融业和类金融机构（如PE机构等）的市场准入需要依据行业特点做出特殊安排。根据市场分层直接制定不同的市场准入门槛，以降低市场监督管理成本。第二，对证券中介服务机构，特别是券商，须打破目前券商垄断的局面，引入竞争因素，让非券商机构参与挂牌和做市。第三，加强对投资人的准入管理。降低个人投资者的门槛至100万，扩大个人投资者的市场规模，以改善流动性。对机构投资者不能采取“一刀切”式的市场准入标准，需要对机构投资者的“适当性”提出具体要求。制定相应措施（比如税收优惠），大力鼓励持有长期资金的机构投资者（如养老基金、保险基金）入市，提高机构投资者质量。

二是完善股票发行和交易制度，提高市场流动性。首先，证券发行制度是资本市场的核心制度之一，实施注册制改革是新三板迈开完善市场化制度建设的第一步。其次，完善新三板的股票交易制度。让非券商机构（比如PE机构）参与做市的制度安排尽快落地；改变目前单一交易机制向混合交易机制发展，以改善市场流动性；择机推出集合竞价交易制度，从根本上改变市场流动性。再次，完善市场分层管理制度。根据分层须制定不同层级的市场准入标准；做市商制度的完善提上议事日程，让非券商做市应尽快落到实处；针对不同层级制定不同的信息披露标准。

三是统一市场分割状态，优化资源配置。首先，新三板须尽快推出“转板制度”，实现资源优化配置。新三板的市场分层管理制度已经实施，为“转板制度”的推出奠定一定基础。其次，为了更加有效地加强监管，实现资源优化配置，应尽快推出市场化退市制度。

四是完善监管制度，切实保护投资者利益。须把监管政策与制度安排上升到国家法律层面，加大监管力度。借鉴国际经验，完善以自律监管为主的监管制度框架，行业自律性组织因其独立性和公正性，应在监管中发挥至关重要的作用。完善信息披露制度，实行差别化信息披露监管，信息披露内容方面应更加全面清晰。完善做市商信息披露制度，建立并完善信息披露法律责任体系，明确违规披露的处罚措施和相应主体的法律责任，增加违规披露成本。

（作者为中国社科院金融研究所研究员）