

市场主体的公司治理是贯穿于新三板市场制度不断完善过程中的核心问题,应加快完善现有市场制度,提升挂牌企业的公司治理水平

公司治理与新三板制度

姚云

自 2012年9月成立以来,新三板市场一直致力于市场制度的建设与完善,目前已建立“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。目前新三板市场仍处于起步阶段,公司治理问题突出,如挂牌公司董事会治理水平低、信息披露质量差、大股东和做市商存在代理问题等。信息高度不对称造成高交易成本,成为导致市场流动性不高的重要因素。因此,公司治理贯穿于市场制度的设计与完善是应有之义。

公司治理贯穿市场各项基本制度

主办券商持续督导制度构建公司治理“终身”外部力量。新三板市场挂牌程序中,关于公司治理的条件中除了要求建立“三会一层”的公司治理架构及权责、股权明晰外,“主办券商推荐并持续督导”是新三板市场准入制度的一大创新。主办券商需要指导、督促挂牌公司完善公司治理机制、健全并有效执行内部管理制度、规范信息披露行为,并关注挂牌公司重大变化,开展挂牌公司的现场检查工作并督促其整改。主办券商也应为其所督导的挂牌企业提供业务培训、指导和咨询。

股票定向发行制度降低代理成本。首先,申请挂牌公司经核准向特定对象发行股票。其中,将高级管理人员和核心

员工单独列为特定对象,增加了股东与管理者的利益一致性,降低了管理人的代理成本。新三板实行“一次核准,分期发行”的储架发行制度,即灵活的发行时间与融资规模安排,使得公司可以“小步快跑”的方式按需融资,契合了中小企业成长特征,同时避免股权的过度稀释和单次融资额过大而使得公司内部人掌控过多自由现金流,从而导致过度投资和挪用资金的问题。此外,定向增发仅对内部人增持限售,有效地限制了内部人利用信息优势而谋取私利。

做市商道德风险行为受到约束。市场目前处于由竞争型做市商制度向混合交易制度过渡的阶段,做市商制度是新三板市场的核心交易制度。几十家特许推荐券商处于相对垄断地位,并由于交易所市场和新三板市场间业务收益差距而存在激励机制扭曲,甚至可能存在合谋做市、自营为先等道德风险。做市商管理制度在其自营账户及做市库存股票的处理方式上分别作出了利益区分和利益绑定的规定。

分层管理制度强化公司治理条件约束。近期推出的市场分层管理制度,在实施盈利性、成长性和市值等量化、差异化标准的同时,要求挂牌企业满足公司治理、无重大违规和连续违规以及交易频率方面的共同标准,可谓市场分层“保量”“保质”。创新层的维持标准相对差异化的分层标准有所降低,但维持指标体系中关于公司治理和违规的共同标准并未降低。就层级调整来看,创新层的退层机制设立了一年的缓冲期,给予

市场和企业缓冲和调整的时间,避免股价的大起大落,切实保护投资者利益。

投资者适当性制度鼓励机构投资者主导市场。尽管市场分层管理制度近期开始实施,但新三板市场挂牌企业的高风险并不能被合理定价和有效识别,因此市场初期自然人投资者准入门槛较高有一定的合理性。相比之下,机构投资者的入市标准相对较低且宽泛,仅为“实缴资本500万元”,反映出新三板投资者以机构投资者为主体的构想。针对投资者适当性制度的差别化不足、对高风险产品的覆盖不足以及对经营机构的义务规定不够系统和明确等问题,2016年9月9日证监会发布的《证券期货投资者适当性管理办法(征求意见稿)》改变了“一刀切”的投资者门槛规定,将投资者“分层”为专业投资者和普通投资者,提高了法人机构作为专业投资者的门槛,降低了自然人投资者作为普通投资者的门槛,并规定了普通投资者向专业投资者升级转化的条件。

自律审查和监管有机结合的信息披露制度降低企业信息成本。目前阶段的信息披露制度,依托于主办券商对挂牌公司所进行的事前审查和股转系统的事后审查,降低了挂牌公司的信息披露成本,符合新三板挂牌企业的创新、创业型公司的主体特征,一定程度上给予了企业市场化信息披露的裁量选择权。

现有制度待完善

挂牌企业董事会独立性和专业性有待

提高。创业、创新型企业的董事会的独立性往往较低，其主导的评估机制对于公司治理的监督改善效果待查，准入规定对于评估结果的标准和激励惩罚机制也未提及。而且，尽管独立董事应该在挂牌企业的创新、资源整合等方面发挥重要作用，但现有制度并未对挂牌企业是否设立独立董事做强制性要求。此外，一些企业也暴露了缺乏专业高效的董事会秘书，导致信息披露质量不高等公司治理不规范的现象。

二级交易不活跃导致部分企业“僵尸化”。目前的发行制度规定，股份制改制不满一年的挂牌企业不能交易股票，由此造成的无交易公司占市场“无交易挂牌公司”总数的一半以上。企业挂牌伊始处于无交易状态，造成一些挂牌企业错过制度改革的机遇（如进入市场分层的创新层），进而陷入“僵尸化”境地。

大股东和做市商道德风险待规避。协议转让方式未设涨跌幅限制，进入股转系统报价后易出现股价大幅波动，而且企业不需要披露股价异常波动的原因，给大股东以虚假价格进行利益输送和以市值管理名义操纵股价的机会。由于市场的流动性过度依赖多个做市商间的相互竞争报价，做市商能够通过联合协调报价、操纵价差来损害投资者利益。新三板同一只股票的做市商数量并不多，这也降低了做市商达成垄断默契的成本，增强了协调报价的动机。

市场分层管理制度指标体系和层次待完善。差异化分层指标中，标准一关注企业的盈利规模和能力，传统行业企业（规模一般较大）达标的可能性较大；标准二关注企业成长性，是门槛最低的指标，由于强调营业收入，不排除一些企业通过账期调整达标的可能性。维持标准中净利润、净资产收益率、市值等指标相对分层标准有所降低，企业维持在创新层的难度并不大。维持标准一涉及两年的平均指标，标准降低的幅度较大，客观增强了企业通过粉饰业绩“冲入”创新层的短期行为动机。由于创新

层享有融资、交易制度创新等方面的制度优势，“简单”分层造成的“马太效应”会逐渐显现，创新层与基础层的差距明显加大，基础层的流动性匮乏问题会加剧，不利于其公司治理的改善。

主办券商制度也有待进一步的完善。首先，主办券商制度采取类似交易所的券商特许制度，主办券商垄断市场资源，券商场内、场外市场的巨大收入差异导致其从事新三板业务的“先天动力”不足，持续督导缺乏动力，最终导致服务缺乏创新和效率低下。其次，券商持续督导义务系自律性约束，缺乏法律约束力，目前大部分主办券商尚未在内控制度中建立完善的持续督导工作流程和业务体系。同时，督导效果评价机构和标准、必要的监督机制和复核机制没有建立，使得督导流于形式。

自律监管与市场交易者身份重合导致券商道德风险。首先，信息披露不充分且渠道单一，导致投资者交易风险增加，也使得挂牌企业在定向增发时面对投资者适当性、是否能如期参与增发做市等风险。其次，信息披露监管主体与市场交易主体重合带来道德风险。信息披露的事前审查规定赋予主办券商较大的自律监管责任，但券商同时参与企业股份转让交易，与其他交易主体在企业内部信息方面的不对称带来违规谋私利的动机。此外，新三板市场尚未建立违规披露的法规体系，证券业协会无权就此采取强制处罚措施，导致市场信息披露质量不高，违规成本低。

政策建议

市场主体的公司治理问题是贯穿于市场制度不断完善过程中的核心问题，结合目前市场各项制度的优势与不足，建议从如下方面入手，提高企业的公司治理水平。

第一，随着市场分层制度的实施和完善，应对处于不同层次的挂牌企业实行差异化制度安排。这不仅包括融资制

度、交易工具创新、差别化的退层及退出安排等方面，也应包括建立差别化的准入标准。

第二，通过做市商扩容增强机构投资者力量，降低挂牌企业股权集中度。引入独立董事制度提高董事会的专业性和独立性（可考虑创新层），监督、约束大股东协议、做市等交易行为和相关信息披露，降低大股东代理成本。合理运用股票储架发行制度，结合信息披露安排，规避内部人因超募而导致过度投资、挪用等代理问题。

第三，引入主办券商竞争机制，允许符合条件的非券商机构参与挂牌企业的业务，解决券商资源不足的问题。在法律层面明确主办券商持续督导效果的行业评价机制，包括确定评价机构、制定评价标准以及评价结果的奖惩机制。

第四，完善做市商监管政策，加强对同一股票的做市商独立性、库存股票的定价合理性以及做市报价价差检查。严格区分做市商的自营业务和做市业务，明确做市商处理定价订单时的义务，以纠正做市商盈利动机。建立做市商评价指标体系，通过定期评价机制鼓励做市商增强做市能力，完善做市商激励约束机制。

第五，分层标准逐渐细化，信息披露差异化。随着市场分层层级的增加，各层级指标需要兼顾财务与信息披露标准。信息披露标准随着层级的升高由有限信息层次向标准信息层次和充分信息层次递进。企业挂牌入层和转层（降层除外）时宜采取更加市场化的自愿形式。

第六，逐步建立双向转板机制，有机连通各层次市场。相关法规应增加关于场外交易市场转板上市的规定，市场化的降板和退市制度将使公司综合质量与实力提升。同时，建立与区域股权交易市场（四板）的对接机制，使得多层次的资本市场真正有机相通相连。

作者单位：中国社会科学院金融研究所

（责任编辑 贾瑛瑛）