

Investment Quality Evaluation System of the Listed Companies in the New Third Board

新三板市场挂牌公司投资质量评价体系

■ 王力 刘坤

目前,新三板市场已经成为我国规模最大的基础性证券市场,截至2017年末,在新三板挂牌的公司总数已达11630家,覆盖了中国大陆31个省(市)自治区,以及众多A股市场尚没有出现的新兴行业,成为我国多层次资本市场发展的重要生力军。但这些新三板挂牌公司普遍面临规模较小、业务不稳定、技术和市场不成熟等制约,有些公司持续快速成长,而有些公司则可能面临经营困境,发展质量良莠不齐。

党的十九大报告明确提出,要提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展。笔者认为,这无论是在监管层面,还是在投资研究层面,都迫切需要揭示新三板市场挂牌公司的投资质量信息,以聚焦投资者的关注度,提升新三板市场的流动性,增强新三板市场的融资能力等,来更好地服务实体经济。有鉴于此,以挂牌公司年报所披露信息为基础,通过大数据样本构建投资质量评价体系可能是一个切实可行的发展思路。

上市公司投资质量评价现状与问题

我国设立证券市场初期,股票市场的定位侧重于发挥其融资功能,而对投资者的保护制度建设则相对滞后,相当数量的上市公司不重视财务报告、信息披露和公司治理水平的提升等等。在此背景下,业内人士开始关注对上市公司质量评价的研究,但大多是围绕主板、创业板和中小板等资本市场来展开的,其评价的内容主要集中在财务质量、成长性、信息披露质量、投资价值、利润质量、创新能力、可持续发展能力、内部控制、经营绩效以及综合评价等多方面,目前对新三板挂牌公司质量评价的研究尚不多。

经过梳理,笔者发现已有的相关研究存在以下问题:其一,大多研究成果都是学术性质的探讨,缺乏跟踪研究以及长期的关注;其二,研究多以财务质量评价为主,不能全面反映成长型、创新型公司的内在投资价值,并且探讨评价成长性、创新性的研究未能兼顾其他方面的评价;其三,中国资本市场退市制度一直没有得到很好的执行,未来资本市场的健康发展离不开退市制

度的常态化,挂牌公司的可持续发展将是投资者最关注的核心问题。为此,建立新三板挂牌公司质量评价指标体系,对于评价经营尚不稳定的挂牌公司尤其重要。

新三板市场挂牌公司成长规律研究

根据我国多层次资本市场的发展定位,新三板市场的服务对象主要是“创新型、创业型、成长型的中小微企业”。在挂牌公司中,虽然有发展规模较大的公司,但总体上挂牌公司主要是以中小微企业为主。为此,新三板挂牌公司的投资质量评价与主板上市公司质量评价内容应有所区别,其指标体系应符合中小微企业的特殊发展规律。

创新性是挂牌公司的本质特征

按照Wind行业分类,新三板挂牌公司包括新材料、信息技术、医疗保健在内的新兴产业占比较高,这些产业具有更强的创新性与活力,代表着未来产业的发展方向。截至2016年末,在新三板挂牌企业中,有信息技术行业等相关企业2886家,新材料行业相关企业1270家,生命科学、生物科技和健康服务行业相关企业595家,总之约有超过50%的挂牌公司分布在新兴行业和新兴业态领域。

新兴产业属知识密集型产业,创新是推动知识密集型产业发展的第一驱动力,从某种意义上讲,这些企业将有可能成为未来我国创新驱动发展战略的承载者和推动者。新三板挂牌公司中信息技术行业占比最大,这与新三板试点始于中关村科技园区有关,从诞生之日起,新三板就肩负着为科技型企业融资的使命。可以说,新三板的设立本身就带有助力科技创新发展的基因,创新性是新三板市场挂牌公司的本质特征。

高成长性为挂牌公司的突出特征

根据企业生命周期理论,企业发展一般要经历创业、成长、成熟、衰退四个发展阶段。新三板挂牌公司多是刚经历过创业阶段而进入成长阶段或仍处于创业阶段的公司,普遍规模较小,但发展速度较快,高成长性成为新三板挂牌公司的突出特征。

从企业总资产、净资产、营业收入、净利润等规模指标来

看，新三板挂牌公司与中小板、创业板上市公司存在明显差距。根据2016年已披露的年报数据，中小板上市公司的平均资产规模为73.44亿元，平均净资产规模为31.18亿元，平均营收规模为35.28亿元，平均净利润为2.78亿元；创业板上市公司的平均资产规模为26.39亿元，平均净资产规模为16.64亿元，平均营收规模为12.79亿元，平均净利润为1.51亿元。而新三板挂牌公司（不含金融类挂牌公司）平均资产规模约为2亿元，平均净资产约为1亿元，平均营收规模约为1.5亿元，平均净利润约为1000万元。数据表明，新三板挂牌公司的平均规模约仅相当于中小板上市公司的1/30，相当于创业板上市公司的1/15。

从营收的增长情况来看，2016年中小板上市公司营收整体同比增长22.50%，创业板上市公司营收整体同比增长33.19%，新三板挂牌公司营收整体同比增长17.72%。从营收整体的比较分析来看，似乎新三板挂牌公司的成长性还不如创业板、中小板上市公司。实际上，截至2016年末，创业板上市公司仅有570家，中小板上市公司仅有812家，而新三板挂牌公司中营收增长率超过50%的企业就有超过2000家，占全部挂牌公司的1/5。

高风险性影响挂牌公司信贷融资

通过笔者研究，新三板挂牌公司（不含金融类挂牌公司）在平均资产规模、净资产、平均营收规模和平均利润方面，总体上符合新三板市场服务“创新型、创业型、成长型中小微企业”的定位要求。这类企业多属于新兴行业的生力军，通常有较大的成长空间，但发展尚不成熟，规模偏小，企业产品、技术和市场都存在着很大的风险性。从投资者的角度来分析，该类企业面临的首要问题不是发展问题，而是生存问题，如果一家企业的生存都成为问题，投资的风险是显而易见的。

中小微企业在成长过程中面临着风险。从银行角度审视，这类企业发生违约的风险较大，难以从传统的信贷渠道获得必要的资金支持。从企业自身发展角度审视，中小微企业的市场定位和行业地位尚不稳定，主营业务发生变更的可能性较大，技术、产品和市场都可能随之改变。而且，中小微企业早期融资主要用于购买或研发新技术和新产品、市场营销推广、组建团队等，固定资产投资相对较少。也就是说，中小微企业自身发展中存在的这种风险性，决定了他们很难受到银行传统信贷融资方式的青睐，通常难以通过银行贷款方式解决发展过程中的资金需求问题。

信息不对称性导致道德风险

外部投资者与企业经营者之间的信息不对称问题，在新三板市场突出表现在以下两个方面：一是由于企业规模尚小，潜在竞争者进入的门槛相对较低，出于规避风险的考虑，企业的技术诀窍或者核心商业逻辑通常较为保密，而外部投资人在无法确信企

业拥有足够市场竞争力的情形下，也没有信心进行投资；二是企业尚没有规范的治理结构，没有对外披露财务信息的义务，游离于资本市场监管之外，企业经营者获得融资后有忽视投资人权益的动机，这就是信息不对称引致的道德风险。

中小微企业在初创期，家族式运营管理方式在很大程度上可以避免委托代理问题引致的交易成本，而且有利于保护商业秘密，通常是创业型企业普遍乐于接受的治理结构模式。当企业发展到具有一定规模时，自身积累的资源成为企业进一步发展的约束瓶颈，就需要引入外部资源，治理不规范的弊端由此开始显现。因此，规避信息不对称引致的道德风险，就成为新三板市场加强监管的重要内容。

挂牌公司投资质量评价模型构建

从新三板挂牌公司的基本特征和监管要求出发，并经过专家打分法确定指标权重，本文选择从持续经营能力（40%）、信息披露质量（15%）、成长性（25%）和创新性（20%）四个维度综合评价新三板挂牌公司的投资质量，其评价模型如图1所示。

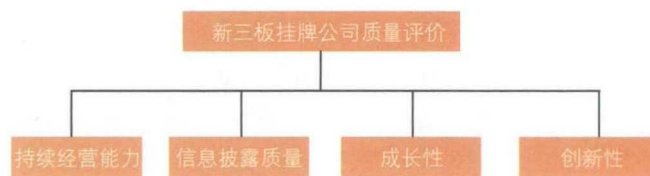


图1 新三板挂牌公司投资质量评价模型

表1 持续经营能力评价指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	四级指标	
持续经营能力	财务质量 (40%)	盈利能力 (50%)	总资产收益率 (30%)	
			净资产收益率 (30%)	
			投入资本回报率 (40%)	
		偿债能力 (30%)	资产负债率 (30%)	
			利息保障倍数 (40%)	
			现金比率 (30%)	
	运营能力 (20%)	运营能力 (20%)	总资产周转率 (40%)	
			流动资产周转率 (40%)	
			应收账款周转率 (20%)	
		经营风险 (30%)	主营业务突出 (30%)	主营业务收入占比 (100%)
				主营业务是否变更 (100%)
			盈利敏感性 (25%)	固定成本比重 (100%)
单一客户依赖 (30%)	前五大客户收入占比 (100%)			
公司治理 (30%)	控股股东行为 (50%)		大股东占用公司资金 (40%)	
			利用公司担保贷款 (30%)	
	股权激励 (30%)	是否存在关联交易 (30%)		
		是否开展股权激励计划 (100%)		
董事会制度 (20%)	董事长、总经理两职分离 (50%)			
	设置独立董事 (50%)			

持续经营能力。结合全国股转系统规定的挂牌和摘牌条件来看，真实的挂牌标准并不仅仅指新三板市场的“准入标准”，还包括在新三板市场上挂牌的“维持标准”，也即新三板公司挂牌的事实标准是要能够做到不退市。也就是说，挂牌公司至少要具有持续经营的能力，也就是存活能力。因此，对新三板挂牌公司进行投资质量评价的第一个维度是持续经营能力，这也是评价体系中最基础的评价内容。新三板挂牌公司持续经营能力评价主要从财务质量、经营风险和公司治理三个子维度展开。具体来说，财务质量由盈利能力、偿债能力和资产管理能力三个指标度量，经营风险由反映主营业务特征及单一客户依赖程度的指标进行度量，公司治理由实际控制人行为指标、股权激励以及董事会制度建设情况来度量。根据调查研究，本文选择表1中的指标构成持续经营能力评价体系。

信息披露质量。规范、完整、真实的信息披露是缓解市场参与主体间信息不对称程度的重要途径，也是股转公司开展审查监管工作的核心手段。信息披露的水平和质量，是新三板市场投融资活动赖以顺利进行的重要基础，也是新三板挂牌公司能够借助资本市场力量发展壮大的必要前提。因而，本文将信息披露质量作为新三板挂牌公司质量评价的第二个维度。在以往信息披露质量研究结论的基础上，本文选择从信息披露的准确性、完整性、及时性以及规范性四个方面考察信息披露的质量，选取指标如表2所示。

成长性。在评价上市公司成长性的相关研究中，一般使用营收增长率、总资产增长率、净利润增长率等指标用于反映上市公司（特别是中小板和创业板上市公司）的成长性，这些资料来源于上市公司发布的财务报表，主要反映相关公司的历史增长情况。考虑到新三板挂牌公司的特殊性，我们增加挂牌公司成长

空间的评价，用于反映挂牌公司成长的可能性空间。具体来说，我们选择营收增长率和总资产增长率用于度量挂牌公司的成长能力，使用销售毛利率和全要素生产率用于反映挂牌公司的发展潜力。（见表3）

创新性。以往研究中，创新性一般从投入和产出两个方面进行评价。创新投入通常选择研发经费投入强度、研发人力资本投资等指标进行度量，创新产出则从专利数、新业务销售收入占比等角度衡量。考虑数据可得性，并结合以往研究中关于上市公司创新性评价的研究结论，本研究选择创新投入、专利数和人力资本作为新三板挂牌公司创新性评价指标。（见表4）

投资质量评价指标体系实践应用分析

鉴于数据可得性原因，本文使用新三板市场挂牌公司2016年年报中所披露的信息作为指标基础数据的来源，并使用数据完整性、盈利和资产指标、规模指标、成长性指标、杠杆率指标等作为样本筛选标准，最终选择3157家公司成为样本公司。按照Wind行业分类标准，样本公司共涉及63个万得三级细分行业，不同行业样本公司数量多少不一，多者超过200家，少者只有数家。

选取样本公司

3157家样本公司分布在境内31个省份、63个Wind三级行业中（对应76个证监会大类行业）。其中，广东（599家）、江苏（394家）、北京（378家）、浙江（274家）、上海（250家）五省市样本公司数量占比达60.02%，行业分布则主要集中在软件与服务、新材料、硬件与设备制造等领域，民营企业占全部样本公司的93.16%。

3157家样本公司平均雇员规模约为288人，平均股本规模为5389.15万股，平均股东户数为38.87户，平均总资产规模为2.33亿元，平均应收规模为1.86亿元，平均净利润为1996.87万元，平均每股收益0.46元。

实践应用评价

从指标体系和得分办法的设计思路来说，新三板挂牌公司的质量评价办法就好比一把尺子，用这把尺子上的刻度可以衡量新三板挂牌公司质量的好坏。尺子上刻度的单位本身并不重要，重要的是在这同一把尺子的丈量下，不同公司对应的刻度是多少。换句话说，质量评价的得分大小并不是最重要的，不同公司得分的相对大小才具有参考价值。2016年，3157家新三板挂牌公司质量评价的整体平均得分为58.20分，最高得分为76.44分，最低得分为38.89分，得分最高者几乎是得分最低者的两倍，表明质量评价的结果具备充分的区分度。

表2 信息披露质量评价指标体系

一级指标	二级指标	三级指标
信息披露质量	准确性 (25%)	“补充或更正”状况
	完整性 (25%)	信息披露数量
	及时性 (25%)	公司年报披露时间
	规范性 (25%)	信息披露违规情况

表3 成长性评价指标

一级指标	二级指标	三级指标
成长性	成长能力 (50%)	营业收入增长率 (40%)
		净利润增长率 (30%)
		总资产增长率 (30%)
	发展潜力 (50%)	销售毛利率 (50%)
		全要素生产率 (50%)

表4 创新性评价指标

一级指标	二级指标	三级指标
创新性	投入产出 (60%)	研发经费投入强度 (40%)
		本科学历占比 (30%)
		人力资本投资回报率 (30%)
	知识产权成果 (40%)	专利数 (100%)

从得分结构角度来看,新三板挂牌公司质量评价结果由持续经营能力(40%)、信息披露质量(15%)、成长性(25%)和创新性(20%)四个一级指标衡量。其中,持续经营能力指标得分为60.45分,表明样本公司整体上具备较好的持续经营能力。信息披露质量指标得分为70.74分,是四个一级指标中得分最高的指标,这与一般印象中新三板挂牌公司信息披露质量有待于提升的认识不符,可能的原因是样本公司就是新三板挂牌公司中质量相对较好的群体(约前30%),因而普遍具有较高质量的信息披露水平。成长性指标的平均得分是59.68分,表明样本公司大都具有良好的成长性。其中,成长性表现最优的公司得分86.76分,而成长性相对最差的公司得分为25.95分,可见,不同公司之间的成长性差异显著。创新性指标的平均得分是46.89分,这一得分是四个一级指标中的最低分,在一定程度上反映出新三板挂牌公司整体上的创新能力还有待提升。创新性指标的最高分是87.54分,最低分是14.28分,清晰展示出不同公司在创新投入和产出方面的巨大差异。

从不同行业挂牌公司(样本)质量评价的得分情况来看,文化(61.28分)、互联网(60.63分)、软件信息(59.41分)等行业挂牌公司的平均得分较高,能源化工(56.45分)、生产服务(56.67分)、食品(56.77分)等行业挂牌公司的平均得分相对较低。具体来说,在持续经营能力指标方面,互联网(65.08分)、文化(64.16分)、生活服务(64.05分)、软件信息(63.94分)等行业的平均得分较高,而金属矿冶(57.54分)、机械(57.72分)、生产服务(58.36分)等行业得分相对较低。在信息披露质量指标方面,各行业得分差异较小,可能与挂牌公司在信息披露方面大都是资本市场的“新鲜人”有关。不同行业在信息披露的准确性和规范性方面均有较好表现,而在信息披露的完整性和及时性方面则均表现一般,反映出的问题很有大的共性,在一定程度上表明新三板挂牌公司的发展时间尚短,信息披露质量尚未来得及出现分化。在成长性指标方面,建筑地产(63.59分)、互联网(62.28分)、机械(62.25分)、医药(62.18分)等行业成长性突出,电子信息(57.05分)、生活服务(57.43分)、食品(57.66分)等行业得分较低。在创新性指标方面,文化(53.89分)、电气设备(51.70分)、机械

(49.79分)等行业得分较高,能源化工(42.86分)、消费品(44.16分)、食品(44.93分)等行业得分较低。

结论与展望

本文旨在构建一个新三板公司投资质量评价体系,以期利用年报信息跟踪评价,揭示新三板挂牌公司的投资质量信息,并筛选细分行业最具发展潜力、最有竞争优势的挂牌公司,推动他们在众多同类公司中脱颖而出。与此同时,引导社会资本与代表未来发展方向的新兴产业和新兴业态实现有效对接,最终提升资本市场服务实体经济的能力和效率。

本文构建的评价体系考虑了挂牌公司的财务质量、经营风险、成长规律等财务性因素,也兼顾了公司治理、信息披露、创新特征等有大量理论研究和实践支持的非财务性因素,指标体系可以较好地反映新三板挂牌公司“高成长性、创新性、高风险性、信息不对称性”的成长规律,因而可以更加准确地评价新三板挂牌公司投资质量。

从评价结果来看,3157家样本公司的综合质量评价得分介于38.89分到76.44分之间,最高分与最低分之间相差近一倍,表明评价结果具有合理的区分度。由于样本公司是根据筛选条件从万余家挂牌公司中筛选出来的,因而在某些指标或维度上会表现出一定程度的共性,使得部分指标得分相对集中。另外,个别指标得分区分度偏低,原因是多数新三板挂牌公司是在新三板市场扩容至全国后上市的,对资本市场的熟悉程度普遍偏低,特别是在信息披露方面,严重依赖主办券商的指导和检查等,因而在信息披露中存在的问题具有相当程度的共性。尽管如此,笔者认为对细分行业同类挂牌公司的质量评价排名,仍具有比较实用的投资参考价值。

展望未来,伴随着新三板市场的快速发展以及与之相适应的制度创新,资本市场上的投资标的将会从“短缺”逐渐进入到“过剩”,跟踪研究数以万计的挂牌公司将成为投资者不可承受之重。为此,建立多层次资本市场间的双向转板机制以及退市制度的常态化是实现上市公司或者挂牌公司优胜劣汰的必然趋势,数以万计的新三板挂牌公司将实现“新常态”背景下的动态平衡。为此,建立新三板市场挂牌公司质量评价体系显得尤为重要。

(作者单位:特华博士后科研工作站、
中国社会科学院金融研究所)

责任编辑:仇博
1033883838@qq.com

全球视线 100

中美贸易摩擦持续性的根源

/张 玮

美国“高消费、低储蓄”的经济结构和世界经济格局变迁是造成其多年来贸易逆差居于高位的主要因素，难以通过“短期共识”得以改善。同时考虑中期选举因素，预计此次中美贸易摩擦的“阴霾”或贯穿2018全年。

The

Root of Persistent Sino-US Trade Friction

The change in the economic structure of the United States with “high consumption and low savings” and changes in the world economic and trade landscape are the main factors that have caused its trade balance to remain high for many years, and it is difficult to improve through “short-term consensus”. At the same time considering the mid-term election factors, it is expected that the Sino-U.S. trade friction will be “halky” or run through 2018.



金融市场 106

新三板市场挂牌公司投资质量评价体系/王力 刘坤

新三板在我国多元化资本市场体系中扮演着重要角色。本文从新三板挂牌公司的基本特征和监管要求出发，通过持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性四个维度，构建了新三板市场挂牌公司投资质量评价体系，并对新三板市场的发展进行了展望。

Investment

Quality Evaluation System of the Listed Companies in the New Third Board

The New Third Board plays an important role in China's diversified capital market system. Starting from the basic characteristics and regulatory requirements of the New Third Board listed companies, this paper constructs the investment quality evaluation system for the listed companies in the New Third Board Market through the four dimensions of sustainable operation capacity, information disclosure quality, growth, and innovation, and has looked forward the development of the new third board market.



- 87 杨海平/以绿色投行业务推动商业银行绿色金融
- 90 胡志九/大数据在商业银行中的应用场景
- 93 李 伟/城商行公司治理：四个问题及六个建议
- 96 韩晓宇 高 康/从利益相关者视角看商业银行公司治理

全球视线

- 100 张 玮/中美贸易摩擦持续性的根源
- 103 汤 柳/欧元区货币政策与宏观审慎政策协调

金融市场

- 106 王 力 刘 坤/新三板市场挂牌公司投资质量评价体系
- 110 郭哲宇/信托公司投贷联动面临哪些挑战
- 112 崔泽洋/三个良性循环：金融资产管理公司回归主业的方向

农村金融

- 115 易贤涛 谭智心/扶贫资金互助社的发展之路
——基于内蒙古布敦花扶贫互助社的改造研究
- 118 赵首鹏/三农金融事业部运行问题探索
——以邮储银行黑龙江省分行为例
- 121 钱 敏 王 峰 童良军/金融支持精准扶贫的丽水实践

地方工作

- 123 李明强 孙德发 刘相兵/基层债委会的工作实践及优化
——以烟台市为例
- 126 徐靖波/金融如何支持旅游养老产业发展
——以黑龙江省为例

金融科技

- 128 郭金龙 董云云/区块链技术在保险行业的应用与影响
- 132 叶望春/探索金融科技人才发展之道

金融法苑

- 134 赵 磊/信任、共识与去中心化
——区块链的运行机制及其监管逻辑
- 137 袁 康 冯 岳 莫美君/从主体信用到算法信用
——区块链的信用基础与法制回应

文化休闲

- 140 黎振宇/金融家摩根的人文情怀(二)
- 142 赵士林/又见樱花
——扶桑散记
- 144 刘佳源/我真是太喜欢我自己了