

5 年快速发展跃入“万家时代”，却面临新增挂牌企业减少、申请摘牌企业增多、市场活跃度不足等问题

新三板，打破瓶颈靠什么？

“5 岁”新三板干了啥？

降低投融资对接成本，“过去是企业四处找投资人，现在是投资人主动上门来找企业”

“我们这款纯电动新能源跑车，近几次车展上都是关注焦点，预计年中就能正式上市了。”北京长城华冠汽车科技股份有限公司董事长陆群告诉记者。1 月底，位于北京顺义区的长城华冠公司所在地，几辆“颜值”颇高的样车放置在展厅里，充满力量感的线条、鲜艳的车身颜色、大尺寸中控屏和悬浮式液晶仪表盘等，都给人留下深刻印象。

成立于 2003 年的长城华冠，是一家从事汽车设计开发的研发机构，前几年开始了自己的造车之路，并于 2016 年 10 月拿到新能源乘用车的生产牌照。

“做新能源车的资金消耗量很大，我们现在又在投入期，融资对公司发展很重要。”陆群说，为了获得更强的金融支持，长城华冠 2015 年选择在新三板上市，两年多来，公司已经通过新三板完成了多次融资。

陆群说，在新三板挂牌后，公司变得更透明了。投资人有了更多渠道了解企业，现在主动来找的投资方比以前多了。“我们根据企业

发展实际，采取‘小步快跑’策略，每次融资量都不大，融来的钱全部投入研发、制造环节，现在我们的办公场所还是租的。”

“新三板”（全国中小企业股份转让系统）是 5 年前正式投入运行的全国性证券交易场所。2013 年 1 月，新三板市场正式设立，次年，新三板服务范围从小规模区域性试点扩大至全国。5 年来，新三板发展势头迅猛，截至 2017 年末，挂牌公司数量达 11630 家，总市值达 4.94 万亿元，分别是市场初建时的 33 倍和 90 倍。目前，新三板已成为全球上市（挂牌）企业数量最多的证券交易场所。

“从新三板的市场定位看，很明确，就是服务于创新型、创业型、成长型中小微企业。”全国股转公司董事长谢庚介绍，解决中小企业融资问题，财务信息要标准化、公开化。如果中小企业记账方法不一样，纵、横向不可比，投资人就没有办法根据会计信息进行风险判断和投资决策，所以要以国际会计准则做账，增强可信度和透明度。此外，还要治理规范，用机制保障投资人各项权利。

挂牌新三板，让企业在这些方面有了明显进步。万余家公司在新三板平台上按照公众公司的要求，逐步规范会计信息、健全公司治理、提高运作透明度，股份定价实现了市场化，获得快速发展，也促进了股权文化、诚信文化、契约精神的深入。“正是由于这些机制的作用，降低了投融资对接成本，很多挂牌公司向我们反映，过去是企业四处找投资人，现在是投资人主动上门来找企业。”谢庚说。

对于在新三板挂牌的“增信”作用，中科软董事长左春有同样感受。他告诉记者，以前在社会上活动，企业是什么情况都靠自己说，挂牌后企业经营管理更加规范透明，无论是跟潜在投资人打交道，还是找合作客户，都有一整套让人信赖的资料，机会自然就更多了。

数据显示，新三板自设立以来，股票融资金额逐年增长，从 2013 年的 10.02 亿元增至 2017 年的 1336.25 亿元，5 年来共有 5540 家挂牌公司完成 8620 次股票发行，实现普通股融资 4087.42 亿元。

尤为可贵的是，很多尚未盈利的创新创业企业，过去与资本市场基本“无缘”。新三板以信息披露为核心的股票发行制度改变了这一现象，让这些企业也搭上了资本市场“快车”。数据显示，有 1109 家尚未盈利的企业通过新三板实现了股票融资，占融资企业数量的 20% 以上。

除了融资支持，新三板在激发创新创业热情、促进并购重组规模增长、助推产业整合与转型升级等方面，也发挥了积极作用。中国新三板研究中心首席经济学家刘平安认为，新三板通过 5 年的建设和发展，在中国多层次资本市场体系中建立了一个真正支持“创新”的金融市场体系，构建了市场经济中的“创新”机制，培育了“创新”文化，市场建设成果值得肯定。

“火爆”之后为何遇冷？

市场降温某种程度上是理性回归，也折射出新三板目前在制度上存在不足，市场微观基础仍显薄弱

自设立以来，新三板挂牌公司数量快速增加，短短几年即进入“万家时代”。人们已经习惯新三板疾速前进的步伐，正因为此，当新三板向前的步子有所放慢，就引起了各方关注。

去年以来，新三板的“挂牌热情”明显有所降温，摘牌公司数量却在增加，而且其中大多数是主动申请摘牌。从市场层面看，流动性

不足、市场不活跃也成为日益突出的现象。数据显示，超过四成的新三板公司挂牌后从未有过交易。一定程度上反映市场信心的新三板做市指数，自去年3月29日触及1162.54高点后，一路下跌，至今年2月1日收盘则为946.85点。

如何看待新三板短期内的由热转冷？

市场降温，某种程度上是理性回归。

谢庚分析，过于火爆的市场状况并不正常，降温是好事。去年以来，市场回归理性表现在很多方面，市场投资人回归理性了，挂牌公司回归理性了。有不少挂牌公司，融资和交易都实现不了，只付出监管成本，基于自己的发展状况主动申请摘牌。这种理性回归，是市场进一步发展的重要前提。

市场降温，折射新三板目前在制度上存在一些不足。

谢庚坦言，作为一个独立市场，新三板起步晚，发展时间短，目前发展中的主要矛盾，是制度供给与市场服务同海量市场中创新型、创业型、成长型中小微企业多元化需求之间的矛盾。

“在新三板挂牌后，我们也面临一些困扰。”陆群告诉记者，长城华冠上一轮定增后，估值已达到40亿元，现在可能还要更高。但在新三板的做市交易估值仅为定增估值的50%—60%。这种因新三板流动性不足造成的价格“倒挂”，没有充分反映企业价值，也让一些上市公司作为潜在投资方望而却步。有些上市公司在洽商定增时说，长城华冠的二级市场价格与定增价相比过低，定期报告编制时让他们面临“定增完就亏损”的尴尬局面。

对此，谢庚表示，从市场层面，目前首先要解决价格发现的问题。交易价格是双方博弈的结果，投资人希望便宜些，融资方希望贵一些，

如果市场价格发现机制不成熟，投融资实际交易和二级市场价格没什么关系，还得靠双方来谈，交易成本就会大大增加。

流动性方面，谢庚认为，流动性不是换手率、交易率，而是金融产品的变现效率，即投资者能以期望的价格和时间区间将手中的金融产品卖掉。如果想卖却卖不出去，就是“关门打狗”的融资机制。

作为较优质的“元老”挂牌公司，中科软也感觉在新三板上的“出路”不够多。左春认为，一方面新三板要在制度供给上满足企业需求，另一方面对优质挂牌公司应打开转向沪深交易所市场的通道，让企业能根据自身情况有更多选择。

市场降温，也表明新三板的微观基础仍显薄弱。

刘平安认为，从新三板挂牌公司一方看，多数规模小、风险高，是真正的小微企业，面临较高的技术风险和市场风险。目前来看，很多挂牌公司治理结构不完善、财务管理不规范。从投资者一方看，很多还是以沪深二级市场的逻辑在做新三板投资，投机性较强，不利于创新企业的资本形成。机构投资者规模较小、投资者结构单一、缺乏足够的长期资金持有者，是新三板机构投资者面临的较大问题。

未来改革之路怎么走？

让优质企业“愿意来、留得住”，投资者“愿意进、敢于投”，给参与新三板的市场主体更多获得感

作为全国性证券交易场所，新三板是定位于主要为创新、创业、成长型中小微企业发展服务的市场。高质量发展阶段，呼唤一个更完备的新三板市场。

谢庚表示，下一步新三板的发展，应紧跟市场需求，持续推进市场创新，更好服务实体经济发展。这就要通过深化新三板改革，进一步健全基础制度，提升核心功能，让优质企业愿意来、留得住，使投资者愿意进、敢于投，给参与新三板的市场主体更多获得感。

推进改革，首要问题是新三板在多层次资本市场体系中如何定位。

谢庚说，就市场定位而言，新三板不是为转板而准备的市场，也不是比沪深交易所低一层次的市场。新三板要坚持完善“苗圃”和“土壤”功能，从企业角度讲，也要考虑不同市场之间制度体系有差别，上市时间、上市标准等都不一样，选择适合自己发展的市场。

刘平安认为，新三板经过5年建设和发展，基础较5年前已发生本质性变化。需从国家战略层面以及多层次资本市场体系建设角度，对新三板的一些重大战略问题重新思考，统一各方认识，加快完善市场化制度建设性步伐。

他认为，新三板是支持经济创新和结构转型的重要金融体系，对实现国家创新战略意义重大，应让其真正成为与沪深交易所具有同等法律地位和市场地位的全国性证券交易所。另外，新三板虽然定位于服务中小微，但在覆盖范围上，与沪深交易所之间有很多交错，既存在服务越位，也存在服务缺位。这需要加快交易所市场的市场化改革，也要对我国多层次资本市场各大板块进行重新清晰定位。

改革思路，应以市场分层为抓手，统筹推进发行、交易、信息披露、监管等各方面改革。

“在集中市场上解决海量企业的差异化融资需求，就要把标准化和个性化结合起来，这其中关键就是分层。”谢庚说。

2016年，新三板推出分层管理试行办法，设置了三套差异化的

创新层标准，将市场分为创新层和基础层。经过两次市场层级调整，截至 2017 年末，共有 1354 家创新层公司。2017 年 12 月下旬，全国股转公司进一步改革完善分层与交易制度，调整创新层的部分准入和维持标准，还一并推出交易制度和信息披露制度的改革。

“新三板分层管理上还应更加精细化。”刘平安说，在精细分层的基础上，发行、交易制度、信息披露、投资者适当性管理等方面，都要体现差异待遇。“比如发行，对于优质企业应实行更加市场化的发行制度，只审核其合规性和信息披露的真实性，企业的价值判断交给市场，避免走交易所市场证券发行制度的老路。”

陆群建议，目前新三板大部分企业还处于生存期和成长期，政策上应兼顾企业现阶段实际情况，抓大放小，不搞“捆绑式”一刀切监管。此外，应推进对新三板企业估值体系和方法的研究，特别是对于尚未盈利的高成长企业，应提供一个更准确的估值参考。