

新三板市场发展的特征、动因及启示

宋晓刚

(深圳证券交易所博士后工作站, 广东 深圳 518038)

摘要: 新三板市场的出现使我国的多层次资本市场体系进一步完善, 将资本市场服务实体经济的覆盖面进一步下沉, 为中小企业开拓了融资渠道和股权流转平台, 并开辟了我国多层次资本市场的新格局。本文通过对新三板市场发展现状、制度特征进行梳理, 分析市场快速发展的动因以及随之形成的市场效应和潜在问题, 并就强化市场功能定位、稳定市场预期、完善交易制度及监管体系等方面提出了相应建议。

关键词: 新三板; 制度创新; 交易制度; 场外市场

Abstract: The setup of National Equity Exchange and Quotation(NEEQ) refines the multi-tiered capital market by giving small and medium sized companies easier access to capital market and resolving legal uncertainty of private equity transfer. This article introduced latest developments and institutional features of NEEQ, and analysed the driving forces of NEEQ fast expansion which could lead to hidden costs on a wider market scale. To mitigate the negative effects of fast expansion, this article proposes several suggestions with regard to repositioning NEEQ function, anchoring market expectation, finetuning trading rules.

Key words: equity exchange and quotation, institutional innovation, trading rules, non-exchange market

作者简介: 宋晓刚, 理学博士, 深圳证券交易所博士后研究人员, 研究方向: 场外市场。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

新三板市场的运行特征

为了改善金融服务中小企业的现状, 解决中小企业融资难、融资贵的问题, 国务院和证监会在2013年启动了全国中小企业股份转让系统的建设工作, 于2013年底发布了《全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》, 明确了全国股份转让系统的法律地位及市场定位, 即主要为中小微企业, 为创新型、创业型和成长型中小微企业提供服务。近年来新三板市场的运行呈现出以下几个特征。

一、市场规模迅速扩大, 行业覆盖面广

2014年1月24日, 新三板面向全国扩容, 挂牌企业数量开始爆发式增长, 2014年新增挂牌1216家, 较2013年增加3.4倍, 且在2015年继续保持了高速增长态势。截至2015年第三季度末, 挂牌家数达到3585家, 总股本

1893.73万股, 总市值约1.5万亿, 平均市值4.21亿元。同期沪深两市上市公司平均市值166.81亿元, 创业板平均市值77.71亿元。从股本分布情况来看, 58.41%的挂牌企业股本规模集中在1000万股~5000万股之间, 5000万股~1亿股的家数占比22.82%, 1亿股以上的家数占比仅9.09%; 而同期创业板上市公司总股本大于1亿股的家数为88.26%。市值和股本均显示出新三板与交易所市场服务群体的显著差异。

从新三板挂牌公司行业分布来看(按证监会行业分类), 以制造业、信息技术行业为主, 但分布更为多元。其中, 制造业占比56.23%(创业板72.31%), 信息传输、软件和信息技术服务业占比19.05%(创业板16.74%)。新三板行业覆盖较创业板体现出更强的包容性, 有金融、卫生与社会工作、教育、综合、住宿和餐饮、房地产等6个行业是创业板尚未覆盖的, 尽管此类公司挂牌家数

尚少，但体现出了新三板在行业覆盖方面做出的突破。比如以九鼎投资、湘财证券、财安金融为代表的金融行业；以海格物流为代表的物流业；以嘉达早教为代表的教育与培训行业等，这些新兴业态填补了交易所市场的一些空白。以占比最高的制造业为例，比较新三板和创业板在制造业门类下的二级行业分布，可以看到新三板覆盖了制造业下的所有31个二级行业，而创业板仅覆盖了其中的18个二级行业。

从地域分布来看，环渤海、长三角、珠三角等区域，受益于区域和资源优势，高新技术产业发展相对领先，挂牌企业数量相对集中。而以青海、甘肃、内蒙等省份为代表的中西部地区，由于地理位置和资源的影响，创新经济活跃程度相对较低，挂牌企业数量相差悬殊。

新三板挂牌企业属于非上市公众公司，根据《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，挂牌企业股东人数可以超过200人，但多数企业股权分散程度还不高，自然难有足够活跃的二级市场。截至2015年第三季度末，3585家挂牌企业平均股东户数48户，股东超过200户的挂牌公司共计163家，其中股东户数超过1000户的仅10家；股东人数不超过10户的企业尚有1625家，占比45.33%。

从上述挂牌企业披露的2014年年报来看，新三板挂牌企业在营业总收入、净利润、亏损企业占比等方面均较创业板有数倍的差别(表1)。

二、以定向增发为主的融资活动活跃，融资功能初步显现

新三板提供了定向增发、优先股、股权质押、股票质押回购、中小企业私募债在内的多种融资工具。2014年，新三板的非公开发行融资模式受到了大量挂牌企业的青睐，全年发行327次，融资130亿元，平均发行价4.92元/股；2015年1~9月累计发行1720次、161.26亿股，募集金额746.97亿元，平均发行价4.63元。可以看

表1 新三板和创业板上市/挂牌企业财务标胶

	营业总收入 平均值(万元)	营业总收入 中位数(万元)	净利润平均 值(万元)	净利润中 位数(万元)	亏损企业 占比(%)
创业板	87065.54	51534.1	9952.56	6029.83	1.86%
新三板	13204.71	5735.92	1171.68	500.64	12.89%
创业板/ 新三板	6.59	8.98	8.49	12.04	-

到，新三板的融资活动活跃度从2014年以来实现了跨越式增长。

2015年9月，股转系统发布了《全国中小企业股份转让系统优先股业务指引(试行)》，文件明确了优先股发行人不仅包括挂牌公司，还包括申请挂牌公司、其他非上市公众公司以及注册在境内的境外上市公司。优先股业务落地后，对于同业及非标业务不断被遏制的银行业而言最具有吸引力，优先股将有利于解决资本充足率不足问题，同时也为一些企业在国外的子公司融资开辟了渠道。但该规则还有待进一步完善，比如在没有设定优先股发行比例上限的情况下，如果优先股的比例过高，表决权过多的集中在少数普通股东的手中，普通股东在决策时可能会忽略优先股股东的利益，从事风险高的投资；另外，由于新三板优先股的发行对象只能是合格投资者，因此用优先股对公司股东、核心员工进行股权激励要求符合500万证券资产的标准，这将对股权激励计划带来额外的限制。

债券融资方面，2015年1月，证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》，将公开发行人公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统；非公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台。因此，新三板在债券融资方面也有望实现快速发展，改变挂牌企业此前只能在沪、深交易所发行中小企业私募债进行债券融资的局面。

三、做市转让方式带动流动性逐步改善

2014年以来，伴随着挂牌企业家数的快速增长，市场交易也日趋活跃。2015年1~9月市场累积成交金额达1354.98亿元，已超过2014年的10倍。但市场的交易覆盖面还比较低，尤其是协议转让板块挂牌企业近70%尚无成交记录。随着2014年8月25日做市商制度正式启动，市场的交易活跃度得到明显提升，交易热度进入新的阶段。2015年1~9月，做市转让股票贡献了37%的交易量和55%的交易额，做市转让股票成交均价12.14元，而同期协议转让股票成交均价仅5.68元。做市转让股票的活跃带动了大量协议转让企业申请做市转让方式，市场流动性逐步改善。

新三板的定位和制度特征

一、新三板的基本功能定位

2012年9月，国务院《非上市公众公司监督管理办法》颁布，批准新三板建成统一监管的全国性场外市场。2013年12月国务院《关于中小企业股份转让系统有关问题的决定》对市场的性质、功能、定位予以明确。根据这一决定，新三板的场外市场属性是非常鲜明的，主要为创新型、创业型、成长型中小微企业服务；逐步建成以机构投资者为主体的证券交易场所；交易制度以协议转让和做市商为主；企业挂牌不设财务门槛、信息披露要求较为宽松；监管方面强调中介机构责任和事中事后监管；这一整套制度安排清晰、完整地划定了新三板与交易所市场的差别。

二、制度的包容性特征

与交易所市场IPO要求相比，新三板对挂牌企业主体资格、财务指标、股本等方面都明显较为宽松；同时企业挂牌的时间成本和经济成本都显著降低；在行业的多元化方面也较交易所市场有明显突破。

1. 挂牌门槛和挂牌成本显著低于交易所市场

与主板、中小板、创业板首次公开发行上市条件相比，新三板挂牌要求在主体资格、财务指标、资产、股本、公司治理等多个方面都有较大幅度的放松，为一些具有创新性和成长性但尚未盈利的企业提供了进入资本市场的入口，将公开市场的服务对象向下延伸了一个层次，符合国家支持小微、支持创新创业的大政方针。同时，在审核理念和流程上，新三板均体现了市场化、透明化、标准化，使发行方能更好的管理预期，提高效率。

在挂牌成本方面，新三板挂牌和运作成本包括挂牌费用(包括改制费用、中介机构费用等)和挂牌后费用(包括信息披露费用、持续督导费用等)。相比企业上市的成本，新三板挂牌无需支付高额的承销费用，且因为流程简单耗时较短，也避免了多次进行申报材料更新而增加的中介费用。此外，由于在新三板挂牌的信息披露标准低于上市公司信息披露标准(如不强制披露季度报告，需披露临时报告的情形较少等)，在新三板挂牌的运作成本也相对较低。

自从2013年新三板面向全国扩容，据不完全统计，全国27个省市185个地区政府均出台了支持和鼓励当地企业到新三板挂牌的有关政策文件，补贴方式包括经济补贴和税收减免等。各地补贴额度不尽相同，大多在30~200万元，普遍取得了较好的引导效果，尤其在市场发展初期社会认知不足的阶段为市场积累了大量资源。

此外，为了进一步减轻企业挂牌成本压力，2014年12月证监会发布的《关于证券经营机构参与股转系统相关业务有关问题的通知》提出，允许主办券商探索股权支付、期权支付等新型收费模式。这一市场化的创新方式，通过公司股权支付模式使得券商建立与挂牌公司互利共赢的长效激励约束机制，有利于将挂牌企业和主办券商利益绑定，从而可以适当避免券商追求挂牌数量而忽视企业质量的问题。

2. 对行业包容性较强

由于交易所市场IPO的严苛条件，大量创新业态上市难度高，流程复杂或面临难以逾越的障碍。新三板一定程度上以较高的投资人准入门槛换来了企业较低的挂牌门槛，容纳了一批国内交易所市场尚未覆盖的一些业态。在证监会行业分类下，新三板已经实现了所有19个门类全覆盖，而A股目前仅覆盖18个门类(尚缺居民服务、修理和其他服务业)，而且金融、卫生与社会工作、教育、综合、住宿和餐饮、房地产等6个行业是创业板尚未覆盖的，体现出对行业的包容性。

以金融行业为例，IPO往往会经历各种各样的审批和备案，过程漫长并且审核极其严格，但新三板为各类规模相对较小的金融企业提供了快捷的融资、股权流转的渠道。据WIND数据显示，按照证监会一级行业划分，截至2015年9月30日，挂牌新三板的金融企业已有47家，包括证券公司、期货公司、私募股权投资基金管理公司、农信社、小额贷款公司、租赁公司、担保公司、资产管理公司等，新三板俨然成为金融企业理想的股权融资、并购重组平台。

3. 对创新模式的包容性

2014年4月29日，九鼎投资正式挂牌新三板，标志着国内私募股权投资管理公司进入资本市场实现零突破。公司挂牌同时向138名投资者定向发行579.80万股，募集资金35.37亿元，总股本由1250万股增至1829.80万股，股

东人数由11人变为142人。

九鼎投资的发行方式颇具创新意义，即发行股票购买公司所管理的37只股权投资基金部分出资人在基金中的有限合伙份额。本次发行作价35.37亿元，对应原始出资金额37.55亿元。同时，公司控股股东九鼎控股与发行对象签署了《收益补偿协议》，约定九鼎控股对发行对象承诺收益补偿。有限合伙份额转为公司股权并在公开市场挂牌后，相当于一定程度上对基金份额做了标准化处理，不仅为投资者提供了更灵活的退出方式，也减轻了投资者退出对公司带来的压力，为项目选择合适时机退出提供了选择空间。此外，挂牌解决了公司核心人员股权激励问题，为管理层股权变现提供了现实渠道。

私募股权投资基金九鼎投资和中科招商创新定向增发方式，以私募股权有限合伙份额认购股份，意味着公开市场首次覆盖私募股权投资行业，隐含了监管机构在该问题上的阶段性突破，为行业内其他公司进入资本市场提供了借鉴，为监管工作涉及新行业后的工作内容和重点提出了挑战，也将为更好的实施监管逐步积累相关经验。

三、制度的宽松性、灵活性特征

1. 限售和转让条件较为宽松

新三板要求控股股东及实际控制人在挂牌前直接或间接持有的股票分三批解除转让限制，每批解除转让限制的数量均为其挂牌前所持股票的三分之一，解除转让限制的时间分别为挂牌之日、挂牌满一年和两年。主办券商为开展做市业务取得的做市初始库存股票除外。

挂牌前股东的锁定期，可由股东协商后自愿锁定。但新三板并未突破《公司法》中对股份限售的要求，股东的限售必须遵照《公司法》的要求执行，即“发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有公司股份总数的25%，上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司的股份。

主板、中小板、创业板要求发行人公开发行股票前已发行的股份，自发行人股票上市之日起一年内不得转让。控股股东和实际控制人应当承诺自发行人股票上市之日起三十六个月内不转让。由于新三板无公开发行

股份，因此，在新三板挂牌交易的股票不受《公司法》“公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让”的限制。此外，在挂牌公司收购中，收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后12个月内不得转让。

新三板目前施行协议转让和做市转让两种不同的转让方式，且不设涨跌幅限制，交易限制颇为宽松。

2. 灵活、弹性的信息披露制度给企业取舍、平衡的选择权

企业申请新三板挂牌，股转系统不对企业的价值做判断，而是在信息披露的底线要求之上，由企业根据自己所处行业、区域和发展阶段的特点自行选择性地披露信息，这种强制披露与自愿披露相结合的信息披露制度更利于专业机构投资者进行投资标的筛选。

新三板的信息披露制度，一方面考虑到公众公司应有的基本披露要求，但另一方面也考虑到信息披露对中小企业带来的隐性成本，包括董秘岗的自愿配备和季报披露的自主性，这些制度设计给了企业在保护商业秘密、节约披露成本和吸引投资者间权衡的选择权，给了企业更大的自由度，更符合市场化的理念，也更适合中小企业所处的发展阶段。

四、制度的便利性特征

融资是企业IPO的一个重要目的，而境内IPO动辄两三年的排队时间极可能使企业因资金未能及时到位而错失发展良机。目前，新三板融资环境日益向好，定向增发、优先股、股权质押、股票质押回购、公司债等融资工具逐步落地并被采用。

在股权融资方面，新三板挂牌公司目前主要是采取定向增发方式进行融资。挂牌公司股票发行的次数从2014年的389次，增加到2015年前三季度的1720次；而发行融资额则从132.09亿元增加至746亿元。公司在新三板挂牌后更容易受到PE、VC等股权投资机构的关注和提升估值，而新三板定向发行制度所采取的融资豁免和“储架发行”等制度使企业可快捷地完成定向发行。允许挂牌企业在挂牌时进行定向股权融资，缩小了与主板、创业板融资功能的差距。挂牌的同时可以进行定向发行，并不是一个强制要求，拟挂牌企业可以根据自身对资金的需求来决定是否进行股权融资，避免了股份大比例稀

释的情况出现。

为规范非上市公司重大资产重组，证监会制定并颁布了《非上市公司重大资产重组管理办法》及配套的格式指引，股转系统也出台了相应的配套规则。新三板的重大资产重组制度主要特点包括，减少事前的行政干预；突出公司自治；简化要求，降低公司重组成本。例如，简化非上市公司重大资产重组程序，不设重组委；实现独立财务顾问与主办券商结合，降低公司重组中聘请中介的支出。主办券商持续督导是新三板统的市场特色之一，在公司重大资产重组减少行政干预的情况下，中介机构的作用更加突出。为此，重组办法对独立财务顾问的职能、权利与义务做了明确规定，并原则规定了主办券商制度、强化中介机构作用的立法思路。

新三板市场发展动因和效应

一、市场需求为主要动因，加之行政推动和历史机遇，促进了市场的快速发展

从国外成熟资本市场实践来看，证券交易都是从场外交易起步的，在经历了漫长的场外交易阶段，随着信息技术的普及才逐渐形成标准化程度较高的交易所市场。在我国，资本市场的建设却未能按照市场主导的方式自然发育，政府对市场建设的设计、引导、干预、限制显著影响了市场格局的自然形成，并长期将场内市场作为资本市场建设重点，场外市场的发展重视程度不够，甚至有所限制。

1. 长期以来的市场需求迫切需要规范的市场平台

在小微企业“融资难、融资贵”的背景下，市场自发形成的民间金融自然发芽。但由于缺乏配套的法律法规，使得这一市场难以健康持续发展。以淄博报价系统和成都“红庙子”市场为代表的场外市场就是在未上市企业股权融资和转让的需求下自然诞生的“草根”市场形态。

随着多层次资本市场建设的纵深发展，监管层已经认识到场外市场建设的重要性，认识到制度缺失对场外市场发展的不合理抑制。新三板是由国务院批准的全国性的股份转让系统，是继上海、深圳证券交易所之后的第三个全国性证券交易场所，有着隐含的政府背书，具

有较强的公信力和规范程度，普通投资者也往往将其视作与沪深等同的交易所，充分迎合了市场积累已久的迫切需求。因此，自2012年9月《非上市公司监督管理办法》颁布，以及面向全国的扩容，使得新三板市场迅速壮大，投融资双方大量汇集，一时间成为资本市场关注的焦点，成为小微企业快速对接资本市场的渠道。

2. 政府部门支持有力，提升了市场的发展速度

新三板的快速扩容，与国务院层面的力推密不可分。2014年5月公布的《新国九条》明确指出：“加快完善全国中小企业股份转让系统，建立小额、便捷、灵活、多元的投融资机制。”两个月后的7月23日，国务院常务会议再次强调，“支持中小微企业依托全国股转系统开展融资”。随后，证监会层面开始逐步落实国务院政策。2014年12月27日，证监会发布《关于证券经营机构参与全国股转系统相关业务有关问题的通知》，旗帜鲜明地支持基金公司试点推出投资于新三板的公募基金产品；支持QFII、RQFII投资新三板公司；支持基金公司、期货子公司、证券投资咨询机构、私募基金等机构开展做市业务；支持券商、基金公司、期货公司、证券投资咨询机构等在新三板挂牌等。

此外，自从2013年新三板面向全国扩容，各地政府相关部门将当地企业挂牌新三板作为金融工作考核内容，并对企业挂牌给予不同程度的经济补贴和政策优惠，部分地区补贴数额较大，基本可以覆盖企业挂牌费用，实现企业零成本挂牌，对当地企业形成激励，推动了大量企业赴新三板申请挂牌。

3. IPO放缓后的资源分流与企业对转板的高度预期吸引了大量资源

2012年11月证监会暂停IPO，使得大量拟上市企业形成“堰塞湖”，尽管2013年12月IPO重启，但核准发行并上市的企业数量被严格控制。期间已向证监会提交材料的大量企业必须持续补充更新材料，并面对严厉的财务核查，一些拟上市企业不得已选择放弃上市计划，转而投奔新三板市场。而监管机构及股转系统多次提到建立“新三板”与创业板间的“转板”通道，也为大量企业提供了一个间接上市的美好预期。因此，一批质地较好的拟上市公司加入了挂牌新三板的企业队伍。新三板充分把握了难得的历史机遇，利用市场化的发展思路开疆

拓土，迅速提升了其市场关注度和平台价值，成为沪深交易所市场之外迅速崛起的另一个全国性市场。

4. 市场价值提升后的资源汇集

随着挂牌企业数量快速增长，政府和市场机构的积极性得到全面调动，主动挂牌和被动挂牌企业都开始部署进军新三板。券商面对2014年上半年较差的A股市场行情，对新三板业务开始给予重视，主要目的在于为这些企业未来再融资或转板做好业务资源储备。同时，A股市场投资者在二级市场低迷的情况下开始寻找新的投资标的，代表创新创业、高科技含量的新三板进入投资者视野，成为资本追逐的一块热土。投资者对新三板的投资热情也是基于对企业未来的转板抱有了极大期望，并预期市场分层前提下的竞价转让制度即将推出，市场流动性有望进一步提升，挂牌企业股票的价值将被充分挖掘。这一过程中，市场各类参与主体互相促进，营造了火爆的市场局面，汇集了海量投融资资源，市场价值得以迅速提升，形成良性循环，不断刺激了市场的热度。

二、市场化投融资对接平台，参与主体各取所需，示范效应初显

中小微企业是中国经济发展的重要力量。我国大量中小微企业在推动国民经济发展、促进就业和科技创新等方面做出了重要的贡献，越来越成为国民经济持续发展的重要推动力。截至2013年底，全国工商登记的注册企业1527.8万户，个体工商户4564.1万户。据工信部统计，中小企业占比30.37%，微型企业占比66.93%，合计占比97.3%；中小企业提供了50%以上的税收，创造了60%以上的GDP，完成了70%以上的发明专利，提供了80%以上的城镇就业岗位。新三板将资本市场服务实体经济的触手向下延伸，弥补资本市场服务小微企业不足的短板。

1. 为企业提供挂牌、交易、融资、并购、规范的全链条服务

新三板的功能之一便是通过灵活、便捷的融资方式为中小企业解决资金困境。不仅如此，新三板将为中小企业提供挂牌、交易、融资、转板的“全链条”的机会，同时公开的平台也为更好实现企业兼并收购提供了机会。

除了融资和交易，企业在公开市场挂牌有利于其完

善公司治理、明晰产权关系，促进规范经营。企业挂牌后，受到监管机构和投资者的公开监督，将促使企业管理者更加诚实信用、勤勉尽责，促进企业持续规范发展；通过建立以股权为核心的激励机制，也有助于稳定核心管理人员以及关键技术人才。此外，通过挂牌后在公开市场的交易、融资、并购、信息披露等行为，都将使企业受到大量投资者和媒体的关注，有助于提升企业知名度；而证券分析师对企业的研究和推介，也将帮助投资者深入挖掘企业的潜在价值。

2. 专业的机构投资者积极入市，有助于建成以机构投资者为主的市场

根据清科统计，截至2015年8月底，国内约有2000只以新三板为主题的基金产品，整体规模至少在5000亿元人民币，其中一些产品尚未发行。尽管500万元的入市门槛将很多个人投资者挡在了新三板的门外，但私募基金、公募基金专户、资产管理计划等机构投资者踊跃参与，也为自然人投资者间接参与新三板投资提供了渠道，降低了门槛。

根据《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》，以私募股权基金、资产管理计划以及其他金融计划进行持股的，如果该金融计划是依据相关法律法规设立并规范运作，且已经接受证券监督管理机构监管的，可不进行股份还原或转为直接持股。意味着上述积累机构投资的企业挂牌时，股份能直接登记为产品名称，为基金及资管计划投资未挂牌企业打通了路径。随着私募股权基金和券商资产管理计划的渐次入市，新三板的投融资功能、投资者结构等均将进一步完善，有助于将新三板建成以机构投资者为主的市场。

3. 证券公司已形成新三板业务盈利模式，一批中小券商差异化发展模式开始形成

新三板扩容以来，挂牌公司数目迅速增长，其蕴含的“全链条”业务机会对券商当前的业务收入和未来的潜在收益将产生影响。券商可以获得投行收入(主办、持续督导、定向增发、转板等)、经纪和做市收入(竞价、协议、做市)以及投资收入(直投、资产管理)等。这些业务考验的是券商的资本实力和定价能力。一批中小券商凭借新三板业务实现了差异化发展模式，并形成了新的盈利

增长点，在竞争中取得了一定的先发优势。

挂牌业务是做市、融资等其他业务的源头，推荐挂牌业务一般能为券商带来100~150万元/家的业务收入，但券商在其中投入的时间和人力成本却较高。对此，券商是希望通过这个平台培养企业资源，当企业成长做大做强后，再为其提供诸如并购、再融资、上市等系列投行服务。同时，挂牌企业越来越频繁的融资行为也为券商带来越来越多的投行业务收入。

在交易佣金方面，目前多数券商新三板交易佣金在0.1~0.3%。以2015年前三季度1354.98亿元交易额计算，佣金总额约为1.3~4亿元，因此，佣金收入对券商业务收入贡献尚小。但做市业务显然才是券商更为关注的焦点。做市商做市一方面提供了股份的流动性，为股份增加了流动性溢价，另一方面也通过价格发现体现了库存股的价值。券商做市资金来源于自有资金，必将承担做市企业业绩和股价波动的风险，因此做市商会优先选择具有高成长性企业来做市。目前来看，做市的主要收益来源于库存股价格上涨而不是做市买卖价差。

2012年11月16日中国证监会《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》，扩大了证券公司自营业务的投资品种范围。明确了证券公司证券自营品种增加在股转系统挂牌转让的证券。对于券商直投子公司，多数券商已经设立主题基金，投资新三板优质标的。由于新三板信息披露要求不如交易所市场严格，投资者单纯依靠公开市场信息则难以进行估值研判。而券商借助推荐挂牌业务，能够较早接触和筛选新三板优质项目，并依托券商的专业研究能力形成专业判断，挖掘优质企业的投资机会，具有相对的信息优势。

除此之外，伴随新三板挂牌、并购等投行类业务活跃而来的对会计师事务所、律师事务所和评估机构的专业服务需求也出现大幅增长，为专业金融服务机构增加了大量业务来源。

三、多层次资本市场新的格局已经初步形成

新三板作为唯一的全国性场外市场，在企业挂牌制度、信息披露、交易制度、融资规则、投资者适当性管理等方面，都与沪深交易所有着明确区分。正是由于有着一套以市场化为核心、具有创新特征和的制度设计，

新三板才得以弥补以往资本市场的服务断层，实现金融服务的草根化延伸，使得PE等资本从投资到退出的循环更为顺畅便捷，这也是该市场对小微企业、中介机构和投资者的根本吸引力所在。

从海外经验看，场外市场成为交易所竞争的必然结果。从新三板的发展实践来看，尽管和沪、深交易所市场仍有显著差异，但从发展过程可以看到其市场体系在逐渐接近交易所。如果其合理的交易制度、市场分层、投资者门槛、多元化做市商准入等预期逐项落地，新三板将形成持续的正反馈，演化为独立于沪、深交易所，以市场化为最大优势的强大生态圈。

以新三板为参照系，更低层次还有各地的区域性股权市场，或称为“四板”市场。尽管各省级行政区分别建设了当地的区域性股权市场，但多数仍处于发展初期，尚未形成成熟的业务模式；而且受到市场定位以及国务院清理整顿工作的限制，在法律地位、地域范围、交易方式、配套制度等方面还存在一些障碍，难以形成市场影响力。四板市场的服务对象普遍规模更小，或者更早期，甚至尚未股改，但其中也有部分颇具规模、质地较好的企业。在新三板全面扩容后，很多区域性股权市场的挂牌和拟挂牌的优质企业资源被分流到了新三板市场。

实践中，新三板的市场定位涵盖了满足创业板上市要求和有望登陆创业板的潜在上市企业，以及区域性股权市场的优质企业阶层。这一有利的市场定位，使其在特定的机遇下，用多样、灵活、便捷的市场化发展战略迅速崛起，弥补了交易所市场外资本市场基础生态的不足，实现“弯道超车”。

此外，场外私募市场中，除了地方政府分别设立的区域性股权市场之外，中证机构间私募报价与服务系统也已颇具规模。报价系统定位于场外私募发行与转让平台，其参与人包括证券公司、私募基金、公募基金、区域性股权市场、银行、信托、期货公司等；产品实行负面清单制度，对私募产品发行实行注册制。该平台经过近一年的发展发行额已突破2000亿元，已将多数券商的柜台市场接入平台，未来还将实现区域性股权市场的互联互通，其在外场市场已形成另一个颇有市场前途的生态群落。

新三板市场存在的问题分析

尽管在过去的一年多时间里新三板实现了市场快速的扩张和制度的不断完善，但实践中仍然存在一些问题，给新三板的持续健康发展带来了挑战。

一、市场预期不稳，波动幅度较大

2015年年初以来，新三板市场在无论从挂牌企业数量增长、投资者开户，还是交易活跃度、融资成功率方面均出现火热局面，两只市场指数也呈现快速拉升势头，至4月7日三板成指和做市指数分别触及最高点2134.31点和2673.17点。但随后市场出现大幅调整，量价齐跌，三板成指和做市指数于7月8日最低下探1280.12点和1103.78点，期间跌幅分别为40%和59%，同时成交量和融资规模也大幅萎缩，市场热度骤降。这次大幅波动的一个重要原因即此前市场参与方普遍对推出竞价交易、降低投资者门槛、公募基金入市、做市商扩容、转板机制的预期过分乐观，当预期难以兑现时悲观情绪又被夸大。其次，期间恰逢6月底A股市场的异常波动，新三板市场也受到明显影响。

二、交易制度不完善，做市商舍本逐末

现行的协议转让和做市转让制度尽管提高了交易效率，但尚有不完善之处，需要进一步改进和优化。首先，由于协议转让价格的自由性，无约束的异常高价或低价协议成交大幅偏离正常价格，使其有沦为利益输送、避税、价格操纵等工具的潜在风险，破坏市场秩序。

其次，在传统做市商垄断交易模式下，做市商在短期利益驱使下存在价格操纵动机。实践中，承担流动性提供者责任的做市商凭借其牌照稀缺性在库存股取得中压低价格，在日常做市活动中更注重股价增长带来的库存股价值提升，反而对提供流动性和价格发现责任有所偏废，存在一定的舍本逐末意味；同时，做市商较市场的其他参与者掌握更多报价信息，具有相对信息优势。在市场向下调整过程中，做市商低价获得的库存股止盈卖出，加剧市场波动，影响市场稳定。挂牌企业也逐渐清醒，不盲目变更转让方式，从近几个月变更转让方式的企业快速递减可见一斑。另外，现行做市制度对券商的保护色彩较重。包括享有7个未披露报价的优势、以天为成交信息披露单位、做市商不履行报价义务不会直接

取消做市资格等。

第三，目前新三板市场做市转让股票必须以做市商为交易对手方，无投资者间的大宗交易制度安排，交易体系尚不完整。

三、融资制度的宽松便捷带来过度融资和资金用途难控

目前新三板的以定向增发为主的融资制度为企业股权融资提供了快捷、便利的渠道，且募集资金的用途也无限制，这为企业提供便利的同时也可能损害投资者利益。部分企业募集资金并不用于扩大产能、增加研发投入、产业并购等围绕主营业务、提升企业价值的经营活动，或者原本计划用于上述用途的募集资金在无监管限制的背景下被企业主用于购买私募基金、参与其他挂牌企业定增，投资证券二级市场，甚至通过委托代款变相放“高利贷”。这些“不务正业”的行为正在挑战监管底线。

四、证券公司尽责和自律不足

根据股转公司9月底发布的《自律监管措施信息表》及纪律处分通告，自2014年3月至2015年9月25日，股转公司共计开出107张罚单，其中2014年17张，2015年90张，波及42家新三板挂牌公司、27家主办券商，在2015年8月和9月内开出的罚单更是高达79次。挂牌公司方面，无论是挂牌公司本身还是其董监高、实际控制人、股东、信息披露人等，皆仅犯错一次；中介机构方面，共计27家主办券商被开出34张罚单，6家券商属累犯。另有两家会计师事务所被开出罚单。

目前，对主办券商持续督导实行的是由全国股转系统对其的自律管理，措施包括约见谈话、责令接受培训、出具警示函、责令改正、暂不受理文件、通报批评、公开谴责等，最严厉的措施是限制、暂停直至终止主办券商从事推荐业务，并没有罚款等经济上的处罚措施，也未将新三板业务纳入证券业协会对证券公司的自律监管体系，监管力度尚显不足。

五、摘牌制度尚未完善

合理的摘牌制度，能解决市场优胜劣汰的问题，净化企业群体，解决市场鱼龙混杂和“壳资源”交易等问题。目前新三板尚未细化与挂牌相应的摘牌制度，致使市场“进”、“出”规则的不对称。

政策建议

一、强化市场功能定位，实现不同层次市场的协调发展

随着新三板、区域性股权市场、券商柜台市场、机构间报价服务系统、股权众筹平台等不同性质、不同层次、不同模式市场活动的快速发展，我国资本逐步形成了新的格局，不同层次的市场不仅反映了企业发展阶段、公司治理水平、盈利能力的差异，也体现出投资者的风险承受能力和专业判断能力的不同，这种差异化来源于投融资群体的多样性，其结果是促进了金融资源的更有效配置。

从市场属性看，新三板属于半公开市场，即“非公开发行+公开转让”，其功能弥补了私募市场和交易所公开市场之间的投融资服务断层。从市场边界看，它与交易所市场有着明确的区分，属于全国性场外市场，可以容纳数量更多、形态各异的中小企业，为企业提供必要的融资支持、规范和培育服务。但由于企业从改制到挂牌周期普遍较短，企业对股份公司文化适应不够，成为公众公司后容易在履行相应职责方面缺乏经验，为监管和投资者保护带来压力。因此，新三板在市场性质、服务对象、服务方式等方面应进一步强化其定位，与交易所市场、区域性股权市场及其他市场形态形成差异化的发展路径，实现不同层次市场的协调发展。

二、实事求是，稳定市场合理预期

无论监管机构、市场运营主体，还是挂牌企业、主办券商、专业服务机构，以及投资者，都必须接受市场发展难以一蹴而就，需要逐渐完善的过程，发展越快越需要谨慎的态度和风险防范意识。我国的企业和投资者尚不成熟，容易过度夸大预期的实施效果，进一步加深市场主体的非理性程度。监管机构、市场运营机构对于社会各方普遍关注的问题，以及市场运行中不断出现的新情况、新问题，应及时、准确地通过合理方式回应，

并引导市场的合理预期和正确解读。对不确定、不明朗，或者市场解读有误的问题及时澄清，及时解决。尤其在转板、竞价、投资者门槛等关键问题上让市场关注者正确解读，避免市场的过度解读或误解。

三、完善交易制度

为了平抑异常价格，建议对协议转让设置合理的涨跌停板限制，增加申报价格的合理性，制约异常价格对市场带来的潜在风险，有效申报区间的具体划定还需根据历史交易明细合理测算。

做市转让方式方面，有必要在建立相对严格的准入条件下引入更多做市商，改变券商数量较少，而做市转让企业数量较多的矛盾，削弱做市商在与一般企业博弈中的优势地位，引入竞争机制。在纳斯达克市场，平均一只股票的做市商数量在20家左右。比如苹果公司在纳斯达克挂牌交易时，有超过60家做市商对其进行做市。其次，加大做市商头寸监管和信息披露，最大可能降低道德风险。最后，对做市券商勤勉尽责情况进行评价分级，并与业务范围、审批流程、交易费用等挂钩，形成常态化激励约束机制，引导做市商更好地发挥流动性提供者 and 价格发现者的功能。除此之外，建议配套盘后的大宗交易制度安排。

四、完善监管体系

作为目前国内最为市场化的全国性场外证券交易场所，完善的监管体系是市场平稳运行的基本保证。监管机制和流程的创新和优化需要跟上挂牌企业家数的迅速增长，形成行政监管和自律监管的合力，真正做到归位尽责。在强化事中、事后监管方面，可以借鉴交易所市场的做法，比如有疑点必询问、有线索必核查、有违规必处理。

建立券商业务评价体系，督促券商严格把控投资者开户资质要求，将合格投资者要求落到实处，完善风险提示的基本规范和纠纷调解制度。通过券商持续督导手段，完善公司治理机制，提高信息披露质量，保障投资者合法权益，建立合理的退市制度。 ■

参考文献：

- [1] 周小川. 资本市场的多层次特性[J]. 时代金融, 2013, (10).
- [2] 戴天柱. 多层次资本市场的结构研究[J]. 财经论丛, 2006, (01).
- [3] 贺强, 王汀汀, 杜惠芬. 新三板市场的制度内涵及其功能定位[J]. 价格理论与实践, 2014, (12).
- [4] 宣潇然. 非上市公众公司监管的法律问题探究——基于新三

板扩容[J]. 上海金融, 2015, (02).

[5] 陈颖健. 非公众股份公司股权交易问题研究——兼论我国新三板扩容面临的制度变革[J]. 证券市场导报, 2011, (08).

[6] 胡淑丽. 论中国新三板市场的功能、主体定位及制度创新[J]. 经济研究导刊, 2010, (13).