

李海涛：新三板：中国资本市场改革的“试验田”

经过多年的稳步推进，A股市场改革已经步入深水区，但受制于多种原因，近期改革动作有所放缓。与此形成鲜明对比的是，作为资本市场改革的“试验田”，新三板的改革正在不断深入，新三板的相关利益方，从股转系统本身、到挂牌企业、再到投资者，都有望在这一A股改革的“缝隙期”迎来发展的“黄金时间”。

A股市场改革实质性放缓，新三板迎来发展“黄金时间”

中国资本市场的改革已经稳步推进多年，目前改革已经进入“攻坚期”。例如对于注册制的态度，早在2015年6月“股灾”之后，监管层对于注册制已经是能拖就拖。进入2016年以来，在熔断机制的作用下，A股开年不利，此后监管层对于注册制已经是三缄其口，担心对本就脆弱的A股造成负面影响。再例如将战略新兴板从“十三五”纲要的草案中删除，也是为了不在此时增加A股市场的股票供给，改革已经实质上让位于稳定。再例如国有企业改革，其中混合所有制改革是重要一环，但A股上市的公司包含太多大型国企央企，混合所有制改革牵动的利益复杂，又有国有资产流失的嫌疑，在推进时只能“慎之又慎”。

同时，A股市场的监管明显趋严，特别是对于并购重组借壳等行为，资本市场的套利空间已经明显收窄。5月11日，媒体报道称，日前中国证监会已经叫停上市公司跨界定增，涉及互联网金融、游戏、影视、VR四个行业。同时，这四个行业的并购重组和再融资也被叫停。虽然这一传言随后被证监会否认，但目前为止，在实际操作中，涉及类金融的跨界并购事实上已被暂缓。此外，对于游戏、影视和VR等资本热捧的几个行业，具体审核时也是一事一议。

随后数家上市公司的并购审核和重组流程收到证监会二次问询、反馈意见。无论是恒信移动被询问行业变更依据，还是最近的暴风科技出资10.8亿人民币收购稻草熊影业60%的股权被否，A股已经不是一个不论质量，什么样的资产都能往里装的市场了，新任监管层的思路非常明确，保证上市标的的优质性，让真正的好企业登陆资本市场。

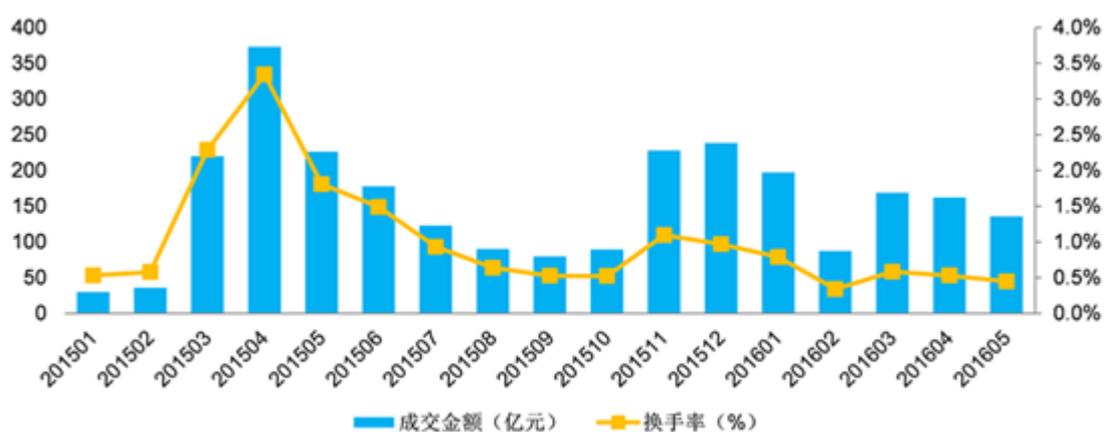
中国企业直接融资的诉求仍然强烈。随着中国资本市场发展，直接融资的比例已经得到了相对提升，同时鼓励直接融资也是监管层一以贯之的态度，并不因为A股改革的放缓而改变。同时，实体企业特别是中小企业的融资需求仍然不能得到满足，而新三板设立的初衷也正在于此，因此发展新三板是一条最佳途径。

新三板相比A股在改革上能够走得更远

新三板能够承担起这一“试验田”重担的重要原因在于，两个市场的投资者群体存在差异，新三板的门槛限制使得这一市场的投资者普遍拥有较为成熟的投资经验，他们对于灵活

的制度适应能力更强，同时对于投资标的也具备更强的甄别能力。但 A 股的投资者结构目前仍然是以中小散户为主，更加需要监管部门通过强而有力的监管。例如这些投资者需要市场的监管者帮助将明显不适合的投资标的排除在外，这一点也是目前监管层不能冒进推出注册制的最主要原因之一。

新三板市场已经发展多年，但仍然并不完善。新三板的全名是全国中小企业股份转让系统，2006 年中关村科技园区建立了代办股份转让试点，其后试点范围扩大到四大特区，进一步扩大到全国。相比 A 股市场，特别是和 A 股中的中小板和创业板相对比，新三板的挂牌上市条件更低，参与交易的门槛更高。新三板市场经过数年的发展，截至 2016 年 5 月底，挂牌公司达到 7436 家，挂牌公司的总市值超过 3 万亿元，但新三板目前存在的一个重要局限在于交易不够活跃，换手率平均徘徊在 1% 上下，即使在 2015 年 4 月大牛市的催化作用下，顶峰也仅仅到达 3.3%。



新三板改革浪潮已经来袭

5 月底，三条新三板的重磅级新规逐一落地，标志着新三板改革的浪潮已经来袭。

首先，创新层推出标志着新三板的发行注册制和市场化的退市机构已经成型。第一条新规是全国股转系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》（下称“管理办法”）将于 6 月 27 日起开始实施，这一“管理办法”主要对新三板在分层方面做出了规定，主要包括：

明确了创新层的准入标准。一共包含三种并行的标准，分别侧重考察挂牌企业的盈利性要求、成长性要求和流动性要求，挂牌企业只要满足其中之一，即可进入创新层。总体看来，创新层的准入标准比创业板要松，即一家挂牌企业只要在盈利能力、成长性和做市的流动性

其中一点有较为突出的表现，即能够进入创新层，包容性更强，门槛低于创业板。按照当前新三板挂牌企业披露的财务数据看，有大约一千家左右的挂牌企业有望进入创新层。

| 盈利能力标准 | 成长能力标准 | 流动性标准 |
|--|---|---|
| 最近两年连续盈利，且年平均净利润不少于 2000 万元（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；最近两年加权平均净资产收益率平均不低于 10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）。 | 最近两年营业收入连续增长，且年均复合增长率不低于 50%；最近两年营业收入平均不低于 4000 万元；股本不少于 2000 万股。 | 最近有成文的 60 个做市转让日的平均市值不少于 6 亿元；最近一年年末股东权益不少于 5000 万元；做市商家数不少于 6 家；合格投资者不少于 50 人。 |

资料来源：全国股转系统

（图表 2：“创新层”的三种准入标准）

对创新层设置了维持标准，同时明确了挂牌公司的层级划分和调整机制。维持标准相比进入标准要稍低，净利润、平均净资产收益率和营业收入增速等标准都是进入标准的 60% 左右，对于挂牌企业盈利能力和成长性的下滑具有一定程度的容忍性，全国股转系统会于每年 5 月份根据维持标准调整挂牌公司所处的评级，不满足维持标准的挂牌企业则会被“降级”。这一调整机制在创立之初就解决了 A 股一直悬而未决的退市机制问题，使得新三板能够实现健康的新陈代谢。

到底“创新层”是什么？对于挂牌公司而言，进入“创新层”到底意味着什么？在分层之后，在“创新层”挂牌的公司将在以下两个方面享受到便利：

一方面，进入创新层能够扭转目前新三板流动性枯竭的局面。如前所述，新三板发展至今一直为投资人所诟病的就是交投疏落，自开设以来，新三板的日成交金额平均徘徊在 20-30 亿元，在 2014 年牛市之前甚至低至每天几亿元，也因此导致新三板上市公司的价格形成机制非常扭曲，K 线图上蹿下跳。流动性欠缺的主要原因在于新三板要求其投资者为以下三种其中之一：一是，注册资本 500 万以上的法人机构；二是，实缴出资额 500 万以上的合伙企业；三是，500 万以上证券资产的自然人。抛开机构投资者不言，A 股市场上绝大多数的个人投资者是难以满足 500 万的投资门槛限制的。除此之外，流动性不佳的深层次原因还在于投资者对于新三板挂牌企业的良莠不齐，投资者信心欠缺。

但随着“创新层”的设立，未来监管将逐步放开现存的诸多投资者资格限制，同时由于“创新层”公司的资质普遍较好，投资者的信心问题也能够得到解决，交投自然会开始活跃。

另一方面，进入“创新层”的挂牌企业将享受到更加多样化的资本市场服务。此前证监会在 2015 年底发布的《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》中就指出，未来会增强新三板市场的融资功能，探索挂牌同时定增时对新增股东人数 35 人的限制，同时优先股、资产支持计划和未来的股票质押式回购业务等，都会大大提高创新层挂牌企业融资的便利程度。

流动性和资本市场服务的问题得到解决之后，在新三板挂牌和 A 股上市对于一家未上市企业而言，差异将越来越小，因此也将提高这些企业登陆新三板的动力。

其次，限制金融类企业挂牌，监管思路防止“脱实向虚”。第二条消息来自监管机构，证监会对金融类机构在新三板挂牌融资做出了原则性安排。证监会指出，国家金融管理部门批准设立并颁发许可证的金融机构，以及符合条件的私募基金机构可以在新三板挂牌和融资，在对于私募基金机构的额外要求中，强调要求挂牌的私募机构持续运营 5 年以上，创投类私募最近 3 年年均实缴资产管理规模在 50 亿元以上，更为重要的是，规定私募机构不得投资于二级市场。证监会的这一要求对于传统金融企业，例如银行、保险、证券公司、信托、租赁等挂牌影响不大，但对于一些新型金融业态例如担保、小贷、保理、典当等，则目前无法挂牌交易。

这一要求主要目的旨在对新三板的挂牌标的进行清理。在整体宏观经济增长换挡的大环境下，全社会整体的信用成本不断提高，金融行业作为这一信用成本的最重要承担者，不良资产风险不断增加，关于 P2P、小贷、担保公司跑路的新闻层出不穷。而对于普通投资人而言，金融企业的业务属性天然具有复杂性，也因此需要更强的监管和信息披露，监管部门此举意在保护投资人。

更进一步地需要注意到，投资于二级市场的私募机构并不能够挂牌，对于其他 PE 机构挂牌资质的要求也有所提高，这一要求将有效防止私募基金机构通过从资本市场定增圈钱，再将这些资金投入资本市场，从而资金脱实向虚，在资本市场空转。

最后，私募机构做市试点推进，做市商队伍扩容。第三条同样来自监管机构，证监会表示将推进私募机构做市试点。证监会新闻发言人张晓军表示，将推进私募机构做市试点，全国股转系统将对私募机构做市进行备案工作，而目前的 88 家新三板做市机构均为证券公司。事实上，早在 2014 年底，证监会就曾经发布《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》，支持基金公司子公司、期货子公司、证券投资咨询机构、私募基金管理机构等经证监会备案后，在全国股转系统开展做市业务。可以预见，未来基金子公司、期货子公司、证券投资咨询机构等，都将逐渐被纳入新三板做市商的行列。

所谓做市机制是一种新三板的交易机制，做市商作为中介机构对股票估值提出双向报价，收取佣金收入，同时赚取买卖价差，目前新三板挂牌企业参与做市交易必须保证拥有两家及以上的做市商，在很长一段时间内，新三板挂牌的企业数不断增长，但做市商的家数却一直

止步不前，做市交易市场的竞争不足。但可以预见的是，随着未来更多类型的机构参与到新三板市场的做市中来，这一市场的竞争将更加激烈，这将直接让利于挂牌企业和投资者。

新三板利益相关方将迎来发展难得机遇

新三板已经开始逐渐具备制度优势。随着创新层的设立，只要监管部门后期放低投资者准入门槛，例如，未来可能允许公募基金进入新三板，这将大大增加新三板市场的流动性。同时，通过在创新层提供更好的资本市场服务，未上市企业也将会更有动力去新三板挂牌。而新三板原本的挂牌要求相比创业板还是要简单，采用的发行批准方式也是备案制，等同于事实上的发行注册制已经推行。同时，由于“创新层”被区分之后，“基础层”企业的流动性将进一步枯竭，多数企业与退市无异，由于创新层已经给出了明确的维持条件，不满足这一条件的挂牌企业将退出创新层，事实上的“退市”制度也得到完善，优胜劣汰的机制已经完善。

对于全国中小企业股份转让系统而言，其有望通过制度性优势吸引越来越多中小企业来到新三板挂牌，从而快速做大做强，未来甚至有望成为和上交所、深交所比肩的大型交易所。对于挂牌企业而言，随着新三板现存的一些劣势逐步改善，它们在新三板挂牌已经能够享受到和 A 股上市一样便利的资本市场服务，但目前在 A 股上市的难易程度和在新三板挂牌不可同日而语，如果抓住这一时机在新三板挂牌，则有望和这一市场一起成长。对于投资人而言，由于新三板上市企业的成长性更好，他们未来投资这些企业也能够更好地分享到其成长带来的红利。

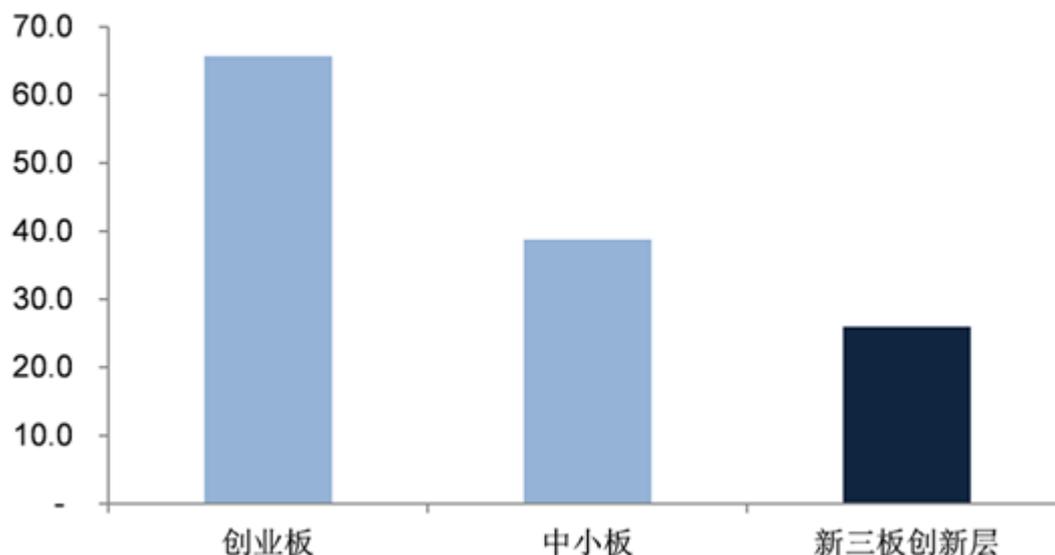
但同时也要注意，新三板能够走得更远同样需要强有力的制度配合，以免这些改革流于形式。其中信息披露制度是重要一环，例如“创新层”的进入和维持标准，主要是对于财务指标的相关要求，挂牌企业有动力通过粉饰报表来迎合这一要求，这就需要对信息披露等相关事项作出更为严格的规定。注册制之后，监管部门更加重要的职责是充当“守夜人”的角色，做好这些制度性安排。

A 股：短期不构成利空，但改革压力不容小觑

对于新三板近期的制度改革对于 A 股市场的影响，有市场人士比较悲观，认为会对 A 股产生包括估值压抑和资金分流在内的两点负面影响。但总体来看，短期这两点都不构成实质性利空。

第一，“创新层”的设立，可能会对目前中小创的高估值形成压制。许多新三板挂牌企业，特别是那些未来有望进入“创新层”的企业，实质上资质是优于部分中小板和创业板企业的，例如从业绩增速的视角看，未来新三板“创新层”的挂牌企业成长性优于创业板和中小板，但估值更为便宜，PE 低于中小创上市公司。如果未来新三板的制度性问题得到改善，则会对这些估值偏高的中小创股票产生压制。

2015年市盈率



(图表 3: 新三板潜在的创新层企业估值低于中小创。资料来源: Wind)

诚然,对于估值问题应当以这样的视角考察,其实新三板的企业中并不缺乏一些新兴行业,特别是一些细分行业的成长明星,为什么此前其估值会系统性逊于中小创上市公司?一个重要的原因在于流动性欠佳,因此可以认为这种估值的整体折价是一个流动性折扣,未来随着新三板市场流动性的向好,这一流动性折扣将会消失。

第二,新三板未来对 A 股的资金分流压力会更大。如果私募基金未来投资新三板的渠道更为通畅,可能会有部分资金分流到新三板,未来对 A 股形成资金压力。

但需要注意的是,由于流动性不佳,此前新三板的投资类似于一级市场投资,投资者更多的是利用新三板实现股权的公允价值定价和转移。因此投资新三板的私募基金也主要以一级市场投资者为主体,对 A 股的资金压力并不大。未来如果允许公募基金等传统二级市场投资机构进入新三板市场,则可能会分流部分 A 股资金,但短期还看不到。

然而中长期来看,如果未来 A 股相比新三板存在制度性劣势,则可能会有越来越多的企业选择在新三板挂牌而非在 A 股 IPO 上市交易,A 股将很难做大做强。因此,A 股市场的制度建设,不能总以照顾市场情绪为由,“头痛医头脚痛医脚”地做一些缝缝补补。同时,随着加入 MSCI、“深港通”、“沪伦通”等更多形式的资本市场开放,A 股将同时面对对内和新三板等其他层次资本市场的竞争,以及对外和其它资本市场的竞争,在此之前应当做好自身制度性的建设,这也是应当引起监管层重视的问题。