

“新三板”市场的形成、功能及其发展趋势

周茂清、尹中立

载《当代经济管理》2011年第2期

【内容提要】新三板原是为作为非上市股份有限公司进入三板市场进行股份转让试点而设立的，然而后来却逐渐成为我国场外市场的一个重要组成部分。回顾新三板的发展历程，了解其功能及发展趋势，不仅有助于解决高科技中小企业融资难题，推动全国高科技产业更快发展，对于建设多层次资本市场也具有重要意义。

【关键词】 新三板 三板市场 非上市股份有限公司

【作者简介】周茂清，中国社会科学院金融研究所研究员、博导；尹中立，中国社会科学院金融研究所副研究员、硕导（100732）。

推出新三板，原是为了对三板市场进行一次扩容实验。然而在后来的发展过程中，新三板却逐渐成为我国场外市场的一个重要组成部分，并呈现出向全国推广的态势。回顾新三板的发展历程，了解其功能及发展趋势，不仅有助于解决高科技中小企业融资难题，推动全国高科技产业更快发展，对于建设多层次资本市场也具有重要意义。

1、什么是“新三板”市场

“新三板”市场指北京中关村科技园区非上市股份公司转让报价系统，是专门为科技园区的非上市股份公司股份转让提供的平台，是证券公司代办股份转让系统的组成部分。它于2007年9月26日经国务院批准，经证监会正式批复同意设立，作为科技园区非上市股份有限公司进入三板市场进行股份转让试点。在这之前，三板市场仅限于处理历史遗留的法人股问题，以及主板市场退市企业的股份流通问题，没有接纳新公司股份“上市”的职能。试点启动之后，使三板市场注入新鲜血液，成为一个全新的市场，与主板的成立、中小板的诞生具有同等重要的意义。由于它不隶属于沪深证券市场的主板和中小企业板，同时在股份转让模式上又接近于一些券商提供的股权转让服务，为区别于原来的“三板”，因此被称为“新三板”。

由于该项试点是一项重要、复杂而艰巨的创新性工作，需要在探索中总结经验逐步推广，于是在试点的选择方面监管当局是经过一番认真考虑的。中国证监会、北京市政府和科技部等有关部门经过两年多比较、选择，推出中关村科技园区非上市股份有限公司进行报价转让试点。这是因为，中关村拥有近两万家高科技企业，2009年企业总收入达到12995亿元，

成为我国经济规模最大的高技术产业基地。另据深交所的一份分析报告，中关村科技园区符合中小企业板上市后资源标准的企业共有 358 家，完全具备上市能力的企业为 182 家，在国内居领先地位。这说明，中关村科技园区完全具备作为“新三板”试点园区的条件。

同时，新三板与三板市场的原有业务在设立目的、交易方式、上市条件等方面均存在着实质性的差异。三板市场原定位为 STAQ、NET 系统挂牌公司，以及沪、深证券交易所的退市公司在此进行股份转让，股份转让以集合竞价的方式配对撮合，股份转让价格实行 5% 的涨跌幅限制。而中关村高科技企业进入三板进行股份报价转让试点，主要目的是为解决高科技企业原始投资的退出通道问题，为主板和中小企业板培养上市资源。其交易方式是买卖双方向主报券商报价，之后买卖双方直接交易，不设涨跌幅。

2、新三板的发展

在开办初期，园区企业和投资者对新三板的认同度较低，最初两年，主动挂牌的企业比较少，更多的企业是在中国证券业协会和中关村管委会的推动下，抱着尝试的心态在新三板挂牌。2008 年以来，新三板呈现出稳健发展的势头，交易规模和挂牌企业数量稳步增长，也被越来越多的高新技术企业所看好。

从挂牌企业数量上来看，2006 年至 2010 年，园区挂牌企业分别是 10 家、14 家、17 家、20 家、70 家，呈现稳步增长趋势。近几年，不仅中关村科技园区企业对新三板有很高积极性，各省的高新技术园区也都在积极争取进入代办股份报价转让系统。

实际上，挂牌企业对新三板的认同感得以提升，并不仅仅是因为新三板能够为高新技术企业提供融资的平台。新三板除了实现融资的规范化之外，还为挂牌企业带来了市场声誉的提高、财务管理的规范和现代公司治理制度的建立。民营企业在创立之初往往并不十分注重严格意义上的企业管理制度，尤其是高新技术企业的创办人更多是技术人才，对规范经营、成本控制方面经验相对欠缺。园区企业挂牌新三板的过程中，券商、会计师、律师等专业人士的尽职调查，将促使其完善公司治理结构和管理制度，为公司业务的发展壮大提供组织和管理上的支持。

2009 年，新三板进行了开办以来的第一次改革，建立了投资者适当性制度、调整了园区企业申请挂牌的条件，同时优化了交易制度，提高了交易效率，并对限售股份的解禁制度予以完善。改革当年，新三板的交易量就从 2008 年的 2.9 亿增长到 4.8 亿，增长率接近 70%；而 2010 年头八个月的时间，交易量就达到了 2.58 亿。可以说，改革后的新三板，交易制度更加成熟、高效，为今后市场的进一步扩大铺平了道路。

截止 2010 年 8 月底，新三板挂牌企业前后已达 70 家，其中有 11 家成功实现了拟定价格的定向增资，融资规模最高达 8700 万。实际上，近两年的中关村，已经在新三板的影响下成为了新的创投和私募股权基金的聚集中心。许多风险投资公司已经集聚在中关村，在中

关村寻找优质的、有潜力的企业，直接推动了挂牌企业与投资机构的对接，同时也推动了创业投资和风险投资的活跃和发展。

中关村新三板市场的基本情况（截止到2010年8月底）

挂牌公司（家）	70
总股本（亿股）	26.5231
成交笔数（笔）	440
成交股数（万股）	5070.7456
成交金额（亿元）	2.5835

3、“新三板”市场的功能

第一，为高科技企业提供理想的资本平台

根据中国资本市场的现状分析，新三板是创立期高科技企业成长的最佳摇篮。其上市挂牌的条件很宽松，只要公司设立满两年，主营业务突出，发展潜力可观，公司治理结构健全，就可以向证券业协会提出挂牌申请，对盈利水平没有硬性要求，这正好契合创立期高新企业的优势。通过这一市场化的资本平台，高新技术企业不仅可以获得成长所需的资金、技术、市场等各种要素，也完善了市场化的融资、资产价值的评估等各种融资机制安排，从而使其实现快速发展。

第二，为挂牌企业带来市场声誉的提高、财务管理的规范和现代公司治理制度的建立

民营企业在创立之初往往并不十分注重严格意义上的企业管理制度，尤其是高新技术企业的创办人更多是技术人才，对规范经营、成本控制方面经验相对欠缺。园区企业在挂牌进入新三板的过程中，券商、会计师、律师等专业人士的尽职调查，适度的信息披露，加上相关部门的监管等，将促使其完善公司治理结构和管理制度，为公司业务的发展壮大提供有力的组织和管理上的支持。据证券业协会公布的数据，“新三板”市场大部分公司的总营业收入和净利润出现较大幅度增长。

第三，促进风险投资的发展

“新三板”市场为园区非上市股份有限公司的股份提供有序的转让平台，形成了合法、有序的股份退出机制，使得风险投资资金能够大胆进入企业，也能够顺利地退出企业，从而能够积极促进风险投资的发展。据北京炜衡律师事务所调查显示：新三板中9家定向增资企业涉及机构投资人23家，其中风投就有15家，占机构投资人总数65%。

第四，是发展多层次资本市场体系的需要

在资本市场体系中，“新三板”市场有着诸多特点。相对于沪深证券交易市场，它是标准较低、风险较高的场外市场；相对于以大宗产权、固定资产、土地等非标准化产品为交易

对象的产权交易所，它是以标准化的基础性金融工具(主要是股票)为交易对象的市场。因此，对于达不到或暂时达不到主板和创业板上市要求的企业来说，“新三板”市场则为其提供了一个选择机会，使其能够依据自身发展需要及时得到资金支持，并且待时机成熟时，可望晋升到创业板或主板市场挂牌。因此，“新三板”市场作为我国多层次资本市场体系的一个重要组成部分，是主板市场和中小板市场的基础和前台。未来我国资本市场的理想模式，就是从三板市场到中小板市场或者创业板市场，再到主板市场的金字塔形状。

4、进一步发展新三板的设想

从上述分析可知，中关村的新三板能够真正发挥它对科技创新的支持作用，最关键的是要设计出一套符合科技类公司特点的推荐、筛选及交易制度。为此，提出以下几点设想和思路：

第一，新三板的挂牌标准应该放宽，退市的标准应该从严

对创新类公司的选择思路只能是海选，大浪淘沙，放开上市的大门，给更多的创新企业上市的机会。但如果不看重过去业绩、不看重财务指标，而是看重未来前景、看重创新能力，操作性问题如何解决？如何能够简明地判断企业的创新能力？这个问题不解决，就会给很多没有创新能力的企业混进股票市场的机会。对此只能是交给市场来解决，发动全社会的投资者共同来对上市公司进行评估，通过股票价格来评估、反映企业的创新能力。

股票价格高，说明投资者认为该公司未来前景好、创新能力强；股票价格低，说明投资者不看好这个公司；而如果股票价格持续低于一定水平，比如低于面值，该公司甚至就应退市。这样做的目的是把选择公司的权利交给市场，而在主板市场（包括现在的创业板市场），选择公司的权利却交给了有关行政部门（主要是发审委）。

目前的中关村新三板市场的挂牌数量只有70家，规模相对太小，而且挂牌公司的数量增长太慢，有关部门应该检查一下究竟问题出在什么环节？一定要杜绝主板市场的人为控制新增上市公司数量的做法，确保在新三板市场能够真正实现新股上市的市场化改革。

在宽进的同时，要做到严格退市制度。经过一定时间的市场筛选之后，如果公司的价格持续低于一定水平（如：平均股价低于1元，且持续1年以上），应该立即退市。这样可以保证市场可以快速地进行新陈代谢，让市场保持活力。在美国纳斯达克市场，有些年份退市摘牌的公司数量甚至大于新挂牌的公司数量。

第二，实行做市商制度，提高市场的流动性

公司披露的财务等信息对于主板市场的投资者一般情况下基本够用，所以主板市场对投资者的服务主要是上市公司信息披露。但是，对于新三板市场的创新类企业，企业经营不稳定，具有高风险、高收益的特点。普通投资者很难用通常的公司估值方法对挂牌公司进行准

确的估值和定价。这就使投资者无法建立对新三板市场投资的信心。这也是目前新三板市场交投清淡，成交不活跃的根本原因。只有实行做市商制度，才能为创新型高科技公司准确估值定价，从而从根本上增加投资者的信心，活跃新三板市场。做市商拥有大量的专业人员，长期跟踪挂牌公司，能对挂牌公司进行相对准确的定位。更重要的是，做市商以自有资金对挂牌公司的股票进行买卖，这就相当于以中立第三方的立场为挂牌公司的股票价值进行一定程度的担保。这必将极大的增强投资者的信心，从而激活新三板市场，并最终形成良性循环。

做市商制度最早由美国的NASDAQ 市场创立，经过近40 年的发展，已成为全球创业板市场的主流交易制度。做市商的核心功能是估值，原因在于做市商有专业的研究队伍，能够对做市的公司进行长期深入的研究，并在此基础上进行专业的估值和报价。

当前中关村新三板市场交易十分清淡，引入做市商制度对提高中关村新三板市场的活跃度和吸引力很有帮助，中国证监会有关部门已经对此达成初步意向，北京市有关部门应该努力促成此事早日实施。

第三，从活跃交易的角度，应拆细交易单位，降低单手交易下限

目前新三板市场每手交易股数至少为3 万股，即使重新对个人投资者开放也难以活跃市场，建议逐步降低到每手1万股。

第四，关于200 人问题

新三板目前规定挂牌公司股东不能超过200 人，这导致挂牌公司交易股东达到200 人时必须申请暂停交易。这一条的依据是，《公司法》规定股份公司发起人如果超过200 人就算是公众公司，而公众公司需要中国证监会批准、备案。这里需要指出，《公司法》只是说公司设立时发起人不得超过200 人，立法宗旨是防止乱集资导致金融风险 and 诈骗，但对公司成立后由于合法交易而股东超过200 人的情况并没有限制。新三板是国家相关部门包括中国证监会在内推出的合法交易场所，其目的就是通过股票的拆细、标准化交易来形成连续的股票交易曲线，在此基础上解决高科技企业融资难题。如果公司股东严格限制在200 人，就无法实现上述目的，新三板就很难发展了。

第五，建议对拟挂牌企业进行挂牌前辅导

比起拟在主板上市的公司，拟在新三板挂牌的公司规模小、管理水平差、财务会计等基础工作薄弱，所以更需要进行上市前辅导，具体操作可以参考主板辅导办法，适当调整。

此项工作应该由中关村科技园区管理委员会牵头，与深圳证券交易所及证券监管机构协商的基础上处理专门的三板上市辅导工作小组，负责对拟上市的企业进行培训及其他协调工作，解决高科技公司在融资过程中的实际问题。

参考文献

- 1、胡淑丽：论中国新三板市场的功能、主体定位及制度创新，经济研究导刊，2010 年第 13 期。
- 2、王志国：新三板市场：后金融危机时代企业的重要选择，2010 年 12 月 17 日《证券时报》
- 3、刘刚、郭静：新三板市场的功能和定位，产权导刊，2006 年第 5 期。
- 3、程晓明：全方位认识新三板，2009 年 03 月 16 日，和讯网。