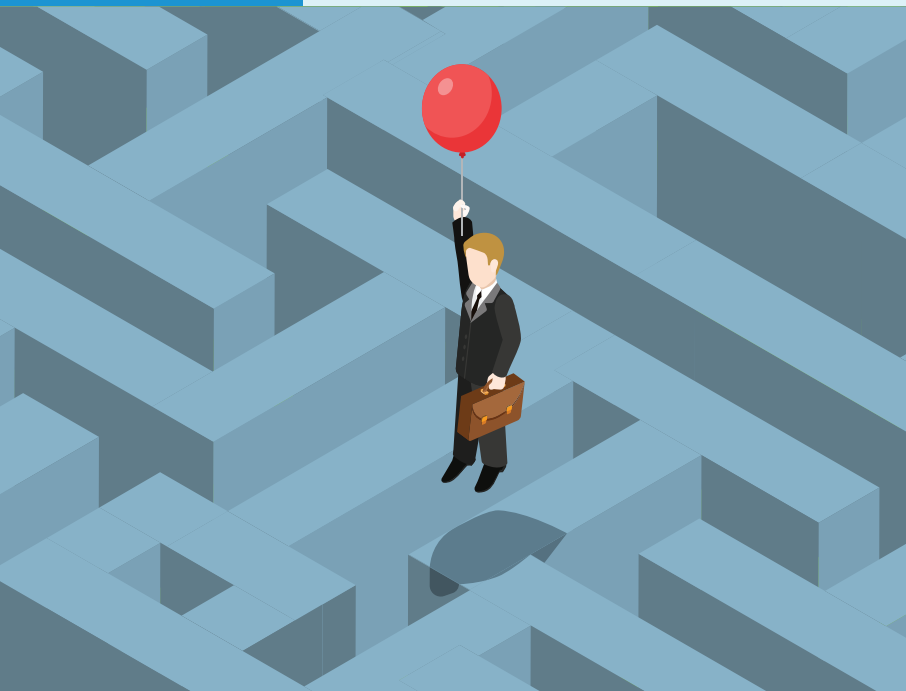


“逃离”新三板：羊群效应还是理性抉择？

文 / 刘辉

维持较高的投资门槛可以降低新三板市场的投机氛围，倡导价值投资的理念。这种观点看似具有一定的合理性，但这是对证券市场功能和运作机理的一种错误解读。降低投资者门槛是做大做强新三板的必然选择



求差异悬殊，是一部分公司决定“转板”的直接原因，再融资困境恶化是新三板公司选择“转板”的根本原因，而流动性优势和市场估值的提升则是选择“转板”的根本动力所在。

分层标准高开低走

2015年11月，股转系统发布《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》，其中对于创新层规定的三大标准之“（一）”，即“净利润+净资产收益率+股东人数”标准明确要求：1. 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于2000万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；2. 最近两年平均净资产收益率不低于10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；3. 最近3个月日均股东人数不少于200人。

该标准中，特别是“最近3个月日均股东人数不少于200人”的要求对不少优质企业来说依然显得望而生畏。而恰恰，到今年5月份《分层管理办法（试行）》出台之时，又删除了上述要求。有数据统计，因不符合《分层征求意见稿》对近3个月日均股东人数的最低要求而公告“转板”的公司多达约40家，而这些公司又是完全符合《分层管理办法（试行）》的分层标准的。这就造成这些公司在公开宣布“转板”之后，陷入进退两难的尴尬境地。

这种现象实际上折射出现有监管制度并未尽可能保护市场主体对监管的信赖利益。理论上说，股转系统发布征求意见稿的方式能够更加广泛地倾听市场的声音，从而制定出更加科学的分层标准。但问题是，从征求意见稿的发布到正式的《分层管理办法（试行）》出台，长达数月的期间，足以使挂牌公司对征求意见稿明定的标准产生较大程度的信赖，该信赖对其做出

自今年5月股转系统出台《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》暨新三板实施分层制度正式实施以来，多家挂牌企业放弃新三板。

有媒体前不久总结，从2007年以来，我国新三板累计已成功“转板”11家，目前更是处于“转板”辅导、报审的高峰期。数据显示，仅今年上半年，新三板已有90余家公司对外发布“转板”计划，中科软（430002）、金山顶尖（430064）、中航新材（430056）、现代农装（430010）等公司更是准备充分，来势汹汹。不容小觑的是，这些准备摘牌新三板而登陆A股的公司中，不乏有望成为新三板创新层成员的优质公司。

为什么如此多的企业要逃离新三板？《分层管理办法（试行）》与之前向社会征求意见稿核心指标要

下一步决策将产生重大影响。因此，从意见稿的出台方来说，股转系统在制定意见稿的时候就应当最大限度开展市场调查和研究，并在意见稿发布的同时，对可能做重大调整的标准予以阐明，从而尽可能给予挂牌公司充分的表达意见的机会。同时，应当适当缩减征求意见的期间，缩短该期间并不必然意味着无法充分收集市场主体的意见，适当的缩减反而有利于尽快确定监管制度，保护挂牌公司的信赖利益。

价值发现功能弱化

从根本上讲，融资环境不佳是不少挂牌企业选择离开的重要因素。今年新三板交易情况表明，新三板的发行次数和融资规模总体走势趋于恶化。比如，股转系统的公开数据显示，2016年8月，挂牌公司股票发行次数仅为175次，融资金额仅为575260.77万元，再次刷新从去年以来的单月最低发行次数和融资金额。低发行次数和低融资金额是新三板市场流动性不足的重要反映。流动性不足的重要原因之一是，新三板主要是机构投资者，且投资者门槛过高。随着国家对大众创业万众创新的支持和对新三板帮助中小企业融资的鼓励，新三板市场挂牌企业数量正大阔步向10000家的目标迈进。然而，新三板市场的投资者数量依然保持在20万左右徘徊。投资者数量与挂牌企业数量的严重不匹配是导致后者发行和融资难的重要原因。因为符合条件的投资者相对固定，而相反挂牌企业的数量的飞速增长。二者的强烈反差和失衡还导致新三板市场的企业并购过于冷清和新三板整体市场价值发现功能的弱化。

我们认为，降低投资者门槛是做大做强新三板的必然选择。尽管有学者认为，维持较高的投资门槛可以降低新三板市场的投机氛围，倡导价值投资的理念。这种观点看似具有一定的合理性，但这是对证券市场功能和运作机理的一种错误解读。

首先，建立证券市场的基本目的是为证券交易提供基础条件，而证券交易的基本功能是价值发现功能。那么，如何才能提升交易的价值发现功能呢？最基本的要求就是必须增加交易的自由度和活跃度。因为只有更多的交易，才能把与证券价值相关的一切信息反映于证券价格本身。其次，证券交易（场）的另一个重要功能是帮助企业实现融资。比如新三板市场，作为自律机构，股转系统通过制定规则，允许符合条件的投资者进入市场进行交易，允许符合条件的公司进行挂牌融资，买卖双方只有平衡发展，才能实

现交易的合理增长。目前，由于个人投资者很难直接投资于新三板，投资门槛高企导致整体市场的买方不足，只有降低投资门槛，才能从根本上活跃新三板市场。此外，降低投资者门槛并不直接等同于加大投机氛围。实际上，降低投资者准入标准的同时，一方面需要加强投资者适当性管理制度，保持投资者自身资产实力和风险承受能力的协调；另一方面，作为市场的监管者，股转系统需要加强对挂牌公司信息披露和违法违规行为的监管，加强投资者保护。

另起炉灶还是坚守？

目前，新三板市场依然沿袭的是2014年8月25日新三板做市商落地以来的制度，即完全由主办券商垄断做市。由于这些券商本身对新三板做市投入的资金限制以及对新三板市场风险的衡量，新三板市场从建立做市商伊始便面临流动性不足的问题。如今，新三板挂牌企业已接近10000家，但市场上的做市商却只有不足90家。在新三板扩容，挂牌企业猛增的背景下，原有挂牌企业本身就面临着制度红利稀释的情况，加之不少企业无法进入分层后的创新层，这更进一步削弱了做市商对其的兴趣和投入。因此，这部分本身资质一般的企业抱着投机的心态也尝试冲刺一下登陆A股IPO。

因此，进一步丰富做市主体，增加做市商的数量，完善做市机制是新三板改革的重点和难点所在。2016年9月14日，股转系统公司发布了《私募机构全国股转系统做市业务试点专业评审方案》，对私募机构参与做市的总体要求、基本条件、评审机构、评审流程、评审及验收内容等作出了详细规定，这标志着私募机构参与新三板做市正式进入实际操作阶段。据悉，目前已有32家私募机构申请成为新三板做市商，其中私募股权基金21家、私募创投基金4家、私募证券投资基金6家、私募基金子公司1家。

总之，随着个人投资者获准进入新三板市场以及做市商制度的完善，新三板的活跃度一旦提升，挂牌企业的再融资能力得以强化，其市值和社会影响力必然进一步增强。对于目前已挂牌的企业，尤其是有望进入创新层的企业来说，坚守新三板或不失为一理性的选择。毕竟，目前的所谓“转板”，其实质仍是另起炉灶，重新排队，而这其中，摘牌等待的时间成本和融资能力全失的风险值得审慎评估。□

作者单位为厦门大学法学院