

近日,证监会推出了新三板改革的系列举措,并赢得了市场普遍认可与高度肯定。当然,它也引发了市场人士无数的遐想与憧憬。笔者认为,要想提升新三板对挂牌企业及投资者的吸引力,就必须进一步完善其市场功能,尤其是要善用市场分层及转板机制这两大“武器”。



新华社图片

# 完善新三板市场功能 用好两大“武器”

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

## 挂牌门槛及信息披露包容性

新三板最大的特点是对挂牌门槛及信息披露的包容性。它没有量化的挂牌标准,但要求挂牌公司必须主业突出,守法经营。而信息披露质量虽远不及上市公司要求严苛,但信息披露却是新三板公司最大的一项挂牌成本。

一直以来,总有一种市场声音强烈呼吁:要大幅降低投资者准入门槛,让小散进来参与新三板“短炒”投机,并以此来提高换手率及成交量。他们希望尽可能模糊新三板与“证交所”的界线与区分,甚至有人干脆将新三板挂牌公司也称为“上市公司”。在此,我们不禁要问:新三板设立的初衷究竟是什么?

我们通常将证券交易所挂牌的公司称为“上市公司”,而将新三板及四板挂牌的公司称为“非上市公司”。

按照我国新三板相关规则定义,所谓非上市公司,是指有下列情形之一且其股票未在证券交易所上市交易的股份有限公司:一是股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人;二是股票公开转让。

根据我国新三板规则规定,新三板挂牌公司依法纳入“非上市公司”监管,股东人数可以超过200人。股东人数未超过200人的股份公司申请在全国股转公司挂牌,证监会豁免核准,挂牌公司向特定对象发行证券,且发行后证券持有人累计不超过200人的,证监会豁免核准。依法需要核准的行政许可事项,证监会应当建立简便、快捷、高效的行政许可方式,简化审核流程,提高审核效率,无须再提交证监会发行审核委员会审核。

## 五大基本功能

在新三板改革的重大方向问题上,我们必

须不忘初心、牢记使命。新三板的基础功能是股权的登记、托管、展示与转让;其高级功能则是便利融资、并购重组、转板机制。具体地讲,新三板具有五大基本功能。

一是股权登记与托管功能。新三板挂牌门槛的包容性,是其最大特点。大批量的中小微企业无条件进入证交所挂牌,但它们需要一个规范的股权登记与股权托管平台,新三板则很好地满足了这些企业的诉求。因此,中小微企业成为新三板挂牌的主体。2013年至今,短短7年内,已累计有13219家企业在新三板挂牌,其中,中小企业占比94%。目前新三板挂牌公司平均股东人数为43人,其中挂牌时股东人数超100人的公司仅115家,挂牌后股东人数超100人的公司仅843家。这就是新三板特有的包容性。可以预料,未来新三板挂牌企业数可能达到5万家。

二是股权展示与转让功能。新三板挂牌企业的股份虽不能像证交所一样高换手率“短炒”,流动性也无法与证交所相比较,但它却是中小微企业宣传自我、展示股权、转让股权的重要平台。由于新三板对挂牌企业信息披露质量的包容性,以及可能存在的信息不充分、不对称,我们必须设定严格的投资者适当性管理规则,并让那些具有足够定价能力和风险承受能力的机构及大户进场,而不是让普通的小散直接进入新三板“搏杀”。新三板绝不是小散“炒股”的地方,但小散可以通过购买新三板主题的公募基金,或是新三板主题的公募资管产品来间接参与新三板投资。

同时,新三板市场的快速发展,为VC、PE等投资机构提供了优质的投资标的池,提供了新的退出渠道,引导和带动了早期投资。目前,有VC、PE参与的挂牌公司数量占比超过60%,比企业挂牌前增加了10%。

三是增信与融资功能。在融资机制上,新三板为挂牌企业提供了普通股定向增发与非定向增发、优先股、可转债、中小企业私募债、股权质押贷款、银行信贷、资产证券化等融资通道。7年间共有6388家挂牌公司发行股票10516次,融资4911.39亿元。在这些融资中,新三板99.81%的公司挂牌及97.76%的公司融资都是由新三板自律审查完成的。目前,全国股转公司与工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、光大银行、兴业银行22家商业银行签署战略合作协议,为挂牌公司和拟挂牌公司提供定向授信额度等服务,这实际上也是一种带有“增信”属性的融资模式。

四是并购与重组功能。并购重组是公司“裂变”与“重生”的机遇。新三板既是上市资源的“孵化场”,也是并购重组的“狩猎场”。截至今年6月末,累计有135家新三板挂牌公司被上市公司收购,占新三板市场收购金额的比重高达65.48%。7年间,新三板挂牌公司共实施重大资产重组385次,交易总额651.13亿元,其中70%以上属于现代服务业和战略性新兴产业的产业整合和转型升级,还有1036家挂牌公司被收购,涉及金额1426.82亿元,加速了资源整合。实际上,新三板也是一个“淘金场”。新三板挂牌企业被上市公司整体收购,也是一种不错的选择或归宿,它同样达到了间接上市的目的,而不必非走IPO通道。

五是分层与转板功能。2015年11月,《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》首次提出:实施全国股转公司内部分层,并将新三板分为基础层和创新层。

今年10月,新三板推出了系列改革举措,其中,最重要的有两点:一是现有基础层与创新层的背景下,增设精选层;二是建立并落实挂牌公司转板上市机制。

市场分层有两个目的:一是分类监管、高效监管;二是搭建一条晋级通道,激励挂牌企业不断提升自我,包括规范信息披露、完善法人治理,并鼓励一些具备条件的挂牌企业向转板通道迈进。

按照新三板革新规则,在精选层挂牌一定期限,且符合交易所上市条件及相关规定的企业,可以直接转板上市,充分发挥新三板市场承上启下的作用,实现多层次资本市场互联互通。

## 善用市场分层及转板机制

不过,必须说明的是,尽管新设了精选层及转板机制,但面对将来数以万计的挂牌企业,最终真正通过IPO通道或转板机制上市的企业,仍将是少数,而不会是大多数。事实上,在过去7年间,累计有983家新三板挂牌公司开展过上市辅导,346家申报过IPO,但最终只有80家公司成功上市。

当然,新三板设立精选层与转板机制,一定会吸引更多的企业来此挂牌,也会吸引更多的机构和大户来此淘金,这是不容怀疑的。到那时,“短炒”成交量及换手率带来的“人气”一定也会有明显提升。这正是新三板功能完善带来的市场效果,而不是本末倒置为拉高换手率,更不是不负责任地将小散拉进来垫背。实际上,现在已有不少上市公司的子公司提前来到新三板布局。截至今年6月末,有372家挂牌公司的股东中包括上市公司(不含做市商),涉及上市公司312家。

最后,必须强调的是,要想提升新三板对挂牌企业及投资者的吸引力,就必须进一步完善其市场功能,尤其是要善用市场分层及转板机制这两大武器,而不是通过降低投资者准入门槛来直接提高换手率或成交量。在这一点上,切勿本末倒置。

## 监管机构需提供必要保障支持

在现阶段来说,区块链技术还是有不足的对方,需要监管机构提供必要的支持,以保证其健康发展。

一是加强有效监管。在当前阶段,区块链系统并不如各类中介平台所宣称的那样“去中心化”。政府可以通过影响软件开发商、硬件开发商,监管市场参与者的行业和相关中介机构运营,实现有效监管。但是必须注意到,对区块链的监管是一个持续动态博弈的过程,问题与监管的互动将长期存在。

二是提供规范和保障支持。尽管区块链技术具有“去中心化”特征,但仍需要有中心化部门提供支持。比如缺乏监管交易的数字货币就会存在很大的投机风险和洗钱风险。因此区块链技术必须要有完善的监管机制支撑。这就要求监管部门必须制定配套标准规范,尤其是操作制度,用以保障金融创新产品的合理、有效运用。同时,还应重视保护消费者合法权益,落实相关教育和宣传工作,有效提高消费者的风险防范意识。

三是制定相关的应对措施。目前,新技术的出现对各国货币体系都造成了一定冲击,传统调控经济金融的手段以及政策框架也无法适应新形势的要求。对此,监管部门必须要与时俱进,结合实际需求对监管手段进行改进,完善监管制度。

同时,监管机构还要积极学习互联网金融新技术,只有掌握新技术才能在实际监管工作中妥善应对各种问题。

## “以房引人”并非松绑限购 导入人口才是终极目标

□广东省住房政策研究中心首席研究员 李宇嘉

近期,很多城市楼市调控政策出现松绑迹象,共同点就是与落户门槛降低、引进人才等人口政策挂钩。比如海南,2018年6月份以来,已7次发布人才引进政策。刚刚发布的《海南省新一轮户籍制度改革实施方案(试行)》中规定,除三沙外,全省基本取消落户限制,海南也成为全国首个全省取消落户限制的省份。10月26日,江苏省经济第四强的城市南通,祭出了重磅引才政策——大专及以上学历应届毕业生落户“零门槛”,落户后取消购房限制。

事实上,自2017年以来,“人才大战”就轰轰烈烈地展开了,今年已有超150个城市发布人才政策,且“抢人才”已经降至“抢人口”。当然,其中不排除有部分城市借人才政策、落户政策等,变相松绑限购、限售、限外等。于是,近日有媒体头版刊发文章,强调房地产“重在坚持‘房住不炒’,不可为炒房开方便之门”。那么,如何看待各地林林总总的人才政策、落户新政?是否意在给房地产调控政策松绑?对未来房地产市场的影响有多大?

笔者认为,“抢人大战”必须要从两个背景来分析,一是城市化进入“下半场”,即“大城市化”“都市圈化”,红利人口(15-64岁)近年来已经开始减少;二是经济进入存量时代,人口、物质(比如房子、汽车、手机等)、资金等资源的绝对量或增速在下降,资源“到了你这里,就到了我这里”。因此,各地区、各大城市对存量资源的争夺日益白热化。这两个背景下,不管是人口等资源流向、消费主力、房地产需求等,都呈现出明显的区域分化特征。

未来,培育都市圈、“强省会城市”,以此来打造新的增长极、内需的新引擎、产业转型的新高地,是国家的既定战略。因此,对于各个省区市、各大城市来说,要避免在存量资源争夺上落人下风,避免被周围省份、城市在资源上“净虹吸”,就要先入为主地展开存量资源争夺战。不管是促进消费内需,还是实现产业转型,抑或是维持楼市高位运行的体量,人口才是第一资源。就业、产业、资金、规划等,都是跟着人口走的,有了人就有了一切。

问题是,一直以来大多数流动人口(特别是人才)都在向珠三角、长三角、武汉、成都、西安、郑州等核心区域和城市流入。比如,2018年新增常住人口TOP20的城市,基本上都在这些区域,这就形成了对其他地区人口的“净虹吸”。因此,对于后发区域、新规划的功能区、新的都市圈,就要主动作为。比如,天津的滨海新区,它要与河北“环北京”、雄安新区争夺北京疏解出的人口和产业资源;南京距离上海较远,要打造由外围郊县(高淳、六合等)和南京主城区构筑的“南京都市圈”;夹在武汉与珠三角之间的长沙,在中部都市圈打造中获得一席之地,也需要人口;海南打造全岛自贸区、自贸岛,更要突破人口劣势。

对于这些地区,相比发达地区或周边有竞争力的地区,其区位、产业、教育、科研、公共服务等,或多或少都有不足。怎么吸引到人呢?较突出的优势就是,相比一线城市或杭州、西安等热点城市,它们的购房政策相对宽松。因此,这些城市或地区的人口政策,本质上是“以房引人”。当然,也不排除部分城市给楼市托底,甚至有刺激楼市的“小心思”。但笔者认为,当下楼市形势也非昨日,楼市量价对人才政策、人口政策的弹性越来越小了。

比如,根据克而瑞统计,8月份松绑外地人购房的上海临港,楼市热潮只维持了1个月(8月新房销售环比大涨148.94%)。9月份,临港板块成交(5.57万平米)环比下跌了43.3%。更早前,4月份宣布“零门槛”落户的石家庄,房价并无反弹,近期还在下跌;6月份南京松绑外围高淳的限购政策,属于城南板块的高淳,三季度楼市走势平稳;去年以来,多次发布人才政策的海口和三亚,房价也在下跌。本质上讲,“房住不炒”渐进落地,“房价只涨不跌”的预期正在打破,2016-2018年连续3年商品房销量创新高后,供需和预期正在改变。

根据笔者对珠三角区域的调研,各大城市中心区二手房挂牌量都在增长,外围区域新房集中放量供应。现在,任何一个片区,都有数个新盘在销售,后续批售还在排队,相互之间争夺客户的竞争非常激烈,折扣力度都比过去“金九银十”要大,去化率普遍在20%-40%。房价上涨预期减弱,可挑选的楼盘增加,潜在买房客户更看重的是规划的配套能否落地。因此,落户政策、人才政策开始与楼市中短期走势脱钩,借助人才、落户政策刺激楼市已不可行。

在“房住不炒”落地的关键期,加上国家也明确表态“不以房地产作为刺激经济的短期手段”,这对各地政策调整形成高压态势。因此,长沙、三亚、雄安已经辟谣了借人才政策松绑限购的传言。同时,这些省市也对楼市的新形势有了充分的认识,不管是托底楼市,还是以楼市刺激经济,这一权宜之计的效果越来越不明显。反而因为再次依赖楼市的短视之举,错失了修复经济发展的产业、人口、公共服务等基础的大好时机,并在区域竞争中落于下风。

因此,落户零门槛,绝非买房零门槛。海南落户限制取消后,买房限制依旧,落户之后,仍需要满足至少一名家庭成员,在海南缴税或缴纳社保24个月以上;属于人才的要缴足1年以上社保;非户籍人才在长沙买房,需提供工作证明、24个月工资流水、24个月居住证明、社保在缴证明等;天津滨海新区两个科技园松绑限购,但京籍购房者要3年限售。盲目地退出限购、限售不可取,调控政策必须符合当地实际情况,否则会导致短期炒作,产业、配套无法落地,最终将是多输的局面。

# 多方发力 促进区块链与金融深度融合

□民生银行研究院研究员 郭晓蓓

近日,区块链一跃成为市场上的热点话题。A股市场区块链板块出现暴动,截至11月1日收盘,本周已有70多只股票出现涨停。

目前区块链在国外落地比较好,比较成熟的应用主要还是数字货币,国内则主要集中在金融、贸易、医疗、供应链管理、慈善、公共管理等行业。其中,金融领域的应用落地案例占80%以上,主要是电子合同、跨境支付、贸易金融中的授信,还有围绕核心企业开展的供应链金融和资产证券化等应用。在金融普惠方面,区块链也大有施展空间。

## 银行应主动拥抱区块链

作为重要的金融机构,银行应该主动拥抱区块链技术。

一是将区块链技术应用融入到银行数字化转型战略中。目前,区块链技术应用于跨境支付领域已蔚然之势。越来越多人开始相信,区块链技术可以彻底改变银行的支付清算和信用信息系统,从而对其进行全面升级和改造。区块链应用程序还促进了“多中心,弱中介”场景的形成,大幅提升银行业的效率。

对银行而言,应努力尝试将区块链技术应用于银行内部乃至银行之间的清算和结算业务,在保证安全的前提下极大地简化业务流程,提高资金运行效率。同时,还可以采取跨界合作模式,联合金融科技公司共同探究区块链技术在银行的落地应用。目前,区块链领域的龙头企业包括新湖中宝、浙大网新、海联金汇和润和软件等。但是,必须考虑到区块链技术的一些障碍、监管和其他相关问题,需要社会各界的共同努力。

二是推动区块链技术与实体经济深度融合,解决中小企业融资难、银行风控难、部门监管难的问题。银行应借助金融科技手段打通不同渠道、不同部门之间的数据壁垒,实现对中小企业和企业主信息的系统整合。同时广泛联通税务、工商等外部公共信息,以大数据、区块链技术精准分析企业生产经营和信用状况,为中小企业融资有效增信,推动批量精准获客。在此

基础上,从交易、结算、纳税等场景切入,围绕中小企业实际需要创新定制系列产品,形成分类分层的产品体系。

截至目前,工商银行于2018年5月发布首个区块链专利,旨在使用区块链技术提升内部处理效率,避免重复提交文档;中国银行上线了首款区块链电子钱包,钱包地址由32位数字及英文字母组成,可以绑定银行卡号;建设银行通过

与IBM合作,在香港开放和推出“区块链银行保险平台”,为其零售和商业银行业务提供服务。

三是重视技术人才储备工作。优秀人才是银行核心竞争力的体现,商业银行必须重视区块链技术人才的储备工作,提高人才和技术的优势。加快区块链相关人才的培养,尤其是懂得前沿技术(如密码学)以及有实际应用能力等方面人才的培养,组建区块链专业研发团队,结合自身实际,加大调研分析,增强与金融科技公司合作,研发战略需要的区块链应用技术。

同时,要深入研判新技术的适用性和安全性。充分评估新技术和业务融合的潜在风险,建立健全试错、容错机制,把好安全关口,系牢合规准绳,卡紧应用标尺,防范技术风险向金融领域蔓延。

## 构建银行业区块链生态圈

目前很多金融和商业机构都开始尝试构建自己的“朋友圈”,通过“联盟链”模式完成交易和资产清算。联盟链的作用在于:采用多中心化,系统信任问题得到改善;可联合众多行业,对产业或国家的特定清算、结算用途有,降低不同地区的结算成本和时间,比现有系统更加简单和高效;能够继承中心化的优点,易进行控制权限设定;具有更高的可扩展性。目前,高盛、摩根大通等国际大型金融机构都已陆续加入R3CEV区块链联盟。笔者认为,我国构建银行业区块链生态圈也是可行性的。

一是由监管机构牵头打造银行业区块链生态圈。该模式的主要特点是“一超多强”,即在联盟链生态体系内设置一个超级管理员(如人民银行、银监会)负责权限控制,并制定相应的区块链技术发展行为指引。商业银行作为参与节点负责账务记载,并接受业务规则和监管法规的约束,从而构成一定程度上去中心化、分布式的区块链生态体系。

二是银行机构主动承担或参与区块链生态圈建设。建议大型银行主动牵头组建区块链生态圈,并承担管理协调职能,科技力量相对薄弱的中小银行可参与区块链体系,以享受区块链技术的前沿成果。此外,按照自愿参与、地位平

等、共同决策的原则,还可以考虑由若干银行共同出资成立区块链基础设施机构,最大限度保障所有参与银行的平等话语权。

三是依托行业协会或现有联盟打造区块链生态圈。新设联盟往往耗资巨大且沟通成本较高。考虑到金融行业历来有组建或参与联盟组织的传统,建议充分利用行业协会或现有行业性业务联盟的权威号召力和较为成熟的组织管理经验,结合自身实际,加大调研分析,增强与金融科技公司合作,研发战略需要的区块链应用技术。

四是提供规范和保障支持。尽管区块链技术具有“去中心化”特征,但仍需要有中心化部门提供支持。比如缺乏监管交易的数字货币就会存在很大的投机风险和洗钱风险。因此区块链技术必须要有完善的监管机制支撑。这就要求监管部门必须制定配套标准规范,尤其是操作制度,用以保障金融创新产品的合理、有效运用。同时,还应重视保护消费者合法权益,落实相关教育和宣传工作,有效提高消费者的风险防范意识。

五是制定相关的应对措施。目前,新技术的出现对各国货币体系都造成了一定冲击,传统调控经济金融的手段以及政策框架也无法适应新形势的要求。对此,监管部门必须要与时俱进,结合实际需求对监管手段进行改进,完善监管制度。