

解放新三板 释放新动力

□华龙证券董事长 李晓安

2014年被称作全面深化改革元年,改革将成为未来很长时间段内的经济新常态,经济体制改革全面进入攻坚期。在经济体制改革转型过程中,市场成为配置资源的决定性因素,因此商业生态会重塑,其中中小企业随着我国市场经济体制的完善,获得了飞速的发展,而其进一步的快速成长也将成为经济新常态的一个重要特征。

目前,我国约有4500多万家中小企业,占全国企业总数超过99%,产值占GDP的56%,解决就业占75%以上,中小企业在繁荣市场、维护社会稳定及提供就业方面起到了举足轻重的作用。但是中小企业整体数量庞大,单个企业的资金力量不足,生存压力较大,贷款融资的“玻璃门”依旧横陈于中小企业发展的道路上。我国的资本市场发展虽然取得了长足进步,但是随着改革的深入,对旧有利益的触及,促使改革难度不断增加,三十多年的改革开放经验表明,增量改革是顺利推动全面深化改革的重要经验。新三板的试水将成为增量改革的重要抓手,自从2013年12月国务院颁发《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》之后,新三板掀起一股集中挂牌的旋风,截至2014年底,新三板挂牌公司达1572家,新三板市场规模的急速扩大,一方面得益于政府的大力支持,另一方面也反映出中小企业对资金的渴望。

新三板——经济转型新载体

我国资本市场的发展已经经历了二十多年,国内监管部门对于多层次资本市场的最初构想为主板、中小板、创业板、场外市场的“正金字塔”型架构。但是截至2014年12月18日,四类市场的上市公司挂牌情况为:主板市场1440家;中小板市场717家;创业板市场403家;新三板市场1500家,因此实际上目前我国资本市场形成的是“哑铃金字塔”。从国际市场发展得到的经验是,多层次的资本市场发展形态有利于科技振兴,纳斯达克作为美国的创业板,从诞生开始就吸引着引领潮流的高科技公司,发展到今天,纳斯达克市场与纽交所之间已几乎没有差别,目前最显著的差别就是对挂牌公司要求宽严程度不同。

我国资本市场从“倒金字塔”到“正金字塔”的发展伴随着我国经济体制的改革和经济转型,对于目前塔底的主板市场企业来说,多承载着全社会的社会责任,这些企业多为地方国有企业,也多属于传统产业,按申万分类进行排序,截至2014年12月18日,A股市场市值最大的两个行业是银行和非银金融,目前它们是我国国民经济中的中流砥柱,是我国支柱产业的重要支撑。国有企业解决了一大部分人的就业问题,计划经济时期“企业办社会”的硬遗产依旧未有大

的改变,对旧有利益格局的激进改革,必定会带来社会的不安定,存量改革存在很大风险。但是根据国际经验,人均GDP超过5000美元时,产业结构将向高级化迈进,橄榄型社会逐步形成,我国2013年人均GDP达到6700美元,因此已经处在产业结构升级和经济转型的关键期。2014年12月11日结束的中央经济会议指出:经历了30多年高强度大规模开发建设后,传统产业相对饱和,但基础设施互联互通和一些新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资机会大量涌现,对创新投融资方式提出了新要求,必须善于把握投资方向,消除投资障碍,使投资继续对经济发展发挥关键作用。从目前我国经济发展实际出发,传统产业无法支持经济社会的进一步发展,经济工作的着力点应放到转方式调结构上来,逐步增强战略性新兴产业和服务业的支撑作用,着力推动传统产业向中高端迈进。

中小企业为稳定就业和促进创新方面具有无可取代的重要地位,20世纪国内60%的重大创新来自于中小企业。据统计,创新型中小企业虽然仅占中国中小企业总数的3%,但是却贡献了超过50%的创新成果,主要涉及生物医药、新能源、新材料、信息技术等高新技术产业,可见,为了实现创新推动下的经济结构转型和产业升级,

应该大力促进中小微企业,尤其是创新型中小微企业的良性发展。中小企业是就业的主要承担者,根据工商总局今年4月份发布的《全国小型微型企业发展情况报告》,在我国7.67亿的就业人口中,小微企业解决的就业人数已达到1.5亿,而且新增就业和再就业人口的70%以上集中在中小企业。中小企业是各类创新的主要源头,在经济转型和产业升级推动过程中,中国经济将由以前的要素驱动转向创新驱动,如何鼓励和发展创新在经济改革中占据重要地位。

中央经济会议同时指出,通过激活市场,推动全面创新,放宽政策培育经济新增长点。“改革”和“创新”已经成为以后我国经济腾飞的“两翼”,中小企业作为创新的主力军,被赋予承接经济转型功能的厚望,但是中小企业融资难,生存艰难,新三板的出现对中小企业的保驾护航,成为新兴产业的孵化器,创新成果产业化,进而达到了产业结构调整、经济转型的目的,在监管部门最初构想的资本市场结构中,新三板作为上市“孵化器”,创业板作为创业创新的“助推器”,主板则主要作为蓝筹股市场存在。经济转型的客观性,倒逼金融改革和创新,新三板的使命历史性的落在了承接产业结构调整、经济转型的功能上。

新三板的前世今生

全国中小企业股份转让系统俗称新三板,2013年1月16日正式揭牌运营。新三板市场起源于2001年设立的证券公司股权代办转让系统,最早是为了承接原STAQ网、NET网系统挂牌公司和沪深退市公司的挂牌交易系统。经过2006年和2009年的两次改革,新三板发展明显加快。2012年8月,经国务院批准,新三板第一轮扩容;2013年12月14日,国务院颁布了《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定(国发〔2013〕49号)》;2013年12月31日,全国中小企业股份转让系统正式面向全国接收企业挂牌申请。新三板经过八年的孕育,终于成为了我国多层次资本市场体系的重要组成部分,

它被定位于服务广大的中小企业,为成长型、创新型中小企业提供股份转让和融资服务,对我国经济发展、产业结构调整、资本市场的完善均具有重要意义。

值得一提的是,新三板是我国大陆第一个实行公司制的股票交易所,这不仅符合当今世界交易所发展的趋势,也是成熟市场国家的经验,新三板的“公司制”制度设计更能体现以市场为资源配置手段的经济体制改革思路,新三板的公司制运行,为将来沪深交易所运营模式变革积累经验。

新三板从2013年年底开闸到如今的1500多家挂牌企业,预计本月底新三板挂牌企业

新三板理想与现实的差距

新三板市场主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务,它的推行,使得囿于融资困难而徘徊于生死线的中小企业看到希望。新三板以多元化融资为出发点,为中小企业开辟了新的融资渠道,解决企业融资难的问题。新三板实施零门槛准入,公司满足依法设立且存续满两年;业务明确,具有持续经营能力;公司治理机制健全,合法规范经营;股权明晰,股票发行和转让行为合法合规;主办券商推荐并持续督导。

对于怀揣上市梦想的企业家,新三板转板通道无疑对其具有很大的吸引力,在全国股份转让系统挂牌的企业,达到股票上市条件的,可以直接向证券交易所申请上市交易。进入全国股份转让系统的中小企业,可以实现财富增值。目前新三板的平均市盈率在20倍左右,企业挂牌后市场对企业给出估值,并产生流动性溢价;企业通过挂牌增加曝光机会,企业作为非上市公司公众信息披露,接受公众监督,企业信用的软实力增强,自然吸引投资者的目光,进而通过定向发行股票、债券、可转债、中小企业私募债等多种金融工具进行融资,拓宽融资渠道,改善融资环境;挂牌企业也可通过兼并收购、资产重组等手段加速发展壮大。总体来说,新三板市场的“理想”是:为中小企业提供一个实现股份转让和增值、提高综合融资能力、获取更多发展资源、提升企业治理规范度、提升企业公众形象和认知程度、解决企业股东超过200人的问题、挂牌速度快、对控股股东及实际控制人转让股票限制有限、进入主板市场的快速通道、拓宽融资渠道的一个公开、公平、公正的交易场所。而“现实”中呢?

审核尺度严

新三板零门槛吸引着众多中小企业跃跃欲试,但是实际操作中,还是有相当大的阻碍,“零门槛”由简到繁逐步淹没于层层审核之中。新三板挂牌实行备案制,但是其审核尺度严格,对企业规范程度的审核要求无异于IPO审核,因此对于大多数之前类似于野蛮生长的中小企业来说,在新三板挂牌,犹如镜中花、水中月。中小企业在新三板挂牌,实际是存在玻

璃门的,在《全国中小企业股份转让系统业务规则》中明确说对财务无要求,只要具有高成长性,但是在实际审核中,企业挂牌的财务要求与创业板同等等。这样的现实条件,倒逼有些中小企业为了在新三板挂牌,注意力放在“财务整合”而非主业创新上,反过来贻害投资者,进而对新三板市场产生不良影响,最终与设立新三板的初衷背道而驰。

主办券商无奈自抬要求

对于主办券商来说,低佣金,终身督导促使券商消极应对,囿于成本以及挂牌成功率的考虑,主办券商在选择企业时,主动抬高了选择要求,比如农业企业,隐性的审核要求为年收入1亿元,毛利率大于20%。可以说主办券商在现实背景下,主动选择财务指标较好,规范程度较优的企业,而那些财务指标差,但真正具有成长性的企业被拒之门外。

500万——个人投资者的壁垒

经过三十多年的改革开放,我国经济建设取得了重大的成就,经济总量位居世界第二,但是多年来积累的深层次矛盾,需要在此次全面深化改革浪潮中逐一解决,中小企业作为我国经济新增长点的承载体,已成星火燎原之势,中小企业群体数量众多,间接融资困难已成为常态,支持中小企业发展迫在眉睫。因此新三板的全国推行使中小企业看到了曙光,新三板作为增量改革的重要抓手,需要投资者的积极参与,反过来新三板的发展也将“反哺”他们,使之成为经济转型升级、资本市场持续发展、中小企业创新增长、个人财富良性增长的真正受益者。

目前,新三板活跃度低的一个重要原因被认为是个人投资者的交易门槛过高,它是当前资本市场体系中投资者门槛最高的一个市场,几乎隔绝了普通散户。现行标准是个人投资者名下前一交易日日终证券类资产市值500万元以上,2年以上投资经验或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。证监会发言人张晓军指出,中小企业具有业绩波动大、风险较高的特点,应当严格自然人投资者的准入

条件,但即使这样,个人投资者对新三板的投资意愿较高。据有关人士透露,新三板中机构投资者占1/4-1/3,那就是说新三板的投资者还是以自然人为主。企业基本面转坏的时候,由于新三板交易清淡,个人投资者不容易套现离场,因此新三板市场的市场风险是非常大的。

但也有业内人士表示,这个门槛对于普通散户看似无法逾越,但是规定中只是提及开户时需要500万,所以该业内人士表示,个人投资者入市门槛无论是500万还是50万都不是影响目前新三板活跃度不高的主要原因,该门槛高存实亡。该人士同时指出,实际审核中,中小企业挂牌拥有与创业板甚至主板一样的审核条件,但是却不能与主板市场的交易制度一样,造成准入制度与交易制度的不对等,这种情况如两个考生考了一样的分数,一个进入了重点大学,一个进入了大专。新三板的交易方式有协议转让、做市转让,目前,协议转让方式占主力,80%左右的交易都是通过协议转让,集合竞价的交易方式马上就会推出,只是时间的问题。新三板交易单位虽然由3万股/手降为1000股/手,但是对于普通的投资者来说,门槛过高,不能像A股一样操作,并且新三板没有涨跌幅限制,场外的投资者“只旁观,不交易”。目前,我国资本市场投机氛围浓厚,缺少价值投资的氛围,因此,这种看似与国际接轨的无涨跌幅限制,不能很好的适应于新三板,更不能很好的保护投资者。

对监管层来说,不管是调低或者调高投资门槛都是左右为难,但检验投资门槛是否合适可以将“交易活跃度”作为一个参考标准。如果投资门槛高企,对于新三板活跃度是一个直接的打击,最终有可能使新三板如死水一潭,到那时符合条件的投资者也不愿入市,造成恶性循环;我国资本市场经历了基础发展期,市场各方专业力量不断增强,各类投资者风险意识不断加强,“专业判断、风险自担”的投资文化深入人心,这个时候适度调低投资门槛,在各项法律法规形成的监管体系之下,充分信任市场大多数投资者的风险控制能力、充分信任市场专业中介的综合服务能力,引入资金活水,对新三板市场来说正当其时。

目前新三板挂牌公司已超过1500家,本月底之前在审的700家公司也将全部挂牌。可见,新三板市场的发展方向是符合市场需要的,新三板市场机制的构建,比如做市商制度,甚至马上推出的集合竞价方式,都是完善新三板市场入市制度、交易制度的具体措施,但是市场的发展以及成熟有其自身的逻辑性,未来还有很长的路要走。

新三板虽受到市场很多期许,但多数投资者仍处于观望状态,每日交易的股票只数占整个新三板市场的百分数几个位,因此新三板市场整体不活跃,中小企业作为融资需求方,积极性高涨,但普通投资者以及机构投资者作为融资供给方,受困于现有的新三板交易制度和市场风险,积极性低迷,所以融资供求不匹配,整个市场融资效率仍然较低,遑论上文提及的中小企业的受益问题。

流动性低于预期

新三板是完全按照市场化规则发展起来的新市场,没有历史包袱。新三板挂牌公司数量逐渐增多,但流动性仍显不足。新三板做市商制度从2014年8月25日上线,截至12月18日,做市企业从做市首日的43家已经增加到92家,做市商也从42家增加到72家。不难发现,做市业务实施以来,整个新三板的流动性得到明显提升,尤其是做市交易个股日趋活跃,已经涌现出一批质量不错的明星股。但是,离开了规模化,这种事件型驱动方式想要保持新三板市场的活跃度是不具可持续性

应加快完善新三板运行机制

新三板的出现,历史性的定位于承接产业结构调整、经济转型的功能,是增量改革的重要抓手。对于个人投资者来说,将在以后持续获得改革红利;对于中小企业来说,新三板无疑是直接融资、财富增值、股份转让、公司治理优化的绝佳场所;而对于国家而言,新三板孵化新兴产业发展,改变目前我国产业结构,实现产业结构高级化,最终实现经济转型;对于A股来说,可以平抑估值过高的企业股价,使A股回归理性和常态;对于做市商来说,可以在资本市场的摸爬滚打中逐渐壮大,与国际投行进行竞争。因此,放开束缚,轻装上阵,大力加快新三板的建设,在宏观、中观、微观等多个层面来说都是有百利而无一害的选择。

新三板的全国性运行只有短短一年,应当允许它的成长和试错过程。任何新生事物都有利有弊,但从历史角度来看,符合潮流的方向就应当坚决鼓励,使之形成“在发展中完善、在完善中发展”的良性循环。

降低投资者门槛,增强活跃度

“证券类资产市值500万元人民币以上”这一条规定将很多对新三板感兴趣的投资者拒之门外,而新三板机构投资者的门槛也是500万,个人投资者等同于机构投资者的准入标准,新三板门槛之高一目了然。新三板因此也被市场成为“最嫌贫爱富”的板块。

一个融资市场,只有需求方,而缺少供给方,那么这个市场一定不是市场化的,市场在资源配置中起不了决定性的作用,这样的市场一定是无效率的。既然无效率,那么在市场出清的情况下具有的价值发现在这里只是一种假想。监管部门制定500万元的高投资门槛,出发点是考虑投资者的风险承受能力,但是我国的资本市场发展二十多年,市场中具有风险意识和风险控制能力的投资者不在少数,况且在培育合格投资者的考虑下,需要给予普通投资者以市场的洗礼,我们深知,置于温室中的花朵最终经不起风吹雨打,只有经历过摸爬滚打,才能在风险性更高的资本市场屹立不倒。

新三板降低门槛,不仅使投资参与者增多,促使新三板活跃度增加,也可以培育合格投资者。合格投资者具有一定的风险识别和风险控制能力,在一个供给充分的市场上,通过投资者的自主决策,真正实现资本市场的价值发现和服务功能。

分层管理——设定差异化门槛,引入退出机制

新三板市场流动性不足,除了要降低投资者门槛外,应结合市场分层进行差异化安

的,随着市场情绪的稀释,做市商制度对于新三板市场交易的影响经过波澜壮阔的阶段后将归于平淡。

要解决流动性的问题,首先要解决的是市场参与者的信心问题,目前,风投机构对新三板市场仍然比较谨慎,原因在于市场运行机制的不明朗,这种不明朗带来的系统性风险,将反过来使投资者望而却步,因此,对于新三板市场运行机制的完善势在必行。

转板制度亟待完善

证监会《关于支持深圳资本市场改革创新若干意见》明确表示,将推动在创业板设立专门的层次,允许符合一定条件尚未盈利的互联网和科技创新企业在新三板挂牌满一年后到创业板发行上市。这表明新三板转板制度已提上议程,但是目前没有具体的实施细则出台。

我国目前地域性的股权交易中心被业内称作四板,广州股权交易中心相关人员曾表示:从四板到三板,再到主板上市,企业应该可以根据实际发展需要选择更合适的市场上市,建立畅通的转板机制和渠道无论是对企业发展还是完善多层次资本市场体系都非常重要。但目前这个渠道还没有完全建立起来,这将阻碍我国资本市场“正金字塔”的形成,转板机制不畅通,如鲠在喉,影响市场功能的发挥,建立畅通的转板机制,是衡量一个市场是否走向成熟的标志,也是促使我国多层次资本市场进入良性循环的一个重要环节。

排,采取引入公募基金、提升主办券商定价和撮合能力等多方面举措,让投融资对接更顺畅,进一步扮演好中小微企业成长助推器角色。由于新三板市场挂牌公司很多处于成长期,风险较大,因而降低投资者门槛幅度要拿捏得当,应与市场分层相结合。大幅降低投资者门槛让大量中小投资者入场,同时也会给市场长远稳定发展埋下隐患。可行做法是在合理分层后,针对不同风险特征的层次设定差异化门槛。

目前,由于挂牌企业数量较少,新三板尚无分层可能,但是,随着新三板挂牌企业的快速增加,需要考虑建立与企业与市场风险相匹配的、与美国纳斯达克市场相类似的分层及相关配套制度。在规模较小、企业经营风险较大的创新创业型的挂牌企业板块中,仍然实施严格的、高门槛的合格投资者等制度;而在规模较大、生产经营较为稳定的优质企业板块上则考虑降低合格投资者门槛和增强流动性。随着挂牌企业数量增多和多层次资本市场格局的建立,再适当借鉴美国纳斯达克市场企业持续上市资格监管以及“升板自愿、降板强制”等经验做法,加快探索建立一整套与中国资本市场的市场化改革进程以及挂牌企业发展相适应的转板及退出机制。

畅通转板机制

我国资本市场“倒金字塔”向“正金字塔”架构的转变,是对存量和增量的同时改革,因此需要在多层次资本市场间建立起畅通的转板机制。企业从场外地域性的四板市场转入新三板,新三板转入中小板,中小板转入主板,在情况允许的情况下,主板市场退市或者特殊处理的股票,考虑符合哪个层级的资本市场就将其放入其中,而随着注册制的推进,上市企业应从主板退出进入金字塔塔尖下部的资本市场应该成为常态。

只有畅通转板机制,疏通我国资本市场各个层级之间的关系,资本的流动性带来的对市场化的价值评估,将对企业价值发现起到重要作用。

新三板在经济转型特殊时期出现,注定要承载一定的历史使命,它对我国多层次资本市场的形成起着至关重要的作用。在这个问题上,新三板、中小板、主板市场应该是相辅相成、各有侧重的。我国产业结构调整、经济转型的紧迫性已在各种经济数据中不断体现,从1000多家到5000-10000家,从千亿市值到5-10万亿市值,新三板应迅速扛起经济转型的大旗,借力资本市场,促进战略新兴产业的发展和服务业的壮大,最终助力我国经济的产业升级,摆脱“中等收入陷阱”,步入国民经济健康可持续发展的新时代。