

曾被称为“中国纳斯达克”“资本市场改革试验田”的新三板，在经历了引进做市商和增设创新层两轮改革后，仍然长期陷入市场交投不活跃、流动性缺乏、优质企业摘牌离场的困局。2020年，新一轮改革推出，降低投资者门槛、设置精选层、引入公募基金等措施搅动了一池春水，新三板只待意气风发时。

新三板 大改革

文 | 本刊编辑部





2013年，新三板（即全国中小企业股份转让系统）正式揭牌，一时成为资本市场风光无两的宠儿。但仅仅几年，交易不活跃，流动性不足，以三板做市指数为代表的价格走势持续疲软，众多企业纷纷摘牌逃离，同时新挂牌企业大量减少等一系列问题困扰着这块中国资本市场改革的试验田。

针对新三板，相关部门相继进行了几次改革，都遭遇了“成长的烦恼”，亟需一场“大改革”。终于，在2020年到来之际，公募资金入市、推出精选层、降低投资者门槛和转板上市指导意见等重磅改革举措悉数落地，新三板能否凤凰涅槃？

那些过去的事情

2020年5月11日，在金融科技服务领域深耕17年的“凌志软件”登录科创板，募集资金总额约4.6亿元，用于国际高端软件开发中心扩建和新一代金融IT综合应用软件解决方案研发项目。该股上市当天最高报收48.8元。

恐怕多数人都不知道，2014年凌志软件曾在新三板挂牌，2018年12月12日，其股价一度低探至2.02元。同样一只股票，在基本面不变的情况下，在两个市场的价格差距为何如此之大？这需要从新三板的往事说起。

新三板初创时，曾经被誉为“中国的纳斯达克”；同样戴上过这顶帽子的，还有创业板和科创板。

自1999年起，深交所开始着手筹建创业板，但因2000年美国互联网泡沫破裂，纳斯达克崩盘，创业板被迫推迟。直到2009年10月30日，又称二板市场的创业板首批28家企业在深圳证券交易所敲响钟声。经过十年发展，目前已有800多家公司在创业板上市。2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审

议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，创业板进入新时代。

2018年11月5日，首届中国国际进口博览会开幕式在上海举行，习近平主席宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。2019年7月22日，首批25家企业在上交所敲响锣声，科创板从提出到开市交易，仅仅用了259天。科创板不但迎来了未盈利的高科技企业，还诞生了首支千亿市值的股票——中微半导体。

与创业板和科创板相比，新三板的命运可谓坎坷曲折。新三板是在“老三板”的基础上建立起来的。“老三板”也是一个交易市场，容纳的是从主板退市的股票，以及原来STAQ系统和NET系统遗留下来的股票。2006年，新三板成为一个场外柜台交易系统——中关村园区非上市高科技企业的代办股份系统。在此挂牌的企业数量最多时只有300家，而且质量较差，很难吸引投资者。此后多年新三板一直坐在冷板凳上，同众多的区域股权交易中心并无二致，只是多了一个中关村高科技的概念而已。

转机出现在2012年8月3日，证监会通报决定新三板扩容，不局限于中关村园区，扩展到上海张江高新产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区和天津滨海高新区。又过了不到一年时间，2013年6月19日，国务院确定将新三板试点扩大至全国。至此，新三板成为一家真正意义上的全国证券交易所。

在“大众创业、万众创新”的浪潮下，新三板在2015~2016年迎来了爆发，资金如潮水般涌入，不少中小微企业在此解决了融资难问题。新三板也享受了众星捧月般的荣光。“改革牛”又进一步推波助澜——“未来十年是中国股权投资的最好时代”。在这种美好期待下，

新三板初创时，曾经被誉为“中国的纳斯达克”，同样戴上过这顶帽子的，还有创业板和科创板。

越来越多的中小企业与资本蜂拥而入，大家都希望分得一杯羹，似乎怕晚一步，就将与新三板的利好失之交臂。

无论是做婚恋的百合网、演小品的开心麻花，还是踢足球的恒大淘宝、卖包子的狗不理，甚至做洗浴的真爱股份、卖爆米花的中钜铍、种草莓的勤劳农夫、讲鬼故事的浩林文化，纷纷成了新三板行业第一股。除此之外，挂牌企业还可以拿到当地政府鼓励新三板挂牌的数十万至百万元的上市补贴。全国各地大量制造业、信息传输、软件和信息技术服务业、批发和零售业的优秀公司，带着成为独角兽的梦想争先恐后敲响了北京金融街金阳大厦里新三板的铜钟。最火的时候，光是挂牌敲钟就要排队等待三个月。

全国中小企业股份转让系统的数据显示，截至2015年12月31日，新三板挂牌企业数量为5129家，比两年前增长了15倍；总市值24584.4亿元，是2013年年末的45倍。2016年，有将近2500家企业在新三板获得融资，融资规模超过1390亿元，2017年又有超过2600家企业挂牌，共计融资1336亿元。

这个市场沸腾了！500万元的投资门槛难以阻挡淘金者的决心，垫资开户成了热门生意。一批新三板投资机构成为资本新贵，募资金额达到600亿元、投资超200家新三板项目的天星资本，站在了新三板的风口浪尖上；九鼎、中科招商、硅谷天堂、信中利等一批无缘主流资本市场的PE也纷纷在新三板华丽转身；一大批针对新三板的私募基金纷纷成立；公募基金也通过专户理财借道进入。在新三板这个新的江湖里没有老虎，大家都是初生牛犊，这里重演了“西部淘金热”。2016年12月19日是一个值得纪念的日子，新三板挂牌企业突破1万家。

然而，这个美好的故事在2017年年底画上

了句号，一切戛然而止。这一年，在金融去杠杆的大背景下，市场监管趋严、退市制度出台，整个金融江湖处在惨淡寒冬之中。这一年，671家新三板公司选择离开，它们中有的选择独立IPO，有的选择被并购，也有的对新三板失去了耐心，不愿再继续等待。2017年11月15日，新三板做市指数跌破基点1000点，从此熊途漫漫。

2018年的资本寒冬是难熬的，在新三板市场，股价低于1元的“仙股”大量出现，网贷行业动荡不安，P2P风险也波及了新三板公司，26家影视公司宣布摘牌……2019年，新三板摘牌公司数量创下新高，多达1987家。

此刻，已经到了不破不立之时。2019年10月25日，证监会宣布从优化发行融资制度、完善市场分层等五方面对新三板进行全面改革。这些改革制度将逐一在2020年落地。

大改革能否成功？新三板与创业板、科创板能否共同打造制度多元、错位竞争、功能互补的中国多层次资本市场体系呢？

改革试验田

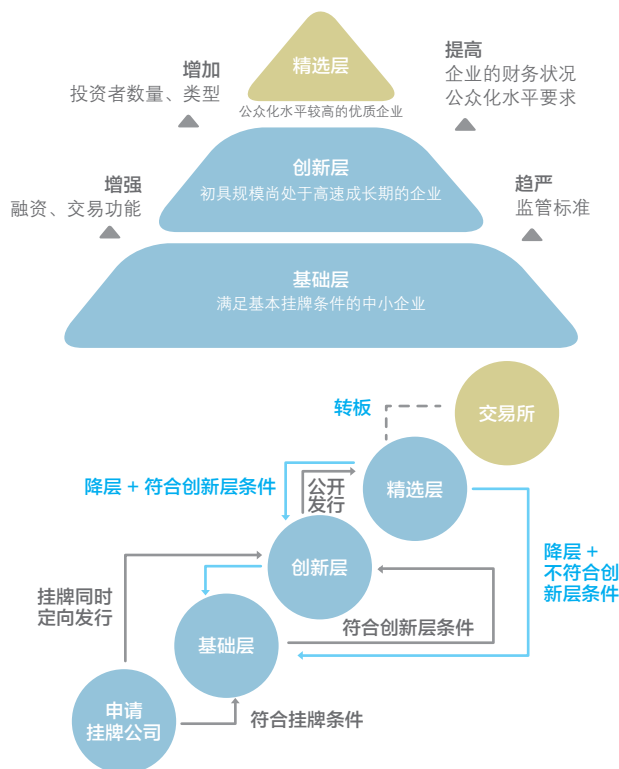
每一次改革都来自市场需求。总结起来，作为资本市场改革的试验田，新三板历经了三轮较大的改革：第一轮，2014年8月25日，新三板做市制度启动；第二轮，2016年5月底，新三板发布《挂牌公司分层管理办法》；第三轮就是2020年出台的组合格。

先从第一轮改革说起，即引入做市制度。做市商是证券公司和符合条件的非券商机构，使用自有资金参与新三板交易，持有新三板挂牌公司股票，通过自营买卖差价获得收益，同时证券公司会利用其数量众多的营业部网点，推广符合条件的客户开立新三板投资权限，从

而提高整个新三板交易的活跃度，盘活整个市场。

做市初期，受益于新三板交投热情高涨，做市商们凭借买卖价差收入赚得盆满钵满。根据做市相关规定，买卖两侧的投资者之间无法直接成交，须经做市商撮合交易，即成交价格以做市商申报价格为准。做市商挂出的买一、卖一报价之间则会留出不菲的差价作为做市收入来源。彼时，231家做市商的最高日成交金

新三板市场结构及路径



> 资料来源：根据公开资料整理

额达 35.73 亿元，平均每家 1546.75 万元。2015 年，券商做市部门收入普遍翻倍，甚至高达千万元。

可惜好景不长，2015 年 6 月中旬，资本市场遭遇股灾，新三板市场也未能幸免。从那时起，挂牌公司股价与成交额持续下行，新增做市案例急剧减少，从 2017 年的 1245 起骤减为 2018 年的 228 起。更为残酷的是，这些做市库存股因“有价无市”的行情很难退出，做市商在新三板大量折戟已是不争的事实。这就形成了负向循环，流动性不佳导致大批做市商退出相关业务，进而部分挂牌企业做市商不足两家，而被强制变更股票转让方式，再对流动性产生影响。

做市商制度是国际资本市场为中小微企业提供流动性服务的通行模式。当初，引入做市商制度作为新三板市场建设的一项探索，全国股转公司寄希望于该制度在促进价格发现、改善市场流动性等方面发挥积极作用。改革一直在路上，如今股转公司正积极探索交易制度改革，考虑推出混合做市机制，既可以实现现有做市商制度“提供报价和撮合交易”的初衷，又可以避免做市商的消极做市行为，还可以做

大改革能否成功？新三板与创业板、科创板能否共同打造制度多元、错位竞争、功能互补的中国多层次资本市场体系呢？

到报价公开，真正将做市交易的优势发挥至极致。

第二轮改革来自新三板的分层。2016 年，新三板通过分层，按照一定标准选拔一批好的企业进入创新层，其余企业留在基础层。这次改革意在提高创新层的流动性，防止优质企业逃离新三板，把优质新三板企业引向创新层。只要新三板创新层企业流动性比现在好、市盈率比现在高，就能吸引基础层企业不断向创新层努力，吸引源源不断的优质中小企业挂牌新三板，这是一种正向激励。用友金融、凌志软件等 920 家公司此时入驻新三板创新层。

在分层标准方面，除了合规、公司治理以及融资和流动性等共同标准外，入选创新层有三个并行的标准，以适合不同类型和发展阶段的企业。

第一个，最近两年连续盈利，且扣除非经常性损益后的年均净利润不少于 2000 万元，最近两年加权平均净资产收益率平均不低于 10%。这属于成熟企业的标准，即白马股。

第二个，近两年营业收入连续增长，年均复合增长率不低于 50%，年均收入不低于 4000 万元，股本不少于 2000 万股。这属于成长型企业的标准，即黑马股。

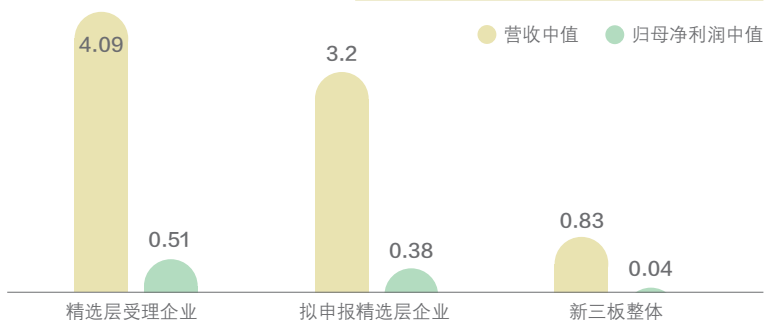
第三个，最近有成交的 60 个做市转让日的平均市值不少于 6 亿元；最近一年年末股东权益不少于 5000 万元；做市商家数不少于 6 家；合格投资者不少于 50 人。这属于市场选择标准。

上述三个标准，企业满足其中之一就可以入围创新层，同时，创新层企业也要每年经历“保层”的考验。

但从实际效果看，新三板分层制度中创新层的流动性改善取得了一定进展，但市场整体流动性并没有实质性改善，创新层的头部企业仍在逃离。

打个比方，低迷交投状况已经影响到了“学

精选层受理企业 2019 年业绩中值对比



> 资料来源：根据公开资料整理

霸们”和“尖子生”的学习干劲：辛辛苦苦做出规范的“学习笔记”（按照创新层的标准逐一排查企业经营过程中的种种问题和存在不足）；团结并搞好“同学关系”（和主办券商、做市商成为好朋友）；按照股转老师的“教导”（依据创新层一系列的监管要求来完善企业的治理）……不曾想到头来，“学霸们”和“尖子生”只看到一些表面的风光，而无法像“兄弟学校”（A股、中小板、创业板）的尖子生和学霸们那样得到更多“家长”（投资人）的青睐，难免心里觉得憋屈。

以上新三板积累的各种问题，酝酿着一次大改革。

对症下药

结合前两轮改革，2020年的改革大刀阔斧、对症下药，具体措施包括：优化发行融资制度，构建多元化的发行机制；完善市场分层，设立精选层；建立挂牌公司的转板上市机制；加强监督管理，分类监管，切实提升挂牌公司质量；健全市场退出机制，完善摘牌制度，保护投资者合法权益；公募基金入市和降低投资者门槛等。

在创新层的基础上，再设立精选层，定位于承载财务状况更好或创新能力更强的公司。同时，实施公开发行、连续竞价制度，新三板市场优质企业将有条件享受与沪深证券交易所相同的制度供给，其中符合交易所市场上市条件的公司还可直接申请转入创业板或科创板上市。这将使优质企业成长的制度空间全面释放，不再出现逃离新三板的情况。目前，15家精选层受理企业已经全部披露2019年年报。从整体表现来看，15家公司平均营收超过10亿元，平均归母净利润超过1亿元；营收中位数

为4.09亿元，归母净利润则为0.51亿元。

分层下调，基础层、创新层、精选层，公司质地逐级上升，投资风险逐级下降，投资者适当性标准也有所调整，对应可参与投资者资金要求为200万（一类）、150万（二类）、100万（三类），也就是说，权限开通前10个交易日，投资者名下证券账户和资金账户内的资产日均人民币100万元以上，就可以开通账户投资新三板精选层。这将显著增加投资者类型和数量，为新三板引入活水；精选层连续竞价制度以及创新层、基础层集合竞价频次的五倍提升，将为市场流动性改善提供制度基础。

分层差异化监管的全面落实，将使挂牌公司规范成本与其市场收益相匹配；市场效应释放和主办券商权责清晰，将有效调动市场积极性。股票公开发行、定向发行、自办发行为企业提供多元选择；可转换债券、优先股等融资品种的优化创新将适时推进，公司并购制度将更加契合市场需求。

最后，要重点提一下公募基金入市的改革红利：公募基金规模一般都比较“大”，单个十亿百亿规模的公募基金在市场很常见。而私募基金一般1亿元的都属于不小规模。因此，公募基金允许进入精选层，意味着今年推出精选层后，有更多的后续资金进入，同时也可以让达不到100万元开户门槛的普通投资人，通过投资起点1000元的公募基金间接进入新三板市场精选层，无疑也从侧面反映了新三板的地位。

通过一系列改革，活跃精选层，带动创新层、基础层，从而实现整个新三板的进一步健康发展，已指日可待。用企巢新三板学院院长程晓明的话说，“就像这次新冠肺炎疫情终归被战胜一样，没有一个冬天不会过去，没有一个春天不会来临，新三板也将迎来自己的春天”。☐

（本文由本刊访谈主笔马力执笔）