



# 新三板的春天来了

## ——专访新三板知名专家程晓明

目前来看，中国资本市场中只有新三板实行做市商制度，所以新三板离“中国的纳斯达克”最近。以前之所以没有实现，是因为制度没有到位，门槛太高，几乎没有交易，导致市场定价功能缺失，抑制了新三板市场融资能力的充分发挥。现在新三板的门槛问题终于要解决了，新三板就具备了融资并购能力。

文 | 本刊记者 苏慧婷

新三板的新一轮改革措施正在逐步落地，市场也给予了积极回应。本轮改革的意义和前景是怎样的？如何判断改革是否成功？改革的关键点又是什么？

带着这些问题，本刊记者专访了新三板知名专家程晓明，请他加以解读。

### 资本市场改革的成功标准

《英大金融》：新三板启动了新一轮改革，

您作为一直为新三板鼓与呼的资深业内人士，怎么看待这次改革的意义？

**程晓明：**正如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，新三板也迎来了自己的春天。

为什么这样说？因为这次改革解决了新三板投资者的门槛问题。从前的门槛是个人投资者、法人机构、合伙企业的金融资产要求 500 万元以上。这次改革后，是基础层 200 万元，创新层 150 万元，精选层只要求 100 万元。

门槛大幅降低，参与交易的人多了，交易活跃起来，才能真正变成市场。

**《英大金融》：**所以您认为这次不同于以往，是一次里程碑式的改革，对吗？

**程晓明：**说到资本市场中新三板改革的成功，我认为应该有一高一低两条标准。

先说低标准。作为一个市场，最低限度的要求就是有交易，这样才能产生流动性。从前新三板的问题就在于没有交易，所以很多企业不愿意挂牌，挂牌的企业也有不少觉得被骗了，直至后来摘牌。原因是没有活跃的二级市场，就不会有繁荣的一级市场，也就不具备融资功能。

证券市场融资功能的含义，并不是指具体帮助企业融到了多少资金，这只是融资现象，而是在于给了企业未来融资额度的预期，也就是股权融资最关键的定价功能。

换句话说，挂牌、上市的目的是什么？跟现在缺不缺钱无关，而是给了企业在资本市场进行股权融资的授信额度。这个预期的额度，是企业决策提供参考的——在需要融资的时候，就可以按照股票交易价格的8~9折融到资。这才是交易的核心。

再来说高标准。依据高标准判断一个市场是否成功，既不是股票交易量有多大，也不是指数涨多少，更不是帮助多少企业融到资，而是要看交易价格准不准。简单来讲，就是股票价格是否准确地反映了公司的内在真实价值。

**《英大金融》：**怎样判断价格是否准确呢？新三板市场能否为挂牌公司准确定价？

**程晓明：**第一，看股票的供给和需求是否均衡。目前来看，中国A股市场的供需是不太均衡的。在需求端，对于进入市场的资金几乎没有任何限制，甚至积极鼓励公募基金、私募基金入场。可以说，需求几乎是无限的。在另一端，

判断资本市场改革是否成功的高标准，就是要看股票价格是否准确地反映了公司的内在真实价值。

供给却是非常有限的——因为存在隐性的数量管控，不少满足上市条件的企业并没有机会上市。所以我说，“A股上市的门槛不高，但是门缝很窄”。这就导致了A股市盈率偏高，也就是股价偏高。要实现供需均衡，要么放开了需求就放开供给，要么控制了供给也应该控制需求，否则价格就很难准确。

第二，在供需均衡的前提下，要看是否具备恰当的股价形成逻辑。这个逻辑就是我们通常所说的交易制度，分成有做市商和没有做市商。对于新三板来说，做市商制度是关键。我认为，新增的精选层更像是新三板的形象代言人，而新三板真正的代表是创新层；因为前者没有做市商，后者采用了做市商制度——而做市商制度正是美国纳斯达克区别于纽交所的特点，也是新三板区别于主板的所在。

目前，大家普遍把做市商和连续竞价视为对立的两种制度，事实上并非如此。做市交易也是连续竞价，只不过买卖双方不能直接交易，而是不管买还是卖，都必须由做市商充当对手盘，同时放出买卖价格，就像电影《英雄儿女》里的经典台词“我是王成，向我开炮”。

## 谁是中国纳斯达克？

**《英大金融》：**新三板、创业板、科创板，都曾被称为“中国的纳斯达克”。那么，依据您刚才谈到的判断资本市场改革成功的标准，如何看待三者的定位，哪一个或者哪几个更适合这个称号呢？

**程晓明：**这三者都说是“中国的纳斯达克”，从定位来说，都是对的——因为它们都服务于科技企业，同时又各有分工。其中，科创板的定位是中国科技产业化的国家队，展示了各个行业的最高水平；创业板的定位是帮助中小科技企业；

新三板的服务范围更广，对象包括科技创新和文化创意企业。

而且需要强调的是，新三板本身是一个交易市场，而科创板、创业板分别是上交所、深交所的一个板块。如果拿来对标，后两者应该同新三板里的创新层一起比较。

所以，它们都有成为“中国的纳斯达克”的潜力。问题是，定位如此，不等于就是，还是要先搞清楚纳斯达克与纽交所的区别——做市商制度。

企业上市的目的是交易，交易的本质是对公司估值定价，这又涉及两个问题：第一是公司所在的行业，第二是公司的团队。

团队千差万别，而行业的本质就是技术。纳斯达克服务于科技企业，纽交所服务于传统企业。那什么叫高科技呢？我认为高科技就是一帮内行“瞎折腾”，而我们这些外行人最好“闭嘴”。所以高科技公司容易让投资人看不懂，把不少人拦在了门外，也就是“不参与”，就像巴菲特不买科技股。这时候就需要做市商出面了。

所以，要想成为“中国的纳斯达克”，最重要的标准就是要实行做市商制度。

目前来看，只有新三板实行做市商制度，所以新三板离“中国的纳斯达克”最近。以前之所以没有实现，是因为制度没有到位，投资者500万元门槛太高，几乎没有交易，导致市场定价功能缺失，抑制了新三板市场融资能力的充分发挥。现在门槛问题终于要解决了，新三板就具备了融资并购能力。同时，新三板挂牌企业数量数以万计，而注册制的核心就是让企业上市变得更加容易，所以从这个意义上讲，新三板也是注册制的先行者。

《英大金融》：既然这轮改革过后，新三板最有可能成为“中国的纳斯达克”，那您觉得转板制度的意义何在呢？

科创板的定位是中国科技产业化的国家队，展示了各个行业的最高水平；创业板的定位是帮助中小科技企业；新三板的服务范围更广，对象包括科技创新和文化创意企业。

**程晓明**：是这样，转板制度在全世界都有，在美国，也有企业在纽交所和纳斯达克之间转板。但是这和我们中国证券市场中所说的转板逻辑和内涵完全不一样。

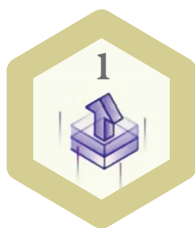
在美国转板是什么含义呢？我们以德州仪器（TI，Texas Instruments）为例来说明。德州仪器曾经是全球仪式之王，但是进入信息时代，传统的模拟信号产品遭到淘汰，公司不得不开展二次创新，于是加大力度研发新品、升级换代，但这意味着需要数以百亿甚至千亿美元计的研发投入。在这个过程中，不像传统产业能够获得线性的、相对可预期的收入，高科技行业具有高度的风险——既可能一鸣惊人，也可能血本无归。这就容易导致公司业绩大幅波动，因此公司价值不好评估，股价也就难以确定。

这个时候，德州仪器就从纽交所转板到了纳斯达克。为什么？因为只有纳斯达克有做市商。

做市商的作用就是针对高科技公司，尤其是业绩波动很大、未来不够明朗的公司，帮助它们定价，具体而言是把估值定价的结果，以双向报价的方式直接告诉投资者。依靠这一制度，普通投资者就无须成为每个高科技行业的专家，也能投资了。

反过来讲，当一家企业研发阶段基本完成，开始把成果规模化、产业化的时候，业绩会进入

## 新三板改革内容



增设精选层



优化基础层、创新层制度



完善层级调整机制



丰富差异化制度安排

资料来源：根据公开资料整理

平稳状态，企业价值相对容易看清楚，做市商就很难凭借买卖差价获取利益，也就会放弃这家企业。

根据规定，要在纳斯达克挂牌交易，至少要有四个做市商（最早是两个，后来增至三个，现在是四个）。像微软、谷歌这样的大公司，都有大约50个做市商，这是纳斯达克的核心制度。所以，做市商不足的企业就要从纳斯达克转板去纽交所。从某种意义上，纳斯达克如今的地位比纽交所还要高。

所以，让不同行业和发展阶段的企业匹配合适的板块，才是转板的真实含义。

但是在国内，从前的转板并不是这样。因为新三板的交易制度没有到位，没能形成真正意义上的市场，好企业只能从三板转去主板，以享受相应的政策。在大家看来，这样的企业是在三板做大做强了，被新三板“培养”出来了，够资格了才转去主板。

随着新三板的改革，以后这样的转板就变得不再必要。而可能是一家企业的核心竞争力不再是创新，已经“沦为”普通企业，不适合留在新三板了，才需要转到主板去。这应该是未来的方向和转板逻辑。

## 投资者门槛是关键

《英大金融》：您多次提到做市商制度是核心，为什么此前新三板也采用这一制度，却一直没能活跃起来呢？

程晓明：这个问题特别好，有必要澄清一下。

应该是在2016年，在北京召开的一场以新三板做市商为主题的大会上，与会嘉宾几乎是众口一词地声讨做市商。但是我作主题发言的时候，问了大家一个问题，骑自行车快还是走路快？下面回答，当然是骑自行车快。我就接着问，那假

定我们是走在一条乡间公路上，正好赶上下雨，路上坑坑洼洼、满是泥巴，这时候哪个快？那肯定走路快，自行车已经没法骑了，可能还得扛起来走。做市商制度就像自行车。

的确，做市商以前没有起到相应的作用，没能引导市场、发掘新三板公司价值、把交易活跃起来。问题是，这怪做市商吗？其实这是环境问题。

打个比方，做市商就相当于商店的导购，职责是给顾客推荐商品。我们的导购很专业，服务态度也很好，但是这条商业街门口立了一块牌子，上面写着“本条商业街定位高档，腰包里没有500万元者免进”。结果商业街常年没有多少顾客进来，那导购去为谁服务？

这不就是新三板以前的问题吗？做市商制度本身是成功的，但是没有多少投资者，做市商天天报价给谁看？新三板一万多家公司，只有十几万投资者；主板市场三千多家公司，一个亿的投资者。两个比例是悬殊的。如果把新三板市场不成功的责任都归到做市商身上，显然是不合理的。

《英大金融》：那这次投资者门槛的降低，您认为幅度是否到位？

程晓明：我一直认为，三板这些年的问题就在于没有交易，没有交易的主要原因就是门槛太高。也有人说，是新三板的企业不争气，不如主板的企业质量好，所以交易才不活跃。我不认可这种说法。

如果新三板公司里质量好的交易活跃，质量差的不活跃，那可以说是质量问题。但是所有企业都没有交易，还能这么说吗？很显然，新三板的问题就是门槛问题。

那门槛多高才合适呢？

从前500万元的门槛无疑是高的，但那是基于制定规则时的情况确定的，自有其道理。

有一种观点认为，500万元的门槛，投资人

是可以通过凑钱来解决的。但是，一方面，凑出来的账户很容易滋生扯皮现象；另一方面，新三板市场交易不活跃，又没有公认的“明天一定会更好”的预期。投资者自然就没什么热情。

所以，下调门槛肯定是最关键的，这不用多说。那降到多少合适呢？我认为，降到多少，不是一个技术问题，而是一个导向和信心问题。我们没必要纠缠降到100万元还是300万元，这是扯不清楚的。我以前甚至提过这样的建议，用试错法——不必一步降几百万，可以先降一万元试试看，如果降到499万，市场就活跃了那就这样，如果还不活跃就继续一万一万地往下降。

就像司机开车时候常说的一句话，遇到堵车“不怕慢，就怕停”。我们希望降低门槛，就是为了新三板有所活跃。活跃到什么程度？能为三板新股融资和老股转让提供定价依据，就够了；并不是为交易而交易。

**《英大金融》：**对于这次增设精选层，您觉得和上次增设创新层相比，有什么区别？

**程晓明：**上次分层制度是2016年推行的，当时大家期望非常高，分层之后有过一阵热度，新三板指数还曾经有过突破。但是，信心是短暂的，最终还是需要事实来匹配。

可惜，很多企业兴高采烈、想尽各种办法，从基础层升到了创新层，以为从“经济舱”换进了“头等舱”，结果发现，除了督导比以前更加严厉以外，融资环境、交易状况都一样。“头等舱”是假的，只是简单地给进入创新层的企业贴了个标签，没有多大意义。

但是这次不一样了，三个层级有了不同的待遇。门槛分别是200万、150万和100万元，有了实质性差别；而且最重要的是能给大家带来正面的心理暗示，相信未来精选层的交易会比创新层活跃，创新层又会比基础层活跃。同时，精选层还能引入公募基金入市，更是给投资者注入

我们希望降低门槛，就是为了新三板有所活跃。活跃到什么程度？能为新三板新股融资和老股转让提供定价依据，就够了；并不是为交易而交易。

了信心。

**《英大金融》：**曾经挂牌新三板的公司，有摘牌后去主板IPO的，有出走成为到港股、美股上市，您如何看待目前三板挂牌公司的想法呢？

**程晓明：**有新三板公司以前这样选择不代表以后也会这样。曾经有过三千多家公司摘牌，它们为什么从新三板出走？并不是所有摘牌的企业都对新三板没有信心，可能它们也知道利好政策迟早会出台，但是它们看不到眼前的希望，又等不起。

从这轮改革开始，新三板跟以前不一样了。你看现在还有企业摘牌吗？我听说有很多原本打算摘牌的企业都不摘了，计划转板的也不转了，它们觉得留在精选层挺好，会成为入驻精选层的第一批企业。

**《英大金融》：**看来您确实相当看好新三板的前景。

**程晓明：**没错，因为新三板不是一个单纯的交易市场，而是支持中国本土企业创新的一支重要力量。

我曾经在2014年新三板向全国扩容的时候写过一篇文章——《改革，为了改变》。在文章的末尾，我写了这样一句话：“这次改革，将会引来巨大的改变，改变的将会是中国的证券、资本市场，中国的创新战略，中国的历史。”

我始终认为科技决定了一个民族的未来，推动新三板的发展，就是对中国的未来负责任。

近来，美国对华为千方百计、赶尽杀绝地打压，更加凸显出中国独立自主创新的重要性。而支持本土企业的创新，资本市场的发展非常重要，新三板更是其中的生力军。

所以，我对新三板始终充满了信心：以前充满信心，是一种决心、一种情怀；现在充满信心，是基于现实，而且能更好地展望未来。□