

建立科学的新三板挂牌公司质量 评价体系

——以“新三板蓝皮书”的研创为案例*

王 力**

摘 要：新三板市场是中国资本市场体系的重要组成部分。本文首先介绍了中国新三板市场的设立背景；接着，就“新三板蓝皮书”的主要特征和质量评价指标体系进行了详细阐述；最后，详细说明了科创板推出的现实背景和现实意义，提出了四个“有利于”，即科创板有利于实施科技强国战略、有利于推进资本市场注册制改革、有利于充分激发资本市场的活力、有利于提升中国金融市场话语权。

关键词：新三板市场 挂牌公司 质量评价 新三板蓝皮书

* 本文根据作者在第二十次全国皮书年会（2019）上的发言录音整理而成，已经本人审阅。

** 王力，特华博士后科研工作站执行站长。研究方向：区域金融、产业经济、资本市场和创业投资。

一 中国新三板市场设立背景和发展综述

1. 中国新三板市场设立背景

新三板市场是中国资本市场体系的重要组成部分。从资本市场的大体划分来说，有场内交易市场和场外交易市场之分，新三板市场属场外交易市场的范畴。场内交易市场主要包括主板市场、中小板市场和创业板市场，场外交易市场主要包括全国股份转让系统、新三板市场等在内的区域性股权交易市场，以及券商自建的柜台交易市场等。

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确了“健全多层次资本市场体系是完善现代市场体系的重要内容，也是促进我国经济转型升级的一项战略任务”。资本市场健康发展已上升到国家战略层面，将成为推动中国经济转型升级的强力引擎。经过多年的发展，中国多层次资本市场体系中的场内交易市场初具规模，上市公司数量超过 3000 家。但是，相对于中国数量庞大的中小微企业的融资需求，场内交易市场仍然不能满足发展的需要。

中国经济发展步入新常态，国家开始实施创新驱动发展战略，“加快发展多层次资本市场”的应有之义就是要着力解决中小微企业融资难的问题。2013 年 12 月 13 日，国务院发布《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，明确了全国股份转让系统的性质、功能和定位，标志着新三板市场正式扩容至全国，也标志着全国统一的场外交易市场正式建立。自此，中国多层次资本市场体系建设又迈出关键性一步，创新型、

创业型、成长型中小微企业迎来了直接对接资本市场的历史机遇。

2. 中国新三板市场发展综述

自 2013 年末新三板市场扩容至全国开始，新三板经历了三年的“野蛮”生长期，挂牌公司数量从 2013 年末的 356 家骤增至 2016 年末的 10163 家，成为全国最大的基础性证券市场。2017 年底，新三板挂牌公司数量达到 11630 家，全年新增 1467 家。2018 年底，新三板挂牌公司数量为 10691 家，数量扩张的势头明显放缓。事实上，自 2016 年开始，新三板市场便进入了一个监管更加严格的时代，在防范系统性金融风险的宏观背景下，监管力度有增无减，新三板市场的发展重心也从数量型增长逐步转向质量型增长。

从挂牌公司数量来看，截至 2017 年末，新三板挂牌公司共计 11630 家。进入 2018 年后，新三板市场新增的挂牌公司数量要少于摘牌的公司数量，挂牌公司总量出现了小幅减少的态势。截至 2018 年末，新三板挂牌公司共计 10691 家，较 2017 年末减少 939 家。

从行业分布情况来看，根据股转公司的行业划分标准，全部挂牌公司分布在制造业、信息服务业（传输）、软件与信息技术服务业、租赁和商务服务业等 18 个大类行业中。截至 2017 年末，前十大行业共有挂牌公司 10993 家，占全部挂牌公司的 94.52%。其中，制造业挂牌公司为 5804 家，占全部挂牌公司的 49.91%；信息服务业（传输）、软件与信息技术服务业挂牌公司共计 2284 家，占全部挂牌公司的 19.64%。

从地域分布情况来看，截至 2017 年末，广东、北京、江苏、

浙江、上海、山东、福建、湖北、河南、安徽是中国新三板挂牌公司数量最多的十个地区，共有挂牌公司 9088 家，占全部挂牌公司总量的 78.14%。

转板情况方面，2016 年 12 月，中旗股份（300575.SZ）、拓斯达（300607.SZ）先后从新三板转板至创业板上市。2017 年，新三板挂牌公司进入第一波转板高潮，全年共有 26 家新三板挂牌公司实现“转板”上市（包括先从新三板摘牌后过会上市的企业）。由此，挂牌公司上市辅导热情大增，2017 年，共计 359 家挂牌公司宣布上市辅导，较 2016 年增长 60.27%。截至 2017 年末，除 26 家新三板挂牌公司实现“转板”上市外，还有 113 家挂牌公司被上市公司并购重组，两种情况共有 139 家公司曲线达成了上市的目的，占全部挂牌公司数量的 1.20%。由此可见，新三板市场与创业板、中小板市场之间已经在一定程度上实现了有机对接，优质的新三板挂牌公司完全有机会升至更高层次的资本市场。

二 “新三板蓝皮书”的主要特征和质量评价体系

在中国资本市场结构中，场内交易市场的中小板市场其实在设立之初与新三板的定位有些重合，基本上是满足科技型创新企业进行上市融资需要的，但其最大的特点是执行主板市场的上市标准，其实是属于主板市场的一个分支，它是在特定的历史背景和条件下设立的。20 世纪 90 年代初期，创业板市场的设立也是满足初创型科技企业上市融资需要的。这样来看，中小板市场、创业板市场和新三板市场的定位基本相似，都是为了满足初创型

科技企业上市融资的需要。那么，如何区分资本市场体系中的这些不同层次的市场是需要深入研究的问题，也是“新三板蓝皮书”在指标体系建立过程当中面临的关键问题。既不能把中小板市场、创业板市场和新三板市场混为一谈，又要客观体现不同层次市场的各自特点。

与此同时，新三板市场也是一个不断变化的市场，在市场本身、交易逻辑、投资门槛、监管和上市标准方面时刻面临着新的情况，尤其是面临着以注册制为特点的科创板的设立和运作。因此，“新三板蓝皮书”必须与时俱进，把握中国资本市场建设的政策取向，跟踪中国资本市场发展的最新动向，总结中国资本市场运行的特殊规律。

1. “新三板蓝皮书”的主要特征

“新三板蓝皮书”是中国社会科学院金融研究所和特华博士后科研工作站共同推出的研究报告，是国内第一部关于新三板市场建设发展的蓝皮书。该蓝皮书以国际场外交易市场的经验为参照，以国内新三板市场的客观数据为依据，客观研究了新三板市场的运行状况，总结了新三板市场发展中的问题，提出了符合中国资本市场发展模式的政策建议。2017年，第二部“新三板蓝皮书”与读者见面，在国内首次发布了新三板挂牌公司的质量评价指标体系与评价结果，构建了包括持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性四个维度的质量评价模型，其目标是量化新三板挂牌公司的投资价值。

2. 新三板挂牌公司质量评价指标体系

根据新三板挂牌公司质量评价模型，在新三板挂牌公司质量评价指标体系中，挂牌公司质量评价由四个一级指标进行度量，

包括持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性。一级指标仍是概念性指标，进一步分别由各自的二级指标、三级指标甚至四级指标进行度量。新三板市场虽然已具备相当规模，但市场大发展的时间尚短，市场基础性的制度仍在完善中，挂牌公司所披露的信息也有许多不完善之处。

本报告中各指标的权重采用德尔菲法（即专家打分法）。报告选取 2189 家样本公司，按照万得行业分类标准进行分类，样本公司共涉及 60 个万得三级细分行业，对样本公司万得三级行业分类信息进行整合，最终获得 14 个设定行业。报告以 2189 家样本挂牌公司为评价对象，以挂牌公司 2017 年年报中的财务信息与非财务信息为数据基础，2189 家样本挂牌公司质量评价总平均分为 67.50 分，得分分布在 46.80 ~ 83.45 分，总体呈正态分布，显示具有较好的区分度。

根据报告的评价结果，从各行业挂牌公司质量评价的总平均分来看，软件信息（71.14 分）、互联网（70.78 分）、电子信息（68.49 分）等新兴行业挂牌公司的平均分较高，建筑地产（65.19 分）、电气设备（65.71 分）、能源化工（65.97 分）等传统行业挂牌公司的平均分相对较低。具体来说，关于持续经营能力指标，互联网（69.73 分）、软件信息（68.89 分）、生活服务（68.52 分）等行业的得分超过总平均分；关于信息披露质量指标，食品（70.52 分）、文化（70.49 分）、互联网（70.41 分）等行业的得分超过总平均分；关于成长性指标，生产服务（79.31 分）、软件信息（79.18 分）、互联网（75.91 分）等行业的得分超过总平均分；关于创新性指标，软件信息（69.33 分）、互联网（68.79 分）、电子信息（68.74 分）等行业的得分

超过总平均分。

质量评价的最大价值是反映挂牌公司质量指数排名。在此意义上，从投资者关注的角度来说，细分行业内具有共性特征的挂牌公司之间的排名更具有参考价值，不同行业之间挂牌公司质量评价得分并不值得特别关注。展望未来，国内资本市场并购重组条件重新放宽，上海证券交易所科创板正式运行，成长性的并购重组活动必然再度活跃起来。近三年来，新三板市场受到流动性问题的极大困扰，但这一难题主要局限在二级市场。

除此之外，挂牌公司从进入新三板市场的那一刻开始，就告别了过去经营不规范、产权不清晰、财税不透明等潜在并购重组障碍，其为新三板市场提供了大量规范（甚至是优质）的并购标的，因此，未来多层次资本市场间的并购重组活动会更加顺畅。对于投资人来说，面对数量庞大的挂牌公司群体，选择投资/并购标的仍然是个难题，新三板挂牌公司的质量评价就显得更有价值。笔者期望，本研究报告专注于新三板挂牌公司质量评价这一定位，为多层次资本市场的繁荣发展做出贡献。

三 科创板推出的现实意义

2018年11月5日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会上宣布设立科创板并试点注册制。中国作为世界第二大经济体，需要完善与之经济体量相匹配的资本市场运行规则，助力中国实体经济健康发展，为建设创新型国家做出贡献。

2019年1月30日，中国证监会发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，同日，中国证监会还就

已起草完成的《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》公开征求意见。2019年3月1日，在中国证监会及上海证券交易所，科创板试点注册制主要制度规则正式发布，对科创企业注册要求、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持、持续督导等方面进行了规定，标志科创板正式开闸。

1. 科创板推出的现实背景

（1）中国已进入科技创新驱动经济增长的新时代

中国过去主要是粗放型的增长方式，要素生产率增速较慢，科技创新活力相对较低。未来，中国经济的持续增长必须借助科技创新，由粗放向集约转型，而科创板可以引导资金向优质的科创企业集聚。目前，中国人口红利逐渐消失，世界经济正处于旧技术周期的末尾、新技术周期的开端，原先的科学技术成果已经无法满足经济进一步飞跃的要求。中国经济想要实现持续健康增长，就必须借助科技创新，以科学技术发展推动全要素生产率的提升。然而，无论是基础理论的研发，抑或是实体经济的应用，均需要持续的资金投入。这就要求中国企业进一步加大技术研发力度，而科创板的推出可以发挥示范效应，使真正具备发展潜力的科创型企业及时获得资金的支持。

（2）科创板诞生于中美贸易摩擦的大背景

当今大国竞争加剧，倒逼自主创新提速。中美贸易摩擦的本质是中国经济增长需要依靠科技突围，而美国却加以封锁。中国制造业体量巨大，但长期处于全球价值链的中低端水平，部分领域尚未实现自主可控，受制于人。尤其自中美贸易摩擦以来，科技封锁日益加剧，美国对缩减贸易逆差的诉求也逐渐转移到对封

锁技术制高点的诉求上。外部复杂的国际环境倒逼中国加快推进科创板的设立，从依靠大基金对科技产业扶持的固有模式，转向依靠多层次资本市场的直接融资模式，从而实现经济增长方式的转变。

(3) 以科创板为抓手推动金融更好地服务科技创新

科创板作为金融服务科技的重要抓手，能够提升金融供给的质量和效率。科创板的设立立足于金融服务实体经济的需求，优化调整金融体系结构，提升金融供给的质量和效率。一方面，科创板的设立能够改善融资结构。长期以来，以银行为主导的间接融资具有顺周期性和高杠杆率的问题。2018年，中国直接融资的比例仅为16%左右，与发达国家还有很大差距，而科创板的设立有望进一步发挥直接融资的作用，并为科创企业提供新的融资渠道，有利于部分消除信贷歧视，从而为经济发展增添活力。另一方面，高科技企业理应得到更高的估值，现行的A股IPO标准将企业的净资产规模作为重要的评判依据，一定程度上弱化了企业在营收及估值上的未来成长性。因此，新兴经济及科技创新型企业由于自身特点，无法得到价值确认。科创板的设立为科技创新提供了更有效率的金融服务，有利于推动经济更好地发展。

2. 科创板推出的现实意义

(1) 科创板有利于实施科技强国战略

中国资本市场现有的市场体系和发行制度总体上侧重于传统行业、传统业态，支持发展新兴产业这一国家战略的功能定位不突出。在此背景下，以互联网、云计算、新媒体、生物医药为代表的众多新兴企业选择在境外上市。中国通过资本市场存量改

革方式支持新兴产业发展，面临成本高、阻力大等实际困难，新兴产业自身发展的独特要求难以实现，许多公司连上市的财务标准都难以达到。而通过注册制，以企业为主体，以市场为导向，动员和吸引更多的社会资本进入科创板，形成产业聚集和市场聚焦，打造新兴产业的培育基地，为中国实施科技强国战略提供强大动力。

(2) 科创板有利于推进资本市场注册制改革

中国证监会已明确科创板是资本市场的增量改革。增量改革可以避免对庞大存量市场的影响，在一片新天地下试水改革举措，快速积累经验，以增量改革助推存量改革。监管部门明确设立科创板并试点注册制，既呼应市场需求，又有充分的法律依据。试点注册制有严格的标准和程序，在受理、审核、注册、发行、交易等各个环节会更加注重信息披露的真实全面，更加注重激发市场活力、保护投资者权益，更加注重上市公司的质量。设立科创板并试点注册制，可以说是为深化改革开辟了一条创新路径。

(3) 科创板有利于充分激发资本市场的活力

科创板遵循市场化运行机制，充分激发资本市场的活力。国际经验表明，高效通达的发行制度、机动灵活的交易制度、快速多样的再融资制度、严格谨慎的退市制度是资本市场稳健运行的根基。只有坚持市场化运行机制，才能充分激发资本市场的活力，创造良性循环、互相促进的局面。科创板统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排，向市场化机制靠拢，有望充分激发市场深层活力。

(4) 科创板有利于提升中国金融市场话语权

从上海建设国际金融中心的角度看，科创板被称为“中国版纳斯达克”。在市场理念上，科创板强调以信息披露为核心的注册制改革，与国际主要金融中心如伦敦、纽约、新加坡等直接接轨；同时，这一制度要求更严格，全面的信息披露和审核制度，对于完善金融法制法规、加大违法成本和监管执法力度等提出了更高的要求，对于加快完善金融法制体系、提升上海国际金融中心竞争力、增强中国在国际上的金融话语权有重要意义。