

新三板改革助力新经济企业发展刍议

陆鹏飞 姜宝林

摘要：新三板是中国资本市场服务中小企业和民营经济的重要平台。自 2013 年诞生之初，新三板就被定位为资本市场服务中小企业和民营经济的重要平台。当下，新发展阶段、新发展理念、新发展格局已经成为中国发展的关键词。要实现高水平的自立自强，创新是引领发展的第一动力。作为资源配置的重要平台，资本市场需要更加包容创新，持续深化新三板改革，在增强市场功能、提升服务质效、规范企业行为等方面下功夫，助力新经济企业发展，为我国经济发展增添新动力。

关键词：新三板改革 新发展格局 新经济 中小企业

当前，中国经济面临着复杂多变的全球化新形势和新常态下的经济增速放缓压力，极需挖掘新动能与新的增长极，新经济无疑是当前促进新发展格局的重要力量。中小企业作为新经济的主力军，是构建新发展格局、推动经济社会发展的重要基础。服务中小企业创新发展，一直都是资本市场的重要课题。新三板作为资本市场育英“小特精专”的重要平台，自运营以来始终坚持市场定位，不断深化改革创新，积极围绕新经济中小企业需求，加快构建契合新经济中小企业特点的基础制度安排，取得显著成效。“十四五”期间，伴随着新三板改革持续深化，将引导更多要素资源流向新经济和中小企业，促进实体经济高质量发展。

改革开放 40 多年来，中国经济规模体量不断壮大、产业结构不断优化、发展驱动力不断升级，对全球经济产生深远影

响。中国经济在高速增长转向高质量发展过程中，始终贯穿着由劳动密集型转向智力密集型的主线，在各条产业链上不断从依赖进口向自立自强迈进，从简单加工向高端研发延伸，从配件组装向整体制造扩展。伴随着各行各业创新创业的兴起，新经济应运而生。作为经济发展的进阶形态，新经济以互联网、高新技术、知识经济为代表，以新产业、新技术、新产品、新模式满足市场需求为核心，衍生出数字经济、智能经济、平台经济、共享经济等新业态，成为推动经济发展质量变革、效率变革和动力变革的关键因素。

无论是从数量上还是从韧性上看，中小企业都是新经济中最具代表性的群体。中国现有 4000 多万家企业，其中 95% 以上是中小企业。这些中小企业贡献了中国 70% 以上的专利，在很多关键领域核心技术上拥有

“独门高招”。相比大型公司，中小企业创新能力强、机制灵活，但往往存在业绩波动大、资产规模小、财务信息规范和透明度低、治理机制不健全等问题，长期资金缺乏和资产抵押物不足导致其获取传统金融服务的能力较弱，形成了群体重要和个体弱势的矛盾。据统计，中国中小企业融资缺口超过 12 万亿元，未覆盖的融资需求超过 40%；融资来源以银行贷款为主，直接融资比例偏低。资本市场具有投融资双方风险共担、利益共享机制，估值定价体系完备，在拓宽中小企业融资渠道、激发创新创业活力等方面优势独特。

在过去 30 年，中国资本市场从小到大，上市公司从少到多，已发展成为国民经济的“晴雨表”、经济发展动能的“转换器”和服务国家战略的“先锋队”。为更好地发挥资本市场对

基金项目：本文系内蒙古自治区软科学研究项目“提高内蒙古自治区 R&D 投入强度的对策分析”。编号：2022SRKX0142 阶段性成果。

经济结构调整和转型升级的支持作用，促进更多中小企业在资本市场融资发展，经国务院批准，2013年新三板正式成立。经过近10年的探索实践、改革创新，新三板已经成为资本市场服务中小企业创新发展的重要平台，与主板、科创板、创业板错位发展、各具特色，通过引导资本资源流向创新型中小企业，促进科技、资本和产业紧密结合，推动新经济高质量发展。

一、积极探索创新，形成支持新经济企业发展的可行路径

自新三板运营以来，坚持服务创新型、创业型、成长型中小企业的市场定位，持续进行改革创新。特别是2019年启动全面深化改革后，新三板陆续推出落实转板上市、设立精选层并实施公开发行和优化定向发行、实施连续竞价并提高集合竞价交易频次、降低投资者准入门槛和公募基金入市条件等举措。在市场面貌焕然一新的同时，制度体系也更加契合新经济中小企业的需要，更好地支持其在资本市场一步步迈向更高台阶。

（一）灵活的融资制度支持企业扩大资本规模

新三板在中国资本市场率先实践重规范性的举措，而不是

以盈利为主要准入指标，创设主办券商持续督导机制，为初创期的新经济企业进入资本市场铺平和铺宽了道路，打下了融资发展的基础。创新型企业的发展关键是提高创新资本的形成效率，企业在新三板既可通过定向发行实现小步快走，也可以通过公开发行实现大额爆发。定向发行不设发行人数量上限，可挂牌同时发行，也可挂牌后发行。授权发行，允许企业一次审议分次发行，便利其掌握发行“窗口”。

自办发行面向董事、监事、高级管理人员等内部人员，无须证券公司提供推荐文件，也无须律师事务所出具法律意见书，从而降低发行成本。截至2021年2月底，累计有6794家企业定向发行融资5225.55亿元。公开发行面向全市场合格投资者，企业完成公开发行后在精选层挂牌。公开发行审查贯彻以信息披露为中心，标准公开透明、程序高效顺畅、全程挂网公示；提供直接定价、询价及竞价3种方式，发行人和主承销商可自主选择，通过新三板发行系统完成集中募资。

自2020年7月精选层正式设立至2021年2月底，51家公司公开发行累计融资126.94亿元，平均募集资金2.49亿元。

（二）多元的交易机制支持企业实现价值发现

由于业态模式新、估值体

系差异大、定价难度高，新经济企业股权转让的谈判成本往往较高。新三板为新经济企业畅通股份公开交易渠道，可有效降低交易成本、提高交易效率，并为投资者提供风险管理工具。股权相对集中的创新层和基础层公司，可自主选择集合竞价或做市交易；经过公开发行、股权较为分散的精选层公司实施连续竞价。竞争性的价格形成机制可以提升企业股票流动性，促进交易价格更加公允。同时，实施差异化投资者门槛，精选层、创新层、基础层分别为100万元、150万元和200万元证券资产；引入公募基金、合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(ROFII)等长期资金。新修订的中国战略新兴产业综合指数将精选层股票纳入指数样本股，投资者敢投资、挂牌公司能融资的良性循环正在逐步形成。

（三）便捷的股权激励制度支持企业集聚人才

股权激励是新经济企业吸引人才、维持创始团队和核心技术人员稳定的重要工具。新三板通过定向发行方式支持挂牌公司进行股权激励。据初步统计，挂牌公司以定向发行的方式累计实施股权激励539次，开展员工持股计划86次。在总结已有实践经验的基础上，2020年8月新三板推出专门的股权激励制度和

员工持股计划制度。新制度突出市场化和便利化特征，授予价格以信息披露为核心，不做强制性规定；授予比例上限为30%，对核心员工不强制设立绩效考核指标，尊重中小企业自主管理意愿；允许公司法人或合伙制企业等作为员工持股计划载体。新机制更加契合新经济企业人才激励需求，为企业在资本与人才之间建立坚实纽带创造了更好条件。自制度发布至2021年2月底，已有53家公司披露相关计划，涉及激励对象累计944人、员工持股2367人。

（四）多层次资本市场体系支持企业升级进步

随着挂牌企业数增加、差异化特征增强，2016年市场启动分层管理机制，分为基础层和创新层；2020年增设精选层，形成了逐层递进的市场结构。按照各层企业的需求和风险特性、配套效率逐渐提高的融资制度、频次逐渐上升的交易制度、设置逐渐提高的披露标准和治理标准，帮助企业不断提高公众化水平和资本运用能力，促进成本收益更加匹配。2020年6月，中国证监会明确了符合条件的精选层公司可直接申请转板至科创板或创业板上市，无须经中国证监会核准或注册。2021年2月，沪深交易所和新三板发布相关业务规则，转板上市进入实操阶段。无论从

短期看还是从中长期看，转板上市都有利于加快企业在资本市场向前迈进的步伐，使企业在资本市场发展更加平稳。转板上市与新三板内部分层机制相结合，形成了上下贯通、内外联通的“通路”，有利于通过传导机制激发市场活力。

通过全面深化改革，新三板发生了一系列积极向好的趋势性变化，改革效应逐步释放，市场服务新经济中小企业高质量发展的能力得到提升，总结起来包括4个“进一步”。一是市场定位进一步明晰，错位包容特色得到强化。市场94%为中小企业，其中精选层集中在软件信息、医药制造、装备制造领域，与新经济企业行业集中特征匹配度高。二是市场结构进一步优化，各方发展信心得到增强。精选层引领示范作用显著，2020年融资额占全市场的31.20%，日均交易额占全市场的40.06%。在精选层的带动下，超过70%的创新层公司计划1到3年申请进入精选层。三是市场功能进一步改善，活跃度得到提升。2020年市场融资额同比上升27.91%，日均成交额同比上升5744%，10只指数全部上涨，整体市盈率水平由改革前的19.12倍提升至2021年2月底的20.80倍。四是市场生态进一步优化，财富效应得到显现。2020年年底投资者数量

为2019年年底的7.12倍，精选层首批32家公司自2020年年初至7月晋层首月股价平均上涨约80%，存量股东获利超200亿元。

二、持续深化改革，不断提高服务新经济企业发展的能力

当前，中国经济正在构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，创新驱动和扩大内需是优化经济结构和促进供需更高水平动态平衡的重要引擎，新经济企业将大有作为。面向新发展阶段，资本市场资源配置的枢纽作用将更加突出。作为多层次资本市场的重要一环，新三板责无旁贷。在这个“成长”加“蜕变”的关口，新三板将坚守服务中小企业的初心，秉承求真务实、开拓进取的精神，持续深化改革，不断提升市场功能和服务水平，凝聚各方合力，更好地助力新经济企业融资发展，助力实体经济转型升级。

（一）持续完善市场功能制度

一是提升准入标准精准度。创新能力是新经济企业的核心竞争力，但创新具有长期性和高风险特点。新三板将研究设置更加精准、多元的准入标准，促进更多创新型、创业型、成长型中小企业获得公开资本市场服务。二是丰富融资工具。处于发展早期

阶段的新经济企业在资金需求较大的同时，对股权稳定要求也较高。新三板将推出可转债等股债结合类融资品种，拓宽企业融资渠道，满足企业双重需求；并将研究完善股权激励制度，推出精选层公司再融资制度，不断降低融资成本、提高融资效率。三是活跃市场交易。落地精选层混合交易制度和融资融券制度。研究丰富投资者适当性评价维度；推动公募基金、合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（ROFII）等机构发行投向精选层的产品，解决社保基金、保险资金、企业年金等长期

资金入市障碍。四是巩固转板机制。加强对转板上市企业的指导培训，促进挂牌公司便捷畅通地完成转板上市，实现多层次资本市场有机联系。建立与区域股权市场对接机制，实施四板向三板“转板”制度，进一步发挥承上启下作用。

（二）持续增强市场服务质效

一是加强投融资对接。优化指数体系，研发推出精选层指数，推动基金公司开发和丰富新三板指数产品，发挥投资引领作用。常态化组织路演、业绩说明会等活动，推动券商和投资机构加大新三板投研力量，助力投融

资高效对接。二是完善在地化服务网络。扩增区域服务基地数量，构建网格化布局，创新在地化服务模式，增强区域服务基地与地方经济的融合度，打造服务品牌。三是加强企业培育辅导。拓展企业储备资源库，依托服务基地持续提供咨询培训，研究开发挂牌公司与投资者互动交流平台，促进挂牌公司提升品牌形象。四是丰富培训体系。开办企业家训练营，增强企业获得感，搭建资源整合平台；组织中介机构培训班和交流会，推广执业经验，实施执业激励，培育精于新三板业务的特色券商。五是加强



预期管理和舆论引导。优化媒体沟通合作,丰富宣传形式,讲好新三板故事,及时回应市场关切,为新经济企业在新三板持续发展营造良好的舆论环境。

(三)持续提升挂牌公司质量

一是通过专项行动提升企业规范运作水平。信息披露和公司治理有效性是新经济企业在资本市场稳步发展的微观基础。新三板将通过开展专项行动,对各层挂牌公司组织针对性培训,增强企业规范意识,辅导企业在信息披露上应披尽披,在公司治理上高效规范,使内控机制真正发挥到实处。二是提高监管要求适配度。新经济企业群体中有大量创新创业中小企业,进入公开资本市场需要逐步适应监管要求。新三板将根据新经济企业的承受能力,持续开展监管要求适应性评估,不断调整优化,给企业留出成长空间,降低企业挂牌成本。三是加大以服务促规范力度。建立与挂牌公司直连通道,提供“管家式”服务、“一对一”贴身辅导,实时跟进企业遇到的问题和困惑,量身定制规范建议,帮助企业在资本市场走得快、走得稳。此外,新三板还将发挥主办券商持续督导优势,指导会计师规范做好审计工作,联合系统部门和单位、行业专家等对挂牌公司进行“体检”,共助新经济企业在新三板健康发展。

三、结束语

深化新三板改革,是实施国家创新驱动发展战略、持续培育发展新动能的重要举措,也是深化金融供给侧结构性改革、完善多层次资本市场体系的重要内容,对于更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合、支持中小企业创新发展具有重要意义。在增强市场功能、提升服务质效、规范企业行为的同时,我们还将积极凝聚各方合力,与相关政府机关和行业主管部门加强沟通,引导和便利新技术、新产业、新业态、新模式企业在新三板挂牌,加大对新经济企业在新三板融资发展上的政策扶持力度,支持企业走好专业化、精细化、特色化、新颖化发展道路。■

参考文献:

- [1] 肖亚庆.我国现有4000多万企业中95%以上是中小企业[EB/OL].中国网.http://www.china.com.cn/lianghui/news/2021-03/08/content_77287627.shtml.2021-03-08.
- [2] 民营中小企业融资难题何解?[EB/OL].中国报道.http://www.chinareports.org.cn/djbd/2023/0519/36714.html.2023-05-19.
- [3] 陈辉,顾乃康.我国“新三板”中小企业融资效率及优化路径研究[J].吉林大学,2023,(2).
- [4] 汪洁琼,张骁.集合竞价交易

制度引入对新三板流动性的影响研究[J].价格理论与实践,2020,437(11).

[5] 新三板2020年市场改革发展报告[EB/OL].中国经济网.https://baijiahao.baidu.com/s?id=1689359657802109819&wfr=spider&for=pc.2021-01-20.

[6] 北交所、新三板2021年市场改革发展报告发布 补齐资本市场短板 打造服务创新型中小企业新生态[EB/OL].证券日报.https://baijiahao.baidu.com/s?id=1725028061405921306&wfr=spider&for=pc.2022-02-18.

[7] 姜宝林,陆鹏飞.包头市服务业发展现状、问题及对策研究[J].科技中国,2023,(01).

[8] 李盈.新三板分层制度实施对流动性的影响[J].现代经济信息,2016,(14).

(作者单位:内蒙古自治区科学技术厅科学技术战略研究中心)

责任编辑:张莉莉