

2021 中国新三板公司 投资者保护评价报告

王力军 樊莉蓉 王庆迎

自正式运营起，新三板就致力于为中小企业创新发展探索资本市场服务路径，成为我国多层次资本市场服务中小企业的主阵地。投资者保护是我国资本市场的重中之重，本报告基于包括公司治理与透明度、成长能力和创新能力的新三板投资者保护理论框架以及投资者保护指数体系，对中国新三板所有挂牌公司2021年投资者保护水平进行了评价。本次编制中国新三板公司投资者保护评价报告所用的公司数据来源于截至2021年4月30日公布的公开信息（全国中小企业转让系统网站、万德〈Wind〉数据库）。截至2021年4月30日，公开披露2020年年报并挂牌交易的新三板公司共6968家，比2020年减少1280家。

一、总体状况：近三年投资者保护水平呈持续上升态势，但投资者保护能力存在分化

从总体上来看，中国新三板公司2021年度投资者保护指数（HNPI）得分的均值为57.18分，与2020年的57.01分比较，投资者保护指数总体上

有所上升。相对来看，透明度与治理能力最强（60.65分），2021年首次平均达到及格水平，创新能力最弱（54.58分），成长能力居中（55.19分）。从近3年的情况来看，投资者保护能力总体上升，透明度与治理能力持续增强，而成长能力趋于下降（见表1）。究其原因，随着新《证券法》的实施，监管部门加大了对挂牌公司的监管力度，实施“建制度、不干预、零容忍”，股转公司也加大了对挂牌公司的自律监管，使得外部治理环境得到较大提升。挂牌公司为了得到融资支持和机构关注，向创新层乃至精选层迈进，也自觉加强了内部治理体系建设，总体治理意识、合规意识和治理行动在加强。因此新三板挂牌公司透明度与治理能力得到提升。但是，2019年以来面临国际贸易环境恶化、疫情影响以及国家宏观政策调整，新三板挂牌公司由外延式高速增长转向内涵式高质量发展阶段，导致成长能力有所下降。

从过去6年投资者保护水平的总体变动趋势来看，中国新三板公司投资者保护指数得分持续呈现上升态

势，从2016年的55.55分上升到2021年的57.18分，虽然仍未达及格线，但趋势始终向好，说明公司治理水平的不断提升、监管的不断规范以及市场的不断完善总体上还是发挥着积极的引导作用，推动我国新三板公司整体向着优化投资者保护水平的方向发展。

二、投资者保护的行业、省域、挂牌交易类型、市场分层、是否有机机构投资者持股、机构投资者持股比例及第一大股东持股比例特点

（一）行业特点：新兴行业占据主流且投资者保护水平高，传统制造业等投资者保护水平偏低

从行业构成来看，2021年新三板挂牌公司中制造业公司最多，达3446家，占49.45%，比2020年的48.87%上升0.58个百分点；信息传输、软件和信息技术服务业的数量居第二位，数量为1335家，占19.45%，其子行业软件和信息技术服务业占新三板挂牌公司数量的15.11%，为第一大子行

基金项目：国家社科基金（21BGL098）

作者简介：王力军，北京工商大学商学院副教授，硕士生导师；
樊莉蓉、王庆迎，北京工商大学商学院硕士研究生。

业；制造业中的子行业专用设备制造业占6.54%，为第二大子行业。可见新三板公司的行业分布呈现以先进制造和信息技术、软件服务为主的态势。从各行业得分及排名情况可看出，2021年排名前三位的行业投资者保护指数均值都在60分以上，分别为仪器仪表制造业（63.90分）、计算机、通信和其他电子设备制造业（61.21分）、科研和技术服务业（60.74分）。投资者保护最差的三个行业分别为金融业（47.90分）、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业（47.23分）、住宿和餐饮业（44.93分）。从得分趋势来看，以先进设备制造、计算机通讯电子设备制造、科研服务、技术研发为主要特征的新兴行业投资者保护水平较高；受疫情等外部因素影响，住宿餐馆、物流、文体娱乐、教育等行业以及传统的制造业、污染行业、资源依赖为特征的夕阳行业的投资者保护水平偏低。

与2020年比较，上升幅度最大的前三名行业分别是电信、广播电视和卫星传输服务（上升17位）、汽车制造业（上升15位）、家具制造业（上升13位），疫情催生和促进了在线消费和在线办公，电信、广播电视和卫星传输服务是受益行业，疫情对制造业影响较小，2021年总体上变化不大（下降1位），对于具有日常消费性质的汽车制造和家具制造反而产生正面影响。下降幅度最大的行业分别是教育（下降22位）、采矿业（下降16位）、石油加工、炼焦和核燃料加工业（下降12位）、文教、工美、体育和娱乐用品制造业（下降12位）、卫生和社会工作（下降12位），体育娱乐等用品制造业和教育业下降源于疫情影响，石油加工和采矿业主要是受环境保护

表1 中国新三板公司投资者保护状况（2019～2021年）

各级指数	2021年	2020年	2019年
投资者保护指数	57.18	57.01	56.60
——透明度与治理	60.65	59.01	58.71
——成长能力	55.19	56.71	56.86
——创新能力	54.58	54.44	53.95

力度加强的影响。2021年金融业受到利率市场化改革以及破除金融垄断改革的影响，也有较大降幅。前五名除内部名次略有变化外基本保持不变，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业以及住宿和餐饮业连续两年垫底。

（二）省域特点：中东部地区投资者保护程度较高且稳定，西部地区投资者保护水平始终偏低，呈两极分化态势

由2021年各省份得分及排名情况可看出，排名在前三位的省份分别为：湖南（59.40分）、山西（59.29分）、四川（58.73分）。后三名分别为新疆（52.38分）、西藏（52.25分）、青海（50.41分）。

另外，在湖南、山西、四川、河南、福建、浙江、江苏、上海、天津、陕西10个省份注册的新三板公司的投资者保护水平高于均值，其他21个省份的新三板公司低于均值。可见，新三板公司在地区层面上，呈现出两个特点：一是中东部偏高，西部偏弱；二是呈现出一定的两极分化状态。

与2020年比较，上升幅度前三名的省份分别是河南（上升10位）、湖北和广西（均上升7位）；下降幅度最大的省份分别是上海和河北（均下降6位）、辽宁和云南（均下降9位）。湖南和山西近两年稳居前二名，甘肃、海南、新疆、青海四个省份连续2年居后五位（内部名次略有变化）。

（三）挂牌类型特点：连续竞价

交易公司投资者保护水平最高，做市交易公司次之，集合竞价交易公司投资者保护水平较低。

连续竞价交易公司（精选层公司）的投资者保护水平最高，达到近70分，远远高于集合竞价和做市交易的公司投资者保护水平。目前大部分新三板公司采取了集合竞价交易方式，得分为56.98分，得分最低；通过做市方式交易的公司仅有433家，得分均值为58.86分。以做市方式进行挂牌交易的投资者保护水平要高于集合竞价方式进行交易的公司，这说明有做市商参与外部治理的新三板公司投资者保护水平会有所提高。与2020年相比，做市交易公司与集合竞价交易公司投资者保护水平的差距在增大，2020年二者之差为1.07分，2021年二者之差为1.88分。

（四）市场分层特点：市场层级越高，公司投资者保护水平越高

从不同市场分层来看，精选层企业数量较少（51家），但其投资者保护水平最高，达到69.62分；创新层的公司有1011家，投资者保护平均得分为61.46分；基础层公司5906家，投资者保护平均得分56.35分。精选层公司的投资者保护水平显著高于创新层和基础层，创新层公司的投资者保护水平显著高于基础层，这进一步印证了股转公司进行市场分层的有效性，市场分层具有较强的投资者保护筛选和投资者保护指引作用，也说



图 / 中国财政摄影家协会

明投资者保护指数有较强的可信度。与2020年相比,创新层与基础层投资者保护总体水平差距有进一步拉大趋势,2021年二者之差为5.11分,2020年二者之差为3.98分。

(五) 是否有机构投资者特点: 有机构投资者公司投资者保护水平较高,积极作用显著

从挂牌公司来看,5 141家公司有机构投资者持股,呈现股东治理多元化态势,有1 827家公司没有机构投资者参与,无法充分利用股东资源助推企业成长,其治理水平、创新能力也较低。从投资者保护的总体水平来看,有机构投资者参与治理的挂牌公司投资者保护水平(57.67分)要远高于没有机构投资者参与治理的挂牌公司(55.81分)。可见,机构投资者参与挂牌公司治理,有利于投资者保护水平的提升。新三板市场要鼓励并大力发展机构投资者特别是专业的机构投资者,让机构投资者从“用脚投票”向“用手投票”转变,通过股东大会、董事会、机构投资者调研、机构投资者资源提供与创新指引等多种方式参与到新三板公司的投资者保护中,提升新三板公司的治理水平、创新能力和成长能力。

与2020年相比,机构投资者的作用2021年在进一步加大,有机构投资者参与公司与无机构投资者参与公司的投资者保护水平在拉大,2020年二者相差1.23分,2021年二者差距扩大到1.86分。

(六) 机构投资者持股比例特点: 机构投资者适度持股有利于公司投资者保护

按机构投资者的持股比例划分,可分为5个类别。其中,持股比例在20%~40%区间挂牌公司的投资者保护水平最高,达到58.55分,持股比例较低时(小于20%)投资者水平较低(58分),超过40%后,随着持股比例提升,新三板公司的投资者保护水平呈下降态势,由20%~40%区间的58.55分,下降到80%以上区间的56.21分。这说明,机构投资者持股比例较低时,其更多承担消极投资者角色,对公司治理、创新、成长的影响较小,挂牌公司利用股东资源的机会也较低。在20%~40%的区间内,机构投资者对挂牌公司可以产生重大影响,更多承担积极投资者角色,无论是公司治理,还是股东资源投入上,都对挂牌公司的投资者保护有积极影响。过度的持股比例(大于40%)说

明公司的控制权可能已经转移到机构投资者手中,股权的制衡度降低,大股东的决策有效性降低,乃至出现一股独大、自说自话的情况,影响新三板公司的机构投资者保护水平。

(七) 第一大股东持股比例特点: 持股比例越高,公司投资者保护水平越低

第一大股东持股比例的高低决定了第一大股东对挂牌公司的控制程度,随着第一大股东持股比例的提升,挂牌公司投资者保护水平呈下降趋势,由持股比例小于20%的58.50分,降到持股比例大于80%的54.92分,相差3.58分。可见,一股独大不利于投资者保护水平的提升,股东分散多元化,更有利于公司治理能力、创新能力和成长能力的提升。

三、启示

(一) 应坚持深化改革、优化市场生态的改革方向

从新三板公司投资者保护指数的历史趋势来看,其持续向好说明新三板的监管规范和深化改革措施发挥了积极作用,特别是2020年全面深化改革措施落地后,融资、交易、信息披露、监管等核心制度发生深刻变化,市场生态环境得到优化,服务中小企业能力进一步提升。准入端,新三板实施存量挂牌制度,侧重规范性而非盈利能力,精选层并行多套晋层标准,充分包容优质中小企业不同发展特性。融资端,改革新增向不特定合格投资者公开发行,优化定向发行制度,配套挂牌同时发行、自办发行、授权发行等特色安排,降低企业融资成本,灵活企业融资时点。并购重组和股权激励制度支持企业整合资源、凝聚人才。交易端,集合竞价为中小

企业股票交易提供基础支撑,做市交易补充流动性,连续竞价为精选层企业提供高效价值发现工具。市场结构上,基础层——创新层——精选层逐层递进的市场结构、配套差异化的融资交易机制、投资者规模及合规监管要求等使成本收益更加匹配。转板上市与内部分层结合,形成了上下贯通、内外联通的市场通路。

(二) 应更多支持创新型中小企业,尤其是“专精特新”中小企业挂牌新三板市场

我国经济已经从高速增长转为高质量发展阶段,从投资驱动转向创新驱动。创新发展成为时代的主旋律,创新的载体则主要是中小企业,以及主要由其构成的新兴行业。从新三板公司投资者保护指数可见,新兴行业投资者保护水平显著高于传统的落后行业,说明新兴行业从治理、创新和成长等方面综合而言优于传统行业,这反映了产业更迭的客观规律。当今世界已进入新兴产业不断开拓的创新竞争新阶段,新三板作为一个创新型、创业型、成长型中小企业的专属平台,肩负着激活市场创新动力、激发企业创新动能和激励资本创新投资的历史使命,应积极支持创新型中小企业挂牌新三板市场,通过资

本市场培育其不断发展壮大。在当前动荡的世界局势下,为促进我国以国内大循环为主的新发展格局,尤其应当支持“专精特新”中小企业挂牌新三板市场,通过资本市场的融资和交易等功能,进一步推动中小企业专业化、精细化、特色化、新颖化发展,为我国经济高质量发展提供源源不断的创新动能。

(三) 应推进中东西部区域经济发展动态平衡

不同省份新三板公司投资者保护水平的差距和分化说明我国经济始终存在区域的不平衡,不利于新发展阶段实现共同富裕的目标。新三板市场应当通过政策引导和市场资源配置,积极支持和鼓励中东部区域投资者保护水平较高的公司投资于西部区域,带动落后地区经济发展。同时,新三板市场应总结提炼中东部发达地区投资者保护的先进经验,通过制度调整和深化改革将先进经验内化为市场规范,督促新三板公司进一步提高投资者保护水平。西部地区新三板公司也可借助于挂牌新三板,努力扩展业务,不断提高自身的公司治理、创新和成长能力,提升市场化运作水平。

(四) 发挥机构投资者的治理作用,完善多元化公司治理结构

机构投资者是资本市场重要的治理力量,可以充分发挥其防控风险和增值赋能的作用。新三板公司大多数为创新型中小企业,尚处于发展的早期阶段,面临着发展路径的不确定性和创新风险,积极的机构投资者可以通过参与董事会等监督机制,有效监督企业发展,及时解决其发展过程中面临的困难和问题,将风险消弭于早期萌芽阶段,从而推动企业稳健发展;另外,创新型中小企业往往缺乏很多资源,积极的机构投资者可以发挥其资源充裕的作用,为企业提供关键性资源,加强企业的创新和成长能力,增加企业价值。大股东一股独大不利于公司治理和企业发展,新三板公司大多数为民营企业,股权往往集中在少数创业者手中,公司治理不规范,透明度较低,风险较大,且因缺乏多元化股东提供的资源支持,导致创新和成长能力较弱。新三板应进一步完善融资和交易功能,吸引更多私募股权投资基金、保险证券机构参与新三板公司的融资和交易行为,推动新三板公司股权结构的多元化,从而改善其治理结构,提高公司治理效率,更好地保护投资者利益,进而促进公司价值提升。■

责任编辑 李斐然

(上接第27页)承诺的商品或服务何时转让的基础更加清晰、直观,然而,以控制作为评估已承诺的服务(特别是建造合同)的履约义务,因某些情况下客户并未将所接受的服务确认为一项资产,则难以确定客户何时获得所接受服务的控制权,即使对于存在可确认资产的建造合同,也可能难以评估客户是否具有主导企业建造的部分完工资产的使用并获得该资产几乎全部

经济利益的能力,从而导致可能将建造合同收入的确认政策从完工百分比法转为完成合同法,即客户委托企业建造的资产仅在完工资产的法定所有权或实物资产转移时(即合同完成时)才发生控制权转移。如果将建造合同全部采用完成合同法,企业将无法如实反映此类合同的经济实质,也不能实现新收入准则确定的目标以及核心原则。因此,IASB认为,控制的概念

应当适用于商品和服务,且并非企业提供的服务都不能以时点确认收入(即并非所有服务合同都在某一时段内向客户转让资源),在以控制作为评估转让商品或服务的基础时,应重点关注履约义务履行的时间(即何时向客户转让商品或服务),对于服务合同,在确定履约义务是否在某一时段内履行,应满足一定的条件。(未完待续)■

责任编辑 王词