

2022 中国新三板公司 投资者保护评价报告

王力军 潘则辰 霍娅南

新三板作为我国多层次资本市场的重要组成部分，其投资者保护能力是关系新三板健康发展的重要因素。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，对中国新三板公司2022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2022年6月30日新三板公司所公布的公开信息（全国中小企业股份转让系统网站、万德〈wind〉数据库、同华顺数据、东方财富〈choice〉数据库、国泰安数据库等）。截至2022年6月30日，公开披露年报并挂牌交易的新三板公司共6511家，比2021年减少457家。

一、新三板公司投资者保护总体状况分析

从总体上来看，中国新三板公司2022年度投资者保护指数得分均值为57.75分，最大值（83.00分）与最小值（30.37分）相差52.63分，大部分分布在40~75分之间，分布形态呈尖

峰且左偏分布状态（峰度为2.87，偏度为-0.25）。分指数来看，透明度与治理指数得分最高（61.05分），创新能力指数得分最低（55.55分），成长能力指数得分居中（55.70分）。2022年中国新三板公司呈现出透明度与治理能力较强，而成长能力和创新能力相对偏弱，透明度与治理分布比较集中，成长与创新能力分布变动较大等特点。

与2021年相比，新三板公司投资者保护水平总体有所提高，由2021年的57.18分上升到2022年的57.75分，创新能力有较大提升，透明度与治理、成长能力也有一定提高（见表1）。究其原因，制度和政策体系的成熟规范是主要的外部影响因素。随着新《证券法》的深入实施，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”，全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称全国股转公司）对挂牌公司的自律监管逐渐强化，使得外部治理环境得到较大提升。新三板公司主动适应环境变化、积极调整则是主要的内部影响因素。新三板公司为了得到融资支

持和投资者关注，向创新层乃至北交所迈进，自觉加强内部治理体系建设，治理意识、合规意识和治理行动在加强，透明度与治理能力得到提升。在经历2020年国际贸易环境恶化、疫情冲击以及国家宏观政策调整影响后，企业逐渐适应了这种新状况，积极发展线下和线上市场，开拓新的产品或服务增长点，企业成长能力在2022年重拾升势，成长能力有所增强。同时，随着国家加大对高新技术企业和“专精特新”企业的支持力度，新三板公司更为注重内涵式发展，进一步增加创新投入，通过技术创新、产品创新、管理创新，企业由外延式高速增长转向内涵式高质量发展阶段，向专业化、精细化、特色化、新颖化方向发展，2022年创新能力显著增强。

从过去7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（HNPI）持续呈现上升态势，从2016年的55.55分上升到2022年的57.75分，虽然仍未达及格线，但趋势始终向好，说明监管的不断规范、市场的不断完善、公司治理水平的不

基金项目：国家社科基金(21BGL098)；教育部人文社会科学规划基金项目(20YJA630089)

作者简介：王力军，北京工商大学商学院副教授，硕士生导师；

潘则辰、霍娅南，北京工商大学商学院硕士研究生。

表1 中国新三板公司投资者保护状况(2020~2022年) 单位:分

各级指数	2022年	2021年	2020年
投资者保护指数	57.75	57.18	57.01
——透明度与治理	61.05	60.65	59.01
——成长能力	55.70	55.19	56.71
——创新能力	55.55	54.58	54.44

断提升以及新三板公司的主动应变总体上还是发挥了积极的引导作用,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、新三板公司投资者保护的维度分析

以下从行业、省域、交易方式、市场分层、是否有机构投资者持股、机构投资者持股比例、第一大股东持股比例、公司最终控制人及是否“专精特新”等维度对新三板公司投资者保护的特点进行分析。

(一) 行业特点: 先进制造业和信息服务业公司占比高、投资者保护水平强

从行业构成来看,制造业公司较多,达3 222家,占49.49%,比2021年的49.45%上升0.04个百分点。信息传输、软件和信息技术服务业中软件和信息技术服务业公司数量占挂牌公司数量的15.04%,为第一大股东行业,但比2021年(15.11%)略有下降;制造业中的专用设备制造业占6.77%,比2021年(6.54%)有所上升;电气机械和器材制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业公司的比例也比较高,分别占5.39%和5.31%。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。

各行业的投资者保护指数平均得分在51~62分之间。2022年排名前五位的行业均值都在60分以上,其中

前三名分别为医药制造业(61.58分)、黑色金属冶炼和压延加工业(61.55分)、仪器仪表制造业(61.47分)。投资者保护较差的三个行业分别为住宿和餐饮业(52.32分)、金融业(52.28分)、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业(51.38分)。从得分趋势来看,以高端医药制造、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和冶金、化工等传统产业的投资者保护水平较高,受疫情等外部因素影响,住宿餐饮、物流、文体娱乐、租赁、居民服务等行业以及传统的轻工制造业、污染行业、资源依赖为特征的夕阳行业的投资者保护水平较低。

与2021年相比,上升幅度较大的前三名行业分别是有色金属冶炼和压延加工业(上升24位)、黑色金属冶炼和压延加工业(上升23位)、石油加工、炼焦和核燃料加工业(上升16位),主要缘于资源和能源价格上涨,行业成长性较高。下降幅度较大的行业分别是金属制品、机械和设备修理业(下降20位)、家具制造业(下降17位)、食品制造业(下降10位),基本都是传统制造业,受原材料价格上涨及疫情影响较大,投资者保护能力下降。

(二) 省域特点: 发达地区公司占比高、投资者保护水平强

从中国新三板公司的地区构成来看,发达地区所占比例较大,前三名分别是广东(916家,占14.07%)、北

京(840家,占12.90%)和江苏(802家,占12.32%),广东挂牌公司比例相比2021年有所上升,北京和江苏比例则略下降。青海和西藏的新三板公司数量较少,分别只有2家和10家,其次是甘肃和海南,分别是25家和29家。

各省、自治区、直辖市的新三板公司投资者保护指数平均得分在52~59分之间,分布比较集中,其投资者保护水平差距进一步降低。2022年排名在前三位的省份分别为湖南(58.85分)、四川(58.58分)、湖北(58.57分),后三名分别为青海(54.50分)、广西(54.10分)、西藏(52.76分)。另外,在湖南、四川、湖北、广东、浙江、江西、江苏、安徽、河南、山东、内蒙古、山西、陕西13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18个省份的新三板公司投资者保护水平低于均值。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2021年相比,投资者保护水平排名上升幅度较大的省份分别是内蒙古(上升14位)、江西(上升12位)、湖北(上升11位);下降幅度较大的省份分别是山西(下降10位)、福建和宁夏(都下降8位)。浙江、山东、新疆、青海、四川、广东、江苏、甘肃、湖南、黑龙江、西藏、陕西、重庆13个省份的排名变化不大,名次变化均在两位以内。

(三) 交易方式特点: 采取做市交易方式的公司投资者保护水平较高

新三板公司的交易方式包括集合竞价交易和做市交易两种。采取做市交易方式的公司投资者保护水平要高于采取集合竞价交易方式的公司。2022年,大部分新三板公司采取

了集合竞价交易方式(6 120家),占93.99%,得分均值为57.49分;采取做市交易方式的公司仅有391家,得分均值为61.82分。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2021年相比,做市交易的公司与集合竞价交易的公司投资者保护水平的差距在增大,2021年二者之差为2.36分,2022年二者之差为4.33分。

(四)市场分层特点:创新层公司投资者保护水平较高

从不同市场分层来看,2022年中国新三板的基础层公司数量为5 016家,占77.04%,创新层公司为1 495家,占22.96%,基础层公司无论数量和比例都有较大下降,而创新层公司的数量和比例都有大幅上升。根据北交所相关规定,北交所上市条件之一是发行人在新三板连续挂牌满12个月的创新层公司,这极大激励了新三板公司从基础层向创新层升级的积极性,以便通过创新层转板到北交所上市。

创新层公司的投资者保护指数得分均值为64.55分,基础层公司的投资者保护指数得分均值为55.72分,创新层公司的投资者保护水平显著高于基础层,这进一步印证了全国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。与2021年相比,创新层与基础层投资者保护总体水平有进一步拉大的趋势,2021年二者之差为5.11分,2022年二者之差为8.83分。

(五)机构投资者持股特点:机构投资者持股公司投资者保护水平较高

从是否有机构投资者参与来看,4 223家公司有机构投资者持股,2 288家公司没有机构投资者持股。从投资者保护的总体水平来看,有机构投资

者参与的新三板公司投资者保护水平(59.30分)要高于没有机构投资者参与的新三板公司(54.88分)。与2021年相比,有机构投资者参与与无机构投资者参与的公司投资者保护水平进一步拉大,2021年二者相差1.86分,2022年二者之差扩大到4.42分。可见,机构投资者参与公司治理有利于提升投资者保护水平。新三板市场应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。

(六)机构投资者持股比例特点:机构投资者适度参与的公司投资者保护水平较高

数据显示,机构投资者持股比例在10%~20%区间的公司投资者保护水平较高,达到59.66分;持股比例较低时(小于10%)和较高(介于20%~40%区间)时,投资者保护水平居中;超过40%后新三板公司的投资者保护水平呈下降态势。这说明机构持股比例较低时,更多承担财务投资者角色,对公司治理、创新和成长的影响较小,新三板公司利用股东资源的机会也较低;在10%~20%的区间内,机构投资者对新三板公司可以产生重大影响,更多承担战略投资者角色,无论是公司治理还是股东资源投入上,都对新三板公司的投资者保护有积极影响;过高的持股比例(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”的情况,并不利于提升新三

板公司的投资者保护水平。

(七)第一大股东持股比例特点:第一大股东持股比例高的公司投资者保护水平较低

第一大股东持股比例的高低决定了第一大股东对新三板公司的控制程度。数据显示,近40%新三板公司第一大股东的持股比例在40%~60%之间,在所有持股区间中占比较多。随着第一大股东持股比例的提升,新三板公司的投资者保护水平呈下降趋势,由持股比例小于20%的60.39分,降到持股比例大于80%的54.63分,相差5.76分。与2021年相比,这种“高股低分”的趋势没有改变,且组间差距进一步拉大,最高组、最低组的差距由2021年的3.58分拉大到2022年的5.76分。可见,“一股独大”不利于提升投资者保护水平,而股东分散化和多元化便于不同股东相互制衡,充分利用股东特别是机构股东“用手投票+用脚投票”的治理机制以及战略性股东的资源能力,更有利于提升公司治理、创新能力和成长能力。

(八)公司最终控制人分类特点:民营企业占比高,但投资者保护水平有待提升

新三板公司中民营企业占绝大多数,为5 724家,占比达到88%;国有企业居第二位,为435家,占比6.7%;外资企业为79家,无控制人企业为256家,其他企业为17家。对于国有企业,中央和地方的投资者保护存在一定差异,因此进一步细分为中央控制国有企业和地方控制国有企业进行分析。从投资者保护水平来看,中央国有企业的投资者保护水平较高,达到61.69分;外资控制公司的投资者保护水平居第二位,为58.12分;地方国有企业的投资者保护水平

较低，仅为 56.28 分；民营企业与其他企业的投资者保护水平接近，且处于中等水平。

（九）是否“专精特新”

“专精特新”是指专业化、精细化、特色化、新颖化的中小企业，这类企业是中小企业中的排头兵。近年来，我国不断加大“专精特新”企业培育力度，推动“专精特新”企业在产业基础领域补短板、锻长板，取得明显成效。

我们以是否入选工信部“专精特新”小巨人企业作为划分标准。数据显示，新三板公司中有“专精特新”小巨人企业 347 家，占比 5.33%，其投资者保护水平得分显著高于其他公司，二者相差 7.26 分，且其透明度与治理水平、成长能力和创新能力均显著高于其他公司。这说明“专精特新”小巨人公司是新三板市场中的佼佼者，应鼓励更多的“专精特新”小巨人公司到新三板挂牌，进一步推动提升新三板公司投资者保护水平，为新三板带来更多的新鲜血液。

三、主要结论及启示

随着制度和政策体系的日益成熟，以及企业主动适应环境变化、积极调整，2022 年新三板公司的透明度与治理水平、成长能力和创新能力均有所提升，且过去 7 年新三板公司投资者保护指数持续呈现上升态势，但仍未达致及格线，新三板仍需从制度建设、公司质量和投资者培育方面作出努力。从行业来看，先进制造和信息服务类公司投资者保护水平较高；从省域来看，发达地区公司占比大且投资者保护水平较高；从交易方式来看，做市交易公司投资者保护水平高于集合竞价交易公司；从市场分层来看，创新层公司投资者保护水平高于

基础层公司；从是否有机构投资者持股来看，有机构投资者参与对公司投资者保护水平有显著的提升作用，且机构投资者适度持股更有利于公司投资者保护；从第一大股东持股比例来看，大股东持股比例过高不利于公司投资者保护；从最终控制人类型来看，民营企业占绝大多数，但投资者保护水平有待提高；最后，“专精特新”小巨人公司的投资者保护水平显著高于其他公司。

基于上述评价结果，可以得出以下启示：

第一，应完善制度体系，提升监管服务效能，构建成熟的市场生态。新三板监管机构应坚持服务前移，以注册制为基础，持续提升发行上市审核质效；聚焦一二级市场均衡发展，大力推动各类资金入市，以投资者需求为导向丰富交易制度工具，深入实施融资融券制度和混合交易规则，提升市场活力与韧性；优化挂牌公司分层管理机制，加强与区域股权市场和北交所的对接，完善支持企业成长的服务链条。监管机构应建立公司全链条监管档案，紧盯“关键少数”，持续开展上市公司规范运作专项行动和挂牌公司治理专项自查，促进提高挂牌公司质量。

第二，应支持以先进制造和信息服务为代表的新兴产业公司挂牌新三板市场。作为服务创新型中小企业主阵地，新三板应积极贯彻党的二十大报告明确提出的支持中小微企业发展；加快实施创新驱动发展战略；健全资本市场功能，提高直接融资比重等部署要求，以及中央经济会议强调的要加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域的支持力度，加快建设现代化产业体系，着力补强产业

链薄弱环节等任务要求，推动更多新兴产业中小企业登陆新三板。当前，“专精特新”企业是增强经济韧性、提升产业链供应链现代化水平的关键主体，也是激发创新活力、完善产业生态不可或缺的重要力量。新三板应致力于形成一个服务中小企业的、更加专业化的平台，让越来越多中小企业、尤其是“专精特新”企业得到多层次资本市场的助力，迎来更高质量的发展。

第三，应完善公司治理结构，推动公司高质量发展。公司治理涉及股东的类型、结构及其权力安排。新三板市场以创新型中小企业为主，通常存在持股较大的创始大股东，相对集中的股权结构可以发挥大股东的积极作用。但中小企业发展的不确定性很高，资源匮乏，在企业初创阶段大股东依靠自身有限的人力资本和财务资本就可以推动企业成长，当企业成长到较大规模时，仅依靠创始大股东的力量已不足以带领企业取得更大发展。此时，引进机构投资者，尤其是具有较强能力和资源的战略性投资者，通过股东类型和股权结构的重新调整改变公司的权力安排，可以推动公司更好发展。首先，机构投资者参与可以改善股东制衡，利用机构投资者的专业能力监督大股东和管理层，降低公司发展的不确定性和风险；其次，机构投资者参股不但可以为公司带来财务资本，还可以引入机构投资者专业的人力资本，通过多个大股东的共同决策，保障决策的科学性；最后，专业的机构投资者可以为公司提供许多关键资源，缓解中小企业存在的资源匮乏困难，从而推动企业高质量发展。□

责任编辑 李斐然