

新三板公司主动摘牌：“逆向选择”还是“优胜劣汰”？¹

张兴龙¹ 李萌²

(1.海通证券股份有限公司，上海 200001；2.中国平安人寿保险股份有限公司，广东 深圳 518033)

摘要：新三板作为中国多层次资本市场建设的重要组成部分，其经验教训对于科创板和注册制改革具有重要的启示意义。针对挂牌公司主动摘牌现象，本文分析其主动摘牌的动因，并经实证分析发现，绩效更好的公司更倾向于主动从新三板市场摘牌，表明现阶段新三板市场“逆向选择”问题较为严重。本文还创新性构建了“逆向选择”程度的测度指标，并测度了新三板市场从2017年1月~2019年4月的月度动态“逆向选择”程度，结果证实了三板市场“逆向选择”程度，存在一个逐渐下降的过程。研究表明，新三板市场的改革措施取得一定的效果，但仍需继续深化。

关键词：多层次资本市场；新三板；主动摘牌；逆向选择

Abstract: As an important part of China's multi-level capital market, the experience and lessons of the NEEQ have important significance for the science and technology innovation board and the reform of registration-based IPO mechanism. In view of the phenomenon of active delisting of companies in NEEQ, this paper analyses the motivation of active delisting, and finds that companies with better performance prefer to take the initiative to delist from NEEQ, which indicates that the problem of "adverse selection" in NEEQ is more serious at the present stage. This paper also innovatively constructs an index to measure the degree of "adverse selection" and measures NEEQ's monthly "adverse selection" degree from January 2007 to January 2019, confirming that the "adverse selection" degree of NEEQ has a gradual decline process. The results show that the reform measures adopted in NEEQ have achieved some results, but this market still needs to be further reformed.

Key words: multi-level capital market, NEEQ, active delisting, adverse selection

作者简介：张兴龙，经济学博士，任职于海通证券股份有限公司，研究方向：多层次资本市场。李萌，女，经济学博士，任职于中国平安人寿保险股份有限公司，研究方向：金融发展与资本市场。

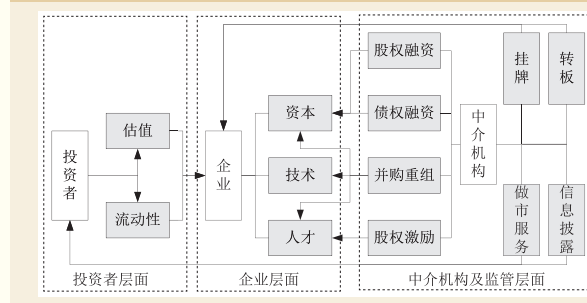
中图分类号：F832.5 **文献标识码：**A

引言

企业的成长需要依靠资本、技术和人才三种要素，通过要素积累和优化配置，不断实现自身做大做强。这不仅需要依靠企业自身，还离不开资本市场的催化和促进作用(李新春，2011)^[12]。当企业进入资本市场后，中介机构通过股权融资和债券融资，帮助企业获取资本要素；通过股权激励帮助企业留住人才、促进技术创新(沈丽萍和黄勤，2016)^[15]；通过并购重组，实现提升要素利用率和优化要素配置，促进企业产业升级和产业链上下游延伸(王建伟和钱金晶，2018)^[16]，帮助企业优化要素

配置；通过做市服务，对股票流动性和价格产生积极影响(Goldstein and Nelling, 1999; Egginton, 2014; 陈辉和顾乃康，2017)^{[3] [2] [6]}；通过及时、准确的信息披露，为企业、投资者和监管部门嫁接沟通桥梁，帮助各方形

图1 资本市场促进企业发展的逻辑



成价值判断；投资者在估值判断基础上，交易股票，为市场带来流动性。资本市场促进企业成长和发展的具体逻辑见图1。

受文化影响，中国选择“银行主导”的金融体系结构(李萌和张兴龙, 2015)^[11]，信贷融资是企业融资的主要途径。但受制于金融摩擦，企业无法以合意的利率获取合意数量的资金(沈坤荣和张兴龙, 2017)^[14]，特别是中小微企业情况尤盛；而大企业和国企获取资金方式多样、成本低廉，导致资本要素的扭曲配置(张兴龙和沈坤荣, 2016)^[20]。中小微企业在发展的初期缺乏资金支持，贷款很难惠及，一些中小微企业走向了民间借贷。为了发挥金融对经济结构调整和转型升级的支持作用，进一步拓展民间投资渠道，缓解中小微企业融资难问题，国务院在2013年12月13日发布《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，正式确立了全国中小企业股份转让系统(以下简称“股转系统”)为全国性的证券交易场所的地位。此后，随着一系列政策制度的出台，新三板进入爆发式增长时期，在2016年底，挂牌公司数量突破一万家。新三板市场为中小微企业提供了一个接受资本市场服务的平台，成为多层次资本市场的重要一层。

新三板市场在多层次资本市场建设中，其体制机制进行了很多创新性的构建；新三板类似于一个“注册制”市场，企业在满足一定的条件下，经过备案审核即可以挂牌、股票发行等，这不同于目前主板和创业板的“核准制”；新三板为科创板和注册制提供了宝贵的经验教训。和场内市场一样，在满足一定条件时，股转系统可以对挂牌公司进行强制摘牌；同时，股转系统还赋予了挂牌公司主动摘牌²的权利，公司在满足一定的内部审议、信息披露和备案流程的条件下，可以主动摘牌。股转系统对这一制度进行不断细化和完善³。主动摘牌的制度安排，在股转系统强制摘牌的制度安排之外，赋予了公司一项主动离开市场的选择权。若公司在新三板市场得到的收益小于其付出的成本，则该公司可能会倾向于主动摘牌，这一制度安排有利于企业因时制宜地进行策略调整。

新三板设立早期，摘牌的数量很少，但是自2017年开始，越来越多的公司主动终止挂牌，摘牌公司数量持续增长，并在2018年首次出现挂牌数和摘牌数倒置现

象，2018年全年挂牌公司数量负增长。而在A股市场，退市并不频繁，截至2018年12月30日，深交所共有49个上市公司退市(其中20个因为被吸收合并或收购而退市)，上交所共有50个上市公司退市(其中24个因被吸收合并或收购而退市)，退市数量占已上市公司数量不到3%。市场的稳定健康发展，与市场参与主体的稳定性密切相关，但是2017年1月~2019年4月期间，有2995家公司从新三板摘牌，占挂牌公司总数的22.97%⁴。图2按月度分别统计了自2017年1月以来主动摘牌和强制摘牌数情况，主动摘牌数占全部摘牌数的94.49%。主动摘牌数呈波动上升趋势；强制摘牌数则较为集中在每年的7月和11月，分别对应因未披露年报和半年报而被摘牌，且其中存在部分公司有意愿摘牌，但是并未选择主动申请，而是通过不披露定期报告的形式被强制摘牌，利用股转系统规则实现自身摘牌的目的⁵。

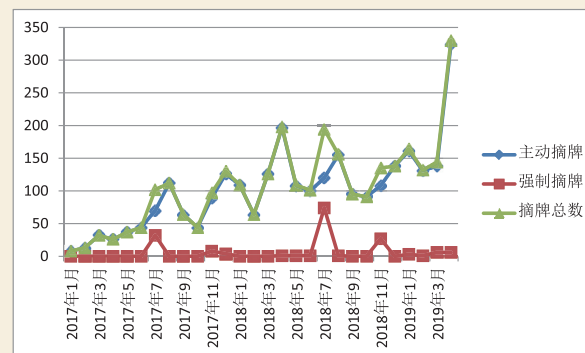
资本市场帮助企业积累各种要素并不断优化配置，促进企业不断发展壮大。企业在资本市场适度的进入和退出，有利于市场的完善和发展。但为何现阶段挂牌公司主动摘牌现象愈演愈烈？究竟是优质企业撤离市场的“逆向选择”问题还是劣质企业逃离市场的“优胜劣汰”问题？只有搞清楚缘由，才能更好的指导新三板改革，让新三板成为中国多层次市场坚实的基础。本文对挂牌公司主动摘牌这一新三板特有现象进行研究。

表1 新三板市场新增挂牌公司数量和新增摘牌公司数量

	2013年 及以前	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 1~4月
挂牌数	363	1233	3570	5091	2176	577	119
摘牌数	7	16	12	56	709	1516	770

注：挂牌时点按照公开转让日时点，摘牌时点按照终止挂牌日确认，数据来源为choice数据。

图2 摘牌公司数月度趋势(数据来源为choice数据)



首先,分析公司主动摘牌的各种原因,探讨“逆向选择”效应和“优胜劣汰”效应的诱发机制,并进行计量分析,结果表明从总体上看,现阶段主动摘牌现象中“逆向选择”问题更为突出,但不同年份的回归结果反映“逆向选择”问题可能趋于缓和;为了进一步分析“逆向选择”问题的动态变化,构建了一个测度“逆向选择”程度的指标,并测度了新三板市场从2017年1月~2019年4月的月度“逆向选择”程度,结果表明,新三板市场的“逆向选择”程度的确呈现出逐渐下降的趋势,表明新三板市场的“逆向选择”问题有一定程度的缓和。

本文潜在创新之处在于:(1)对挂牌公司主动摘牌原因进行了全面分析,并用实证结果表明,现阶段新三板存在“逆向选择”问题;(2)提出了测度“逆向选择”程度的测度指标,并用该指标测度新三板的月度“逆向选择”程度,发现“逆向选择”程度存在逐渐下降的情况,这是本文的方法创新;(3)研究结论为新三板改革指出了方向,对于科创板和注册制改革也有一定的启示意义。

主动摘牌的“逆向选择”效应和“优胜劣汰”效应

新三板在服务中小微企业方面,由于自身的特点和体制机制等多种因素,既有导致优质企业逃离而产生“逆向选择”问题的因素,也有促使劣质企业主动摘牌而“优胜劣汰”的情况。“逆向选择”效应和“优胜劣汰”效应在新三板市场并存。

一、“逆向选择”效应

“逆向选择”效应是指,因为一系列体制、机制原因,导致市场上优质的公司主动离开市场,而质地差的公司留在了市场,导致市场上公司的平均质地水平越来越差。在现阶段新三板市场上,存在估值和流动性问题、分层及转板问题、融资问题等诸多可能导致“逆向选择”效应的因素。

1.估值和流动性问题

首先,新三板市场企业数量巨大,但是缺乏分析师来为投资者指明有价值的投资对象和给予公司估值评价。已有研究表明,证券分析师发布研究报告能够给投资者带来有效信息(Ivkovic and Jegadeesh, 2004; Jegadeesh et al., 2004)^{[4] [5]},从而影响投资者决策(周海

蓉和王宇熹, 2017; 方军雄等, 2018)^{[22] [8]}。但是,目前很少有分析师关注新三板市场,对挂牌公司的研究报告数量很少,远低于上市公司研究报告数量。此外,挂牌公司信息披露质量相比上市公司尚存在一定差距,导致缺乏分析师关注和研究报告匮乏的负面影响被进一步放大。

其次,目前新三板合格投资者门槛过高,投资者数量较少⁶,新三板交易不活跃,股票流动性较差。投资者较少,股价易于被少数股东操纵,导致股价波动大、价格信号失真,投资风险很高,投资者对于投资倾向于谨慎态度。很多公司长期无交易,较差的流动性导致投资者持有新三板股票后无法以合适的价格退出;市场上存在一些新三板基金到期后因为流动性问题而产生兑付压力,一些机构投资者不愿意投资挂牌公司和买卖新三板股票。

第三,做市制度目前并没有发挥出提供流动性和估值的作用。选择做市交易并未提升流动性,导致“流动性悖论”(郑建明等, 2018)^[21]:一方面,做市商数量有限,做市商垄断导致道德风险,另一方面,做市商不愿意承担较高的做市风险,双边报价功能受限。何牧原和张昀(2017)^[9]也证实做市制度未能提高流动性。此外,做市制度可能会给做市的公司引入“三类股东”⁷,导致公司后续IPO时可能产生障碍。从市场反映来看,越来越多的公司因为估值、流动性问题而开始放弃做市转让方式(李金甜等, 2019)^[10]。

上述问题导致投资者无法准确判断股票价值,投资者会倾向于按照平均估值水平甚至低于平均估值水平对挂牌公司进行估价,引发“柠檬市场”问题(Akerlof, 1970)^[11],导致优质公司无法获得与其自身相匹配的估值水平。已有研究(杨刚等, 2016)^[18]表明,挂牌公司股票流动性与股权价值存在显著正相关关系,与创业板相比,其股票价值受流动性的制约而存在被严重低估的问题。质地较好的公司在被低估后,可能更倾向于离开新三板市场,产生“逆向选择”问题。

2.分层及转板问题

新三板公司质地参差不齐,信息不对称风险大,投资者在数量众多的企业中甄别出好的标的进行投资比较困难,对于个人投资者来说情况尤盛。对公司分层,能

能够为投资者提供一种快速甄别企业质量和投资价值的信号(徐凯, 2018)^[17], 一定程度上缓解信息不对称。马莉莉和李湘晋(2019)^[13]发现, 创新层公司的融资效率要普遍高于基础层公司的融资效率, 分层起到了区分企业优良的效果。

但现有分层制度缺乏对公司的激励, 公司进入创新层意愿不强。自2016年股转开始进行分层管理后, 相关配套规则逐渐完善。但现有规则更多是在义务方面强化对创新层企业的要求, 而缺乏合格投资者标准、发行、并购重组等制度激励。目前创新层相比于基础层, 仅多可以发创业创新债券的优势⁸, 但信息披露责任更大, 难以激励公司进入创新层, 甚至还出现达到创新层标准的企业主动放弃进入创新层的现象。股转发布2017年、2018年、2019年创新层公司初步筛选数分别为1329家、928家、691家, 主动申请进入创新层的企业数量在减少。现阶段, 转板机制尚未建立, 若公司想往更高层级的市场迈进, 需要走IPO审核渠道而不能直接转板; 且创新层的政策支持迟迟没落地, 导致很多优质企业不愿意再苦苦等待。习近平主席在2018年11月5日宣布设立科创板并试点注册制。科创板设立是为了扶持科技创新型企业, 这与新三板“为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务”有一定的共通之处; 但两者也有很大的区别, 新三板的服务对象主要是中小微企业, 而科创板是为一定规模⁹以上的科技创新型企业服务, 虽然科创板的门槛高, 但新三板上有部分企业能达到这一门槛。截至2019年5月10日, 共有12家新三板在板公司、15家摘牌公司在科创板的上市申请被受理, 合计占已受理企业数的28.42%, 科创板对新三板带来了一定的冲击。挂牌公司发展 to 一定阶段后, 若想获得更好的估值和流动性水平、享受更好的资本市场服务, 必须要离开新三板, 往场内市场努力。

3. 融资问题

现阶段通过发行债券融资的挂牌公司寥寥无几, 挂牌公司可以选择银行贷款和股票发行两种方式, 优化自身资本结构。投资者参与挂牌公司定增时会存在信息不对称问题, 需要有一定的判断能力, 但深入研究往往需要投入较大成本, 企业也不一定配合, 无法完全发现企业的风险。投资者可能通过要求估值折让或者设置业绩

对赌条款来缓解信息不对称风险。另外, 股票发行在估值方面会存在“棘轮效应”, 原有股东往往希望新一轮发行的估值高于其上一轮投资时的估值, 而新增投资者则希望压低估值。第三, 投资者参与定增后缺乏退出机制, 只能通过转板和被收购等途径, 很难通过二级市场转让方式退出。因此, 企业是否在新三板挂牌, 并没有很大程度的改善融资难度, 而且在新三板融资还需要支付更多的中介服务费用。

基于以上分析, 提出假设1: 逆向选择效应, 导致质地越好的企业越可能主动摘牌。

二、“优胜劣汰”效应

“优胜劣汰”效应是指, 通过一系列的体制机制安排, 使得质地差的企业逐渐被市场淘汰, 使得市场上公司的平均质地水平不断提升。企业在新三板挂牌后, 成为了非上市公众公司, 被纳入相关监管部门的监管体系之中, 在信息披露、财务等方面面临较高的监管要求, 中介机构在对挂牌公司服务过程中也存在相应的选择, 因此新三板市场还存在“优胜劣汰”效应。

1. 持续信息披露

进入新三板市场后, 公司的重要信息应该要及时、准确、完整的披露, 不应有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 公司的相关责任人员要对披露信息的内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带法律责任。上述规则安排, 本意上让外部投资者、小股东及中介机构能通过信息披露了解公司的状况, 从而做出正确的决策, 保护自身权益。

但是这种持续信息披露对于挂牌公司, 特别是劣质公司, 是一种负担。对于那些公司治理不规范、信息造假的公司, 持续的信息披露是悬在其头顶的一把利剑, 违法违规问题会逐渐在信息披露中爆发出来, 最终引起监管部门关注和处罚; 从新三板摘牌, 远离监管部门视线, 反而成为其最优选择。另外市场上还存在一类公司, 其股东数量较少, 不愿意吸纳外部融资, 也没有通过交易引入外部股东, 其并没有意愿过多的介入资本市场, 类似于“僵尸企业”, 严格的信息披露对于这种公司是一种束缚, 会限制其决策效率和影响其灵活性, 与其发展阶段和理念不匹配, 激发其离开市场。因此, 持续信息披露会导致“优胜劣汰”效应。

2.监管压力及中介机构选择

监管部门对资本市场特别是新三板市场保持监管强度具有必要性和合理性。挂牌公司主要为中小微企业，公司治理相比于上市公司存在一定差距，业绩波动性较大，对挂牌企业保持一定的监管强度，能够一定程度的降低投资者风险，保护投资者特别是中小投资者的利益。监管部门的监管措施会一定程度的导致劣质企业主动离开新三板市场。

中介机构服务挂牌公司的倾向度在下降。相比于服务上市公司，中介机构在服务挂牌公司时收费较低，但承担的风险却并不低。目前监管整体趋严，中介机构背负被处罚的压力较大。一些中介机构开始放弃服务挂牌公司，还有一些中介机构则通过提高服务价格来缓解服务挂牌公司时的“低性价比”问题。监管压力和中介机构选择问题，导致质地较差的企业会因为监管压力和服务成本问题而主动离开新三板市场，实现新三板的“优胜劣汰”。

基于以上分析，提出假设2：优胜劣汰效应，导致质地越差的企业越可能主动摘牌。

挂牌公司主动摘牌的实证分析

一、回归模型及变量定义

基于被解释变量为定性变量，拟使用Probit模型进行实证。计量回归模型如下：

$$Out_i = \alpha_0 + \alpha_1 Roe_i + \alpha_2 Vio_i + \sum_j \beta_j Z(j)_i + u$$

$$Out_i = \alpha_0 + \alpha_1 profit_i + \alpha_2 Vio_i + \sum_j \beta_j Z(j)_i + u$$

式中， α_0 为常数项，Out为被解释变量，Roe为解释变量，Z(j)代表各个控制变量。

被解释变量：是否主动摘牌变量Out1，若挂牌公司选择主动摘牌，则该值定义为1，若挂牌公司未主动摘牌，则该值定义为0。是否摘牌变量Out2，若挂牌公司摘牌，则该值定义为1，若挂牌公司未摘牌，则该值定义为0。

解释变量：盈利能力变量Roe，使用挂牌公司加权平均净资产收益率衡量，该变量能够真实衡量公司的盈利能力水平；盈利规模变量profit，使用挂牌公司净利润衡量。违规行为Vio，衡量挂牌公司挂牌期间是否存在因为违规被证监部门、股转系统等监管机构处罚的情况，若存在则取1，否则取0。

控制变量：所有制变量Own；公司治理变量Ind；第一大股东持股比例FSHP；股东人数Num；规模变量lnSize；资产负债率Lev；成长能力DI；是否园区企业Zone。具体变量说明见表2。另外还根据挂牌公司所处行业(二位数代码)和所属省份分别设置行业虚拟变量和省份虚拟变量。

二、数据来源及说明

2017年开始，选择主动摘牌的公司数量快速上升，绝大多数主动摘牌发生在2017年及以后，因此选择2017年1月1日~2019年4月30日曾在新三板挂牌的企业作为样本全体。对于Out1和Out2，以摘牌时点在2017年1月~2019年4月期间的来确认，摘牌时点以公司发布的提示性公告中写明的终止挂牌时点为判断依据；对于Roe、profit、lnSize、Lev、DI等期间指标，分别选取2015年度、2016年度和2017年度三组数据；对于Own、Ind、FSHP、Num、Zone等时点指标，摘牌公司选取摘牌时点的数据，其余公司选取2018年12月31日的数据；对于Vio变量，衡量期间为公司在股转系统的挂牌期间，即摘牌公司截至到摘牌时点，在板公司截至到2019年4月30日。以上数据来源为choice数据，其中2015年、2016年、2017年样本组的样本量分别为11314、12355、11518。为了减少极端值的影响，对于连续变量(Roe/profit/FSHP/Num/lnSize/Lev/DI)进行了1%的缩尾处理(Winsorize)。

三、实证分析

1.描述性统计和相关性分析¹⁰

对样本进行描述性统计分析。2015年、2016年、

表 2 变量基本说明

变量名称	变量符号	变量定义
是否主动摘牌	Out1	若主动摘牌，取 1，否则取 0
是否摘牌	Out2	若摘牌，取 1，否则取 0
盈利能力	Roe	扣非前后加权平均净资产收益率孰低
盈利规模	profit	净利润，单位为千万元
违规行为	Vio	挂牌期间存在被证监管机构处罚则取 1，否则取 0
所有制	Own	为国企时取 0，否则取 1
公司治理	Ind	现在或曾经聘任过独立董事时取 1，否则取 0
第一大股东持股比例	FSHP	第一大股东持股 / 总股本
股东人数	Num	股东户数
规模	lnSize	总资产的自然对数
资产负债率	Lev	资产总额 / 负债总额
成长能力	DI	营业总收入同比增长率
是否园区企业	Zone	若在高新园区，则取 1，否则取 0

2017年样本组中,摘牌样本比例分别约为24%、22%、13%,这是因为很多2017年1月~2018年4月间摘牌的企业不需要披露2017年年报。对样本数据进行了Pearson相关性分析,结果发现解释变量和控制变量之间的相关系数较低,解释变量和控制变量之间的相关系数基本在0.3以下,所用数据不存在严重的多重共线性问题。

2. 回归分析

表3、表4、表5列示了回归结果,其中表3、表4、表5中Roe、profit、lnSize、Lev、DI分别使用2015年、2016年、2017年度数据。从摘牌样本的时间分布看,2015年样本组中较早摘牌占比高,2017年样本组中较晚摘牌的占比更高,2016年样本组情况介于2015年和2017年之间。

分样本回归结果看,表3中Roe系数显著为正,profit

表3 模型回归结果(2015年数据样本组)

	Out1	Out1	Out2	Out2
Roe	0.152*** (3.80)		0.105*** (2.68)	
Profit		0.068*** (6.75)		0.053*** (5.40)
Vio	0.051 (1.42)	0.053 (1.48)	0.300*** (8.82)	0.303*** (8.92)
Own	0.768*** (8.84)	0.785*** (8.98)	0.755*** (8.83)	0.766*** (8.92)
Ind	0.265*** (5.40)	0.222*** (4.45)	0.237*** (4.89)	0.202*** (4.10)
Fshp	0.031 (0.41)	0.008 (0.11)	0.033 (0.45)	0.015 (0.20)
Num	-0.007*** (-18.66)	-0.008*** (-19.32)	-0.007*** (-18.73)	-0.007*** (-19.24)
lnSize	0.294*** (19.19)	0.245*** (14.46)	0.276*** (18.32)	0.238*** (14.25)
Lev	0.176** (2.59)	0.237*** (3.45)	0.194*** (2.90)	0.241*** (3.56)
Di	0.033*** (4.51)	0.034*** (4.74)	0.031*** (4.33)	0.032*** (4.47)
Zone	-0.125*** (-3.26)	-0.124*** (-3.22)	-0.129*** (-3.41)	-0.127*** (-3.37)
行业控制变量	YES	YES	YES	YES
省份控制变量	YES	YES	YES	YES
常数项	-6.767*** (-22.03)	-5.934*** (-17.92)	-6.426*** (-21.27)	-5.775*** (-17.72)
Pseudo R2	0.0863	0.0888	0.0834	0.0851
LR chi2(57)	1062.75***	1094.27***	1058.57***	1080.61***
LogLikelihood	-5629.27	-5613.51	-5817.82	-5806.79
样本数	11314	11314	11314	11314
其中: 2017年1月~2018年4月摘牌数	1125	1125	1169	1169
2018年5月~11月摘牌数	726	726	829	829
2018年12月~2019年4月摘牌数	802	802	818	818

注: ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平下显著。括号内数字为 z 值。

系数显著为正,表明公司盈利能力越强、盈利规模越大,越倾向于摘牌,表明“逆向选择”效应较为显著。表3在Out1作为被解释变量时,Vio系数为正但不显著,在Out2作为被解释变量时,Vio系数显著为正,表明摘牌存在“优胜劣汰”效应,该效应在强制摘牌样本中十分显著,在主动摘牌样本中未显著体现。控制变量方面,Own系数在1%水平下显著为正,表明非国企更倾向于摘牌,一方面信贷的所有制歧视(戴静和张建华,2013;张杰等2013)^{[71][19]}导致国企融资难度比非国企低;另一方面,国企做出决策受到的影响因素较多,不如非国企灵活。Ind系数显著为正,公司治理规范的企业更倾向于摘牌,从侧面验证了“逆向选择”问题。FSHP系数为正,第一大股东的控制能力越强,公司在进行摘牌决策时更

表4 模型回归结果(2016年数据样本组)

	Out1	Out1	Out2	Out2
Roe	-0.015 (-0.31)		-0.061 (-1.31)	
Profit		0.068*** (8.12)		0.054*** (6.60)
Vio	0.033 (0.92)	0.054 (1.47)	0.238*** (6.81)	0.259*** (7.44)
Own	0.777*** (9.26)	0.779*** (9.21)	0.799*** (9.52)	0.796*** (9.44)
Ind	0.254*** (5.13)	0.195*** (3.87)	0.227*** (4.64)	0.179*** (3.59)
Fshp	0.068 (0.93)	0.011 (0.15)	0.063 (0.87)	0.013 (0.18)
Num	-0.007*** (-18.56)	-0.008*** (-19.22)	-0.007*** (-18.55)	-0.007*** (-19.01)
lnSize	0.340*** (21.44)	0.272*** (15.65)	0.322*** (20.63)	0.263*** (15.44)
Lev	0.146** (2.06)	0.255*** (3.63)	0.184*** (2.65)	0.288*** (4.18)
Di	0.098*** (5.99)	0.085*** (5.26)	0.088*** (5.40)	0.073*** (4.55)
Zone	-0.093** (-2.46)	-0.089** (-2.34)	-0.094** (-2.51)	-0.089** (-2.37)
行业控制变量	YES	YES	YES	YES
省份控制变量	YES	YES	YES	YES
常数项	-7.726*** (-24.23)	-6.524*** (-19.14)	-7.422*** (-23.62)	-6.385*** (-19.06)
Pseudo R2	0.0909	0.0962	0.0869	0.0901
LR chi2(57)	1162.46***	1229.35***	1137.76***	1180.09***
LogLikelihood	-5809.90	-5776.45	-5980.95	-5959.79
样本数	12355	12355	12355	12355
其中: 2017年1月~2018年4月摘牌数	978	978	988	988
2018年5月~11月摘牌数	769	769	870	870
2018年12月~2019年4月摘牌数	880	880	893	893

注: ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平下显著。括号内数字为 z 值。

容易达成一致性意见。Num系数显著为负，由于股东人数过多会增加存在异议股东的概率，而股转对于投资者保护存在一定要求¹¹，加大了这类公司摘牌难度。lnSize在1%水平下显著为正，公司规模越大越可能摘牌，从侧面证实了“逆向选择”问题。Lev系数显著为正，盈利和企业规模更大更好的企业，在信贷和业务上下游信用政策方面更有优势，因此资产负债率和盈利、规模指标呈现正相关关系，该指标显著为正，从侧面证实了“逆向选择”问题的存在。DI系数显著为正，成长能力好的企业更倾向于摘牌。Zone系数显著为负，非高新园区企业摘牌意愿更强。

纵向对比不同样本组的回归结果，表4和表5中各控制变量的系数大小和显著性水平与表3中不存在较大差

表5 模型回归结果(2017年数据样本组)

	Out1	Out1	Out2	Out2
Roe	-0.097* (-1.74)		-0.122** (-2.22)	
Profit		0.079*** (8.82)		0.077*** (8.66)
Vio	-0.007 (-0.16)	0.027 (0.60)	0.073* (1.70)	0.110** (2.55)
Own	0.564*** (6.23)	0.557*** (6.08)	0.570*** (6.29)	0.560*** (6.11)
Ind	0.294*** (5.04)	0.194*** (3.18)	0.295*** (5.06)	0.198*** (3.27)
Fshp	0.009 (0.11)	-0.069 (-0.82)	0.007 (0.08)	-0.074 (-0.88)
Num	-0.006*** (-13.35)	-0.006*** (-13.73)	-0.006*** (-13.58)	-0.006*** (-13.89)
lnSize	0.239*** (13.19)	0.142*** (7.30)	0.233*** (12.93)	0.135*** (7.01)
Lev	0.110 (1.34)	0.314*** (4.02)	0.100 (1.23)	0.314*** (4.05)
Di	0.074*** (2.70)	0.021 (0.77)	0.075*** (2.79)	0.021 (0.77)
Zone	-0.097** (-2.21)	-0.089** (-2.01)	-0.098** (-2.24)	-0.089** (-2.03)
行业控制变量	YES	YES	YES	YES
省份控制变量	YES	YES	YES	YES
常数项	-5.958*** (-16.37)	-4.246*** (-11.09)	-5.831*** (-16.11)	-4.102*** (-10.80)
Pseudo R2	0.0630	0.0714	0.0621	0.0700
LR chi2(57)	571.66***	648.43***	570.70***	642.68***
LogLikelihood	-4253.30	-4214.91	-4307.53	-4271.54
样本数	11518	11518	11518	11518
其中: 2017年1月-2018年4月摘牌数	78	78	78	78
2018年5月-11月摘牌数	593	593	617	617
2018年12月-2019年4月摘牌数	875	875	880	880

注: ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平下显著。括号内数字为 z 值。

异，需要重点关注表4和表5中解释变量的系数和显著性水平。Roe方面，表4为负但不显著，表5显著为负，样本盈利能力强弱对是否主动摘牌和是否摘牌的影响由正向转为负向，对于表5样本而言，盈利能力越弱则越倾向于摘牌；对于profit，表4和表5都显著为正，这一结果与表3相同。综合Roe和profit的系数和显著性水平看，总体而言“逆向选择”效应在摘牌样本是存在的，但该效应存在变化的可能。表4和表5中Vio系数与表3相似，在Out1作为被解释变量时，Vio系数不显著，在Out2作为被解释变量时，Vio系数显著为正，“优胜劣汰”效应在强制摘牌样本中更显著。

横向对比Out1作为被解释变量和Out2作为被解释变量时的解释变量系数和显著性水平，发现无论是表3、表4还是表5的结果，都存在：(1)在Out1作为被解释变量时Roe和profit的系数，比在Out2作为被解释变量时要大，表明“逆向选择”效应在主动摘牌样本中比在强制摘牌样本中更大；(2)在Out2作为被解释变量时Vio的系数，比在Out1作为被解释变量时要大，且该系数仅在Out2作为被解释变量时显著为正，表明“优胜劣汰”效应在强制摘牌样本中更为显著，而在主动摘牌样本中未体现出显著性。

上述结果表明，静态来看，“逆向选择”效应显著存在于摘牌样本中，“优胜劣汰”效应则仅在强制摘牌样本中显著；动态来看，“逆向选择”效应可能在逐渐减弱，有待进一步验证。

四、稳健性检验

考虑到Vio变量是根据挂牌公司公告的违规来衡量，这一变量存在因为度量误差引发内生性问题的可能，为此，本部分使用“经营较差企业”Bad这一虚拟变量来衡量劣质企业，进行稳健性检验。“经营较差企业”虚拟变量在企业净资产收益率处于全体样本25%分位以下时取1，在企业净资产收益率处于全体样本25%分位以上时取0，这一虚拟变量能够从实际经营情况角度反映质地较差企业。将Bad代替Vio重新带入回归，结果发现各解释变量、控制变量的系数符号和显著性水平未发生明显变化，表明上文计量结果较为稳健。

“逆向选择”程度的测度

上文分析表明，总体而言绩效更好的公司更倾向于

主动摘牌；动态来看，“逆向选择”程度可能在逐渐下降。为了验证动态角度的“逆向选择”问题，本文构建一个测度市场“逆向选择”程度的指标，来衡量新三板的动态“逆向选择”程度。

一、“逆向选择”程度的指标构建

假设市场中个体的质地用 x 来表示， x 越大则该个体的品质越高。设该市场中质地 x 的概率分布函数为 $F(x)$ ， x 的概率分布密度为 $f(x)$ ，即有：

$$F(x) = \int_{-\infty}^x f(x) dx$$

对于某个质地为 x 的个体，构建权重指数 $Q(x)$ 来衡量该个体在整个市场的权重。 $Q(x)$ 的等式如下所示：

$$Q(x) = 2F(x) - 1$$

则有：

$$\lim_{x \rightarrow -\infty} Q(x) = -1$$

$$\lim_{x \rightarrow \infty} Q(x) = 1$$

即赋予最差质地的个体的权重为-1，最佳质地的个体的权重为1。设主动退出市场的个体的概率分布密度为 $G(x)$ ，概率分布密度为 $g(x)$ 。

定义“逆向选择”程度 L 的测度公式如下：

$$L = \int_{-\infty}^{+\infty} Q(x)g(x)dx$$

很容易证明， L 的取值范围在-1和1之间； L 越大，则市场的“逆向选择”程度越高； L 越小，则市场的“逆向选择”程度越低；当退出个体的概率分布与市场全体的概率分布相同时(即 $g(x)$ 与 $f(x)$ 相等时)， L 为0，市场不存在“逆向选择”问题。

二、新三板市场“逆向选择”程度的测度

2017年开始主动摘牌的公司数量快速上升，绝大多数主动摘牌发生在2017年及以后，因此选择2017年1月1日~2019年4月30日曾在新三板挂牌的公司作为本部分的样本总体；在考虑具体月度指标测度时，对于样本总体采用逐步剔除法，即在考虑某月样本总体时，在该月之前已经摘牌的样本做剔除处理。对于公司质地，选择加权平均净资产收益率和净利润两个指标分别来衡量，净资产收益率偏重考察盈利能力，净利润偏重于考察盈利规模。以上数据来源为choice数据。

表6列示了计算的“逆向选择”程度结果，其中数据组1、2和3使用净利润衡量挂牌公司质地，数据组4、5和6使用净资产收益率衡量；数据组1和4使用2015年度

数据，数据组2和5使用2016年度数据，数据组3和6使用2017年度数据。

从表6结果看，数据组1中，“逆向选择”程度从2017年1月的0.4838逐渐下降到2019年4月的-0.0746，其余5组数据也具有同样的变化趋势；无论使用净利润还是收益率来衡量公司质地，数据符号和趋势基本相同，结果较为稳健；从月度“逆向选择”程度的数值符号来看，除了2017年7月、2018年7月、2018年11月因未按期披露年报、半年报而被强制摘牌的企业数量较多，导致这三个月份“逆向选择”程度为负外，其他月份的“逆向选择”程度基本为正，直到2019年4月，才首次出现六个数据组的“逆向选择”程度全部为负的情况。

从总体角度看，主动摘牌公司的平均质地水平在中位数以上，“逆向选择”问题更为严重；从动态角度

表6 月度“逆向选择”程度

	数据组 1	数据组 2	数据组 3	数据组 4	数据组 5	数据组 6
	2015 年 / 净利润	2016 年 / 净利润	2017 年 / 净利润	2015 年 / 收益率	2016 年 / 收益率	2017 年 / 收益率
2017 年 1 月	0.4838	--	--	0.0517	--	--
2017 年 2 月	0.3593	--	--	0.2765	--	--
2017 年 3 月	0.4220	--	--	0.1709	--	--
2017 年 4 月	0.6649	--	--	0.2448	--	--
2017 年 5 月	0.4554	0.7359	--	0.1322	0.5081	--
2017 年 6 月	0.2577	0.5275	--	0.0546	0.3931	--
2017 年 7 月	0.1265	0.4186	--	-0.0110	0.2548	--
2017 年 8 月	0.3653	0.4237	--	0.2068	0.2492	--
2017 年 9 月	0.4261	0.4802	--	0.2193	0.2963	--
2017 年 10 月	0.2294	0.4844	--	0.1967	0.3917	--
2017 年 11 月	0.1881	0.2600	--	0.0534	0.1841	--
2017 年 12 月	0.3253	0.4127	--	0.1204	0.2692	--
2018 年 1 月	0.2580	0.3357	--	0.1751	0.2322	--
2018 年 2 月	0.3475	0.3999	--	0.2948	0.2941	--
2018 年 3 月	0.2158	0.3478	--	0.0959	0.2411	--
2018 年 4 月	0.1568	0.2495	--	0.0966	0.1345	--
2018 年 5 月	0.1323	0.1580	0.4682	0.0588	0.0583	0.2379
2018 年 6 月	0.0976	0.0832	0.1396	0.0582	0.0185	0.0995
2018 年 7 月	0.0148	-0.0436	0.2164	-0.0014	-0.0610	0.1863
2018 年 8 月	0.0949	0.1171	0.1570	0.1029	0.1027	0.1174
2018 年 9 月	-0.0134	0.0671	0.1125	-0.0149	0.0589	0.0882
2018 年 10 月	0.0800	0.0897	0.1120	0.1056	0.1121	0.1109
2018 年 11 月	-0.0858	-0.0691	-0.0716	-0.0498	-0.0652	-0.0847
2018 年 12 月	0.0233	0.1086	0.0728	0.0373	0.1245	0.1052
2019 年 1 月	0.0441	0.0292	0.0759	0.0716	0.0255	0.0775
2019 年 2 月	-0.0751	0.0128	0.0459	0.0106	0.0558	0.0855
2019 年 3 月	-0.0662	0.0421	0.0657	-0.0054	0.0323	0.0455
2019 年 4 月	-0.0746	-0.0497	-0.0651	-0.0119	-0.0233	-0.0721

看,主动摘牌公司的平均质地水平处于下降趋势,“逆向选择”问题在逐渐缓和,在2019年4月,“逆向选择”问题甚至发生翻转。股转系统最近两年一直在采取改革措施,如:(1)股转在2017年12月22日发布修订后的分层管理办法,对分层标准和条件等进行了优化;(2)2018年1月15日起,股转对交易方式进行改变和优化;(3)2018年10月26日,股转发布一系列关于股票发行、并购重组和做市商评价的新制度规则,希望优化发行、并购重组和做市业务;(4)2019年3月8日,股转发布申请股票终止挂牌相关业务指南,主动摘牌制度得到完善。从图3股转新政策施行时点和月度“逆向选择”程度变化趋势看,新政策发布后,“逆向选择”程度都呈现下降的趋势。上述趋势变化表明,股转系统最近两年采取的一系列改革措施可能取得了一定的效果。

结论及启示

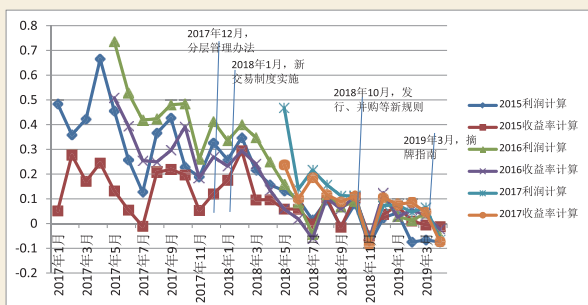
本文分析表明,现阶段新三板既存在“逆向选择”效应,也存在“优胜劣汰”效应。进一步通过计量分析,发现“逆向选择”效应显著存在于摘牌样本中,盈利能力和规模较好的企业越倾向于主动摘牌,这一结果反映存在优质企业不断撤离市场的问题;而现阶段“优胜劣汰”效应则仅在强制摘牌样本中显著,表明质地较差企业更可能被强制摘牌,股转系统的强制摘牌制度在淘汰劣质企业方面作用显著,但“逆向选择”效应在主动摘牌样本中不显著。本文还构建了测度“逆向选择”程度的指标,测度结果显示新三板“逆向选择”程度存在一个逐渐下降的过程,表明股转系统最近两年采取的一系列改革措施可能取得了一定的效果。新三板作为多层次资本市场的一层,其向更高层级的资本市场输送优质企业是应有之义,但是仅有2.45%¹²的主动摘牌公司是

因为成功转板或被收购而摘牌,绝大多数主动摘牌公司脱离了多层次资本市场的服务范围;企业经过辅导、规范等流程进入新三板市场,付出了各种成本,而如此多的公司特别是优质公司,挂牌后再离开资本市场,这对于社会是一种巨大的资源浪费。

把优质企业留在多层次资本市场,避免“逆向选择”问题,需要从供给侧和需求端两个角度着手。从供给侧看,一方面挂牌公司数量在前期快速增长,“鱼龙混杂”,供给远大于需求;另一方面现有分层制度缺乏激励,容易“鱼目混珠”。多层次资本市场的应有之义是实现各个层次市场间的互联互通,但是在政策未落地前,首先实现板块内的差异化管理,实现“能上能下”成为解决问题的关键。首先,需要增加对优质公司的激励;目前制度安排对基础层和创新层基本一视同仁,甚至创新层信息披露负担更重;若能对不同层级的公司给予差异化的制度安排,无论是增加精选层并试行公开发行,还是赋予现有创新层更多的政策红利,都能够更好的激励企业。其次,需要增加对劣质公司的鞭策;劣质公司在公司治理、财务真实性、信息披露等方面存在问题,而股转的处罚手段仅限于自律监管措施和纪律处分等少数方式,且威慑力不强;股转在向上分层的同时,也可以考虑向下分层,如在基础层之下增加警示层,对于违规达到一定次数或一定程度以上的公司,将其降入警示层,同时提高警示层的披露要求、降低警示层的政策支持力度等,迫使这些质地差的企业改正或离开市场,从而达到“优胜劣汰”的目的。

从需求端看,首先,需要增强市场的定价能力。现阶段市场缺乏对挂牌公司进行合理估值的手段,价值发现能力不足,而估值水平是衡量企业价值的标尺,若市场无法给予与价值相匹配的价格,必然导致“柠檬市场”问题(Akerlof, 1970)^[1],优质公司选择退出市场。鼓励分析师增强对新三板的关注力度、提升做市商投研能力,帮助市场增强定价能力。其次,适度降低合格投资者标准。做市制度本质不能带来流动性,而投资者数量太少是流动性枯竭的主要原因,市场的供给和需求不匹配。在分层管理的前提下,针对不同层级制定不同的合格投资者标准,使得不同风险承受能力的投资者与不同风险程度的层级相匹配,在满足监管和投资者保护的

图3 股转新政策施行时点及月度“逆向选择”程度趋势



前提下,增强市场流动性,至少是增强优质层级的流动性,从而避免“逆向选择”问题。

中国正在推行科创板,以后也将在其他板块推行注册制,科创板和注册制的改革实践可以从新三板的发展中汲取经验教训。注册制市场是一个能进能出的市场,科创板和注册制在推行时需要避免“逆向选择”问题,增强市场“优胜劣汰”能力,促进市场中公司的质地水平不断提升,从而实现要素在市场中的优化配置。

新三板的实践表明,增加监管和处罚力度,增强市场的“优胜劣汰”效应十分必要;实行注册制后,监管的重心需要由上市前审批移到上市后监管上,增强监管压力和处罚力度,对于不符合标准和屡次违规的公司,要迫使其离开市场,防止拉低市场平均水平,实现“优胜劣汰”。

[基金项目:教育部人文社科项目“金融资源错配对企业自主创新的影响机理与对策研究”(19YJAJ790017)]

注释

1. 本文所有内容仅代表作者本人的观点,不代表作者所在单位、部门的意见和建议,也不表明或暗示作者所在单位会以此为决策依据。作者感谢编辑部老师和评审专家的宝贵意见,当然本文文责自负。

2. 主动摘牌即主动终止挂牌,根据2016年10月21日股转系统发布的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则(征求意见稿)》的定义,主动终止挂牌的情形包括:“(一)挂牌公司股东大会决定主动申请终止其股票在全国中小企业股份转让系统挂牌;(二)中国证监会核准其公开发行股票并在证券交易所上市,或证券交易所同意其股票上市;(三)挂牌公司股东大会决议解散;(四)挂牌公司因新设合并或者吸收合并,不再具有独立主体资格并被注销”。

3. 《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》明确了挂牌公司有主动摘牌的权利;2016年10月21日,股转系统发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则(征求意见稿)》;2019年3月8日,股转系统正式发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司申请股票终止挂牌及撤回终止挂牌业务指南》,主动摘牌制度安排得到不断完善。

4. 数据来源为choice数据,本部分挂牌企业总数使用2017年1月~2019年4月曾在新三板挂牌的企业总数衡量。

5. 针对这一问题,股转系统加强了对未按期披露定期报告的处罚力度,在《关于做好挂牌公司2018年年度报告披露相关工作的通知(股转系统发〔2018〕2533号)》中明确强调“对于无正当理由未能在上述规定期限内披露年度报告的挂牌公司,我司将给予挂牌公司及相关责任主体公开谴责的纪律处分,并记入证券期货市场诚信档案数据库”。截至2019年4月30日,共597挂牌公司为按期披露定

期报告,此数据高于2018年4月底的460家。

6. 根据股转系统披露的《全国中小企业股份转让系统2018年市场统计快报》,2018年共有机构投资者5.63万户,个人投资者37.75万户,其中可能包括老股东、董监高和核心员工的受限账户。投资者数量远远低于主板和中小板的投资者数量。

7. “三类股东”即契约型基金、资产管理计划、信托计划,此前“三类股东”问题是挂牌公司IPO审核时面临的一个障碍。但也有存在“三类股东”问题但最终过会的案例,如文灿股份(832154.OC)等。

8. 2017年7月4日中国证监会发布了《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》,规定创新层企业可以发行该种债券。但因为承销费用及销售难度问题,目前已经发行的案例并不是非常多。

9. 根据《上海证券交易所科创板股票上市规则(2019年4月修订)》,在企业规模指标方面,科创板设立了五套规模标准,预计市值规模至少在10亿元以上。

10. 因为篇幅所限,未列示描述性统计结果和相关性分析结果。

11. 《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则(征求意见稿)》提及需要异议股东保护措施,而《全国中小企业股份转让系统挂牌公司申请股票终止挂牌及撤回终止挂牌业务指南》则明确强调“挂牌公司、公司股东或相关方应当制定合理的异议股东保护措施,通过股票回购、现金补偿等方式对股东权益保护作出安排,并主动联系异议股东,对保护措施进行解释说明”。

12. 该比例为2017年1月1日~2019年1月30日主动摘牌公司中因为成功转板或被收购而摘牌的挂牌公司比例。

参考文献:

[1] Akerlof G A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488-500.

[2] Egginton J. The Declining Role of NASDAQ Market Makers[J]. Financial Review, 2014, 49(3): 461-480.

[3] Goldstein M A, Nelling E F. Market Making and Trading in Nasdaq Stocks[J]. Financial Review, 1999, 34(1): 27-44.

[4] Ivkovic Z, Jegadeesh N. The Timing and Value of Forecast and Recommendation Revisions[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(3): 433-463.

[5] Jegadeesh N, Joonghyuk Kim, Krisehe S D, Charles Lee.

Analyzing the Analysts: When do Recommendations Add Value?[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(3): 1083-1124.

[6] 陈辉, 顾乃康. 新三板做市商制度、股票流动性与证券价值[J]. 金融研究, 2017, (04): 176-190.

[7] 戴静, 张建华. 金融所有制歧视、所有制结构与创新产出——来自中国地区工业部门的证据[J]. 金融研究, 2013, (05): 86-98.

[8] 方军雄, 伍琼, 傅頔. 有限注意力、竞争性信息与分析师评级报告市场反应[J]. 金融研究, 2018, (07): 193-206.

[9] 何牧原, 张昀. 中国新三板市场的兴起、发展与前景展望[J]. 数量经济技术经济研究, 2017, (04): 74-91.

(下转第30页)