

中国新三板市场与国外资本市场之比较

王俊韡(副教授), 田 婕

【摘要】 对中外资本市场进行比较分析可以了解国外先进经验,发现我国资本市场的不足之处,并通过改进分层与管理制度的促进我国资本市场的发展。在对资本市场分层与管理做出理论分析的基础上,将我国新三板市场与美国纳斯达克市场、日本JASDAQ市场、欧洲AIM市场进行比较,探究中外资本市场的异同。分析发现,虽然定位基本一致,但我国新三板市场与国外资本市场相比还不够成熟,在分层制度和管理制度方面仍需进一步改进。研究有助于丰富中外资本市场比较研究领域成果,为我国新三板市场的完善与发展提供借鉴。

【关键词】 新三板; 资本市场; 挂牌企业; 分层制度; 管理制度

【中图分类号】 F832.5 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)19-0156-6

一、引言

2006年1月16日,为完善我国多层次资本市场建设,同时也为高科技成长型企业提供一个股份交易的平台,全国中小企业股份转让系统即“新三板”,在北京中关村科技园区建立,截止到2019年3月,新三板共有10366家挂牌企业,包括基础层9471家,创新层895家。新三板企业基数大,且大多数为处于成长期的科技创新型企业,其建设与发展对我国多层次资本市场的建设以及金融领域都会产生较大影响。引人深思的是,目前的分层与管理制度的或许并不适合新三板市场的发展现状,这是导致流动性不足和融资效率低下的一大原因。那么,深化分层与变革管理制度就成为了解决该问题的一条重要途径。

纵观已有文献,关于资本市场分层的理论研究,期刊文献中论述较少,而学位论文中比较多见。虽然采用的研究方法各有特点,但大多数学者集中讨论了差异性原理^[1,2]、资源的优化配置^[1]、交易成本^[2]及市场效率^[3]等。目前,学界对新三板的研究更侧重

于市场效率的度量和制度的提出,理论研究方面还比较薄弱。而在新三板市场的分层问题上,学界大多以借鉴国外资本市场为主,针对某些具体制度、政策等将国外资本市场与我国新三板市场进行比较,并结合我国新三板市场的发展现状,提出适合新三板市场发展的分层制度和管理制度。尤其是在新三板市场两层的分层制度出台以后,与新三板相关的研究有很大一部分都集中在新三板的管理制度上,如完善交易机制^[4]、完善信息披露制度^[5]、促进交易与监管机制的互补配套^[6]、优化差异化的服务和监管措施^[7]等。由于学者们研究的节点不同,关于管理制度的研究还需要与时俱进,并根据新三板的实际发展情况进行分析。

综上所述可以发现,已有文献大多主要关注新三板市场的分层制度与新三板市场当前的管理问题,在与国外资本市场进行比较时,大多借鉴了美国纳斯达克市场和日本JASDAQ市场的经验。随着时间的推移,新三板市场在我国的发展正面临着各种新问

【基金项目】 山东省社会科学规划研究项目“中国新三板资本市场分层设计研究”(项目编号:15CJJJ32); 山东省社会科学规划研究项目“实施乡村振兴战略的投融资机制创新研究”(项目编号:19BJCJ63); 山东省科技发展计划项目“中国非上市公众公司规范与发展研究”(项目编号:2012GGB01239); 山东财经大学研究生创新项目“新三板市场分层提升股票流动性了吗?”

题,其分层和管理制度也随着新三板市场的扩容而变得不再适宜。因此,关于当前环境下新三板市场如何进行再分层、如何改进现有管理以为中小企业提供更好的融资环境,成为本文研究的重点。

基于此,本文在对资本市场分层与管理理论进行挖掘的基础上,将我国新三板市场与发达国家资本市场进行总体比较,探寻国外资本市场发展中可以借鉴的经验,设计出适合我国新三板市场现状的分层与管理理论。本文的贡献在于:①丰富资本市场分层与管理理论的研究,从交易成本理论和资源优化配置理论两个角度对资本市场为什么要分层、为什么要改进管理进行解读,从理论视角为新三板分层和管理制度的改进提供依据;②提出具有针对性的新三板分层制度与管理制度的改进建议,建议主要集中于分层制度的变革、市场开放度的提升、制度体系的完善这三个方面,为投资者和相关监管机构提供参考。

二、资本市场分层与管理理论分析

1. 交易成本理论。1937年,罗纳德·哈里·科斯在其《论企业的性质》一文中提出了交易成本理论,该理论的主要思想是以节约交易成本为中心,探寻何种交易适用于何种组织制度。由于市场环境的复杂性以及交易主体的自利行为,不同数量或不同质量的信息被不同的交易者掌握,这样就会形成少数交易从而使得拥有较多或较高质量信息的一方获取利益,这其中会产生一系列的交易成本。从本质上来说,交易成本是伴随着人类社会物质交换存在的。交易成本理论的研究为经济活动中如何在各个环节科学地削减成本提供了依据。

对于新三板市场来说,如果对市场“一刀切”,将所有的中小企业全部放在同一个无差异的市场中进行管理,投资者就需要耗费大量的时间和费用去搜集中小企业的相关信息,投资者的搜寻成本和信息成本相应升高,投资者的交易成本随之增加,交易就难以形成。由于当前新三板企业数量逐渐增多,创新层和基础层中的企业均出现了差异化的发展,比如基础层中“僵尸”企业的存在,这种现象使得投资者无法快速准确地区分企业优劣,而对其进行再分层可以带给投资者一定的初步信息,从而使信息获取成本降低,交易成本也会相应降低,进而助推交易的形成。然而,仅仅依靠分层还难以实现交易成本的实际降低,高质量管理制度的缺位同样是交易成本居高不下的原因之一。在新三板市场中,交易的进行在

很大程度上还要依靠监管体系,原有管理制度的利好已经逐渐消失,如果仍然维持当前的管理制度而不作出整改,无异于刻舟求剑。

2. 资源优化配置理论。在市场经济中,市场在资源配置过程中起基础性作用。资源优化配置即在市场经济条件下,通过市场的自动调节作用实现全社会资源的最优匹配。由于社会资源是有限的,给予一方较多资源必然会导致其他方能够获得的资源过少,因此,资源的优化配置极为重要。虽然资源优化配置理论强调依赖市场的调节作用,但由于市场调节存在盲目性、滞后性和自发性的特点,要实现资源的均衡匹配,政府调控也是必不可少的手段。

从这一角度来看,新三板市场分层和管理制度的改革便是要实现资本市场资源的优化配置。一方面,新三板市场能够获得的资源是有限的,包括投资者投入的资金和政府提供的服务,所有挂牌企业不可能得到同等的资金和服务。倘若低质量企业与高质量企业享受同等资源,却不能如高质量企业带给投资者与政府同样的回报,便形成了资源浪费。因此,对新三板进行精细分层并改进管理制度,将新三板市场挂牌企业的质量进行区分,给予不同企业不同的资金量、服务与管理,实现资源的最优配置。另一方面,在新三板市场的资源优化配置过程中,政府的作用不容忽视,精细分层与改进管理制度便是政府对市场调节的辅助手段,以达到最大限度地规避市场调节负面作用的目标。但是,过度依赖监管体系目前仍是我国资本市场不成熟的表现之一,要强调的是,政府对管理制度的改进同时也是政府放权的过程,在资源优化配置的过程中,政府的作用是辅助而非主导。

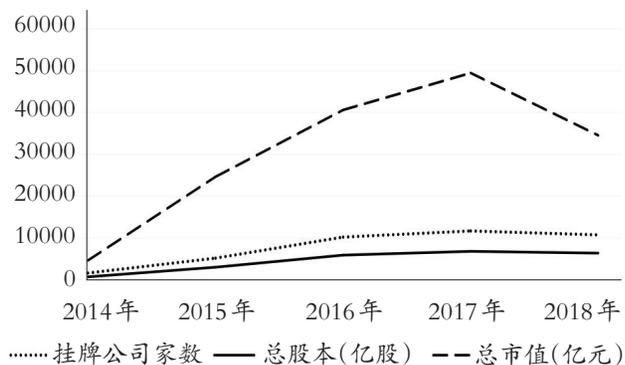
三、我国新三板市场发展状况

纵观整个发展历程,我国新三板市场经历了由起步到迸发再到萎缩的五年。具体分析如下:

1. 起步期。在我国,融资环境恶劣一直以来都是中小企业面临的难题,这导致中小企业无法获得充裕的资金以促进自身发展。为解决这一问题,国务院和证监会于2013年年底发布了《全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》,自此,全国股份转让系统的法律地位和市场地位得以确立,即主要为创新型、创业型和成长型中小微企业提供服务。

2. 迸发期。2014~2017年,新三板市场呈现出快速扩容、行业覆盖面广的状态。2014年1月24日,新三板面向全国扩容,步入迸发期。到2014年年底,

共有 1572 家企业在新三板市场挂牌, 挂牌企业数量在 2015 年、2016 年保持高速增长态势。截止到 2018 年, 新三板市场挂牌企业共 10691 家, 总股本 6324.53 亿股, 总市值 34487.26 亿元(见下图和下表)。从新三板挂牌企业行业分布来看(按证监会行业分类), 以制造业、信息传输、软件和信息技术服务行业为主, 行业分布表现出多元化的特点。



2014~2018年新三板市场规模变化图

新三板市场 2017 年与 2018 年主要统计指标对比

	2017 年	2018 年
企业家数	11630	10691
总股本(亿股)	6756.73	6324.53
总市值(亿元)	49404.56	34487.26
发行次数	2725	1402
发行股数(亿股)	239.26	123.83
融资额(亿元)	1336.25	604.43
成交额(亿元)	2271.80	888.01
成交量(亿股)	433.22	236.29
换手率(%)	13.47	5.31

数据来源:全国中小企业股份转让系统。

在全国中小企业股份转让系统的初建期, 市场交易随着挂牌企业家数的快速增长而日趋活跃。2014 年新三板市场全年累计成交金额为 130.36 亿元, 而 2017 年全年累计成交金额为 2271.80 亿元, 成交金额迅速攀升。但市场交易并非是在大范围内活跃, 协议转让方式板块的挂牌企业交易仍然低迷。2014 年 8 月 25 日, 做市商制度正式启动, 挂牌企业可采用做市转让方式进行交易, 市场交易活跃度不高的局面得到一定程度的改善。根据全国中小企业股份转让系统发布的市场数据, 2015 年全年, 做市转让股票贡献了 44.36% 的交易量和 57.93% 的交易额, 其成交均价 8.95 元, 相比之下, 同期协议转让股票成交均价较低, 仅 5.18 元。由于做市转让股票的活

跃度较高, 做市转让方式成为了挂牌企业的多数选择, 市场流动性在做市商制度出现的初期得以改善。

2016 年 5 月 27 日, 全国中小企业股份转让系统有限责任公司发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法(试行)》(股转系统公告[2016]37 号), 并于 6 月 18 日公布了初步入选创新层企业的名单。6 月 27 日, 全国中小企业股份转让系统有限责任公司正式对挂牌企业分为创新层与基础层, 实施分层管理。

3. 萎缩期。2014~2017 年虽说是新三板市场的进发期, 在进入 2018 年后, 新三板市场的总股本与总市值虽然依旧保持在高位, 但其市场规模开始缩小, 股票发行次数、发行股数与融资金额都相应降低, 全年累计成交金额更是由 2017 年的 2271.80 亿元骤减到了 888.01 亿元, 成交数量与换手率更是骤降(见表)。与此同时, 做市商制度带来的利好也不再凸显, 做市转让板块贡献的交易量与交易额分别由 2015 年的 44.36% 和 57.93% 下降到 2018 年的 35.22% 和 28.57%, 做市交易的成交均价也由 2015 年的 8.95 元降低到 2018 年的 3.03 元。新三板市场开始进入危险期。

综上可以发现, 新三板市场的分层与管理制度在建立初期的确为其提供了流动性的保证, 但在当下的市场环境下, 新的挑战也逐步显现。其一, 交易不活跃导致投融资失衡。从表中可以看出, 进入 2018 年后, 新三板市场的交易数值均有所下降, 挂牌企业融资需求仍居高位, 但资本供给端的投资却不足, 形成了投融资失衡的局面。其二, 交易制度的优势已经消失, 新三板面临着制度创新与挑战。做市商制度已经无法满足新三板市场的需要, 要实现长远发展, 交易制度的改革创新势在必行。其三, 从市场发展前景来看, 科创板的提出在一定程度上会对新三板市场造成冲击。倘若新三板市场维持现状而不做出改变, 就可能会被市场抛弃。

四、国外资本市场发展历程

本文选取美国纳斯达克市场、日本 JASDAQ 市场和欧洲 AIM 市场作为研究国外资本市场的代表。

1. 美国纳斯达克市场。美国纳斯达克市场创立于 1971 年, 主要是美国证券交易委员会为了规范场外交易并为中小企业提供一个较正式的融资平台而设立的场外交易市场, 其创立目的与我国新三板市场具有一定的相似性。纳斯达克市场作为全球第二大证券交易市场, 吸引了全球数千家企业前来挂牌

融资。其行业覆盖面极为广泛,包括计算机、软件、批发贸易、电信等行业,但挂牌企业主要集中于高新技术行业。

随着挂牌企业的增多,纳斯达克市场在2006年确立了其全国性证券交易所的地位。同年7月,纳斯达克市场通过分层制度改革分为了三个层次的子市场,包括纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场和纳斯达克资本市场。在一系列的改革过程中,三个子市场的主要差异由交易信息透明度、信息披露和公司制度等逐渐演变为当前的上市标准差异,其挂牌的难易程度由纳斯达克全球精选市场到纳斯达克资本市场依次递减。为了资源配置的优化以及向企业提供更优质的融资服务,虽然国际上主流的证券交易所都相继进行了市场分层制度的改革,但纳斯达克市场通过不断地调整分层制度实现了快速发展,的确可以称之为典范。

纳斯达克市场的另一特点是其转移制度,尤其是主动申请转移制度。该制度是指在低层次市场挂牌的企业在满足高层次市场挂牌要求的情况下,可以随时申请转移至高层次市场,这一制度实现了纳斯达克全球精选市场、全球市场和资本市场之间的自由转移,更加灵活、便捷,同时也实现了市场的自由调节。

自1999年我国开放赴美上市以来,多家中国企业均选择到纳斯达克市场上市,百度、京东、新浪等优质企业都包括在内。不可否认,纳斯达克市场与我国资本市场相比,的确具有高度的优越性,其融资效果、交易活跃度、市场认可度以及估值都是吸引我国企业前去挂牌的因素。纳斯达克市场在其发展历程中通过不断进行小幅度调整以实现大幅度飞跃的经验也值得我国资本市场学习借鉴。

2. 日本JASDAQ市场。JASDAQ市场是日本的三板市场,其独立于市场一部、市场二部和Mothers市场。对于日本JASDAQ市场,不管是分层制度的变革,还是交易制度的改进,都呈现出“大步走”的状态。

1992年,日本引入了新的JASDAQ系统。经过多年的发展探索,日本将Hercules市场、JASDAQ市场以及JASDAQ证券交易所的NEO市场重新整合,成立了现今的新JASDAQ市场。新JASDAQ市场凭借整合后的高市值与大规模成为亚洲最大的创业板市场。在新JASDAQ成立后,JASDAQ市场将市场内部分为Standard市场和Growth市场。在分层标准

上,JASDAQ市场除了保留对企业财务的要求,还更加注重挂牌企业的信息披露制度和企业内部管理。1998年12月,JASDAQ市场引入了做市商制度作为部分股票的交易制度。但是直到2008年,近千只在JASDAQ市场交易的股票中只有1/5左右采用做市商制度,为及时止损,JASDAQ市场终止了做市商制度。从2008年3月24日开始,JASDAQ市场对所有交易股票全部采用连续竞价拍卖的交易制度。同年4月1日,JASDAQ市场又引入了流动性提供商(LP)制度。

虽然JASDAQ市场对交易制度进行了及时的改进,但2008年之后,市场交易一直处于低迷状态,直到2010年进行重新整合后,JASDAQ市场才焕然一新,而在此过程中的一个关键因素就是帮助投资者重新树立信心。受金融危机的影响,投资者丧失信心是导致资本市场低迷的一大原因。但日本JASDAQ市场在整合后成为了亚洲最大的创业板市场,并伴以交易制度的改进,在规模与制度上为投资者重拾了信心。当下,新三板市场面临流动性不足和融资效率低下的困境,如何在这种情境下提升整个市场的信心也是新三板市场需要高度关注的问题。由此可见,分层制度与管理制度的单方面改进并不一定能够带来市场整体效率的提升,日本JASDAQ市场及时而大胆的变革也为我国新三板的改革提供了借鉴。

3. 欧洲AIM市场。AIM市场(Alternative Investment Market)是伦敦证券交易所的二级市场,创建于1995年6月19日,挂牌标准更低,是专门面向规模较小的成长性企业市场,即使是处于发展初期的企业也能够实现在AIM市场的挂牌。AIM在1995年成立之初,只有10家挂牌企业,可以称为“白手起家”,但在1995年年底挂牌企业达到了121家,之后随着全球中小企业的加入,AIM市场的行业更加多元,已成为目前全球发展最快、最成功的证券市场之一。

AIM市场具有的特点与世界上其他资本市场大相径庭,虽然这些特点并非主流趋势,却造就了AIM市场的成功之路,这主要取决于AIM市场对自身的清晰定位。在挂牌企业的行业分布上,AIM市场没有做出特别规定,这就使得全球范围内各行各业的中小型企业均可到AIM市场挂牌上市,挂牌企业及市值在成立初期就实现了迅速增长。其次,AIM市场的挂牌企业市值一般较低,且与德国、法国、香

港相比,其单笔融资额也相对较低。这一特点正符合中小企业的融资需求,保证了市场整体的供需平衡。此外,AIM市场在制度设置上保持了独立,虽然仍属于附属市场,但独立的制度设置为其保留优质企业提供了保证。

在投资者准入门槛上,AIM市场的限制更少,自然人和机构投资者均可参与,这在很大程度上促进了流动性的提升。但AIM市场的转板制度还不够完善,在大多数情况下,挂牌企业需要制作招股说明书并取得英国上市监管局的核准才能完成从AIM市场向伦敦证券交易所的转移。

AIM市场的成功得益于其完善的管理制度,指定保荐人制度和指定市场快速通道制度为AIM市场的发展提供了制度基础。在该市场的发展历程中,英国政府的政策支持同样不容忽视——小企业服务局、税收优惠政策等均为企业融资提供了高质量服务。

五、中外资本市场比较分析

1. 中外资本市场的共同点。基于前文对我国新三板市场的发展历程与国外资本市场相关资料的描述可以看出,美国纳斯达克市场、日本JASDAQ市场、欧洲的AIM市场与我国新三板市场的定位基本一致。美国纳斯达克市场的初始目标为一些新兴和成长性企业,其设立的初衷为成立一个预备市场;日本新JASDAQ市场作为亚洲最大的创业板市场,其设立目标也是为创业期企业提供股票交易平台;欧洲的AIM市场定位于中小企业和初创企业;我国的新三板市场目前主要是为高科技成长性企业提供股份流动的平台。因此,这三个国外资本市场与我国新三板市场的设立目标趋同,即作为向更高层次的资本市场转板的预备市场,帮助一些达不到较高资本市场要求的成长性企业融通资金。

2. 中外资本市场的差异。我国资本市场的发展路径与发达国家资本市场的发展路径完全不同。发达国家一般是先出现较低级的基础性市场,在一系列市场扩容与完善后才有了高层次的全国性市场。而由于我国国情与经济特殊性,我国资本市场的发展从高层次的主板开始,逐渐扩充到创业板、中小板、新三板,呈现出由上而下的发展路径^[3]。这导致我国资本市场中原本发展较完备的高层次市场在一定程度上对后来的低层次市场形成了挤压。因此,相对于我国倒金字塔型的资本市场结构,发达国家由低到高、由下而上发展起来的多层次资

本市场更加完善,参考借鉴发达国家资本市场的分层与管理制度的自然成为我国资本市场研究的重点。

虽然设立目标基本一致,但我国的新三板市场与国外资本市场仍存在很大的差别。美国纳斯达克市场目前是按照三层的分层方式进行分层的,整个市场分为全球精选市场、全球市场和资本市场,由于发展时间较长,纳斯达克市场目前已经形成较完备的分层与管理制度的同时,也吸引了诸多高成长企业前来上市。我国新三板市场的发展速度与美国纳斯达克市场仍然无法同日而语。日本的JASDAQ市场与我国新三板市场相同,采用两分法,分为Standard市场和Growth市场,并具有一套较完备的配套制度,该市场在对挂牌企业的要求中更注重其业务连续性与盈利性,其特色是对挂牌企业的发展潜力进行检查。此外,日本JASDAQ市场在管理的健全性与信息披露制度上都有值得我国新三板市场借鉴的内容。欧洲的AIM市场已经成为目前全球发展最快、最成功的证券市场之一,该市场挂牌标准较宽松,更注重企业的成长性,在发展过程中形成了一系列的特色管理制度,比如指定市场快速通道制度、多元化交易制度,这些制度的执行使得AIM市场受益颇丰。

通过对比可以发现,我国新三板市场主要存在以下几个问题,需要在之后的改革中予以关注与解决。其一,新三板市场开放度不够。国外资本市场的投资门槛相对较低,尤其是欧洲AIM市场,它对投资者没有硬性限制,自然人和机构投资者都被包括在内。但新三板市场要求投资者名下需拥有500万元以上的金融资产,这一硬性门槛将大量投资者拒之门外,由此,机构投资者成为了新三板的主要筹资对象。我国资本市场的主要投资者为中小投资者,而散户资金进入新三板市场的难度又很高,导致新三板市场挂牌企业的筹资需求仍旧保持高位,但供给端资金不足,便形成一种不均衡的供需关系,中小企业的筹资需求仍然无法得到满足,从而制约了企业与资本市场的发展。其二,制度体系不成熟。由于对市场与经济的变化认识不够及时,我国新三板市场的制度体系并未得到及时而有效的更新,最终造成制度体系与市场规模并不匹配。其三,市场监管过度。在国外,资本市场实行注册制,能够倒逼投资者关注企业,但注册制目前在我国还未能全面、系统的施行,导致资本市场的发展还要过度依赖监管体系

的完善。

六、建议

新三板承载着成为中国版纳斯达克的重大使命,但当前仍然存在诸如流动性不足、融资效率低下、难以保留优质企业等问题,因此,新三板市场的繁荣之路还很艰难。对于新三板的完善与发展,本文给出如下建议:

1. 进行精细分层,细化分层标准。截止到2019年3月22日,已有338家新三板挂牌企业披露了2018年年报,其中297家实现盈利,且净利润超亿元的挂牌企业有26家,53家挂牌企业2018年经营性现金流由负转正。可见,新三板挂牌企业中不乏效益较好的企业,但这些企业目前与市场中与其他效益较差的企业混杂在一起,单就目前的分层制度来看,投资者无法取得这些企业的有效信息。因此应进行精细分层,通过细化分层标准来提高市场透明度。随着当前新三板市场的规模扩张,两层的分层制度已经不再合适,增加精英层将成为新三板市场改革的必由之路。

2. 建立发展潜力评估制度,保护高成长性企业。针对基础层企业,可以借鉴日本JASDAQ市场的经验,从财务状况、发展规划、运营情况等方面对挂牌企业的发展潜力与成长性作出评估,并确定发展潜力等级,及时剔除一些坐以待毙的“僵尸企业”,从而在一定程度上激励挂牌企业进行制度、技术等方面的革新,防止一些具有良好发展前景但还未达到标准的企业被强制退出。

3. 完善相关制度体系,促进资本市场规范化发展。既然我国还未形成培育注册制的肥沃土壤,资本市场的发展还需依赖制度体系的完善,那么,从制度入手作为资本市场改革的一个思路,一方面能够提升投资者对资本市场的信心,另一方面也能促进资本市场的规范化发展。首先,降低投资者准入门槛,扩大投资规模以使新三板挂牌企业获得更多优质投资是新三板市场保留优质企业的一个必要因素。其次,建立并完善“绿色转层”制度,在时间与空间上及

时有效地允许高成长企业转入精英层,并要求低成长企业退回创新层或基础层,为精英企业争取更大的空间和更充足的资源。最后,及时更新交易制度,发展多种交易方式。在资本市场发展初期,传统的做市商制度能够提高资本市场的流动性,基于发展初期的流动性重于交易成本的要求,一般会选择做市商制度作为主要交易制度。但在发展过程中交易成本逐步升高,为了保证自身利益,做市商有可能会利用信息不对称操纵市场价格,单纯依赖做市商制度可能会引起风险。因此,及时更新交易制度,发展多种交易方式,发挥各自优势,从而促进市场的理性发展。

不可否认的是,新三板市场的改革发展过程必然是一个不再过度依赖监管体系而是依靠市场来实现“优胜劣汰”的过程。

主要参考文献:

- [1] 张甜甜. 分层制下新三板“僵尸”企业出路问题研究[D]. 北京:首都经济贸易大学,2018.
- [2] 易容. 新三板分层管理探究[D]. 南昌:江西财经大学,2018.
- [3] 徐凯. 资本市场分层的理论逻辑与效应检验:基于中国新三板市场的分析[J]. 金融经济研究, 2018(2):84~94.
- [4] 吴勇,权威. 新三板市场困境摆脱及其交易机制改善[J]. 改革,2017(3):150~159.
- [5] 王小军,杜坤伦. 资本市场化改革与信息披露制度完善——新三板及我国场外市场信息披露制度建设[J]. 财经科学,2016(5):41~51.
- [6] 郑建明,李金甜,刘琳. 新三板做市交易提高流动性了吗?——基于“流动性悖论”的视角[J]. 金融研究,2018(4):190~206.
- [7] 谢雪燕,朱晓阳等. 新三板分层制度对创新层企业影响的实证研究[J]. 中央财经大学学报,2019(3):35~50.

作者单位:山东财经大学会计学院,济南250014