

# 改善市场生态 新三板制度创新迫在眉睫

□本报记者 张莉



CFP图片

## 买盘稀少 做市商“托市”乏力

近期,新三板流动性枯竭问题持续发酵,做市股供求关系的失衡令二级市场陷入量价齐跌的困局之中,身处一线的做市机构则因表现不佳而遭受“坐庄”质疑。在券商人士看来,低价套利盘抛售凶猛,抬高做市商主动交易成本,即便增仓自救也难以扭转局面。

据多家券商机构做市业务负责人反映,受制于考核指标等因素,目前做市商短期行为倾向明显,加上资金大量集中在前端投资,而二级市场做市转让交易的利润空间则遭到挤占,新三板的做市生态已失衡。与此同时,由于筹码成交的过度集中、“僵尸股”的堆积,令新三板市场的融资和定价功能逐渐萎缩,而将企业、做市商、投资者联结起来的利益链条也濒临断裂。

上述机构认为,当前解决流动性危机的关键在于进一步完善新三板制度,包括分层管理、竞价交易、做市商扩围等政策落地的市场预期逐渐浓烈。实际上,有关新三板制度推出的积极信号不断放出。今年6月,全国股转系统董事长杨晓嘉曾公开撰文称,今年新三板制度创新的重头戏是进行分层,目标是实现差异化管理。“如果一些公募、私募等机构能够加入新三板做市商的队列中,除了新增资金进场刺激交易活跃之外,新三板的玩法也会出现创新。”某券商机构做市负责人表示。

从今年四月至今,不到半年时间,新三板的市场交易经历从“火爆”到“惨淡”的场景转换,做市指数出现连续多月下跌,而成交量全线低迷的状态也始终没有打破。数据显示,8月17日,新三板市场成交5446.73万股,成交金额仅为3.31亿元,相比此前最高的52亿元,成交额跌幅超过93%,做市指数当日报收1495点,新三板流动性枯竭问题持续。

面对这场流动性困局,有人将表现欠佳的做市商们视为此次市场大跌的“始作俑者”。某券商机构研究认为,在现有制度安排下,做市商滥用政策红利,通过享受资本利得获得高额利润,在市场下行预期来临时,做市商反而成为砸盘的主力。

针对上述指责,做市商们纷纷“喊冤”,称说法“有失偏颇”。“新三板企业的股权多数非常分散,流通盘很多,做市商难以控盘,即便能够控盘,流通股份可能就是做市商手里的这些,做市商不会主动去砸。如果股价砸下来,除了盈利受损之外,客户的信心也会失去,做市商砸盘没有太大的动机。”深圳某综合券商做市业务负责人林生(化名)表示,目前做市股跌幅惨烈的,基本都是前期市场存在大

量低成本获得的股份,下跌过程中,套利盘疯狂套现,做市商也难以抵挡。

“新三板企业在做市之前做定增融资,一般会按照一定的折扣进行,但有些企业为了加快节奏,解决当地的各类社会关系,或者本身也是关系户,给的价格甚至比做市商的价格还低,吸引大量的套利资金,这批套利盘进场之后,基本都是短期获利兑现比较多。”在林生看来,企业与做市商之间沟通效果不佳,做市股没有进行限售、价差太大,造成新三板企业并没有吸引到大量长期型的投资者。

林生的说法也获得另一家做市排名靠前的做市商人士黄兵(化名)的认可。“其实从新三板市场一级市场的融资量可以看到,做市商额度非常有限,即便前期低价拿票累积的库存股,做市商想大面积抛盘也需要有人接盘,由于制度上的门槛还没有放松,进场资金不多,买盘非常稀缺。”黄兵认为,在现有条件下,新三板目前供给市场化,而需求并没有市场化,新资金进场的迹象并不明显,加上新三板企业资质良莠不齐,投资方向不明确,更多机构仍选择观望,流动性问

题仍可能持续。

实际上,为维持做市业务,多数做市商已经开展“自救行动”。据了解,不少做市商互相兜售自家持有的做市股、抢夺错杀劣质股,或者在市场砸盘出现后将原有的做市股再度买回,有些甚至以创业板标准按比例配股加仓等等。“由于需要做新三板项目的后续业务,为了维护关系,不会急于兑现利润而将其抛售,做市商自救后的持仓比例实际相比做市时还要高,而有些券商的自持股都经过研究,基本面较好,持股也会较为安全。”黄兵表示。

不过,在多数做市商看来,在市场行情低迷状态下,流通盘仍在不断增多,做市商主动交易的成本也在不断抬高,其自救的力度有限。若需求端的资金问题不解决,新三板市场未来发展可能就会比较艰难。“在这一轮下跌过程中,散户投机型客户基本已经被清洗,而前期参与定增的投资者和老股东都在考虑解套,从交易的角度而言,这种集中抛售的高价解套盘,做市商去做兜底的可能性也不高,买盘稀缺性问题会越来越突出。”一位熟悉做市交易的券商人士表示。

## 做市遭遇困境 成交量大幅萎缩

新三板市场流动性枯竭困局,令各方开始反思当前新三板做市制度存在的问题。业内资深人士分析,按照理想设定,做市商需要利用市场定价发现企业价值,而在现实操作中,大量资金集中在前端投资,从一级市场低价拿票,再从二级市场交易卖出,这种盈利模式成为主流,也令新三板市场出现巨大的套利空间,为市场大跌埋下伏笔。

据安信证券研究,由于套利空间巨大,各方人马争相参与做市前的定增,市场套利者多而价值认同者少,企业股价缺乏支撑,一旦转做市,低价套利盘出逃将给市场带来巨大压力,最终导致定增破发事件接二连三发生。“真正给企业提供资金的机构投资者在整个游戏链条中反而处在末端,当越来越多的机构开始往前端走,去参与拟挂牌企业的定增,或者至少是与做市商同批参与定增时,游戏链条就无法正常运作了。”

除了一二级市场价差之外,二级市场内的交易价差的利润空间不断被压缩,令做市商的交易难以带来流动性。林生表示,在报价策略上,做市商之间的竞争激烈,价差空间被大量压缩,而做市股票也没有任何成交量,“做市商报价需要形成一种生态,就是开价低,让客户认为估值至少有20%以上的空间,慢慢形成交易量,股价也会逐渐抬升。但有些做市商第一天报价,就将报价定得非常高,不给后续

参与二级市场的投资者利润空间,其他做市商也不得不按这个水平进行跟进报价,成交量自然也会越来越低,整个做市生态都被破坏了。”

据了解,目前市场上有些做市企业为了维持交易的活跃度,不得不安排主办券商通过不断报价维持交易量,价差最低被压缩至一分钱;对做市商而言,这类做市部门的交易实际已经失去价值,仅仅只能通过库存增值变化来实现收益,且收益并不高。“交易量小,报价居高,买盘稀缺,做市商又必须持有做市库存,通过一级市场或协议转让获得资本利得就成了利润主要来源。”华南某券商机构做市业务人士表示。

与此同时,券商机构在做市业务的考核模式也成为影响新三板做市交易发展偏离轨道的因素之一。据多位券商机构做市业务负责人反映,由于各家券商对做市业务的认识不同,内部分配给做市部门的资源也会有所差异,会导致做市商在市场表现中出现收益短期化的倾向。“比如券商靠做市家数和做市规模等指标冲排名,以浮盈指标考核部门利润,造成做市部门只看低价拿票的成本,忽略企业质地,库存股进行大量囤积;而在市场下跌时,风控和盈利的要求也会令做市商参与抛售来锁定利润,这些都会给二级市场交易带来影响。”

在交易量大幅萎缩的局面下,新三板市场的分

## 做市商扩围在即 交易模式待创新

“新三板市场出现的问题,关乎每一个参与者,其真正的解决还在于制度创新,同时做市商也需要转变策略,真正发现企业价值,优化整个做市生态。”多位券商做市业务负责人表示,当前市场需要真正的政策红利落地,其中分层管理、做市商扩围、竞价交易以及投资者入场资金门槛降低等内容的市场预期日渐强烈。

实际上,有关新三板制度相关政策推出的积极信号也正在不断放出。今年6月,全国股转系统董事长杨晓嘉曾公开撰文称,今年新三板制度创新的重头戏是进行分层,目标是实现差异化管理。而股转系统副总经理隋强也曾表示,新三板做市商扩围政策将很快落地,基金公司子公司、期货公司子公司、私募基金等非券商机构参与推荐挂牌、股票做市的政策有望很快落地。同时,公

募基金参与新三板的相关指引有望近期向市场征求意见。

在业内人士看来,非券商机构参与新三板做市,对解决当前流动性危机、活跃市场、推动分层和连续竞价改革均有积极作用,尤其是公募基金金的参与,除了将新增资金进入新三板市场之外,也会带动更多投资者关注新三板投资。除此之外,拓宽做市商资金渠道、增加做市交易对冲工具、明确设定增限售期、加强对增发行为监管等也成为行业普遍期待的制度创新内容,不过,其细节落地则有待更多商榷。

“新的参与者进场实际上会带动交易模式的创新,新三板市场也会出现类似A股市场的新玩法,比如有些基金子公司有类似业务,可能会考虑通过主板和新三板联动,来加大对做市股的投资;

或者将市值管理模式复制到新三板做市股上,刺激优质股的股票交易。”上述几家做市商业务负责人认为,非券商机构的进场将会为市场带来活力,而企业可选择的做市机构较多,也会大幅度提升企业主动性,有效激励做市商和机构之间进行良性竞争。

对券商机构而言,做市业务考核模式的优化、内部资源重新配置、业务部门间协作强化,也将会转变过去做市商短期利益的倾向,做市商们亟需转变业务思路。“通过激励机制的调整,提升机构对新三板调研、强化投资者互动、定期信批规范的动力,解决新三板企业信息不对称、投资资金吸引力弱的问题,强化机构自身的客户开发能力,券商自身也需要转变思维来解决当前的问题。”林生说。

### ■ 记者观察

## 多管齐下实现多方共赢

□本报记者 杜雅文

新三板做市制度即将迎来一周年。然而,自今年4月新三板做市转让成交金额达到峰值后出现一路下跌,7月份成交量已降低到峰值的三成。持续数月的流动性枯竭问题被市场各方高度关注,一些人士甚至对新三板发展前景陷入悲观。分析人士认为,在顶层设计加快完善之后,新三板生态链的修复和完善应交给市场之手来完成,而市场短期内遇冷则有助于加快这一过程。

对于新三板流动性警报,一些市场参与方认为其根源在于供需失衡,即供给端挂牌门槛太低,截至8月18日挂牌公司数量达到3255家,相比年初已翻倍;需求端投资者门槛太高,使得有效投资者与挂牌企业数量严重不匹配。的确,新三板设立初衷是为了解决中小创新企业融资难问题,在供给端采取市场化运作。然而作为高风险市场,为保护投资者又采用行政手段设立较高的准入门槛。伴随市场快速扩容,这种供需失衡的局面会进一步加剧。尽快在需求端推动市场化,适时适度降低门槛不失为解决之道,但让更多资金入场充当“接盘侠”不能从根本上解决新三板的流动性问题。

从体量上来看,新三板市场空间巨大,未来承接的挂牌企业或数以万计。即便投资准入降到零门槛,成交活跃的也仅是少部分企业。这就要求市场参与各方必须要摒弃短期套利行为,更多的思考如何实现企业价值发现。数据显示,近期在新三板成交遇冷后,做市转让企业的平均估值仍然高达40余倍,除其中少量高成长企业外,大量企业的价格还远远谈不上低估。

今年三四月份在市场火爆时,新三板参与各方更是充斥着疯狂的短期套利行为。个别券商大肆跑马圈地,重规模而轻质量,在做市报价环节不给二级市场利润空间并且积极套现;一些“聪明钱”、“关系户”通过定增等手段在一级市场买入,渴望在

二级市场通过做市制度尽快变现;本应该花几周甚至更长时间去做尽调的投资机构,却被狂热情绪裹挟不得不不在一两个小时内做出是否买入某挂牌企业股份的决定;一些挂牌企业不仅在价格上拒绝绝对还价,甚至拒绝投资机构前去调研……近段时间新三板遇冷,实际上有助于市场各方逐渐回归理性。

需要注意的是,新三板交易清淡的局面或许还将持续,但不应因市场一时波动而对其发展前景产生悲观。从长期来看,我国经济转型的大业离不开多层次资本市场的支持,在这其中新三板的定位最接近纳斯达克。将来即便是注册制、战略新兴板推出,也是对多层资本市场的完善而非削弱新三板的战略地位。当前要思考的是如何更好地从顶层设计上融通多层次资本市场的各个板块,以形成合力,这就需要尽快释放包括分层、转板、连续竞价交易等制度红利。

作为市场参与者更要立足长远,做市机构需要摒弃短期利润考核目标,从比较单一的库存股票变现转为尽快建立全产业链,实现多种盈利模式及更为灵活的考核机制;机构投资者除了押注转板、竞价交易等未来制度改革带来的退出机会外,也要积极寻求并购等其他退出方式;挂牌企业要更多的思考如何通过新三板市场做大做强,而非个人财富的尽快变现;在个人投资者的发掘和培育方面,既需要监管部门统筹考虑准入门槛,也需要相关机构提供更好的增值服务,如组织调研提供有价值的研报资讯等积极促进成交,最终实现多方共赢。

从纳斯达克发展历史来看,做市商制度很好地促进场外市场的发展,并最终诞生了微软、苹果等一大批世界知名企业。然而取得这一辉煌成就,纳斯达克经过40多年的高度市场化发展。因此有理由相信,新三板目前遇到的波折只是成长中的烦恼,在回归理性之后通过市场之手其定能不负历史使命。

## 新三板交投清淡

□本报记者 黄丽

近期,新三板市场交易依旧清淡,指数窄幅波动,成交额继续萎缩。上周,整个新三板市场成交总额为20.93亿元,环比萎缩4.4%。其中,做市转让股交投明显降温,上周共成交11.79亿元,而协议转让股成交额为9.14亿元,较前一周有所回暖。17日,新三板成交额继续下降,指数也出现小幅下跌。机构普遍认为,新三板后市依然会维持震荡行情。

### 成交额小幅回落

截至8月17日,新三板挂牌公司合计3234家。其中,做市转让股共708家,协议转让股共2526家。上周新增挂牌企业99家,比前一周明显增加,增幅为65%。其中,新增做市转让股22家,协议转让股77家,双双较前一周出现不同程度的上升。17日,挂牌公司新增23家,其中做市转让公司增加4家,协议转让公司增加19家。挂牌企业增长趋势较为明显,然而,从二级市场交易情况来看,新三板市场依然稍显冷清。

继前一周交投热情出现明显活跃之后,上周新三板成交量虽然有所上升,但成交额再度出现小幅回落。Wind数据显示,上周新三板合计成交4.20亿股,总成交金额为20.93亿元,较前一周的3.36亿股和21.89亿元分别上升24.87%和下降4.37%。17日,新三板成交继续萎缩,单日成交金额为3.32亿元,成交数量为5446.73万股,均低于上周平均水平。

市场成交的回落很大程度上是做市转让股成交降温的影响。前一周,做市板块反弹偏猛,上周则出现略为回调,指数、成交量及成交额均小幅减少。三板做市指数总体比前一周下降0.87%,收于1502.25点。上周做市转让股合计成交1.19亿股,共成交11.79亿元,而前一周这两组数据分别为1.22亿股和11.36亿元,分别减少2.5%和13.15%。17日,做市股延续回调趋势,指数继续下行0.47%,收报1495.2点,总共仅成交1814.08万股,成交金

额更是回落至1.79亿元。

协议转让股上周则出现回暖,上周成交股数由2.14亿股上升至3.01亿股,成交金额也从8.31亿元增加到9.14亿元。17日,协议转让股成交数量为3632.65万股,成交金额为1.52亿元,也均低于上周平均水平。

从指数上来看,上周一到周三,做市与协议板块热度不一,做市板块成交下行,协议成交却不断上涨。不过过跌时期并未持续太久,上周五,协议转让板块与做市板块同步放量,做市指数翻红,重返1500点。17日,市场依然窄幅震荡,缩量小幅下跌,三板成指微跌0.24%,收报1476.03点;做市指数下跌0.47%,收报1495.2点。

### 机构预计后市维持震荡

虽然在指数走势研判上有所分歧,但机构普遍认为,未来新三板的行情将持续震荡。

兴业证券认为,上周市场反弹明显,根据政策和市场走势判断,新三板长期底部已经出现,但由于前期被套者不在少数,信心恢复尚需时日,后续市场或保持震荡上行趋势。

申万宏源证券则认为,近期新三板指数在新的台阶上开始小幅震荡,成交量也萎缩到前一周小幅反弹之前的水平,目前看来,走势没有要形成上涨的趋势,未来行情有望持续震荡。

在如今的震荡市中,中信证券根据定量、定性、股东结构和二级市场比较,梳理出五大投资策略:第一,以产业思维寻找高景气细分行业,包括小额贷款、智能制造系统、石油软件行业、云服务中心运维系统、配电工程设计、信息安全产品与一体化解决方案等;第二,在新三板寻找A股主板和创业板稀缺标的,比如建筑设计、现场检验等细分主营领域;第三,参考创业板IPO的财务条件筛选具有转板潜力的新三板公司;第四,综合考虑2014年收入和利润成长性、2014年盈利能力选择财务表现优异的公司;第五,关注股东比较强势的公司。