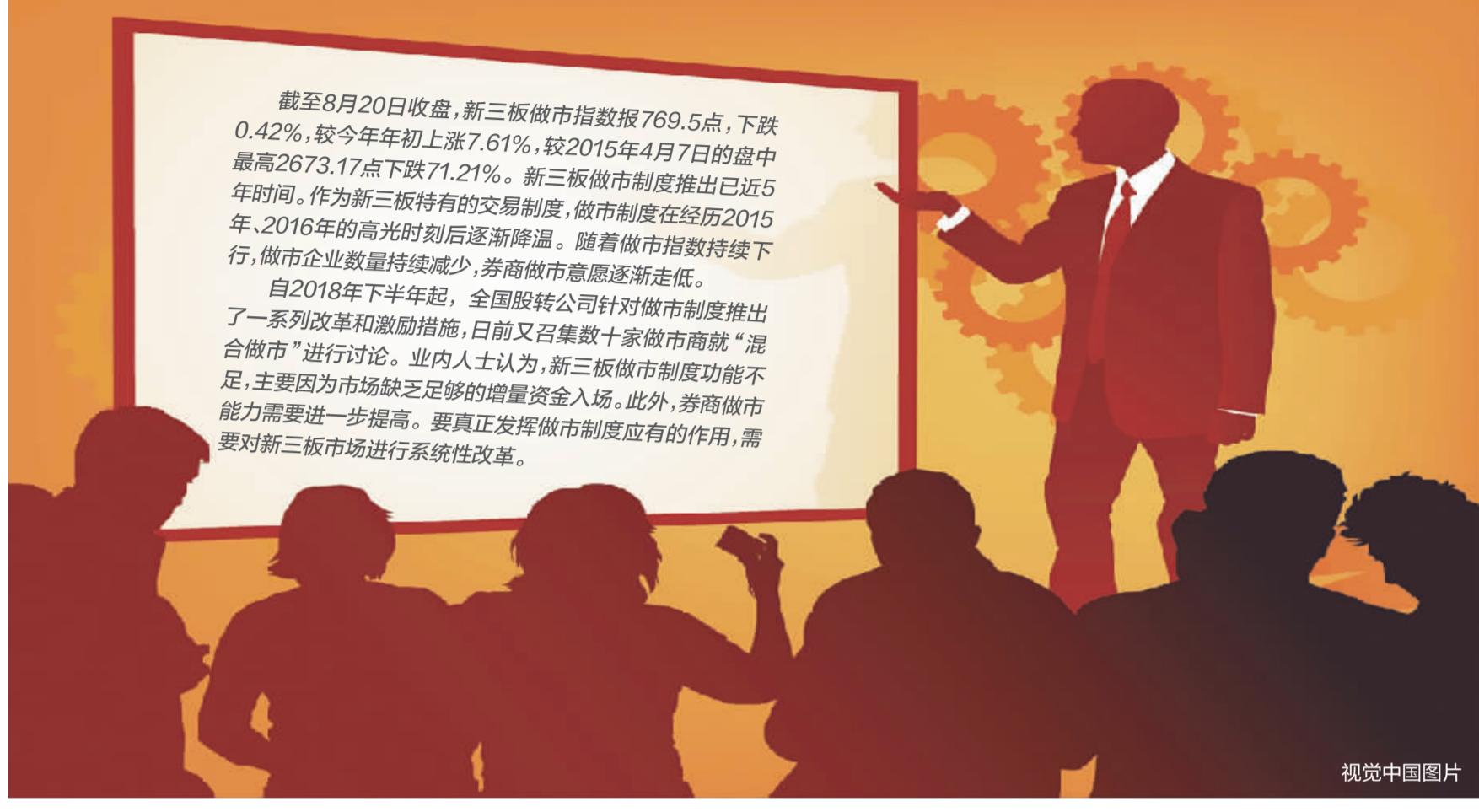


做市指数较四年前最高点下降逾七成 新三板“混合做市”制度呼声再起

□本报记者 胡雨



视觉中国图片

做市交易起起落落

从目前情况看，新三板做市企业共811家，占挂牌公司总数的8.6%。新三板做市制度即将迎来5周年，但无论是做市指数点位还是做市企业数量，均较高峰期明显回落。

2014年8月25日，新三板做市转让实施。与协议转让方式相比，做市商通过双向报价直接与投资者进行交易。对于挂牌公司而言，采取做市转让能够进一步分散股权，提升公众化程度。同时，促成挂牌公司估值定价体系的形成。对于做市商而言，所报买卖价格之间最多可以有5%的价差，因此做市业务有望成为其新的盈利增长点。

随着做市制度不断推进，2015年3月18日，三板做市指数行情发布，同时发布的还有三板成指。此后相当长时间，这两只指数成为投资者分析市场行情变化的重要途径。当年3月18日至4月7日，三板做市指数从1682.6点暴涨至最高2673.17点，做市企业交易量价齐升，做市制度受到市场的空前关注和追捧。

某创新层公司董秘对中国证券报记者表示，彼时大量原为协议转让挂牌公司竞相谋求变更为做市转让方式，做市商则纷纷出击，甚至一度出现企业“被做市”的局面。即做市商通过二级市场购得10万股股份后，在未通知企业情况下直接宣布加入相关挂牌公司做市队伍。尽管做市指数触及最高点后持续下行，但市场人士仍乐观认为这只是局部回调，对于做市企业的追捧仍在延续。

数据显示，做市转让实施当日，做市企业合计43家；2015年全年，超过360家原为协议转让的企业变更为做市转让方式，近20家企业挂牌新三板时即选择做市方式；2016年，新三板做市企业队伍规模持续壮大，最多时超过1600家挂牌企业选择做市方式。做市成交金额占到单日市场成交总额的四成以上。

然而由于多种原因，新三板市场各方期待的进一步深化改革迟迟未能落地，做市转让热度逐渐降温。2017年11月15日，新三板

做市指数跌破1000点基准点，并引发市场广泛关注。此后，做市指数持续下探，并于2018年连续击破900点、800点基准点；直到2019年1月底，做市指数才开始在700点上方出现反弹迹象。

随着做市指数持续下行，一些挂牌公司将转让方式变更为协议转让，不少券商则收缩做市规模。这种态势自2018年下半年以来明显加速。2019年以来，近90家企业放弃做市转让。同时，因做市商不足两家被强行变更为集合竞价转让的挂牌公司数量持续增长。截至8月20日，做市企业仅剩811家。而券商做市规模持续收缩，今年以来有10家券商退出做市业务。除一些中小券商外，大部分券商都在持续出清做市库存股。

东北证券研究总监付立春对中国证券报记者表示，新三板做市本身存在一定周期性，运行5年刚好走完一个有起有落的周期，做市的现状一定程度上可以看作市场价值回归的过程。“做市制度刚推出时，市场情绪浮躁，当下的做市冷清是自然现象。但就做市制度本身而言，仍有不少可以进一步改进的东西。”

“混合做市”受关注

全国股转公司日前召集做市商开会，这引发市场对新三板做市制度的关注。据中国证券报记者了解，此次会议仅仅是做市商就混合做市机制以及做市商借券做市可行性进行研究讨论，远没有上升到出台具体改革措施的阶段。同时，讨论的内容会否成为做市制度下一阶段改革重点也存在不确定性。

“混合做市”是指在做市交易系统中引入竞价交易机制，以及在竞价交易系统中引入做市机制，打破现有挂牌企业做市竞价两种方式只能选其一的局面。在北京某券商分析师看来，“混合做市”可以兼具竞价转让透明度高、市场信息传递快以及做市转让矫正买卖指令不均衡、稳定市场价格的优点。从全球资本市场情况看，主流交易所基本实行混合交易制度。

实际上，做市制度推出以来，对“混合做

市”的讨论便没有停止过，但仅仅停留在讨论层面，证监会以及全国股转公司均未就混合做市发出过实质声音。除“混合做市”外，引入私募做市也被视为推动新三板现有做市制度改革的重要举措。

2016年5月27日，证监会相关负责人在新闻发布会上明确，将开展私募机构参与新三板做市业务试点，并由全国股转公司具体办理相关的备案管理工作。当年12月13日，全国股转公司公布了10家私募做市试点机构，深圳市创新投资集团有限公司、浙商创投股份有限公司、山东省高新技术创业投资有限公司等知名私募入围。但在圈定参与做市的试点机构后，私募做市之事再无音讯，相关业务规则至今仍未出台。

银泰证券股转业务部董事总经理张可亮对中国证券报记者表示，当下点监管层再提“混合做市”，一方面新三板流动性需要改善，另一方面可以为科创板未来引入做市机制积累经验，因为目前只有新三板的二级市场实行了做市机制。“与其直接配备人员在科创板试点做市机制，不如利用新三板现有机制和做市经验引入‘混合做市’机制，为科创板提供一定借鉴。”

张可亮认为，新三板单独推出“混合做市”的机制可能性较低，监管层可能将其作为新三板深化改革系列措施的一部分，未来实施再分层之后在“精选层”落地该措施。

对于新三板做市制度面临的困境，张可亮认为主要有两个原因：券商自身缺乏足够的估值定价能力，加之多数券商决策链条较长，出于风险规避考虑做市意愿不强；从投资者角度而言，新三板本身500万元的准入门槛较高，市场缺乏新进入的投资者，导致做市商缺乏交易对手。

付立春则认为，当前做市制度面临最重要问题是市场资金不足。同时，配套制度的不完善是导致当前市场做市意愿不高的主要因素。“新三板市场准入机制较包容，但退出机制尚不完善。对挂牌企业信息披露以及日常监管仍有不足之处。”

“组合拳”解决困境

面对新三板做市企业和做市商困境，自2018年下半年以来监管层出台一系列政策，市场信心有所恢复。

2018年10月底，《全国中小企业股份转让系统做市商评价办法（试行）》发布，在现有主办券商执业质量评价基础上，建立单独的做市商评价制度，对评价排名靠前的做市商实施季度转让经手费减免和年度评优，引导做市商积极、合规做市。2019年4月12日、7月12日，全国股转公司分别发布了2019年一、二季度做市商评价结果，累计17家做市商获得交易费用减免。

2019年3月1日，全国股转公司发布实施新修订的《做市业务管理规定》，明确允许做市商与挂牌公司股东就做市库存股进行回购、转售约定，让做市商持有库存股的压力减小，让做市商更好地发挥组织交易和提供流动性的作用。

随着不少头部券商的退出，在传统券商业务领域难以分一杯羹的中小券商近来逆势发力新三板业务。以开源证券为例，截至8月20日，公司共为58家挂牌公司提供做市服务，做市规模在所有做市商中位居第17位，2019年上半年推荐挂牌企业数量居市场首位。

在某券商人士看来，中小券商此前在新三板做市业务方面投入较少，没有太沉重的历史包袱。当下阶段市场普遍认为新三板处于估值底部，于是选择入场。“很多券商做市业务其实是带着投资的目的开展，做市价差挣不了多少钱，做市商本身就具备活跃市场和投资的双重功能。”

付立春指出，要推动新三板做市制度改革，不能仅仅就做市本身进行改革，需要对新三板进行系统性改革；不能只推出孤立的改革举措，应该推出系统性改革措施。“新三板可以适当借鉴科创板的经验，对于企业挂牌、挂牌后的信息披露、监管、摘牌等方面措施进行全面改革完善；增量改革推进方面，除在‘精选层’推行混合做市制度外，公开发行、降低投资者门槛、推出连续集合竞价等配套举措应一并落地。”

国资

入主新三板公司踊跃

□本报记者 胡雨

全国股转公司数据显示，截至8月20日，今年以来96家新三板公司实际控制人发生变更，被收购、股东增持等成为新三板公司实际控制人变更的重要原因。从目前情况看，今年以来国资入主新三板公司较频繁。部分挂牌公司因股东股权被冻结而被主办券商提示存在实际控制人变更风险；有的公司实际控制人变更未及时信披，主办券商提示其可能被采取监管措施。

国资积极入场

欣合宇通日前公告称，正念堂品牌管理有限公司通过投资关系、协议方式，使得挂牌公司实际控制人发生变更，由陈涛、李芳变更为孔令伟，不存在新增的一致行动人。欣合宇通表示，新任实际控制人将积极寻求具有市场发展潜力的投资项目或资产并纳入公司，增强公司的持续盈利能力及长期发展潜力。

从上述96家挂牌公司的情况看，上市公司或外部投资机构参与收购、挂牌公司原有股东受让或增持股份等是这些公司实际控制人发生变更的主要原因。多数公司表示，实际控制人变更不会对公司经营管理产生重大不利影响。实际控制人入主挂牌公司后，将为公司未来发展采取多种积极措施。

今年以来，多家挂牌公司实际控制人变更为国资国企，仅7月以来便有4家。国资入场主要通过认购挂牌公司定增股份、签署股份转让协议等方式控制相关挂牌公司，实现资源整合。

以中科水生为例，湖北省生态保护和绿色发展投资有限公司（简称“湖北生态”）通过签署股份转让协议和股票表决权委托协议，并通过集合竞价转让和盘后协议转让方式合计控制中科水生54.14%的表决权，中科水生由无控股股东、无实际控制人变更为湖北生态为控股股东、湖北省人民政府国有资产监督管理委员会为实际控制人。对于实际控制人变更的情况，中科水生表示，公司凭借优越的水环境治理技术，充分发挥多种所有制经济的互补性优势，进一步促进公司规范运作，实现资源整合，扩大公司在水环境治理行业的市场份额，提高综合竞争力和持续盈利能力。

有的挂牌公司原有实际控制人解除一致行动协议致使实际控制人发生变更。三辰电器日前公告称，陈立荣、王炳林、郭巍、叶建荣于2016年8月25日通过签订一致行动协议成为挂牌公司实际控制人。2019年8月6日，陈立荣与徐小陆签订股权转让协议，陈立荣拟向徐小陆转让其持有的挂牌公司全部股权，同时陈立荣、王炳林、郭巍、叶建荣签订《一致行动协议之解除协议》，使得挂牌公司实际控制人由陈立荣、王炳林、郭巍、叶建荣变更为徐小陆。三辰电器表示，实际控制人变更后，公司董事、监事、高级管理人员均未发生变化，不会对公司日常经营管理产生不利影响。

警惕股权质押风险

有的挂牌公司实际控制人变更或可能变更，但未及时披露。

年报显示，宝成股份2018年营业收入、净利润较上年大幅下滑，公司签订的业务合同额较上年大幅下滑。其主办券商渤海证券认为，公司盈利能力大幅度下降，盈利能力存在不确定性。此外，公司控股股东天津宝成机械集团有限公司（简称“宝成集团”）持有公司57.8%股份，自2017年起宝成集团持有的宝成股份股票陆续被司法冻结和轮候司法冻结，被冻结的股票数量达到其持有宝成股份股票数额的100%。

渤海证券提示，鉴于宝成股份控股股东宝成集团所持公司股权被司法冻结，上述司法冻结股份可能存在被执行而导致公司控股股东发生变更，进而导致公司实际控制人发生变更的风险。

利美隆出现的情况类似。5月23日，广发证券发布公告称，经现场察看，发现公司生产规模有所萎缩，生产人员数量有所减少；且因财务总监离职无法核实公司实际收入情况，其持续经营能力存在不确定性。此外，公司面临借款违约风险，存在股权质押导致公司实际控制人发生变更的风险。7月17日，公司公告称，因未能及时披露2018年年报，公司股票自7月18日起被强制摘牌。

兴宏泰原实际控制人康红将其持有的公司控股股东新疆恒安宏泰投资有限责任公司89.66%的股权转让给其子房培杰，并于2018年11月13日完成工商变更，由此兴宏泰实际控制人变为房培杰。不过，直到2019年4月11日，兴宏泰才补充披露《实际控制人变更公告》，对实际控制人变更情况进行了详细披露。公司主办券商海通证券提示，兴宏泰未能及时对上述实际控制人变更事项及时履行信息披露义务，存在被全国股转系统出具自律监管措施或给予纪律处分的风险。

45家挂牌公司今年半年报披露或“难产”

□本报记者 胡雨

截至8月20日，已有45家新三板公司公告，预计无法披露或无法按时披露2019年半年报，拟从新三板摘牌、挂牌公司高管被调查或失联、尚未披露2018年年报等成为主要因素。有的挂牌公司尚未向主办券商提交半年报的预约申请。部分预计无法按期披露半年报的挂牌公司持续经营能力存在不确定性。

无法按期披露

财通证券日前公告称，其持续督导的企业柏泽股份于8月14日向全国股转系统提交终止挂牌申请材料并获受理。目前，公司主动摘牌的申请正在审理中，仍具有不确定性。公司预计，无法在2019年8月31日前披露2019年半年报相关文件。财通证券提示，公司存在被全国股转系统终止股票挂牌的风险。

截至8月20日，逾1400家新三板公司完成了2019年半年报披露。不过，有45家公司表示预计无法披露或无法按时披露半年报。从这些公司披露的原因看，部分公司计划主动摘牌；有的公司尚未向主办券商提交半年报的预约申请，亦没有披露原因。

创新层公司联达动力原定于2019年8月

28日披露2019年半年度报告。不过，其主办券商中银国际证券于8月16日发布风险提示公告称，公司董事长王尔明因其名下其他公司被公安机关立案调查，公司财务总监娜仁花被要求协助调查，且截至本公告披露日尚未明确结论性意见。公司其余董监高无法对半年报信息保证真实、准确、完整，故公司预计无法于2019年8月30日前披露2019年半年报，且公司无法预计半年度报告延期披露的日期。

根据全国股转公司此前发布的通知，挂牌公司应在2019年8月30日前完成半年度报告的披露；预计不能按时披露的，应当及时告知主办券商，并在2019年8月15日前就延期披露原因、延期期限、公司股票存在被暂停转让及终止挂牌的风险等事项进行公告。

对于未能在2019年8月30日前披露半年度报告的挂牌公司，全国股转公司将于2019年9月第一个转让日暂停其股票转让。对于无正当理由未能在上述规定期限内披露半年度报告的挂牌公司，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。对于未能在2019年10月31日前披露半年度报告的挂牌公司，将根据相关业务规则终止其股票挂牌。

创新层公司联达动力原定于2019年8月

为防止挂牌公司为回避异议股东保护问题，利用不披露年报达到摘牌目的，全国股转公司明确，挂牌公司申请主动终止挂牌的，应在规定期限内披露最近一期半年度报告，且自2019年8月15日起未披露本年半年度报告的挂牌公司，其终止挂牌申请将不被受理。

隐藏经营风险

部分预计无法按期披露2019年半年报的挂牌公司被主办券商提示存在经营风险。其中，有的公司尚未完成2018年年报的披露工作。

江海证券8月16日公告称，其持续督导企业统领网络因半年报编制工作预计不能按时完成，公司2019年半年报延期至今年8月28日披露。不过，经江海证券检查，统领网络实际控制人、董事长刘辉自2019年7月12日失联，截至目前仍无法取得联系；公司办公场所处于停业状态，基本无持续经营能力。且公司董监高已全部辞职，公司治理机制丧失。

江海证券指出，鉴于上述原因，公司预计无法按期披露2019年半年度报告，公司存在被终止挂牌的风险。

8月19日，东吴证券公告称，截至目前尚未收到其持续督导企业ST雨来2019年半年报的预约申请，亦未收到公司与2019年半年度报

告有关的任何文件。东吴证券表示，如ST雨来在2019年8月30日前无法披露2019年半年报，公司股票将被暂停转让；公司及相关责任主体存在被采取公开谴责的纪律处分等监管措施，同时记入证券期货市场诚信档案数据库的风险；如ST雨来在2019年10月31日仍无法披露2019年半年报，公司将存在被终止挂牌的风险。

因2018年年报被出具非标准审计意见，ST雨来被实施风险警示。2018年，公司营业收入仅7.5万元，同比下滑56.38%；归属于挂牌公司股东的净利润亏损615.82万元；公司合并负债率从上年的8.01%增至65.52%。截至2018年12月31日，公司经审计的未分配利润累计金额为-1046.25万元，已超过公司1000万元的实收股本总额。

科得新材8月16日公告称，截至2019年6月30日公司仍未披露2018年年度报告。同时，公司预计无法披露2019年半年报，公司股票将继