

宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文

宏源证券
HONGYUAN SECURITIES网址: <http://www.hysec.com>
电话: (010)62267799

新三板市场发展路径选择

□长江证券 吴志团 赵佑启

在管理层“建设多层次资本市场”的整体规划背景下,2006年,中关村科技园区“新三板”市场正式启动。“新三板”市场特指中关村科技园区非上市公司进入代办股份系统进行转让试点,由于挂牌企业均为高科技企业,不同于原转让系统内的退市企业及原STAQ、NET系统挂牌公司,故形象地称为“新三板”。“新三板”定位于为创业过程中处于初创阶段的高科技企业筹资,解决其资产价值评估、风险分散和风险投资股权交易问题,在提供高效低成本的融资渠道、提升资本运作能力、完善中小企业公司治理以及为主板输送优秀企业等各方面都起到了良好的作用。为了更好地发展我国新三板市场,结合中国资本市场的发展现状,同时借助创业板即将推出的市场春风,我们从以下几个角度建言中国新三板市场未来发展的可能路径选择。

引入做市商制度

做市商制度是多对一的关系,即一组做市商为一个上市公司服务。更重要的是做市商为交易提供了资金,在交易中做市商先用自己的资金买进股票,然后再卖出。这些做法使得市场的流动性大大增强,增加了交易的深度和广度。

具体而言,在新三板市场引入做市商制度,能够实现以下几方面的功能:

实现创新企业的估值。新三板市场的核心功能是通过解决创新企业的估值问题来解决其股份流通、融资问题,判断其成功与否的唯一标志就是其估值效率,即股票价格是否反映公司价值、反映公司的信息。要科学合理地解决创新科技企业的估值问题,必须采取做市商制度。在做市商制度下,做市商所报的价格是在综合分析市场所有参与者的信息以衡量自身风险和收益的基础上形成的,投资者在报价基础上进行决策,并反过来影响做市商的报价,从而促使证券价格逐步靠拢其实际价值。做市商制度使上市公司的股票能够在最优的价位成交,同时又保障了投资者的利益。在这一过程中,做市商起到了价格发现的作用,进而实现对创新企业的合理估值。而主板实行自动撮合,没有专业的做市商来引导投资者对企业估值,对于创新

新三板市场作为我国多层次资本市场体系的一个重要组成部分,它是主板市场和中小板市场的基础和前台。未来我国资本市场的理想模式,就是从三板市场到中小板市场或者创业板市场,再到主板市场的金字塔形状。

随着创业板推出步伐的日益临近,在主板、创业板和三板市场之间搭建转板通道的呼声也越来越高,有必要做好建立转板机制的准备工作,待创业板推出并运行完善后,尽快制定相关的转板制度,建立健全转板机制,完善多层次资本市场的构成。

对企业而言,在主板上市的结果往往是企业的价值被低估。

提高股票的流动性,增强市场对投资者和证券公司的吸引力。新三板市场上的企业一般规模较小,风险却较高,投资者和证券公司参与的积极性有限。特别是在市场低迷的情况下,广大投资者更容易失去信心。如果实行做市商制度,由做市商承担做市所需的资金,就可以随时买卖,活跃市场。买卖双方不必等到对方出现,只要由做市商出面,承担另一方的责任,交易就可以进行。

有效稳定市场,促进市场平衡运行。由于是一组做市商为一个上市公司提供报价,做市商之间存在竞争,市场的信息不对称问题就会得到很大的缓解,个别的机构投资者很难通过操纵市场来牟取暴利,市场的投机性大大减少,并减少了传统交易方式中所谓庄家暗中操纵股价的现象,有效地稳定了市场。此外,做市商也有责任在股价暴涨暴跌时参与做市,从而有利于遏制过度投机,起到市场“稳定器”的作用。

建立科学的转板机制

多层次资本市场体系是指针对质量、规模、风险程度不同的企业,为满足多样化市场主体的基本要求而建立起来的分层次的市场体系,包括以下几个方面:主板市场,即证券交易所市场,是指在有组织交易所进行集中竞价交易的市场,主要是为大型、成熟企业的融资和转让提供服务;二板市场,又称为创业板市场,指与主板市场相对应,在主板之外专为处于幼稚阶段中后期和产业化阶段初期的中小企业及高科技企业提供金融流通的股票市场,此市场还可解决这些企业的资产价值(包括知识产权)评价、风险分散和创业投资的股权交易问题;三板市场(场外市场),包括柜台市场和场外交易市场,主要解决企业发展过程中处于初创阶段中后期和幼稚阶段初期的中小企业在筹

集资本性资金方面的问题,以及这些企业的资产价值(包括知识产权)评价、风险分散和风险投资的股权交易问题。

新三板市场作为我国多层次资本市场体系的一个重要组成部分,它是主板市场和中小板市场的基础和前台。未来我国资本市场的理想模式,就是从三板市场到中小板市场或者创业板市场,再到主板市场的金字塔形状。

随着创业板推出步伐的日益临近,在主板、创业板和三板市场之间搭建转板通道的呼声也越来越高,有必要做好建立转板机制的准备工作,待创业板推出并运行完善后,尽快制定相关的转板制度,建立健全转板机制,完善多层次资本市场的构成。

发展全国性场外交易市场

由于目前的新三板市场总体规模小,成交量低,交投并不活跃,流动性也存在地域局限,市场的融资功能无法有效发挥,迫切需要对市场进行扩容。目前,全国已有50多家高科技园区,这些科技园也有加入新三板市场的强烈需求,成都、西安、武汉、广州、杭州、天津、无锡、浦东张江、重庆等高科园区都在积极争取试点,建立地区的场外交易市场,各地政府也纷纷出台优惠政策,为做大、做好、做强当地的高科园区努力。中央政府应加快新三板市场扩容步伐,扩大试点范围,将国内高科园区分批引入新三板市场,借鉴发达国家经验,将新三板市场发展成全国性的场外交易市场,实现全国范围内联网运行,集中报价、分散成交、统一核算。

衡量一个资本市场是否成功应遵循两个标准:一是规模足够大、公平、高效,二是流动性强、透明度高。为达到这两个标准,有必要对新三板市场与产权市场两个体系进行整合,实现优势互补、避免资源浪费和恶性竞争。我国产权市场不允许股权进行拆细连续交易,这是出于对促进市场稳健

发展、避免市场的投机行为、保护中小投资者方面的考虑。但在目前我国市场经济不发达的情况下,标准化、连续的股份形式更有利股权流通转让,更有利解决企业发展的资本增量问题,更有利解决分散的、单笔资金额度较小的民间资本转化为产业资本等一系列问题。因此应将产权市场中的优势资源筛选出来并与新三板系统资源进行整合,实现非上市公司股权流通。

主板和二板市场的运作是以严格、规范、统一、公开、透明为理念的,而新三板市场的运作则是以宽松、扶持、有利投资和交易为出发点的,这与产权市场的交易理念相似。

由于产权市场是更基础的交易市场,其优势在于最了解当地企业资源的情况。同时,在经过了二十年的发展后,在经纪公司和做市商管理、信息披露制度、交易方式创新、电子交易系统、上市公司风险监控等方面都积累了大量经验,这种专业化的优势将有助于新三板市场的良好运作。

新三板市场应该整合机制

首先是资源整合。首先是企业资源的整合。在全国共有近300家产权交易所,初步形成了5家区域性产权交易共同市场。要形成全国统一规范的大市场,就要进一步建立并规范区域性的产权市场。整合机制应从这5家区域市场核心城市的产权交易中心入手,利用科学有效的标准和筛选机制来选拔出合格的企业资源进入新三板市场,使之从使用价值的物权形态交易过渡为价值形态的股权转让。

入选新三板市场的上市总体定位为高科技领域中运作良好、成长性强的中小公司,具体标准可以从以下几个方面考虑:公司股本;经营记录;盈利记录;业务要求,入选公司必须具有集中的业务范围、严密的业务发展战略、完整并清晰的业务发展战略和较

大的业务增长潜力和高质量的管理团队和管理系统;保荐人制度,至少一名保荐人负责协助该企业申请上市,并在上市后对该企业的经营管理、投资活动、财务运作等业务活动提供咨询,及时向有关部门报告企业的业务情况;信息披露,重点是每季度披露公司财务报表、业务规划和融资计划、特别风险提示等;公司治理情况,具备健全的董事会、股东会、管理层、监事会组织机构,独立董事的设立,完善的内部激励机制。

其次是投资者资源的整合。产权市场和代办股份转让系统的整合机制有利于建立两者之间的信息互通机制,有利于更多的产权市场的投资者关注进而进入新三板市场,为新三板市场的持续发展提供动力。

其实是整合交易方式。产权市场已经使用了电子竞价交易网络系统,电子交易的采用可以更高效、准确、确保交易公平、公正、公开地进行。在发展我国新三板市场的同时,也应在条件成熟的情况下,借助于日趋普及的互联网技术,引导分散于各地的柜台交易市场在公平互利的基础上进行联网报价和交易,形成功能更强、效率更高、虚拟化的电子场外交易市场。

利用其现有电脑设备建立自动报价系统的一级站点,并通过公用数据交换网或专用高速网络将一级站点联结起来,构成场外交易市场的基础网络。所有站点的交易报价信息保持同步,其他二级中介机构都挂接于一级站点,资金清算和交割可利用银行系统。

产权市场与代办股份转让系统在运作理念、投融资企业资源、交易方式等方面存在着很大的整合空间。在此基础上形成新三板市场有助于股权的公平、公正、公开、高效流动,实现资源的优化配置,改善中小企业公司治理结构以及建立健全多层次资本市场体系,更好推进新三板市场的建立及完善。

我国新三板市场发展到现在已经13年历史,截至今年3月,共有79家高科技、高成长企业参与试点,其实已挂牌和通过备案的企业51家,正在备案的企业11家,主办券商内核及尽职调查企业17家。此外,其他完成改制和正在改制的企业有近500家。但总体而言,我国新三板市场的发展远远落后于资本市场特别是以股票为主的主板市场的发展。基于此,我们提出上述发展新三板市场的路径选择,希望能对我国资本市场的发展起到抛砖引玉的作用。

有关法律、法规;使拟在三板挂牌的企业在辅导结束后具备在三板挂牌交易的条件,符合挂牌要求;对进入三板企业的股本总额、盈利状况、持续经营时间、所处行业等作出明确的规定。而现行三板市场法规政策上述所提均未作出明确的规定。

三板市场应要求经营和资产质量状况极差的三板挂牌公司应对有关破产风险和能否持续经营风险作及时和定时披露。退市公司大多是由于经营不善和财务状况极度恶化才被迫退入三板,这些公司随时都可能失去持续经营能力乃至破产。三板投资者若不能及时了解这方面的信息,风险之大可想而知。所以应制订相应的披露规定要求经营和资产质量状况极差的三板挂牌公司应对有关破产风险和能否持续经营风险作及时和定时披露,使投资者能够及时了解该类公司的持续经营状况和是否会破产的有关状况,据此作出正确的判断。

三板市场交易方式迫切需要进一步改进。在交易方式上,应对现有集合竞价模式进行创新,变为连续竞价的即时交易模式。结合主板市场经验,建立大宗交易报告制度,有效抑制过度投机。在交易系统及各类行情交易报价系统增加三板实时行情和技术分析系统,以便于投资者查询相关信息和进行及时交易。

从三方面着手完善发行制度

□竺永明

沪深股市深度下跌后,新股IPO被长时间搁置,凸显国内股市新股发行受二级市场波动羁绊的困境,追根溯源,与发行制度中的利益机制不当有关。

现行新股发行制度下不合理的市场表现,主要有两点:新股发行的高定价和新股上市后在二级市场交易中的进一步高溢价。由此又派生出两个不正常的市场现象:囤积于一级市场中的巨量专业申购新股的食利资金,和“大小限”上市对二级市场造成的非正常冲击。

造成上述不正常现象的根源恰恰是制度层面的,主要是现行的不合理的面向机构的新股询价机制和网下申购的办法。这样做的结果,使得机构同时拥有了对新股定价和大额申购的双重权利。在自利动机的驱使下,必然会产生自利的行为。下面用行为金融理论给出机构自利行为的产生机制和行为模式。

首先面对新股一、二级市场巨大差价的诱惑,机构为了获取申购新股的机会和利益,不会再依据公司的实际价值对新股IPO进行理性定价;而会采用凯恩斯所说的“选美法则”来确定新股IPO价格,以确保自己的申购机会。路演和询价的性质发生了“异化”,新股定价的本质不再是体现公司的实际价值,而是利益博弈的结果,这是出现公募价格远高于私募价格的基本原因。

其次是当拥有了巨量新股的机构们,为了能在二级市场兑现自己的利益,新股首日的开盘价以至于上市初期的一段时间的价格会不高吗?这是国内二级市场新股高定价并且新股“不败”的缘由之一。

由此我们可以清楚地看出,正是现行的发行规则导致了新股发行的高定价和二级市场的高交易价格。在此情况下,大部分国内股市的参与者被迫地进行着高度投机性的交易,而无法进行理性投资。同时另一部分不愿在被“劫持”的情况下进行非理性交易的资金,见一级市场有利可图,就成为专业“打新”资金,对二级市场的资金进行体外“抽血”。

另外还需格外注意,有些公司在筹备上市前的一段时间内,会为了各种目的进行股本扩张和增发股份,对“大小限”“注水”扩大规模和制造“伪大小限”(包括某些发行前增发的战略投资者),制造出对二级市场资金更为严重的体外“抽血”和价格冲击的现象。

“伪大小限”和一级市场的专业“打新”资金造成了国内二级市场资金的非正常体外“失血”,一个不能维持资金正常体内循环的市场,是无法保持长期正常运行的。由此在二级市场的股价大幅下跌时,出现新股发行被搁置的现象也就不足为奇了。

保持二级市场的资金在体内的正常循环,维护市场的正常运转秩序,应该是改革现行发行制度的指导原则。为此,可以从以下几个方面修改现行的发行规则:

一、私募价格是上市公司自己都认可的市场化的定价,因此把公募和私募的价格相联系应该是顺理成章的。证券市场的作用之一是为经济建设提供直接的融资渠道。二级市场资金在市场内部的不同个体之间的流转和循环,同资金流出体外是有本质区别的。至于PE、PB那套东西,不应该把它简单地往一级市场的发行价格上套用,谁见有在产权市场上也这样套用的吗?合理的低价发行是抵制恶意圈钱的“伪上市公司”和“伪大小限”的根本利器,是让资金流入真正需要募资的公司实体的手中,实现资源的良性配置的保障;也是促进限售股提前解禁,平抑市场波动的良好措施。

二、需要把申购新股的利益尽量分散,使得单个个体获得的利益尽可能小,这样就可以排除拥有巨额新股的个体的初始“炒作热情”,改变新股上市初期二级市场的非理性炒作。久而久之,当人们的观念中不再存在新股必然获利的想法时,一级市场的发行就会像成熟市场一样,不会再成为困扰我们的问题了。

三、为了排除现时一级市场上的专业“打新”资金的体外非正常“抽血”现象,可以在申购资格上暂时进行技术性的限制。

衡量一项制度是否合理的标准在于:这项制度对于所有的市场参与者的利益应该是平等的,以及能够维持市场的高效率的运转。改革现行发行制度的关键在于改革制度中的利益倾向,这势必会受到现有受益团体的阻挠。证券市场监管者的洞见力和站在公平立场上维护市场高效、正常运转的公信力,是新股发行制度改革能否真正成功的关键。唯此,国内股市一级市场的发行才有可能与二级市场的波动“脱敏”,一级市场的发行才可能仅仅由宏观经济环境和上市公司的基本面来决定,投资者才可能获得一个具有投资价值的市场,市场才可能按照自身的规律运转。

需要进一步指出,二级市场的股价波动有自己的规律性,制度的完善可以消除市场的非正常波动,但却无法消除市场固有的波动。一个好的制度是要让参与市场的每一个人都有一个公平的环境,而不是让一部分人处于相对有利的地位,对另一部分人进行风险和收益不对等的博弈。从这点来说,国内的股市制度需要进一步改革和完善。

宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文启事

今年是改革开放30周年,我国证券市场建立的第18年。为进一步解放思想,研究制约我国资本市场发展的问题,探索我国资本市场健康发展之道,本报特举办宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文活动。希望社会各界人士为资本市场的持续健康发展,为国民财富的增加献计献策,一起探索资本市场发展的新动力。

稿件基本要求:原创论文,观点鲜明,文字通俗流畅,围绕“寻找资本市场新动力”这个大主题展开,内容可涉及与资本市场相关的方方面面,字数在3000字以内,来稿请投yg3721@263.net。来稿将在本报网站(www.cs.com.cn)刊登,优秀作品将在前沿视点版面发表。

征文活动结束后,本报将邀请专家评审,获奖作品从本报编辑部初选的30篇稿件中评出。其中,一等奖2名(奖金各2万元),二等奖5名(奖金各1万元),三等奖10名(奖金各5000元)。

健全新三板市场 推进多层次资本市场建设

□荀莉

三板市场全称为代办股份转让系统,原为解决NET、STAQ系统挂牌公司的历史遗留问题等而设立,意在为这些公司的流通股份提供一个有效的流通渠道。主板市场主要着眼于融资功能,三板体现得更多的是一种孵化功能,让企业处理好历史遗留问题,并在条件成熟时转向主板市场。

我国交易市场体系中,主板市场主要是国有企业改制的市场和融资的市场,在此上市的企业条件较高;创业板市场尚未开通,初步定位是高科技企业融资市场;已开通的三板市场虽然处于探索阶段,而且尚未形成规模,但其定位是为原STAQ和NET系统中挂牌企业的流通股份提供一个有效地流通渠道,以及从主板市场退市的上市公司提供流通股份的机会的市场。这样,我国的交易市场体系逐步完善起来,形成了不同层次不同规模的交易市场,扩大了投资机会,分散了主板市场的投机风险。

通过对代办股份转让系统的近七年的运行情况分析,可以发现我国三板市场仍然存在诸多问题,具体如下:

功能定位窄。目前我国三板

市场定位是为原在STAQ和NET系统挂牌企业和从主板市场退市的公司的股份提供流通渠道。三板市场目前尚无融资功能。

我国《中小企业促进法》规定:国家采取措施拓宽中小企业的直接融资渠道,积极为中小企业创造条件,通过法律、行政法规允许的各种方式直接融资。三板市场可为这些中小企业的定向募集股票提供流通渠道,通过代办股份转让系统完成其股份转让,推动并规范中小企业的股份转让方式,进行资产重组,优化资源配置,而不应仅仅局限于现在的功能和规模。

退市公司上三板后会产生一系列问题。由于主板退市公司如何再上主板未作规定,造成退市公司找不到转入主板的努力方向。而且退市公司上三板市场后,对原流通股股东合法权益如何保护的问题未作出明确的规定,大股东很可能会采用隐匿、私分或者无偿占有财产等方式侵害流通股股东的利益。目前我国从主板市场退市的股票已达40余只,退市公司普遍质量差,重组难度大,而与退市公司重组相关的法规几乎是空白,如果在企业重组中再进行不规范运作,势必会损害证券市场的稳定性,对中小投资者的交易跑道和资金量远弱于庄家,造

成中小投资者想买股票时买不上,想卖时卖不出。

针对以上所讲的三板市场现存的问题,建议如下,以完善我国代办股份转让制度,更好地保护中小股东的利益。

我国应对三板进行有组织有步骤地扩容。三板市场设立初衷意在解决NET、STAQ系统挂牌公司的历史遗留问题,为其股份提供有效的流通渠道。但在中国证券市场成熟化进程日益深入的当前,三板市场无疑已被赋予构建多层次资本市场体系与退市公司再孵化的双重功能。三板市场的发展不仅可以从代办股份转让入手,积极开展柜台交易,而且可考虑与上海、深圳、北京、西安已成立的产权交易中心相衔接,使上述地区的产权交易从使用价值的物权形态向价值形态的股权转让过渡,并逐步形成“区域性的、以场外柜台交易”为主要方式的三板市场。

应进一步明确企业进入三板市场挂牌的条件和程序。比如,拟在三板挂牌的企业必须参加三板挂牌辅导,辅导的目标是使该企业能按照国家有关法律、法规对三板挂牌企业的要求规范运作;通过各种培训和学习使辅导对象熟悉和掌握三板市场规范运作的