

新三板做市商担心“踩线”被迫减持

交易清淡“循环结”难解 激活市场措施亟待完善

□本报记者 杜雅文



CFP图片

“每天平均下来全市场的佣金收入不过1万多元，价差收入微薄甚至亏损，大家都想着靠库存股票增值赚钱。但股票价格涨上去了，现有股东又会抛售，导致做市商高位接盘，一不小心做市商就持有了大量高成本库存股票，其增值也不易实现。”25日新三板做市交易“满月”，但交投仍然清淡，某券商做市业务部门负责人对中国证券报记者表示，目前有几个“循环结”影响到做市业务流动性。一些研报声称做市制度将大幅提升券商盈利水平在他们看来“不太靠谱”，改善流动性虽然是一个长期过程，但短期内也需要相关部门考虑适当降低投资者门槛，并出台系列配套措施。

库存股票持股上限未明 做市商担心踩“红线”

9月22日，浙江力诺加入做市行列，意味着新三板做市交易启动不到一个月，迎来第50家做市转让的企业。然而近日一家券商因库存股票的持股比例过高而被监管部门谈话，要求其减持，导致该券商相关做市股票盘中大跌的消息却在圈内不断流传。

“确实听说了这件事。”一家新三板挂牌企业数量排名前1/3的券商做市业务负责人表示，做市券商获得初始库存股票主要来源于挂牌企业的定增及股东协议转让，由于协议转让不会发公告，他们对每家券商库存股票占做市企业总股本的比例除统计定增部分外，还会根据挂牌公司转为做市交易前几个交易日的协议转让情况进行大致推算。除有券商可能因库存股票超过做市公司总股本5%被要求减持外，据测算还有其他地方个别小券商存在类似问题，但还未听说被地方监管部门要求减持。另一家大型券商做市业务部负责人也表示，这家券商被要求减持是把做市业务按照自营业务来进行监管，但这一点监管政策目前并未完全明确，他们在与一些地方监管部门沟通时也未得到明确回复。

上述券商相关负责人告诉中国证券报记者，全国股转系统对做市商取得初始库存股数

量的下限有规定，但对做市过程中库存股票的上限未作规定。而《全国中小企业股份转让系统股票转让细则(试行)》中表示，“单个做市商持有库存股票达到挂牌公司总股本20%时，可以免于履行买入报价义务……并最迟于该情形发生后第3个转让日恢复正常双向报价”，这意味着单个做市商持有的库存股票是允许达到挂牌公司总股本20%的，但如果将库存股票看作券商自营业务来实施监管，那么根据《证券公司风险控制指标管理办法》规定，“证券公司经营证券自营业务的，持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例不得超过5%，但因包销导致的情形和中国证监会另有规定的除外”，这又意味着库存股票不能超过公司市值5%这一“红线”。

做市业务是否视作自营监管规定至今不明确，而在实际操作中5%的“红线”又比较容易达到，未来是否会因此受处罚让一些做市券商颇感头疼。某大型券商做市业务部负责人表示，从新三板挂牌公司来看，股本500万到1000万的小股本公司占比很大。由于挂牌公司普遍对股份惜售，券商取得的初始库存股数量并不多，加之小股本公司另一个特点是股权高度集中，往往是家族企业，其股东出售股份的意愿并不高，这导

致做市过程中卖方以做市券商为主。而根据全国股转系统出台的另一规定，“挂牌时采取做市转让方式的股票和由协议转让方式变更为做市转让方式的股票，其初始做市商为股票做市不满6个月的，不得申请退出为该股票做市”，在这条规定及持股比例不得超过5%的双面“夹击”下，就引发出一个问题，如果有投资者看好这家公司，不断报买则很可能会把库存股票买空，让做市券商撑不到6个月。为避免这种情况，做市券商不断把报价提高，但这又可能造成公司股东把股票卖出，而投资者又不愿为上涨的股票接盘，使得券商的库存股票比例一下子超过5%的“警戒线”。

“每天我们都要数日子计算着卖。”一家上市券商做市业务负责人告诉中国证券报记者，他们获取的库存股票数量不多，目前并不担心超过5%的“红线”，但担心的是要撑到6个月。他认为做市时间长短应该让市场自行调整，即便取消6个月的规定，做市券商也不会轻易退出，否则不仅对做市企业不利，也会影响该券商下次参与做市时拿票的信誉。取消这一规定，反而会增强做市商之间的博弈，让价格更加真实，而不会像现在因做市商惜售，使有些公司股票一开盘就大幅飙升。

大资金参与意愿不强 “循环结”难解

业内人士认为，做市券商之所以认为被“夹”在两条规定之间难以腾挪的主要原因，还是新三板做市业务启动时间不长，流动性欠佳。在比较成熟的台湾兴柜市场，一些成功的做市商由于买卖双方需求较旺，其起到的仅是交易匹配作用，自己的库存股票基本不会动用。

Wind数据显示，8月25日参与做市的首批43家新三板企业，从做市首日至9月19日，日均成交额总计为1591.77万元。最活跃的中海阳日均成交额487.7万元，其他均在百万元以下，其中16家公司的日均成交额不足10万元，最低的竹邦能源日均成交额仅1.1万元。

“每天整个市场平均成交1000多万元，佣金哪怕按千分之一收取，也才1万多元。”前述上市券商做市业务负责人说，做市盈利来源主要由买卖价差、佣金以及库存股票增值三部分组成，在前两部分几乎可以忽略不计的情况下，券商关注的重点自然在于股价上涨带来的库存股票增值。此外，因做市企业股东对前景看好或对控

股特别在意普遍存在惜售心理、做市需要动用券商资本金初期不愿大幅投入等原因，一些券商拿到的初始库存股票存在数量少且价格不低的问题。

种种因素导致做市券商库存股票量少价高还惜售，再加上500万资金投资门槛，使得客户参与投资的意愿大幅降低，让流动性进一步恶化，反过来又强化了做市券商不敢轻易买卖的心理，致使交易进一步清淡，从而形成了循环。

“投资门槛实在太高，与市场实际交易情况不匹配。”有上市券商做市业务负责人告诉中国证券报记者，如果证券类资产有500万元以上，那客户的综合资产一般以千万元计，完全可以买PE产品或者直接参与新三板定增，而不是每天几万元地通过做市交易方式买股票，机构投资者更不会这样小批量吃货，而是会直接联系公司股东交易。

一些在新三板开户的投资者觉得目前新三板做市交易的价格及数量并不适合大资金参与。从2006年就开始投资新三板的金先生

告诉中国证券报记者，做市制度让个人投资者随时可以买卖股票，但这只是理论，实际操作中会遇到困难。主要是很多做市券商拿到的库存股票不是很多，有的才10万股，很多股票每天都10手、20手的报价。如果他看好一个公司想买很多，买几次价格就会不断上涨，超乎其拟定的综合成本。

Wind数据显示，截至9月19日，按2013年年报计，剔除两家亏损企业，参与做市的50家公司股票市盈率平均为27.7倍。金先生认为，做市让新三板更有流动性但溢价明显增高，对于PE等机构投资者来说，根本没必要通过做市交易拿票，完全可以参与定增或自己与股东联系协议转让。对资金500万元以上的“大散”来说也是同理。以9月12日开始做市交易的点点客为例，该公司此前向一些创投机构定增股份的价格为10元/股，就在交易前几天的协议转让价格最低也在10元/股，而做市当天开盘价为16.5元，盘中一度冲高到50元，现在的价格为20多元，短期内大资金不太可能进场接盘。

多管齐下激活市场 配套措施亟待完善

投资者来参与市场。

其次，多项配套措施亟需完善。有券商反映，在经纪业务部门的推广下，公司高净值客户很多开了新三板的户，但至今未参与交易。客户们普遍反映，新三板的企业看不懂。不仅券商没有研究报告提供，没有个股资讯提供，就连炒股软件能看到的信息都极其有限，市盈率、公司总股本等基本资料都缺乏。

“现在新三板还没有形成一套成熟的研究体系、估值体系。”一些券商人士表示，相关规定又要求做市业务与其他业务隔离，意味着做市业务要自建一套人马。“比如在推荐挂牌阶段，投行人员做了尽职调查，他们对公司最了解，然而业务隔离后做市部门得另外重新找人去研究公司并估值。”一家券商业务人员说，这在实际操

作中显然是浪费资源。

再次，还有一些券商希望交易规费有减免和优惠。“在不计算资金成本的情况下，双边买卖成本为千分之二点二五。”有做市业务人员表示，有一些投资者的报价已经达到他们的做市股票成本线，但出于综合成本考虑也不会与投资者成交。如果在做市初期能减免费用，就会让券商有更多让利空间来刺激流动性。

还有投资者认为，之所以目前交投清淡，也是因为一些很好的公司还没有参与做市交易。如果新三板能出现几家类似苏宁、微软、腾讯等让投资者“眼红”的公司，出现赚钱效应，自然会吸引投资者大量入场。

(新三板定增网林熙明对本文亦有贡献)

鲁先德：延伸业务链有助提高盈利水平

□本报记者 杜雅文

新三板做市交易启动以来，火热情况似乎低于市场预期，券商在这方面的盈利前景到底如何？国信证券场外市场部总经理鲁先德在接受中国证券记者采访时表示，新三板的盈利点在于整条业务链的不断延伸，而不能将其割裂来看。

券商做市好比美食家点赞

中国证券报：之前做市制度被认为是解决新三板流动性不好的最佳办法，但选择做市交易的企业目前来看数量并不多，一些推荐挂牌业务名列前茅的券商，参与做市的企业数量也不多，怎么看？

鲁先德：作为一项新业务，市场参与各方会有些慎重很正常。很多新三板挂牌企业对做市表现了浓厚的兴趣和积极性，但对于具体怎么做市、做市能给企业带来什么好处并不确定，所以会产生一些观望。

券商要做市，必须从挂牌企业获取一定初始库存股票，这就涉及到拿票的价格。券商拿库存股票的价格与券商未来报价之间的关系，很多企业并不理解。他们的股东觉得如果从券商做市价格来看，显然券商拿库存股票时出的价格偏低。

有企业股东认为，券商做市拿股票的价格应该与PE等外部投资者的投资价格差不多，而不应该有适当折扣，然而需要看到的是，外部投资者增资进入后要跟企业谈业绩承诺，签署对赌协议等，同时外部投资者不负有维持流动性义务。而业务规则规定券商做市禁止与企业及其股东就股权回购、现金补偿等作出约定，也就是说券商为了做市获取的库存股票，需要投入资本金，而目前并没有风险对冲机制，所以必然会要求持股成本在市场化价格上有所折让。

目前从参与做市的40多家企业来看，大部分库存股票的获取价格还是较好地满足了券商的预期。企业股东需要明确的是，券商要求的折扣不是意味着要把企业的估值降下来。这就好比美食家与餐厅的关系，餐厅应希望美食家来吃饭并点赞，而不能将其当作其他普通客人来对待。券商通过较低价格拿到小比例的股票做市，不仅可以为企业带来较多的关注，同时通过券商的估值定价，一旦企业股价提升，整体市值增加。这从企业市值管理角度来看，券商做市起到了关键作用。

中国证券报：挂牌企业存在的这种股份惜售心理，是否会影响做市？

鲁先德：目前来看，参与做市的企业普遍存在着惜售心态，因此做市券商拿的初始

库存股票也不多。从理论上来说，如果市场上买卖双方都有较多需求，做市券商起的是双向报价匹配作用，其持有的库存股票可以不动。只有通过做市机制，把企业估值充分揭示，这个市场才能形成双向买卖。市场的流动性与做市企业股东结构有关，也与整体市场活跃度及券商选择做市标的等整体运营能力有关。

新三板盈利模式仍在探索

中国证券报：在目前选择做市的新三板企业里，有两家从财务指标上来看是亏损的。有观点认为，最好的企业不会选择做市，怎么看待？

鲁先德：公司的财务指标一是看数字，二是要看未来的趋势。目前已经做市的公司基本面还是不错的。从IPO的传统思路来看，企业的基本面与财务指标、规模大小等息息相关，券商在选择做市公司时财务指标也是需要考量的非常重要的指标，但从理论上说做市本身是一个交易行为，任何标的都可以做市，纯粹从做市商角度来看可以不关注基本面。可以看到，三板退市公司仍然有很多在交易，财务指标或许不理想但可能适合做交易标的，因为它就是个符号，市场有分歧才会成交。所以在选择做市公司时，股东结构是否复杂、该企业历史交易是否活跃等因素都需要考虑。

中国证券报：从目前的交易情况看，券商通过做市盈利短期内是不是很难？

鲁先德：做市是新三板业务链条的延续，只有链条完善才能通过系列服务带来相对比较可观的盈利。目前做市的企业样本太少，时间也太短，单独把做市环节拿出来探讨今后能给券商带来多少盈利，是人为地把新三板割裂开了。新三板业务目前还在摸索阶段，盈利模式并不成熟。未来还有竞价交易，届时市场又会变化。所以，整个新三板的业务链条伴随着制度不断完善发展会不断延伸。

从静态来说，新三板业务链条延长，不仅可以让推荐挂牌，还可以做市、融资、并购等，各个环节都会慢慢有收益，可谓积少成多；从动态来说，随着挂牌企业成长，券商各环节的业务量也会增长，是一个逐渐增厚的过程。

目前认为新三板不赚钱，主要是与传统的IPO业务来对比。但在评价新三板业务时，需要关注到一个大背景，即整个证券行业都在谈创新，而经纪业务的佣金收入、IPO的投行保荐收入等传统业务利润率都在下降。新三板最大的特点是业务本身比较接地气、毛利率与实体经济相比相对高但更接近一些。在证券行业毛利率水平逐渐走低的大背景下，新三板随着产业链日益延长，盈利能力反而越强。

■记者观察

新三板业务潜在价值大

□本报记者 杜雅文

新三板是一个正在不断完善发展的新兴市场。从2006年推出以来到现在，挂牌公司数量成倍增加，交易制度日益完善，流动性不断改善，大量具有高成长性的中小企业挂牌上市后获得了飞速发展。从一些成熟市场的做市交易制度发展历程来看，市场活跃度的总体提升也经历了一个较长时期。

从证券行业发展的大背景来看，以经纪业务为代表的传统业务面临严峻挑战已是不容回避的事实，券商迫切需要转型创新，寻找新的利润增长点。而在当前宏观环境下，服务中小企业的投行业务既符合

监管部门要求，券商也可借此实现业绩快速增长。新三板业务最大的亮点在于能为券商带来大批量的中小企业客户资源，其中不乏高成长的优质企业，并且随着做市商、私募债、并购、融资等业务链的延伸，使得券商的机构业务可以围绕全投行产业链开展创新。

综合各方面因素看，目前影响新三板市场流动性的因素有很多，如投资者结构、挂牌公司股份结构、市场大环境等。新三板做市交易活跃度下降有多方面原因：作为新的投资品种，大量已经在新三板开户的投资者仍处于观望熟悉阶段；截至目前，参与做市交易的挂牌企业数量有限，占比不到5%，有一些投资者看好的优质企业尚未加入其中；做市交易以来，大多数股票出现较大涨幅，投资者在短期内买入的兴趣不足；一些参与做市交易的企业股东长期看好公司发展前景，卖出股份的动力不足，使得市场上可流通股份不多；不少做市券商因资金投入不多、挂牌企业股东对股份惜售等原因，获得的初始库存股票不多，加之要维持库存股票价格，在流动性欠佳情况下其交易意愿也不充分。

需要注意的是，新三板做市业务也给券商带来了新的风险。在做市过程中，券商必须动用资金持有一定数量的库存股票，其盈利的重要来源一部分在于库存股票增值。由于新三板公司质地良莠不齐，因而需要券商具有很强的投研实力和风控能力。面对短期内出现的这种情况，需要看到