

## 聚焦 FOCUS 场外交易市场建设提速

# 多层次场外市场框架成型 承载功能或超预期

以新三板为基础的全国场外交易所可能先行启动,各地柜台市场推出时间或慢一些

证券时报记者 游芸芸

国务院副总理王岐山、中国证监会主席郭树清昨日调研新三板推进工作,将场外市场建设话题推向高潮。据证券时报记者了解,多层次场外市场框架雏形已定——除在现有中关村代办股份转让系统(即“新三板”)的基础上成立全国场外交易所(或称“全国场外交易市场”)外,各区域将陆续推进以券商为主导的柜台交易市场。

证券时报记者获悉,拟成立的全国场外交易所由中国证监会、中国证券业协会等监管部门牵头并进行统一管理,地点设在北京。现任湖南证监局局长杨晓嘉或将出任新交易所理事长,中国证监会市场监管部主任谢庚拟任总经理。

去年开始,新三板扩容消息一度甚嚣尘上。今年两会期间,杨晓嘉表示,在中关村试点基础上进行场外市场建设,并不完全是试点范围的简单扩大,而是在全国总结试点经验的基础上,根据我国的国情和特点建立一整套符合场外市场运行的交易结算和监管制度。

中国证监会副主席姚刚近日也表示,证监会将借鉴国际上的成功经验,总结新三板运行实践,加快建立统一监管下的、以柜台交易为基础的、服务全国中小企业发展的场外市场。姚刚透露,证监会正在对市场建设有关问题深入论证,抓紧完善相关方案,在履行完相关报批程序后,争取尽快推出。

柜台市场由去年底被监管部门重点提及后,各种讨论方案层出不穷。据了解,申银万国、西部证券、宏源证券、中信建投等10家券商均向中国证券业协会上报了柜台交易市场建设方案,与当地政府合作搭建区域性柜台交易平台。

多位券商人士推测,现阶段以新三板为基础的全国场外交易所筹备条件相对成熟,或将先行启动;各地柜台市场因涉及诸多新规则、新制度以及新产品,许多操作细节尚待进一步细化,推出时间相对慢一些。

### 场外交易所或将诞生

“全国场外交易市场几年前就

被提及。去年底开始,监管层动作明显提速。”今年新三板市场排名前五的一家大型券商相关业务负责人表示。

数据显示,截至3月27日,新三板挂牌企业已达104家。去年全年挂牌企业20家左右,今年已达50家。这种趋势或将持续,增大交易标的供给目的就是摆脱交投低迷、提升市场活跃度。”深圳某大型券商相关人士指出。

多位券商新三板业务负责人表示,统一监管下的全国场外交易所将对现有新三板制度框架作进一步的完善,目前市场最为关注的几大因素集中于审批制度、挂牌门槛、做市商、转板及退市制度、投资者群体定位、交易规则等。

受访的多位券商人士预计,新交易所企业申请挂牌仍会保留一定门槛,同时实行严格的退市机制;大部分交易规则沿用现有新三板规则,但股东200人限制、个人投资者不可参与或将破题。

新交易所发行倾向于沿袭新三板实施的备案制做法;根据监管层此前对新三板企业“好企业”的资质期望,挂牌企业或将保留财务指标门槛,比如“最近1年盈利,且净利润不少于500万元”。最受行业关注的做市商将会引入——交易所对交易活跃度有一定要求,除了增加挂牌企业数量外,券商作为做市商将提供流动性,活跃交易;同时还能完成估值、定价功能。”上海某大型券商负责人表示。

西部证券代办股份业务部总经理程晓明指出,券商做市可“代替”投资者完成对上市公司进行价值分析工作,通过其双向报价引导投资者估值定价,直接告诉投资者上市公司股票价值,影响股票价格形成。

新交易所交易量会远高于目前新三板柜台市场,如买家数量、类型不放开则很容易造成交易清淡,这不是监管层建立交易所的初衷。”北方一家大型券商新三板负责人表示。

### 柜台市场或与地方合作

据了解,由证券公司主导的柜台交易系统目前定位类似美国场外电子柜台交易市场(OTCBB)。此前中国



新三板将走向何方?据证券时报记者了解,多层次场外市场框架雏形已定——除在新三板的基础上成立全国场外交易所外,各区域将陆续推进以券商为主导的柜台交易市场。 IC/供图

证券业协会组织10家试点券商讨论的《证券公司柜台交易业务试点暂行办法(草案)》主旨以券商为主导,与地方政府合作,建立区域性柜台交易市场。

草案提出,企业股份上柜应向证券公司申请,如证券公司同意,股份公司应与证券公司签订证券登记服务协议,办理股份公司全部股份的托管登记后,其股份便可转让交易。

券商和天津、上海、重庆等地产权交易所的合作基本停滞。3月初,证监会副主席姚刚表示,证监会监管的证券、期货和基金公司在各类交易所清理整顿期间,不得参与尚未认定达标的交易场所。

监管层近日在各地调研的消息,再次引发了市场对各类交易所清理完毕后券商与地方产权交易所合作的期望。

券商如与地方政府合作仍须接受证监会垂直统一监管。相比此前一些社会中介,券商更专业,更易被监管,券商介入将对柜台市场形成良性的正面影响,有助于柜台市场的健康平稳发展。”上述深圳券商相关负责人指出,柜台交易市场将在全国统一的交易规则下运行,企业上柜拟实行备案制,其核心需引入做市商制度。

已上报柜台业务方案的某大型券商相关人士认为,一旦多层次场外市场搭建成型,柜台市场将成为多个触角,不断“收集”多个企业项目资源。从长远来看,如果转板顺利,上柜企业最终有望通过全国场外交易所或主板、中小板和创业板进行融资。

据多位券商人士透露,柜台市场可能设立一定门槛,解除股东人数200人的限制,并将对个人投资者开放。值得注意的是,多位业内人士表示,由券商主导的柜台市场承载功能或超出此前市场预期。包括中小企业私募债、多种创新类的产品都可能通过柜台市场推出,届时柜台市场的市场影响力将更大。”上述北方大型券商相关负责人表示。

据广发证券相关人士介绍,新三板做市业务将成为券商买方业务转型的新盈利点,将放在股票销售交易部和债券销售交易部,作为资本中介业务内容。

## 新三板将拥有独立交易平台 多项制度改革呼之欲出

证券时报记者 李东亮

昨日,国务院副总理王岐山、证监会主席郭树清莅临深圳证券信息公司北京路演中心调研新三板推进工作,北京市将成立全国场外交易所一事再次释放出积极信号。

### 核心是做市商制度

西部证券代办股份业务部总经理程晓明认为,待全国场外交易所成立后,新三板将拥有自己独立的交易平台,这对新三板的发展具有较大的推动作用。

不过,业界表示,即便所谓的场外交易所成立后,如不引入新的交易制度,目前新三板市场固有的难题仍然难以解决。而在程晓明看来,新三板交易制度的核心是做市商制度。

程晓明认为,创业板的实质是高科技企业,重要特征之一就是普通投资者无法识别企业的价值,因此新三板才是中国真正的创业板。而做市商制度首要的功能是解决新三板挂牌资产的定价,其次还能活跃市场交易,因此做市商制度是新三板交易制度的核心。

另据记者获悉,西部证券、广发证券等新三板业务开展较为顺利的券商,已经在对做市商制度进行深入探索。西部证券相关人士告诉记者,在该公司初步设计的方案中,该公司将成立做市商专营部门,而新三板推荐的业务将与投行部的承销功能对接,专营部门将与投行之间建立充分的防火墙。此外,西部证券还在研究做市商相关IT系统的开发,将来与成立后的交易所系统实现对接。

而据广发证券相关人士介绍,新三板做市业务将成为券商买方业务转型的新盈利点,将放在股票销售交易部和债券销售交易部,作为资本中介业务内容。

### 多项制度改革促交易活跃

由于《公司法》规定股份制公司

的股东人数不得超过200人,新三板交易制度中则明确规定新三板交易起点高达3万股、不向个人投资者开放、柜台交易而非竞价交易等多种原因,中关村股权代办系统自推出以来,交易极度清淡,从而极大地限制了其融资功能,使其备受业界诟病。

近年来,建言新三板系统采取做市商制度活跃市场的呼声日益高涨。不过,在程晓明看来,做市商制度并不能彻底解决新三板市场交易的清淡,必须从根本上解决股东人数的问题和引入个人投资者。天津股权交易所虽然采取做市商制度,但交易仍然非常清淡。”程晓明说。

事实上,记者从多家券商新三板业务负责人处了解到,在中证协年初召集的场外市场研讨会上,已经讨论了新三板系统向个人投资者开放和取消新三板挂牌企业股东人数200的上限。

据记者了解,在讨论新三板系统向个人投资者开放的同时,相关部门和业界正在讨论引入投资者适当性管理制度。程晓明表示,具有一定风险承受能力和一定投资经验的个人投资者完全可以进入新三板市场,50万元的金融资产和2年以上的股票投资经验有望成为合格投资者的门槛。

值得关注的是,在考虑新三板向个人投资者开放的同时,限制新三板系统交易清淡的另一因素同样急需突破,即200人的股东上限。《公司法》和《证券法》规定,非公开发行的公司,其股东人数不得超过200人。

据业内人士介绍,在代办股份转让系统成立之初,并不禁止个人投资者进入该系统交易,但是交易后的股东家数动辄触碰200人的红线,在一定程度上促使监管层不得不暂停让一般个人投资者进入代办股份转让系统交易。因此,新三板向个人投资者开放的前提是放开200人的股东上限。”中信证券某人士表示。

此外,除将新三板系统向合格个人投资者开放外和取消股东人数不得超过200家的限制外,业界还普遍建议,应将新三板的交易单位进一步拆细,降低交易起点单位,并采取竞价交易。

# 场外市场转板机制或不单独考虑

专家认为,转板制度绿色通道应对不同企业区别对待

证券时报记者 胡学文

在2012年全国证券期货监管工作会议上,证监会主席郭树清指出,“以柜台交易为基础,加快建立统一监管的场外交易市场,为非上市公司提供阳光化、规范化的股份转让平台。”目前诸多迹象表明,统一监管的场外交易市场的步伐已经越来越近,而除了常规的发行交易制度外,转板机制是否建立、如何建立更是成为业界关注的重中之重。不过,据权威消息显示,监管层可能不会专门针对场外交易市场转板机制进行考虑,而是在建立和完善各层次市场间转板制度的体系中通盘考虑。

### 业内呼吁建立转板机制

场外交易市场的建立几经波折,最终形成了目前“以柜台交易为基础,加快建立统一监管的场外交易市场”的共识。不过,相关转板机制的建立则一直不太明朗。

来自企业一线的信息显示,场外交易市场转板制度不明确,使得一些企业对场外交易市场挂牌持观望态度。有企业甚至毫不讳言,挂牌场外交易市场的目的就是为能够未来转板中小板或创业板市场,如果未来不能打通转板,场外市场对企业的吸引力不大。深圳产权交易业内人士也表示,场外交易市场与创业板、中小板的转板通道能否

打通,对于中小企业挂牌场外市场的积极性影响巨大。

不过,也有业内人士提出了不同意见。只要解决了场外交易市场的相关制度安排,比如突破股东200人限制、引入做市商制度和向个人投资者开放等,交易活跃起来,企业对于转板的冲动就不会那么大,转板制度是否建立也就不那么重要。”西部证券代办股份业务部总经理程晓明表示。

事实上,与企业关注的落脚点不同,专家学者则更为看重转板机制对于构建多层次资本市场体系的重要性。有专家学者表示,建立转板机制非常重要,这样才能体现场内场外市场的互动,从而构建多层次资本市场体系。要从市场容量上形成场外市场在下,场内市场在上的金字塔形状。要设计高效率的转板制度,确保多层次资本市场的弹性和活力,建设容量大的场外市场并设定转板机制,能够增加多层次资本市场的安全性和稳定性。另外,为了提升场外交易市场的活力和吸引力,赋予其直接转向创业板或中小板的制度创新机能有必要。”有专家表示。

目前从各方消息来看,转板制度的建立已经日趋明朗。不过,西南证券场外交易市场部高级执行董事、总经理周到告诉记者,据他了解,监管层可能不会专门针对场外交易市场转板出台政策,而是通盘考虑建立场外交易市场、创业板、主板整个市场板

块体系的转板制度。证券时报记者从权威渠道获悉的最新消息也证实了上述说法,监管部门对于转板制度的考虑将在“建立和完善多层次市场间转板制度”的基础上展开。

### 直接转板应对企业区别对待

事实上,监管层关于研究不同层次市场间转板机制的消息也时有传出。那么,一旦全国性的场外交易市场建立,相关转板机制将会如何设立呢?

从业内来看,主要存在以下建议:一个是场外交易的股份直接转板创业板、中小板。一旦转板机制采用了该做法,无疑将极大地激发中小企业挂牌场外市场的热情,也会大大提高场外交易市场的发展速度。

不过,从此前的情况来看尚无先例,代办股份转让市场挂牌公司上市仍然走的是IPO的老路。据Wind统计数据,目前代办股份转让市场上共有161家公司在进行交易,2006年以来,仅有6家企业成功转板中小板或创业板,分别为粤传媒、世纪瑞尔、北陆药业、久其软件、紫光华宇和佳讯飞鸿。截至目前,代办股份的总市值约为187亿元。有专家也认为,从我国目前资本市场的现实情况来看,企业直接转往创业板、中小板还不是很现实。

另一个则是相对折衷且同样具备吸引力的路径:不直接转板,但是享受绿色通道的支持。

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新建议绿色通道可以从两方面给予

优惠:一方面是不用排队,另一方面是满足基本的IPO条件即可。

周到对此表示认同,他预期监管层很可能倾向后一个办法。即场外市场挂牌企业符合中小板、创业板的上市标准且不进行融资的,可以直接转板至中小板或者创业板;如果要融资,则仍然需要进行IPO审核,但在审核速度等方面给予绿色通道的支持。”周到说。

### 链接 | Link |

#### 新三板发展历程:

2005年11月底,国务院批准实施新三板试点方案。

2006年1月23日,世纪瑞尔、中科软成为首批挂牌企业。

2006年12月,北京时代定向增资5000万元,中科软定向增资6000万元。

2008年7月30日,久其软件首发申请获得通过,成为首家登陆中小板的挂牌公司。

2009年7月6日,试点制度进行五方面的调整:试行投资者适当性制度、调整公司挂牌条件、完善转让结算制度、改进股份限售安排、完善信息披露制度。

2009年10月30日,北陆药业成为首批28家创业板上市公司之一。

2012年截至目前,累计172家公司参与试点,挂牌公司达到119家。(郑晓波 整理)

## 中关村管委会探索完善新三板试点制度

# 支持主办券商直投 探索挂牌企业股权激励

证券时报记者 郑晓波

见习记者 刘璐

近来,监管层频频调研,给新三板带来春风阵阵。新三板将走向何方?记者从中关村管委会了解到,下一步其工作计划是进一步完善试点制度,内容包括完善转板制度、探索做市商制度、主办券商开展直投、挂牌企业股权激励、扩大投资者队伍等五个方面,同时,将建议扩大试点范围、在新三板基础上建设统一监管下的全国性场外交易市场。

为在全国场外市场积累经验

昨日,国务院副总理王岐山在北京考察中关村非上市公司股份转让试点工作,记者在现场看到,在中关村管委会所做的新三板情况汇报展板内容中提出了新三板进一步完善试点制度、扩大试点范围、在新三板基础上建设统一监管下的全国性场外交易市场等建议。

其中,进一步完善试点制度又包括五方面内容:建立和完善各层次市场间的转板制度、探索实行做市商制度、支持主办券商开展直接投资业务、开展挂牌企业股权激励试点、适度扩大合格投资者队伍。

中关村管委会认为,新三板是

市场化程度高、监管理念新、重在信息披露的市场,探索了非上市股份有限公司股份转让的风险控制、监管制度安排和基本运行模式,有效控制了风险,为建设统一监管下的全国场外交易市场积累了经验,奠定了基础。

### 净利润复合增长率达55.58%

记者从中关村管委会获悉,截至目前,累计已有172家公司参与试点,挂牌公司达到119家。试点企业业绩优良,2011年上半年挂牌公司营业收入平均同比增长30%,其中同比增长率超过100%的11家,超过50%的10家。

目前,新三板挂牌公司初具规模、运行稳定、秩序良好,挂牌企业逐年增加,涵盖了电子信息、生物制药、清洁技术、文化创意等新兴产业,累计成交3762笔,成交股数4亿股,成交金额21.9亿元。2008年、2009年、2010年以及最近一期,新三板挂牌公司平均营业收入复合增长率为25.03%,归属母公司股东的净利润复合增长率为55.58%。

新三板市场的发展带动了企业改制挂牌的热情。目前中关村非上市股份有限公司近500家,正在改制和拟改制公司500多家。此外,新三板还承担着上市公司“孵化器”、“蓄水池”的作用。