供需失衡收入结构待变 新三板做市制度亟待完善

表1：做市转让、协议转让、创业板企业基本情况及财务指标对比

	做市转让	协议转让	创业板
经营时间超过10年的企业占比（%）	60.37	48.85	89.63
财务要求达创业板上市条件的企业占比（%）	57.39	28.12	--
净资产中位数（万元）	6471.02	2928.12	80353.74
净利润中位数（万元）	918.45	258.56	6000.87
营业收入增长率中位数（同比）（%）	18.14	18.28	17.52
营业收入增长率中位数（两年）（%）	43.03	32.82	41.01
净资产收益率ROE中位数(%)	16.01	11.14	9.79
资产负债率中位数（%）	44.06	48.37	28.85

表2：做市商数量最多的挂牌企业前十名

证券代码	证券简称	做市商家数	做市首日	行业名称	2015上半年营业收入（百万元）	2015上半年净利润（百万元）
830899	联讯证券	34	2015/6/18	金融	760.64	282.19
831963	明利仓储	28	2015/6/19	工业	123.65	20.13
430051	九恒星	22	2014/9/10	信息技术	16.54	-54.08
830881	圣泰集团	21	2015/9/30	材料	1,722.25	160.23
430394	伯朗特	18	2014/12/25	工业	63.23	8.16
430357	行悦信息	18	2014/8/25	信息技术	38.81	5.74
832023	田野股份	18	2015/5/12	日常消费	94.42	26.64
430037	联飞翔	17	2014/8/25	可选消费	79.78	15.28
430462	楚业环保	17	2015/5/7	材料	280.36	26.55
430518	嘉达早教	17	2014/12/2	信息技术	137.42	18.32

表3：2015新三板与A股交易情况统计（单位：%）

	年振幅（中位数）	日均换手率（平均数）	日均换手率（中位数）	成交天数占交易日数比（平均数）	成交天数占交易日数比（中位数）
做市转让	195.5	0.25	0.11	67.05	63.11
协议转让（成交日数大于10）	246.58	0.38	0.21	30.02	21.49
全部A股	172.55	5.1	4.36	--	--
创业板	240.52	6.86	6.1	--	--
中小板	190.29	5.13	4.48	--	--
主板	149.91	4.52	3.89	--	--

表4：2015年12月31日不同市场估值中位数

	做市转让	协议转让	创业板
市盈率PE（TTM）（仅考虑PE>0的样本）	28.43	31.27	115.57
市净率PB（仅考虑PB>0的样本）	3.25	3.11	8
市销率PS（TTM）（仅考虑PS>0的样本）	3.37	2.96	13.87

注：1、财务指标选取2014年年报数据；2、年振幅：做市转让仅统计区间内成交日数不小于100天的股票

范璐媛/制表 吴比较/制图

中国上市公司研究院

2015年，A股市场整体估值居高不下、大盘指数剧烈动荡、系统性风险难以规避、IPO再度暂停……面对主板颇不乐观的投融资环境，不少拟融资企业和投资者将目光投向新三板市场。截至2015年12月31日，从1572家到5339家，新三板挂牌企业数量在去年一年内完成了三倍增长。

曾经饱受诟病的流动性难题一直是制约新三板发展的障碍。因此，做市转让制度一经推出便被给予厚望。截至2015年年底，挂牌企业中做市转让的公司数量占比已超过20%。而在去年年初，这一比例仅为8%，做市企业数量增速远超协议转让。

如今，新三板做市转让制度启动已一年有余。回顾2015年，这项起源于美国纳斯达克市场的交易制度在增强流动性、平抑价格波动方面确实起到积极作用。但另一方面，受限于做市商供需失衡及政策约束影响，做市商相对于挂牌企业更有谈判话语权，其获取利润的主要来源也较其市场定位有所偏差，而这恰恰给新三板市场的稳定发展埋下隐患。

选择企业标准严格

2015年，新三板做市交易的挂牌企业新增1047家，惊人的增速折射出企业对提高自身股票流动性和估值水平的渴望。与此同时，由于对新三板挂牌企业估值较为困难，财务规范性要求低于主板企业，做市商为避免风险必然会对拟做市企业进行更为严格的筛选。

截至2015年年底，成功做市的企业中经营时间超过10年的占比60.37%，而在协议转让的企业中这一比例仅为48.85%。从企业规模及利润水平上看，做市企业的净资产和净利润的中位数为6471万元和918万元，分别为协议转让企业的2.2倍和3.56倍。就成长性而言，做市企业过去两年营业收入总增长率的中位数为43.03%，虽高出协议转让10个点，但优势并不如体现在企业规模上的明显。可见，与短期爆发性成长能力相比，做市商对企业长期持续经营能力以及企业规避风险的能力更为看重。

目前，新三板挂牌企业中符合创业板最低财务要求的约有1800家，其中选择做市转让的企业约有660家，占比37%，远高于新三板全部挂牌企业中做市转让企业所占比例。同时，这660家企业占全部做市转让企业数量的57%，而协议转让的企业中符合创业板财务条件的占比仅28%。做市企业的财务稳健性更强。

事实上，做市商在选择做市项目时，企业的主营业务、所处行业、商业模式等都是其关注的重点。以行业为例，信息技术的做市率达25%，高于其他挂牌企业集中的行业。做市商因看好信息技术产业的创新性和成长性而乐于为其做市，也会相应考虑到该行业轻资产的特征而降低对企业规模的要求。总体而言，企业的资产、盈利、成长性等财务状况为做市商选择企业设下了一道标准。很多时候，这个标准甚至比企业在创业板上市的财务要求更为严格。

股票估值有提升空间

2015年实行做市转让交易的股票，做市区间内全年成交天数占区间内总交易日的比例平均值为67.05%，远高于协议转让所对应的该比例平均值。即使排除协议转让中全年成交日数小于10天的流动性极低的股票，其占区间内总交易日的比例平均值也仅有30.2%。做市交易使股票的流动性明显增强。

从波动性来看，做市后成交日不小于100天的股票年振幅的中位数为195.5%，考虑到成交天数对振幅的影响，这一波动水平与创业板大体相当。相比之下，协议转让下成交日数不小于10天的股票年振幅为246.58%，若将样本范围缩小到成交日数不小于30天的股票，这个振幅可高达326.33%。不难看出，做市商在平抑股价、保证市场稳定方面作用显著。

估值方面，以2015年12月31日的参数来看，做市转让股票的市盈率、市净率、市销率的中位数相比于协议转让并没有明显差别，与主板、尤其创业板相比总体处于极低水平。此外，相对于协议转让的企业，做市企业估值指标的标准差要小得多，各股票间估值水平更为相近，极端情形较少出现。新兴行业、初创企业的估值一直备受关注，从传统指标的绝对数值上看，做市商的估值尚处在合理区间。

不过，如上文分析，做市企业的总体规模、盈利能力、财务稳健性较协议转让企业更为优异，而做市企业和协议转让企业在行业分布上的差异甚微，因而估值完全可以更为乐观。在这一点上，做市股票的估值也应有进一步提升的空间。

买卖价差收益受限

虽然做市后股票的流动性改善明显，区间内有实际交易的日数显著增加，但从日均换手率上看，做市股票的整体成交量依然十分低迷（见表3）。事实上，新三板挂牌企业数量的增速和市场上交易资金的增速完全不成比例。纵然做市商有意提高做市股票的流动性，但也常常因缺少对手盘而难以达成目的，甚至出现做市商将股票“左手倒右手”的情形。

在做市商制度业已成熟的美国，做市商赚取利润的主要方式为买卖双边报价的价差。由于股票为多家做市商联合做市，价格被操纵的可能性极低，做市商在每股股票买卖报价上也难以大做文章，因此，成交量成为决定做市商收入的最关键因素。反观国内新三板市场，股票成交量的低迷使做市商的买卖价差收入大打折扣。

依照2015年做市股票的平均交易情况，对做市商在单只股票上的买卖价差收入进行测算。2015年，做市个股平均成交日数占交易日数比值为67.05%，全年成交均价的均值为10.72元，每只股票的做市商数量的中位数为3家，日均成交量的中位数为2.18万股（仅统计成交量大于0的日数），假设股票买卖数量均衡，则买卖各成交1.09万股。按照规定，做市商买卖报价的价差不得超过5%。若以5%记，则一家做市商在单只股票上的全年平均价差收入仅为32.68万元（1.09*250*67.05%*10.72*5%/3）。

相对于券商其他业务，这一收入水平确实缺乏吸引力。做市商在交易中介的角色上所获得的买卖价差收入不理想，于是便寻求在投资者角色、甚至在自营商角色上获得收益，更多地将眼光瞄准定向增发市场，或是在二级市场上进行高抛低吸的阶段性操作。

瞄准定向增发市场

定向增发是做市商获得库存股的主要方式。与买卖价差相比，新三板做市商在定向增发上所获得的溢价收入要可观得多。

不同于A股市场，新三板市场对于股票定向增发的价格并没有严格限定，投资者可以与企业协商谈判确定发行价格，所获得的股份亦没有严格的锁定期限制。以增发股份上市后30个交易日内的平均收盘价为参照，在2015年机构投资者参与的做市企业定向增发事件中，定增股份溢价率的中位数为54.53%，平均值超过100%。依据2015全年做市股票成交均价的均值10.72元测算，在54.53%的溢价率下，卖出库存股的每股溢价收入高达3.78元。相比之下，做市商获得的每股价差收入0.536元显得微不足道。

做市商的主要功能在于维持市场价格稳定、给出股票合理估值、增强市场流动性。然而，巨大的定增溢价收入并不能帮助做市商履行职责，反而可能会成为其发挥自身功能的阻碍。高额溢价下，做市商即使以大幅低于合理估值的价格卖出股票依然能够获利颇丰，做市商提高做市股票市场价值的愿望因此被削弱，甚至不排除有做市商为了迅速获利而不惜以压低价格的方式尽快卖掉库存股份。

极低的定增价格相当于挂牌企业对自身收益的让步，这反映出做市商在价格谈判中的优势地位。而导致这一现象的根本原因正是做市商的供需失衡。与挂牌企业数量的迅猛扩容速度相比，新三板做市商数量增长缓慢。截至2015年年底，做市商总数不过83家，已远远不能满足市场需求。供不应求下，做市商对意向做市企业的选择权被放大，企业为获得做市商的青睐不得不提供更加诱人的条件，包括降低对股票估值和定增价格的期望。此外，做市商数量的紧缺也降低了平均每家企业做市商的数量。截至2015年底，约有30%的做市企业仅有两家做市商。单一股票做市商数量的稀少降低了做市商之间的竞争，从而增加了做市商操纵股价的便利性。

除了市场流动性不足和做市商供求失衡外，估值困难也是做市商试图压低定增价格的原因。由于新三板市场良莠不齐、财务披露要求不如主板严格、企业与做市商之间信息不对称，做市商搜寻和深入调研企业的成本大大增加。另一方面，做市商在对初创企业、新兴行业企业、微利甚至负利企业进行估值和定价时也难以遵循客观统一的标准，压低一级市场上的定增价格成为了做市商为规避估值不合理所带来的风险最常使用的手段。

盈利结构有待变革

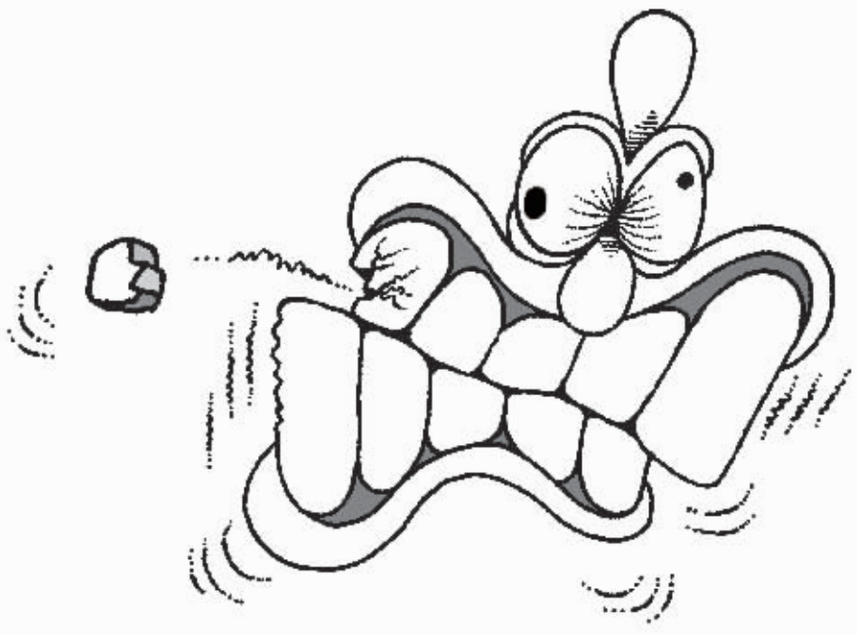
定增溢价为做市商带来了一二级市场间丰厚的套利收益。这既是做市商所享受的现有政策的红利，也是现有政策和市场环境下做市商为保证自身利益所导致的必然结果。

然而，这一现象对于新三板市场稳定健康的发展并无益处。要解决做市商供不应求和新三板流动性不足的问题还需依赖政策的支持。2015年11月《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》发布，未来具有可观规模、高成长性或是高流动性的企业将会被划入创新层。以现有方案的征求意见稿来看，创新层的准入标准将比创业板上市条件更为严苛，进入创新层的企业资质优异，投资安全边际高，适合风险承受能力中等的散户投资者。在此背景下，创新层试点差异化制度、放宽投资者准入门槛的预期也不再遥不可及。

若放宽投资者准入门槛，新三板市场资金会大幅增加，从而提高市场流动性，推动做市商更好地履行其市场中介的职能。另外，分层后进入创新层的挂牌公司势必会受到更多做市商的追捧，从而增加了优质企业与做市商谈判的话语权，削弱了做市商在定增上所能取得的溢价空间。

除了放宽投资者准入条件，交易所也应适当放宽对做市商资质的要求，增加市场上做市商的数量，解决市场上做市商供不应求的问题。同时，提高对单个企业做市商数量的要求，促使更多的做市商形成竞争，完成对挂牌企业更合理的估值和报价，推动新三板向更健康的方向发展。让做市商回归其中介职能，更好地在其职能范围内提供服务，市场各方利益才能得到最大限度的保障。

（助理研究员 范璐媛）



当有机会获利的时候，千万不要畏缩不前。

——乔治·索罗斯

忌·恐惧

证券时报公益广告系列·理性投资