

从市场扩容等方面促进代办股份市场健康发展

2010-5-26 清科研究中心

2009年，在中国证监会的统一领导下，在相关单位和科技园区的通力合作与支持下，协会对股份报价转让试点相关制度进行了调整与完善，提高了市场功能与效率，推动了代办股份市场转让试点工作稳步健康发展。2010年随着创业板的成功运行，以代办股份市场为核心的场外交易市场建设被推向高潮。然而，目前代办股份市场仍存在挂牌企业数量较少、交投不活跃的问题。2009年代办股份累计59家企业挂牌，成交1.07亿股，成交金额4.83亿元，远不及沪深市场的交易量。此外，交易制度以及转板机制也急需完善，以吸引更多的企业挂牌交易，增加整个市场的流动性。针对这些问题，大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心最新推出的《代办股份市场发展前景专题研究报告》从代办股份市场的扩容、引入做市商制度和绿色转板机制等方面对代办股份市场的未来发展前景进行分析，以便为企业、机构投资者以及券商提供参考。

代办股份市场的快速扩容

中关村代办股份转让系统试点4年来，挂牌公司数量逐步增加。截至目前，共有85家企业参与试点，其中已挂牌和通过备案企业61家。挂牌公司涵盖了软件、生物制药、新材料、文化传媒等新兴行业，2009年系统全年累计成交1.07亿股，成交金额为4.83亿元，有9家挂牌公司完成了共10次的定向增发股份，融资4.66亿元，平均市盈率16.38倍，整个市场表现冷清，代办急需扩容。

作为创业板之后的又一重要资本平台，代办股份系统的发展得到证监会的高度重视。证监会市场部、证券业协会、中关村管委会已于2009年年底着手对试点的中关村代办股份系统运行4年来的情况进行摸底和总结，2010年3月2日，证监会表态称，将积极完善代办股份转让系统，健全中关村非上市公司股份报价转让试点制度。在总结试点经验的基础上，证监会将进一步完善代办股份转让系统管理体制框架，制定代办股份转让系统扩大试点具体方案。改革的方向是在中关村园区基础上，将试点范围扩大到其他具备条件的国家级高新技术园区。基本原则是在制度上放松管制，加强对投资者准入的控制和挂牌之后的监管。

目前国家级高新技术园区共有56个。证监会将公布试点园区评审标准，今年有望实现分批试点。众多高新技术园区蠢蠢欲动，希望能够尽快入选候选名单。审核园区入围的指标可能有两方面：一是园区的综合实力；二是园区代办股份市场拟挂牌企业的数量、资质，以及准备情况。代办股份市场试点园区扩容首批入围的园区可能在6家左右，分别位于上海、武汉、西安、成都、郑州、沈阳等地。从整体实力而言，上海张江高新技术园区、武汉东湖高新技术区、西安高新技术开发区等高新园区在运行和筹备情况都较为理想，有望拔得头筹。

随着创业板的顺利推出,作为我国场外交易市场重点组成部分的代办股份市场越来越受到管理层的关注,然而代办股份市场运转至今,投资者的关注度不高,交投不太活跃,表现出不同于主板的特点,存在转让方式单一、交易不活跃、市场无转板机制、缺少相应的融资功能等诸多问题。而做市商制度以及转板机制的引入将会改善目前交投冷清的状况。做市商制度的破题不但会为代办股份市场带来更多流动性,更重要的是能够发挥券商的专业优势,引导市场形成科学、合理的估值。绿色转板机制为企业提供快速上市融资的可能性,带动更多企业的挂牌积极性。

做市商制度的引入

所谓的做市商制度指的是在股份报价转让系统中不同于现有的撮合报价以及主板市场竞价交易方式的一种证券交易制度。做市商是指在股份报价转让系统中,由具备一定资格的券商作为特许交易商,不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格,双向报价并在该价位上接受公众投资者的买卖要求,以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。做市商通过不断买卖来维持市场的流动性,满足公众投资者的投资需求;并通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用,实现一定的利润。做市商制度最早于1971年在美国NASDAQ市场正式运作。经过30多年的发展,做市商制度日趋成熟,已经成为许多证券市场的核心交易制度。

(一) 代办股份市场做市商模式选择

做市商制度可分为完全式做市商制度和混合式做市商制度。完全式做市商制度是指市场中交易的所有证券在所有交易时间都推行做市商制度,早期NASDAQ市场就运用了这种模式。混合式做市商制度是指市场中交易的某些证券或者在某些时间推行做市商制度,而在其他时间推行竞价制度。混合交易制度的出现突破了原有的竞价制度和做市商制度的范围,成为一种新的交易制度,可以避免完全的竞价制度与完全的做市商制度的一些弊端,目前正成为发达国家证券交易模式的潮流。

清科研究中心认为,在代办股份市场建立做市商制度可考虑采取混合式做市商制度,这样既可以保留现行代办股份市场交易制度的一些优点,满足一些特殊人群的需求,又能在适当的时机发挥做市商在增强市场流动性和价格有效性方面的优势,从而既能有效控制风险又能有效解决代办股份市场存在的问题。

(二) 代办股份市场做市商主要规则

1. 做市商资格

从目前的实际情况来看,可考虑做市商限于取得股份报价转让业务资格且成功推荐过公司挂牌的主办报价券商。目前取得股份报价转让业务资格的券商基本上都属于资质比较好的券商,内部控制制度比较严格,应进一步参照做市商的规模大小以及推荐挂牌公司家数等因素,对做市商进行分类,分别规定不同类型的做市商最低注册资本和现金流等要求。

2. 做市商义务

做市商的义务是做市商制度的核心内容,参考美国NASDAQ及其他国家和地区关于做市商义务的相关规定,代办股份市场的做市商必须做到:(1)持续提供双边报价。(2)报价不可撤消且须合理。报价不可撤消是指做市商在接到投资者买入或卖出的要求后,应按接收到该要求时市场上公开显示的报价来达成交易;且做市商的报价须与市场上的正常价格相匹配。(3)避免锁定和交叉市场。借鉴NASDAQ的规定,可以考虑做市商的规模以及其推荐挂牌公司的家数等规定一家做市商最多可以做市多少支股票,参照挂牌公司的规模以及资质等规定该公司最多可以有几家做市商,但是应规定最少不低于两家(包括两家)。(4)价差和数量规定。可考虑在做市商制度建立初期买卖价差在5.0%-10.0%的范围内,数量可参考《试点办法》进行规定,待取得一定经验后或情况发生变化时可进行合理的修改。

(三) 风险控制

1. 做市商自身的隔离制度

做市商做市业务应该与其他业务实行隔离,包括人员隔离、财务隔离等。

2. 比例限制

考虑到相关的法律法规及规范性文件的要求,可考虑做市商应有持股比例限制,具体可以考虑作这样的规定:

(1) 做市商持有一家挂牌公司的股份比例不得超过该公司股份总额的15.0%;

(2) 一家做市商持有的所有挂牌公司的股份不得超过该券商净资产的20.0%。

3. 加强监管

清科研究中心认为,针对可能存在的问题,应该首先制定相对较为完善的制度;其次加强对做市商的教育,督促其规范经营;最后应该加强监管,并建立较为完善的事后救济制度。中国证券业协会或中国证监会可考虑设立单独的部门负责代办股份市场做市商的监管。

4. 信息披露

代办股份市场如果要取得稳健的发展也需要履行必要的信息披露义务。尤其是实行做市商制度以后,做市商可能利用其优势地位损害其他投资者的利益,因此更需要严格履行信息披露义务,至少应规定做市商在每一笔交易成交后90秒内进行披露。可考虑代办股份市场的信息披露比照《证券法》“持续信息公开”一节的要求,如果出现不按规定进行信息披露的情形,则按照《证券法》的规定对相关的机构和个人进行相应的处罚。

(四) 实施安排

为了控制风险,可考虑先进行试点,选取一批规模较大、资质较好的券商先成为代办股份市场中的做市商,同时在挂牌公司中选取规模适中、资质较好的公司,由做市商对这些挂

牌公司进行做市。待试点取得成功经验后，再一次性或分批开放符合要求的券商和所有挂牌公司，全面建立代办股份市场的做市商制度。

绿色转板机制探析

所谓绿色转板机制，即代办股份市场挂牌企业如达到上主板或创业板要求的，可以不通过证监会发审委审核，而由深交所负责审核直接转板。如果代办股份市场挂牌企业已符合主板、创业板的上市标准且不进行融资，可以直接转板至主板或者创业板。如果要融资，则需进行再融资的审批程序，通过监管部门的审批。如此一来，发行费用将大大降低且上市速度也显著提升。

基于资本市场层次结构的稳定性分析，应对主板、创业板和代办股份市场给予合理的适当定位并建立相互衔接的协作机制：代办股份市场的入市条件最宽松，如果企业经过入市培育，条件满足创业板市场的上市要求，可转入创业板市场，再进一步可转入主板市场；反过来，如果企业经营不佳，就会逐级退市，由此形成场外交易市场、创业板市场和主板市场有效结合的递进式、梯度型、无缝隙的市场体系以顺利实现退市和转市机制，最终形成一个多层次、功能互补、结构均衡、协调发展的资本市场交易体系结构。

1、挂牌公司要实现升降板，必须满足相关的法律规定。挂牌公司首先应当满足《公司法》、《证券法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》或《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》关于股票发行和上市的要求，这是升降板的前提和基础。

2、代办股份挂牌企业上做大做强后，可以按照一定的规则上升到创业板市场。创业板市场的上市公司做大做强后，也可以按照一定的规则上升到主板市场。创业板市场的上市公司如果业绩严重滑坡，则按照一定的规则，下降到代办股份市场或其他场外交易市场，或按照规则直接退市。代办股份市场挂牌公司如果业绩严重滑坡，则按照一定的规则，下降到区域型的产权交易市场及其他场外交易市场交易。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16601

