



# Systematic Thinking on the Liquidity of NEEQ

## 新三板市场流动性的系统性思考

■ 姚 云 刘平安

自2012年9月新三板成立以来,挂牌公司数量与规模迅猛增长,到2016年底,挂牌公司数量过万,总市值超过4万亿元。但反映市场质量的流动性一直未得到根本性改善,2016年较2015年不升反降,流动性不足已经成为影响市场持续健康发展的最大阻碍。在迅速扩容的同时,新三板需要提供与市场体量相匹配的流动性,以保持交易活跃度,保障合理定价、融资等功能高效运行。流动性是新三板市场持续健康发展的必要前提。因此,对新三板流动性状况需要客观判断,并探究其深层原因以提供解决问题的思路和政策建议。

### 新三板市场流动性的客观判断

现有关于流动性的研究认为,流动性的衡量主要考虑以下要

素。从时间(市场即时性)与价格(市场宽度)的角度,流动性与完成交易的时间、交易成本成反比。从交易量(市场深度)的角度,在价格同样的情况下,流动性与交易量成正比。从价量结合(市场弹性)的角度,交易后股票偏离均衡价格后,如果股票价格回归的速度越快则说明股票的流动性越强。因此,新三板市场流动性可定义为新三板市场中股票整体的变现能力,其水平主要取决于此市场能否实现其市场主体以较低成本(时间及交易成本)交易(较大数额)证券而避免导致市场的大幅波动。新三板流动性不足主要表现为股票发行融资效率低、股票交易清单和投资者难以退出。

### 新三板股票发行融资效率低

缺乏流动性不利于实现合理的价格发现功能,从而市场资源配置功能就难以实现。目前市场对新三板流动性的诟病,不仅指

股票交易的流动性不好,更重要的是企业挂牌后股票卖不出去,挂牌公司不能快速融到资金。2015年新三板融资规模达到1200亿元,2016年流动性困境持续,融资规模基本与上年持平。股转系统新近的数据充分表明融资功能正在弱化萎缩。2017年第一季度,新三板计划发行股票融资438.11亿元,同比下降62.86%,环比下降85.58%。一季度完成股票发行融资288.78亿元,同比下降21.59%,环比下降43.95%。

同时,一季度新增股票发行计划1401次,同比增加了1.97%,但环比下降了40.91%。2017年第一季度单次发行股票融资金额仅为3000万元,创自2016年以来的新低,明显低于2016年第四季度的1.28亿元和第一季度的8600万元。股票发行完成情况也不容乐观。第一季度新三板完成股票发行771次,实际募集资金总额288.78亿元,融资金额同比下降了21.59%,较上年第四季度环比下降了43.95%。流动性直接影响了融资功能,而融资功能的弱化直接影响投资者的预期,定价功能回归合理更加困难,投资者的参与度就会降低。

#### 股票交易清淡,成交量不高

从证券交易的角度来看新三板流动性,可以从交易量(换手率)、价差指标(做市商溢价率)和Amivest比率来衡量。交易量的角度,据东方财富Choice数据库的新三板数据显示,2016年全年成交额1912.29亿元,基本与上年持平,其中做市转让交易的成交金额达950.07亿元,协议转让成交金额962.22亿元,各占据半壁江山。全年仅有4240家挂牌公司参与了交易,全年股价长期低于1元的“僵尸股”有5500余家,占总数的59%。2016年的区间换手率均值则由2015年的39.65%下降到24.82%,其中做市转让平均换手率从46.3%降至22.67%,协议转让平均换手率从30.30%降至26.28%。不难看出,2016年新三板24.82%的区间换手率均值反映出2016年市场交投清淡、成交萎缩、指数下行的情况,不利于市场合理定价、融资功能的发挥。较上年的换手率降低幅度大,特别是做市换手率的下降幅度更大,这一方面表明2015年6~7月交易所市场股价大幅波动,恐慌蔓延至新三板而导致市场换手率从2014年的19.67%骤增一倍,同时也反映出做市商在股价较大幅度波动时,盈利机制、交易动机与行为可能产生不利于市场稳定的异化。从换手率相对水平来看,新三板换手率水平也远低于A股的665.88%和纳斯达克市场的210.23%水平,这一方面反映出A股市场投机“炒”股氛围处于三个市场之最,同时新三板市场距离发达成熟的交易所流动性有较大差距。

从价差的角度,流动性改善“喜忧”均有。一方面,随着做市商扩容增加了交易资金,在一定程度上缓解流动性压力。截止2016年底,新三板采取做市方式转让的企业已达1654家,平均

每只股票的做市商数量由2015年的7.41家上升至2016年的8.23家,做市金额也由838.61万元上升至934.88万元。另一方面,做市商盈利能力的下降也加剧了做市商的退出。2016年做市溢价率已下降至33.34%,甚至有506家做市商在“亏本做市”(溢价率为负值),致使做市商退出也成为2016年的一个重要现象。根据Choice数据库,2015至2016年底新三板共有630条做市商退出的公告,其中620条退出时间在2016年,涉及到181家挂牌企业,77家做市商。

量价结合的角度来看,在分别去除成交额和价格振幅的极值后,计算得出2016年的Amivest流动性比率均值为49.99。此比率值反映出:平均水平来看,市场成交49.99万元交易即可导致股价发生1%的波动。不难看出,低于50万的交易额对于股票的平均流通市值和平均成交额而言均属于极小规模,但市场对于不足50万的交易额的反应程度可谓过于“敏感”。这印证了2016年新三板交易清淡的现实。

#### 投资者退出渠道不畅

数千家新三板基金成立并在2015年盲目中进入新三板,但流动性不足问题导致机构的退出不畅,这主要表现为以下几个方面。一是尽管获得股票的成本较低,但流动性压力也使得既有股东急切转让股票,做市股票打折现象非常普遍,甚至股票陷入浮亏,最终导致股票交易陷入恶性循环。二是流通股数量不断增加,而二级市场交易量并无起色。随着挂牌公司控股股东及实际控制人直接或间接持有的股票开始解禁,流通股数量逐渐增加,场外资金则继续等待股票降价再进入市场,造成了现有投资者退出机制的不畅。三是做市商定价中的强势地位抬高了交易成本,导致不能在合理的成本范围内交易退出。四是大宗交易机制尚未引入也影响了投资者退出的效率。

## 流动性不足的深层次原因

#### 股票供需失衡

新三板的全国扩容使得市场规模爆发式增长,股本规模也快速增长。截至2016年底,全国中小企业股份转让系统挂牌公司10163家,总股本5851.55亿股,较年初增长了近一倍;流通股本2386.81亿股,较年初增长了132.59%。与股票大量供给相对的是需求规模的迟滞不前。2016年全年成交额1912.29亿元,基本与上年持平,其中做市转让交易的成交金额达950.07亿元,协议转让成交金额962.22亿元,各占据半壁江山。全年企业平均成交额仅为1881.62万元,做市转让企业平均成交额(5744.07万元)显著高于协议转让的平均成交额(1130.83万元)。新三板股票总量供给大,但目前市场需求少,与投资者规模小有直接关系。



目前的股东户数为369612人,平均每家挂牌企业仅34人。股东和潜在投资者规模小主要有以下几方面原因。一是股票定向发行中规定“定向发行后股东人数累计不超过200人”的豁免申请核准条件,企业规避核准监管而主动压低股东人数。二是目前的投资者适当性管理制度设置自然人投资者门槛过高。目前的投资者准入规定“自然人投资者须满足证券类资产市值的最低要求(500万元人民币)和证券投资经验与专业背景要求”,此准入门槛对于自然投资者要求相对过高。三是市场制度基础还不牢固,主要表现在:市场分层有待进一步细分,风险和定价机制尚未完备;摘牌制度处于酝酿之中;融资、信息披露、交易、转板等差别化的制度供给还未明确实施。诸多的信息不定性,导致投资者踟蹰不前。

### 投资者结构简单

新三板市场的投资者适当性制度限制了投资者结构的多元化。目前,根据《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则(试行)》,新三板市场投资者的准入涉及机构投资者、自然人投资者和其他投资者三方面。目前的投资者准入制度仅从机构和自然人投资者规模(资产)的角度来准入,存在待完善之处。一是机构投资者范畴较窄,限制了入市资金的多样化。目前新三板市场资金来源单一,主要来源是券商集合资产管理计划、集合资金信托计划、基金管理公司及其子公司管理的产品和私募基金等。目前市场常见的新三板基金主要通过定向增发投资于挂牌公司,此方式相对挂牌前的股权投资而言,具有流动性更高且退出方式上更灵活的优势,但基金产品的期限较短(两到三年),这显然对具有长期投资价值的企业不利。目前虽然有规定鼓励公募基金配置新三板的有价证券,但具体实施细则尚未出台,公募机构只能以基金子公司的产品形式投资新三板,而且其他如社保基金、企业年金等规模大、期限长的机构资金尚未允许进入。

### 交易制度不完善,大宗交易制度缺位

目前新三板现行的是竞争型传统做市交易制度。做市商制度的存在初衷是降低交易成本和提高交易效率,引导市场价格快速回到均衡水平并平抑价格波动,促进市场秩序保持稳定。这体现在做市商通过汇集报价信息降低市场信息不对称性,通过汇集资金进行反向交易为市场提供流动性,通过买卖价差获得收益。但在集合竞价机制尚未引入的情况下,目前的做市商制度存在诸多不足。一是做市商准入目前实行券商特许制,缺乏多元化做市商博弈竞争,有效率的价格难以形成。目前虽然私募机构参与做市开始试点,但试点标准高且机构范围有限。二是做市商的盈利和交易动机扭曲。在目前新三板券商垄断做市的情况下,市场交

易对手和退出渠道不足,库存股获得及报价机制不合理,导致券商盈利结构“先天”偏重交易所而轻场外市场。三是近期主板市场加速IPO,导致券商在新三板市场做市交易的积极性进一步降低,而且券商使用自有资本金进行做市交易,资金实力和抗价格波动能力有限。四是做市商的道德风险。新三板同一只股票的做市商数量并不多,也降低了做市商达成垄断默契的成本,增加了协调报价、操纵价差的动机。

新三板市场本身是以机构投资为主的市场,但缺乏大宗交易制度来满足机构投资的特定需求。挂牌公司的特定交易需求,如履行“对赌”协议、员工激励方案的实施,以及引进有特殊资源的战略投资者等,皆需要独立运行的交易系统与制度安排来满足市场需求。新三板的定向增发和二级市场机构投资者之间的大额交易不仅极易造成股票价格的大幅波动,而且大宗交易制度的缺位也影响了市场的流动性。目前新三板作为场外市场,交易制度还不完善。

### 主办券商制度待优化

主办券商制度是新三板制度中的创新之处,但也有待进一步的完善。首先,券商缺乏新三板业务服务动力。券商可以同时交易所市场和新三板市场开展业务,场内、场外市场的巨大收入水平差异导致券商从事新三板业务的“先天”动力不足。再者“重推荐挂牌,轻持续督导”现象普遍存在,持续督导收费低,导致持续督导缺乏动力。目前A股IPO提速对新三板的影响较大,未来券商对新三板市场的挂牌业务重视程度也会下降。由于券商持续督导义务系自律性约束,使得此制度缺乏法律约束力,目前大部分主办券商尚未在内控制度中建立完善的持续督导工作流程和业务体系。其次,特许的主办券商垄断市场资源,导致缺乏创新和服务效率低下。目前主办券商制度采取的是交易所市场的券商特许制度。主办券商在推荐企业挂牌、为企业的信息披露提供事前审查,为企业提供持续督导、企业定向增发等诸多方面发挥重要作用,但目前特许的主办券商垄断市场资源,缺乏创新,且服务效率低下。最后,持续督导制度缺乏持续督导效果评价的规定,缺乏必要的监督机制和复核机制。目前持续督导效果由券商自主决定,没有评价机构和标准。券商是目前市场的主要参与者,其督导与做市动力和效率,直接影响到市场流动性的改善程度。

### 改善新三板市场流动性的制度建议

新三板流动性不足产生于市场定位不清晰,制度不完善,以及微观基础质量不好等深层次原因。因此,改善新三板流动性不能单兵突进,而是需要系统性解决方案,具体需要从以下几个方

面着手。

第一，重新定位新三板的功能。从法律定位上，全国中小企业股份转让系统是与上海证券交易所和深圳证券交易所地位相同的全国性证券交易场所。就市场地位而言，新三板市场是全国第一家公司制证券交易场所，全国统一性场外市场。但目前新三板市场的“为创新创业成长型中小企业提供资本市场服务”的基本功能定位是相对概括性的，对于各市场主体预期与行为的指引性不明确，需要在如下几方面进一步明晰。一是坚持服务创新型、创业型、成长型中小微企业的市场功能定位，发挥场内与场外市场有机衔接的战略作用，建设长期投资价值的专业化市场。二是新三板并非交易所市场的附属，坚持新三板独立市场地位不变。从法律定位和市场地位来看，多层次资本市场中交易所市场和新三板市场独立的证券交易市场，两者通过转板机制和上市公司退市制度有机联系，新三板市场一方面发挥储备、筛选优质成长型公司的角色，更重要的是发挥价值发现和培育的功能。三是新三板应坚持市场化的改革方向。目前新三板在证券发行方面仍然需要证监会核准，而非“注册制”或“备案制”，与发达证券场外市场有较大差距。新三板没有既有制度路径依赖，可以在目前“准注册制”的基础上加快推行证券发行市场化改革。

第二，加强市场准入管理。新三板市场的参与者主要包括挂牌企业、投资者、做市商，市场准入管理涉及的制度包括：市场准入（挂牌）制度、投资者适当性制度、券商的准入制度和做市商制度的准入部分规定。一是市场准入有待差异化安排。随着市场分层制度的进一步细分和完善，处于不同层次的挂牌企业实行差异化制度安排，这不仅包括融资制度（储架发行制度、授权发行机制）、交易工具创新（公募债等融资方式试点，探索并购贷款和并购基金），以及差异化的退层、退出安排等方面，也应包括差异化的准入标准，即企业可根据自身发展阶段和成本收益主动选择满足不同的准入标准进入不同的市场层次挂牌，而不是目前“被”分入某一市场层级。二是在基础制度完善后适时降低个人投资者门槛（如500万元证券资产的门槛可考虑降至为100万），鼓励持有长期资金的机构投资者入，同时择机推进公募基金、保险基金和养老基金入市。公募基金作为投资者进入新三板市场会吸引大量散户投资者的间接入市。

第三，做市商准入多元化，优化做市竞争机制。在新三板市场爆发式扩容发展的情况下，非券商机构可能成为做市商。目前是券商特许制，私募机构参与做市刚刚开始试点，打破目前券商机构对市场挂牌公司做市的垄断，健全做市制度的报价机制和风险管理机制，为未来公募机构、社保基金等机构的参与进行探路。增加做市商数量，形成良性竞争型市场格局，有利于市场价

格合理化、市场化，提高市场的流动性，为新三板市场由“类注册制”向注册制过渡留下铺垫。

第四，提高市场资源配置效率。一是尽快推出摘牌制度，降低投资者价值投资的“噪音”。市场化的准入机制使得挂牌公司的数量保持高增长态势，但市场化的退出机制一直缺位。低劣质企业的大量存在影响新三板的整体市场质量，占有市场和监管资源。同时，部分挂牌企业基于自身发展、稳定控制权和成本收益等方面的考虑有主动退市的需求。2016年10月22日，股转系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则（征求意见稿）》，具有积极意义，但其实施需要：尊重企业意思自治而进行的主动摘牌选择，指标设计需要定量与定性指标相结合，可考虑引入新三板版的“一元退市法则”；从市值、股东权益和公众持股等投资者角度出发设计退市量化标准，强调投资者保护，退市程序设计须赋予当事企业的整改及申诉的权利，退市制度需要产业维度上加以引导，鼓励新兴产业和创新创业和成长型企业，避免“一刀切”的退市标准，提高市场的资源配置效率。

第五，通过差异化的制度供给完善市场分层管理制度，进而推出“转板”制度及竞价交易制度。一是完善市场分层管理。目前分层制度已实施近9个月，针对市场内部分层情况的发展，监管方正在研究在创新层基础上推出“精选层”，以更加细化市场风险分层，提高制度和资源配置效率。未来精选层推出后，在各层实施相同的公司治理要求的基础上，股转系统需要在发行、交易、转板、摘牌和信息披露等方面实行各层差异化制度供给以充分挖掘分层红利。二是在市场分层管理完善的基础上，企业也会随着自己不同发展阶段、企业质量和信息披露意愿等变化的意思自治而申请“转板”调整变化所处市场层次，以最大化制度红利和资源配置效率。三是市场分层细化使得挂牌公司进一步差异化，为集合竞价制度的推出奠定基础。集合竞价交易制度的推出需要以竞价标的的差异化、竞价主体的多元化，以及市场流动性的本质改善为基础。未来可考虑先在市场的精选层挂牌公司探索采用集合竞价交易方式，这不仅与做市交易方式形成混合交易制度，同时也与交易所市场的竞价制度保持交易制度上的衔接，有助于增加市场流动性和更加高效地配置市场资源。⑥

（姚云单位为中国社会科学院金融研究所，  
刘平安系中国新三板研究中心首席经济学家）

责任编辑：周泽伽  
Hellojingjia@163.com



## 全球视线 90

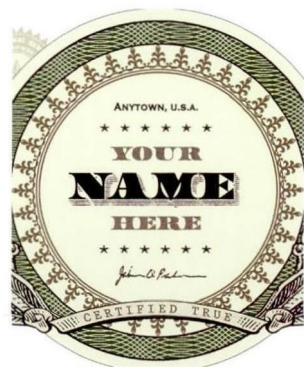
### 北岩银行的发展与覆灭/李奇霖

北岩银行的发展历程完整地诠释了什么叫“成也萧何、败也萧何”。1997年到2007年的十年正是英国房地产市场和金融市场风起云涌的十年，准确抓住机遇、站在风口浪尖的北岩银行也正是台风登陆后第一个被席卷的银行，北岩银行的经历值得我们反思和借鉴。

# Development

## and Demise of Northern Rock

The development course of Northern Rock's complete interpretation of what is called "key baskets". From 1997 to 2007 is the British real estate market and financial market blooming decade. The Northern Rock Bank faced teeth of the storm. Northern Rock Bank experience worthy of our reflection and reference.



## 金融市场 122

### 新三板市场流动性的系统性思考/姚云 刘平安

新三板需要提供与市场体量相匹配的流动性，以保持交易活跃度，保障合理定价、融资等功能高效运行。流动性是新三板市场持续健康发展的必要前提。因此，对新三板流动性状况需要客观判断，并探究其深层原因以提供解决问题的思路和政策建议。

# A

### Systematic View of NEEQ's Liquidity Issue

National Equities Exchange and Quotations need to provide liquidity to match the market volume, in order to maintain transaction activity and financing function. Liquidity is a prerequisite for the healthy development of the National Equities Exchange and Quotations. Therefore, it is necessary to provide ideas and policy recommendations to solve the problem.



## 全球视线

- 82 冯彦明/摩根大通银行的消费金融经验
- 86 谢亚轩 闫玲 张一平 刘亚欣/亚洲新兴经济体债券市场开放的历程及影响
- 90 李奇霖/北岩银行的发展与覆灭

## 金融法苑

- 94 高芮/作为独立银行主体的直销银行
- 98 张彬/互联网银行“绑定”交易模式的法律问题
- 101 张世君 赵佳慧/我国金融争议解决机制的不足及对策
- 104 阎奇冠 戴翠云 徐冬明/存保制度中危机和违规银行法定监管措施间的间隙

## 金融科技

- 108 韩景旺 钱宇 郑思海/多方协同，推动科技金融创新  
——以科技企业加速器融资服务体系为例
- 112 朱磊/数据标准化的强音符与快应对  
——对2017《银行业金融机构监管数据标准化规范》的解读
- 114 邹雄/银行营销平台新探索  
——银行Wi-Fi：下一个O2O入口

## 地方工作

- 116 郑志元 姜维权/如何加强基层营业机构内部控制建设
- 119 吴庆跃/城商行深耕细作 构建发展生态

## 金融市场

- 122 姚云 刘平安/新三板市场流动性的系统性思考
- 126 贾佳 王蓉/新一轮债转股的利益博弈分析

## 农村金融

- 129 周立/三只手的舞蹈(四)  
——印度调查与农村发展的龙象之争
- 132 王美东/农信社如何做好普惠金融
- 134 邓特号/农村金融普惠的云南调查

## 文化休闲

- 138 王青石/父子集(36)

## 话说当年

- 142 高续增/悠远的记忆(二)