



中国新三板 资本市场研究

(2015年)

何晓斌 孙修远 编著

 复旦大学出版社

本研究由国家自然科学基金(面上项目,批准号:
71472050),及新三板府研究院([www. x3bf. com](http://www.x3bf.com))资助
出版。

序

全球经济经历 6 年低迷,2015 年仍是复杂艰难的一年。世界发达地区经济缓慢复苏,但是“满路荆棘”,欧元区经济复苏稍强,美国经济在 2014 年强劲反弹后疲态已显,日本经济则是继续低迷。新兴市场地区基本出现经济下滑,巴西、俄罗斯等国甚至出现衰退。服务业成为全球经济增长的主要动力,但是制造业仍然在缓慢“煎熬中”,投资和需求继续承压,这一切都显示全球经济仍疲弱。全球通货膨胀开始抬升,但发达经济体却通缩迹象明显,这使得发达经济体在政策制定上左右为难,并且出现巨大分化,美国已经加息,而欧元区、日本则加大宽松政策。2016 年,全球经济将继续面临复杂局面,美国加息政策将导致新兴市场经济艰难,全球面临着恐怖袭击风险,去产能过剩需要加大力度,大宗商品继续承压。

2016 年中国 GDP 增长预计为 6.5%—6.6%。中国经济的下行,首先影响中国金融业的发展。2015 年,中国金融业进行了大刀阔斧的改革,比如:存款保险制度、利率市场化、银行混合所有制、政策性银行改革、取消存贷比、人民币纳入 SDR 货币篮子等基本完成,金融混业监督、全面混业经营也被提出。

为了寻找经济增长的突破口,党中央、国务院作出了“大众创业、万众创新”和实施“互联网+”的战略部署,加快构建创新创业平台,推进四众(即众创、众包、众扶、众筹)持续健康发展。明确提出创新金融服务模式,引导天使投资、创业投资基金等支持四众平台企业发展,支持符合条件的企业在创业板、新三板等上市挂牌。

因此,中国新三板的提出就是为了迎合大众创业、万众创新这一国家发展的主调,也是中国金融改革的一个重要的方面。根据国务院制定的行政规章,目前中国的新三板市场的发展方向如下:第一,将坚持独立的市场地位,不是转板上市的过渡安排,这与纳斯达克市场不同;第二,研究推出股转系统向创业板转板的试点;第三,建立股转系统与区域性股权市场的合作对接机制;第四,准入条件和门槛应当守住,不实行连续竞价交易。

新三板建立的最终目的是为了中小微企业融资的便利化。因此,第一,将探索放开对新增股东人数的限制;第二,公司发行定价遵循市场化原则,可通过询价或与投资人协商确定,但对于明显低于市场价格的,新三板应建立相关管理制度;第三,加快推出一次审批、分期实施的储架发行制度,以及挂牌公司股东大会一次审议、董事会分期实施的授权发行机制;第四,发展适合中小微企业的债券品种,加快推出优先股和资产支持证券,开展挂牌股票质押式回购业务试点。

2015 年新三板的发展有目共睹。2015 年年初,新三板挂牌企业只有 1 564 家;而到了 2015 年 12 月 31 日,新三板挂牌企业已达 5 129 家,其中协议转让 4 014 家,做市 1 115 家。全年成交

1 910.62亿元。新三板为众多的中小企业提供了融资渠道、规范了企业治理、提供了转板的可能性等众多好处,虽然它排在主板、创业板、中小板等之后,或者说最底层,但新三板的基础最稳固,既是蓄水池,也是孵化器。

然而,新三板的发展目前也还存在不少问题。一是定价机制混乱,二是制度设计欠缺,三是监管力度不够。僵尸企业、低流动性也是新三板目前面临的痛点。

但是总体来讲,新三板的优点多于缺点。如果把新三板做好,将相当程度地缓解中小企业融资难的问题,扩展民间投资渠道,也会给国家财政增加新的来源。随着相关政策红利的逐渐释放和新三板流动性的逐渐缓解,新三板将给中国资本市场带来难以预见的突破和转变。

复旦大学出版社推出的这本《中国新三板资本市场研究(2015年)》正当其时,它为我们回顾了国外资本市场的发展历史和中国资本市场改革的历程,为我们详细提供了2015年新三板市场的概貌和行业细分现状。同时用实证研究的方法深度探讨了新三板市场的流动性,新三板挂牌公司估值模型的建立,还有新三板市场的投资策略和基本逻辑。相信这本书能够为我们打开探索中国新三板资本市场的大门。



全国政协常委、上海政协副主席

目 录

1. 海外场外市场的发展及启示	1
1.1 美国资本市场与场外市场	1
1.2 纳斯达克市场	6
1.3 英国场外资本市场和 AIM 市场	11
1.4 中国台湾兴柜市场	17
1.5 海外场外资本市场对我国大陆新三板市场建设与 发展的启示	18
2. 中国资本市场与新三板市场制度沿革	21
2.1 中国资本市场的发展历程	21
2.2 经济转型与资本市场改革	29
2.3 新三板市场发展历程及其定位	33
3. 新三板市场与细分行业现状	37
3.1 市场整体概况	37
3.2 新三板市场相关的政策分析	44
3.3 投资机构及其他市场主体概况	48

4. 新三板市场流动性探析	52
4.1 流动性的意义	52
4.2 流动性的来源	56
4.3 新三板市场流动性分析	60
4.4 相关政策建议	67
5. 挂牌公司估值模型与实证分析	70
5.1 估值方法概述	70
5.2 纳斯达克市场估值思路及个案研究: 默克公司 (Merck & Company)	77
5.3 新三板估值模型初探及实证分析	84
6. 新三板投资策略与基本逻辑	95
6.1 宏观分析	95
6.2 市场及企业因素	102
附录 1 默克公司 2015 年 Q3 财务数据	107
附录 2 绿创环保 2015 年年中财报	112

1. 海外场外市场的发展及启示

“他山之石，可以攻玉”，回顾海外资本市场场外市场的发展歷程对于我国场外市场，特别是对新三板市场的改革和创新，具有重要的借鉴意义。

场外市场一般是指以非上市公司股票为交易对象，以做市商和经纪人/交易商为核心进行交易，并且在监管手段和适用法律上与交易所明显区别的市场。

目前全球各地的场外市场超过 40 个，发展规模不一，挂牌企业数量也各不相同。其中，多数场外市场依托交易所，由交易所运营和组织交易，如中国台湾的兴柜市场、纽约交易所泛欧集团的 Alternext 和 NASDAQ-OMX 集团的 First North 等；也有少数场外市场独立于传统交易所而存在，如美国的场外电子柜台交易市场(OTCBB)和场外交易市场(OTC 市场)、英国的 PLUS、印度的 Indonext 等，其中，美国的 OTCBB 和 OTC 市场最为著名。

1.1 美国资本市场与场外市场

美国的资本市场经过长期发展，形成了集中与分散相统一、全国性区域性相协调、场内交易与场外交易相结合的体系。美国证券市场是一个多层次全方位的市场体系，其结构如图 1.1 所示。

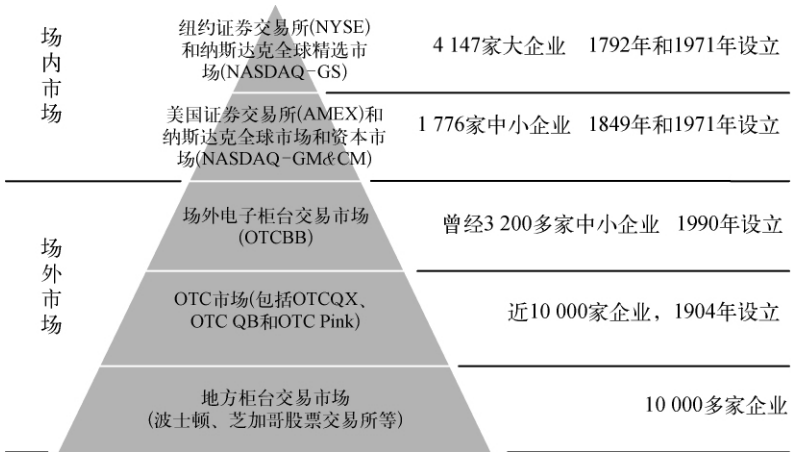


图 1.1 美国资本市场结构图

资料来源：根据公开资料整理绘制。

按照上市标准、上市公司的规模以及市场开放程度的不同，美国多层次的资本市场可以分为：

(1) 第一层次：由纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克全球精选市场(包括 global select market、global market)构成，上市标准较高，主要是面向大企业提供股权融资的全国性市场。

纽约证券交易所成立于 1792 年，是全球规模最大和流通性最强的交易所，俗称“大交易所”(big board)。截至 2015 年 12 月底，共有 2 500 多家上市公司，全球市值超过 25.6 万亿美元。

纳斯达克(NASDAQ)市场创建于 1971 年。经过 40 多年的发展，在纳斯达克市场发行的外国公司股票数量已超过纽约证券交易所和美国证券交易所的总和，成为外国公司在美国上市的主要场所。

2006 年 2 月，纳斯达克市场决定将市场内部进一步调整为三个层次：全球精选市场(global select market)、全球市场(global

market,即原 national market)和资本市场(capital market),主要是为在纳斯达克市场中建立一个最高上市标准的市场层次全球精选市场与纽约证券交易所市场竞争。

截至 2015 年 12 月底,在纳斯达克全球精选市场上市的公司有 1 634 家,股票总市值超过 8.77 万亿美元。

(2) 第二层次:由美国证券交易所(AMEX)和纳斯达克全球市场和资本市场构成,主要是面向中小企业提供股权融资服务的全国性市场。

美国证券交易所成立于 1849 年。相对于纽约证券交易所,上市公司标准较低,俗称“小交易所”(little board 或 curb board)。虽然美国证券交易所的上市公司市值和股票交易量小于纽约和纳斯达克证券交易所,但它是全球最大的 ETF 交易所和美国第二大股票期权交易所。2008 年 10 月,美国证券交易所被纽约证券交易所合并,作为内部一个分层市场,2012 年 5 月,美国证券交易所几经周折改名为 NYSE MKT LLC。截至 2015 年 12 月底,共有 270 家上市公司,总市值为 2 120 亿美元。

纳斯达克资本市场(capital market)的前身为纳斯达克小型股市场(small capital market),是专门为中小型高成长企业提供融资服务的市场,上市标准较低,可以满足以高风险、高成长为特征的高科技企业和其他符合条件的企业要求。截至 2015 年 12 月底,在全球市场上市的公司有 703 家,总市值超过 2.4 千亿美元。在资本市场上市的公司有 798 家,总市值超过 1.896 千亿美元。

(3) 第三层次:由太平洋交易所、中西交易所、波士顿交易所、费城交易所、芝加哥证券交易所、辛辛那提证券交易所等区域性交易所构成,是地方性企业证券交易的市场,还有一些未经注册的交易所,主要交易地方性中小企业证券。

(4) 第四层次: 由 OTCBB 市场、OTC 市场(原粉单市场,pink sheets)、第三市场和第四市场构成,是主要面向广大中小企业提供股权融资的场外市场。

OTCBB 和 OTC 市场是专门为未能在全国性市场上市的公司提供报价和交易的市场。1998 年,据美国全国证券交易商协会(NASD)统计,全美发行股票的公司约有 56 000 家,除近万家在纳斯达克、纽约证券交易所和美国证券交易所挂牌外,其余约 40 000 多家公司的股票均在场外交易市场交易。进入这一市场的企业主要是新设立的、从事能源或矿产开发、高新技术开发和有关健康问题应用研究以及许多有特色的企业,场外市场满足了大批高新技术、高风险企业股票融资和风险资本退出的需要。

OTCBB 是全国性管理报价公告栏系统,任何未在纳斯达克或其他全国性市场上市或登记的证券,包括在全国、地方、国外发行的股票、认股权证、组合证券、美国存托凭证、直接参股计划等,都可以在 OTCBB 市场上显示有关当前交易价格、交易量等信息。与纳斯达克相比,OTCBB 门槛较低,对企业的规模或盈利基本没有要求,只要有三名以上的做市商愿为该证券做市,企业股票就可以到 OTCBB 上流通。许多公司的股票先在 OTCBB 上市,获得最初的发展资金,通过一段时间的积累扩张,达到纳斯达克或纽约证券交易所的挂牌要求后再升级到这些市场。因而 OTCBB 又被称为纳斯达克的预备市场或是纳斯达克摘牌公司的后备市场。截至 2005 年 9 月,OTCBB 有 3 280 支股票。2007 年 7 月,美国金融业监管局(FINRA)接管 OTCBB 后,OTCBB 开始走下坡路。2009 年 9 月,FINRA 宣布出售 OTCBB 相关资产,Rodman & Renshaw 资本集团承让,但交易似乎进展并不顺利。此后,FINRA 开始主动减少 OTCBB 交易平台上的挂牌公司数量,2015 年,只有约 765

支股票在上面交易^①。

OTC 市场(原粉单市场, Pink Sheets)是由私人设立的全国行情局, 为未上市公司证券提供交易报价服务。OTC 市场专门搜集场外市场中做市商对各类店头交易股票的报价信息并将其公布, 在 OTC 市场上的证券有全国和地方股票、外国股票、认股权证、组合证券和美国存托凭证等。截至 2015 年 12 月 26 日, 在 OTC 市场上报价的证券有 9 800 多只^②, 总市值达 56 亿美元。总的来说, OTC 市场上的证券比 OTCBB 上的证券信誉等级更低, 挂牌公司不必向美国证券交易委员会和美国全国证券交易商协会披露财务信息和任何报告, 比 OTCBB 市场受到的监管更少。对于没在纳斯达克、OTCBB 和 OTC 市场三个系统中报价的股票, 一般统称为 OTC 灰色股票市场(OTC Grey Market)。

(5) 第五层次: 由地方性柜台交易市场构成, 是面向在各州发行股票的小型公司的柜台市场。在美国, 还有 10 000 余家小型公司的股票在各州发行, 并且通过当地的经纪人进行柜台交易。

美国不同层次的市场以不同的公司为服务对象, 形成了一个体系健全的“梯级市场”。多元化的市场格局使美国资本市场在组织结构和功能上形成相互递进的市场特征, 上市公司在不同层次的市场之间可进行相互转换, 充分发挥了证券市场的“优胜劣汰”机制。多层次的证券市场体系极大地拓展了美国证券市场的容量, 不同规模、不同需求的企业都可以利用资本市场进行股权融资, 获得发展的机会, 有力地推动了美国经济的创新与增长。

① <http://otce.finra.org/DailyList>, 2016 年 1 月 9 日登录。

② <http://www.otcmarkets.com/home>, 2015 年 12 月 26 日登录。

1.2 纳斯达克市场

1.2.1 纳斯达克市场简史

1938 年年底,美国国会通过《马洛尼法》,要求场外交易商组织起来成立一个行业协会——美国全国证券交易商协会(NASD)。这个协会是一个自律性的管理机构,在美国证券交易委员会注册。该协会在 1940 年时有 2 900 个会员,1950 年减少至 2 700 个,到了 1971 年纳斯达克创立时,会员数量猛增至 4 470 个,经营的机构也达到了 6 900 个,现在几乎所有美国证券经纪、交易商都是它的会员。

自罗斯福新政实施以后,纽约证券交易所受到美国证券交易委员会的严密监管。虽然第二次世界大战后期,纽约证券交易所的交易活动已经开始回暖^①,但其许多维持或扩大自身力量的举动都遭到了证交会的反对而无法实施,最终导致总交易量的下降。

当纽约证券交易所的吸引力越来越弱时,投资者都把资金转移到了美国政府债券市场、OTC 市场和加拿大的股票市场。在日益严厉的监管条例之下,纽约证券交易所也越来越依赖那些大公司发行的股票,其在新公司、小公司股票市场,尤其是快速发展的高技术部门股票市场几乎没有任何优势可言,这就给了场外市场“捕捉”这些新兴科技公司的机会。

早在 1968 年,美国证券从业者就希望能够推出新的交易市

^① 1945 年,纽交所的股票交易量已经达到 7.7 亿股,1950 年小幅度增加到近 8 亿股。随着经济的稳步复苏,交易活动日益活跃,股票价格稳步上涨,1956 年 3 月 12 日,道琼斯指数达到 500.24 点,创出半个世纪的最高点。到了 1972 年,该指数突破 1 000 点,交易量的增速也不断加快。

场。当时的监管者鉴于纽约证券交易所的混乱局面,希望能够建设一个交易所外的市场。1971年,美国全国证券交易商协会正式创立纳斯达克交易所。1972年,该交易所命名为“National Association of Securities Dealers Automated Quotations”(国家证券业者自动报价系统协会),英文缩写为“NASDAQ”,简称纳斯达克。纳斯达克交易所提供同步报价给授权的股票做市商,使得身处任何地方的参与者都可以足不出户通过电话进行交易,为不是交易所成员的经纪商和交易商提供了一种方便交易的方式,推动了场外证券交易的规模迅速膨胀。后来,新建的纳斯达克采用刚刚兴起的计算机技术,把500多个做市商的交易终端和位于康涅狄格州的数据中心连接起来,形成一个数据交换网络,并从场外股票市场中挑选出2500多家规模、业绩和成长性都名列前茅的股票,规定做市商把这些精选出的股票报价显示于该系统,供投资者参考。纳斯达克充分利用计算机技术和最新科技使它成为世界上第一个电子交易证券市场(即期票和股票经纪人通过电话或互联网直接交易,无需限制在交易大厅),从而获得年轻的高科技公司的喜爱。

1975年,纳斯达克提出了上市标准,只要达到企业公共股东、盈利能力和市值三个方面的要求标准就可以申请在纳斯达克挂牌交易,其目的就是避免过多不具备融资资质的企业上市给投资者带来风险。同时,纳斯达克规定只有在纳斯达克上市的股票才能在该系统报价。至此,纳斯达克彻底割断了与其他OTC股票的联系,成为一个完全独立的上市场所。

1982年,纳斯达克进一步明确了上市标准,把原先的单一市场分成了全国市场和小型资本市场。这两个市场仍在一个报价系统中进行报价交易,只是纳斯达克针对这两个市场规定了不同的上市标准,小型资本市场的上市标准明显低于全国市场。如果某

只在纳斯达克全国市场上市的股票已不能满足该市场的上市条件,那么它可以被移到纳斯达克小型市场中去,反之亦然。同样,如果纳斯达克小型资本市场上的股票已不能满足这个市场的上市条件,那么它也被纳斯达克市场摘牌。至此,纳斯达克发展成为一个具备交易功能的场外交易系统。

1990 年,纳斯达克与场外(OTC)市场分离开来,成为具备 IPO 功能的交易场所,并且为了与纽交所竞争,纳斯达克于 2006 年注册成为交易所^①。同年,为了与纽约证券交易所竞争,纳斯达克从原有的全国市场中划分出全球精选市场(global select market)和全球市场(global market),把原有的小型资本市场调整为资本市场(capital market),从而分成三个层次。

纳斯达克股票受欢迎程度的不断增加使得该交易所的规模迅速扩大。许多年轻的高科技公司认为,纳斯达克的计算机系统是一个更加符合自然规律的地方。许多像英特尔和微软这样的公司,即使当年已达到纽约证券交易所这样的“主板”上市的要求,但是最后还是选择了年轻但更有活力的纳斯达克上市。

经过四十多年的发展,纳斯达克已经成为世界上最大的股票交易所之一。纳斯达克不再是小公司等待达到在主板上市要求的地方了。1998 年,纳斯达克股票市场的资本总额超过东京股票交易所。在 2000 年 3 月的市场高点,在纳斯达克交易的股票市值总额达近 6 万亿美元,超过当时纽约股市市值的一半,也超过世界上其他所有股市的市值。

1.2.2 纳斯达克的组织方式和制度创新

纳斯达克成功的背后,主要有以下几个方面的原因:独特的

^① 2007 年,美国全国证券交易商协会与纽约证券交易所管理委员会合并成立了美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority,简称 FINRA)。

市场结构、宽松的上市标准、先进的电子交易系统和严格的风险控制系统、做市商制度的不懈改革和创新。

1. 独特的市场结构

纳斯达克具有独一无二的多元化市场参与者和良好的市场适应性,能适应各种不同种类、不同规模和处于不同发展阶段公司的上市要求。目前纳斯达克内部分为三个层次,分别是:纳斯达克全球精选市场,纳斯达克全球市场,纳斯达克资本市场。在纳斯达克全球精选市场和全球市场上市的企业可以与纽约证券交易所上市的大型企业相抗衡,而纳斯达克资本市场则是为中小型高成长企业提供融资服务的场所。

截至 2015 年 12 月 26 日,全球精选市场上的上市公司一共有 1 634 家,占市场总量的 52%;全球市场上的公司数量减少较多,从 2006 年的 1 479 家减少到了如今的 703 家,占纳斯达克市场总量的 22%;资本市场上的公司数量相对稳定,截至 2015 年 12 月 26 日,资本市场的企业数量为 798 家,约占纳斯达克市场总量的 26%。

2. 宽松的上市标准

宽松的上市环境是纳斯达克成功最核心和重要的原因,这与纳斯达克脱胎于柜台交易有关,但主要是因为纳斯达克清醒地认识到当今信息社会的新兴企业具有与传统企业截然不同的特点,技术含量高的企业往往具有惊人的增长潜力。放松上市标准,鼓励和扶植新兴高新技术企业上市,是纳斯达克鲜明的特点,也是其成功的根本所在。

纳斯达克对于高成长企业的财务要求比纽约交易所宽松。微软在纳斯达克上市时资产仅 200 万美元,刚刚达到纳斯达克上市门槛,上市时股价仅 15 美分。1999 年 7 月,微软股价已超过 100 美元,市值达到 5 000 亿美元,超过通用并成为当时全球市值最大

的企业。

3. 先进的交易系统和严格的风控

纳斯达克自成立起就利用电子系统进行交易,是世界第一家股票电子交易市场。这种方式十分有利于网上交易的发展。证券公司的交易商通过微机工作站进行报价。这些微机工作站都使用纳斯达克证券市场有限公司的专利软件,从而使相互竞争的交易商能够同时参加市场活动。世界各地的其他交易商、经纪人和投资者则可以从计算机终端上看到市场价格和买卖数量的确认报价。所有交易则是根据这些报价进行。为某一股报出买卖价的做市商数目因公司的不同而有所差异。所有公司都必须至少有两名做市商为其股票报价;对于规模甚大、流通性高的股票而言,做市商可多达45家;但平均来说,非美国公司股票的做市商数目约为11家。

纳斯达克的风险控制,其手段和措施已经法制化和程序化。它有两个手段:股票发行监管和交易活动监管。股票发行监管对在纳斯达克上市发行活动实行紧密监督,以维护市场秩序和投资者利益;其手段主要通过检查所有在媒体上披露的有关公司股票发行信息,并有权事先得到公司某些重要信息,对违规公司该部门有权责令其停止上市交易活动。交易活动监管是指该系统对所有上市企业的交易活动实行实时监控,以保证交易活动的真实性和秩序化;它通过这种监控系统的自动搜索和分析功能实时监视所有交易活动。对上市公司提供纳斯达克有关交易管理规定和有关法律法规,若发现违规则交有关部门进一步处理落实。

4. 做市商制度的不懈改革和创新

纳斯达克没有遵循纽交所的“专家制度”,它推出基于做市商的报价驱动制度,投资者通过联网的交易系统分别寻找到合适的做市商。最初,做市商间存在一定的勾结现象,但是纳斯达克及时