

大陆新三板市场与台湾兴柜市场资本配置效率比较研究

杨芳^{1,2,3}, 邱达毅⁴, 黄光晓⁵

(1.两岸关系和平发展协同创新中心, 福建 厦门 361005; 2.厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005;
3.厦门大学 台湾研究院, 福建 厦门 361005; 4. 复旦大学 经济学院, 上海 200433;
5.华侨大学 经济与金融学院, 福建 泉州 362000)

摘要: 近几年大陆新三板市场实现了跨越式发展,但仍面临许多亟待解决的问题和困境。明确新三板的市场定位并进一步提升其资本配置效率,是关系到新三板市场发展成效的重要课题。本文采用 Jeffrey Wurgler(2000)资本配置效率模型对大陆新三板市场和台湾兴柜市场的资本配置效率进行实证比较,并从市场定位、准入门槛、做市商制度和投机氛围等方面分析二者效率差异的主要原因。在此基础上,结合大陆新三板市场发展中存在的问题,对如何进一步强化其市场定位和完善相应的制度设计提出政策建议。

关键词: 兴柜市场; 新三板市场; 资本配置效率

中图分类号: F127 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-1590(2018)02-0036-09

DOI:10.14157/j.cnki.twrq.2018.02.005

一、引言

2013年12月14日,国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》,将全国中小企业股份转让系统(“新三板”)的服务范围正式扩大到境内符合条件的股份公司,这意味着新三板真正成为一个全国性的场外市场。新三板市场的发展驶入快车道,挂牌企业数量从2013年底的356家增加到2015年底的5,129家,已远超沪深市场上市公司总和;2016年新增新三板企业5,034家,增长了将近1倍,至2016年底总挂牌企业数量达到10,163家,三年时间,近30倍的扩容,超过了大部分人的预期。2017年3月第十二届全国人大五次会议中,李克强总理在政府工作报告中提出“积极发展新三板”,这是最近五年政府工作报告中首次直接提及新三板市场。

在新三板市场高速发展的过程中,出现了一些亟待研究的问题,如进一步明确市场定位、提高中小企业融资效率等问题。欧美及其他许多市场化程度较高的国家、地区的场外交易市场都经历

基金项目: 海峡博士后交流资助计划、中国博士后科学基金面上项目一等资助(2016M600497); 教育部人文社会科学重点基地重大项目“新形势下两岸经济融合发展的动力机制研究”(16JJD790036)

作者简介: 杨芳,女,厦门大学台湾研究院暨两岸关系和平发展协同创新中心、厦门大学经济学院博士后;
邱达毅,男,复旦大学经济学院硕士研究生;
黄光晓,男,华侨大学经济与金融学院副教授。

过一个自下而上的自然演变发展过程,而后发展成为支撑多层次资本市场的最为重要的基础层级,为高层次的资本市场培育输送优质企业。而中国大陆新三板是典型的自上而下、政府主导构建的发展模式。因此,在制度构建方面必须经历循序渐进的改进过程。首先,市场定位问题,必须有相对应的顶层设计;其次,市场准入门槛问题,若设置过高,对市场流动性和融资能力将产生较大的制约,不利于市场的繁荣与发展;最后,做市商制度问题,不同的做市商制度导致做市商的市场地位不同,对于市场的引导作用也就存在差异,进而影响市场的资本配置效率。

考虑到台湾地区兴柜市场与大陆新三板市场在市场体系、市场定位上的相似性以及市场环境的相似性和互补性,兴柜市场的经验对三板市场具有较强的借鉴意义。因此,本文选取台湾兴柜市场作为比较研究对象,基于资本配置效率的视角比较大陆新三板市场与台湾兴柜市场的差异,进而从市场定位、准入门槛及做市商制度等方面分析形成差异的主要原因。在此基础上,针对大陆新三板市场的制度完善提出相应政策建议。

二、新三板市场与兴柜市场的相似性及互补性

(一) 市场体系的相似性

两岸证券业均已建立多层次的资本市场体系。所谓多层次资本市场,是指为满足规模、质量、盈利状况、风险程度不同企业的多样化融资需求而建立起来的、多层次的配置资本性资源市场。^[1]

台湾证券市场按层次由高到低,第一层次是集中交易的主板市场,即台湾证券交易所(TWSE);第二层次是柜买中心(GTSM),即“二板市场”;第三层次即场外交易市场的兴柜市场,是未上市上柜的股份公司股票流通交易场所。这种垂直分工、相互支持的阶梯市场体系,有效地构成了多层次的资本市场。大陆地区经过20多年的发展,也形成了由主板市场、二板市场(中小板市场、创业板市场)、场外交易中心(新三板市场、天津股权交易所和各地股权交易中心)所构成的资本市场,具备了多层次资本市场的雏形。就制度设计而言,两岸资本市场体系均是政府强势主导下的自上而下的垂直分层,不同于欧美多层次资本市场机制自下而上逐步形成的过程。

(二) 市场定位的相似性

兴柜市场和新三板市场尽管在制度设计上有所不同,但因二者都属于重点培育的“基础性市场”,总体定位具有相似性:首先,都是场外交易市场;其次,都定位为多层次资本市场最主要的基础层级;第三,主要功能都是服务中小企业,特别是科技创新型企业。

兴柜市场自成立以来,年成交额由2002年的191.7亿元增长到2015年的2,809.3亿元新台币,增长了13.7倍;挂牌企业数由172家增加到2015年底的284家,增长了65.1%。作为上柜前的预备市场,兴柜市场源源不断地向台交所、上柜市场输送优质企业:截至2015年底,累计挂牌的企业数1,446家,其中成功转板上市、上柜公司841家,累计转板率58.16%,成为培育主板和二板市场IPO资源的基础市场。新三板市场自2013年底扩容以来,成交额由2013年底的8.14亿元增长到2015年底的1,910.6亿元人民币,挂牌企业数量也从356家增加到2015年底的5,129家。2017年2月13日,深交所发文表示,未来将推动新三板向创业板转板试点。^[2]根据Wind统计数据显示,截至2016年12月31日,新三板共有4,946家挂牌企业符合创业板IPO财务条件,占总挂牌企业的50%左右;截至2017年6月19日,新三板挂牌公司中已发布上市辅导备案的共有463家,但目前成功从新三板转板IPO的公司只有17家。因此,同为基础性市场,台湾兴柜市场在转板上市方面的成功经验可为新三板市场发展提供借鉴。

(三) 市场环境的相似性和互补性

从市场环境来看,两岸资本市场有一定的相似度。两岸目前均处于产业结构转型升级的关键时期;两岸由于文化背景相似,投资者的投资情绪、行为及风险偏好较为类似;投资者构成相似,有众多的个人投资者,具散户化特征。同时,两岸资本市场也具有互补性:台湾证券市场发展较早,制度比较成熟,已积累了丰富的市场运作经验,证券人才储备较为充足,但规模较小,容量有限,市场的广度和深度不足;而大陆证券市场尽管起步较晚,制度设计和人才储备较为不足,但市场规模大,资本市场发展迅速。从股票市场总市值和上市公司数量上看,2000年底,大陆上市公司市值总额达5 809亿美元,超越了台湾的2 476亿美元。随后除2005年外,大陆股市总市值一直高于台湾。从兴柜市场和新三板市场的成交额看,2016年全年,台湾兴柜市场的成交额为2 658亿元新台币(约578亿元人民币),而大陆新三板市场的成交金额1 912.29亿元人民币,为兴柜市场成交金额的3.3倍。两岸资本市场各具优势和劣势,未来通过实现优势互补,可以为两岸资本市场的合作提供广阔的空间。

三、资本市场配置效率的理论基础

金融市场的基本职能是实现资本的优化配置。资本配置效率是衡量金融市场运行效率的一个重要指标。学术界关于资本配置效率的研究最早始于金融发展对经济增长的影响研究。经济学家Schumpeter(1912)^[3]认为金融市场能够提高资本的配置效率,通过甄别好企业或项目并为其提供融资,使资本配置到高回报率的企业中去,并消除其中的道德风险,减少转移成本,从而对实体经济运行发挥积极作用。

美国经济学家Fama(1965)提出的有效市场假说(Efficient Market Hypothesis)则奠定了资本市场的有效性理论。^[4]该理论强调,在有效资本市场中,证券价格能充分、及时、无偏地反映所有历史信息、公开信息和内幕信息。因此,根据价格对信息不同反映,该理论界定了弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。

从经济学的基本理论出发,在一个高效市场中,资本配置效率的提高意味着在社会资本总量不变的情况下,资产价格的波动使货币资本能够在长期利润信号的驱使下在各行业或企业之间高效流动,使金融资源配置到回报率高的行业或企业,从而提高投资效益和要素生产率,推动经济增长。^[5]

从现有研究来看,衡量金融市场资本配置效率的方法主要分为两类:

第一类方法采用资本边际收益、资本边际产出率作为资本配置效率的衡量指标,或者将资本边际收益或资本边际成本的方差或离差的变化趋势作为资本配置效率的间接衡量指标。其理论基础是新古典经济学的瓦尔拉斯一般均衡理论,基本思路是“当且仅当生产要素价格等于其边际生产率时,资本边际产出出现了帕累托最优状态,其配置才达到完全有效,整个经济处于帕累托最优状态。当资本在不同行业间自由流动时,将会使各个行业的资本边际收益率趋于一致”。这类方法多用于衡量一国/地区进行产业调整,制度变革或是金融自由化等重大事件后,资本在行业间配置效率的变化情况。其局限性在于:首先,测量资本边际收益率需要选择生产函数,而生产函数选择的准确性往往受到诸多质疑;其次,受统计数据的限制,这种测算方法不能准确地测算行业间的资本配置效率;最后,需要判断资本收益率的增加确实来源于资本配置效率的提高,而不是其他的因素。

第二类方法将资本对于行业(长期)盈利能力的敏感性,作为衡量社会资本的配置效率的主要指标,是一种更为直接、更具说服力的资本配置效率测量方法。该方法的基本思路是在一个高效市场中,资产价格的波动促使资本直接在不同的企业和行业分配,资本配置最优化意味着在资本回报

率高的行业增加投资,而在回报率低的行业减少投资,最终促使资本配置效率提高。Jeffrey Wurgler (2000) 从这一思路出发,通过选取 65 个国家 1963—1995 年的面板数据作为研究样本,检验金融市场发展程度对资本配置效率的影响,发现发达国家的资本配置效率高于发展中国家。^[6]

总体而言,Jeffrey Wurgler(2000) 关于资本配置效率的模型,通过对相关指标的选取或改进,能够较为可靠地分析比较不同地区证券市场的资本配置效率,进而对证券市场的制度改进提供一个制度分析的量化基础框架。^[7]该基本模型得到了理论界的认同,并在大量的实证检验研究中得到运用,如韩立岩、蔡红岩(2002)^[8],曾五一、赵楠(2007)^[9],庞如超(2011)^[10],张立(2013)^[11]等的相关研究。

四、资本配置效率的实证比较

(一) 基础模型

Jeffrey Wurgler(2000) 模型被广泛应用于资本市场资源配置效率的量化分析中,特别应用于不同国家和地区、行业的资本配置效率差异比较。这一方法的建模思想是:资本的配置效率取决于资本变化对实体经济指标(地区或行业增加值、收入、利润等)变化的反应程度。如果某一地区或行业的实体经济指标提高快、竞争力强、发展前景好,这些地区或行业能够引入更多的资本,则说明资本配置效率高,反之则说明资本配置效率较低。

资本增量变化对实体经济指标变动的弹性系数即为资本配置效率的量化水平,如下式:

$$\ln\left(\frac{I_{it}}{I_{it-1}}\right) = \alpha_i + \eta_i \ln\left(\frac{V_{it}}{V_{it-1}}\right) + \varepsilon_{it} \quad (i = 1, 2, 3, \dots) \quad (1)$$

其中, V 表示实体经济方面的自变量,如地区 GDP、行业增加值或其增长率、营业收入、利润类指标、资本收益率等等; I 表示资本市场方面的因变量,比较常选用的指标有投资(及其增长率)、固定资产规模(及其增长率)、市场成交额、筹资额、股票市值等等; α 为常数项; i 表示不同地区或行业; t 表示时间序号; ε 为随机扰动项; η 为资本配置效率参数,表示投资变化相对于实体经济指标变化的弹性:当 $\eta > 0$, 表明资源配置是有效率的,即资源会向实体经济指标优势的行业或地区配置, η 的值越大,说明资源变化对实体经济指标变化的反应越灵敏,相应的社会资源配置的效率也越高;反之, η 越小,甚至 $\eta < 0$, 表明资源配置机制是低效或无效的。^[12]

(二) 模型改进

本文采用 Jeffrey Wurgler(2000) 模型对两岸“三板”市场的资本配置效率进行实证分析。考虑到大陆新三板市场与台湾兴柜市场的具体情况和特殊性,本文结合市场特征和数据的代表性、可得性,对其中部分指标进行适用性改进,再运用该模型进行资本配置效率的比较分析。

1. 自变量指标的选择

式(1)的自变量是反映实体经济变化的相应指标,现有文献中常用的有营业收入、净利润、每股收益等,考虑到新三板或者兴柜市场的中小企业的净利润和每股收益受营业外收支的影响较大,如政府补贴、股权投资收益、出售资产、公允价值变动收益等,并不能真实反映公司的运营情况,而营业收入直接反映企业的经营成果,是利润的根本来源,更能反映公司的实体经济情况,因此选择营业收入作为模型的自变量,用 I 表示。

2. 因变量指标的选择

式(1)的因变量是反映资本市场变化的相应指标,现有文献中较常选择的指标有股票市值、成

交易额、投资及增长率等。综合考虑研究对象以及数据可得性等因素,本文选择总成交额作为模型的因变量,用T表示。

因此,建立模型如下:

$$\ln \frac{T_{i,t}}{T_{i,t-1}} = \alpha_i + \beta \ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (i = 1, 2) \quad (2)$$

其中 α 为常数项; ε 为随机扰动项; i 表示市场的序号($i=1, 2$)分别表示为台湾兴柜市场和大陆新三板市场; t 表示时间序号; β 为资本配置效率参数,表示市场成交额相对于营业收入指标变化的弹性。

(三) 实证检验

鉴于营业收入来源主要是公开的财务报表,而兴柜、新三板都仅要求公告半年报,因此,我们选择以半年为一个周期的数据。结合数据可得,台湾兴柜市场的数据来自于2009—2015年的半年周期数据,大陆新三板由于2013年底才开始成为全国性场外交易市场,因此,数据较难获取,仅有2014—2015年的半年周期数据。令 $t1 = \log(I1/I, I1)$, $r1 = \log(V1/I, V1)$, $t2 = \log(I2/I, I2)$, $r2 = \log(V2/I, V2)$,其中 $I, I1$ 表示 $I1$ 的滞后一阶,依此类推。具体数据详见表1和表2。

表1 台湾兴柜市场交易数据

年份	成交额(元新台币)	营业收入(万元新台币)
2015Q4	319,088,029,991	50,431,663
2015Q2	168,467,460,123	28,106,043
2014Q4	419,485,056,381	49,876,456
2014Q2	229,871,445,671	26,069,379
2013Q4	289,103,834,991	52,196,057
2013Q2	119,518,253,575	31,426,948
2012Q4	154,858,682,144	51,657,670
2012Q2	60,174,828,335	25,900,215
2011Q4	203,482,310,873	58,713,829
2011Q2	134,747,376,348	32,522,406
2010Q4	238,136,126,920	63,624,325
2010Q2	98,865,033,193	29,755,527
2009Q4	166,658,310,696	44,650,586

数据来源:台湾柜买中心网站 <http://www.tpex.org.tw/web/index.php?l=zh-tw>

表2 大陆新三板市场交易数据

年份	成交额(元人民币)	营业收入(万元人民币)
2015Q4	190,947,449,465	88,482,629
2015Q2	106,160,277,262	40,623,388
2014Q4	12,963,599,635	24,640,571
2014Q2	2,096,591,510	10,272,382
2013Q4	81,396	4,086,157

数据来源:全国中小企业股份转让系统网站 <http://www.neeq.com.cn/>

根据上述模型,利用广义最小二乘法,分别对台湾兴柜市场和大陆新三板市场的相关数据进行回归,结果如下:

对于兴柜市场:

$$\ln \frac{T_{i,t}}{T_{i,t-1}} = 0.043 + 1.085 \ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} \quad (3)$$

$$\overline{R^2} = 0.8672; t = 0.54, 8.53; F - stat = 72.81$$

由式(3)可以看出,在1%的显著性水平下,兴柜市场的资源配置效率参数为正且大于1(β 值=1.085),表明台湾地区兴柜市场的资本配置效率较高,兴柜市场投资变化(通过市场总成交额体现)对兴柜市场实体经济指标变化(通过营业收入体现)的反应比较灵敏。

对于新三板市场:

$$\ln \frac{T_{i,t}}{T_{i,t-1}} = 2.837 - 1.861 \ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} \quad (4)$$

$$\overline{R^2} = 0.199; t = 1.04, -0.50; F - stat = 0.249$$

由式(4)可以看出,t值并不显著,原因可能是样本量太小,但即使假设显著的话,系数也为负,表明市场资源配置效率较低,主要原因是新三板市场受企业基本面(如经营收入及利润等)以外的因素扰动强,投资者参与市场主要是投机需要,企业基本面以外的信息均会较大程度地影响投资者行为。

(四) 原因分析

从以上的实证结果可以看出,兴柜市场的制度改革取得了较好的成效,使得市场资本配置效率保持在较高的水平,对于台湾中小企业的融资起到了保障和引导作用;而新三板目前的制度设计尚不完善,资本配置效率低下,亟待进一步加强和完善。二者资本配置效率差别的主要原因如下:

1. 市场定位的差异性

兴柜市场最大的创新和成功之处在于其明确定位为上市(柜)市场的强制预备市场,而新三板市场的功能定位到目前为止仍不明晰。由于兴柜市场作为“预备市场”的明确定位,为已公开的未上市上柜股票提供交易平台:当挂牌公司在兴柜市场交易满6个月,并且达到台交所或上柜市场的财务标准,可向台交所或上柜市场提出转板申请,在获得主管机关所出具的同意意见书后,即可升入相应市场进行交易,从而源源不断地向台交所、上柜市场输送优质企业。从兴柜市场成立至今,累计转板率58.16%,充分体现了场外市场与主板市场日益紧密的衔接关系。相对而言,缺乏明确的市场定位是当前新三板市场乱象、问题丛生的根源所在。定位不明确,相应的配套政策无法到位,市场各方难以做出正确的预期,也必然无法实现其应有的定价和融资功能,进而影响到市场的健康发展。

2. 市场准入门槛的差异性

在准入门槛方面,兴柜市场对投资者没有经营年限、资产规模、盈利能力、股权结构等具体指标的限制,只须申报上市或上柜辅导及有两家以上证券商书面推荐;而新三板对企业和个人投资者在资产总值、注册资本、投资经验诸方面均设立了较高的准入门槛(详见表3)。准入门槛的限制,导致合格投资者偏少,增量投资者明显不足,存量投资者退出困难,市场流动性不足,最终的结果是市场难以通过交易对挂牌企业科学定价和促成融资,市场价值发现、资本配置等功能无法实现。

表3 兴柜市场和新三板市场的市场准入门槛比较

条件	兴柜市场	新三板市场
设立年限	无具体规定	依法设立且存续满两年
资产规模	无具体规定	注册资本或资产总值在人民币500万元以上
经营能力	无具体规定	业务明确,具有持续经营能力
股权结构	无具体规定	股权明晰,股票发行和转让行为合法合规
券商推荐	2家以上推荐证券商,需指定1家为主办,其余为协办	主办券商推荐并持续督导
券商指导	公开发行后,主办推荐证券商报送最近1个月的兴柜公司财务业务重大事件检查表	主办券商完成尽职调查和内核程序,对公司是否符合挂牌条件发表独立意见,并出具推荐报告
投资经验	无具体规定	对自然人要求两年以上证券投资经验(含新三板交易经验)
其他	股东应转让持股3%(且不低于50万股)给推荐证券商认购	无

资料来源:作者整理自台湾证券交易所网站:<http://www.tse.com.tw/zh/>,大陆全国中小企业股份转让系统网站:<http://www.neeq.com.cn/>

3. 做市商制度的差异性

兴柜市场采取的是竞争性做市商制度,通过导向性明确的交易流程设计,保障做市商的利益;而新三板市场交易采取的是做市转让和协议转让相结合的制度,机构对于新三板市场的资本配置无法形成有效的引导。

在兴柜市场中,所有挂牌企业均采用做市模式,并通过议价点选系统进行交易。无论是委托证券经纪或者券商自营的方式,必须通过推荐证券交易商(做市商)进行买卖,不允许投资人之间直接交易,^[13]做市商制度处于绝对的主导地位。从表4可看出,兴柜市场的成交额从2010年的2,381亿新台币增加到2015年的3,190亿新台币,增加了34%,其中议价点选的成交比例一直保持在90%以上。

表4 兴柜市场成交情况(2010—2015)

年份	成交额(元新台币)			
	电脑议价点选成交	系统外议价成交	合计	议价点选成交比例
2010	233,298,595,927	4,837,530,993	238,136,126,920	97.97%
2011	202,191,307,131	1,291,003,742	203,482,310,873	99.37%
2012	153,874,087,716	984,594,428	154,858,682,144	99.36%
2013	266,191,787,428	22,912,047,563	289,103,834,991	92.07%
2014	396,605,119,069	22,879,937,312	419,485,056,381	94.55%
2015	289,321,148,676	29,766,881,315	319,088,029,991	90.67%

数据来源:台湾柜买中心网站 <http://www.tpex.org.tw/web/index.php?l=zh-tw>

而新三板市场没有明确建立机构主导的制度模式,选择权主要在挂牌企业,企业基于减少挂牌及后续成本的考虑,优先选择协议转让的方式,导致做市商做市的意愿低,做市商数量少,机构尤其是做市商对整体市场的作用有限。2016年全年,新三板市场总成交量为363.92亿股,成交金额1,912.29亿元人民币,其中做市转让成交金额950.07亿元人民币,占比49.68%,该比例远低于兴

柜市场。从企业数量来看,截至2016年12月31日,选择协议转让方式的企业为8,059家,占新三板总挂牌企业数的79%,选择做市转让的企业数仅为20%左右。

4. 投机氛围的差异性

由于做市商制度的差异,新三板市场的投机氛围过于浓厚。一定程度上,新三板受公司基本面以外的因素影响较大,个人投资者甚至不少机构主要采取获取短期差价的投机行为,融资需求迫切的中小企业反而很难从新三板市场获得足够的资金支持,新三板市场整体面临融资难、流动性差等问题。相对而言,台湾兴柜市场尽管对于个人投资者并没有设立门槛,但由于完善的做市商制度,投机氛围得到较为有效的控制。

五、结论及政策建议

本文采用 Jeffrey Wurgler(2000)的资本配置效率模型对台湾地区兴柜市场和大陆新三板市场的资本配置效率进行实证检验,研究结果表明兴柜市场的资本配置效率高于新三板市场。新三板市场可以借鉴兴柜市场经验,从以下几个方面加以改进和完善:

(一) 尽快明确大陆新三板市场的定位问题。目前大陆地区上交所和深交所职能定位基本重合、上市标准雷同,深交所虽然设有中小板、创业板市场,但受制于原有的整体规划和政策制度等因素,远远不能满足处于创业期的中小企业的融资需求。建议明确新三板的市场定位以解决当前新三板优质企业的“两难”问题。将新三板定位为IPO的预备市场,是为非上市公司提供融资和股份转让服务,同时为主板市场和中小板及创业板市场培育上市公司。在经过新三板的预备期并达到IPO的要求后,自然进入转板审核通道,政策的明确性使企业可以更加自主地选择是否IPO。

(二) 进一步加强大陆新三板市场的做市商制度建设。做市商制度要发挥应有的作用,必须从强化做市商转让的地位、加强做市商的政策扶持、严格做市商的监管等几个方面入手,构建符合新三板市场发展需求的做市商制度。新三板的主要交易模式应当明确做市主导,可以参考兴柜市场的交易制度设计,提升做市转让的市场地位,切实构建以做市转让为主、协议转让为辅(主要针对大宗交易)的场外交易体系。

(三) 进一步增强大陆新三板市场的流动性。从目前来看,新三板已具备了基本融资功能,短期内已经吸引了大量的企业申请挂牌;但从长期健康发展来看,缺乏流动性的市场不具备可持续发展的条件。从兴柜市场的发展经验来看,在明确以机构为主导的交易模式下,放开个人投资者参与兴柜市场交易,并没有造成市场过度投机氛围。因此,借鉴兴柜市场的经验,一方面,降低投资者门槛,鼓励个人投资者进入新三板市场;另一方面,改革做市交易制度,尽快推出竞价交易制度。

(四) 进一步完善大陆新三板市场的信息披露制度。现阶段新三板挂牌企业信息披露基本上是按照主板、创业板等证券交易所的模板来做的,方向是正确的,但是作为上市预备市场,考虑到现实中中小微企业各项制度完善需要一定时间,因此,制度设计上不应一刀切或一步到位。随着新三板的分层,对不同层级的信息披露要求和违反强制信息披露的后果,也应当有所区别,特别是对处于发展初期阶段的企业,经营模式尚不稳定,公司治理尚不完善,应当给予适当的过渡期。

(五) 进一步完善大陆新三板市场的转板制度。作为大陆资本市场基础层级的场外交易市场,新三板的功能是把最优质的企业通过转板输送到更高层级资本市场上。但目前看来,新三板市场的转板制度与现有IPO制度或“借壳上市”相比,并没有明显的优势。新三板企业要进入主板或中小企业板市场仍需要摘牌重新进行IPO,这导致新三板市场的价值严重下降。因此,建议在多层次

资本市场之间建立更加有效的互联互通机制,例如通过试点,允许一些优质的新三板企业自动转板,逐渐探索出一条更为通畅的转板上市路径。

注释:

- [1] 戴双兴《海峡两岸多层次资本市场比较及合作路径探析》,《台湾研究集刊》2014年第1期,第23-30页。
- [2] 深圳证券交易所《稳中求进 奋发有为 扎实推进资本市场改革稳定发展各项工作》,2017年2月13日, <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39765455.shtml>。
- [3] J. A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development* (1934trans. Edition), Cambridge, MA: Harvard University Press, 1912.
- [4] E. F. Fama, "The Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*, 1965, 38: 34-105.
- [5] 韩立岩、王哲兵《我国实体经济资本配置效率与行业差异》,《经济研究》2005年第1期
- [6] [7] J. Financial Wurgler, "Markets and the Allocation of Ccapital", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58 (1): 187-214.
- [8] 韩立岩、蔡红艳《我国资本配置效率及其与金融市场关系评价研究》,《管理世界》2002年第1期。
- [9] 曾五一、赵楠《中国区域资本配置效率及区域资本形成影响因素的实证分析》,《数量经济技术经济研究》2007年第4期。
- [10] 庞如超《沪深股市与香港股市资本配置效率比较分析》,《商业时代》2011年第2期,第62-63页。
- [11] 张立《台湾地区多层次股票市场资源配置效率比较研究》,《台湾研究集刊》2013年第1期,第47-54页。
- [12] 此模型不包括年份影响,它衡量的是某个国家或地区在某一段时间总体的资本配置效率,并借此对不同国家或地区之间的资本配置效率进行比较。
- [13] 尽管对大宗交易开辟了系统外的通道,但由于议价点选系统已经比较成熟,通过大宗交易采取系统外议价成交方式的只占很少一部分。

(责任编辑:石正方)

A Comparative Study of the Capital Allocation Efficiency between the Mainland NEEQ Market and the Taiwan ESB Market

Yang Fang, Qiu Dayi, Huang Guangxiao

Abstract: As the mainland has made a leap-forward development in the NEEQ market over the past few years, there still have been a lot of difficulties and problems that need to be solved urgently. In fact, it is an important task to clarify the market positioning of the new third board and further improve its capital allocation efficiency. This paper uses Jeffrey Wurgler 2000 (capital allocation efficiency model) to make an empirical comparison of capital allocation efficiency between Mainland new National Equities Exchange and Quotations (NEEQ) and Taiwan Emerging Stock Board (ESB), and at the same time, analyze the main reasons for the difference in efficiency between the two in the aspects of market positioning, entry threshold, market system, and speculating atmosphere. Finally, the paper puts forward some policy suggestions on the way to further strengthen mainland's orientation and to perfect its corresponding system design.

Key Words: Emerging Stock Board (ESB), National Equities Exchange and Quotations (NEEQ), capital allocation efficiency