

# 论区域性股权市场的功能建构

孙菲菲<sup>1</sup> 蒋冠<sup>2</sup>

(云南大学经济学院, 云南 昆明 650091)

**摘要:** 我国区域性股权市场的发展需契合经济发展阶段特征和金融市场化转型需要。在功能构建上, 需进一步加快完善区域性股权交易市场法规, 促进融资服务与多层次进退通道, 提升流动性及公司治理, 引导资源配置和投资平台等功能作用的协调发挥, 进而提升区域性股权交易市场在金融创新和金融生态领域的层次地位。

**关键词:** 金融结构; 区域性股权市场; 融资功能; 股权众筹

**Abstract:** This study gives some advices for China's OTC market's functions construction and developing path. This paper holds the view that China should accelerate multi-layer equity exchange market's built, thus improve capital market's service function. China should also make OTC market to become the carrier and power of financial innovation, to become an important part of China's finance structure, to become the band of real economy and virtual economy.

**Key words:** financial structure, regional equity markets, financing function, equity-based crowd-funding

**作者简介:** 孙菲菲, 女, 云南大学经济学院博士生, 任职于前海股权交易中心, 研究方向: 区域性股权市场。蒋冠, 云南大学经济学院金融学教授、博士生导师。

**中图分类号:** F830.9 **文献标识码:** A

## 引言

改革开放以来, 我国以银行为主导的金融结构在迅速完成工业化产能崛起的资本积累中起到了重要作用, 然而其本身的间接资源配置特征, 在信贷决策机制要求抵押型融资的机制下, 导致了信贷周期下的货币信贷泡沫和资产价格泡沫, 同时使微观层面中小企业的融资约束和融资困境加剧。党的十九大报告提及, “加强金融体制创新, 提升金融服务实体经济水平, 加大直接融资份额, 推动多层次资本市场有序运转”。宏观上, 核心逻辑是把庞大的债务性货币化金融资产, 转型为更高比率的权益性证券资产, 由此改善整个金融体系的功能结构; 微观上, 要按照中小企业发展所需的直接融资需求, 以风险的眼光审视资本市场, 以资本市场自身发展的广度、深度, 服务企业发展和向国民经济渗透。场内市场与场外市场为多层次结构的并行和串联的结构, 其层次间的流动、功能的有机组合、集中与分散的相互统

一、全国性与区域性的彼此协调, 有助于市场功能建构的目标实现<sup>[1]</sup>。

关于构建、完善多层次资本市场的研究已经有不少成果。如区域性股权交易市场发展、运行机制和监管等方面, 阙紫康(2004)认为多层次资本市场是证券市场专业化分工的纵深发展, 在组织方式和空间维度确定情况下, 同一个市场内部可以根据“亚群体”(或板块)的差异实施市场分层, 将分层要求确立为公司亚群体特点<sup>[2]</sup>。孔翔(2006)指出私募证券发行的体制设计是保障社会公众基本利益免受侵犯, 从而有助于公司融资, 最终丰富投资主体投资途径<sup>[3]</sup>。吴林祥(2010)认为参考美国资本市场经验, 公众公司注册和上市分离是场外市场的发展基石, 在向SEC注册成为“申报公司”后, 可以向交易所申请上市交易, 但并非所有申请都能通过上市审核, 即公众公司不一定是上市公司。该公众企业注册和上市不相统一的模式为场外市场的拓宽创建了优质的环境<sup>[4]</sup>。胡海峰和曾繁振(2012)基于国

际化背景提出了中国多层次资本市场体系构建建议。侯东德和李俏丽(2013)指出中国多层次资本市场的转板对接机制的主要立足点在于多层次资本市场的全面打造,将升板和降板紧密相连,对市场各种升板绿色通道进行划分,严格升板限制期,保障企业自己可以进行升板和降板的决策权和救济权<sup>[5]</sup>。高峦等(2016)在《中国区域性股权交易市场发展报告(2014~2015)》蓝皮书中认为,区域性股权市场由于在资本市场中占据着核心位置,其改革发展在资本市场整体创新和促进新常态经济转型中发挥着极其关键的作用,区域性股权市场依旧在很多方面显现了一系列弊端,其中主要包括市商制度、市场分层、监管模式等,在此基础上,针对区域性股权市场功能改革等问题阐述了应对措施和方案<sup>[6]</sup>。

从国际对比来看,刘岩和丁宁(2007)对美国和日本多层次资本市场的实践经验展开了调查和研究<sup>[7]</sup>。李学峰等(2009)选取六个地区为典型研究对象,立足于七个角度研究了这一问题,分别是区域性股权市场结构特点、上市要求、运作模式、发展渠道、交易和监管制度等<sup>[8]</sup>。国务院发展研究中心研究课题组(2012)在对美国研究的基础之上指出,区域性股权交易市场在资本市场中占据着重要位置,健全的法律体系是这一市场有序运转的基础条件,不仅要实施全面监管,还需要市场自律作用,同时创建和健全各种制度,其中主要有市商制度、主板和区域性股权交易市场与股权市场各层级之间的转板制度<sup>[9]</sup>。

本文结合区域性股权交易市场发展的国际经验和新常态下中国经济发展需求和金融改革方向,聚焦中国区域性股权交易市场的功能结构和机制设计,探索其功能建构与差异化定位,使区域性股权交易市场成为我国金融创新的重要载体、金融改革的推动力量、金融生态的重要组成部分、实体与虚拟经济的重要纽带。

### 多层次资本市场功能构建的整体方向及原则

#### 一、宏观层面,实体经济需要金融结构向金融市场型转型

改革开放以来中国经济经历了长期的高速增长,在此期间银行业也得到了快速发展并始终扮演着金融结构

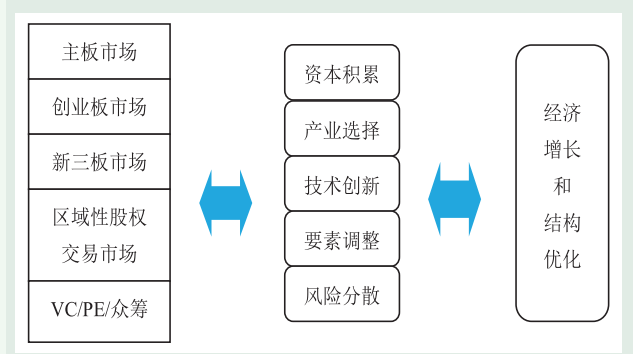
主导者的角色。剖析中国实体经济部门和金融服务部门的关系,可以发现用“正金字塔”来描述实体经济较为恰当,而金融服务则“嫌贫爱富”表现为“倒金字塔”:在金字塔塔尖的国有企业、政府平台类企业、大型企业和富裕阶层在实体经济中享有顶端优势,能够获得最丰富的金融资源和金融服务,而处在塔基的小微企业和大众工薪阶层、农户虽然数量最为庞大,但只能获得较少的金融资源和金融服务,金融服务更多向顶端配给,顶端会持续形成对金融资源的“虹吸效应”。这意味着金融资源和金融服务更多表现为“倒金字塔”,与实体经济的“正金字塔”完全相反。在这样的金融体系中,银行业和沪、深交易所提供的金融服务更多偏向于金字塔顶端<sup>[10]</sup>。

中国经济发展水平不断提升的同时,经济发展模式势必从注重规模和速度的粗放型增长方式过渡到重视质量和效率的集约型增长方式,经济增长动力势必从要素投入往技术创新驱动过渡。在这一转型变革的过程中,金融体系结构应当对经济结构调整优化起到重要的推动作用,这一点从世界主要发达国家的产业转型升级和金融结构演进规律也可见一斑。随着中国经济步入“新常态”,经济发展更加需要知识积累和技术进步,这在资本形成机制上表现出对直接融资体系的更大需求,直接融资体系有利于分散风险和鼓励创新,构建并完善多层次资本市场成为经济结构转型的应有之意。

#### 二、微观层面,是提升直接融资比例和满足中小微企业的融资需要

上述宏观层面的经济结构与金融结构不匹配的问题在微观层面有更为深刻的反映。据不完全统计,目前我国中小企业数量超过4000万家,其中能得到银行贷款的不到2%,能在交易所上市的不到万分之一。中小微企业客观上需要符合其发展特征的交易市场来提供金融服务。而且区域性股权交易市场的准入门槛和成本低于深沪交易所和新三板,客观上有可能形成下一层次的市场;从顶层设计来看,广义的资本市场上各类主体,有可能通过区域性股权交易市场,通过公平透明的市场化规则,达到资源要素配置效率的最大化,符合我国当前经济运行趋势下的发展特征。可见,进一步完善多层次资本市场的“塔基”部分——区域性股权交易市场,符

图1 中国多层次资本市场与优化经济发展的逻辑图



合国家政策的发展特征，有利于破解中小微企业融资问题。图1进一步刻画了区域性股权交易市场与各层次股票市场良性互动、促进经济增长和结构优化的逻辑。

### 区域性股权市场的功能构建设计

区域性股权交易市场由于在多层次市场中占据着重要地位，表现出了高度的基础性。金融市场改革将从金融市场宽度、金融市场深度、交易制度、发行退出机制四大方向推进。从目前来看，多层次股票市场存在“倒金字塔”问题，即主板和中小板规模体量大，其次是创业板；而“新三板”市场虽然挂牌企业数量超过了主板，但企业规模、融资体量、流动性等指标仍与主板市场不可同日而语；区域性股权交易市场则仍处于不断摸索之中。

2017年实际上是区域性股权市场标准化运行的重要之年。2017年年初《国务院办公厅关于规范发展区域性股权市场的通知》(国办发[2017]11号，下简称《通知》)认为，区域性股权市场作为私募股权市场之一，其主要为区域内中小微企业提供服务支持，此外还是地方有关部门落实帮助中小微企业政策的一个有效渠道；并明确了区域性股权市场“一省一家、服务当地”的基本原则，以及兼具市场化运营及公益性政策运营平台的双重特性。5月，证监会出台了《区域性股权市场监督管理试行办法》(下简称《办法》)。该方案指出，区域性股权市场是为区域内中小微集团证券非公开发行等创建服务的主要根据地；明确地方其他交易场所禁止产生进行和证券发行和转让有关的行为；同时也规定了区域性股权市场不得采取集中竞价等场内交易方式，鼓励支持区域性股权市场采取措施，吸引合格投资者参与。可

以说，随着区域性股权市场的法律定位上升，以往困扰区域性股权市场发展的法律问题基本厘清，对于其规范发展将起到重大的推动作用。

从发展历程来看，我国区域性股权市场总体处于抑制状态，多年来的探索得到了不少有益的教训和经验。但无论与国外发达国家区域性股权市场相比，还是对照国内实体经济发展需求，我国区域性股权市场功能建设和完善程度都还有较大差距。证监会发言人2017年2月指出，截止2016年底，40家区域性股权市场实现融资2871亿元，在支持多样化融资、推动企业规范运作、增强金融服务的覆盖面及普惠性等方面发挥了积极作用。区域性股权市场在多层次资本市场体系中的“塔基”地位已经得到落实，然而还存在不少短板，需要从覆盖投融资服务、增强流动性、引导资源配置、多层次进退通道、促进公司治理及投资平台等功能构建方面加以推进。

#### 一、融资服务

完善多层次资本市场的主要目的在于促进金融服务实体经济。区域性股权交易市场区别于场内交易所市场的最大特点在于面向中小微企业提供融资服务，也能够为具有战略投资眼光的投资者提供投资平台。中小微企业大多不具备银行贷款、上市融资和发债融资等苛刻条件，在传统银行体系和场内交易所市场往往难以获得融资，区域性股权交易市场是这类中小微企业融资的最佳场所。大部分区域性股权交易市场创建了丰富的融资工具和手段，例如定向增发、优先股、中小企业私募债和其他新兴融资模式，融资模式先进，融资途径丰富，融资服务优质，融资周期很短，可以为中小企业规模的壮大提供资金上的帮助。同时，区域性股权交易市场也能够为具备专业性、前瞻性战略投资眼光和较强风险承受能力的投资者提供获得高额投资回报的机会，使其有机会分享拥有高新技术和处于高成长期的中小企业所创造的高额收益。

企业的规模、效益及风险千差万别，仅靠场内市场远远不足，有区域性股权市场为基础的多层次资本市场体系才能更好地为众多不同类型的企业提供差异化服务，并对风险进行分类分级管理。2011年兴起、2014年由人民银行划归证监会监管的股权众筹及互联网非公开

股权融资，可能就是一种私募证券发行及转让的形式。市场实践表明，如果区域性股权市场能够发挥良好的融资功能，在监管到位的情况下试点股权众筹，将更有利地发挥区域性股权市场作为多层次市场体系的基石功能，例如一些股权交易中心有券商参股，具备券商和投资从业经验，有条件提供优质的其他增值服务和孵化功能，倡导多元化服务于筹资企业及投资人的方式。资金管理模式下，区域性股权市场也可以采取统一登记、三方存管的方式，对资金的监管形成更有效的监管。区域性股权市场有可能在信息披露合规、风险可控与广泛的受众与投资人群中取得一定的平衡，为广大中小微企业提供更加本地化、多元化、具针对性的综合服务，并基于互联网、区块链及物联网技术，积累巨大的信息及数据，为今后的联网统一打下基础。中小企业融资需求和互联网、物联网及区块链技术的创新突破，为区域性股权市场推出股权众筹提供了现实基础，相关市场创新实践和一系列政策试验为区域性股权市场发展提供了有益的探索经验。

### 二、多层次进退通道

多层次的进退通道包含两个层面的含义：第一层含义是培育方式与退出渠道。拥有完善发达、准入门槛低、交易活跃特点的区域性股权交易市场能够为创业投资、风险投资、私募投资、天使基金等多种投资形式提供宽松的退出渠道，既有利于各种投资的蓬勃发展，也有利于创新型企业发展。当然，要顺利实现上述功能需要各层次股权市场之间都具备灵活的进退机制，促进多层次资本市场的有机循环、良性竞争和健康发展。第二层概念是转板机制。创建、完善各种市场的转板机制，其中主要涉及区域性股权交易市场、交易所市场与不同层次区域股权交易市场等，让其彼此融通，互利共生。具体包含升板机制和降板机制，前者指挂牌企业经过挂牌、辅导和培育发展达到场内交易市场的门槛条件，可能转入场内交易市场；后者指场内交易市场中无法达到要求的企业需要强制退市，降级转回区域性市场。

借鉴海外市场的发展经验，构建资本市场间转板机制要建立有序公开的通道，满足条件后企业可自主决定是否升级，达不到持续条件的企业强制退出。支持企业根据自身发展需要，在保障投资者利益的前提下自由选

择。区域性市场还可建立绿色通道，让海外上市的企业通过“区域通道”回归国内市场<sup>[11]</sup>。

### 三、提升流动性

流动性是所投资的时间尺度(变现难易程度)和价值尺度(与公平市场价格相比的折扣)之间的关系。在场内交易市场，流通股具有极其便利的流动性实现机制；而在特定区域性股权交易市场则不容易做到，一旦流动性受制，对于企业融资和投资者降低风险都十分不便。流动性良好的区域性股权交易市场能够为无法在场内交易所市场上市交易的企业股票提供流通场所，高流动性可以保障股票的及时转让，为企业融资和投资者变现提供便利，是区域性股权交易市场健康发展的重要条件之一。曾慧敏(2013)认为，对中小型投资人来说，区域性股权市场如能提供信息披露合理又具流动性的交易平台，可减少投资人查找、判断数据信息的成本，提升流动性。针对监管层面而言，借助于标准化且流动化的区域平台，一方面可以实现全面监管和保障自律，另一方面还能够防止其他非法私募证券交易，进而促使投资者基本权益免受损失<sup>[12]</sup>。

通过资本市场实现并购重组，完成产业转型，同样是资本市场规模壮大的基本作用。2014年国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，该指导方针强调需不断增强资本市场推动并购重组的主途径功能，将资本市场的融资作用进一步呈现出来；并强调为促进并购重组的有序进行，应简化实质性审核，整顿行政许可事项，避免监管对并购重组的过度干预。此外，为了创建优质的并购重组市场氛围，应该确保市场化定价政策得到全面实施，降低各种定价的所占份额，例如合同和指定定价等<sup>[13]</sup>。这些需求与区域性股权市场企业数量巨大、服务契合企业需求、信息披露及时、股权登记托管等功能是天然融合的。

### 四、促进公司治理，增加信息公开范围

健康发展的区域性股权交易市场在挂牌、培育和服务过程中应该起到帮助企业完善内部治理结构、规范财务运营、提升公司运行效率、优化企业经营效益的作用。尽管区域性股权交易市场挂牌门槛低甚至接近于无门槛，但对于促进公司治理而言十分重要。中小微企业成立初期通常所有权和经营权合二为一，通

过区域性股权交易市场，有利于完善公司治理结构，主要包括：“三会一层”（股东大会、董事会、监事会和管理层）制度完善有利于促进各方的权利范围、任职资格、聘任规则、监督体系和制衡关系；公司章程规范有利于完善公司组织活动的基本准则，切实服务于公司经营活动；中小股东利益的维护有利于促进更多投资者关注区域性股权市场和企业本身，是能否获得与经营业绩相匹配的资金的关键因素；信息披露机制的完善与有效实施是区域性股权交易市场健康发展、企业融资和投资者投资得到保障的基本前提。当前部分区域性市场十分强调培训与咨询，从帮助企业成长、促进治理规范性的角度挖掘和培育企业，针对这一层面而言，区域性股权市场的“孵化器”作用得以充分体现出来。

#### 五、引导资源配置，特别是地方政策资源的有效配置

金融是现代经济的核心，资金的流向通常会伴生和俘获其他要素的集聚。区域性股权交易市场在《办法》中已被界定为地方中小微企业落实文件精神的有效渠道。从国家层面看，出台的相关支持性政策都是全局性及纲领性的，这些政策的落实需要地方政府高层与下属部门多方配合。我们整理了各地对区域性股权市场的鼓励发展政策，主要集中于企业挂牌改制过程中对企业直接一次性补贴的方式。有关增强运营组织服务、孵化水平的政策文件不多，如在税收、技术支持等方面，同时各种吸引社会资本的优惠政策现阶段依旧处于空白地带。从实践而言，能够挖掘出当地优质企业、提供有效服务、帮助业务发展是区域性股权市场发展的核心及重点。

区域性股权交易市场的另一个功能是地方的资源聚焦及企业展示功能，为当地机构及优质企业提供全方位的对外宣传和展示服务，有利于企业在区域甚至全国层面形成影响力。除此以外，区域性股权交易市场通过实现融资服务和公司治理优化，有利于促进人才等社会资源向发展最快的部门聚集。这样的资源集聚机制是公开透明的，中小微企业通过区域性股权交易市场融得资金的同时，也会获得志同道合的创业者的认可，获得上下游合作企业的认可。吕劲松(2015)指出在区域性股权市场股权融资比例仅占15%。“重债轻股”作为间接融

资模式依旧是未来的发展方向，引起资金无法实现向资本的过渡，进而进一步减少公司负债率和综合间接融资比率<sup>[14]</sup>。

#### 六、投资平台

区域性股权交易市场可为社会公众提供新的投资平台，提高和优化社会资本的使用效率。区域性股权交易市场的企业虽然规模偏小，风险较高，但能够为具有战略投资眼光的投资者提供投资平台。上述《办法》中已经对合格投资人做出明确规定，虽然中小微企业大多具有高风险，同时也面临可能的高收益，尤其对于一些高新技术和创新型企业而言<sup>[15]</sup>。区域性股权交易市场能够为具备专业性、前瞻性战略投资眼光和较强风险承受能力的投资者提供获得高额投资回报的机会，使其有机会分享处于高新技术和高成长期中小企业所创造的高额收益。

### 结语

2017年的《通知》与《办法》纲领性地明确了区域性股权市场的定义、主要职责及主体地位，并明确了地方负责日常监督，证监会作为主管部门负责指导、协调及监督的双重管理架构，区域性股权市场发展的法律基础已经明确。目前各省基本已经公布了一省一家的区域性股权市场运营机构，下一步是《通知》及《办法》在地方执行、落实的具体问题。借鉴国外发达国家区域性股权市场功能建设经验，围绕区域性股权交易市场融资服务、多层次进退通道、提升流动性、促进公司治理、引导资源配置、投资平台等六大功能的发挥，使区域性股权交易市场成为我国金融创新的重要载体、金融改革的推动力量、金融生态的重要组成部分、实体与虚拟经济的重要纽带。同时可以在监管严格的区域性股权市场首次尝试实施股权众筹，从而挖掘私募证券发行和转让的有效渠道，有可能提供更为丰富的综合孵化、培育服务，从中积累信息与数据，实现股权登记和托管，简化办理流程，提升股权交易转让、股份登记的效率，成为当地具有公益性的市场化私募股权市场，并结合当地的政策措施，有序扩大和便利中小微企业融资与发展。 ■

(下转第77页)