

资本的阶梯

中小微企业场外市场挂牌融资理论与实务



杜坤伦 主编

Capital Ladder of Capital

资本的阶梯

中小微企业场外市场挂牌融资
理论与实务

杜坤伦 主编

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

资本的阶梯:中小微企业场外市场挂牌融资理论与实务/杜坤伦 主编. —北京:
人民出版社,2016.12

ISBN 978-7-01-017085-5

I. ①资… II. ①杜… III. ①中小企业-企业融资-研究-中国

IV. ①F279.243

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 314072 号

资本的阶梯

ZIBEN DE JIETI

——中小微企业场外市场挂牌融资理论与实务

杜坤伦 主编

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京汇林印务有限公司印刷 新华书店经销

2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:23.75

字数:412 千字 印数:0,001-5,000 册

ISBN 978-7-01-017085-5 定价:60.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

创新发展在各行各业具有一个共同的规律性“路线图”，即围绕产业链部署创新链，围绕创新链完善资金链，从而使实体经济与虚拟经济、创新技术的研发、运用与最终成果形成一体化。如何在资本市场中实现资金的供给侧和以中小微企业为代表的资本的需求侧的无缝对接，是当前我国金融改革中必须直面的问题。加快发展场外市场，既是缓解中小微企业融资难、融资贵问题的有效方法，也是中小微企业拓宽融资渠道、提高直接融资比重的重要手段，更是实现多层次资本市场改革目标的方向所在。

本书在充分肯定我国多层次资本市场建设取得的成效基础上，通过全面审视境内外场外市场发展经验，以多层次资本市场建设融入我国全面深化改革为发展契机，将场外市场的创新发展作为我国进一步加快创新驱动发展战略的落实，为大众创业、万众创新提供资金动力和提升治理水平的重要抓手，促进中小微企业证券化发展。同时深刻剖析场外市场建设中的问题，系统梳理中小微企业借助场外市场更好更快发展的有效路径，理性思考政府的职能定位，加强政策引导，完善规制建设，并提出相关对策建议。

编委会成员

主 任：张少鹿

副主任：杜坤伦

编 委：（按姓氏拼音排序）

傅 瑜 贺 宁 黎洛陵

李新阳 刘文选 莫凤英

栗建国 王小军 张如积

张伊雪 张予藐 赵 波

周 晓 朱瑶箏

张少鹿 四川省威远县人，西南财经大学经济学博士，研究员，现任四川省政府金融办副主任。主要研究方向为产权理论、国有企业改革和资本市场。在《经济研究》等刊物发表多篇文章，参与《现代企业制度》《国有企业改革》等书编著。长期从事四川企业改制上市和资本市场改革发展工作，负责四川金融要素市场及区域性场外市场建设，策划、参与了多家企业境内外上市和上市公司的重大资产重组。现兼任上海证券交易所上市指导委员会委员、深圳证券交易所上市培育委员会委员。

杜坤伦 四川省武胜县人，四川大学经济学博士，现任四川省社会科学院金融与财贸经济研究所副研究员、硕士生导师。主要研究方向为资本市场与区域经济发展。中国注册会计师、中国注册资产评估师，高级会计师。出版专著《上市公司：现代经济最富活力的微观基础》，参与了《证券期货稽查典型案例解析》、《四川改革新蓝图》、《治蜀兴川的改革新路》、《四川蓝皮书·四川经济形势分析与预测》（2015年、2016年）等专著的编写工作；先后在《经济学家》《证券市场导报》等 CSSCI 中文核心期刊上发表论文 20 余篇。作为中国证监会第十二届、第十三届主板发行审核委员会委员，参加了对我国数百家企业的 IPO 与上市公司再融资审核，参与了多项涉及企业改制上市的财务、法律等方面政策的研究和起草工作。有丰富的上市公司监管、证券执法、非公众公司监管及拟上市企业培育工作经历，熟悉我国证券市场法律法规，对区域性场外市场建设有较深入的理论研究。

序

党的十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出,建设全国统一开放、有序竞争的市场体系,是使市场在资源配置中起决定性作用的基础,要健全多层次资本市场体系,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重,这为金融领域深化改革指明了方向。

资本市场是要素市场,是金融市场体系的重要组成部分,其市场化、法制化程度是衡量现代市场经济发展水平的重要指标,是经济发展方式转变和经济结构调整的重要抓手和支撑,是企业特别是中小微企业直接融资的重要平台,是拓宽直接融资渠道、提高直接融资比重的主要途径,是投资者价值发现与成果分享的主要载体,已成为理论界与实务界的普遍共识。我国场内市场建设是配合我国国有企业改制发展资金需求、自上而下的、主要由政府推动建立的要素市场,场外市场是场内市场建设到一定阶段和程度后,对资本市场本身的进一步丰富和完善,它既是市场建设和发展的内生需要,也是企业发展的客观要求,是在自下而上推动、重点是企业特别是中小微企业融资难问题长期不能得到有效解决、非法金融活动导致地区金融风险频发的环境下应运而生的。

本书以“五大发展理念”为统领,以彰显场外市场更好地服务实体经济发展为初心,结合全国多层次资本市场建设的推进部署和各地关于支持中小微企业加快发展和创新驱动要求,深刻阐明我国当前为什么需要建设及需要建成什么样的场外市场,并以丰富详实的案例和事实说明,场外市场的建设,不仅有利于推动中小微企业的发展和区域生态环境的改善,使各地市场成为全国多层次资本市场的重要组成部分,同时,也极大地丰富和完善了区域市场体系。研究指出,场外市场建设,既要充分总结、借鉴新三板及浙江、齐鲁、前海、武汉和四川等地股权市场建设的先行先试经验,也要结合各地区域经济发展的现状,积极探索具有一定区域特色的、能更好地为中小微企业长期发展的区域性平台建设,力求为场外市场建设的可行性和实效性进行实证研究,为丰富和完善区域性资本市场的基础性制度建设提供

理论指导和现实分析,在促进区域资本市场为中小微企业又好又快发展中,进一步优化政府服务质量,提高行政监管效率。

本书探寻了我国区域性多层次资本市场体系发展的核心驱动因素,研究了新常态下多层次资本市场如何更好地全面贯彻落实“五大发展理念”。指出,要充分认识多层次资本市场建设的特殊性、复杂性和艰巨性,将当前我国多层次资本市场发展融入到我国全面深化改革的过程中,并作为“两个跨越”实现的重要动力,为中小微企业发展筹集发展资金,提供金融创新产品,促进企业完善公司治理,提升现代化管理水平,这既是本书力求创新之处,也是本书研究的理论意义。在实践上,突出问题导向,把着力点放在研究和解决矛盾上,从不同区域、不同时期、不同范围的多层次资本市场建设成果,研究各地如何既全面贯彻落实党中央关于全面深化改革决定的总体部署,又切实解决企业特别是中小微企业发展及结构调整和产业升级的发展资金问题,提升相关市场主体的治理能力,具有重要实践意义。本书认为,改革与创新,既需要内生需求推动,又少不了外在压力拉动,意识影响行为,行为升华思想,只有不为观念陈旧和发展缓慢找借口,不为安于现状或妄自菲薄找台阶,改革才有动力和方向,创新才有空间和出路。

本书采用对比方法,重点通过对新三板及目前国内具有较大影响的区域性股权市场建设的实证研究,并对美国、日本、我国台湾地区等境外场外市场发展情况的分析研究,结合我国多层次资本市场建设、现代企业制度理论、市场与法制、行政效率等既有理论研究成果,对区域性股权市场在促进区域经济、社会、生态环境共同可持续发展及其应对措施等方面进行深入探讨,力求使相关研究更贴近现实并对我国中小微企业利用场外市场挂牌与融资提供操作性指引。通过中外对比分析、国内市场建设成果借鉴,综合运用经济学、市场学和行政法学等学科理论和方法,将区域性股权市场建设放在我国全面推进多层次资本市场建设、拓宽直接融资渠道、提高直接融资比重的大环境、大背景下,系统分析其对我国经济结构调整及发展方式转变的促进作用及潜在风险防范措施,并对加强市场法规体系建设及政策配套等提出对策建议。

基于全国区域性股权市场遍地开花,政策五花八门,各地相互以资金支持、税收优惠等政策吸引企业及中介机构,甚至出现恶性竞争,部分企业与中介机构存在从监管中套利的思想和行为等问题,本书认为,我国场外市场要全面融入全国统一开放、有序竞争的市场体系,必须突破地区之间的利益壁垒,打破行业、系统的藩篱,既要加强统一规划,分类指导、协调推进,在条件成熟时积极推动区域要素市场平台整合,促进区域特色市场形成,又要切

实建立风险发现、预警、防范与处置机制,避免区域性金融风险甚至系统性风险。为此,既需科学有效的初始顶层设计,也需实践中不断“摸着石头过河”。

鉴于当前各地市场同质化现象普遍,部分区域性股权市场分布不合理,区域特征及服务特色不明显,开业时热闹,随后市场冷清,社会资源浪费突出问题,本书认为,世界主要国家和地区的发展经验及我国相关区域股权市场建设成果表明,先行者的经验值得借鉴,但我国地域辽阔,各地经济社会发展存在较大差异,特别是西部地区经济相对落后,不少区域的民族性特征明显。因此,需要因地制宜,既充分尊重不同区域的传统习俗和习惯,又必须按照现代社会和市场经济发展的一般规律要求,突出创新驱动和现代技术的广泛运用,不断提升平台素养,同时,为减少地区间建设的重复论证与交易系统、风险控制系统等系统自行设计造成的资源浪费,解决高端人才短缺问题,促进信息交流、沟通与合作,维护市场各主体的合法权益,促进金融市场秩序稳定和健康发展,就要通过市场手段,加大资源整合力度,各市场参与者务必要有敬畏之心,要敬畏市场,敬畏规则,做个诚实守信的主体。

对区域性股权市场建设法定依据中上位法的法律规定及其对该市场功能与边界定位的认识,不同区域特征的区域市场建设路径与风险防范,各市场主体合法利益保护,地方政府的职责定位及政策配套等问题,既是本书研究的重点,也是难点。因为相关研究涉及资本市场改革的矛盾及其问题解决,理论探讨需要结合实践反思,具有开放性、发展性和复杂性特点。而结构化改革研究的理论性和政策性都很强,如何反映出中国特色和新形势下的中小微企业需求,如何在制度设计和完善上提高针对性,需要全面考量。鉴于目前针对中小微企业证券化发展和利用资本市场丰富中小微企业发展理论的研究缺乏系统性,需要整合目前的研究领域和研究成果,系统地探讨中小微企业通过场外市场挂牌融资科学发展的相关制度安排和改革路径,这从理论和实践上都需要大胆创新。

国学大师王国维指出,古今之成大事业、大学问者,必经过三种之境界:“昨夜西风凋碧树。独上高楼,望尽天涯路”,此第一境也。“衣带渐宽终不悔,为伊消得人憔悴”,此第二境也。“众里寻他千百度,蓦然回首,那人却在灯火阑珊处”,此第三境也。场外市场建设,以及缓解中小微企业融资难问题,亦是如此。

张少鹿

2016年7月16日

前言

资本市场属于要素市场,是金融市场体系的重要组成部分,包括场内资本市场和场外资本市场。本书重点对场外市场中的全国性场外交易市场和区域性场外市场进行研究。

一、研究背景

(一) 政策背景

党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出,不仅要规范和发展主板市场,还要推进创业板市场建设,积极拓展债券市场,加快发展要素市场,规范发展产权交易市场。中央最初提出建立多层次资本市场,是基于我国当时单一的市场结构,行政管制的主板市场融资能力较弱,不能充分满足企业的多元化融资需求,尤其是中小微企业的融资环境比较差,融资需求亟待解决。2004年推出的中小板,2009年推出的创业板,为大量中小企业和新兴企业提供了融资新渠道,这是我国建立多层次资本市场的重要举措。经过十多年的实践探索,我国多层次资本市场体系不断充实完善,场内市场规模不断壮大,场外市场也逐步发展,新三板的服务范围扩至全国,各地四板市场在探索中积极推进。

党的十八大报告进一步提出,要深化金融体制改革,健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系,加快发展多层次资本市场。2013年11月,党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,进一步明确要健全多层次资本市场体系,这是完善现代市场体系的重要内容,也是促进我国经济转型升级的一项战略任务。

党的十八届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》(以下简称“《‘十三五’规划建议》”)中明确提出要“深化创业板、新三板改革”,“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”。《“十三五”规划建议》对资本市场的发展提出了新的要求,尤其是“创新、协

调、绿色、开放、共享”五大发展理念,为我国资本市场的改革发展指明了方向,也为场内外市场的构建提供了理论支撑。

(二) 场内市场的快速发展

我国场内资本市场是在我国经济发展和体制改革取得突破性进展,东部沿海地区率先走向现代化、市场化,全国各具特色的区域经济格局初步形成的条件下应运而生、逐步成长的。场内市场初期主要是为了解决国企改革发展资金需求、自上而下的、由中央政府推动建立的。1990年在沪深交易所有8家公司上市,2000年发展到983家,2015年末再发展到2827家,总市值53.13万亿,2015年末全国的证券化率达到78.51%^①。在证券市场的曲折发展中,也曾出现不少问题、困难和风险,邓小平同志讲:“证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险……允许看,但要坚决地试。”^②经过二十多年的培育、发展,资本市场在市场经济体系中占有越来越重要的地位。资本市场是企业直接融资的主要平台,是拓宽直接融资渠道、提高直接融资比重的主要途径,是投资者(合格投资者)价值发现与成果分享的主要载体。资本市场的市场化、法制化程度是衡量现代市场经济发展水平的重要指标,是经济发展方式转变和经济结构调整的重要支撑,这已成为理论界与实务界的普遍共识。

(三) 场外市场的探索实践

我国的场外市场建设,是场内市场建设到一定阶段后,对资本市场本身的进一步丰富和完善,它既是市场建设和发展的内生需要,也是企业发展和缓解“两多两难”矛盾的客观要求,是在自下而上推动、重点是企业特别是中小微企业融资难问题长期不能得到有效解决、非法金融活动蔓延导致地区金融风险隐患加重的环境下逐步形成的。基于市场、企业及企业的产品与服务均存在信息有效半径问题,场外市场建设有利于为中小微企业提供量身定制的融资方案,有利于新兴产业、创新性企业的创造性发展。

我国的场外市场,包括三个层面,即全国中小企业股份转让系统(简称“全国股份转让系统”或称“新三板”)、区域性股权交易市场(简称“区域性场外市场”或“区域性股权市场”)和证券公司柜台市场。截至2015年底,

^① 通过wind资讯金融终端统计计算。资产证券化率是股票市值与国内生产总值的比值,是衡量一国或特定区域经济证券化程度的重要指标。根据国家统计局于2016年2月29日发布的《2015年国民经济和社会发展统计公报》,2015年我国国内生产总值(GDP)初步核算为67.67万亿元。以53.13万亿元的A、B股股票总市值计算,我国2015年末的证券化率为78.51%。

^② 《邓小平文选》第三卷,人民出版社1993年版,第373页。

在新三板挂牌的企业有 5129 家,在四板市场挂牌的股份公司有 3375 家,展示企业 4.15 万家。

我国资本市场为企业法人和市场经济建设融资发挥了重要作用,但这个市场目前还有很多不足,包括资本市场体系建设不完善,市场化、法制化改革不充分,场外市场建设严重滞后,多层次资本市场功能和对资源的市场化配置作用尚未得到充分发挥。目前我国资本市场主要依靠场内市场,这种不均衡的市场结构和体系在很大程度上制约了我国资本市场功能的有效发挥,加强场外市场建设,是进一步完善我国多层次资本市场体系的重要工作。

二、研究思路

创新发展在各行各业具有一个共同的规律性“路线图”,即围绕产业链部署创新链,围绕创新链完善资金链,从而使实体经济与虚拟经济、创新技术的研发、运用与最终成果形成一体化。在资金链上,如何使资本市场从资金的供给侧,中小微企业从资本的需求侧实现无缝对接,是当前我国经济改革中面临到的一个重要问题。加快发展场外市场,既是缓解中小微企业融资难的形势所迫,也是中小微企业拓宽融资渠道的大势所趋,更是多层次资本市场改革发展的方向所在。

本书在充分肯定我国多层次资本市场建设取得的成效基础上,通过全面审视境内外场外市场发展经验,以多层次资本市场建设融入我国全面深化改革为发展契机,将场外市场的创新发展作为我国进一步加快创新驱动发展战略的落实,为“大众创业、万众创新”提供资金动力和提升治理水平的重要抓手,全面提升中小微企业的核心竞争力,扩宽直接融资渠道。同时深刻剖析场外市场建设中的问题,系统梳理中小微企业借助场外市场更好更快发展的有效路径,理性思考政府的职能定位,加强政策引导,完善规划建设,并提出相关对策建议。

三、研究方法

本书以“全面深化改革”为指导,以“五大发展理念”为统领,以经济学、金融学、管理学、法学等学科理论为基础,综合采用归纳与演绎、整体研究和个案分析相结合、定量模型与定性推导相结合等方法,对场外市场建设与中小微企业的证券化发展进行多角度、多层面的研究和分析。主要研究方法有:

(一)归纳与演绎相结合。用科学的归纳方法总结境内外场外市场建设和发展的一般特性和共同经验,在把相关经验运用到境内场外市场建设的理论与实践时,又根据实际情况采用演绎的方法进行改造和创新。

(二)整体研究和个案分析相结合。对境内外场外市场建设和发展的特征、模式、规律的整体研究,不仅挖掘境内外场外市场建设与发展中所遵循的经济发展的一般性规律,又对不同市场建设的重点内容和关键环节进行个案分析,突出问题导向,强调区域特色和差异化发展路径选择。

(三)定量模型与定性推导相结合。通过回归分析与假设检验、成本—效益法分析全国股份转让系统、区域性股权交易市场建设对中小微企业的影响度及风险性评价。采用定性分析、逻辑推导法对全国股份转让系统的基本情况、运行制度以及区域性股权交易市场的管理体制与运行机制、各级地方政府的职责定位与服务内容及方向、区域性股权交易市场建设对地方经济社会影响的作用路径、法规体系建设及政策配套等进行研究。

(四)实证研究与规范研究相结合。本书综合运用访谈法、问卷法、观察法和文献法进行资料收集,采用对比方法,重点通过对新三板及目前国内具有较大影响和代表性的前海、浙江、上海、齐鲁、武汉、成都(川藏)、重庆等区域性场外市场建设成效的实证研究,对美国、日本、我国台湾地区等境外场外市场发展情况进行比较研究,并结合我国多层次资本市场建设、现代企业制度理论、市场与法治、政府行政效率等既有理论研究成果,对场外市场促进经济、社会、文化、生态环境共同可持续发展及其应对措施进行深入研究,综合运用经济学、市场学和行政法学等学科理论和方法,深入研究多层次资本市场如何助推实体经济发展,从而对新常态下加强我国场外市场的建设进行理性思考,为中小微企业的证券化发展提供一些操作性指导建议。

(五)系统分析法。通过境内外场外市场对比分析、国内区域市场建设成果借鉴,将区域性股权交易市场建设放在我国由经济大国向经济强国转变、全面推进多层次资本市场建设和“两个跨越”实现进程中,系统分析该市场体系建设对我国经济社会文化发展的作用路径,并进行风险评估,努力营建科学发展环境。同时,将区域性场外市场建设融入到我国全面推进多层次资本市场建设、拓宽直接融资渠道、提高直接融资比重的大环境、大背景下,系统地分析场外市场建设对我国经济结构调整及发展方式转变的促进作用及潜在风险防范措施,进而对加强场外市场建设提供法规体系建设及政策配套建议。

四、研究内容

本书按照场外市场建设与中小微企业证券化发展的“理论基础——现实条件——重点内容与关键环节——实证检验——规制完善”的逻辑顺序展开研究和论述。基本框架如下页图所示。

全书基本结构安排如下:

前言:主要阐述研究背景、研究方法和研究内容,明确研究思路,介绍主要研究结论。

第一章:通过对美英日韩及我国台湾、成都(川藏)、前海、浙江、武汉、齐鲁、重庆等境内外主要(区域性)场外市场建设情况的分析,从市场发展与监管的模式、理念、信息披露等角度,研究场外市场建设的历史经验对我国新三板及四板市场建设的启发与借鉴。

第二章:主要介绍全国中小企业股份转让系统(新三板)的运行情况,研究新常态下全国性场外市场的监管体系框架及信息披露制度,理性思考当前新三板中的热点问题,详析中小微企业成功地到新三板挂牌融资的流程。

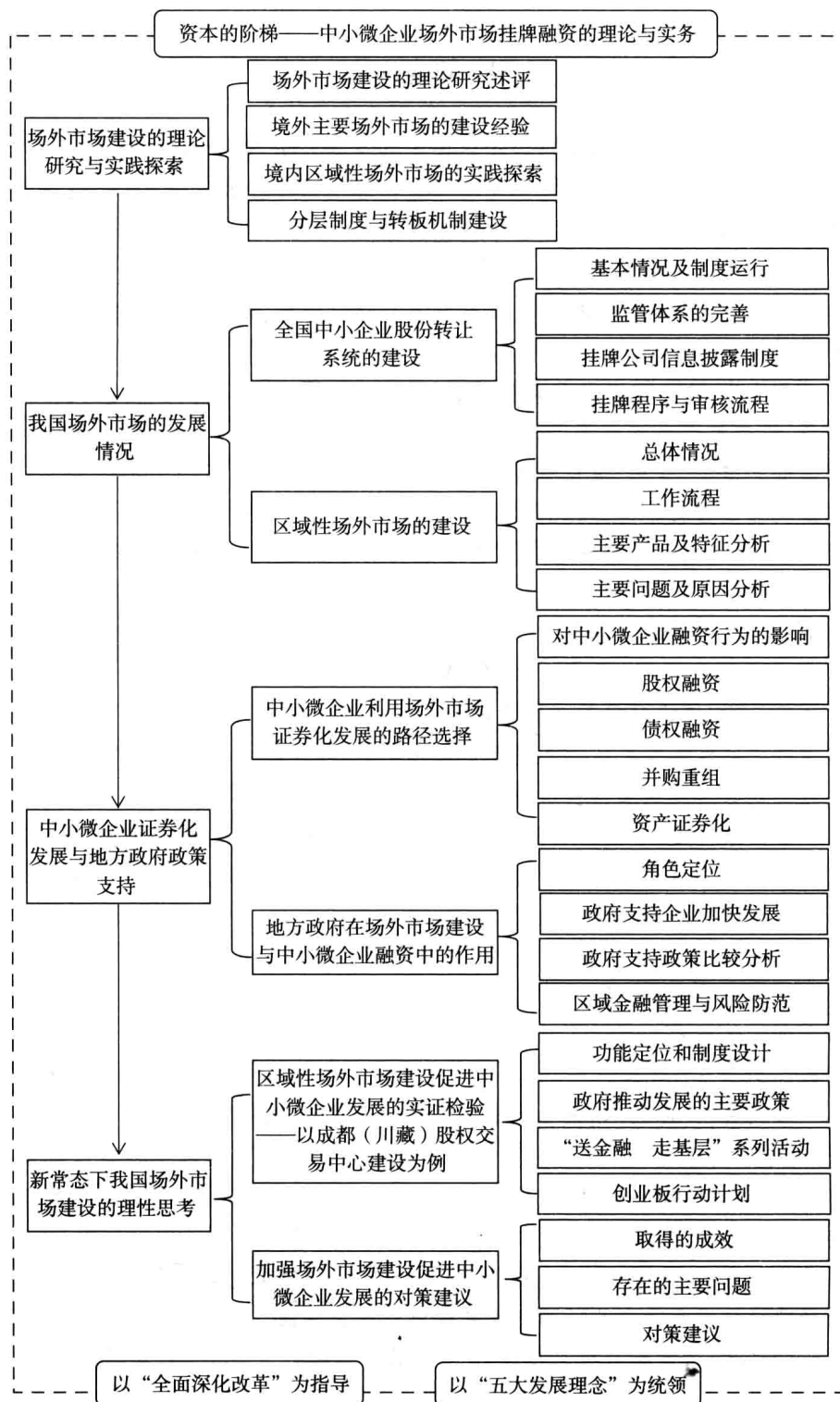
第三章:通过对我国主要区域性场外市场运行情况的实证研究,分析了当前我国区域性场外市场的主要产品及特征,存在的主要问题及原因,对中小微企业如何到属地四板市场挂牌融资提出了操作性实务指引。

第四章:分析了我国当前中小微企业融资的环境和行为,并就中小微企业如何在新三板和四板进行股权融资、债权融资、并购重组和资产证券化提出了具体的实施路径操作指引。

第五章:分析了地方政府及相关职能部门在我国场外市场建设中的职责定位和监管边界,对当前我国各地主要的支持中小微企业利用多层次资本市场的优惠政策进行了实证比较研究,明确政策引导与风险管理的底线原则。

第六章:以成都(川藏)股权交易中心为实例,通过对四川省人民政府“送金融 走基层”系列活动及创业板行动计划和有关财政支持政策的实施,研究地方政府与沪、深交易所如何协调配合,探索区域性场外市场的市场化资源整合,实现场内市场与场外市场联动发展。

第七章:从地方政府、交易平台、市场主体、媒体监督等角度就我国场外市场建设与中小微企业证券化发展提出了政策建议。地方政府要本着守土有责的精神;企业要有担当精神;中介机构要遵循行业标准和职业道德底线;



投资者要有契约精神和风险意识;媒体要有使命感和责任心。倡导各主体要有敬畏之心,敬畏市场、规则和法律。

五、重点和难点

在全面深化改革的背景下,目前针对多层次资本市场如何更好地服务于实体经济发展,促进经济结构调整和产业转型升级发展,提高资本市场对资源的市场化配置的有效性的理论研究缺乏系统性,相关研究涉及资本市场改革的矛盾及其问题解决,理论探讨需要结合实践反思,研究具有开放性、发展性和复杂性特点。需要整合目前的研究领域和研究成果,特别是对相关实践效果的反思与总结,以系统地探讨多层次资本市场发展的相关制度安排和改革路径,这从理论和实践上都需要大胆创新,它涉及场外市场建设法定依据中上位法的法律规定明确(或修订)、对场外市场的功能定位,以及不同区域特征的区域市场建设路径选择、风险识别与防范、市场机制建立与对各市场参与主体合法权益保护,地方政府的职责边界等,这既是本书研究的重点,也是难点。

研究我国场外市场建设,需要对国内外场外市场有充分的了解,必须掌握发展现状,探析制约和影响因素,寻找发展动力,夯实研究基础。相对于场内市场,场外市场平台本身及挂牌、融资企业的信息披露强制性约束较低,信息披露数量少、质量不高,中介机构归位尽责的程度和水平有限,客观上影响了所披露信息的真实、准确、完整和及时性,部分区域性股权交易中心对相关信息的更新不及时,许多信息甚至没有披露,如何获取到充足的有效信息,是本书研究中遇到的主要困难。

六、主要观点

场外市场建设应以“五大发展理念”为统领,坚持资源市场化配置的改革方向,培育良好的市场投融资环境,提升企业的核心竞争力,将场外市场建设融入到全面深化改革的进程中去,将平台建设作为我国市场体系建设的重要内容,以丰富和完善我国的市场体系。

(一)世界主要国家和地区场外市场发展经验及我国相关区域股权交易市场建设成果表明,先行者的经验值得借鉴,但也要高度关注其风险或负面影响。境内场外市场的政策环境、发展情况以及挂牌企业的交易方式等和境外场外市场是不同的,不能完全照搬境外场外市场的发展模式,境外的

昨天不代表我们的今天,他们的今天也不意味着就是我们的明天。要借鉴境外场外市场建设的经验和教训,结合我们的国情、区情,结合我们的发展环境,来综合考量我国场外市场体系的构建,特别是区域性场外市场大部分以行政省份为单元,由于各地经济社会发展存在较大差异,区域性股权交易市场的建设,要突出私募融资平台功能,避免目标交易所化,要体现出区域特色,更好地服务于本地企业。因此,在强调因地制宜的同时,场外市场建设必须遵循市场经济发展的一般规律,要有利于实体经济中创新驱动和现代技术的广泛运用,要有利于社会微观基础素养的不断提升。

(二)不论是场内市场还是场外市场,对挂牌企业/上市公司都有信息披露的一般要求。以信息披露为核心是资本市场改革的重点内容之一,对于场外市场而言,适度的信息披露标准应当适应不同发展阶段、不同业态模式企业的需求。企业披露的信息要具有真实性、准确性、完整性和及时性,从而保证利益相关者在获取有效、足够的信息后能够帮助其对企业的经营情况及发展前景做出正确判断。针对市场上关于新三板显著优于四板、企业可以直接从新三板转板到场内市场的认识,认为新三板和四板都是经过有关部门依法审批的合法的场外市场,它们在建设目标、运行方式以及监管理念等方面有很多共同点,差异主要在于服务的区域范围,因此,一定程度上甚至也可以说,新三板就是全国性的四板,四板就是区域性的新三板。而场外市场向场内市场的转板,因为两个市场涉及不同的法律法规,存在显著的估值差异,因此,希望借助登陆场外市场就能够直接转入沪深交易所,规避当前场内市场拟上市企业审核中的“堰塞湖”,实现监管套利,或者以转板为噱头进行非法证券交易,其动机是不纯的,实践中也是难以实现的。

(三)对于不同层次的资本市场,要采取不同的监管措施。我国场外市场尚属蹒跚起步阶段,在风险应对、业务管理和市场拓展方面还有很大的空间,只有认准多层次资本市场建设的总体方向,把握不同层次市场的定位与差异,针对场外市场特点,树立科学的监管与发展理念,依法监管、协调发展,才能促进该市场的规范发展。在顶层设计及初始规划中,各市场主体及政府管理部门要始终提高风险意识,建立风险发现、预警、防范与处置机制,既要充分调动地方政府的积极性和责任心,明确各级金融监管部门的事权划分,更要明确风险处置的责任边界,确保社会经济发展环境的和谐稳定,既要避免多头重复监管,也要避免监管的盲区和死角,要本着守土有责,守土尽责的精神,坚持在规范中发展,在发展中丰富和完善,努力从制度上、运行把控能力等方面,避免盲目地一哄而上,避免区域性甚至系统性风险发生。为此,既需要初始顶层设计的科学有效,也需要在实践中不断“摸着石