



资本市场蓝皮书

BLUE BOOK OF CAPITAL MARKET

中国场外交易市场 发展报告 (2014~2015)

主编/高岱

副主编/邓向荣 杨寿岭 韩家清

ANNUAL REPORT ON CHINA'S OTC MARKET

DEVELOPMENT (2014-2015)



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2016
版

资本市场蓝皮书

BLUE BOOK OF
CAPITAL MARKET



中国场外交易市场发展报告 (2014~2015)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S OTC MARKET DEVELOPMENT
(2014-2015)

主 编 / 高 峦

副主编 / 邓向荣 杨寿岭 韩家清



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国场外交易市场发展报告. 2014 ~ 2015/高岱主编. —北京:
社会科学文献出版社, 2016. 3

(资本市场蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 8821 - 9

I. ①中… II. ①高… III. ①证券交易 - 资本市场 - 研究报告 -
中国 - 2014 ~ 2015 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 043032 号

资本市场蓝皮书

中国场外交易市场发展报告 (2014 ~ 2015)

主 编 / 高 岱

副 主 编 / 邓向荣 杨寿岭 韩家清

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 周 丽 王玉山

责任编辑 / 王玉山

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 三河市尚艺印装有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 20 字 数: 301 千字

版 次 / 2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 8821 - 9

定 价 / 79.00 元

皮书序列号 / B - 2009 - 131

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

▲ 版权所有 翻印必究

资本市场蓝皮书编委会

学术顾问 (按姓氏拼音排序)

曹凤岐 陈宗胜 杜 强 高铁生 李 力
刘纪鹏 祁 斌 吴晓求 张承惠 周道炯
周立群 周清利 周正庆

主 编 高 忞

副 主 编 邓向荣 杨寿岭 韩家清

编 委 (按姓氏拼音排序)

邓向荣 董瑞华 高 忞 高晓燕 惠建军
韩家清 罗红梅 王作云 夏龙江 杨东峰
杨寿岭

主要编撰者简介

高 峦 男，毕业于天津财经大学国际经济贸易系，经济专业研究生学历，高级经济师，高级产权经济师。1990~1991年在英国伦敦大学伦敦政治经济学院做访问学者，学习西方经济学。历任天津市经济体制改革研究所所长，北方产权交易共同市场理事长，天津产权交易中心党委书记、主任，中国企业国有产权交易机构协会副会长，中国产权交易行业专业期刊《产权导刊》主编，天津股权交易所董事长等职。近年来编著《资产证券化研究》、资本市场蓝皮书《中国场外交易市场发展报告》（2009~2010，2010~2011，2011~2012，2012~2013，2013~2014）等书，并在各种期刊公开发表关于产权、金融、场外交易市场等方面的论文40余篇。

邓向荣 女，经济学博士，南开大学经济学院教授、博士生导师，天津滨海产权研究院特聘研究员。主要研究领域：产业经济理论与政策、科技创新与经济发展、投融资理论、金融创新与金融监管。近年来在《金融研究》《国际金融研究》《经济学动态》等国家级核心期刊发表论文40余篇，出版专著10余部。公开发表研究报告《金融创新与金融深化（环渤海区域经济发展报告2009）》（主编）、《创新、整合与协调——京津冀区域经济发展前沿报告》（参与），长期担任《中国场外交易市场发展报告》等系列研究报告编委及主要作者，主持政府多项规划研究项目与应急重大项目的研究。

摘 要

2014 年以来,中国经济进入“新常态”,经济增长速度、经济发展方式、经济结构调整方式、经济发展动力都正在发生重大的转变。这一转变过程离不开金融业的支持,特别是在当前我国直接融资率偏低的情况下,更需要加快发展资本市场,改善融资结构,提高金融对实体经济的支持效率。场外交易市场作为资本市场的重要组成部分,其创新发展对资本市场深化改革、中小微企业发展,乃至“新常态”经济转型发展都具有重要意义。目前,中国场外交易市场虽然取得一定程度的发展,地方股权交易市场达 30 多家,新三板市场挂牌企业数量突破 5000 家,但是,场外交易市场发展中面临的问题依然很多,面临的困难依然很大,比如做市商制度如何完善,转板机制如何建立,市场如何分层,市场业务区域边界如何界定,区域市场挂牌企业股东人数能否突破 200 人,统一监管与分散监管如何有机结合,等等,这些问题都有待深入研究。因此,《中国场外交易市场发展报告(2014~2015)》的主题围绕“新常态经济转型期中国场外交易市场规范与创新发展”,通过对场外交易市场的转型发展、功能创新、转板机制、信息披露、监管机制等方面专题的深入研究,为中国场外交易市场的建设提供有益的理论指导。

本书的主要内容包括总报告、转型发展篇、功能创新篇、监管服务篇和案例探微篇。

第一部分总报告在分析新常态经济转型期我国金融深化改革面临的宏观背景,以及国家战略、产业分化、全球化及互联网金融对金融创新总体要求的基础上,针对场外股权市场发展中存在的主要问题,提出了出台配套支持政策,多方面完善区域性股权交易市场功能发挥的外部制度环境,打破区域



性股权交易市场服务中小微企业的跨区域限制，尽快明确将区域性股权交易市场作为各级财政资金市场化运作扶持小微企业发展的重要平台等政策建议，以期促进我国场外股权交易市场实现创新发展。

第二部分转型发展篇主要对区域性股权交易市场发展的困境与转型、场外股权交易市场服务小微企业发展的实践探索、场外资本市场新形态的构建，进行了深入分析。这部分报告认为，虽然近几年区域性股权交易市场在支持中小微企业发展方面的实践探索取得了一定成效，但是仍面临业务模式单一、市场功能不足、缺少政策支持等方面的困难。区域性股权交易市场需要转型发展，应当走专业化与多样化协调发展之路，在专业化方面，应当摆脱中立性平台的现有定位，积极参与市场价值发现、价值投资与转让交易，真正激活市场的价值发现和投融资功能；在多样化方面，应当在严守私募底线、加强风险防范的基础上，探索股权、债权、资产、其他财产权利与金融产品的创设、发行和挂牌转让业务。

第三部分功能创新篇包括五篇文章。融资功能是场外交易市场的重要功能。《区域性股权交易市场服务小微企业的融资功能研究》对区域性股权交易市场服务小微企业融资的特点、主要方式、突出问题、制约因素进行了分析，提出了提升我国区域性股权交易市场服务小微企业融资功能的政策建议。《场外交易市场动产金融业务研究》一文认为场外交易市场在动产金融业务的探索中应凸显对中小企业动产交易的专业服务能力，加强对担保动产的跟踪、控制，在风险可控的条件下，通过建立场外交易动产权属的统一登记制度，完善场外交易市场的交易制度、信息披露制度，进而提升场外交易市场动产金融的融资效率。《场外股权众筹融资与风险防范》分析了互联网金融背景下场外交易市场股权众筹融资的模式及面临的主要风险，文章认为场外交易市场利用互联网开展股权众筹业务，可以提升市场的融资功能，但是，加强风险防范也不容忽视，特别是对非法集资风险的防范尤为重要。另外两篇文章分别涉及中国资本市场转板机制设计和场外交易市场的功能评价。合理的资本市场转板机制有利于完善多层次资本市场体系，提升场外交易市场的孵化功能。对场外交易市场功能评价的探析，为场外交易市场制度

的完善与创新提供了理论指导。

第四部分监管服务篇包括四篇文章。金融创新的落脚点务必是提高对实体经济的支持效能，而非过度的虚拟化，否则，金融将成为实体经济患“中风”的推手。在鼓励场外交易市场创新发展的同时，要做好相应的监管服务，可以讲，监管是场外交易市场健康发展的保障。因此，《中国场外交易市场发展报告（2014～2015）》把场外交易市场监管服务作为重点研究内容，设四个专题：境外场外交易市场信息披露制度比较及对中国的启示、我国多层次资本市场监管制度比较研究、场外交易市场制度建设的国际比较及启示、区域性股权交易市场监管现状思考与监管框架研究。尤其是《区域性股权交易市场监管现状思考与监管框架研究》一文从监管主体、监管原则、监管方式、监管职责、监管分工、监管内容、监管措施、自我管理等方面提出了区域性股权交易市场的监管框架。

第五部分案例探微篇包括三篇文章。第一篇文章运用分布函数的参数化方法建立投资者和担保公司的委托—代理模型，得出了破解中小企业私募债券担保问题的方法：培育风险厌恶度小的担保公司，提高担保公司的努力程度，这对解决场外股权交易市场中小企业私募债券担保问题有重要借鉴意义。第二、第三篇文章分别基于天津股权交易所挂牌企业案例，深入分析了场外交易市场在对挂牌企业财务规范、公司治理结构规范方面的重要作用，对提升场外股权交易市场的规范孵化功能提出了具体政策建议。

目 录



Ⅱ I 总报告

Ⅱ.1 新常态经济转型期我国场外股权交易市场的

创新发展	邓向荣 郭孝纯 张嘉明 / 001
一 新时期我国金融深化改革的宏观经济背景	/ 002
二 新时期国家战略、产业分化、全球化及互联网 金融对金融创新的要求	/ 007
三 新常态经济转型期对我国资本市场发展的要求	/ 017
四 我国场外股权交易市场发展评述	/ 023
五 新时期我国场外股权交易市场的发展思路及其建议	/ 044

Ⅱ II 转型发展篇

Ⅱ.2 区域性股权交易市场发展的困境分析与转型思考

.....	董瑞华 曹红盛黎 / 048
-------	----------------

Ⅱ.3 场外股权交易市场服务小微企业发展的实践探索

.....	韩家清 杨东峰 袁威威 / 061
-------	-------------------

Ⅱ.4 构建场外资本市场新形态

胡继之 / 075



Ⅲ 功能创新篇

- Ⅲ.5 区域性股权交易市场服务小微企业的融资功能研究 杨东峰 / 082
- Ⅲ.6 场外交易市场动产金融业务研究 罗红梅 岳文淑 / 095
- Ⅲ.7 场外股权众筹融资与风险防范 吴玉新 谷焮迪 佟 森 / 109
- Ⅲ.8 中国资本市场转板机制设计研究
..... 惠建军 李 腾 刘国正 / 131
- Ⅲ.9 中国场外交易市场功能评价探析 惠建军 吴玉新 / 149

Ⅳ 监管服务篇

- Ⅳ.10 区域性股权交易市场监管现状思考与监管框架研究
..... 董瑞华 / 168
- Ⅳ.11 境外场外交易市场信息披露制度比较及对中国的启示
..... 高晓燕 刘 川 王二娇 / 180
- Ⅳ.12 我国多层次资本市场监管制度比较研究
..... 李 政 祝艺宁 / 203
- Ⅳ.13 场外交易市场制度建设的国际比较及启示
..... 杜金向 王振召 张俊强 / 222

Ⅴ 案例探微篇

- Ⅴ.14 中小企业私募债券担保问题研究
——基于违约事件的委托代理分析 罗红梅 / 248

B.15 场外交易市场挂牌企业的财务规范研究
——基于天津股权交易所挂牌企业案例的思考
..... 韩 伟 张 亮 / 265

B.16 场外交易市场挂牌公司治理结构规范性研究
——基于天津股权交易所挂牌企业案例的思考
..... 韩 伟 张 亮 / 277

B.17 后记 / 288

Abstract / 290

Contents / 294

皮书数据库阅读使用指南 

总 报 告



General Report

B. 1

新常态经济转型期我国场外 股权交易市场的创新发展

邓向荣 郭孝纯 张嘉明*

摘 要: 场外股权交易市场的创新发展是金融改革深化过程的重要组成部分。本文在分析新常态经济转型期我国金融深化改革面临的宏观背景，以及国家战略、产业分化、全球化、互联网金融对金融创新总体要求的基础上，针对场外股权交易市场发展中存在的主要问题，提出了出台配套支持政策，多方面完善区域性股权交易市场功能的外部制度环境，打破区域性股权交易市场服务中小微企业的跨区域限制，尽快明确将区域性股权交易市场作为各级财政资金市场化运作扶持小微企业

* 邓向荣，南开大学经济学院教授，博士生导师；郭孝纯，南开大学经济学博士研究生；张嘉明，南开大学经济学博士研究生。



发展的重要平台等政策建议，以期促进我国场外股权交易市场实现创新发展。

关键词： 场外股权交易市场 中小微企业 经济转型期 创新发展

一 新时期我国金融深化改革的 宏观经济背景

2014 年以来，中国经济进入“新常态”，经济社会面临深刻变革。随着中国经济体量的扩大，经济总体从高速增长转向中高速增长，经济发展方式从规模速度型粗放增长转向质量效率型集约增长，经济结构从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并存的深度调整，经济发展动力从传统增长点转向以创新驱动为新的增长点。在这一过程中，金融业作为实体经济重要的支持性产业，其改革无疑是经济结构调整的重要前提和内容。场外股权交易市场的创新发展，也是金融改革深化过程的重要组成部分。因此，当前必须了解国家经济新形势对金融业提出的新要求，把握好金融业未来发展的趋势及金融深化改革的方向，从而为场外股权交易市场未来的发展指明方向。

（一）对当前宏观经济形势的基本判断

2014 年以来，世界经济保持基本平稳。自 2008 年金融危机以来，欧美发达国家一直未能完全摆脱低增长的格局，欧债危机仍未从根本上得到缓解，世界经济的系统性风险依然存在，但总体而言，世界经济已经较金融危机或欧债危机爆发初期有了明显改善，且短期内并无明显恶化趋势。国际大宗商品价格虽然波动剧烈，但大致上仍低位运行，为中国经济改革提供了较为有利的外部条件。因此，对当前宏观经济形势的判断，应主要聚焦国内形势，适当兼顾周边地区国际形势。目前，我国正处于新常态下经济转型期，

其特点主要表现在以下几个方面。

第一，经济保持了较高的增长率，但增长速度有所放缓，经济下行压力显现。2014 年我国经济的增长率为 7.4%，GDP 总量突破 10 万亿美元。横向来看，这一经济增长速度，在世界主要经济体中是最快的；目前我国经济总量继续稳步提高，虽仍与美国存在较大的差距，但与世界其他国家拉开了距离。然而，从纵向来说，7.4% 的经济增速，是 1990 年以来我国经济的最低增速，它说明我国经济目前发展动力有所下降；进入 2015 年以来，经济增长率下行压力更加明显，第一季度初步核算结果显示，当期年化 GDP 增长率仅为 7.0%。虽然这一指标达到了 2014 年中央经济工作会议关于 2015 年 GDP 增长率的预设目标，但在数值上低于 2014 年同期，从趋势上看并不理想，显示经济所面临的下行压力较大。

第二，工业企业平均利润率下降，行业及地区分化显现。统计数据显示，2014 年我国规模以上工业企业增加值增长 7.0%，保持相对稳定，利润总额增长 3.3%。但 2015 年第一季度规模以上工业企业利润总额同比下降 2.7%，显示工业企业活力不足。对行业进行细分后即可发现，规模以上工业企业利润总额下降主要受累于采矿业利润的大幅缩水，但各分类企业的利润增速基本保持正常（见表 1）。与传统产业相比，信息产业、先进制造业、节能环保产业等高端产业发展迅速，引领着未来发展的方向。同时，由于各地产业结构各异，行业的分化也带来了区域经济的分化。传统的资源型省份往往产业结构较为单一，应对冲击能力不足；而东部沿海省份由于产业结构相对合理，制造业及第三产业发达，应对风险的能力较强，且其产业往往处于增长极上，并未产生重大的风险。在这种情况下，东部沿海地区的经济仍保持良好增长态势，同时资源集聚能力进一步提升；而资源型省份的处境则相对困难，经济压力乃至就业压力开始显现^①。

① 前文所涉及的具体数据，其来源皆为国家统计局网站。



表 1 2015 年 1~3 月规模以上工业企业主要财务指标

分 组	主营业务收入		利润总额	
	1~3 月 (亿元)	同比增长 (%)	1~3 月 (亿元)	同比增长 (%)
总计	242073.4	2.0	12543.2	-2.7
其中:采矿业	12303.4	-14.5	655.5	-61.0
制造业	214485.9	3.1	10680.2	4.9
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	15284.1	2.2	1207.5	17.0
其中:国有控股企业	55380.5	-6.8	2496.4	-29.3
其中:集体企业	1640.4	-0.5	106.3	-1.3
股份制企业	163567.5	2.7	8072.4	-5.2
外商及港澳台商投资企业	57492.7	1.2	3195.9	6.2
私营企业	81223.8	6.0	4503.8	6.8

注:经济类型分组之间存在交叉,故各经济类型企业数据之和大于总计。

资料来源:国家统计局。

第三,经济结构调整成果初显,但后续推进仍须创造条件。总体数据显示,工业结构的调整已逐步展开,经济结构调整成果初显。在这一过程中,必然带来经济资源的重新分配和洗牌,也就必然使得优质资源向高新技术产业集中,从而促进低端产业的淘汰。但是,从经济稳定的角度考虑,低端产业的淘汰也是渐进的过程,完全放任市场作用的结果可能会导致大批企业破产重组,从而对就业市场造成巨大的压力。在经济增速已经触碰到预设目标的情况下,中国人民银行不得不采取地方债置换等方式实施实质上的量化宽松政策以稳定增长,这样固然稳定了就业,但也在客观上暂缓了经济结构调整的进一步推进。未来若需要进一步推进和深化经济结构的转型调整,可能需要等待经济企稳,政策上也需要以此为首要目标,并为之创造条件。

第四,实际利率高企,实体经济资金紧张。“融资难、融资贵”,已成为实体企业,尤其是中小型企业目前面临的最主要的金融问题。从 M2 增速来看,2015 年前 3 个月的 M2 增速一直处于低位,资金供给比较紧张。“融资贵”讲的是融资成本,尽管法定银行利率在下降,但在互联网金融的影响下,从银行融资的成本并没有降低。相反,银行为了获得储蓄,不得不将

利率维持在法定利率的上限，并通过理财等手段吸引资金。这种成本自然也会转嫁到借贷企业上。“融资难”的问题，主要是风险和收益的关系，这也是一个分化的过程。一方面，一些好的项目受到大量资金追捧，创业板的火爆就是最明显的例子；大型企业，尤其是大型国有企业则牢牢把握着银行融资的资源。另一方面，对于绝大多数中小企业而言，它们同时面临着大型企业和新兴企业的夹击，且自身诚信状况不稳定，“融资难”自在情理之中。与此同时，由于市场资源的有限性及入市存在门槛，一些“次优”的企业，空有良好的发展前景，却得不到有效的资金支持。

综合以上四点，得出的结论如下：目前我国经济形势错综复杂，经济下行压力较大，但在阵痛中也孕育着新的经济增长点。政策方面虽然已有央行通过地方债置换而实施的量化宽松政策出台，但收效如何仍有待进一步检验。在当前形势下，优先稳定经济增长，防止国民经济“硬着陆”已是共识；但政府政策的效力往往具有一定的滞后性，如何使政策效力维持在合理适度的区间，使之不冲击目前经济改革的成果，则有赖于决策者对于政策工具的把握。

（二）未来经济发展的基本趋势

鉴于中国经济的特殊性和复杂性，以及改革进程本身所带来的不确定性，对中国宏观经济形势及其未来走势进行分析，需要建立在一定的条件和基础之上。考虑到我国经济的发展特点，以及国家在国民经济中特殊而强势的地位，在此主要从国家政策工具的角度进行趋势预测。

从短期情况来讲，中国经济当前最急迫的问题是避免“通缩”或“硬着陆”风险，为此需要拉升经济的增长速度。从目前央行和政府手中的政策工具、出台的相关政策及它们对经济的刺激作用来看，货币当局的政策储备是十分充足的，地方债置换也为实施更积极的财政政策创造了空间。因此，短期内我国经济出现重大危机的可能性很低。考虑到目前的国际环境，即便国内经济政策刺激略微超出必要的限度，我国宏观经济出现总体过热的风险也很低。但从目前“量化宽松”所采用的地方债置换方法来看，经济



资源流入传统部门的概率仍然较高，因此产业和行业的冷热不均，以及部分传统行业的结构性相对过热恐怕是短期经济所面临的主要风险。

从中期情况来说，中国经济的主要任务在于找到新的经济增长点。这项工作的难度也并不大。这一判断主要基于两个事实，第一，中国经济目前已出现一些转型的元素，传统工业企业的结构调整也在悄然进行，政府和市场只要能够把握这些机会，对相关的行业和企业进行培育，新的经济增长点必然出现。尽管通过政府的投资拉动经济增长的方法，效力已不如往昔，但在必要的时候仍然可以成为国民经济的稳定器，从而为新兴产业的培育和发展赢得宝贵的时间和空间。第二，工业是国民经济稳定的基石。我国虽然算不上工业强国，但至少也是工业大国，从产业结构的角度来讲，应对危机和抵御风险的能力较强。以制造业为基础的消费对国民经济发展的拉动作用虽仍不如投资，但其增长速度一直快于 GDP 增长速度，因此内需及消费越来越成为经济的重要支柱。而随着人民币国际化进程的推进，国际需求也可以得到进一步的开启。从这个意义上来看，拉动经济的“三驾马车”都在向着比较乐观的方向发展。唯一需要警惕的因素是时间：随着人口老龄化的逐步加深，其可能会导致我国制造业优势的丧失。如果不能在此期间发展出引领性的高端制造业，提升产业工人的人力资本水平，又不能有效解决人口结构问题，那么在中期内很有可能导致经济的衰落。

从长期角度来看，中国经济风险与机遇并存。在长期视角下，决定中国经济成功的关键是中国市场环境的建设，换言之即是中国经济改革的推进情况。这是一个非常复杂的系统性工程，仅就经济层面而言已非常不易。我国政府在国民经济中占有举足轻重的地位，这不但体现在各种宏观经济政策上，也体现在大型国有企业上。要将这样的结构转变为市场主导型经济，充分发挥市场所带来的创造力，无疑是一个十分艰巨的任务。国有企业对经济的作用很大，但却一直因垄断、不透明、效率和创造力低下、内部人控制等问题而饱受诟病；政府干预在总体上保证了经济的稳定运行，但在局部却有腐败问题，有时也难免越俎代庖之嫌。这些负面的因素，阻碍了创新型市场经济的发展。从这个角度来讲，改革势在必行。如果成功，中国经济将迎来