



区域性股权市场服务创新型中小企业发展

近年来，区域性股权市场在多层次资本市场体系中的塔基作用逐渐凸显，区域性股权市场在规范中小企业发展、拓展中小企业融资渠道、开展普惠金融、支持地方建设等方面发挥重要作用，逐渐成为各地服务创新型中小企业发展的主阵地。随着资本市场改革进入深水区，区域性股权市场亦需加大改革创新力度。本文提出了相关政策建议。

近年来，区域性股权市场在多层次资本市场体系中的塔基作用逐渐凸显，区域性股权市场在规范中小企业发展、拓展中小企业融资渠道、开展普惠金融、支持地方建设等方面发挥重要作用，逐渐成为各地服务创新型中小企业发展的主阵地。

服务中小企业，区域性股权市场大有可为

中小企业是国民经济的重要组成部分，对稳增长、惠民生、稳就业具有重要的支撑作用，但在发展过程中普遍面临融资难、融资贵、融资慢问题。2018年11月，习近平总书记在民营企业座谈会上强调，要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题，同时逐步降低融资成本。

首先，银行主导的间接融资体系难以真正服务中小企业。究其根源，中小企业融资难问题，主要与中小企业本身特点和融资大环境有关。中小企业的典型特点是业务规模小、固定资产少、风险承受能力低、发展前景不明，而它们的资金需求又具有高频小额等特点。目前，我国金融体系仍是银行主导，以间接融资为主。公开信息显示，2020年末间接融资比重高达87.4%。同时产业环境、征信服务与担保体系等还不够完善，供需双方之间存在严重的信息不对称问题，不但金融机构难以收集和甄别中小企业发展前景和财务状况等有效信息并据此进行信贷决策，中小企业也难以全面了解金融产品和服务。上述特点决定了中小企业很难从银行主导的间接融资体系中获得信贷支持，往往只能通过亲戚朋友、民间借贷等方式解决融资问题，而民间借贷又会给企业带来融资贵问题。银行贷款难求，民间借贷易借难还，解决中小企业融资难问题需另辟蹊径。

其次，区域性股权市场具有服务中小企业的内在优势。根据《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，简称国办发11号文），“区域性股权市场是服务于所在省级行政区域内中小企业的私募股权市场，是多层次资本市场体系的重要组成部分，是地方人民政府扶持中小企业政策措施的综合运用平台。”从市场定位来看，作为多层次资本市场的塔基，区域性股权市场承担着培育、推介、扶持地方中小企业规范发展，为高层次资本

市场输送优质上市企业的功能，是高层次资本市场的“蓄水池”。作为地方重要的金融基础设施，区域性股权市场承担着拓展地方中小企业融资渠道、开展普惠金融、支持地方建设等功能。以安徽省为例，截至2021年6月底，安徽省共有上市企业134家、新三板挂牌企业267家、区域性股权市场挂牌企业7723家。从服务皖企角度来看，安徽省区域性股权市场（以下简称安徽股交）分别是主板市场和新三板的58倍、29倍。区域性股权市场作为多层次资本市场的塔基和地方重要的金融基础设施，汇聚了大量中小企业和投资机构，是地方政府扶持中小企业政策措施的综合运用平台，具有延伸到市县乡镇的普惠优势，可以通过投贷联动、投挂联动，综合运用股权、债权、信贷等多种金融服务手段帮助中小企业解决融资问题，在服务中小企业发展方面大有可为。

最后，区域性股权市场服务中小企业发展在实践中取得了成功，安徽股权市场就是一例。截至2021年8月底，安徽股交累计挂牌企业7861家，帮助企业实现融资799.44亿元，挂牌企业融资覆盖率41.08%。

区域性股权市场面临的发展瓶颈

党的十八大以来，习近平总书记对资本市场做出了一系列重要指示批示，指明了新时代资本市场改革发展的目标和方向。随着资本市场改革创新向深入发展，区域性股权市场迎来了前所未有的发展机遇，必将在服务创新型中小企业方面发挥更大作用，但也面临着发展瓶颈。

第一，法律地位有待进一步明确。区域性股权市场是多层次资本市场的重要组成部分，但在具体业务层面其法律地位仍存在模糊之处，发展空间受到限制。一是区域性股权市场股权登记效力、缺乏法律认定，严重影响市场交易和股权质押融资功能发挥。二是区域性股权市场参与者难以享受资本市场税收优惠，需按规定缴纳股权转让产生的所得税，投资者参与投资和交易意愿不高。三是区域性股权市场金融机构地位得不到银行等金融机构的认可。根据人民银行等四部委《标准化债权类资产认定规则》，在区域性股权市场非公开发行的公司债券理应属于标准化债权类资产，但得不到金融机构认可。另外，

区域性股权市场也无法在银行开立三方存管账户。

第二，市场功能发挥不畅，企业获得感不强。一是市场交易清淡。截至2021年6月底，全市场35360家挂牌企业累计发生股权转让349.77亿元，仅占市场产品转让成交额的13.88%，而且占比呈逐年下降之势，2021年上半年已降至3.31%。究其原因，主要在于政策限制过严，区域性股权市场不得拆分交易、不得集中交易、不得连续交易、不得进行标准化交易，在交易制度方面突破空间有限，只能实行单一的协议转让制度，导致市场定价功能缺失，流动性陷入停滞状态。二是融资结构有待改善。区域性股权市场融资仍以间接融资为主，股权融资占比不过21.64%，其中挂牌企业股权融资669.97亿元，仅占4.35%，且多为线下增资，股权融资进场意愿不强。主要原因在于区域性股权市场证券产品有限（目前仅限于股票和可转债），且发行门槛过高、转让受限。三是孵化培育效果不彰。截至2021年6月底，在区域性股权市场服务的178106家企业（含挂牌、展示和托管，下同）中，累计转沪深交易所上市63家，转新三板挂牌731家。四是政策综合运用功能未能充分体现。由于涉及部门利益，目前各地扶持中小企业政策仍分散在各条块部门，难以产生聚合效应。

第三，市场发展思路有待转变。区域性股权市场发展初期，普遍追求服务企业数量，相对忽视了服务企业质量和市场基础建设。普遍而言，区域性股权市场服务企业以传统行业居多，企业规模偏小，科创属性和成长性不足。截至2021年6月底，全市场共服务企业178106家，其中股份有限公司13900家，占比仅7.8%。合格投资者和中介机构是私募市场发展的基石，没有足够数量的合格投资者和中介机构，市场的融资和交易功能无从发挥。市场基础建设不足集中体现在合格投资者和中介机构数量偏少方面。截至2021年6月底，全市场共有合格投资者119213户，平均每家约3400户，其中“僵尸户”不在少数；共有中介机构8195家，平均每家约234家，由于业务机会有限，机构展业率也不高。此外，区域性股权市场具有一定的社会公益性质，但面临实现相关国有资产保值增值的较大压力。

第四，市场监管受场内思维影响较深。区域性股权市场具有区域性、私募性、小众性等特点，各地经济发展水平不一，对区域性股权市场发展思路和自律监管也有所差异，在统一监管的大前提下宜分别对待。目前，区域性股权市场受到中国证监会和所在地省级人民政府双重监管。区域性股权市场是典型的场外私募市场，而中国证监会出台的业务和监管规则具有较明显的场内市场色彩，存在枘凿不入之处，典型的如证券发行转让条件、合格投资者门槛过高。在具体监管过程中，存在“一刀切”现象，难免出现误伤。省级政府在日常监管中也有将区域性股权市场等同于证券交易所之倾向，希望区域性股权市场立竿见影地发挥作用，相对忽视其长远发展。

政策建议

随着上海证券交易所科创板开板和北京证券交易所设立，资本市场改革进入深水区，区域性股权市场亦需加大改革创新力度，以夯实多层次资本市场发展基础，满足中小企业和投资者日益增长的投融资需求。

一是进一步明确区域性股权市场法律地位。适时修订国办发11号文、《区域性股权市场监督管理试行办法》等相关法律法规，进一步明确区域性股权市场资本市场和金融机构法律地位，让区域性股权市场参与者和产品享受资本市场待遇；同时进一步深化股权登记工商对接机制，赋予区域性股权市场登记托管法律效力，为区域性股权市场业务和制度创新创造空间。

二是建立包容有弹性的分类监管制度。建议借鉴证券公司、期货公司分类监管经验，逐步建立符合场外私募市场特点、包容有弹性的分类监管制度体系，赋予省级政府更大的监管权限，通过赛马机制发挥各地区域性股权市场主观能动性。这样既避免个别决策的失误演化成系统性的重大错误，又为市场的建设和发展创造一个良性发展过程。

三是深化区域性股权市场制度和业务创新试点。在分类监管基础上，深化区域性股权市场制度和业务创新试点。针对发展规范、风险防范有序、监管措施有效的区域性股权市场，适度放开以私募债、优先股、基金份额托管转让等为代表的其他金融产品，试行经纪人制度、做市商制度等国外场外市场成功经验，增加区域性股权市场服务中小企业的手段。

四是探索建立区域性股权市场挂牌企业转板机制。多层次资本市场各层次之间有明确的定位和递进性，灵活的转板制度必不可少。建议借北交所设立新三板改革契机，出台区域性股权市场与新三板之间的转板对接制度，待条件成熟，再试点区域性股权市场挂牌企业向京沪深交易所特定板块转板上市，形成优胜劣汰的闭环系统。同时鉴于新三板基础层与区域性股权市场准入门槛重叠，新三板也难以服务为数众多的基础层挂牌企业，建议取消新三板基础层，将基础层挂牌企业转到企业注册地区域性股权市场挂牌，以便区域性股权市场和新三板更好地错位发展。

五是转变区域性股权市场发展思路。区域性股权市场应转变发展思路，从追求服务企业数量向提升服务企业质量转变，聚焦地方科技型中小企业，打造服务地方创新型中小企业主阵地，切实增强企业获得感认同感。同时要着力加强市场基础建设，在立足当地发展基础上因地制宜确定功能定位、优化制度体系，在坚持错位发展基础上加强同高层次资本市场的互联互通，在坚持规范发展基础上不断加强业务创新，全面提高资源整合能力和持续经营能力。最后，基于区域性股权市场半公益半市场化性质，地方政府应适当降低其国有资产增值任务。❶

（丁毅为安徽省股权托管交易中心总经理。本文编辑/王柏匀）