专 题 报 告

专题报告之一：
2014 年场外市场发展综述

第一章
全国中小企业股份转让系统市场综述

全国中小企业股份转让系统（National Equities Exchange and Quotations）是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，简称全国股转系统（也称“新三板”）。中小企业股份转让系统在原有主板、中小板、创业板三层资本市场的基础上为解决中小企业股权流动与融资交易提供平台和场所，进一步丰富了我国多层次的资本市场体系。

中小企业股份转让系统从 2006 年开始试点，2012 年在中国证监会的积极支持下快速发展，2014 年中小企业股份转让系统正式进入加速扩容阶段。2013 年 2 月全国中小企业股份转让系统的运营及 2014 年证券公司参与新三板做市商交易细则的落地标志着我国中小企业股份转让系统取得了里程碑式的重大发展。

第一节　全国中小企业股份转让系统概况

一、中小企业股份转让系统成为多层次资本市场的重要力量

2006 年 1 月 16 日，“中关村科技园区非上市股份有限公司进入证券公司代办转让系统

进行股份转让试点”正式推出，规定凡是中关村科技园区的企业都可以在此市场挂牌，这是中小企业股份转让系统的雏形。2009 年 6 月，中国证监会和中国证券业协会对中关村代办试点制度从试行投资者适当性制度、调整公司挂牌条件、完善转让结算制度、提高股份转让效率、完善信息披露制度、提高股份转让效率、改进股份限售安排等方面进行了调整。2012 年 8 月，股转系统试点扩大到北京、上海、天津、武汉四个高科技园区。

2012 年 9 月，在“中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价”基础上，“全国中小企业股份转让系统”经国务院批准设立为全国性证券交易场所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为其运营管理机构。2013 年 6 月，国务院决定将全国中小企业股份转让系统试点由四个园区扩大至全国，2013 年 12 月，国务院出台《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》（国发［2013］49 号），为建立多层次资本市场，充分发挥全国股份转让系统服务中小微企业以缓解中小微企业融资困难作出了明确界定。鼓励证券公司、保险公司、证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金、合格境外机构投资者、企业年金等机构投资者参与市场，逐步将全国股份转让系统建成以机构投资者为主体的全国性证券交易场所。至此，中小企业股份转让系统正式成为我国多层次资本市场中重要的组成部分。

二、中小企业股份转让系统在法规制度建设上加快步伐

2013 年 1 月，中国证监会发布《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》，确立了中小企业股份转让系统的职权、组织架构、责任及其监督管理，并明确了在证券公司代办股份转让系统的原 STAQ、NET 系统挂牌公司和退市公司及其股份转让相关活动，由全国股份转让系统公司负责监督管理的规定。随后，中国证监会先后颁布《非上市公众公司监管指引第 1 号——信息披露》、《非上市公众公司监管指引第 2 号——申请文件》、《非上市公众公司监管指引第 3 号——章程必备条款》、《非上市公众公司监管指引第 4 号——股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》以及《非上市公众公司监督管理办法》等有关规范非上市公司申请、信息披露的规章制度，明确定义了什么是“非上市公众公司”，对非上市公众公司的组织架构、股票公开转让的条件、年报披露的条件、信息披露的标准及定向发行都作出较为清晰的制度安排。

2013 年 12 月，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》（国发［2013］49 号），为中小企业股份转让系统挂牌公司和市场监管奠定了法规基础，填补了证券法没有直接针对全国股份转让系统和挂牌公司规定的法律空白。

全国中小企业股份转让系统从 2013 年起，相继推出《全国中小企业股份转让系统主办券商管理细则》、《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》、《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》、《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票发行细则》、《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则（试行）》等规章制度，初步建立起涵盖机构参与者、个人投资者、股票交易及挂牌股票发行领域的制度框架。

2014 年，全国中小企业股份转让系统为进一步激发市场活力，于 6 月 5 日推出《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定（试行）》。该规定对证券公司做市的业务条件、做市人员资格、做市系统及做市商的责任进行了规定，该项规定的出台进一步激活了在中小企业股份转让系统挂牌的股票交易活跃度，使中小企业股份转让系统交易不再是雾里看花。其后，《全国中小企业股份转让系统非上市公众公司重大资产重组业务指引（试行）》、《全国中小企业股份转让系统股票转让方式确定及变更指引（试行）》等有关深化业务制度的相继出台使得股转系统规章制度日趋完善。

三、中小企业股份转让系统发展现状

截至 2014 年底，中小企业股份转让系统挂牌公司共计 1 572 家，其中 1 216 家为 2014 年新增，挂牌公司总股本 658.35 亿股，总市值达到 4 591.42 亿元，平均市盈率为 35.27 倍；2012—2014 年，中小企业股份转让系统挂牌数量扩充了 7 倍，总市值扩充了 13 倍，融资金额增长了 15 倍。挂牌公司的快速增加以及单笔融资额的不断冲高使得股票交易也变得较之以往更加活跃，交易量迎来了大幅提升，交易活跃度得到激活，一方面表现为机构投资者迅速扩张，由 2012 年的 937 家快速增加至 4 695 家，3 年间扩充了 5 倍；个人投资者由 2012 年的 4 313 人攀升至 43 980 人，3 年间增长 10 倍；股票成交数量则从 3 年前的约 1.15 亿股放大到 22.82 亿股，3 年间增长了 19 倍。尤其在 2014 年，中小企业股份转让系统迈向新纪元的元年，不管是挂牌公司数量、股票融资量，还是市场活跃度，均出现了飞跃，这也是中小企业股份转让系统近三年中发展最为急速的一年。

中小企业股份转让系统的低门槛融资以及相对于主板、创业板市场更为灵活的财务制度激发了中小微企业融资的热情。2014 年，1 572 家挂牌企业中从股东人数分布与股本分布情况看，创业初期的中小微企业占多数，这类企业由于处于发展初期，股东人数较少，以 3—50 人的股东占比达到挂牌企业的 80.47%，表明中小企业股份转让系统已成为初创企业的融资乐土，也为解决长期困扰中小微企业的融资问题开辟了一条通向资本的道路（见表 1－1 至表 1－3、图 1－1）。

表 1－1　　中小企业股份转让系统 2012—2014 年市场概况

	2014 年	2013 年	2012 年
挂牌规模			
挂牌公司家数（家）	1 572	356	200
总股本（亿股）	658.35	97.17	55.27
总市值（亿元）	4 591.42	553.06	336.10
股票发行			
发行次数（次）	327	60	24
发行股数（亿股）	26.43	2.92	1.93
融资金额（亿元）	129.99	10.02	8.59

续表

	2014 年	2013 年	2012 年
股票转让			
成交金额（亿元）	130. 36	8. 14	5. 84
成交数量（亿股）	22. 82	2. 02	1. 15
成交笔数（笔）	92 654	989	638
换手率（%）	19. 67	4. 47	4. 47
市盈率（%）	35. 27	21. 44	20. 69
投资者账户数量			
机构投资者（户）	4 695	1 088	937
个人投资者（户）	43 980	7 436	4 313

资料来源：全国中小企业股份转让系统。

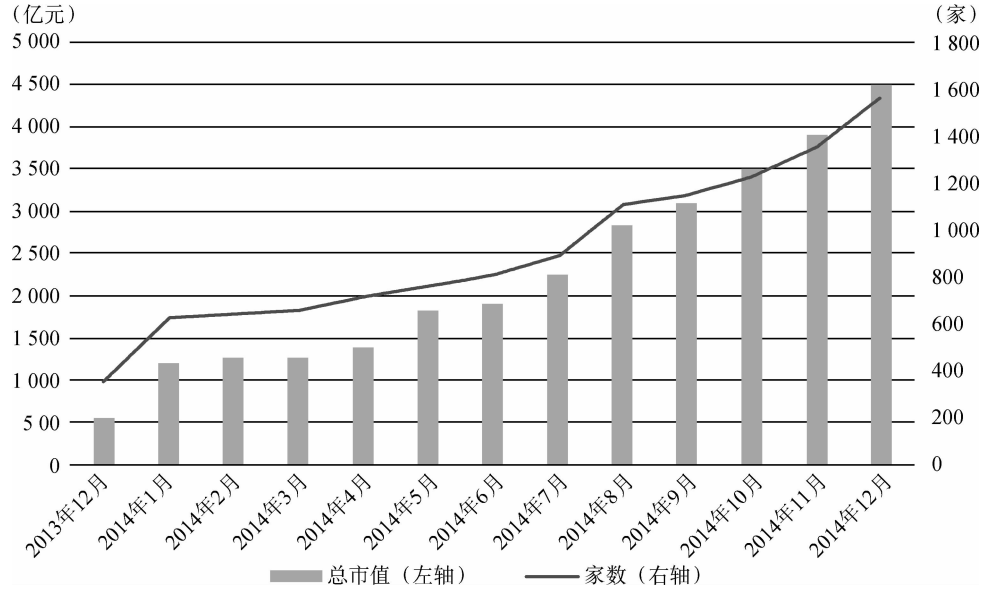

图 1－1　2014 年中小企业股份转让系统挂牌公司数量及总市值趋势

资料来源：全国中小企业股份转让系统。

表 1－2　　股东人数分布情况

股东人数（人）	挂牌公司数（家）	占比（%）
2	146	9. 29
3—10	669	42. 56
11—50	596	37. 91
51—100	98	6. 23
101—200	51	3. 24
200 以上	12	0. 76
合计	1 572	100. 00

注：因四舍五入，数据加总结果不为 100%。

资料来源：全国中小企业股份转让系统。

表 1－3　　股本分布情况

股本（万股）	挂牌公司家数（家）	家数占比（%）
小于 500	1	0. 06
500—1 000	214	13. 61
1 000—5 000	944	60. 05
5 000—10 000	324	20. 61
大于 10 000	89	5. 66
合计	1 572	100. 00

资料来源：全国中小企业股份转让系统。

目前，中小企业股份转让系统 1 572 家挂牌企业中，64. 56% 的企业来自经济发达省份，其中北京市 362 家，江苏省 171 家，上海市 166 家，广东省 149 家，山东省 98 家，浙江省 69 家。从地域分布看，环渤海、长三角、珠三角区域受益于区位经济优势及良好技术要素禀赋环境，其高新技术产业发展较为领先，市场经济成熟度也较之中西部更为成熟（见表 1－4）。

表 1－4　　地域分布情况

省份	挂牌公司家数（家）	家数占比（%）
北京	362	23. 03
江苏	171	10. 88
上海	166	10. 56
广东	149	9. 48
山东	98	6. 23
湖北	93	5. 92
浙江	69	4. 39
河南	55	3. 50
安徽	45	2. 86
天津	41	2. 61
辽宁	41	2. 61
福建	41	2. 61
湖南	33	2. 10
四川	31	1. 97
河北	23	1. 46
陕西	22	1. 40
重庆	22	1. 40
新疆	17	1. 08
黑龙江	14	0. 89
宁夏	14	0. 89
贵州	13	0. 83

续表

省份	挂牌公司家数（家）	家数占比（%）
江西	13	0.83
云南	13	0.83
吉林	7	0.45
广西	5	0.32
山西	4	0.25
海南	3	0.19
甘肃	3	0.19
内蒙古	3	0.19
青海	1	0.06
合计	1 572	100.00

资料来源：全国中小企业股份转让系统。

2014 年，中小企业股份转让系统全国扩容后从行业分布来看，中小企业股份转让系统挂牌公司覆盖了 18 个行业。其中，制造业 883 家，约占挂牌公司总数的 56.2%，这些挂牌的制造业公司中不乏涉及新型医药制造、电子信息制造、特种设备制造、工业自动化等新兴成长型领域的企业，同时，也出现了一批面向现代第三产业的挂牌公司，如代表金融行业的湘财证券、代表现代交通运输仓储的海格物流等，这些不同领域的挂牌公司的出现与中小企业股份转让系统服务于创业、创新、成长型企业的目标相吻合（见表 1－5）。

表 1－5　　新三版挂牌公司行业分布

行业名称	挂牌公司家数（家）	家数占比（%）	总股本（亿股）	总股本占比（%）
制造业	883	56.17	339.73	51.60
信息传输、软件和信息技术服务业	360	22.90	84.85	12.89
建筑业	57	3.63	26.85	4.08
科学研究和技术服务业	55	3.50	13.15	2.00
农、林、牧、渔业	38	2.42	23.87	3.62
租赁和商务服务业	30	1.91	11.41	1.73
文化、体育和娱乐业	28	1.78	7.09	1.08
批发和零售业	26	1.65	12.37	1.88
水利、环境和公共设施管理业	24	1.53	9.12	1.39
交通运输、仓储和邮政业	15	0.95	6.55	1.00
采矿业	14	0.89	7.22	1.10
金融业	12	0.76	106.44	16.17
卫生和社会工作	11	0.70	3.21	0.49
居民服务、修理和其他服务业	7	0.45	2.19	0.33

续表

行业名称	挂牌公司家数（家）	家数占比（%）	总股本（亿股）	总股本占比（%）
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5	0.32	1.91	0.29
教育	4	0.25	0.91	0.14
综合	2	0.13	1.18	0.18
住宿和餐饮业	1	0.06	0.30	0.05
合计	1 572	100.00	658.35	100.00

注：由于四舍五入，数据加总结果可能不是 100%。

资料来源：全国中小企业股份转让系统。

2014 年，在中小企业股份转让系统挂牌企业数量与发行股票融资规模迅速扩大的同时，并购数量也实现了迅猛增长，并购重组方面，股转系统实行事后备案和信息披露监管，为挂牌公司创造了宽松环境。2014 年，共计 8 家挂牌公司涉及重大资产重组事项，涉及交易金额合计 10.74 亿元；8 家公司因被上市公司收购终止挂牌，涉及交易金额合计 15.01 亿元；8 家公司被挂牌收购，涉及交易金额合计 2.21 亿元。

第二节　中小企业股份转让系统市场面临的问题

一、个人投资者的交易门槛过高

目前，中小企业股份转让系统活跃度低的一个重要原因被认为是个人投资者的交易门槛过高。现行标准是个人投资者名下前一交易日日终证券类资产市值 500 万元以上，2 年以上投资经验或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。

监管部门制定 500 万元的高投资门槛，出发点是考虑投资者的风险承受能力。由于中小企业具有业绩波动大、风险较高的特点，严格规定自然人投资者的准入条件有碍中小企业股份转让系统的活跃度。降低投资门槛，不仅使投资参与者增多，促使市场活跃度增加，而且可以培育合格投资者。合格投资者具有一定的风险识别和风险承担能力，在一个供给充分的市场上，通过投资者的自主决策，可以真正实现资本市场的价值发现和服务功能。

我国资本市场经历了基础发展期，市场各方专业力量不断增强，各类投资者风险意识不断加强，“专业判断、风险自担”的投资文化深入人心，这个时候适度调低投资门槛，在各项法律法规形成的监管体系之下，充分信任市场大多数投资者的风险把控能力、充分信任市场专业中介的综合服务能力，引入资金活水，对中小企业股份转让系统市场来说正当其时。

二、流动性有待进一步提高

中小企业股份转让系统挂牌公司数量逐渐增多，但流动性仍显不足。2014 年中小企业股份转让系统换手率为 19. 67，比 2012 年增长 4 倍，较过去虽有较大提升，但比中小板与创业板的换手率差距明显，股票流动性不足。做市转让虽然增加了股票的交易次数，但由于协议转让成交额仍远远大于做市转让，中小企业股份转让系统股票交易并没有完全被激活。

中小企业股份转让系统交投活跃度不够的问题并不能在一朝一夕解决，虽然做市商制度是一个不错的尝试，但要解决流动性的问题，最重要的是为市场参与者树立信心。普通投资者及机构投资者作为融资供给方，受困于现有的挂牌公司信息流量低，信息不对称，积极性低迷，所以融资供求不匹配，这需要中小企业股份转让系统在挂牌公司公开信息披露与处理上进一步完善监督运行机制，建立更加丰富的信息披露制度。

第三节　中小企业股份转让系统市场未来展望

全国中小企业股份转让系统的设立和发展是我国多层次资本市场加快创新发展的实践，它适应了国家发展战略的需要，有着扎实的背景和现实需求：在市场实践层面，交易所市场 20 余年的发展为中小企业股份转让系统的建设提供了充分的经验积累和坚实的实践基础。中小企业股份转让系统具有后发优势，积极拓展了证券市场服务实体经济的覆盖面；在经济发展层面，我国经济转型升级的内在需求、创新驱动战略的实施、多元经济需求的时代主题为全国股转系统提供了前所未有的战略机遇，这一系统有条件在更广阔的范围内对接实体经济；在体制创新层面，十八届三中全会在全面深化改革的框架下提出加快推进多层次资本市场建设，作为我国多层次资本市场的重要组成部分，中小企业股份转让系统不是简单的市场层次新设，它承担着我国证券市场改革先行先试的角色。

从海外市场经验来看，美国纳斯达克市场是最值得学习和借鉴的，在中国所有的市场中，中小企业股份转让系统的定位与纳斯达克最为接近。随着中小企业股份转让系统挂牌企业的快速增加，需要考虑建立与企业和市场风险相匹配的、与美国纳斯达克市场相类似的分层及相关配套制度。在规模较小、企业经营风险较大的创新创业型的挂牌企业板块中，仍然实施严格的、高门槛的合格投资者等制度，而在规模较大、生产经营较为稳定的优质企业板块上，则考虑降低合格投资者门槛和增强流动性。随着挂牌企业数量增多和多层次资本市场格局的建立，再适当借鉴美国纳斯达克市场企业持续上市资格监管及“升板自愿、降板强制”等经验做法，加快探索建立一整套与中国资本市场的市场化改革进程及挂牌企业发展相适应的转板及退出机制。

第二章

2014 年中国区域性股权市场发展综述

2014 年，以深圳前海为标志的区域性股权市场成为我国多层次资本市场建设中最具活力的一部分，不仅区域股权交易中心及在此挂牌的非上市公司数量大幅增加，在融资产品创新和信息披露制度建设方面同样取得显著进展，区域性股权交易市场今后有望成为多层次资本市场的一个重要支撑点。

第一节　区域性股权市场发展现状

一、区域性股权市场发展的制度背景

国务院 2011 年 11 月、2012 年 7 月相继发布《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发［2011］38 号），《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国发［2012］37 号，以下简称《实施意见》）对各类“交易场所”进行整顿，提出了清理整顿的工作机制与基本规范，其中，《实施意见》对“交易所”、“权益类交易”、“大宗商品中远期交易”、“标准化合约”、“集中交易方式”、“持续挂牌交易”等概念内涵进行了较为详细的界定。通过清理整顿，天津、重庆、武汉等主要地区的股权交易所得到了进一步发展。2012 年 8 月，中国证监会颁布《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见（试行）》（证监会公告［2012］20 号，以下简称《指导意见（试行）》），界定区域性股权交易市场是市场所在地省级行政区域内的企业特别是中小微企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场，明确了区域性股权交易市场是多层次资本市场的重要组成部分，并指出区域性股权交易市场对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本，加强对实体经济薄弱环节的支持具有不可替代的作用。《指导意见（试行）》的出台对于推动区域性股权交易市场健康发展，引导其规范交易行为，从而更好地为中小微型企业提供股权交易和融资服务等方面发挥重要作用。

二、全国区域股权市场发展现状

截至 2014 年底，根据已公开信息的统计，全国共有 31 家区域股权中心（含筹备中的 1 家区域股权中心），我国 31 个省市中除河南、黑龙江、云南及宁夏四省外，其余各省市陆续形成了规范化的区域性股权交易中心。其中，天津股权交易所及上海股权托管交易中心由国务院批准设立，其他交易中心均由地方政府批准设立。截至 2014 年 12 月 21 日，全国各区域性股权交易中心挂牌企业累计近 25 000 家，其中股权交易板块挂牌企业近 2 400 家。

从区域覆盖来看，天津股权交易所和上海股权托管交易中心分别覆盖了 29 个和 16 个省市；从行业覆盖来看，工业、信息技术、消费、材料和医疗保健是挂牌企业最多的五个行业；从挂牌企业规模来看，多以资产规模 1 000 万元至 1 亿元之间的小微企业为主，其中以下几个具有影响力的主要股权交易中心最具代表性：

（一）浙江股权交易中心

该中心成立于 2012 年 9 月，截至 2014 年底共有挂牌企业 1 591 家，其中成长板挂牌企业 220 家，创新板挂牌企业 1 371 家。2014 年，浙江股权交易中心新增实现融资金额达 74.62 亿元。截至 12 月末，累计实现融资金额达 138.86 亿元。2014 年，浙江股权交易中心成交股数为 3 542.53 万股，成交金额 8 446.33 万元。截至 9 月末，累计成交股数为 6 218.53 万股，成交金额 15 516.33 万元。

（二）齐鲁股权交易中心

该中心成立于 2010 年 12 月，截至 2014 年底共有挂牌企业 412 家，托管企业 534 家，进入综合金融服务平台企业近 5 000 家。2014 年以来，齐鲁股权交易中心创新推出私募股权、中小企业私募债、股权质押、债转股、小贷债、信托产品、集合信贷、收益权凭证等多种融资产品，帮助挂牌托管企业累计实现各类融资 150 亿元，其中直接融资 35 亿元，股权质押合计超过 20 亿元，普惠融资基金带动流动资金贷款可实现 5 亿元左右。

（三）天津股权交易所

该所成立于 2008 年 9 月，截至 2014 年底，累计挂牌企业 494 家，2014 年实现融资总额为 45.47 亿元。截至 2014 年 12 月，累计股权直接融资额为 80.28 亿元，累计股权直接融资次数为 634 次。

（四）上海股权托管交易中心

该中心成立于 2012 年 2 月，截至 2014 年底，挂牌企业总数为 3 105 家，其中于 E 板挂牌企业数为 322 家，Q 板挂牌企业数为 2 783 家，挂牌企业分布于我国 31 个省市。截至

2014 年底，上海股权交易中心累计成交金额为 8.69 亿元，同比增长逾 120%，累计成交股数为 3.15 亿股。截至 2014 年底，累计融资总额为 59.25 亿元，同比增长 157%。其中，累计股权融资额为 43.41 亿元，累计债券融资额为 15.84 亿元。

（五）重庆股份转让中心

该中心成立于 2009 年 7 月，截至 2014 年底累计帮助企业融资突破 300 亿元，培育和扶持了一批极具潜力的民营企业，已有 1 家挂牌企业成功 IPO 上市，10 家挂牌企业进入中小企业股份转让系统挂牌。截至 2014 年底，中心累计挂牌企业 237 家，托管企业 711 家，累计实现交易额 126 亿元；实现股权质押贷款 342 亿元、发行私募债约 8 亿元；中介会员达 430 家，各类投资者 5.8 万余户。

（六）武汉股权托管交易中心

该中心成立于 2011 年 11 月，截至 2014 年底，共托管登记企业 575 家，托管总股本 248.43 亿股，其中 2014 年新增托管登记企业 213 家，新增托管股本 81.46 亿股，增幅分别达到 58.52% 和 48.79%；挂牌企业数量达到 351 家，挂牌总股本 71.71 亿股，总市值 529.78 亿元，其中 2014 年新增挂牌企业 191 家，是 2011 年至 2013 年挂牌企业总数的 1.2 倍；共成交 10.35 亿股，成交总金额 14.95 亿元；累计实现融资 101.79 亿元（含股权直接融资 9.98 亿元，股权质押融资 91.81 亿元），其中，2014 年实现融资 41.60 亿元，较 2013 年末增长 69.11%，股权直接融资 3.68 亿元，股权质押融资 37.92 亿元，增幅分别达到 58.36% 和 70.37%。武汉股权托管交易中心现有会员机构 405 家，仅 2014 年就新增了 152 家，增幅达 37%，有效拓宽了中小企业融资渠道，为服务实体经济发展做出了积极贡献。

（七）深圳前海股权交易中心

该中心成立于 2013 年 5 月，截至 2014 年底，前海中心挂牌企业已达4 300多家，占全国场外资本市场约 1/3 的份额，实现融资约 45 亿元，覆盖企业约 400 家。

（八）北京股权交易中心

该中心成立于 2013 年 12 月，截至 2014 年底，累计为 203 家股份公司和有限公司提供登记托管服务，管理资本总额 254.7 亿元，为 3 600 多户合格投资者和股东提供账户管理服务，极大便利了中小微企业办理股权变更及股权融资；为 318 家企业提供了展示推介服务；通过与工商银行、北京银行等金融机构合作，备案了 10 只中小企业私募债券，备案金额 11.3 亿元，其中已成功发行 6 只，募集金额 5.5 亿元。

（九）广州股权交易中心

该中心成立于 2012 年 8 月，截至 2014 年底，共有挂牌企业 1 075 家，推荐机构会员 67

家，专业服务机构会员 125 家，自营会员（44 家）。截至 2014 年底共实现融资交易总额 32.25 亿元（见表 2－1）。

表 2－1　　我国区域性股权市场概览

所属区域	所属省份/自治区/直辖市	名称	成立时间	挂牌公司数量（家）	
				股权交易板（只）	股权展示板（只）
华东地区	上海市	上海股权托管交易中心	2012 年 2 月	3 105	
	浙江省	浙江股权交易中心	2012 年 9 月	1 591	
	山东省	青岛蓝海股权交易中心	2014 年 2 月	131	1 255
		齐鲁股权托管交易中心	2010 年 12 月	412	
	江苏省	江苏股权交易中心	2013 年 7 月	105	
	江西省	江西股权交易所	2011 年 6 月（尚未挂牌）	0	
	安徽省	安徽省股权托管交易中心	2013 年 6 月	244	
	福建省	厦门两岸股权交易中心	2013 年 12 月	940	
		海峡股权交易中心	2011 年 11 月	34	980
华南地区	广东省	广州股权交易中心	2012 年 8 月	26	810
		前海股权交易中心	2013 年 5 月	4 300	
		广东金融高新区股权交易中心	2013 年 7 月	40	1 104
	广西壮族自治区	广西北部湾股权交易所	2011 年 4 月	83	
	海南省	海南股权交易中心	2014 年 9 月	49	
华中地区	湖北省	武汉股权托管交易中心	2011 年 11 月	351	1 835
		湖北省股权托管中心	2003 年 6 月	600	
	湖南省	湖南股权交易所	2010 年 12 月	38	147
华北地区	北京市	北京股权交易中心	2013 年 12 月	102	338
	天津市	天津股权交易所	2008 年 9 月	494	
	河北省	石家庄股权交易所	2013 年 1 月	105	
	山西省	山西股权交易中心	2013 年 8 月	0	1 213
	内蒙古自治区	内蒙古股权交易中心	2014 年 1 月	0	232
西南地区	重庆市	重庆股份转让中心	2009 年 7 月	237	
	四川省＋西藏	成都（川藏）股权交易中心	2013 年 12 月	192	
	贵州省	贵州股权金融资产交易中心	2010 年 12 月	38	
西北地区	陕西省	陕西股权交易中心	2014 年 5 月	320	
	青海省	青海股权交易中心	2013 年 7 月	0	
陕西省	甘肃省	甘肃股权交易中心	2013 年 12 月	0	1 058
	新疆	新疆股权交易中心	2013 年 1 月	24	477
东北地区	辽宁省	辽宁股权交易中心	2013 年 4 月	50	517
	吉林省	吉林股权交易中心	2011 年 6 月	7	0

第二节　区域性股权市场发展特点

一、灵活和多样化的融资产品创新

几乎所有的区域性股权市场都同时提供股权融资和债券融资。在股权融资方式中，股权质押融资成为除定向增发之外最重要的融资手段。2014 年，浙江股权交易中心和齐鲁股权托管交易中心的股权质押融资额超过 20 亿元。

私募债是区域性股权市场另一类常见的融资方式，不乏各类具有创新意义的私募债产品。浙江股权交易中心是国内首家推出私募债业务的区域市场，截至 2014 年 3 月，在浙江股权交易中心备案发行的企业有 36 家，其中，民生工程类私募债 12 家，小贷公司定向债 4 家，普通私募债 20 家。齐鲁股权托管交易中心则于 2014 年成功发行全国首批国有小贷公司私募债，实现国有小贷与地方股权市场的资本对接。2014 年底，齐鲁股权托管交易中心共推出 23 单中小企业私募债，其中有全国首单挂牌企业集合私募债、可转债、短融债、系列债和山东省首单小贷公司私募债，累计实现融资 11.73 亿元。江苏股权交易中心与江苏交易场所登记结算公司共同出资成立了江苏小微企业融资产品交易中心，并于 2014 年 5 月成功推出“江苏小微企业私募债”，在国内首创“小微企业发行私募债 + 江苏小贷公司担保 + 金创信用再担保股份有限公司提供再担保暨承销”模式。截至 2014 年 12 月 31 日，已经成功备案发行小微债券 13 亿元，惠及省内 500 余家小微企业。齐鲁股权托管交易中心推出“中信银行—尚道投资”的杠杆信用贷产品。该产品具有“小额、面广、多次、无抵押、可复制”的特点，放贷对象主要是科技型、创新型中小微企业。

此外，部分区域性股权市场还在积极探索其他金融产品创新，诸如优先股融资（浙江）、理财和信托产品交易（齐鲁）、私募基金（重庆、上海）、并购重组和衍生品（上海、前海等）。一些区域性股权交易中心还在探索如何通过互联网信息化平台提升企业融资的可能性和便捷性。2014 年 5 月，股权众筹平台“浙里投”上线，企业可以通过该平台对浙江股权交易中心的私募债、股权众筹、固定收益产品等进行投资。

二、融资周期短，融资效率高

现有典型区域股权市场挂牌企业每次融资时间基本在两三个月左右。如天津股权交易所对截至 2014 年 12 月底的 494 家企业挂牌前首次融资用时进行统计，其中 199 家企业首次融资用时一两个月；122 家企业首次融资用时两三个月；25 家企业首次融资用时三四个月；148 家企业首次融资用时 1 个月以下。

相对于场内交易市场，区域股权市场具有简单快捷、成本低、效率高的特点。企业在场内交易所上市一般至少需要一两年时间，上市企业增发和后续融资仍需要经历繁琐的程序和审批，融资历时周期长，不利于企业在短时间内募集发展所需资金。

第三节　区域性股权市场发展过程中存在的主要问题

一、投资者受限，区域性股权市场容量小

根据《非上市公众公司监督管理办法》的规定，股东人数超过 200 人的股份公司将被认定为公众公司，必须经国务院证券监督管理机构或国务院授权的部门核准，因此现有的区域性股权交易市场的挂牌公司受股东总人数 200 人上限的限制，若股东人数逼近了 200 人的上限，挂牌后自然就没有交易量。进一步讲，当股东人数超过 200 人时，企业若不能达到全国中小企业股份转让系统挂牌的要求，也没达到上市条件，就不能在任何市场挂牌，这其实为各交易市场之间转板机制的设计埋下了一道坎。另外，现有交易规则对投资者身份的限制很严，进一步影响了市场的活跃度，使得股权流动性差。投资者受限，市场容量小。

目前，国内区域性股权交易市场交易相对活跃的是上海、齐鲁和天津三家股权交易市场。即便如此，齐鲁股权有过半的企业无交易记录，上海股权只有不到 1/3 的挂牌企业有交易记录。区域性股权交易市场投融资的功能发挥有限，优质企业不会考虑到区域性股权交易市场挂牌交易；投资人在区域性股权交易市场上找不到好的投资机会，则会选择用脚投票；投资人的离去意味着市场上的资金减少，企业获得融资的机会进一步降低，从而加速企业的离场，二者形成恶性循环，造成区域性股权交易市场活跃度下降。

二、区域性股权市场融资能力更有待提升

虽然目前不少股权交易中心尝试多种融资方式，除最主要的股权融资方式外，还包括发行私募债券、向银行获取授信贷款、协助挂牌企业以股权质押方式获得银行贷款，但由于还没有建立良好的私募市场发行制度，区域性股权市场的融资方式与融资仍在探索中。只有在融资方式上不断创新，才能将区域性股权市场打造成真正意义的私募股权、债权融资平台。此外，现有区域性交易所融资功能的定位主要以股权、债券等直接融资方式为主，尚不能发挥间接融资等其他多元化融资渠道的功效。

三、监管缺位，区域性股权市场信息披露不完善

一是监管缺位。没有明确、统一的区域性股权交易市场的监管模式、主体和内容。各管

理部门制定不同的管理规则，容易导致地方主义，产生恶性竞争，全国区域市场缺乏统一协调性，降低了整体市场的运行效率。

二是信息披露内容不完整，形式不规范，披露对象不全面。由于在区域性股权交易市场挂牌的主要是中小微企业，这些企业本身的经营管理并不健全，而要求的信息披露义务相对较低，以至于区域性股权交易市场信息披露欠缺。这主要是因为对违规者惩戒缺乏必要的法律依据，违规成本较低，对于蓄意操纵信息披露的行为，信息公开不及时、存在故意隐瞒和重大遗漏，公开的信息内容缺乏真实性。

此外，信息披露的内容主要是企业的财务状况，而对企业的经营管理、企业的运营状况及重大事项的披露欠缺，信息披露对投资者参考作用不大。

四、区域股权市场管理制度仍存法律空白

无论是现行的《公司法》还是《证券法》，都未对区域性股权交易市场进行明确的规范和界定，如何对其进行监管也没有明确的法律规定。目前关于区域性股权交易市场的法规主要是《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发［2011］38 号）以及中国证监会 2012 年下发的第 20 号公告。

现有的区域性股权交易市场大多根据地方政府制定的制度运行，缺乏统一标准，这使得地方股权交易市场的发展面临很大困惑。法律法规的缺失和界定不清已成为制约区域性股权交易市场健康、快速发展的重要因素。

第四节　区域性股权市场展望

区域性股权交易市场是多层次资本市场的组成部分，大力发展区域性股权交易市场对健全我国多层次资本市场体系具有重要意义。区域性股权市场是由地方政府管理的、非公开发行证券的场所，是资本市场服务小微企业的新的组织形式和业态，是多层次资本市场体系的组成部分。其区域性、私募性的定位已形成与资本市场层次功能互补、错位发展格局。区域性股权交易市场的主要功能和作用表现在：一是小微企业培育和规范的园地，二是小微企业的融资中心，三是地方政府扶持小微企业各种政策和资金综合运用的平台，四是资本市场中介服务功能的延伸。区域性股权市场发展的业务范围以属地化为原则，业务和品种以债信融资、并购重组为重点，逐步带动股权融资；运营模式以中介服务为主导，积极发挥投行等中介服务功能，在投融资双方个性化需求匹配中牵线搭桥，设计产品，创新投融资模式。区域性股权市场的发展将避免走过去办交易所的老路，不追求企业挂牌展示的数量和股权交易的活跃程度。要着力增强资本市场中介服务功能，提高竞争力。

第三章

2014 年中国证券公司柜台市场发展综述

柜台市场又称 OTC 市场、场外交易市场，是和交易所市场相对的一个概念。证券公司柜台交易是指证券公司与特定交易对手方在集中交易场所之外进行的交易或为投资者在集中交易场所之外进行交易提供服务的行为。柜台交易业务是在证券公司柜台市场开展的。证券公司柜台交易市场明确定位于私募市场，是证券公司发行、转让、交易的平台。

自 2012 年 12 月 21 日证券公司柜台交易业务试点正式启动以来，截至 2014 年 12 月 31 日，共有 42 家证券公司获准开展柜台市场业务试点。证券公司柜台交易市场对于完善资本市场结构、服务实体经济、满足客户多元化投融资需求以及改善证券公司盈利结构等都有促进作用。与此同时，在证券行业创新发展浪潮下，柜台交易市场的发展为证券公司的转型创造出了更多的业务机会和商业模式，已逐步开辟成为新的业绩增长点。

第一节　发展证券公司柜台市场对于完善多层次资本市场的意义

证券公司柜台市场是我国多层次资本市场的重要组成部分，在国民经济和资本市场中的积极作用体现为以下几方面。

一、发展柜台市场是建设多层次资本市场体系的必然要求

党的十八大报告明确指出，要加快发展多层次资本市场。柜台市场是对交易所市场的有力补充，有利于服务中小微企业，助力解决“两多两难”问题。目前，我国绝大多数企业为非上市非公众公司。长期以来，这些数量巨大的公司一直是资本市场服务的“空白”区域，其私募融资和股权转让需求无法通过资本市场得到有效满足。证券公司柜台市场可为非上市非公众公司提供金融服务，进一步拓展资本市场服务实体经济的范围，对非法金融活动

具有一定的抑制作用，有利于规范金融活动，减少金融风险。

2014 年 8 月 14 日，国务院办公厅发布的《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》指出，要大力发展直接融资，继续扩大中小企业各类非金融企业债务融资工具及集合债、私募债发行规模，而私募债务融资工具、非公众公司股份（股权）、非上市公司股权质押融资、资产支持证券等产品都属于柜台市场产品（业务）范畴，因此证券公司可以通过柜台市场满足中小企业的相应融资需求，促进实体经济发展。

二、发展柜台市场是满足居民个人理财和财富管理的需要

当前我国财富管理市场需求旺盛、供应不足，存在较大缺口，非法理财或集资业务时有发生。证券公司在柜台可以通过风险识别与风险定价能力，将自主设计发行产品、代销产品或者将自主研发与代销产品结合起来的打包产品销售给客户，通过提供更多的非标准化投资工具，丰富投资者的选择，满足投资者个性化的资产配置和综合财富管理需求，为客户提供更专业、更灵活、更贴身的服务。

三、发展柜台市场是丰富金融风险管理工具的需要

从全球经验来看，柜台市场能够提供丰富的风险管理工具，对包括利率、汇率、信用、商品等在内的风险进行管理和对冲。目前，我国企业正处于“走出去”阶段，同时我国金融改革正进入快车道，在利率和汇率市场化的过程中，将有越来越多的企业面临利率、汇率等的波动风险。我国柜台市场的发展则可以给企业提供风险对冲的管理工具。企业在套期保值、锁定风险的基础上，可以更专注于主业，从而推动主业发展。

四、发展柜台市场有助于打造证券公司核心竞争力，提升服务能力

柜台市场的产品很多是非标准化、私募、量身定制产品，天生具备差异化的特点。柜台市场的发展有利于培育证券行业核心竞争力，是建立一流投行的基础条件。证券公司柜台市场是集证券公司交易、托管结算、支付、融资和投资等基础功能为一体的综合平台。证券公司根据客户的需求、资产状况及风险承受能力，在柜台市场向客户销售多样化的产品，并且提供做市服务和转让服务。柜台市场的发展将有助于证券公司基础功能的再造及整合，有效释放证券公司的业务空间，充分发挥证券公司的产品创设、风险管理及定价能力，扩大证券公司的买方、卖方客户资源，丰富其收费模式和服务方式。同时，柜台市场的发展将有效促进基础功能的发挥，提高整个资本市场的效率和专业化程度，提高资本市场服务投资者和实体经济的深度和广度。

第二节　证券公司柜台市场的开展情况

2014 年，我国柜台市场进入发展阶段，试点范围进一步扩大。投资者和柜台产品更加丰富，试点公司制度及系统建设进一步完善。2014 年 5 月 9 日，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》，特别指出“培育私募市场”；2014 年 5 月 13 日，中国证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，明确提出“发展柜台业务”。为贯彻落实国务院和中国证监会方针政策，促进证券公司柜台市场更加规范健康发展，中国证券业协会在总结证券公司柜台业务试点经验基础上，经过多次广泛征求意见，反复修改完善，并经中国证监会同意，2014 年 8 月 15 日发布了《证券公司柜台市场管理办法（试行）》。管理办法针对证券公司柜台业务试点过程中发现的问题，明确了证券公司柜台市场的范围和载体，丰富了产品种类和交易方式，提升了证券公司交易、托管结算、支付、融资和投资等基础功能，从而为证券公司柜台市场更好支持实体经济、创新创业和中小微企业发展奠定良好基础。

一、开展柜台市场业务试点证券公司进一步增多

截至 2014 年 12 月 31 日，共有 42 家证券公司获准开展柜台市场业务试点（见表 3－1）。

表 3－1　　截至 2014 年 12 月 31 日获准开展柜台市场业务试点

批准批次	证券公司名单
第一批	国信证券、国泰君安、海通证券、申银万国、兴业证券、广发证券、中信建投
第二批	中信证券、长江证券、银河证券、中国国际金融、招商证券、齐鲁证券、中银国际、山西证券
第三批	华泰证券、平安证券、浙商证券、安信证券、西南证券、国元证券、中投证券、方正证券、南京证券、东方证券、渤海证券、华创证券、华融证券
第四批	东兴证券、国金证券、华龙证券、江海证券、东北证券、西部证券、恒泰证券、中原证券、华林证券、财通证券、财富证券、东吴证券、长城证券、第一创业等

二、投资者账户和产品情况

投资者账户概况：中国证券业协会的专项调查显示，截至 2014 年底，投资者累计开立 998 497 个柜台产品账户。其中，机构投资者账户 5 736 户，个人投资者账户 992 761 户。2014 年，共计销售各类柜台产品 9 521. 21 亿元，较 2013 年的 8 637. 58 亿元有大幅增长，增幅达 10. 23%。发行各类产品 3 564 只，比 2013 年的 527 只有近 6 倍的增长。产品收益率的

区间幅度较大，最高收益率为20.5%，最低收益率为-10%，平均收益率在4.3%左右。有218 159户参与柜台交易，其中个人212 646户，机构为5 513户。在所销售的各类产品中，现金类产品销售规模最高为6 746.12亿元，其他类衍生产品次之，为1 755.31亿元。另外，融资类、投资类、股权转让类产品的销售规模分别为836.21亿元、183.55亿元、0.01亿元。

三、试点公司制度及系统建设情况

各试点公司均已建立起较为健全的柜台业务规则与制度，柜台市场建设平稳有序推进。随着业务种类和深度的扩展，各公司依据业务需要进一步完善和细化柜台市场建设方案、业务规则和相关流程，投资者适当性管理工作有效开展。柜台交易系统建设基本完成并平稳运行，根据业务需要，相关系统功能也在不断完善。

第三节　证券公司柜台市场业务的主要特点

一、证券公司柜台市场业务与产品仍处于创新发展过程中

证券公司建立柜台市场，探索将理财产品、代销的金融产品及其衍生产品等引入柜台交易，促进了证券公司引导产品创新、投资创新、服务创新，探索新的盈利增长模式，为取得长期健康的发展奠定了基础。2014年，场外衍生品、场外期权、资产证券化等较2013年有了较大发展。2014年，销售规模靠前的是证券公司的现金类产品，销售只数最多的是收益凭证，涉及证券公司面最广、客户数量最多的也是收益凭证。

二、资本中介模式是柜台市场业务的主导模式

从目前已开展柜台业务的证券公司运营轨迹来看，该业务主要可以分为以下几种模式：一是资本中介模式，主要是发行约定收益的资产管理产品，向公司客户募集资金，再投向市场获取资本利差；二是高流动性模式，主要是将已发行的集合理财产品放入柜台中，利用协议转让或者报价交易的方式，为已发行的产品添加流动性，向封闭期内有需求转让的客户提供交易平台；三是权益或衍生品类模式，上柜产品主要为权益类或金融衍生品类证券产品；四是自主登记托管模式，该模式主要是对上柜产品实现自主登记、托管。

三、证券公司柜台市场业务内部管理构架已基本成型

柜台业务得到了证券公司的重视。随着业务的增长，多数证券公司都组建了新的一级部门来统一协调管理此项业务。证券公司在一个部门的市组织协调下，相关业务部门参与组织构架及综合性的业务管理。

业务执行机构体现出创新业务的特征，部门设置多为场外市场部或柜台市场部。一般运营模式是：柜台市场部全面负责柜台市场业务的运营和管理；运营中心、信息技术部、理财服务中心、计划财务部等部门提供业务支持；金融创新部、资产管理总部、固定收益部等部门提供产品支持；经纪业务总部负责投资者的相关工作；合规法律部和风险管理部负责合规风控等工作。另外一种形式是由经纪业务管理总部牵头处理，相关业务部门（法律合规部、风险管理部、固定收益部、销售交易部、资产管理部、信息技术部、计划财务部等）协助参与。

四、证券公司柜台市场产品主要以固定收益类等低风险产品为主

整体看，目前国内柜台市场产品以固定收益类产品为主，大致分为两类：一类是证券公司自有的私募产品，包括私募债券、资管产品等；另一类是公司之外其他金融机构发行的或将要发行的产品，如市场现有的私募产品，再如信托产品、理财产品等。产品参与群体以中小投资者为主。从发达资本市场的情况看，柜台市场的主要参与群体是机构投资者，但针对我国目前证券市场的主要参与群体是中小投资者的现状，我国发展柜台市场初期的产品还是优先以满足中小投资者投资需求为目标。

第四节　证券公司柜台市场面临的主要问题

一、证券公司柜台市场产品类型不够多元化

一是产品设计不足，产品同质化情况较为严重。目前可在证券公司柜台市场发行的产品品种较少，无法满足投资者对于不同风险收益投资品种的需求。从 2014 年上柜的具体品种来看，目前收益凭证较为活跃，是证券公司开展柜台业务最多的品种，占整个发行数量的 42.48%。

二是产品未形成系列，品类不全、时有断档，导致客户易流失或者客户“黏性”较差。

三是资管产品未能借助柜台市场取得实质性发展，私募债、并购债、资产支持证券因严

格的制度管理导致无法短时间内上量上规模，其产品都遇到找项目难，发行更难的双重困境。

四是目前各证券公司主推固定收益类等低风险产品，主要包括收益凭证、场外衍生品等，而若要推广利率、外汇、大宗商品类衍生品，需要拥有对应现货标的的交易资格，从而对所创设的衍生品风险敞口进行对冲管理。但是，由于国内监管法规尚未放开，证券公司仍未持有利率、外汇、大宗商品等现货交易牌照，因而也阻碍了证券公司将场外衍生品标的扩大至股票、指数以外的资产范围。

二、证券公司柜台市场交易机制相对单一

中国证券业协会的专项调查显示，在开办柜台业务的证券公司中，以销售为主的占绝大多数，而以销售为主、转让为辅的仅有 6 家。目前绝大部分柜台市场交易额为产品发行销售额，转让业务和做市业务尚未正式开展。

在交易模式上，单一的发行销售模式将减少证券公司柜台市场的业务机会，难以实现商业模式的创新。另外，各证券公司柜台市场仍是一个相对封闭的体系，缺乏与中小企业股份转让系统、区域性股权交易市场的互联互通和转板机制。企业在证券公司柜台市场发行私募股权、债权缺乏吸引力，未能发挥柜台市场对中小企业的服务功能，不利于多层次资本市场中各市场之间的差异化发展。另一方面，区域性股权交易市场发行的金融产品是否可由证券公司代销或上柜交易尚不明确，导致证券公司的客户资源未能与新三板、区域性股权交易市场形成有效对接。

同时，柜台业务相对于普通证券业务而言，大部分为非标准化定制需求产品，产品的复杂程度较高，对于产品的风险适配、定价策略、销售对象、交易方式、结算方式等方面没有现成经验可以借鉴，证券公司在实际业务开展过程中仍需要时间来积累经验。

三、证券公司柜台市场参与主体不够丰富

首先，目前柜台业务参与人主要以证券公司及其子公司为主，银行、保险、信托等金融机构参与程度相对较低，不利于柜台业务的做强做大。尽管柜台市场适当性管理办法中是鼓励机构投资者参与的，但是由于各类机构属于不同的监管部门监管，保险、基金、银行、信托等机构投资者并不能投资柜台市场的上柜产品。

其次，投资者对于柜台市场业务了解有限，一定程度上限制了柜台业务的开展。今后随着适当性管理进一步放宽，在严控风险的前提下，可以让更多的投资者能参与进来。

四、证券公司柜台市场支持创新的政策法律体系亟待补充完善

柜台市场业务是一项创新业务，证券市场原有相关法律法规在很多地方可能不一定适合

柜台市场发展需要，支持创新的法律体系亟待补充完善，从而维护相关参与者的利益。一方面是相关柜台业务监管法律法规相对分散，部分法律法规对业务只进行了原则上的指导，在实际业务开展过程中的许多细节问题有待界定。另一方面，很多新的业务依然没有明确的法律法规支持。

五、证券公司柜台市场发展需要人才支持

证券公司发展柜台业务是从简单的通道业务向平台业务的转变，平台的运作需要全方位的人员支撑，包括产品设计、开发、定价等综合的结构化及衍生产品金融专业人才。相对传统的证券行业人才，柜台业务发行的产品多为个性化定制的产品或结构复杂的衍生品，对产品设计及风险对冲提出了较高要求，也对公司在相关方面的专业人才储备提出了较高要求。但是，国内擅长衍生品设计及对冲的专业人才较为匮乏，仍需从国外引进相关人才，而国外人才对于国内资本市场环境不熟悉，造成引进人才“不接地气”。专业人才缺乏大大限制了柜台业务的发展速度。

第四章

2014 年机构间私募产品报价与服务系统发展综述

经过 20 多年的发展，我国资本市场各项改革和基础性建设工作不断推进，多层次资本市场体系初步形成，以交易所为中心的公募市场形成了完备的市场支持体系和监管体系。2012 年以来，证券行业积极呼吁发展私募市场，服务实体经济，并在证券公司柜台市场、区域性股权交易市场等方面进行了有益尝试。但是，与公募市场相比，私募市场作为多层次资本市场的重要组成部分，发展仍然相对滞后，如市场组织不健全，尚未形成完整的市场体系，产品种类单一，财富管理链条不完备，市场参与主体不丰富，专业机构参与不足，市场基础设施薄弱。

为推进多层次资本市场体系建设，2014 年 5 月 9 日，国务院发布《关于进一步促进资本市场发展的若干建议》（以下简称新“国九条”），从顶层设计的高度提出“培育私募市场”、“建立健全私募发行制度”、“发展私募投资基金”等举措。2014 年 5 月 13 日，中国证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》（以下简称“创新十五条”），明确提出“加快建设机构间私募产品报价与服务系统”，“支持业务产品创新”。为落实国务院新“国九条”和中国证监会“创新十五条”，中国证券业协会在中国证监会的统一指导下，加速推进机构间私募产品报价与服务系统（以下简称“报价系统”）建设。2014 年 8 月 15 日，中国证券业协会发布了《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》，进一步为报价系统的规范发展奠定了基础。随着《证券公司短期公司债券试点办法》、《并购重组私募债券试点办法》等规则的发布，报价系统制度体系逐步建立。

第一节　报价系统建设的意义

新“国九条”指出，“进一步促进资本市场健康发展，健全多层次资本市场体系，对于加快完善现代市场体系、拓宽企业和居民投融资渠道、优化资源配置、促进经济转型升级具有重要意义”。在这样的大背景下，报价系统定位于为证券公司等报价系统参与人提供私募

产品报价、发行、转让及相关服务的专业化电子平台，是我国多层次资本市场体系的有机组成部分，是私募市场的一项重要基础设施。加快建设报价系统，主要基于实现以下目标的需要：

一、服务实体经济

服务实体经济是私募市场发展的重要使命。私募市场是直接为小微企业服务的市场，是传统金融工具体系以外的一股新生力量，是服务实体经济的有效金融方式，对于中国经济的发展能够起到非常积极的作用。报价系统以服务私募市场、服务私募产品的报价、发行、转让为己任，有利于丰富企业的融资品种，拓展融资渠道，是把资本市场融入实体经济、促进经济转型的重要途径。

二、支持创新创业企业发展

创新创业企业是国家政策重点扶持的领域之一，对国计民生具有重要而深远的意义。新“国九条”明确提出“完善扶持创业投资发展的政策体系”。目前创投领域存在信息不对称的问题，一方面创投基金苦于寻找不到优质的投资项目，另一方面大量创投企业又面临资金紧张，难以找到投资方的困境。报价系统作为一个私募信息的汇集平台和私募产品的交易平台，拉近了资金需求方和供给方之间的距离，能够让资本与创新创业更便捷地结合，为企业发展、转型提供服务。

三、满足财富管理需求

近年来随着我国经济的快速增长，全社会财富总量也在快速积累，公众的财富管理意识和财富管理需求明显增强。我国大量居民储蓄资金进入银行、信托理财产品领域，但目前我国财富管理市场供需还存在较大缺口，市场发展有待进一步规范。报价系统为参与人自主创设私募产品提供便利，有利于建立更加丰富的金融产品体系，为居民提供更加多样化的财富管理工具。

四、提高证券公司核心竞争力

一直以来，我国证券公司业务同质化严重，服务手段过于单一。报价系统作为个性化、非标准化私募产品发行和交易的服务平台，可以推动证券公司“差异化、专业化、特色化”发展，“提高证券期货服务业竞争力”。包括证券公司在内的各类机构通过该市场可以快速创设私募产品、收集私募产品信息，并找到交易对手方，从而可以推动其开展资本中介业

务，拓宽自身融资渠道，丰富风险管理手段。同时，对于未能自建柜台市场的中小证券公司来说，可以直接利用这一平台开展柜台业务，低成本、高效率地起步，并打开业务创新、产品创新的广阔空间。

五、完善多层次资本市场

新“国九条”提出“到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系”。私募市场作为多层次资本市场的重要组成部分，目前是发展最欠缺、实践经验最少的部分。报价系统作为私募市场一项重要的基础设施，有助于整合私募市场的各个要素资源，促进形成分层互动的市场体系，推动多层次资本市场体系形成。

第二节　报价系统定位

解放思想、改革创新，坚持市场化和法治化取向，维护公开、公平、公正的市场秩序，激发市场创新活力，更好地发挥市场优化资源配置的作用，是新“国九条”进一步促进资本市场发展的指导思想，也是报价系统基本建设理念的核心。报价系统秉持“多元、开放、竞争、包容”的理念，适应私募市场需要，发展多元的参与人结构、产品体系、发行转让方式和登记结算支付安排；发挥每一个参与人的市场组织能力，向各类市场机构和市场资源充分开放；以竞争促发展，发挥市场在资源配置中的决定性作用；支持创新，加强事中事后管理以防控风险，营造包容、有序的市场环境。

立足我国多层次资本市场发展阶段和需要，报价系统确立了以下基本定位：

（一）定位于私募市场

报价系统服务于私募产品的报价、发行和转让，是私募市场的基础设施。按照严格区分公募和私募的原则，报价系统中产品的发行、转让坚守私募底线，遵循相关法律法规在宣传推介、投资者适当性和持有人数量等方面的规定。

（二）定位于机构间市场

报价系统服务于专业投资机构，参与人的准入遵循开放性原则。符合条件的中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会、中国上市公司协会或中国证券业协会认可的其他自律组织会员均可自愿申请注册成为报价系统参与人。个人合格投资者及非参与机构可以通过参与人间接参与报价系统。金融机构等专业投资者通过报价系统开展机构间的私

募产品交易，有利于其产品创新和业务转型。

（三）定位于互联互通市场

报价系统致力于搭建市场中的市场。在自愿基础上，证券公司柜台市场、区域性股权交易市场等私募市场都可以与报价系统建立对接，实现信息和交易的联通。报价系统坚持开放、竞争的理念，不垄断、不取代证券公司单个柜台市场或区域性股权交易市场，而是通过搭建一个安全、高效的信息互联和报价、发行与转让平台，助推柜台市场和区域性股权交易市场等私募市场协同发展。

（四）定位于互联网市场

报价系统以服务参与人、便利参与人为目的，借鉴互联网金融的理念和技术，其服务具有以下特色：一是全网运营。报价系统采用先进的互联网技术，支持网上信息发布、网上发行、网上签约、网上报价转让等。二是自主开放。证券公司柜台市场发行、转让的产品，都可以将报价系统作为支持平台；只要建立开放的信息系统接口，各类私募市场都可以与报价系统联通。三是全时空。报价系统实行每周 7 天、每天 24 小时不间断运行，并提供互联网、移动设备等多介质、多途径的参与路径和工具，可实现市场业务活动的移动化、泛在化，摆脱时空限制。

第三节　报价系统运营情况

中国证券业协会于 2013 年初启动报价系统建设，并于 2013 年 9 月 9 日正式上线。2014 年 6 月，中国证监会批复中证资本市场发展监测中心有限责任公司（以下简称“市场监测中心”）变更经营范围，专门负责建设和管理报价系统，并授权中国证券业协会按照市场化原则管理。截至 2014 年底，报价系统发行与转让的功能已基本健全，可支持各类私募产品发行与转让，并提供多样化的交易方式。自 2014 年 8 月 18 日首只产品上线以来，截至 2014 年 12 月 31 日，已累计发行产品 361 只、募集资金 185. 89 亿元。

一、私募产品发行规模快速增长

2014 年，报价系统功能不断丰富、完善，已能为资产管理计划、收益凭证、资产支持证券、私募基金等各类私募产品提供发行与转让服务，并支持定价发行及招标、簿记建档、协商成交、点击成交、拍卖竞价、标购竞价、做市等在线发行与转让方式。

（一）整体发行情况

截至2014年12月31日，共60家参与人在报价系统发行361只产品。26家证券公司发行33只资产管理计划产品，募集规模共18.87亿元；50家证券公司发行325只收益凭证，募集规模共145.82亿元；2家参与人发行2只私募基金，募集规模共1.2亿元；中国证券金融公司发行1只次级债券，募集规模共20亿元（见图4－1）。

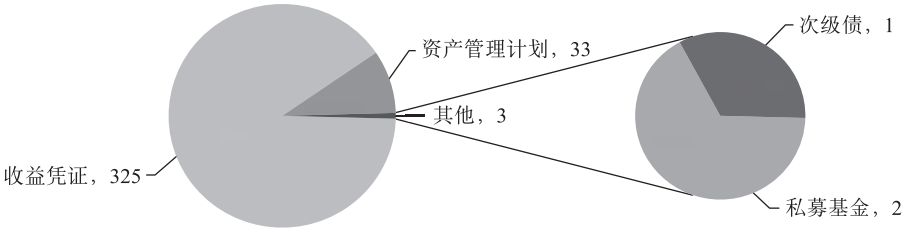

图4－1　报价系统私募产品发行数量

自2014年8月18日第一只产品发行以来，报价系统产品发行量逐月递增，到2014年12月，发行量呈现快速增长的态势，并先后于2014年12月9日起日均交易量突破5亿元，2014年12月10日累计发行量突破100亿元（见图4－2）。

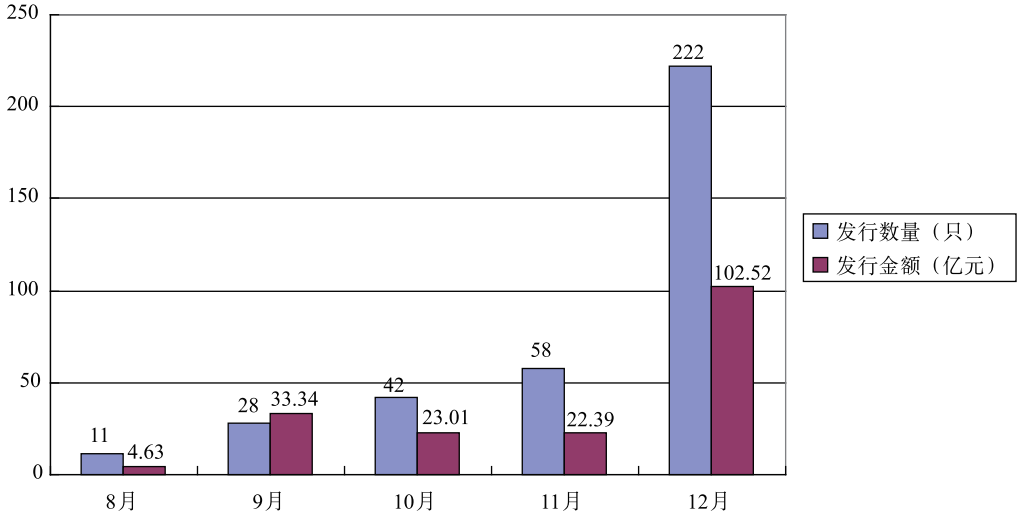

图4－2　2014年报价系统月度发行统计

（二）收益凭证发行情况

从产品类型看，2014年在报价系统发行的产品以证券公司发行的收益凭证为主，收益凭证成为证券公司融资的新路径，同时丰富了投资者选择。

2014年报价系统共发行收益凭证325只，其中317只发行成功，8只发行失败，募集资金145.82亿元，31 172户投资者认购。其中，发行成功的317只收益凭证平均募资规模为

4 605万元，单只最大规模为 18 亿元，最小规模为 25 万元；平均每只产品有 99 户投资者认购，最多有 200 户认购，最少有 1 户认购；平均募集期为 2 天，最长 6 天，最短 1 天；存续期最长 550 天，最短 14 天，其中 90 天的最多，占比为 13%（见图 4－3）。

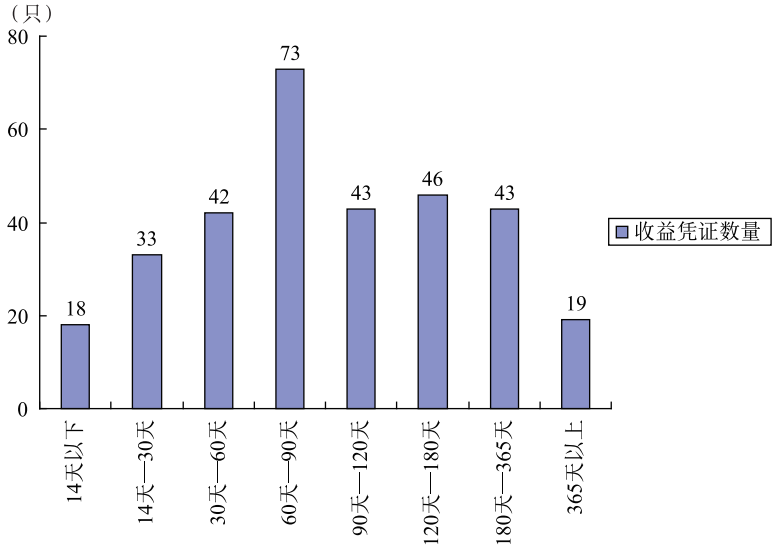

图 4－3　在报价系统发行的收益凭证期限类型

从收益结构看，在 317 只收益凭证中，固定收益型产品共 260 只，占比达 80%，平均收益率为 5.91%，最高为 7.7%，最低为 4.8%。从同期限产品收益率看，与发行时同期市场资金成本正相关。

从发行主体看，共有 50 家证券公司通过报价系统发行收益凭证，其中 15 家发行较多，并形成了序列化产品，如方正证券、东莞证券、招商证券、华龙证券等（见表 4－1）。

表 4－1　　报价系统收益凭证系列化产品

证券公司	系列化产品名称	发行数量（只）
方正证券	金添利 e 系列	26
	金添利 C 系列	11
	金添利 F 系列	11
东莞证券	月月鑫系列	29
招商证券	磐石系列	27
华龙证券	金智汇系列	22
江海证券	稳盈系列	14
浙商证券	浙商汇银系列	14
财通证券	财运通系列	13
国盛证券	国盛收益系列	12
华泰证券	聚金系列	8

续表

证券公司	系列化产品名称	发行数量（只）
财富证券	富丰系列	8
华林证券	风信子系列	8
万联证券	鑫联鑫系列	8
安信证券	安益乐享系列	7
日信证券	向日葵系列	5
东兴证券	东兴金鹏系列	5

（三）产品申购、赎回与终止情况

截至2014年12月31日，报价系统共收到申购申请20笔，申购金额共计3 224.50万元；共收到赎回申请43笔，赎回份额共计5 634.77万份，赎回金额合计5 611.44万元。

从产品到期终止的情况来看，截至2014年12月31日，共有43只收益凭证及4只资管产品清盘，报价系统根据清盘方案共生成兑付记录4 629笔，兑付金额共计193 222.79万元。

二、私募产品转让市场平稳起步

为满足私募产品转让需求，提高私募产品流动性，促进私募发行，报价系统积极构建一个基于互联网的开放式、全网运行的报价转让平台，为私募产品提供了协议转让、双边报价、拍卖竞价、标购竞价等交易方式。目前已能支持证券公司资管计划、私募基金、非公开发行公司债券、私募基金项目股权等私募产品转让。

2014年11月12日，报价系统在线转让功能正式上线。截至2014年12月31日，共5只资管计划（其中包括1只分级资管产品）在报价系统挂牌转让，可转让份额17 233.07万份，实际达成3笔交易，交易金额共计310.01万元。

三、股权市场建设有序推进

2014年，市场监测中心积极探索为实体经济和小微企业服务的方式，有序推进建设股权市场。

一是加速与私募基金的对接，建立了私募基金投资项目股权转让平台，为私募基金项目股权转让提供平台支持，拓展私募基金退出渠道，盘活私募基金资产，提高私募基金投资效率，进而推进私募基金与实体经济对接，支持中小微企业股权融资。

二是初步建立了统一的企业和项目信息展示标准，可实现多维检索的企业库、项目库，为股权转让、并购重组等业务活动提供信息支持。截至2014年12月31日，通过报价系统

展示的中小微企业融资项目已达到 695 个。

三是通过线下推介、融资座谈等方式，推动专业投资机构特别是私募股权投资机构与中小微企业对接，建立了产融对接机制。2014 年，报价系统累计组织近 100 家投资机构代表与近 600 家中小微企业进行了对接，促成投资合作意向约 30 个项目。

四是与区域性市场、地方产业园区及地方政府开展合作，为其提供服务，提升对中小微企业的服务能力。报价系统通过与区域性市场互联互通、开展业务协作，与地方产业园区和地方政府达成战略合作关系、组织专场推介会，协助地方政府和企业对金融行业的吸引力，促进产融结合。截至 2014 年 12 月 31 日，共 6 家区域市场成为报价系统参与人，分别是辽宁股权交易中心、青海股权交易中心、广东金融高新区股权交易中心、海峡股权交易中心、重庆股份转让中心、甘肃股权交易中心。除了与区域市场进行合作，2014 年，市场监测中心与中国医药城、德州市政府等单位和机构签署《合作备忘录》，建立战略合作伙伴关系，逐步实现了与地方产业园区、地方政府、区域市场的对接，支持地方企业发展。

四、报价系统参与人结构多元化，投资者数量稳步增长

为丰富报价系统参与人的数量与类型，避免报价系统参与人业务同向性，市场监测中心不断加大参与人开发力度，特别是开发银行、保险机构等大型金融机构投资者积极参与报价系统。市场监测中心以四大协会会员的范围为基础，不断提升参与人数量、优化参与人结构，培育多元化的参与人体系。截至 2014 年 12 月 31 日，报价系统共有 229 家参与人，其中，207 家参与人开通了相关业务权限。

从参与人结构来看，2014 年上半年参与人以证券公司为主，经过半年努力，截至 2014 年底，报价系统参与人已经不再局限于证券公司，银行、私募基金、信托公司、期货公司、独立基金销售机构及证券公司直投子公司等其他机构在参与人中的占比不断提升，参与人已扩展至所有从事私募业务的市场参与主体，多元化参与人结构已初步基本形成（见图 4－5）。

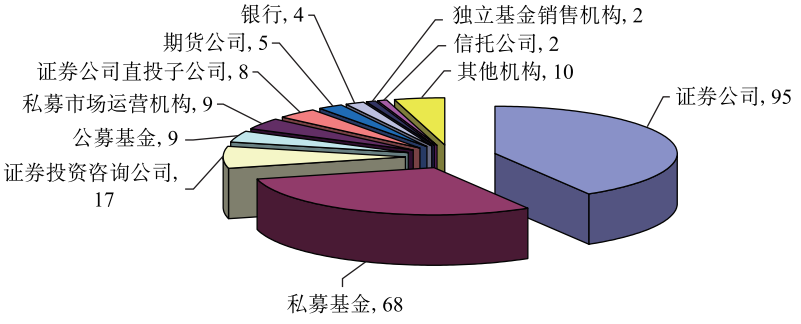

图 4－5　报价系统参与人结构（单位：家）

从参与人代理的投资者来看，参与报价系统私募产品交易的投资者数量稳步增加。截至2014年12月31日，参与人在报价系统为投资者开立账户共151 167户，其中包括个人开户150 588户、机构开户579户。从投资者结构来看，个人投资者仍占多数（见图4－6）。

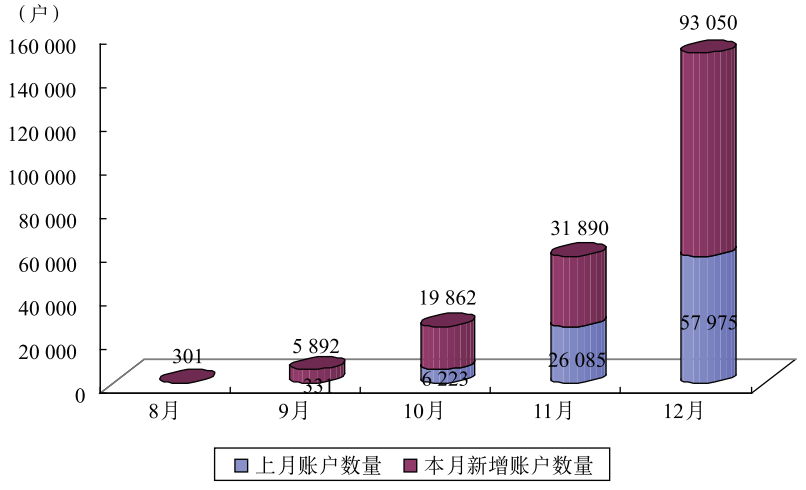

图4－6　参与人为合格投资者开立的账户数量统计

五、登记结算功能日趋完善

结合私募产品灵活性、多样性、便捷性等特性，充分借鉴国际市场先进做法，结合我国实际与行业诉求，市场监测中心建立了灵活多元的私募市场登记结算体系。秉承参与人自愿选择、服务主体适度竞争的原则，报价系统支持证券公司等具备条件的参与人自办登记结算，也支持参与人委托中国结算等登记结算服务机构为其提供服务，同时报价系统也自建了登记结算系统为参与人提供登记结算服务。截至2014年12月31日，报价系统共为351只产品提供了登记服务，为351只产品提供结算服务，交收资金164.69亿元。此外，报价系统与相关登记结算机构共同存储、共享登记结算信息，以提高私募市场的透明度，为私募市场监管提供支持。

此外，市场监测中心在报价系统首创了私募市场名义持有账户体系，促进了资本市场登记托管体系的优化，推动了证券公司做实托管职能，提升了证券公司账户服务能力。同时，结合部分产品不适宜名义持有的特性，报价系统支持形成了名义持有与直接持有并存的混合持有制度，形成了与私募市场相适应的混合持有账户体系。截至2014年12月31日，报价系统共开立产品账户142户，其中包括名义持有账户82户；开立资金结算账户246户；报价系统共导入二级产品账户151 025户，其中38 997户账户参与了交易，活跃度为25.82%（见图4－7）。

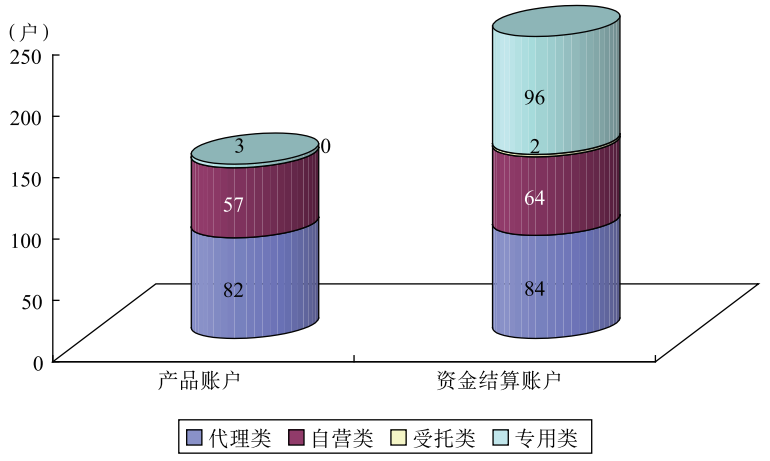

图 4－7　参与人在报价系统开立的账户统计

六、报价系统自律规则体系日益完善

为促进私募市场规范发展，维护市场秩序，保护市场各方合法权益，中国证券业协会与市场监测中心起草并发布了一系列与报价系统建设与运行相关的规则（见表 4－3），以维护报价系统运行秩序、规范各方行为，积极探索与完善与私募市场相适应的自律规则体系。

表 4－3　　已发布的与报价系统相关的自律规则

序号	规则	发布时间	发布机构
1	《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》	2014 年 8 月 15 日	中国证券业协会
2	《证券公司短期公司债券试点办法》	2014 年 10 月 20 日	中国证券业协会
3	《并购重组私募债券试点办法》	2014 年 11 月 5 日	中国证券业协会
4	《机构间私募产品报价与服务系统参与人管理规则（试行）》	2014 年 9 月 10 日	中证资本市场发展监测中心
5	《机构间私募产品报价与服务系统发行与转让规则（试行）》	2014 年 9 月 10 日	中证资本市场发展监测中心
6	《私募投资基金募集与转让业务指引（试行）》	2014 年 10 月 16 日	中证资本市场发展监测中心
7	《私募股权投资基金项目股权转让业务指引（试行）》	2014 年 10 月 16 日	中证资本市场发展监测中心

第四节　报价系统发展展望

从 2014 年报价系统整体运行数情况来看，报价系统作为多层次资本市场的重要组成部分，联通了私募产品发行与转让各环节，为证券行业创新发展奠定了基础，为中小微企业通过私募市场融资进行了有益探索，为私募基金等各类金融机构参与人开拓灵活多元的产品募

集、销售与退出路径提供了有力支持。2015 年，报价系统将进一步发挥私募市场基础设施作用，推动证券行业创新发展，助力资本市场“中国梦”。

一、以报价系统为平台拓展中小微企业融资渠道，服务实体经济发展，支持创业与创新

促进“大众创业、万众创新”是资本市场支持实体经济发展，促进“调结构、惠民生”的重要任务。报价系统将以服务小微、“三农”、创新创业和民族地区作为自己的重要使命，协助证券期货经营机构提升对实体经济的服务能力和水平，打通金融资本与产业资金的渠道，促进资金向实体经济回流。一是建设与完善股权众筹公共平台，为众筹融资提供多样化服务，同步开发中证“云柜台”系统及手机等移动终端，节约社会成本；二是推出“最优融资计划”，整合参与人资源，搭建融资方与资金方的高效对接平台，为三农、小微、创新创业及民族区域企业提供快速、高效、安全、小额、低成本的融资服务；三是重点推进与中国证监会政策明确支持发展的民族地区区域市场、地方政府支持力度较大的区域市场进行互联互通，以促进市场资源共享，提高市场效率。

二、依托产品风险分层管理，建设金融产品超市，打造私募市场全行业的互联网金融平台

报价系统旨在搭建一个全面、高效的信息互联和报价、发行、转让平台，并与证券公司柜台市场、区域股权市场等各私募市场互联互通。2015 年，市场监测中心将在产品风险分层管理的基础上，本着“市场无边界、网络无极限”的理念，支持金融产品信息集中展示、分层管理多维检索，构建金融产品超市，打造全行业互联网金融平台，实现投资者获取金融产品信息的零障碍，让天下没有合格投资者找不到的金融产品。同时，市场监测中心将积极探索并实现适合私募产品的多元化发行与转让方式，支持证券期货经营机构通过报价系统积极创设、销售产品，丰富私募产品品种，构建多样化、差异化、系列化的产品体系，满足不同投资者的多样性交易需求。

三、发挥行业基础平台作用，支持证券公司创新发展

报价系统作为证券行业基础平台，是业务创新的“试验田”，承载着支持证券公司创新发展的使命。根据《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》，除金融监管部门规定必须进行事前审批、备案的私募产品外，证券公司在报价系统发行、销售与转让的私募产品直接实行事后备案。2015 年，报价系统将在中国证监会的统一部署下，依托负面清单管理方式，以依法合规、资金投向符合法律法规和国家有关政策规定为基础，支持证券公司

通过报价系统进行产品与业务创新，推动行业创新发展。一是为收益凭证业务试点转常规提供服务，拓展收益凭证业务内涵；二是为非公开发行证券提供发行与转让服务；三是支持证券公司开展场外做市业务试点；四是为证券公司其他创新业务提供平台支持。

四、推动场外衍生品市场电子化、平台化发展

报价系统衍生品交易平台是证券期货行业场外衍生品市场的重要基础设施之一，也是推进证券期货经营机构发展场外衍生品业务的重要平台，其总体目标是实现场外衍生品交易平台化与电子化，交易报告自动化。同时，报价系统还可为衍生品交易提供清算与担保品管理服务。下一步，市场监测中心将充分落实中国证监会有关稳妥开展衍生品业务的政策，一是完善证券公司衍生品交易报告库，为衍生品市场相关主体提供数据支持；二是完善报价系统衍生品交易平台，优化报价系统场外衍生品交易报价功能，引导证券期货经营机构创设场外衍生品定制化合约，提高交易效率，规范市场秩序；三是加快建设清算与担保品管理系统，为交易双方提供第三方支持。

五、加强报价系统私募产品风险监测与管理

建立科学、全面、分层的私募产品风险监测体系是确保报价系统平稳、健康、高效发展的必要条件。自开展业务以来，市场监测中心高度重视报价系统风险管理工作，并将风险管理贯穿在业务开展的各个环节，确保了风险事件零发生率。2015 年，市场监测中心将进一步优化风险管理工作，并继续针对各类型私募产品，建立分产品类型的风险监测指标，通过产品分层风险管理、指标分类监测监控，加强投资者适当性管理，完善私募产品信息披露管理制度，严守私募产品底线，防范私募市场区域性、系统性风险。