专题报告之三：
2015 年区域股权市场与柜台市场发展综述

第一章
2015 年中国区域性股权市场发展综述

第一节　区域性股权交易市场发展现状

一、区域性股权市场发展背景简述

国务院 2011 年 11 月发布《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）。该规定旨在规范交易场所设立和交易活动中的违法违规问题，要求有关部门高度重视各类交易场所违法交易活动蕴藏的风险，建立分工明确、密切协作的工作机制，健全管理制度、严格管理程序，稳妥推进清理整顿工作。2012 年 7 月，《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国办发［2012］37 号）发布，对清理整顿的范围做了界定，并对违规行为做了列举式规定，同时要求有关部门落实清理整顿工作安排、严格执行交易场所审批政策、切实贯彻清理整顿工作要求。通过清理整顿，各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），间接明确区域性股权

市场的定位。界定区域性股权交易市场是为市场所在地省级行政区域内的企业特别是为小微企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场。

二、区域性股权市场发展概况

2008 年 9 月，天津股权交易所开业。在之后的 4 年里，区域性股权市场发展一直比较缓慢，只相继成立了重庆、上海、山东等几家股权交易市场（有些虽成立，但一直没有正式运行）。2013 年，国务院办公厅颁布《关于金融支持小微企业发展的实施意见》，明确提出“将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系”，区域股权交易市场迎来了较快发展。2014 年，辽宁、福建、山西、江苏、安徽、新疆、青海等地的 12 家区域性股权市场相继成立并营业。2015 年，内蒙古、河南、川藏股权交易中心等相继成立，区域性股权市场覆盖全国的态势形成。

（一）在企业培育规范、融资和政策运用方面积极探索

1. 企业培育规范：初步形成服务体系

区域市场对企业培育规范的方式主要有培训、改制、挂牌、托管等。自 2012 年以来，区域市场共举办各类培训 1 345 次，培训企业 2.3 万家次、覆盖人员 6.2 万人次。通过改制、挂牌、托管、推荐升入全国市场等方式共培育规范 1 万余家企业。代表性措施主要有：

（1）加强培训。针对会员的培训包括：尽职调查方法、市场宣介及材料制作等。针对挂牌企业的培训包括：企业改制、规范运作、信息披露、财务管理、投融资技巧等。针对投资者的培训包括：投资理念、风险防范等。

（2）提供包括登记托管、挂牌展示、交易组织、清算交收在内的基础服务，致力于帮助企业实现融资。

（3）针对不同发展阶段企业需求，实行分层分级管理；持续督导，引导挂牌企业规范培育；推动“个转企”，将个体企业改为规范的股份制企业。

（4）联合各级政府，建立了阶梯式、较为完整的挂牌企业服务体系。

（5）定期为挂牌企业提供各类培训及讲座，建立企业信息披露系统，提升信息披露准确性和快捷性。

（6）积极推动挂牌企业上档升级，向全国市场转板。

2. 融资特点：增幅较大、方式较多、用时较短

截至 2015 年底，全国共有 37 家区域股权市场，共挂牌 3 375 家企业，展示企业 4.15 万家，累计实现各类融资 4 332 亿元，其中 2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年分别融资 253 亿元、435 亿元、609 亿元和 3 034 亿元，年均增幅 128.89%。

融资方式有股权质押、股权、私募债和其他（包括银行贷款、资管计划、信托计划和资产收益权等）。截至 2014 年底，上述方式融资累计金额分别为 604.38 亿元、364.37 亿

元、262.67 亿元、286.58 亿元，其中股权质押融资占比最大，为 47%；增幅最快是私募债，由 2012 年的 1.5% 增长到 2014 年的 17%（历年各类型融资额见图 1－1）。2014 年共实现融资 2 750 次，平均每家区域市场每 3 个工作日就实现一次融资。此外还有 39 家企业通过区域市场实现了并购重组。

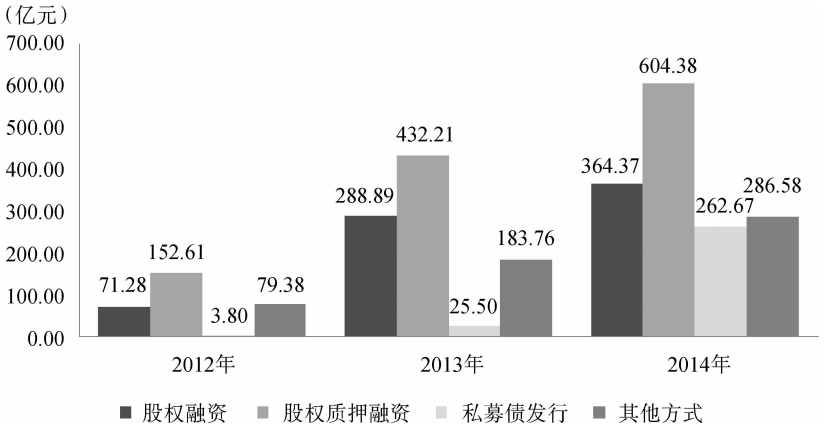


图 1－1　区域市场各方式融资累计情况

区域市场在促进融资方面采取的措施主要有：

（1）吸引优质企业资源，同时着力提高企业规范程度和质量，完善信息披露，促进投融双方成功对接。

（2）健全制度规则，提高风险防控能力，增加市场公信力。

（3）积极与各类金融机构或准金融机构合作，引入各类资金。

（4）借助政府力量，建立风险分担机制，促进产品设计研发。

（5）探索新型融资模式，基于供应链开展融资业务；对于资质优良、资金使用需求较长、所属行业带有大众消费属性的企业或项目，采取众筹方式等。

在建立融资产品服务体系和资金渠道方面，以广东金融高新区股权交易中心为例（由广发证券和招商证券各持股 32.5%），一方面构建包括股权、债权、知识产权、科技创新等新型融资产品的服务体系，形成了 4 大类、近 30 项融资产品，累计为 54 家企业成功实现融资 26.4 亿元。其中，“股权类”包括股权转让、定增、质押、股权管理、股权与融资租赁结合等产品，实现融资 4.1 亿元；“债权类”包括企业私募债、小额贷款公司私募债、定向私募债、可转债、类资产证券化等产品，已实现融资 22.3 亿元；“金融产品类”包括企业“余额宝——现金易”等企业现金管理工具，累计为企业管理资金 1.6 亿元。另一方面，区股权交易中心除与传统的银行机构合作外，还与多家全国性担保、证券、保险、信托、基金及互联网平台公司合作，想方设法为企业引入资金。在目前 38.91 亿元融资中，银行资金来源约占 30%，其他来自于各类金融机构、平台及民间资本。

3. 各种政策和资金综合运用：效果初步显现

一些地方政府较重视区域市场建设，出台了相应的扶持政策。为鼓励企业到区域市场挂牌，地方财政对挂牌企业进行补贴，补贴金额介于 20 万—200 万元。据问卷统计，累计 414

家企业通过区域市场获得补贴 1.11 亿元，推动实现融资 1 298 亿元，效果良好。另外，部分地方政府还采取税收、土地等优惠政策支持企业挂牌，山东等地除了将企业挂牌情况纳入政府工作年度考核外，还设立引导基金扶持区域市场发展。

区域市场则主要通过与各级地方政府及部门合作，争取扶持中小微企业的政策和资金能汇集到平台上实施。如有股权交易中心创设“科技板”，与市、区科技部门共同制订方案，结合科技、财政体制改革，通过设立科技引导基金、科技企业创新券、科技周转基金、科技扶持资金“以股代拨”等方式，支持科技型企业发展成长。与高新区合作共建“知识产权投融资服务平台”，提供各类知识产权转让、许可、质押融资等服务。与国资系统共同建设引导基金，投资于区域市场挂牌的股权、债权及金融产品项目，并为优质项目提供担保。

（二）证券公司积极参与区域市场建设

1. 证券公司积极入股区域市场

根据中国证监会《关于规范证券公司参与区域性股权市场的指导意见》，中国证券业协会多措并举支持证券公司参与并推动区域市场规范发展。目前共有 30 家证券公司入股 19 家区域市场，出资 10.89 亿元，其中控股 10 家，参股 9 家，成为区域市场发起设立的主要模式之一。

2. 证券公司发挥优势积极参与区域市场建设

证券公司参与区域市场建设的主要做法：一是向区域市场派出管理人才和业务骨干；二是向区域市场提供营业网点及业务拓展渠道；三是将区域市场纳入公司人才培养体系；四是将证券公司合规风控等管理理念和制度输入区域市场；五是将区域市场挂牌企业与证券公司客户资源对接，为企业提供资金、技术等多方位支持；六是直接投入资金等。

三、区域性股权交易市场发展特点

（一）模式创新，产品服务多样化

区域性股权市场在依法合规、风险可控的前提下开展业务，推出产品、运营模式，开展服务式创新，为企业提供多样化、个性化的服务。区域性股权市场具有灵活性的特点，市场内的产品具有多样化的特点，同时不断创新供投资者选择。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产品。如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。

（二）程序便捷助力小微企业融资

大部分区域性股权交易市场的网站都有对相关程序的咨询与培训公告，同时推出不同的优惠政策，方便小微企业进行融资。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。相对于场内交易市场，区域股权交易市场具有简单快捷、成本低、效率高的特点。由于区域性股权市场内产品不断创新，其中不乏融资周期短的产品，无须经历繁琐的程序和审批，使融资效率提高。

（三）有利于建设我国多层次资本市场

新三板市场和区域性股权市场的建立有利于完善我国场外市场，从而更好地建设我国多层次资本市场。区域性股权市场多为业绩波动大、投资风险高、报酬高的企业，可以为风险偏好投资者提供更好的投资平台。

第二节　区域性股权交易市场发展特点及与新三板市场的定位区分

一、区域性股权市场立足区域性

根据中国证监会《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）》规定，区域股权市场由地方（省级）政府批准设立并主要由地方政府负责监管，其功能限定于为一定行政区域内的企业提供股权、债权转让和融资服务，“原则上”不得跨区域开展业务，也不得接受跨区企业挂牌。

二、部分区域性股权市场打造综合性金融服务平台

部分区域性股权市场跳出单纯股权融资和交易的市场属性，打造综合性金融服务平台。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。

三、区域性股权市场与新三板市场定位区分

区域性股权交易市场是我国多层次资本市场的重要组成部分，亦是中国多层次资本市场建设中必不可少的部分。对于促进企业特别是小微型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，具有积极作用。其市场定位是为其运营机构所在地省级行政区划内小微型企业私募证券的发行、转让及相关活动提供设施与服务的场所，是私募证券市场的一种形式。

新三板市场是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，主要服务于创新、创业、成长型小微企业，并适应挂牌公司差异较大的特性，实行多元化的交易机制。其市场运行以自律监管为主，探索实行更加市场化的管理机制。

区域性股权交易市场与新三板市场的定位不同。区域性股权交易市场主要针对非上市非公众的小微企业，为其投融资提供平台支持；新三板市场主要针对非上市公众的小微企业。不同层次的市场都有自己的发展空间，应找准定位，为企业提供差异化的服务。

第三节　区域性股权交易发展存在问题与展望

一、区域性股权市场发展中的问题及应对措施

（一）缺乏服务资源，市场功能发挥不够

在服务经济的广度和深度上，区域性股权市场的作用都还未得到充分的发挥。广度上，其为小微型企业提供融资的数量和规模有限。深度上，区域性股权市场提供服务仍局限在股权转让和股权融资，政策运用、并购重组、金融咨询等综合性金融服务的功能未能充分体现。

（二）缺乏盈利能力，市场服务实力不强

为了快速扩大规模、提高影响、吸引更多的企业参入市场，大多数区域性股权市场都采取免费服务或低收费服务模式，作为公共平台运营，而且市场创新空间有限，除挂牌融资费、会员费、登记托管费等收费项目外，没有其他的项目，因此整体盈利能力不强，大部分区域性股权市场处于亏损状态。

（三）法律地位不明确、缺乏政策支持

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》、《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》和《区域性股权市场监督管理试行办法（征求意见稿）》。虽然 2015 年 6 月中国证监会发布了《区域性股权市场监督管理试行办法（征求意见稿）》，但是截至 2015 年底该办法仍未正式出台。

目前对区域性股权市场的政策支持基本为 2011 年发布的《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》，2012 年发布的《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》和《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）》。相

比于新三板市场的政策支持力度相距甚远，对市场的培育度不够，一定程度上影响了区域性股权市场服务经济的功能发挥。由于相应的政策支持较少，市场培育度不够，没有推动各类地方证券更好地利用区域性股权市场的平台。

目前多数股权交易中心的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，但是由于没有建立良好的私募市场发行制度，区域性股权市场的各种融资方式等仍在探索中。区域性股权市场目前处在初创时期，还没有完全进入快速发展阶段。

此外，根据《非上市公众公司监督管理办法》的规定，现有的区域性股权交易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 200 人的上限，挂牌后自然没有交易量。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，则会选择离开区域性股权交易市场，这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，从而加速企业离开区域性股权交易市场，进而形成恶性循环，导致区域性股权交易市场活跃度下降。

为促进小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本，以下措施或为区域性股权市场建设当务之急。

一是加快修订相关法律。建议尽快重新修订《证券法》和《公司法》，在法律层面上赋予区域性股权交易市场合法地位，明确其为我国多层次资本市场体系的组成部分，与证券交易所市场相辅相成、互相补充，共同构成完整的资本市场体系，确立其法律地位和市场地位。

二是构建市场间联通机制。建议国家有关部门尽快出台政策，切实加强市场联通机制建设，制定技术系统建设标准，打破各地股权交易市场分割的格局，建立与证券交易所市场相辅相成、互相补充，共同构成完整的资本市场体系，确立其法律地位和市场地位。加大各地政府及各个区域性股权交易市场的责任和风险承担，增强全国区域性股权交易市场的发展活力。

三是建立转板及退市机制。通过建立转板机制及退市机制，将区域性股权交易市场与其他板块市场进行互联互通，提升整个资本市场的运行效率，真正实现金融资源的高效配置。

四是完善统一监管体系。建议建立全国统一的监管标准和制度框架，对各地区域性股权交易市场监管进行监督。同时，强化和落实交易场所本身的自律监管职能，建立各种有效管理制度，引导区域性股权交易市场健康有序发展。

二、区域性股权市场发展展望

全国中小企业股份转让系统开始试点运行后，对部分非上市公众公司的融资起到一定的缓解与促进作用，但是那些数量众多的非公众公司仍然面临着融资困境，建立一个高效率的区域性股权交易市场为小微企业提供直接融资平台具有十分重要的现实意义。区域性股权交

易市场虽然尚不成熟，存在诸多问题，但无论是法律层面还是近期证券期货监督管理会议的召开仍带来了积极的信号。立法层面，中国证监会《区域性股权市场监督管理试行办法》有望出台。该办法对区域性股权市场的基本定位、功能作用、监管体制、监管底线、市场规则和支持措施等均做出明确规定，为区域性股权市场的发展提供了立法保障。目前，《证券法》修订草案提请全国人大常委会一审。该修订草案首次从法律层面明确了股票发行注册的申请条件和注册程序，确立股票发行注册的法律制度。此外，《证券法》的修改设专门一章加强投资者保护，使得投资者维护自身权益时有了更加明确的法律依据，有利于保护中小投资者的利益，进一步促进市场公平。随着监管的完善、法律的支持，以及国家相关政策的扶持，会有更多更好的小微企业借助区域性股权交易市场平台进行融资，投资者也会增加投资额，进而增加市场的活跃度，促进区域性股权交易市场的健康发展。

第二章
2015 年中国证券公司柜台市场发展综述

柜台市场是多层次资本市场的重要组成部分，柜台市场业务是境外主流投资银行的重要业务形式和收入来源。为完善我国多层次资本市场体系，拓展证券公司基础功能，提升证券公司服务实体经济能力，根据中国证监会统一部署，中国证券业协会于 2012 年开始组织开展柜台市场业务试点。

经中国证监会批准，中国证券业协会于 2012 年 10 月启动证券公司柜台市场业务试点专业评价工作，先后共有 15 家证券公司于 2014 年前获得该项业务试点资格。2014 年，根据《关于进一步推进证券期货经营机构创新发展意见》（证监发［2014］37 号），中国证券业协会加快推进业务试点组织工作。经中国证监会批准同意，目前共有 42 家证券公司开展该类业务试点。2012 年 12 月 21 日，中国证券业协会发布了《证券公司柜台交易业务范围》，标志着试点工作的正式启动。截至 2015 年末，共有 42 家试点证券公司获得柜台市场试点资格。证券公司柜台市场是指证券公司为与特定交易对手方在集中交易场所之外进行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场所或平台。柜台市场的交易方式主要包括协议交易、报价交易及做市商交易。

第一节　证券公司柜台市场的开展情况

长期来看，证券公司柜台市场交易的品种可以包括股权、债券、证券公司理财、基金等各类金融产品，种类繁多。我国柜台市场还处于发展的初级阶段，其发展需本着私募产品为主、客户需求为本、审慎控制风险、先易后难、循序渐进的原则。2015 年，我国证券公司柜台市场得到稳步发展，制度及系统建设进一步完善，产品种类逐渐丰富、市场规模进一步扩大。

一、开展柜台市场业务试点证券公司数量维持稳定

自 2012 年至 2014 年先后有 4 批共计 42 家证券公司获准开展柜台市场业务试点。2015

年度试点公司数量保持稳定，柜台市场业务稳步推进。已获柜台市场业务试点资格证券公司如表 2 – 1 所示。

表 2 – 1　　已获柜台市场业务试点资格证券公司

	获柜台市场业务试点资格证券公司
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、中金公司、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

二、投资者账户和产品情况

据中证机构间报价系统股份有限公司数据显示，截至 2015 年 12 月底，证券公司柜台市场投资者账户数量 620. 69 万户，其中机构投资者账户 0. 76 万户，个人投资者账户 619. 93 万户。截至 2015 年 12 月底，证券公司柜台市场累计发行7 807 只产品，累计发行金额约 7 836. 29 亿元，其中主要为收益凭证类产品。代销产品累计 1 555 只，代销金额累计 3 693. 24 亿元，其中主要为资管计划、银行理财产品及债券类产品。

三、试点公司制度与系统建设情况

（一）制度建设逐步完善

为规范证券公司柜台交易行为，保护投资者合法权益，防范证券公司风险，中国证券业协会于 2012 年 12 月 21 日发布了《证券公司柜台交易业务规范》。之后，为进一步促进证券公司柜台市场业务规范发展，经中国证监会同意，中国证券业协会于 2014 年 8 月 15 日发布了《证券公司柜台市场管理办法（试行）》（以下简称《管理办法》），明确了柜台市场私募产品的负面清单管理制度，同时建立了柜台市场发行、销售与转让，账户、登记、托管与结算、信息披露等制度。

目前，大部分试点证券公司均按照《管理办法》相关要求，建立了较为完备的业务制度及各项协议，具体包括《柜台市场业务管理办法》、《柜台市场产品管理制度》、《柜台市场业务交易制度》、《柜台市场业务信息披露制度》、《柜台市场业务登记托管结算制度》、《柜台市场业务风险管理办法》、《柜台市场业务合规管理制度》、《柜台市场业务投资者适当性管理指引》、“柜台市场业务风险揭示书”、“柜台交易业务客户协议”、“柜台交易产品上柜协议”、《柜台交易业务系统应急方案》、“柜台交易业务电子签名约定书”、《柜台交易业务资金管理规则》等，为柜台市场业务规范开展奠定了良好基础。

（二）投资者适当性管理逐渐规范

目前，大部分试点公司为规范柜台市场投资者适当性管理，均根据中国证券业协会《证券公司柜台交易业务规范》、《证券公司柜台市场管理办法》、《证券公司投资者适当性制度指引》等自律规则建立了柜台市场投资者管理相关制度，并在投资者准入、合格投资者管理、投资者风险揭示、投资者教育、投资者回访及定期评估等方面做出了相应安排。

在具体业务操作方面，大部分试点公司均建立了一系列较为严格的投资者适当性管理措施及业务流程。对于拟参与柜台交易的投资者，首先要求营业部人员对投资者的身份、财产与收入状况、信用状况、金融知识、投资经验、风险承受能力等情况进行风险承受能力评估。其次，根据风险承受能力将投资者分层为保守型、稳健性、平衡型、进取型等几种类型，将产品分为低、中低、中、中高、高风险等几个等级。最终，将柜台市场产品的风险等级与投资者的风险承受能力进行匹配，并定期进行重新评估，确保将合适的产品卖给合适的投资者。

（三）系统建设稳步推进

目前，部分试点证券公司研究开发了涵盖账户开立、销售交易、撮合成交、登记结算和风险控制等功能的柜台市场信息技术系统体系，包括产品销售系统、报价撮合系统、登记存管系统、产品中心管理系统等。柜台市场信息技术系统保障了柜台市场各项业务的顺利开展，促进了各类产品的发行与交易，实现了信息技术系统支持公司柜台市场初期业务发展的目标。此外，部分尚未建立柜台市场信息系统的证券公司也与报价系统完成了有效对接，以报价系统为公共柜台，实现对上柜产品的清算、登记、估值以及风险控制等功能，并能有效对各类产品的发行与转让进行全流程管理。

四、证券公司柜台市场业务风控管理及内控情况

（一）风控合规体系建设情况

目前，大部分试点公司均建立了以全面风险限额管理为核心的柜台交易业务风险管理体系，设立了事前、事中、事后三道防线，较为有效地防范了各类业务风险。事前风险控制措施包括风险限额管理、业务授权管理、产品风险审核等；事中风险控制措施包括风险监控、风险揭示、风险审核等；事后风险控制措施包括风险报告、风险检查、风险事件处理等。

在隔离墙机制方面，大部分试点公司通过各类基础隔离措施，建立健全柜台交易业务覆盖下不同业务部门或子公司之间的信息隔离，防范利益冲突，实现各业务在人员、系统、办公场所、资金、证券及账户方面的基础隔离。

在应急处理机制方面，大部分试点公司建立了柜台市场业务预警机制，定期进行风险评估，对存在的风险隐患制定整改、监测措施，防止风险事件的发生。另外，大部分公司也制定了较为完善的应急预案，设立了应急预案处理小组，并对网络和信息安全等故障做了相应的准备。

在后续监控检查及问责机制方面，大部分试点公司风控部门通过系统监控、现场检查、人员访谈、业务流程分析等手段，对柜台市场部和相关部门的业务管理和业务执行情况进行检查，定期评估风险控制措施的不足，并提出改进建议。大部分公司合规部门对柜台市场业务进行定期或不定期的合规检查，并依据相关合规与风险管理考核及问责办法，对在检查过程中发现的违法违规行为的相关责任人进行合规问责。

（二）主要风险类型及相应防范控制措施

大部分试点公司柜台市场业务开展过程中面临的主要风险类型及防范控制措施如下：

1. 产品设计风险

该风险指因产品设计周期较长、开发成本过高等使业务发展受到严重影响的风险。主要防范控制措施包括对产品可行性进行论证、建立产品准入标准、加强产品设计保密管理等。

2. 客户服务风险

该风险是指因产品无法满足客户需求、投资管理能力不强、客户服务质量不佳等导致客户流失的风险。主要防范控制措施包括对客户服务实行程序化管理、制定客户服务适当性原则、建立客户投诉受理与反馈机制等。

3. 信用风险

该风险是指因交易对手未能履行约定契约中的义务而造成经济损失的风险，或标的证券发行主体的风险。对于交易对手风险，主要防范控制措施包括建立交易对手池评级及授信制度、客户信用评估制度、保证金管理制度、强行平仓制度等。对于发行主体风险，主要防范控制措施包括建立产品上柜标准、进行定期信息披露及公告等。

4. 市场风险

该风险是指由于资产价格变化引起的未来损失的风险，包括利率风险、汇率风险、价格风险等。主要防范控制措施包括对投资规模及交易限额等控制措施进行定期调整、对业务实行分级授权及分级决策、实行证券池制度及止损制度、建立以净资本为核心的风险监控机制等。

5. 流动性风险

该风险是指因市场成交量不足或缺乏愿意交易的对手，导致公司未能及时以合理价格将资产变现，或无法筹集足够资金偿还到期债务而遭受损失的风险。主要防范控制措施包括建立流动性管理指标体系、建立资产流动性压力测试机制等。

第二节　证券公司柜台市场的主要特点

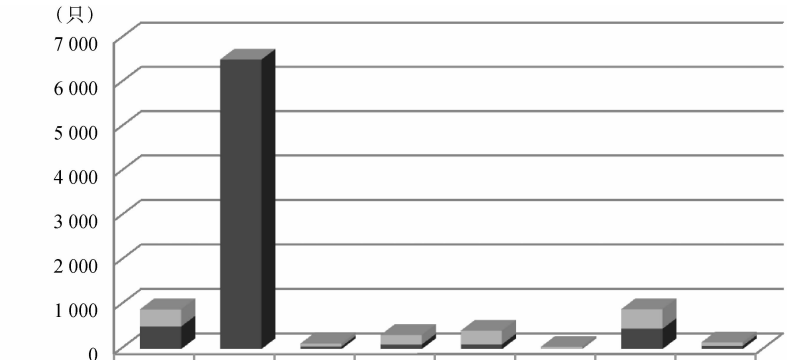
一、证券公司柜台市场的产品特点

证券公司柜台市场的产品以固定收益类产品为主，分为两类：一类是公司自有的私募产

品，以收益凭证、资管产品等为代表；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。

在不断的积极探索中，场外基础金融产品、场外金融衍生产品也具有了一定的规模。证券公司开发的适合柜台交易的衍生产品主要包括：基础权益类挂钩产品、可提前收回的挂钩产品、结构化产品、股票互换类产品及利率类衍生产品。

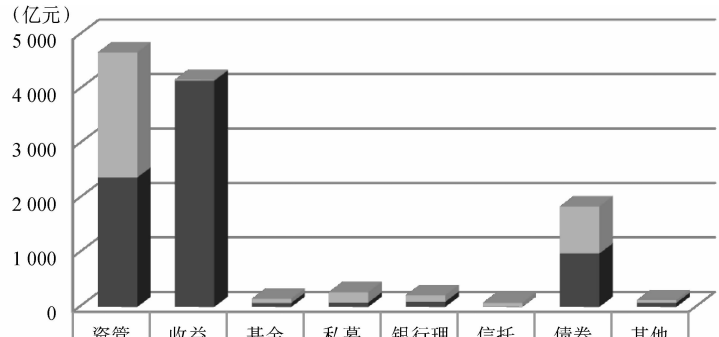
从发行产品情况来看，截至2015年底发行数量最多、金额最大的是收益凭证类产品，其数量占总发行数量的83.5%，金额占总发行金额的53%。从代销产品情况来看，产品主要集中在债券类产品、资管计划、银行理财产品及私募基金，代销数量占比分别为28.4%、25%、19.8%及13.8%，代销金额占比分别为23.5%、62.2%、3.26%及5.22%（见图2-1和图2-2）。



	资管计划	收益凭证	基金专户	私募基金	银行理财产品	信托计划	债券	其他
代销数量	388	3	66	215	309	51	442	81
发行数量	505	6515	56	101	104	1	455	70

图2-1　截至2015年底累计发行/销售产品数量

资料来源：中证机构间报价系统股份有限公司。



	资管计划	收益凭证	基金专户	私募基金	银行理财产品	信托计划	债券	其他
代销金额（亿元）	2 296.60	18.50	77.42	192.79	120.49	71.80	866.14	49.50
发行金额（亿元）	2 376.74	4 154.19	72.75	80.63	94.17	4.00	979.14	74.68

图2-2　截至2015年底累计发行/销售产品金额

资料来源：中证机构间报价系统股份有限公司。

二、证券公司柜台市场客户群体的特点

从成熟资本市场来看，柜台市场的主要参与群体应是机构投资者，而我国情况恰恰相反。从截至 2015 年底柜台市场账户情况看，个人投资者账户数为 619.93 万户，占总账户数的 99.88%，而机构投资者账户数仅为 0.76 万户，占比 0.12%。个人投资者占绝对比重是我国证券公司柜台市场客户群体的一大特点。这是各证券公司产品结构极其相似，同时面临银行理财等产品争夺固收客户导致的。

三、证券公司柜台市场的交易特点

与其他市场相比，证券公司柜台市场主要采用协议交易、报价交易及做市商交易。协议交易主要是交易双方通过协议约定交易的品种、价格、数量的要素，一对一转让。报价交易主要是产品管理人以自有资金和持有的产品证券对产品进行报价委托，投资者按照产品管理人的报价进行交易申报，成交价格以申报价格为准，成交采用时间优先原则。做市商交易是指具备一定实力和信誉的证券经营法人作为特许交易商，按照做市协议持续不断地向投资者报出某些特定证券的买卖价格和数量，并在该价位上接收公众投资者的买卖要求。

第三节　证券公司柜台市场发展面临的主要问题

我国证券公司柜台市场发展尚处于初级阶段，虽然试点公司业务稳定开展，市场产品数量与投资者账户数量增长较快，但各证券公司的柜台市场业务发展不均衡，产品端与参与主体端需双向升级，交易方式有待完善，柜台市场相关体系仍需推进建设。

一、规则体系需要进一步完善

为推动柜台市场业务规范发展，中国证券业协会发布了《管理办法》。该办法对柜台市场的交易、做市、登记结算、资产托管等基础功能均做出了系统安排，为证券公司规范开展柜台市场业务提供了明确指引。《管理办法》虽然明确了证券公司柜台市场业务的负面清单，但在证券公司在开展柜台市场业务创新时对业务的合规性存在顾虑，需要中国证监会进行明确。同时，部分柜台市场创新业务的顺利开展需要中国证监会以部门规章的形式明确相关政策，如柜台做市制度、衍生品的风控指标、登记托管的具体安排等。证券公司柜台市场业务目前仍缺少法律法规层面的依据。

二、交易功能难以有效发挥

根据证券公司自有资金使用相关规定，证券公司无法以自有资金为代销金融产品和资管产品提供报价撮合服务，仅靠客户之间自发的协议转让，难以满足日益增长的客户投融资和财富管理需求。现有法规规定极大程度限制了证券公司做市业务的开展，使得柜台市场流动性匮乏，交易职能难以正常发挥。

三、证券公司内部难以实现有效协同

证券公司开展柜台市场业务，涉及自营、资管、财务、合规风控、经纪、营运、信息技术等各业务线。柜台市场业务流程包括产品创设交易、产品推广销售、业务支持服务和风险合规管理等各个环节。受场内市场业务政策影响，证券公司一般会按照现有的场内模式和监管规定开展业务，不同业务条线分割，客户信息碎片化，难以形成与柜台市场业务开展相匹配的组织架构。证券公司柜台市场业务具有场外业务特征，其非标化、个性化的特点对产品设计、系统支撑、风险控制、业务运作等方面提出了更高的要求，证券公司内部各业务线的协同还需要进一步提高。

四、柜台交易产品类型较为单一

目前，证券公司在柜台市场发行、销售和转让的产品仅为资产管理计划、收益凭证、私募基金、场外金融衍生品等既有产品，证券公司在柜台产品创设方面的能力稍有不足。另外，按照投资者适当性相关要求，私募产品的投资者参与门槛为100万元，使得相关产品的发行规模受到较大限制，各类产品发行规模相对较小。证券公司柜台市场旨在建立一个场外产品交易平台，为客户提供多样化、个性化的各类私募产品。但是，目前证券公司仅将柜台市场作为已有产品的展示和转让平台，相关产品的发行、代销等行为均属于证券公司已有业务范畴，柜台市场创新产品体系需要进一步丰富，证券公司产品设计和客户服务能力有待增强。

五、柜台市场参与主体结构不合理、同业合作有待加强

从成熟市场的发展来看，证券公司柜台市场主要定位于服务机构客户和符合条件的高净值客户，其中机构客户主要开展与利率、汇率、大宗商品相关的衍生品交易，个人客户主要参与收益凭证等结构化产品交易。目前我国证券柜台市场的参与主体结构不合理，参与柜台交易的客户中，0.13%是机构客户，99.87%是个人客户，机构客户主要是证券公司及其子公司，参与主体结构有待优化。基于分属监管部门不同等因素，银行、保险、信托、基金等机构投资者参与证券公司柜台市场交易受到不同程度的限制。同业合作受阻削弱了产品市场的有效性，不利于推动柜台市场发展。