# 专题报告之二：
# 2016 年柜台市场和区域性股权市场发展综述

## 第一章
## 2016 年中国证券公司柜台市场发展综述

我国资本市场不仅包括主板、中小板、创业板、新三板等场内市场，还包括区域股权市场和证券公司柜台市场等场外市场。在 2014 年中国证券业协会发布的《证券公司柜台市场管理办法（试行）》中，定义证券公司柜台市场为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。目前，我国证券公司柜台市场交易的产品主要包括经国家有关部门或其授权机构批准、备案或认可的在集中交易场所之外发行或销售的基础金融产品和金融衍生产品，交易方式主要包括协议交易、报价交易及做市商交易。

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规范》，标志着证券公司柜台市场试点工作正式启动。先后共有 4 批合计 42 家证券公司获准开展柜台市场业务试点。经过 4 年的发展，证券公司柜台市场产品规模稳步增长，监管制度逐渐完善，有望从试点逐步转向常规化。证券公司柜台市场对于完善资本市场结构、振兴实体经济、满足企业与客户的多元化投融资需求都有着十分重要的现实意义。柜台市场的发展也为证券公司提供了新的业务增长点，为证券公司的创新、转型奠定了良好的基础。

# 第一节　证券公司柜台市场的开展情况[①]

2016 年证券公司柜台市场制度及系统进一步优化与完善，产品线进一步丰富，有效释放了证券公司的业务空间，再造及整合了证券公司的基础功能。

## 一、开展柜台市场业务试点证券公司数量维持稳定

2012—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。2016 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见表专 2 – 1。

**表专 2 – 1　　已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 |

## 二、柜台市场产品和投资者账户情况

中证机构间报价系统股份有限公司数据显示，2016 年证券公司柜台市场累计发行 16 277 只产品，累计发行金额约 11 897. 01 亿元。代销产品累计 9 484 只，代销金额累计为 12 842. 61 亿元。截至 2016 年 12 月底存续可转让产品共计 1 084 只。2016 年共计转让产品数量 2 879 只，转让交易金额 337. 71 亿元（见表专 2 – 2、表专 2 – 3、表专 2 – 4、表专 2 – 5）。

**表专 2 – 2　　柜台市场发行、代销产品数量**　　（单位：只）

| 产品类型 | 2015 年 | | 2016 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 发行数量 | 代销数量 | 发行数量 | 代销数量 |
| 资管计划 | 505 | 388 | 800 | 401 |
| 收益凭证 | 6 515 | 3 | 7 679 | 0 |

① 本节所使用数据均来自中证机构间报价系统股份有限公司，采集时间 2017 年 4 月 15 日。

续表

| 产品类型 | 2015 年 | | 2016 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 发行数量 | 代销数量 | 发行数量 | 代销数量 |
| 基金专户 | 56 | 66 | 1 | 96 |
| 私募基金 | 101 | 215 | 0 | 451 |
| 银行理财产品 | 104 | 309 | 0 | 1 274 |
| 信托计划 | 1 | 51 | 0 | 15 |
| 债券 | 455 | 442 | 29 | 2 505 |
| 其他 | 70 | 81 | 7 768 | 4 742 |

注：各年发行、代销数量为该年度 1 月 1 日至 12 月 31 日期间发行、代销的产品数量。

**表专 2－3　　柜台市场发行、代售产品规模**　　（单位：亿元）

| 产品类型 | 2015 年 | | 2016 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 发行规模 | 代销规模 | 发行规模 | 代销规模 |
| 资管计划 | 2 376. 7440 | 2 296. 597 | 3 431. 87 | 939. 30 |
| 收益凭证 | 4 154. 1894 | 18. 5 | 2 315. 96 | 0. 00 |
| 基金专户 | 72. 7520 | 77. 422 | 0. 24 | 72. 77 |
| 私募基金 | 80. 6250 | 192. 794 | 0. 00 | 183. 37 |
| 银行理财产品 | 94. 1700 | 120. 492 | 0. 00 | 278. 20 |
| 信托计划 | 4. 0000 | 71. 798 | 0. 00 | 31. 58 |
| 债券 | 979. 1400 | 866. 14 | 284. 22 | 4 916. 08 |
| 其他 | 74. 6760 | 49. 504 | 5 864. 72 | 6 421. 31 |

注：各年发行、代销数量为该年度 1 月 1 日至 12 月 31 日期间发行、代销的产品规模。

**表专 2－4　　柜台市场可转让产品情况**　　（单位：只）

| 产品类型 | 2015 年 | 2016 年 | 截至 2016 年 12 月 31 日<br>存续可转让产品数量 |
|---|---|---|---|
| 资管计划 | 459 | 485 | 485 |
| 收益凭证 | 1 035 | 531 | 531 |
| 基金专户 | 9 | 0 | 0 |
| 私募基金 | 2 | 68 | 68 |

注：柜台市场可转让产品情况：各年度统计值为各年度 1 月 1 日至 12 月 31 日期间新增可转让产品的数量。

**表专 2－5　　柜台市场产品转让交易情况（数量及金额）**

| 产品类型 | 2015 年 | | 2016 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 转让数量（只） | 转让金额（亿元） | 转让数量（只） | 转让金额（亿元） |
| 资管计划 | 1 397 | 151. 70 | 2 554 | 324. 48 |
| 收益凭证 | 106 | 29. 13 | 288 | 11. 07 |
| 基金专户 | 10 | 1. 24 | 10 | 0. 35 |
| 私募基金 | 2 | 1. 64 | 27 | 1. 81 |

注：（1）转让数量：各年度内实现转让交易的产品数量。

（2）转让金额：各年度内实现转让交易的金额。

2016 年度证券公司柜台市场产品相比 2015 年有较大发展。从发行产品情况来看，2016 年度证券公司柜台市场发行产品数量相比 2015 年增长了 108.49%，发行规模增长了 51.82%。资产管理计划及收益凭证仍是柜台市场的主要产品，但占比明显下降。收益凭证类产品发行数量相比 2015 年度增长 17.87%，但发行规模下降 44.25%。2016 年其他类产品的发行数量及规模已占到整个柜台市场的 50% 左右。其他类产品主要包括：公募基金（在柜台完成申赎的部分）、资产证券化产品、保险理财产品、私募股权等。从代销产品情况来看，2016 年证券公司柜台市场代销产品数量相比 2015 年增长了 509.9%，代销规模增长了 247.73%。除了其他类产品外，银行理财产品和债券类产品的代销数量及规模增长较快，其中银行理财产品代销数量增长 312.3%，代销规模增长 130.89%；债券类产品代销数量增长 466.74%，代销规模增长 467.58%。而资管计划类产品代销数量虽略有增长，但代销规模下降了 59.1%。从产品转让情况来看，2016 年证券公司柜台市场新增可转让产品数量相比 2015 年下降了 27.97%，主要源自可转让收益凭证产品的减少。2016 年转让产品数量相比 2015 年增长 90.03%，转让金额增长 83.83%。资管计划类产品是主要转让标的，2016 年占整个柜台市场产品转让数量的 88.71%。

中证机构间报价系统股份有限公司数据显示，截至 2016 年 12 月底，证券公司柜台市场投资者账户数量 12 703 490 户，相比 2015 年增长 104.67%，其中机构投资者账户 11 779 户，增长 54.64%，个人投资者账户 12 691 711 户，增长 104.73%。从账户数量上来看，机构投资者账户占比从 2015 年的 0.12% 下降到 0.093%（见表专 2－6）。

**表专 2－6　　2015 年、2016 年各年度柜台市场投资者账户开立情况**

| | 2015 年 | | 2016 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 个人 | 机构 | 个人 | 机构 |
| 累计户数 | 6 199 254 | 7 617 | 12 691 711 | 11 779 |
| 新增 | 5 595 794 | 4 112 | 6 885 817 | 4 654 |
| 销户 | 2 001 689 | 116 | 368 922 | 305 |

注：（1）累计户数指截至各年 12 月 31 日存续的账户数。

（2）新增、销户指各年内（1 月 1 日—12 月 31 日）新增和销户的数。

从证券公司柜台市场账户的集中度来看，存续账户集中度较高，排名第 1 位的公司存续账户为 4 546 030 户，占柜台市场账户总数的 35.79%。排名前 3 位的公司存续账户为 10 312 243 户，占柜台市场账户总数的 81.18%。2016 年新增账户数量排名第 1 位的公司新增 1 984 409 户，占 2016 年柜台市场新增账户总数的 28.8%，排名前 3 位的公司新增 5 559 807 户，占新增账户总数的 80.69%（见表专 2－7）。

表专 2－7　　2016 年度柜台市场投资者账户集中度

| 2016 年存续账户数量排名 | 存续账户（户） |
|---|---|
| 排名第 1 位的试点公司 | 4 546 030 |
| 排名前 3 位的试点公司 | 10 312 243 |
| 排名前 5 位的试点公司 | 11 847 112 |
| **2016 年新增账户数量排名** | **新增账户** |
| 排名第 1 位的试点公司 | 1 984 409 |
| 排名前 3 位的试点公司 | 5 559 807 |
| 排名前 5 位的试点公司 | 6 358 058 |

注：（1）2016 年存续账户数量排名：截至 2016 年 12 月 31 日试点公司存续账户规模的排名。

（2）2016 年新增账户数量排名：2016 年 1 月 1 日—12 月 31 日试点公司新开立账户排名。

### 三、试点公司制度与系统建设情况

经过 4 年的发展，证券公司柜台市场业务试点公司除针对产品引入、产品评估、产品销售、后继服务及风险控制等环节建立相对健全的制度流程外，还将自主研发与代销相结合，开发定制化产品。与之对应的 OTC 系统也得到大力开发，打造集证券公司交易、托管结算、支付、融资和投资等基础功能为一体的综合平台。根据业务需要，相关系统功能不断完善。2016 年证券公司柜台市场制度及系统进一步优化与完善，产品线进一步丰富。

## 第二节　证券公司柜台市场存在的主要问题与发展建议

经过 4 年时间，我国证券公司柜台市场试点公司业务稳定开展，柜台市场已经初具规模，柜台系统逐渐完善，监管制度体系逐步确立，但仍存在一些问题。

相比国外成熟市场而言，证券公司柜台市场在我国仍是创新业务，需要处理好创新发展与防范风险的关系。2016 年是证券公司柜台市场监管从严的一年，去杠杆力度明显。中国证监会、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会陆续出台了《私募投资基金信息披露管理办法》、《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》、《私募投资基金募集行为管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》、《关于进一步规范证券基金经营机构参与场外衍生品交易的通知》等规定及管理办法。私募产品目前是柜台市场上最活跃的交易标的，相应监管办法的健全有效遏制了私募市场无序发展的现象，规范了私募基金非法集资、违规募集等乱象。就证券公司而言，在以市场为主导、以提高市场服务能力和效率为目标的同时，证券公司需要强化风险防范，把风险监测、预警和处置贯

穿于柜台市场创新发展全过程，建立完善的引入、销售以及投后管理体系，严防各阶段风险。我国资本市场发展还不完善，我国投资者还不成熟，在发展证券公司柜台市场的同时，需要处理好投资者风险自担与强化投资者保护的关系。证券公司需要加强投资者教育、引导投资者培育理性投资理念，自担风险、自负盈亏，增强风险意识和自我保护能力；严格按照《证券期货投资者适当性管理办法》将柜台市场的产品销售给适合的投资者。与此同时，监管机构须健全投资者特别是中小投资者权益保护制度，保障投资者的知情权、参与权、求偿权和监督权，切实维护投资者合法权益。

证券公司柜台市场的运行已趋于稳定，但我国相关的法律法规尚未明确此类证券市场的法律地位，对证券公司柜台市场的发展缺乏顶层设计和统一规划，缺乏法规性的指导条款。现行《证券法》对市场体系的规定主要立足于交易所市场，缺乏对多层次场外市场的整体设计。证券公司柜台市场交易制度的法律依据不足。虽然中国证监会、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会出台了一系列管理办法与规定，但证券公司在开展柜台市场业务时仍面临法律制度供给不足的困境，相关指导性的制度和法律规则法源效力缺乏基础保障，证券公司在实务操作中面临无法可依的尴尬局面，也给证券公司带来了法律风险。

经过几年的发展，证券公司柜台市场已取得了一定的成绩。柜台市场产品种类逐渐丰富；交易机制逐渐完善，个别证券公司已在柜台市场引入转让、做市等交易机制。但整个柜台市场体系不够完善，各证券公司的柜台市场各自为战，形成一个个的信息孤岛，缺乏互联互通，市场投资者和各证券公司间相互割裂，市场效率低下。此外市场缺乏统一的登记平台，投资者仅能购买自己开户的证券公司的柜台产品，可投资品种有限，投资和流通需求难以得到全面满足。从销售层面来讲，证券公司柜台市场缺乏有效的公共销售平台，证券公司没有渠道将适合的产品通过公共销售平台转让，产品的流通性和流通价值得不到体现。机构间私募产品服务与报价系统的出现，在一定程度上打通了证券公司柜台市场间的壁垒，但证券公司的参与程度还有待提高。报价系统挂牌的产品主要为定向销售，销售群体多已线下确定，还未真正起到公共销售平台的作用。除了同业间的合作外，证券公司可与银行共同参与柜台市场，这将疏通证券和货币市场间的通道，为柜台市场的构建提供信贷支持，共享客户资源，互补业务优势，使银行和证券公司在收益和渠道方面实现双赢。

# 第二章

# 2016 年中国区域性股权市场发展综述

## 第一节　区域性股权市场发展现状

区域性股权市场是主要服务于所在省级行政区域内中小微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微企业政策措施的综合运用平台。区域性股权市场在支持中小微企业多样化融资、对小微科技型企业和创新型新兴企业的培育和孵化、推动中小微企业规范运作、增强金融服务普惠性、助推经济发展转方式、调结构和服务“大众创业、万众创新”战略等方面发挥了积极作用。当前各地方政府出于发展区域经济的需要，在财政补贴、机制建设及人才引进等方面出台了一系列扶持政策，激发了区域性股权市场服务中小微企业的动力及活力。目前各地政府对区域性股权市场的支持政策主要包括：为企业提供挂牌补贴；为企业提供融资贴息；设立政府引导基金对接区域性股权市场的挂牌企业；利用区域性股权市场进行财政资金市场化运作；支持企业通过 IPO 上市等。

### 一、区域性股权市场发展概况

我国企业数量众多，层次差别也较大，不同发展阶段的企业都有融资需求，而长期以来，作为私募性质的区域性股权市场基础薄弱。据统计，截至 2016 年底，全国共有 40 家区域性股权市场（除云南外其他省市均已设立），挂牌企业 1.74 万家，展示企业 5.94 万家，累计为企业实现融资 6 896 亿元。

### 二、区域性股权市场不断规范

2016 年，各地对区域性股权市场的规范发展予以了政策上的支持。宁夏回族自治区在 2 月份发布《关于推进区域性股权市场建设的若干意见》，鼓励区内非上市企业在区域性股权

市场挂牌，开展股权、债权融资和转让；重点支持符合国家、自治区产业政策的创新型企业、高新技术企业进场挂牌，吸引股权投资、创业投资等私募融资，促进科技成果转化和产业化。广西壮族自治区在3月29日发布《进一步促进资本市场健康发展的实施意见》，提出加快区域性股权市场建设步伐。同时提出了具体的目标：力争到2017年实现全区非上市股份制企业股权的集中登记托管，到2020年全区在广西北部湾股权交易所挂牌企业不少于1 000家。9月份，国务院总理李克强在主持召开国务院常务会议时指出，发挥区域性股权市场场所功能，促进创业投资发展。

## 三、区域性股权市场不断强化融资功能

实践中，区域性股权市场基本形成了以企业挂牌展示和融资配套服务为主、交易为辅的业务模式。目前，区域性股权市场的具体运作机制还在探索运行中，但部分市场已经有了很多成功实践，在推动中小微企业的金融服务方面起到了积极作用，为企业融资采取了以下措施：（1）聚集金融资源，为金融创新提供资源基础；（2）不断完善和拓展融资功能，创新推出直接融资产品；（3）推动企业股权质押融资，破解联保联贷风险；（4）推广普惠金融；（5）发挥地方政府协调作用，整合地方资源。

## 四、区域性股权市场推动创新创业

2016年区域性股权市场在推进“大众创业、万众创新”方面发挥了积极作用。2016年初，北京股权交易中心、上海股权交易中心等相继推出“科技创新板”，专门针对科技创业公司，以满足科技创新型企业对资本市场服务的需求。设置一个相对独立的科技创新板，在企业遴选标准、信息披露标准、产品服务体系等方面创新，可以促进科技企业规范治理、便利科技企业多元融资。9月份，武汉股权托管交易中心推出“青年创新创业板”，该板块以青年大学生创业企业和项目为主要服务对象，着力为他们提供孵化培育、规范辅导、挂牌展示、投融资对接等综合金融服务。通过引入资本市场力量，为青年大学生及青年教师初创型、成长型企业和项目提供符合其特点的融资渠道，帮助缓解青年创业融资难题。

## 五、证券公司参与区域性股权市场建设

截至2016年12月底，共有48家证券公司参与了28家区域性股权市场，私募债发行规模达到106.29亿元，累计完成1 457笔股权和债券挂牌（见表专2－8）。

此外，证券公司积极入股区域性股权市场，通过专业优势推动区域性股权市场发展。共有38家（47家次）证券公司入股27家区域性股权市场，出资总额为16.51亿元，其中控股17家，2016年新增1家（浙商证券通过直投子公司控股宁波股权交易中心）。

表专 2－8　　2016 年证券公司参与区域性股权市场建设情况

| 挂牌证券类型 | | 挂牌数量（笔） |
|---|---|---|
| 股权 | 挂牌交易 | 782 |
| | 挂牌展示 | 537 |
| 债券 | 挂牌交易 | 138 |
| 合计 | | 1 457 |

资料来源：中证机构间报价系统，采集时间 2017 年 4 月 15 日。

## 第二节　区域性股权市场特点

目前，区域性股权市场具有以下几个特点：

### 一、总体布局

在总体布局上已经形成了“当地证券公司主导、有限责任公司挂牌制度、一省一市场”的格局。

### 二、准入条件

相比较 A 股市场上市的高门槛，区域性股权市场准入门槛低，凡是依法设立、合法存续、有完善治理结构的企业，不管是股份有限公司还是有限责任公司，均可挂牌和融资。

### 三、组建形式

形成了四种模式：（1）产权交易机构主导模式，如天津股权交易所是由天津产权交易中心主导成立，北京股权交易所由北京产权交易所发起；（2）地方政府主导的事业单位模式，如齐鲁股权交易托管中心由原淄博齐鲁股权交易中心和淄博股权托管中心整合成立；（3）地方国企主导模式，如上海股权托管交易中心源于上海联合产权交易所的股权托管中心，后通过增资扩股由上海国际集团控股；（4）证券公司主导模式，如前海股权交易中心前身是深圳联合产权交易所旗下深圳新产业技术产权交易所，后通过增资扩股，深圳联合产权交易所完全退出，中信证券、国信证券、安信证券共同成为前海股权交易中心主导者。

### 四、经营方式

分为三类：（1）以天津股权交易所为代表的行政主导方式，由产权中心直接参股主导、地方政府直接管理；（2）以前海股权交易中心为代表的“证券公司主导，公司化运作”方式；（3）以厦门两岸股权交易中心为代表的“委托经营”方式。

### 五、挂牌（展示）企业分布

有两种情况：一种是有异地挂牌企业，以天津股权交易所、上海股权托管中心、前海股权交易所为代表，其挂牌企业覆盖全国多个省市；另一种是无异地挂牌企业，仅服务所在行政区域内的企业。

## 第三节　区域性股权市场目前存在的问题

区域性股权市场已成为多层次资本市场体系的“塔基”，但各区域性股权市场目前尚未形成统一的、标准的、成批量的交易产品，总体来说，区域性股权市场存在以下问题：

### 一、各地业务模式与运作标准不清晰

整体上看，区域性股权市场作为中小企业的融资中心以及地方政策及资金综合运用的平台等综合性金融服务平台的功能尚未充分体现，业务体系显得单薄。主要的服务产品及手段还较为有限，目前多限于股权融资、债券融资、股权转让、培训咨询等服务。如何形成一整套契合区域发展需求的市场体系、业务模式及运作标准仍然需要进一步探索。

### 二、股权登记业务法律效力不明

目前，区域性股权市场开展的传统业务大致包括股权登记托管、股权转让、私募股权融资、股权质押贷款、私募债、企业展示等。而非上市公司股权登记托管机构的不明确制约了股权质押融资业务的开展。在现行法律框架下，区域性股权市场股权登记不具有对抗第三方的公示效力，在登记确权环节面临较大的风险。

### 三、未形成统一的资本市场税收政策体系

区域性股权市场未纳入多层次资本市场的税收政策体系，对区域性股权市场挂牌企业、投资者及交易涉及税收等情况，未形成统一的资本市场税收政策。

### 四、缺乏转板及退出机制

成熟市场的经验表明，资本市场的可持续发展，离不开交易资源和交易制度这两大要素，挂牌或上市资源与交易制度又互相关联，关联点就在于转板机制。目前，仅齐鲁股权交易中心形成了与新三板的批量对接机制。在转板方面，沪、深两市也做出了一定努力，试图与区域性股权市场对接，优先锁定优质企业资源。例如上海证券交易所入股了上海、浙江和辽宁股权交易中心；深圳证券交易所参股了武汉、前海、大连和北京股权交易中心。但真正的转板机制尚未形成，唯一途径是先退出区域性股权市场后重新挂牌或上市到更高层次的资本市场。

### 五、缺乏清晰有效的盈利模式

目前区域性股权市场在业务上一方面受到一定的地域限制，另一方面受到登记、转让的确权限制；既要为中小微企业的发展开发综合性的融资及其他服务，又要依靠自身的业务模式开发和创新盈利模式。在服务手段不足、转让不活跃、业务跨区有限制的情况下，各市场主体的生存和发展面临着不小的挑战，大部分股权交易市场主要依靠资本金维持运转。

### 六、人才要求较高，主要靠自主培养

对于区域性股权市场来说，各地基本围绕着中小微企业开展业务。而中国的中小微企业分布于各行各业，其发展状态不同，难以有统一的业务体系及产品来满足他们的需求，这与交易所市场统一提供的交易及盈利模式完全不同。为开发能够真正符合中小企业需求的产品，需要既全方位理解中小企业和资本市场，又了解债券、股权、登记及其他业务的全面人才。这在现有体系内难以寻找，因此目前区域性股权市场主要通过自主培养来积累人才。

## 第四节　区域性股权市场未来发展展望

区域性股权市场扎根于地方，服务于当地的中小微企业，服务面广、普惠性强。规范发