

# 四板市场，先规范再发展

“四板市场家规”的发布，是对区域性股权市场问题的回应与解决，是防范风险之举，对四板市场先规范再发展的意味明显。

文 | 刘纪鹏 曾露露

2017年1月26日，国务院办公厅发布《关于规范发展区域性股权市场的通知》（以下简称《通知》），被业界称为“四板市场家规”。

区域性股权市场就是这个“四板市场”，主要的交易主体是中小微企业。截至2016年底，全国共有40家区域性股权市场（除云南省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，2016年为企业实现融资2871亿元。

四板的历史并不长。2008年，为了解决中小微企业融资难、融资贵问题，全国各省陆续开始设立区域性股权市场。

2012年，中国证监会出台《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）》，首次明确区域性股权市场是多层次资本市场的重要组成部分，是为本省行政区划内中小微企业提供股权、债权转让和融资服务的私募市场，亦是中国多层次资本市场建设中必不可少的部分。

但是由于缺乏顶层设计，区域性股权市场在运行过程中暴露出不少问题，诸如市场定位与新三板重叠、跨区域经营、监管机构不明确、运营机构无序竞争、产品风险大、投资者准入门槛低、信息披露不完善等。

问题的背后就潜藏着风险，而2017年整个金融市场的主基调则是防控风险。“四板市场家规”的发布，是对区域性股权市场问题的回应与解决，是防范风险之举，对四板市场先规范再发展的意味明显。

## 中止混乱局面

应该说，“侨兴债”违约事件将区域性股权市场中私募债存在的问题暴露无遗。

比如交易中心对私募债的信息披露不完善，募集说明书、募集资金使用未进行严格审查；产品大多在互联网金融平台发行，严重违背私募债非公开发行的规定；私募债投资者超过200人限制等。

由于缺乏顶层设计，私募债在区域性股权市场内的发行主体、对象、运行机制以及监管边界等方面都没有明确的定义，各地也是标准不一。有些交易中心声称只负责形式审查，不对产品风险负责；有些交易中心甚至连审查都省了，还帮助企业“暗度陈仓”。这些问题的出现和蔓延不仅严重影响区域性股权市场发挥中小微企业融资渠道的作用，还会影响我国多层次资本市场的建设与发展。

在此背景下，“四板市场家规”发布，从市场定位、运营机构、发行产品限制、经营区域等八个方面有针对性地对区域性股权交易市场予以规范。

在市场定位方面，对区域性股权市场与新三板定位重合引发恶性竞争的问题，《通知》规定，区域性股权市场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，是地方人民政府扶持中小微企业政策措施的综合运用平台，与新三板的“全国中小企业股份转让系统”相区别。

在运营机构方面，为避免一个区域内有多家运营机构产生无序竞争，导致资源浪费、效率低下问

## 多层次资本市场准入门槛

## 主板

公司股本总额不少于3000万元，取消了之前开业时间三年以上、最近三年连续盈利的要求

## 创业板

最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于5000万元

## 新三板

无硬性财务指标要求，具有两年持续经营记录

## 四板

准入门槛无盈利和规模要求

资料来源：根据公开资料整理

题，《通知》规定，一省内只能有一家运营机构，即使有两家以上的，也要整合为一家。运营机构除了负责组织区域性股权市场的活动之外，还对市场参与者进行自律管理，保障市场规范运行。

在产品发行方面，为了规避私募债所带来的违约等风险，《通知》规定，在区域性股权市场发行或转让证券的品种只限于股票、可转换为股票的公司债以及国务院有关部门按程序认可的其他证券，不得违规发行或转让私募债券。与此同时，因为区域性股权市场是私募市场，所以企业不得公开发行证券，不得向不特定对象发行，特定对象发行累计不得超过200人。

从《通知》可以看出，监管层对于区域性股权市场的总体监管思路是以“稳”为主，然后再“稳中求进”。“稳”是健康发展的前提，如果区域性股权市场不断进行金融创新变着花样吸引企业进来，既有悖其设立的初衷，也不利于企业用心经营。

### 打通转板机制

在我国，主板市场主要针对成熟的大型企业；创业板主要培育和推动成长性的中小企业；新三板主要针对非上市企业；而区域性股权市场作为多层次资本市场的“塔基”，主要是为省级区域内的中小微企业提供融资、股权转让等服务。

流动是资本的天性，但目前能够上市交易股权

的企业毕竟还是少数，为了使大量的非上市公司能够进行股权转让，这才出现了新三板、区域性股权市场。虽然《通知》中并没有提到区域性股权市场与其他市场的关系应该如何处理，但显然，没有企业愿意永远待在食物链的底层，形成上下市场间的转板机制是大势所趋。比如区域性股权交易市场转到新三板或者新三板转到创业板、主板，当然反之亦可。如果企业不符合上级市场要求就会被降到下级市场，从主板、创业板到新三板，从新三板到区域性股权交易市场。这样就形成了良好的市场退出机制，投资者也有了资金的退出通道。

所以在未来的发展中，区域性股权市场非但不应该与新三板发生重叠和恶性竞争，还应与新三板开展合作，实现良性互动。“不想上市的企业不是好企业”，经过一系列转板机制的攀爬，最后进入主板、创业板的企业大都是有实力的好企业，所以良好的转板制度也能为主板、创业板提供优质的上市资源。

虽然区域性股权市场形成和发展的时间并不是很长，但却是我国多层次资本市场不可或缺的重要组成部分。它不似主板、创业板那样惹人眼红，却是牵动着万千中小微企业的脉搏。所以要想我国资本市场繁荣昌盛，四板市场这个塔基还是要稳，要规范。□

（作者分别系中国政法大学商学院院长、中国企业改革与发展研究会副会长，中国政法大学研究人员）

区域性股权市场在运行过程中暴露出不少问题，诸如市场定位与新三板重叠、跨区域经营、监管机构不明确、运营机构无序竞争、产品风险大、投资者准入门槛低、信息披露不完善等。