

# 区域性股权交易市场发展之思考

何登录

(梧州学院 广西梧州 543000)

**【摘要】**随着全国中小企业股份转让系统建成,区域性股权交易市场逐渐形成。本文分析了区域性股权交易市场发展中存在的问题,并从业务范围、交易模式、制度建设等方面提出了一些完善思路。

**【关键词】**区域性股权交易市场 信息披露 证券监管

## 一、区域性股权交易市场的发展背景与意义

我国区域性股权交易市场的独立出现始于2008年天津股权交易所的成立,之后全国陆续成立了重庆股份转让中心、上海股权托管交易中心、齐鲁股权托管交易中心等十多家交易场所,但这些交易所的业务开展一直处于尝试阶段。2012年8月,中国证监会发布的《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),对区域性股权交易市场的制度建设、规范管理提出了指导性意见。2012年9月20日,全国中小企业股份转让系统有限责任公司正式成立,2013年全国中小企业股份转让系统开始试点运行后,加快了区域性交易市场的建设步伐,各省、自治区、直辖市依照国家最新的政策法规对区域性股权交易市场的发展进行新的探索。

全国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。因此,建立一个高效率的区域性股权交易市场为中小微企业提供直接融资平台具有十分重要的现实意义。

## 二、区域性股权交易市场发展中存在的问题

**1. 缺乏明确的市场定位。**2013年6月19日,国务院会议决定将全国股份转让系统试点扩大至全国,2013年7月5日,国务院办公厅发布了《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(国办发[2013]67号),进一步明确将全国股份转让系统试点扩大至全国。

2013年8月国务院办公厅发布的《关于金融支持小微企业发展的实施意见》出台八项措施,全力支持小微企业良性发展,加大对小微企业金融服务的政策支持力度。这意味着全国股份转让系统将获得更多优质的挂牌企业资源,造成全国股份转让系统与各区域性股权交易市场展开争夺优质企业的竞争。如果不能明确地界定这两类市

场的关系,不能明确其服务的功能、作用及对象,那么就容易造成市场秩序的混乱。

**2. 对于我国区域性股权交易市场该如何发展,目前还缺乏法律层面的相关规定。**法律法规的缺失和界定不清,使得区域性股权交易市场无法可依、监管困难,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。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,如何对其进行监管等问题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,缺乏统一的标准,这使得地方股权交易市场的发展面临很大的困惑。

**3. 投资者受限,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人以上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会受股东总人数200人上限的限制,若股东逼近了200人的上限,挂牌后自然就没有交易量。进一步而言,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的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。

## 4. 制度缺失。

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,各管理部门则往往从自己的利益出发,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。

二是信息披露不完善。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:①没有相关的法规和处理机构,对违规者惩戒缺乏必要的法律依据,违规成本较低;②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。

三是转板制度尚未形成。在区域性股权交易市场与全国中小企业股份转让系统之间尚未形成升降的互通机制。尽管全国中小企业股份转让系统已运行,但对其与区域性股权交易市场的关系定位并没有明确规定。

### 三、区域性股权交易市场的构建思路

1. 明确区域性股权交易市场的功能定位。对于区域性股权交易市场与全国中小企业股份转让系统这两类市场,该如何区分与定位?笔者认为应该让全国中小企业股份转让系统成为一种较区域性股权交易市场更高层次的市场,定位于创业板与区域性股权交易市场之间的板块。全国中小企业股份转让系统应主要服务于那些有一定的实力,尽管还没达到上市标准,但是通过在该市场挂牌、规范与发展后,有潜力在交易所上市的中小企业。

根据证监会公告[2012]20号,区域性股权交易市场定位应是为区域内的小微企业股份的流通和融资提供服务的场所,主要为这些小微企业解决经营中所需的资金;小微企业在区域股权交易市场发展自己和接受培训,而不是在短期内上市。归纳起来,一是小微企业培育的市场。二是建设与全国性市场对接平台,主要是技术平台、股权托管平台、交易系统。三是适时地将部分优质企业输送到全国中小企业股份转让系统,进行统一监管。如果这些企业在区域性股权市场中发展好了,可以再进入全国中小企业股份转让系统等更高层次的市场,这种定位使企业有一种明确的路径抉择。

区域性股权交易市场限于区域内的小微企业挂牌,面向区域内投资者和区域外的机构投资者。由于小微企业在区域性股权交易市场挂牌门槛要求低,挂牌条件更少,企业存在风险大,这种区域性的限制,一方面是避免风险大范围扩散,另一方面本地投资者对区域内的企业能掌握更多的意会信息,降低因信息不对称所带来的交易风险;再者,可一定程度上避免各区域性交易市场之间的恶性竞争。

为了使各区域内的优质企业能够顺利转板,应由证监会或证券交易所对各区域性股权交易市场在业务模式、交易规则、交易系统、信息披露等方面均实行统一标准。而市场准入条件可由地方政府根据当地经济发展水

平、企业情况而定。

2. 区域性股权交易市场的交易模式。合理的交易制度有利于交易价格的发现,提高市场流动性。由于区域性股权交易市场主要针对的是非公开发行的非公众公司的股份,所以其交易制度的发展方向是,提高市场的流动性,保证市场的稳定,避免“有价无市”的现象。因此,可考虑在区域性股权交易市场中引入做市商制度。在业内人士看来,引入做市商制度将有利于区域性股权交易的流动性和定价。从长远来看,如果需要在区域性股权交易市场上引入做市商制度,那么还需要进一步修改相关法律法规,为做市商承担做市义务创造条件,如修改《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)关于“不得采取集中交易方式进行交易”。

对做市商制度争论的主要问题之一,是如何解决监管做市商这个难题。如果引入纯粹做市商制度,由于做市商享有特殊的地位,因此极有可能发生与个别投资者联手进行内幕交易以及做市商之间联手垄断价格的现象。针对这种情况,可在区域性股权交易市场中引入场外协议定价转让模式作为做市商制度的补充。

设立场外协议定价转让模式:①可对做市商的做市行为进行制约,使得做市商的垄断地位仅限于做市商交易系统,而不是整个交易市场。②允许投融资者(特别是机构投资者)通过协议转让进行挂牌股权的大宗买卖,对做市商做市行为形成一定的约束。③两种交易方式有可能产生两个不同的成交价格,可使得做市商双向报价更为合理。因此,为制衡做市商对市场价格形成的控制权,推进价格发现机制的完善,在区域性股权交易市场建立初期,建议不设立两个价格之间的联动机制。

明确做市商的义务:①持续地提供双边报价,包括价格与数量。②报价符合市场实情,即做市商提出和维持的报价应符合当时的市场实情。③确定合理的价差。④报价须规定与遵循最小价格升降档位等。交易模式如下:



图1 区域性股权交易模式

通过上述分析可知,在我国区域性股权交易市场中配合相应的监管,采用“做市商+场外协议定价转让”模式,是符合我国现实情况的。同时,在明确要求区域性股权交易市场不能开展连续性交易的情况下,可以设置一个较为合理的交易间隔时间。

### 3. 区域性股权交易市场的制度建设。

(1)完善信息披露制度。区域性股权交易市场挂牌企业为中小微企业,它们规模较小、承担成本的能力弱,如

果法律要求其承担过高的信息披露义务,将会给其带来较大的负担,因此不必实施较高的信息披露要求。但为确保市场健康运行,保证投资者的安全,必须有重点地实施管理,明确必要的信息披露制度。①尽快出台区域性股权交易监督管理和信息披露的专门法规,使市场建设更加有规可循、有法可依。②建立规范、系统、科学的信息披露制度,在区域范围内强制有效地执行。③充分发挥地方相关部门在信息收集方面的优势,通过工商、税务等部门严格核实挂牌企业的信息。④重点考察企业运行状况,主要经营者的能力、诚信、自律性及其管理团队构成,对挂牌企业的资产、经营管理状况和重大事项等信息需要重点监管,防止虚假信息误导投资者的情况出现。⑤建立一个多渠道的信息披露制度,包括做市商、保荐人、财务顾问、合格投资人和持股股东等的信息披露,尽可能确保交易者能获得更多的信息,不仅包括公开的数字信息,还有在亲缘、人缘等社会关系中获得的各种意会信息。

(2)转板制度。就我国场外市场的设计来看,根据《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》(中国证券监督管理委员会令第89号),全国中小企业股份转让系统为全国性的场外市场,由证监会负责监管;而区域性股权交易市场由地方政府建设,并没有纳入证监会的监管范围。考虑两类市场服务不同规模、不同成长阶段的企业,采用不同的挂牌标准,应形成一种层次递进、相互补充的升降互动机制。因此,对于在区域性股权交易市场挂牌的企业只能在区域性股权交易市场与全国性市场之间进行挂牌,即:区域性股权交易市场←→全国中小企业股份转让系统。

这种设计的优点在于:一是明确了各市场的发展方向,区域性股权交易市场是为众多区域内中小微企业挂牌交易、培育、推介、扶植的市场;二是避免两类市场间的恶性竞争;三是有利于规范未来上市交易的中小企业,为创业板或主板市场输送更优质的上市企业。全国中小企业股份转让系统是直接由证监会监管的,因此对在这个市场挂牌的企业会给予统一标准的、规范的、与创业板或主板更吻合的监管。

企业要实现转板,还需要具备一定的条件。首先,要对现行《证券法》进行相应的修改,明确对不同市场的转板机制。其次,必须设计一套可操作的直接转板的流程,至少要体现一种激励机制。最后,要协调好证监会、交易所、全国股份转让系统公司、区域性股权交易市场之间的关系,完善相应的制度,以防止和约束相关利益主体的套利行为。

(3)合格投资人制度。现有的一些区域性股权交易市场采取了非常严格的投资者适当性管理规定。这基本杜绝了个人投资者参与交易的可能性及减少了中小投资者

频繁交易,但也使得市场的流动性受到了很大的限制。建立区域性股权交易市场可以扩大中小微企业直接融资比重,要满足这一前提,股权市场必须有适当的流动性,使得投资者之间在公允价格上持续性地达成交易,这样才能通过市场机制去实现资源的高效配置。因此,必须通过合理的制度设计,保障有足够的适当投资者进入区域性股权交易市场,保障有足够的适当的资金追逐挂牌交易的证券,而并非限制投资者。

区域性股权交易市场、挂牌的中小微企业、投资者本身都是区域性的,所以各地要根据自己的实际情况划定相应的合格投资者界限,使合格投资者的设定与其挂牌企业的条件相匹配:①为适应中小微企业多元化特点,可规定适当的最低股数、最低资金数额的限制。②实施更为合理的适当投资者确认标准,放宽自然人投资者参与市场的限制。③强化对投资者的约束和保护。对异常交易账户实施监控并及时报告,限制、暂停直至取消违法违规投资者进入市场交易的资格。另外,将持续风险警示和投资者教育作为交易市场的一项日常工作。④要求参与股权交易市场的投资者为具备一定风险承受能力的合格投资者,明确会员的权利和义务,要求会员严格遵守市场规则,建立会员、投资者诚信档案。⑤强化对券商的约束。通过制度明确券商的相关义务,确定合适的产品推荐给合适的投资者。

(4)监管体系构建。市场监管一方面要保护投资者利益,另一方面要保证证券市场交易的效率。根据发达国家及我国资本市场发展的实践看,主要监管制度有统一法律基础上的交易所监管或行业自律监管、政府监管、保荐人约束等。由于区域性股权交易市场的批准权下放到了省级人民政府,那么区域性股权交易的监管体系可考虑为:以地方政府金融管理部门为直接监管主体,具体监管流程如图2所示:

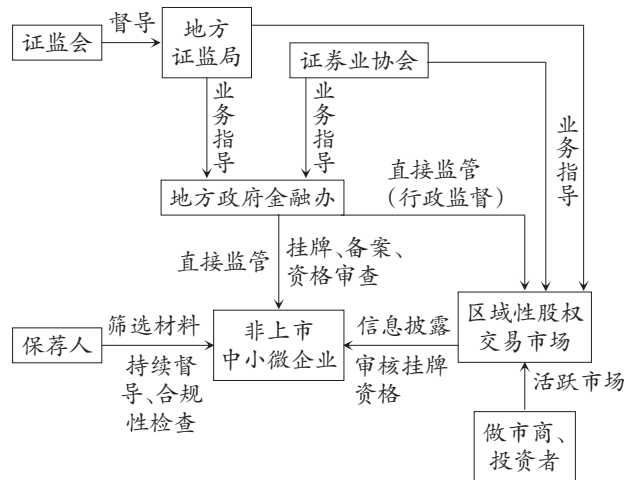


图2 区域性股权交易市场监管流程

# 基于现金流和EVA指标构建 公司财务预警模型

徐凌(博士) 赵程 毛兴丽

(中国石油大学(华东)经济管理学院 青岛 266580)

**【摘要】** 财务危机的出现是一个渐进的过程,科学的财务危机预警系统可以帮助企业在危机来临之前及早发现问题,采取相应措施,进而预防财务危机。本文在传统财务指标的基础上,引入了EVA指标及现金流量指标,构建了基于EVA及现金流量指标的财务危机预警Logistic模型,从而更准确地对财务危机进行预警。

**【关键词】** 财务危机 预警模型 EVA 现金流量

20世纪90年代,我国学者才开始对公司财务危机预警问题进行研究。1996年,周首华等对Z值模型进行了修正,加入了现金流量指标,提出了F分数模型,奠定了我国财务危机预警模型研究的基础。1999年,陈静实证分析了西方财务预警模型对我国企业的适用性。2011年,文兰运用二元Logistic回归法建立模型,在模型中引入公司治理指标,认为引入公司治理指标的财务危机预警模型比未引入公司治理指标的预警模型有更高的预测准确度。

本文选取了40家ST企业及40家与其配对的正常企

业作为样本,在传统财务指标的基础上,引入经济增加值(EVA)和现金流量指标来建立财务危机预警Logistic模型,验证了该模型对企业的财务危机有更高的预测率,最后应用该模型对2013年首次被ST的国旅联合股份有限公司进行财务预警分析。

## 一、EVA及现金流量指标

传统的财务预警系统是建立在权责发生制下净利润基础上的,但是净利润指标存在着缺陷。一方面,净利润只考虑了债权资本成本,并未考虑企业的股权资本成本,

上图中,证券监督机构与证券业协会进行业务指导,保荐人充分履行信息披露、持续督导、合规性检查等责任,区域性股权交易所对挂牌企业实施资格审查并制定相应的规章制度尤其是严格的信息披露制度。由地方政府金融管理部门对区域性股权交易市场进行直接监管,主要考虑以下几个方面的原因:①非上市非公众中小微企业与上市公司相比,数量众多,性质差异大,且公司注册和管理实行的是属地原则,大多数在地方政府的行政管辖范围之内。②相比而言,地方政府对当地挂牌企业有更真实充分的了解,能够对其实行有效监管及有效地防范风险。因此,出于降低监管成本和提高监管效率的考虑,省、自治区、直辖市人民政府负责对区域性市场进行监督管理,是与挂牌的中小微企业的发展现状相符合的。

然而,随着我国区域性股权交易市场的发展,地方政府竞争的现状不可避免,容易导致政府监管放松,所以区域性股权交易市场仅由自律监管和地方政府监管有可能导致金融风险。因此,为了防止地方政府放松对区域性股权交易市场的监管,需要地方证监局根据当地经济运行情况对区域性股权交易市场制定适当的监管标准和制度

框架,对地方政府进行业务指导。中国证监会也应当加强对地方证监局的督导,从而对地方政府的区域性股权交易市场进行有效监督。

**【注】** 本文系广西教育厅科研项目“广西县域金融与新农村建设协调发展研究”、梧州学院科研项目(项目编号:2012C020)的阶段性研究成果。

## 主要参考文献

1. 中国证券监督管理委员会.中国资本市场发展报告.北京:中国金融出版社,2010
2. 高峦,钟冠华.中国场外交易市场发展报告(2011~2012).北京:社会科学文献出版社,2012
3. 乐强毅,张学文.我国未上市公司股权交易市场建设研究.上海:上海财经大学出版社,2008
4. 祝国平.我国场外股票交易市场的发展现状与未来趋势.吉林省教育学院学报,2010;10
5. 马达.我国场外交易市场的发展成因、功能定位及发展趋势分析.全国商情(经济理论研究),2008;10
6. 钟冠华.区域股权交易市场功能与定位.中国科技投资,2007;3