

場外交易推動證券交易自由化

近年來，內地各地方政府為推進股權、產權和商品市場發展，陸續批准設立一些從事股權交易、產權交易、文化藝術品交易和大宗商品中遠期交易等各種類型的交易場所。由於缺乏規範管理，在交易場所的設立和交易活動中違法違規問題日益突出，風險不斷暴露。

各地現有的200多家產權交易中心，很多都已經存在股權交易的業務。2011年11月，國務院要求清理整頓各地各類交易場所。經大半年整頓之後，地方股權交易中心的前景出現轉機。

區域市場試點推動

在深圳「前海金改」和「溫州金改」的背景下，深圳市和浙江省近期啟動了區域性股權交易市場的計劃，並將引入證券公司出資入股；同時，證監會8月下旬發文，首次明確允許證券公司參與區域股權交易市場運營。

與此同時，券商櫃檯交易市場亦可能被允許設立，私募債產品有望率先試點券商櫃檯交易。與監管部門統籌的各種證券交易所相比，區域性股權市場和券商櫃檯

交易市場遵循了更加市場化的途徑，推動了資本市場自由化。

中國證監會希望能夠借此機會規範發展地方的股權交易，使之成為區域性的場外市場，成為內地多層次場外市場一部分。不過，伴隨地方產權交易中心整頓，證監會與地方政府的監管責任劃分不明，以及圍繞區域性場外市場建設主導權的爭奪，使得參與各方均不能清晰地看到地方股權交易中心的前景。而深圳前海和浙江省股權交易中心的設立，被視為區域性股權市場走向規範化、規模化的一種嘗試。

區域性市場試點的核心是市場化運作。如前海股權交易中心將有別於現有的各類會員制產權交易中心、交易所，將採用公司制的思路運營，採用一般公司管治原則進行公司管理。產品和服務都將是市場化運作，淡化地方政府色彩，而不是由政府主導培育。目前作為區域性交易市場，掛牌企業不能夠跨省。但未來通過市場競爭，各家交易所可以整合，區域性交易場所還可能通過聯網方式，將產品輻射全國。

區域市場自由有限

區域性股權交易市場對於企業和投資者的門檻更低，與中關村代辦股份轉讓系統（所謂「新三板」市場）相對應。9月7日，中關村代辦股份轉讓系統迎來八家新的掛牌企業。上海張江、天津濱海、武漢東湖三家高新技術園區成為該系統的擴大範圍。「新三板」市場是在證監會的統一監管之下的全國場外市場。地方股權交易中心是區域性的，各家交易所的制度、規則都有不同。

目前政府對於區域性市場在放寬投資



■深圳前海和浙江股權交易中心的設立，被視為區域性股權市場走向規範化、規模化的一種嘗試。
(互聯網圖片)

主體和上市物件之外，在交易層面則進行了更多的限制。如各地交易市場不得將任何權益拆分為均等份額公開發行；不得採取集中交易方式進行交易；不得將權益按照標準化交易單位持續掛牌交易；權益持有人累計不得超過200人；不得以集中交易方式進行標準化合約交易。

此外，在區域性股權交易市場的建設中，證券公司等市場主體對於地方政府的角色既有期待，又有擔心。一方面，地方政府的參與肯定會帶來相當多的地方資源，這是區域性股權交易市場發展所必需的。但這種情況下，證券公司還能夠掌握多大的主導權將難以估計。

另一方面，在市場交易、資訊披露、企業財務資料真實性的監管能力上，市場主體又希望地方政府更為積極強勢，以保證足夠的政府強制力維護交易公平。

監管部門在規範地方股權交易中心的同時，亦在醞釀允許券商建立以櫃檯交易為基礎的另一種場外市場。券商櫃檯交易的產品多為私募性質，投資人和企業都是券商的客戶，只要在兩者之間做到資訊透明真實即可，並不需要監管層以公募產品的標準進行嚴格的監管。

李元莎為美國麻省大學商學院助理教授
何順文為香港公司管治議會主席

Property Agency Ltd.
CEO 大老闆物業
公司專線電話 2-227939

灣仔
近PP III金鐘地鐵出口
562' + 800'
特大平台
現售7M
有相

鄧小姐：9085 1887
TEL:2850 8778