

我国区域性股权交易市场发展的 现实困境及其路径选择

张亨明 汪天倩 黄修齐¹

【摘要】：近年来，在多层次资本市场的推动下，我国区域性股权交易市场得以快速发展。利用 PEST 模型对我国区域性股权交易市场的发展状况进行分析后发现：我国区域性股权交易市场发展主要存在宏观和微观两个层面的问题。宏观层面的问题主要包括行业监管制度尚不完善、区域性股权交易市场板块划分粗放、转板制度缺失；微观层面的问题主要包括企业挂牌成本相对较高、信息披露不充分、市场交易的流动性差、市场创新能力不足、金融风险较高。推动我国区域性股权交易市场发展，应统一监管制度，分层分特色设板管理，创新设立与不同资本市场对接的双向转板机制，构建企业挂牌业务全服务链，规范企业信息披露制度，加强合格投资者队伍建设，设计有针对性的金融产品，提高投资者金融风险认知水平。

【关键词】：区域性股权交易市场 多层次资本市场体系 场外市场建设

【中图分类号】：F832.51 **【文献标识码】：**A **【文章编号】：**1003-7543(2020)10-0104-10

区域性股权交易市场，俗称“四板市场”，与新三板、创业板、中小板和主板市场一起构成我国多层次资本市场体系。区域性股权交易市场与新三板市场一样，属于场外市场，但区域性股权交易市场主要服务于特定区域内的中小微企业，对中小微企业融资、股权流动、上市孵化具有促进作用，在加强金融创新和支持实体经济发展方面发挥着重要的作用^[1]。2008年9月，我国第一家区域性股权交易市场——天津股权交易所正式挂牌成立，标志着我国区域性股权交易市场的诞生。十多年来，区域性股权交易市场在各省份陆续建立，市场规模和影响力也在不断扩大，全国各区域区域性股权交易市场保持着良好的发展势头。根据《国务院办公厅关于规范发展区域性股权市场的通知》和《区域性股权市场监督管理试行办法》，证监会分别于2018年4月27日、2018年7月27日和2019年7月26日分三批公示了34家全国区域性股权交易市场运营机构的备案名单。截至2020年2月，全国所有区域性股权交易中心共有挂牌企业3万余家，展示企业10万余家，纯托管企业7600余家，累计为企业实现各类融资1万多亿元。其中，融资总数最多的股权交易市场为广州股权交易中心，融资总数达到2031.37亿元。紧随其后的是甘肃股权交易中心、广东股权交易中心和武汉股权托管交易中心，其融资总数分别为1643.26亿元、1131.4亿元、1053.66亿元。从各省份融资总额来看，广东省融资总额独占鳌头，为全国区域性股权交易最活跃的省份，湖北省和甘肃省的融资总额分别位居第二、第三。

区域性股权交易市场的快速发展离不开相关政策的大力支持。2017年1月，国务院办公厅发布《关于规范发展区域性股权市场的通知》，对区域性股权交易市场的定位和发展提出明确要求；2017年7月，《区域性股权市场监督管理试行办法》正式施行，从制度层面对区域性股权交易市场的发展作出安排，统一了业务发展及监管规则；2018年7月，中国证券业协会发布《区域性股权市场自律管理与服务规范（试行）》，对证券公司参与区域性股权交易市场等业务提出明确的指导意见。2019年，证监会发布了《关于规范发展区域性股权市场的指导意见》，对规范发展区域性股权交易市场、防范化解金融风险、保护投资者合法权益等作出了详细的规定。随着各项政策的出台，区域性股权交易市场进入了健康发展的新阶段，在服务实体经济、提高直接

¹**作者简介：**张亨明，安徽省社会科学院区域现代化研究院研究员；汪天倩，湖北大学知行学院讲师，湖北大学商学院博士研究生；黄修齐，上海大学悉尼工商学院研究生。

融资比重、支持中小微企业发展、推动普惠金融发展等方面发挥了重要作用。

本文首先对区域性股权交易市场的发展状况进行剖析，并对其进行深入研究，在此基础上，有针对性地提出未来进一步完善我国区域性股权交易市场发展的对策建议。

一、我国区域性股权交易市场发展的 PEST 分析

为明晰我国区域性股权交易市场发展态势，这里采用 PEST 模型进行具体分析。PEST 分析是针对行业或企业所处的外部宏观环境进行具体分析的一种方法。宏观环境包括一切影响行业或企业发展的宏观因素，根据不同行业、企业自身运行特点的不同，宏观影响因素的分析会有所不同，但一般都涉及政治（Political）、经济（Economic）、社会（Social）和技术（Technological）四个方面。结合分析对象的特点，本文根据 PEST 分析法选取政治法律变量、经济变量、社会变量和技术环境变量。

（一）政治法律环境（P）分析

政治法律环境分析指的是一个国家的政治制度、政府的方针政策、法律法规等相关变量对我国区域性股权交易市场发展的影响。

从相关法律法规及政策制度环境来看，我国区域性股权交易市场近年来发展迅速，在很大程度上得益于相关的政策引导。虽然我国区域性股权交易市场在 2008 年才开始起步，但相关的政策已比较完善，为我国区域性股权交易市场提供了较好的制度环境。

在区域性股权交易市场的功能和性质方面，相关的政策性文件对其作出了较为精准的定位。2012 年 8 月正式印发的《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）》，指出区域性股权交易市场是私募证券市场，其为省级行政区域内的中小微企业提供股权、债券转让和融资服务；2013 年 8 月，国务院办公厅发布《关于金融支持小微企业发展的实施意见》，提出大力支持扩展小微企业的直接融资渠道，促进小微企业实施改制，在四板市场挂牌、定向转让股份和融资；2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，区域性股权交易市场正式被纳入多层次资本市场体系；2015 年 3 月，中央政府工作报告再次强调区域性股权交易市场定位于服务中小微企业；2016 年 10 月，国务院出台《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，肯定了区域性股权交易市场在降低企业杠杆率方面所发挥的重要作用。相关政策明确了区域性股权交易市场是多层次资本市场的重要组成部分，是地方重要的金融基础设施，是促进创新创业和经济转型升级的有力抓手^[2]。

在落实监管责任和防范金融风险方面，相关的政策性文件也作出了较为详细的规定。2011 年 11 月，为防范区域性股权交易市场的金融风险，国务院发布《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》，要求各省级人民政府承担对本地区交易所监管的职责，进一步完善了区域性股权交易市场的管理制度；2017 年 1 月，国务院发布《关于规范发展区域性股权市场的通知》，要求证监会指导、督促各区域设立并整合股权交易市场的运营机构，同时还公示了相关业务的监管规则；2017 年 7 月，《区域性股权市场监督管理试行办法》颁发实施，该办法明确提出由省级人民政府金融管理部门负责区域性股权交易市场的日常监督管理，证监会及其派出机构对地方监督管理部门进行业务指导。

在区域性股权交易市场日常交易制度方面，相关政策性文件对其作出了比较规范的引导。2019 年证监会发布了《关于规范发展区域性股权市场的指导意见》，提出了大力推动区域性股权交易市场规范发展的若干政策意见，主要涉及严格实施分类分层管理、做实做精股权融资业务、平稳开展交易转让业务、规范发展可转债业务、认真做好登记托管业务等方面。

从国务院、证监会等密集出台的相关政策性文件可以看出，我国大力支持区域性股权交易市场的发展，区域性股权交易市场的政策制度环境较为理想。

（二）经济环境（E）分析

经济环境分析指的是国民收入、经济发展水平、企业的投融资环境、消费者偏好等相关变量对我国区域性股权交易市场发展的影响。经济环境分析包括宏观经济环境和微观经济环境两个方面。

在宏观经济环境方面，国民收入的提高刺激了更多的社会投资需求，可为我国区域性股权交易市场的持续发展注入更多资金。近年来，我国经济持续快速发展，国民收入水平不断攀升，国民收入水平的提高刺激了更多的消费和投资需求。在消费市场逐渐饱和的情况下，区域性股权交易市场的出现和发展不仅丰富了资本市场体系，而且为社会公众提供了更多的投资选择^[3]。根据银保监会的统计数据，近十年来，我国高净值人群数量保持快速增长，私人财富市场可投资总量亦保持持续高增长。2019年我国居民可投资资产规模突破 200 万亿元，高净值人群持有的可投资资产规模达到约 70 万亿元。存款和不动产投资是目前高净值人群主要选择的投资方式。随着互联网金融的发展和经济政策的变动，高净值人群的投资理财方式趋于多元化，越来越多的人通过股权投资将资金直接投向中小微企业，以获取企业发展的红利，实现资产的保值增值。区域性股权交易市场的发展为高净值人群提供了更多的投资渠道。

在微观经济环境方面，中小企业、高科技企业的融资需求不断扩大，这为我国区域性股权交易市场的发展奠定了坚实基础。近年来，“一带一路”、扶贫脱困、科技创新、大众创新、万众创业等相关经济政策的提出催生了大量中小微企业和高科技企业，作为我国国民经济重要经济力量的中小微企业，其融资需求特别旺盛^[4]。我国区域性股权交易市场虽然处于发展的起步阶段，但通过近几年的发展，为中小微企业融资作出了重大贡献。以往中小微企业的融资方式主要是通过向商业银行申请贷款或民间借贷，这些方式导致企业存在融资成本高、融资渠道窄等问题。股权交易市场作为服务于中小微企业融资的金融子市场，其作用不容小觑。从融资金额来看，截至 2019 年底，区域性股权交易市场累计为中小微企业实现各类融资 9063 亿元。其中，股权质押融资 3172.05 亿元，债券融资 1993.86 亿元，股权融资 906.3 亿元，其他类型融资 2990.79 亿元（见图 1，下页）。

（三）社会环境（S）分析

社会环境分析指的是社会居民受教育水平、社会习俗、价值观念等变量对我国区域性股权交易市场发展的影响。

就居民受教育水平而言，根据《2019 年全国教育事业发展统计公报》，全国各类高等教育在学总规模为 4002 万人，高等教育毛入学率达到 51.6%，这标志着我国高等教育的发展已经进入普及化阶段，相对于 2010 年 26.5%的毛入学率水平，有了较为显著的提高（见图 2，下页）。相关的实证研究都认为，居民受教育程度和收入水平之间呈现较为明显的正相关，收入水平的提高会进一步刺激人们的投资需求；此外，居民受教育程度的提高带来了文化水平的上升，使得人们对新事物的理解水平和接纳能力不断提高，这对于我国区域性股权交易市场的发展都是利好因素^[5]。

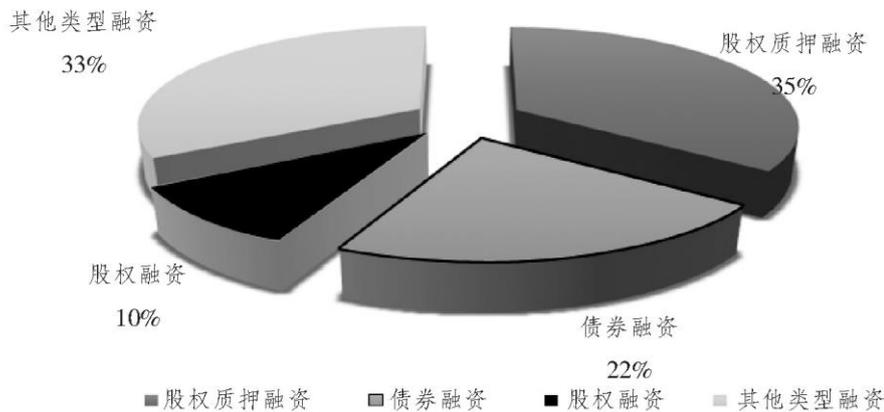


图1 2019年区域性股权交易市场中小微企业各类融资额占比情况

数据来源：证监会官网。

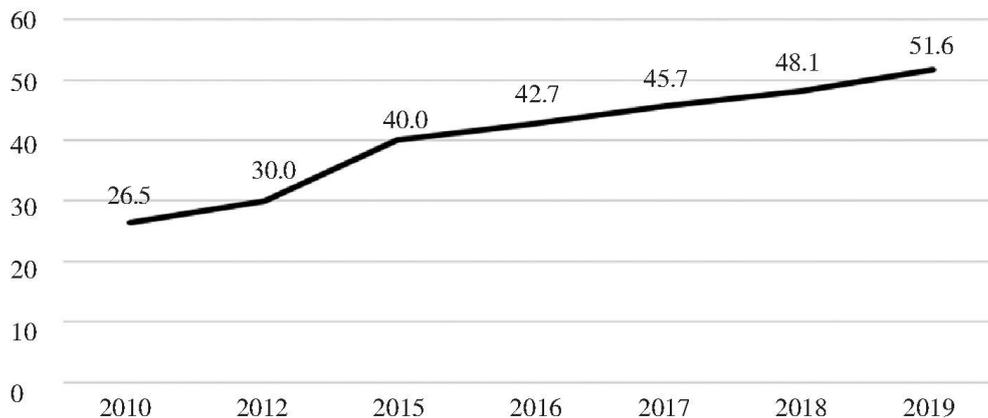


图2 2010—2019年我国高等教育毛入学率变化情况

数据来源：《2019年中国高等教育质量报告》。

就社会习俗和价值观念而言，“一带一路”倡议的持续深入推进为我国和沿线国家之间的“五通”建设夯实了基础，也为我国金融市场对外开放提供了更多的助力。近年来，我国正在加快建设创新型国家，“大众创业、万众创新”掀起了创新创业热潮，随之而来的是中小微企业数量上的明显增长，这为我国区域性股权交易市场的爆发式增长奠定了良好的基础^[6]。根据天眼查发布的《创业报告2020》，全国小微企业数量达到8000万家，数量约占到全国企业总数的70%。2019年，全国新增小微企业数量近1500万家。2017—2019年，每年小微企业新增注册数量都超过1000万家。新注册的小微企业在市场需求和经济效益方面都有显著的提高，表现出强烈的发展需求，迫切需要专业化的培育机构对其进行孵化，以实现规范发展、稳健运营，更好地支持经济的高质量发展。互联网普及和便携移动终端的推广使用也给区域性股权交易市场发展带来了大量的潜在投资者。随着互联网用户数的增加，通过互联网信息技术开展金融活动越来越普遍，人们对各类互联网+金融产品的接受程度逐渐提升，互联

网+金融带来的普惠金融发展也极大地刺激了人们的投资热情，在互联网金融产品投资方面表现出的热情持续高涨。区域性股权交易市场可抓住这样的大好机会，开发服务于中小微企业融资的互联网金融产品，提供给市场投资者选择。

（四）技术环境（T）分析

技术环境分析指的是技术支持、科技信息利用等相关变量对我国区域性股权交易市场发展的影响。

在技术支持方面，区域性股权交易市场是技术创新驱动下的一种新兴金融发展模式。作为一种新型场外交易模式，它以云计算、大数据和区块链等互联网信息技术为基础，运用新型科技构建金融综合服务平台。新兴技术在金融领域的创新应用，催生了智能投顾、大数据征信等诸多金融科技新业态，为区域性股权交易市场的投资者提供了丰富的交易手段^[7]。通过云计算和大数据技术可以整合企业、政府和金融机构等的相关数据，全面掌握中小微企业的真实状况，还可以利用以上技术对互联网金融、电子商务等数据信息进行整合，全面了解创业者、合资者的可靠程度。区块链技术可以使区域性股权交易信息更加公开透明，提高信息的真实性和可信度，也使得股权转让和登记过程中的便捷性和安全性有了更好的保障。大数据、云计算、人工智能、区块链技术在区域性股权交易市场中的运用，一方面可以大大提高市场各方信息沟通效率和企业信息的透明度，另一方面可为市场交易提供技术支撑，提高市场交易的活跃度，促进股权交易产品的创新。

在科技信息利用方面，互联网信息技术、5G 技术、量子通信技术、生物医药技术、新材料技术等科技信息技术呈现爆发式发展态势。新时代科技信息的发展催生了更多的科技型、创新型企业，这成为区域性股权交易市场快速发展的新动力^[8]。但是，高科技企业面临着技术发展的高度不确定性，未来发展可能会有较高的风险，投资者需要具备一定的风险承担能力，这在一定程度上限制了区域性股权交易市场的资金来源和发展空间。

二、我国区域性股权交易市场发展的现实困境

我国区域性股权交易市场发展有一些利好因素，但也应清醒地看到，其发展还存在一些问题与不足，主要包括宏观和微观两个层面。在宏观监管及行业发展制度层面，主要包括行业监管制度尚不完善、区域性股权交易市场板块划分粗放、转板制度缺失；在微观市场交易层面，主要包括企业挂牌成本相对较高、信息披露不充分、市场交易的流动性差、市场创新能力不足、金融风险较高。这些问题的存在，制约了我国区域性股权交易市场的健康发展。

（一）宏观监管及行业发展制度层面的困境

1. 行业监管制度尚不完善

我国区域性股权交易市场主要接受当地政府的管理和监督，根据地方政府制定的相关制度来运行。此外，区域性股权交易市场尚未施行实质性的行业自律管理，各区域各行其是，缺乏全国性的行业标准和行为规范^[9]。挂牌企业在准入条件、市场运作机制设计等方面地区差异较大，部分区域性股权交易市场为吸引更多的非上市企业，竞相降低企业挂牌条件；为了争取更多的地方政府扶持政策，对各类挂牌企业提供各项补贴；此外，各地方性股权交易营运机构由各地方政府管理和监督，有些地方为了提高本地区区域性股权交易市场的竞争力，增强市场的吸引力，放松市场监管，纵容挂牌企业不严格执行已有的信息披露制度，以致出现了盲目竞争、投资者保护不力、挂牌企业良莠不齐和操纵价格诱导投资等无序现象。

2. 区域性股权交易市场板块划分粗放

各地在股权交易市场建设过程中都比较重视中小微企业融资服务需求，但政策承接、规范培育功能比较薄弱。主要表现在：一是产业交易板块划分粗放，区域特色不鲜明，不能与地区产业发展结构紧密结合。二是部分中小微企业在区域性股权交易市

市场挂牌前，没有按照股份制公司要求进行规范治理和改造，经营管理能力不足，企业管理水平不高，不满足挂牌交易的要求^[10]。市场投资者除了要为中小微企业提供发展急需的资本外，还要辅导企业快速成长，向企业注入智力资源，参与企业的经营管理，帮助其达到规范治理的目标。目前大部分区域性股权交易市场投资者都不具备这样的能力，市场营运机构也缺乏这样的辅导能力。三是区域性股权交易市场的培育孵化功能要求政府政策的大力支持和市场多方的积极参与，同时吸引更多的专业人才参与，而现阶段这些条件多不具备。

3. 区域性股权交易市场转板制度缺失

根据全国中小企业股份转让系统的要求，新三板市场上的挂牌企业如果达到主板、中小板、创业板股票的上市条件，可以直接向沪深证券交易所申请上市交易，其与沪深股市之间的转板机制已经实现^[11]。而区域性股权交易市场的挂牌企业如果要到创业板、中小板和主板上市，必须先行退市后，才能申请上市，没有直接的转板 IPO 绿色通道。此外，在区域性股权交易市场中挂牌交易的多为初创企业，一般需要经过 5—7 年的发展才能上市交易，最后也只有极少数企业才能实现成功上市。协议转让退出是区域性股权交易市场的主要退出方式，但由于挂牌企业目前还无法做到完全充分的经营信息披露，其市场价值难以得到有效的评估，投资回报无法准确估计，协议转让过程中愿意接盘的投资者很难找到，这导致区域性股权交易市场退出比较困难^[12]。

（二）微观市场交易层面的困境

1. 企业挂牌成本相对较高

区域性股权交易市场为响应政府号召、满足地区中小微企业的融资需求，一般会积极扩大市场规模。中小微企业自身处于弱势地位，能承担的挂牌费用能力不足，导致市场营运机构的收入捉襟见肘，内部运营机制不太成熟^[13]。区域性股权交易市场企业的挂牌成本高，企业挂牌意愿不强。很多区域性股权交易市场依靠优惠补贴来弥补挂牌成本，如果补贴不足，一些企业就不愿挂牌。据统计数据显示，到股权交易所挂牌的企业占工商登记企业总量的比例不超过 20%。此外，区域性股权交易市场交易机构的收入基本依靠融资服务费、交易手续费和财务顾问费等收入，市场营运机构收入来源单一，盈利模式不清晰。为了快速扩大挂牌企业数量，吸引更多的市场参与者，交易机构基本上采取免费服务或低费服务模式，常常处于收不抵支的状态，只有依靠政府补贴来维持运营。

2. 信息披露不充分

区域性股权交易市场产品具有复杂性和虚拟性，基本采用线上交易方式，加上信息披露制度不健全、监管制度不规范，以致信息不对称问题表现得尤为突出^[14]。此外，长期以来，我国信用文化缺失，信用制度不健全，区域性股权交易市场融资企业尚未纳入中国人民银行的企业征信平台，市场在开展业务时，无法通过征信平台考察企业的往期信用情况，这不利于投资者利益维护。随着挂牌企业数量的巨增和资产交易量的扩大，区域性股权交易市场规模越来越大，加之小微企业信息披露能力较弱，信息披露内容不完整、披露格式不规范，这大大降低了区域性股权交易市场的信誉，削弱了区域性股权交易市场的公信力。

3. 区域性股权交易市场交易的流动性差

受国家监管制度的约束，我国区域性股权交易市场的交易仅仅以股权协议转让方式进行，交易制度比较单一，市场运行股权定价机制尚未完全形成，这导致区域性股权交易市场的挂牌企业数量不多、融资金额较低，各方参与者较少，市场交易清淡，市场流动性较差，机构投资者参与意愿较低^[15]。此外，区域性股权交易市场业务发展只能在某一行政区域内进行，受到地域的限制，除上海、深圳外，其他地区普遍受到人才资源匮乏、运营机构不健全等问题的困扰，以致中小微企业市场参与积极性不高，挂牌企业数量达不到规模，而这又进一步引发了区域性股权交易市场的流动性风险。根据证监会统计数据，截至 2019 年底，34 家区域性股权交易市场共有挂牌股份公司 14052 家（有流通股的有 9695 家），2019 年共交易 1895 笔。其中，16 家区域性股

权交易市场零交易，15家不超过100笔。上述交易集中于291家挂牌公司，余下挂牌公司为零交易。

4. 区域性股权交易市场创新能力不足

目前，各省份区域性股权交易市场为中小微企业提供的融资服务基本以传统的基础融资为主，主要包括股权质押融资、私募可转债、定向增资等。只有较少的股权交易中心在融资产品创新方面有所建树，如上海股权托管交易中心开发了“PE份额交易”“科技贷”等金融产品，齐鲁股权交易中心进行了“优先级股权融资”“可交换债”的试点。区域性股权交易市场作为中小微企业的重要融资渠道，尚未完全适应现代科技的变化，现有的金融服务产品种类较少、创新能力不足。

5. 区域性股权交易市场的金融风险较高

区域性股权交易市场利用互联网信息技术建设金融服务平台，并开展线上交易，为广大投资者提供了极大的便利性，但监管制度的不完善、信息不对称、线上交易的复杂性和虚拟性进一步放大了区域性股权交易市场中可能存在的互联网技术风险。互联网技术的创新应用也带来了一定的安全隐患，一些别有用心者更容易获取挂牌企业的关键信息，增加了挂牌企业在知识产权保护上的难度。此外，投资者风险把控能力的缺失、非理性投资理念、风险认知能力不足等问题的存在，也可能会造成市场价格的巨幅波动和投资损失，引发金融风险，增加群体性事件的发生概率。

三、我国区域性股权交易市场发展的路径选择

我国区域性股权交易市场的发展必须从实际情况出发，对自身的发展目标和发展方向有精准的定位。未来我国区域性股权交易市场的发展应该集中于三个方面：一是充分发挥区域性股权交易市场在培育、规范小微企业发展方面的作用，使其成为小微企业的融资中心。目前，很多小微企业还不是公司制，在组织架构方面还需要规范。小微企业股权融资比较困难，需要从债券融资起步，逐步发展股权融资。区域性股权交易市场可以和商业银行、小贷公司等金融机构联合起来给挂牌企业授信融资。二是将区域性股权交易市场逐渐发展成为扶持小微企业发展的政策性平台。虽然各地区出台了扶持小微企业发展的政策，比如贴息、担保、提供专项扶持资金等，但这些优惠政策没有集中起来。如果把优惠政策集中到区域性股权交易平台上，信息将更加公开透明，交易效率也会更高。三是促使区域性股权交易市场逐渐成为资本市场中介服务的延伸。小微企业需要个性化、专业化的中介服务，进入这个市场的投资者也会有个性化需求，证券公司应该“下基层”，在区域性股权交易市场深耕细作，发展提供专业化服务的小微型证券公司。具体而言，应从如下方面着手。

（一）统一全国各地的监管制度

区域性股权交易市场的建设与发展应由证监会统一规划，制定一套统一的市场规则。地方政府在统一规划的基础上，出台相应的鼓励措施，从政策上支持区域性股权交易市场的发展。同时，要推动区域性股权交易市场实现监管与自律的有机结合，或加入中国证券业协会，或组建专门的行业自律组织，统一业务规则和行业标准。为消除不同地区监管上的差异，未来监管机构应以业务发展规则和行业发展标准为依据，对区域性股权交易市场的交易方式、交易频率、市场区域、股东人数等作出统一规定，打破业务发展的地区限制，联通各地场外市场，消除地区差异。此外，还需要将区域性股权交易市场的交易系统、报价展示系统全面对接证监会信息系统，建立全国信息共享平台，统一挂牌、融资要求，避免个别区域性股权交易市场为吸引客户资源恶性降低入市门槛，规避市场混乱引致的投资风险。

（二）分层分特色设板管理区域性股权交易市场

区域性股权交易市场挂牌企业主要为中小微企业，既包括生产传统产品和服务的一般企业，又包括生产航天卫星等产品的科技企业；既有具有一定规模的成熟性企业，又有处于培育孵化阶段的初创公司。未来，可以考虑将企业按照产业类型、成

长阶段、技术特点和规模大小的不同进行分类，将同类企业归在一起进行设板，达到分层、分板块管理的目的。实施分层、分特色设板管理，有助于投资者更好地识别和判断企业价值。此外，还可以针对不同层级的企业进一步设计出不同的培育方案。对于规模较大的企业，将其视为未来转板对象，按照上市标准进行重点培育，引导其规范运作；对于规模相对较小的企业，可进行孵化，促进其快速成长。特色板块的设置可以根据区域特色设置相应的产业板块，也可以积极响应国家政策设立相应的板块，如“一带一路”板、金融扶贫板，等等。

（三）创新设立与不同资本市场对接的双向转板机制

为实现区域性股权交易市场挂牌企业向高层次资本市场的转移，有必要进一步增强股票交易的流动性，增加公司价值，提高融资效率。区域性股权交易运营机构应加强与沪深股市、新三板交易所的合作，争取证券监管机构的支持，尽快出台四板市场向新三板、创业板、中小板和主板的转板政策和实施办法，将区域性股权交易市场打造成高层次资本市场潜在的优质上市公司资源池。此外，高层次资本市场上市企业因各种原因需要退市，可考虑降板到区域性股权交易市场挂牌交易，以此来降低企业和投资者的交易风险。未来应推动设立与高层次资本市场对接的双向联动机制，特别是与新三板应形成批量转板对接机制，在受理、审核及挂牌方面形成批量协议，做到单独受理、优先审核、提前沟通、集中挂牌，提高效率和服务质量，更好地发掘企业市场价值，实现资本市场的资源配置功能。

（四）构建企业挂牌业务全服务链

目前，企业在区域性股权交易市场挂牌主要涉及挂牌费、律师费、审计费等多种费用，挂牌总成本相对较高，区域性股权交易市场所在省份政府应尽快出台相关政策，降低企业在四板市场的挂牌费用。未来可以考虑采用补贴、奖励等措施，实现企业零费用挂牌，待企业在交易平台中获得孵化培育、成长壮大后，再收取相应的费用，以实现市场交易机构的持续盈利和自我发展。企业挂牌全服务链服务包括登记托管、财税服务、融资服务、转板服务、政策服务、人力资源服务、法律维权服务、企业宣传策划服务，流程比较繁琐。未来在降低企业挂牌准入门槛的同时，还应为企业构建挂牌全服务链，为挂牌企业提供流程化、个性化的专业服务，从而实现企业在品牌、资本、财富等多方面的增值。

（五）规范企业信息披露制度

区域性股权交易市场挂牌企业进行信息披露是为了维护市场交易者的知情权。完善企业的信息披露制度，可以更好地保障投资人利益。根据区域性股权交易市场挂牌企业的发展阶段、规模大小、行业技术的不同，未来可以尝试建立不同层次的信息披露机制，并配合建立中介机构挂牌辅导履行尽职调查机制，确保拟挂牌企业信息的真实性和完整性。此外，还需要进一步加大区域性股权交易市场的信息平台建设力度，充分利用大数据、云计算、区块链、人工智能等新技术构建透明的企业信息展示系统；积极推动各级政府政务信息资源共享平台与区域性股权交易市场的协同发展，推动区域性股权交易市场融资产品发行人信用情况与中国人民银行征信系统联网。

（六）加强合格投资者队伍建设

为解决区域性股权交易市场流动性差的问题，未来可以尝试根据市场发展状况，逐步试点做市商制度。做市商比股权协议转让的流动性更高，较高的市场流动性可以提高企业挂牌的积极性，吸引更多的机构投资者。投资者队伍的建设情况也会影响到区域性股权交易市场的健康发展。未来应该进一步吸引、培育一批高层次、专业化的合格投资者群体，积极引进符合资质要求的机构投资者。机构投资者具有更高的风险承受能力，专业化投资能力更强、投资素养高，能更好地培育孵化小微企业，具有更高的投资稳定性。大力培育、扶持机构投资者，加强合格投资者队伍建设，能够改善区域性股权交易市场的流动性，提高融资效率，促进区域性股权交易市场的健康发展。

（七）设计有针对性的金融产品

区域性股权交易市场挂牌企业基本上为中小微企业，对应的发展阶段分别为成长期、初创期、孵化期，各企业的技术特性也不一样。有的为高科技企业，风险高，可能获得的收益也较大；有的为传统企业，风险较低且收益稳定。不同的企业会呈现多样化的融资需求，成长期的企业适合债务融资，而初创期的企业适合股权融资，孵化期的小微企业适合政策性基金股权融资；高新技术企业开展私募股权融资较好，传统企业适合股权质押融资。目前，区域性股权交易市场融资工具主要包括股权质押融资、私募可转换债券和私募股权融资，还远不能满足中小微企业多样化的融资需求。未来需要创新设计适合中小微企业的金融产品，比如在担保增信方面，可以考虑开发受益权抵押产品，利用互联网、大数据等新技术，将现金流、订单、品牌、信誉等作为信用审批的依据，打造适合中小微企业发展的金融产品。

（八）提高投资者金融风险认知水平

为进一步提高投资者金融风险认知水平，可采取如下措施：第一，通过开展定期或有针对性的投资者教育活动，让投资者对区域性股权投资产品和金融风险有基本的认识，树立正确的投资观。在投资活动开始前，向投资者充分揭示相关的投资风险。第二，进一步加强区域性股权交易市场相关法律法规的宣传，通过传统媒体或新媒体平台对股权市场知识进行宣传报道，增强宣传效果。第三，加强区域性股权交易市场自身的风险辨别能力，建立挂牌企业风险监测识别预警机制，尽早采取预防和处置措施，做好风险防范工作。未来要推动建立信息共享机制，做到市场业务数据、基础信息备案数据的共享，加快监管部门对市场信息的获取速度，提高区域性股权交易市场风险防范和风险化解能力。

参考文献：

- [1]陶永泽. 建设区域资本市场服务地方经济发展[N]. 中国证券报, 2019-06-06(03).
- [2]许维鸿. 支持“四新经济”离不开多层次资本市场制度创新[N]. 中国证券报, 2018-03-28(15).
- [3]朱洪花. 区域股权交易市场中投资者保护的法律问题研究[D]. 乌鲁木齐: 新疆大学, 2019:55-56.
- [4]李军, 常瑛军. 推进河北省区域股权交易市场发展的思考与建议[J]. 经济论坛, 2019(6):13-19.
- [5]吴燕. 甘肃股权交易中心私募可转债风险控制研究[D]. 兰州: 兰州大学, 2019:78-80.
- [6]张习宁, 高文博, 许贤云, 等. 增长、转型与金融支持——基于 25 国面板数据的实证检验与政策分析[J]. 区域金融研究, 2018(8):14-19.
- [7]刘畅. 供给侧结构性改革下中国多层次资本市场发展[J]. 首都经济贸易大学学报, 2017(5):31-34.
- [8]韩志刚. 区域股权交易市场监管[J]. 金融经济, 2017(14):88-89.
- [9]郑文秀, 江衍妙. 基于要素视角的区域股权交易市场建设研究——以浙江为例[J]. 浙江金融, 2016(7):70-75.
- [10]王媛. 资本市场支持中小企业融资的作用机制：直接融资抑或增进信贷[J]. 南方金融, 2016(6):39-46.
- [11]张文龙, 崔慧敏, 沈沛龙. 公司股权挂牌转让融资效率——基于全国区域股权交易市场的分析[J]. 中南财经政法大学学

报, 2015(5):72-77.

[12]侯博, 杨宗威. 区域股权交易市场参与股权众筹平台建设的分析建议——以北京四板市场为例[J]. 银行家, 2015(6): 89-91.

[13]李秉恒. 把握新常态实现新发展[J]. 武汉金融, 2015(2):7-9.

[14]张霄. 国家治理的伦理系统: 概念、功能、构架与运维[J]. 中国治理评论, 2020(1):14-31.

[15]徐汉明. 市域社会治理现代化的路径选择[J]. 中国治理评论, 2020(1):35-55.