

# 我国区域性股权交易市场监管的困境及其破解

杨 疏 影\*

**摘 要:**畅通企业融资渠道是证券法立法的本源性问题,现代国家以满足不同类型的企业融资需求为目的构造多层次资本市场体系。区域性股权交易市场便是多层次资本市场体系中的重要环节。我国区域性股权交易市场的发展历程表明中国式行政权力结构衍生出的“一元化”集中形态导致区域性股权交易市场的监管带有浓厚的政府主导印记。随着区域性股权交易市场的改革进入深水区,政府主导型监管模式已与中小微企业的融资需求产生难以弥合的罅隙。重复博弈语境下的监管俘获与逆向选择引发的道德风险成为制约对区域性股权交易市场实现有效监管的制度藩篱,进而区域性股权交易市场的监管困境渐次显现。区域性股权交易市场监管困境的破解应遵循有序发展的理念,依托“一元化”集中形态的行政权力谱系展开,以明确监管权力配置的适应性为导向,从而实现监管效能的提升。

**关键词:**区域性股权交易市场 政府主导 监管俘获 有效监管 权力配置

## 一、问题的提出

为中小微企业提供多元化的融资渠道是区域性股权交易市场核心的功能定位。自 2019 年以来,我国资本市场的改革日渐兴起,设立科创板、稳步推进股票发行注册制改革、施行新三板分层结构等举措都在丰富多层次资本市场的整体架构。区域性股权交易市场顺势而为,安徽、北京、上海、重庆、浙江等地均设有“专精特新板”,有效地拓展了民间融资渠道。例如,安徽省“专精特新板”已累计挂牌企业 634 户,通过股权质押、银行贷款、定向增资等融资方式已为 257 户挂牌企业实现融资 26.73 亿元,户均融资额 1 040 万元,融资覆盖率近 50%,户均融资额和融资覆盖率位居省级区域性股权交易市场第一位,居全国领先水平。<sup>①</sup>可见,区域性股权交易市场作为多

\* 重庆大学法学院讲师

基金项目:重庆市社科规划办哲学社会科学规划研究博士项目(2019BS102)、国家社会科学基金资助项目(22CFX084)

① 参见汪乔:《去年安徽“专精特新”中小企业逆势增长 实现主营业务收入 6 637.3 亿元》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1700025448241312353&wfr=spider&for=pc>, 2022-05-18。

层次资本市场的塔基,已在功能上凸显其自身的价值。从区域性股权交易市场的演进脉络来看,区域性股权交易市场的发展效果与政府主导型监管模式的推进程度紧密相关。从实践向度检视,中央与地方之间如何厘定监管事权的边界以及如何实现监管目标的渐次统合,影响着区域性股权交易市场升级融资效用目标的实现。

从理论向度考察,学者们针对区域性股权交易市场的监管主要从以下4个方面进行了研究。一是着眼于区域性股权交易市场的监管功能。严密协调的监管体系是维持区域性股权交易市场平稳运行的前提。区域性股权交易市场立足于服务中小微企业,信用性风险与流动性风险较高,需要通过完善监管的方式来进行风险的有效控制。<sup>①</sup> 政府进行统一监管可以提升区域性股权交易市场的融资能力。<sup>②</sup> 二是关注区域性股权交易市场监管的变迁历程。区域性股权交易市场自1993年以来经历3次清理整顿,政府监管介入的程度有所差异,初期常表现为监管缺失,后期又极易演化为矫枉过正。<sup>③</sup> 包括区域性股权交易市场在内的多层次资本市场体系不是长期演化的过程,而是基于国有企业产权改革的时代背景所生成的。国有企业的产权改革是在政府行政权力主导下进行的,故而区域性股权交易市场监管的变迁历程带有浓厚的行政色彩。<sup>④</sup> 三是聚焦区域性股权交易市场的监管模式。区域性股权交易市场布局的分散性衍生出监管的复杂性,自律监管是证券市场的核心功能,亦即其本质属性,可以设立自律性组织来强化管理,在具体模式上宜采取政府监管与自律监管相统合的方式。<sup>⑤</sup> 仍应将区域性股权交易市场纳入中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)统一监管。<sup>⑥</sup> 四是对区域性股权交易市场的监管困境进行剖析。在分别设立、分散监管的场景下,目前区域性股权交易市场在监管上有着整体监管困难、信息披露不充分、中国证监会派出机构与地方政府金融办在分工协调上存在障碍等现实困境。<sup>⑦</sup> 此外,理性监管缺失与非理性政府干预也是制约区域性股权交易市场发展的重要因素。<sup>⑧</sup>

虽然学术界对区域性股权交易市场的监管展开了广泛的讨论,但是宏观层面的概述居多,微观层面的研究较为缺乏。有鉴于此,笔者从剖析区域性股权交易市场监管的困境及其成因入手,立足于中央与地方监管事权的具体措施梳理,进而明晰中央与地方之间监管事权的边界如何划分以及怎样实现中央与地方监管目标的统合,以微观视角审视中央与地方协调的监管权力配置,以期对破解区域性股权交易市场监管的困境有所助益。

① 参见刘伟:《中小企业利用区域股权交易市场的研究》,博士学位论文,苏州大学,2020年,第17页。

② 参见王小鹏、许晓初、许亦红:《刍议我国区域性股权市场融资能力的提升》,《金融理论与实践》2019年第5期。

③ 参见周冰:《央地关系视角下区域性股权市场监管的法治化路径》,《上海金融》2021年第8期。

④ 参见曹和平、孟令余:《中国多层次资本市场创生路径和演化特点浅析》,《经济问题探索》2013年第4期。

⑤ 参见李响玲、周庆丰:《试论我国场外交易市场法律制度的完善》,《证券市场导报》2010年第9期。

⑥ 参见梁培金、王纬鹏:《监管新规下区域性股权市场发展研究——基于PEST分析》,《福建金融》2018年第8期。

⑦ 参见鲁桐:《区域股权市场监管难题》,《中国金融》2015年第6期。

⑧ 参见蒋大兴:《论场外交易市场的场内化——非理性地方竞争对证券交易场所的负影响》,《法学》2013年第6期。

## 二、区域性股权交易市场监管的演进脉络与变革趋势

区域性股权交易市场是制度移植与本土资源结合的产物,从场外市场到场内市场的渐次深化是国外证券市场发展的总体脉络,<sup>①</sup>区域性股权交易市场扮演着国外场外交易市场的角色,在运行中受到中国式行政权力“一元化”形态的影响,导致在区域性股权交易市场监管的演进中一直保留着管制与发展并存的基因序列。<sup>②</sup> 政治传统可以引导资本的趋向性流动,本土化语境的透视与审思可以深刻揭示区域性股权交易市场监管的变革趋势。

### (一)集中式监管向独立式监管的演进

区域性股权交易市场的监管阶段与我国场外交易市场的发展紧密联结。国务院在 2011 年颁布了《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(以下简称《决定》),对区域性股权交易市场初步确立“地方批,地方管”的监管体制。<sup>③</sup> 在此之前,区域性股权交易市场还未被明确作为多层次资本市场的组成部分予以规制。故而,可以《决定》的发布为分水岭,将区域性股权交易市场的监管时期分为集中式监管阶段与独立式监管阶段。

#### 1.1986~2011 年的集中式监管阶段

改革开放以来,我国资本市场以场内柜台交易与场外交易同步发展为主线。场外交易以支持国有企业和乡镇企业股份制改造为主要方向,因此具有地方试验特色,为区域性股权交易市场的发展奠定了基础。自 1986 年起,成都、沈阳、上海等地的柜台交易活动也逐渐兴起,<sup>④</sup>在此促进下,深圳、上海两地的股票交易市场有了长足的发展。1990 年,上海证券交易所与深圳证券交易所相继成立,交易所市场的资本效应渐次扩张至场外交易市场。1992 年至 1993 年间,场外交易市场多表现为自发型零散交易的状态,成都“红庙子”市场是该时期的典型代表,该市场在交易数额、交易人数、交易金额上首屈一指。<sup>⑤</sup> 场外交易市场虽然满足了地方性资本流动的需要,但是也影响到地方政府对其进行管控。直到国务院办公厅在 1994 年 4 月出台文件禁止各地场外交易市场的交易活动,各地场外交易市场才结束了短暂的存在历程。

然而,非上市证券产品的交易需求并不会随着场外交易市场的全面取缔而受到抑制,场外交易市场与地方政府具有紧密的利益联结,所以地方政府希冀促进场外交易市场的发展。但随着 1997 年亚洲金融危机的爆发,国内的金融系统也受到一定程度的影响,由于各地场外交易市场潜藏着一定的风险,因此,国务院办公厅在 1998 年 3 月全面取缔了 18 个省份成立的 41 家股票(股权证)交易场所,这次整顿对场外交易市场的影响是巨大的。<sup>⑥</sup>

亚洲金融危机结束后,在稳定宏观经济的目标指引下,中小企业的发展渐受重视,关注中小

<sup>①</sup> 参见刘道远:《中国证券市场国际化改革的法律困境及其破解——以美国证券法制为镜鉴》,《法商研究》2016 年第 4 期。

<sup>②</sup> 参见刘斌:《公众公司的公司法地位再审视》,《法学杂志》2021 年第 7 期。

<sup>③</sup> 参见周友苏:《证券法新论》,法律出版社 2020 年版,第 434 页。

<sup>④</sup> 参见罗红梅:《场外交易市场的监管:1986~2016 年》,《改革》2016 年第 5 期。

<sup>⑤</sup> 参见周友苏、张杰:《成都市股票自发交易市场的现状及建立合法场外交易市场的建议》,《经济体制改革》1998 年第 6 期。

<sup>⑥</sup> 参见罗红梅:《场外交易市场的监管:1986~2016 年》,《改革》2016 年第 5 期。

企业的融资需求也摆在了地方各级政府的面前,区域性股权交易市场在此背景下纷纷设立。在全国范围内,自2009年以来已经逐渐形成重庆股份转让中心、天津股权交易所、深圳中小企业非公开股权柜台交易市场等比较具有业务特色与服务特点的区域性股权交易市场。<sup>①</sup>

对中小企业在我国宏观经济中重要地位的明晰直接影响着区域性股权交易市场法律规范体系的完善。区域性股权交易市场进而主导了中小企业的股权交易,围绕区域性股权交易市场监管的举措也将不断推出,所以在这一阶段对区域性股权交易市场地位与作用的确切尤为必要,自上而下规范体系的生成在行政权力一元化主导的语境之下是较为妥当的规范表达。

## 2.2011年至今的独立式监管阶段

2011年《决定》明确了区域性股权交易市场的监管权归属地方政府。此后,国务院办公厅、中国证监会又陆续发布《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》与《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)》,进而中国证监会和国务院办公厅在2015年和2017年相继发布规范性文件指导区域性股权交易市场的发展,由此共同构成区域性股权交易市场的监管体系(参见表1)。

表1 区域性股权交易市场监管体系的形成历程

时间	主体	行为	作用
2011年11月	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》	初步确立了“地方批,地方管”的监管体制
2012年7月	国务院办公厅	《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》	各类交易场所原则上不得跨区域设立分支机构
2012年9月	中国证监会	《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)》	首次正式肯定区域性股权交易市场的存在及作用
2015年6月	中国证监会	《区域性股权市场监督管理试行办法(征求意见稿)》	第一次发布针对区域性股权交易市场的规范文件
2017年1月	国务院办公厅	《关于规范发展区域性股权市场的通知》	赋予中国证监会制定监管规则的权力
2017年5月	中国证监会	《区域性股权市场监督管理试行办法》	对监管体系作出了较为详尽的规定

在区域性股权交易市场的监管体系中,《关于规范发展区域性股权市场的通知》(以下简称《通知》)规定的各项活动都应在遵循法律法规和中国证监会制定的业务及监管规则之下进行,实质上明确了区域性股权交易市场制定监管规则的权力属于中国证监会。在《通知》的指引下,《区域性股权市场监督管理试行办法》(以下简称《办法》)对区域性股权交易市场的监管体系作出较为详尽的规定。由上可知,区域性股权交易市场事实上形成中央与地方分工合作监管体系。申言之,省级人民政府负责区域性股权交易市场的日常事务监管,省级人民政府根据上位法以及中国证监会的统一规定制定本区域股权交易市场监督管理的实施细则和操作方法,在通常情况下,区域性股权交易市场的日常事务监管是由省级人民政府委托地方金融监管局进行。中国证监会的主要职责是制定监管规则和指导地方监管工作,也可以直接对区域性股权交易市场在运行过

<sup>①</sup> 参见周友苏、郑钰:《区域股权交易市场建设问题研究——兼论国务院38号文清理整顿交易场所的影响》,《中共四川省委省级机关党校学报》2012年第1期。

程中产生的市场风险进行处置督导与预警提示,以便开展相应的监督与检查工作。中央与地方分工的监管体系安排有利于抑制地方“重发展、轻监管”的内在倾向。各地区内经济的可持续性发展在很大程度上有赖于中小企业的健康有序发展,所以地方政府在总体上都不会采用积极策略去实施监管行为,自律性监管自然成为区域性股权交易市场的主要监管方式。笔者认为,在中央层面对场外交易市场因自发性特点引发的混乱表现出担忧具有必要性,但因噎废食采取“一刀切”的方式并不可取,所以推动区域性股权交易市场合法化十分必要。现有的中央指导与地方落实的处理方式,一方面可以实现中央宏观监管与地方微观监管的统合;另一方面,可以实现监管效果的提升,在满足中央监管策略稳定性的同时提升地方监管策略的灵活性。此外,如何处理发展与管制之间的关系是贯穿于区域性股权交易市场规则体系完善的重要问题,应予关注。

## (二)区域性股权交易市场发展和管制的博弈与融合

区域性股权交易市场曲折演进的历程影响了监管模式的形成,内源型的发展动因与外源型的管制动因共同塑造了区域性股权交易市场的监管现状。

### 1.发展与管制的长期博弈

无论是集中式监管模式还是独立式监管模式都立足于区域性股权交易市场的发展。自改革开放以来,为服务于地方经济,“重发展、轻监管”一直都是区域性股权交易市场成长的主旋律。单一的发展目标设定使地方政府对延缓区域性股权交易市场扩张之势持较为消极的态度,自律性监管便成为区域性股权交易市场监管的重要内容。内源型的发展动因无论何时都将是支撑区域性股权交易市场完善的本源性动力,但没有约束的发展会反噬区域性股权交易市场的稳定因子。在区域性股权交易市场未独立于场外交易市场进行监管之前,发展与管制的长期博弈表现得尤为显著,在一元化的权力话语背景下,中国证监会拥有依法对全国证券市场实行集中统一监督管理的权限,<sup>①</sup>集中式管制的介入阻断了场外交易市场主动性发展的积极态势。数次的清理整顿活动结束了分散在各地的场外交易市场的存在。在管制力度减弱之时,场外交易市场基于地方利益的激励蓬勃发展,管制与发展之间似乎存在一定的紧张关系。成熟的资本市场不能只存在某一种价值导向的理念,发展与管制之间的关系都将在区域性股权交易市场的发展中呈现出渐进性融合的趋势。

### 2.发展与管制的日趋融合

发展与管制之间并不是非此即彼的关系,在区域性股权交易市场演进的历程中,发展与管制之间的关系日趋融合,这是因为市场化、法治化成为经济发展的关键性因素,管制应当规范并促进发展。这意味着经济发展有赖于地方政府积极通过管制手段进行规范与促进,无论是场外市场还是场内市场,交易才是其形成的根本目的。<sup>②</sup> 地方政府面临着最大化提升本地国内生产总值与增加税收的双重目标激励,在行政权力主导的背景之下,无论是场内交易市场还是场外交易市场的发展都无法摆脱管制的影响。针对场外交易市场的数次清理整顿似乎意味着发展与管制是对立的,但随着独立式监管阶段中央与地方之间协调体系的初现,发展与管制之间也日渐融合。具言之:(1)监管权力下沉有利于降低地方发展的制度性成本。独立式监管语境下中央与地方都具备实施管制行为的资格,中央与地方在实施管制行为的制度成本上是有所差异的,囿于中

<sup>①</sup> 参见郑雅方:《论政府介入企业合规管理的风险及其防范》,《法商研究》2021年第3期。

<sup>②</sup> 参见邢会强:《新三板市场的法律适用与“新三板监管法”的制定》,《现代法学》2018年第1期。

央管制向度下反应机制链条的过长与信息整合能力的不足,监管权力的下沉将便于区域性监管资源的整合与效用的提升。简言之,地方政府的监管反应效率更高,信息搜集与获取能力更强,可以针对区域性股权交易市场运行中出现的问题进行快速识别与有效应对。(2)监管目标的统合有利于地方经济的发展。地方政府在推动区域性股权交易市场发展方面具有较强的内部动机。基于激活区域性股权交易市场发展潜力的考虑,中央确立了“地方批,地方管”的监管体制,但是无论是中央监管还是地方监管都无法摆脱政府监管的内核,因此处理发展与管制之间的关系是一个长期的课题。在我国建立与完善社会主义市场经济体制的过程中,政府监管是一个政府不断加强的重要职能。<sup>①</sup>在政府监管逐渐加强的趋势下,发展与管制之间的关系不能简单界定为竞争关系,两者的深度融合将不可避免。总的来说,在发展与管制的日趋融合中应当树立以发展为底色、监管更好地服务于发展的监管理念,明确中央与地方协同治理作为地方金融监管法治建设的理念根基。<sup>②</sup>

### 三、区域性股权交易市场监管的困境及其成因

纵观区域性股权交易市场监管的演进脉络可以看出,区域性股权交易市场的生成与发展都聚焦于中央与地方的监管权力配置,区域性股权交易市场监管的困境总体表现为中央与地方监管事权划分不清和中央与地方监管目标基准差异两个方面,而产生困境的原因则须从政府监管和自律监管两个方面进行分析。

#### (一)区域性股权交易市场监管的困境

##### 1. 中央与地方监管事权的划分不清

区域性股权交易市场中央与地方分工合作的监管体系是建立在《通知》和《办法》共同构成的规范基础之上的,中央监管侧重宏观性指导,涵摄风险预警提示以及处置督导,地方监管侧重微观性实践,涵摄日常监管以及具体实施办法的出台。申言之,《通知》和《办法》在《决定》初步确立“地方批,地方管”的监管体制之上,形成以地方政府监管为主导,中国证监会协调指导为补充的合作监管模式。<sup>③</sup>中央以充分调动地方监管的积极性为前提,同时适度性规范也避免恶性竞争现象的出现。在监管权力下沉的过程中,中央将监管活动的重心由事前规制转向事中与事后协调,通过监管放权意在激活区域性股权交易市场的发展。在“放松管制、加强监管”的金融业发展理念之下,中央与地方之间以监管权力的配置为核心议题。管制的放松是为更好地发挥市场在资源配置上的基础性功效,尽可能减少政府借助公权力对区域性股权交易市场进行直接与过度干预。监管的加强是为了优化政府功效的发挥,在信息不完全与不对称的情形下,市场竞争的效果也不够充分,借助政府“有形之手”减少市场失灵产生的额外成本,最终会使市场运行效率得以提升。区域性股权交易市场监管权力分配后的运行状态将直接决定“放松管制、加强监管”理念的实际功效。

聚焦区域性股权交易市场中央与地方分工合作的监管体系,地方金融监管局负责机构监管

<sup>①</sup> 参见王俊豪:《中国特色政府监管理论体系:需求分析、构建导向与整体框架》,《管理世界》2021年第2期。

<sup>②</sup> 参见冯辉:《地方金融的央地协同治理及其法治路径》,《法学家》2021年第5期。

<sup>③</sup> 参见李安安:《刍议区域性股权市场监管中的央地权力配置》,《银行家》2017年第12期。

与风险处置,中国证监会派出机构负责监督检查与处置督导。总的来说,现行监管规范最大的问题在于地方金融监管局与中国证监会派出机构之间监管事权的划分不清。《办法》笼统地将地方金融监管局的职责概括为负责日常监管,依法查处违法违规行为,组织开展风险防范、处置工作。笔者查阅全国17个地方金融监管局<sup>①</sup>的官网资料,对职责的表述基本一致:负责区域性股权交易市场的监管,配合中央在当地的金融监管机构规范和维护地方金融秩序,防范和化解金融风险。区域性股权交易市场监管体系重在厘清中央与地方分工的边界,边界的厘定才能使中央与地方彼此各司其职,17个地方金融监管局职责表述的如此笼统与《办法》的规定如出一辙。中央反复提及的“坚决守住不发生区域性系统性金融风险”的底线须建立在中央与地方协调机制畅通的基础上,但现有规范不能够明晰区域性股权交易市场中中央与地方协调监管的各自边界,增加了引发区域性系统性金融风险的隐患。

## 2. 中央与地方监管目标的基准差异

中央与地方分工合作监管体系从表面看实现了区域性股权交易市场监管权力下沉的目标,更为有效地统合中央与地方监管的制度性效果,但围绕中央与地方之间监管权力配置的问题不仅表现为中央与地方权力边界划分的不清晰,还表现为中央与地方监管目标存有差异。在中国经济长期高速增长的进程中,“锦标赛体制”与“分权化改革”对地方政府带来强大的经济激励。<sup>②</sup> 地方政府对区域性股权交易市场进行监管的首要目标是发展,发展的目标与地方政府的利益之间存在天然的耦合。《办法》规定,省级人民政府指定地方金融监管局负责日常监管职责。地方金融监管局与当地政府之间会产生天然的依附关系。故而,地方金融监管局自然也会迎合地方政府的发展目标。定位于满足地方性企业的融资需求,在监管进程中发展的影响因素日趋增多,而管制的因素逐渐减少。地方金融监管局不受地方政府约束的可能性与采取独立监管行为的概率都将大打折扣。同时,相较于中国证监会主导监管的场内交易市场而言,地方政府对区域性股权交易市场的监管具有监管链条较短与监管对象较稳定的特点。地方金融监管局与当地企业进行重复博弈的可能性更大,进而导致监管俘获的可能性升高,当地中小微企业的融资行为也将与地方金融监管局基于信息不对称而采取的逆向选择行为发生利益耦合。此外,制度目标的实现有赖于法律责任的保障,针对地方金融监管局的约束与问责机制在《通知》和《办法》中并没有作出相关的规定。

中央反复提及要“坚决守住不发生区域性系统性金融风险”的底线。中国证监会派出机构更倾向通过管制促进监管目标的实现,这是对地方监管修正与调补的功效使然。如此,地方想要发展区域性股权交易市场就会受到中央的掣肘,管制与发展的矛盾也将进一步凸显。

目前全国仅有少数省级地方政府出台了针对区域性股权交易市场监管的规定,但全国现有34家区域性股权交易市场。可以认为,地方政府“重发展,轻监管”的倾向仍然表现得较为显著。此外,虽然《通知》规定中国证监会派出机构对市场规范运作情况进行监督检查,各地区区域性股权市场监督管理“实施细则”也予以认可,但各地“实施细则”都规定了完整的监督检查权。在中国证监会派出机构发现违反区域性股权交易市场相关规定行为的线索后,应当移送省级金融工作

<sup>①</sup> 17个地方金融监督管理局包括的区域:重庆市、江苏省、浙江省、四川省、北京市、上海市、山东省、天津市、福建省、河北省、湖南省、湖北省、江西省、安徽省、河南省、陕西省、山西省。

<sup>②</sup> 参见周黎安:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》2007年第7期。

机构进行处理,并抄送运营机构所在地的金融工作机构。易言之,中国证监会的派出机构除通过信息共享机制了解监管信息外,并无任何关于实际指导与监管的权力落地空间。由此形成地方金融监管局牢牢掌控区域性股权交易市场实际监管权力的事实。同时,笔者在北大法宝法律数据库平台中以“行政处罚”作为选项,以“金融监管局”为全文检索词进行检索,仅发现2件行政处罚裁决书,且都与区域性股权交易市场无关。区域性股权交易市场在生成、运行与发展过程中必然会有不同类型的问题,监管行为的不足由此可见。

## (二)区域性股权交易市场监管困境的成因

区域性股权交易市场监管困境的成因分析可从政府监管与自律监管两个维度入手。

### 1. 政府监管形态中的传统行政文化拘束

无论中央与地方监管权力如何配置,区域性股权交易市场的发展都无法摆脱政府主导监管的印记。虽然经济是促进法律发展的核心要素,但文化可能才是最终影响区域性股权交易市场监管边界的关键,行政权力主导下政府监管的本质是由我国长期以来的历史文化传统所决定的。

我国证券市场经历了从无到有、从小到大的发展过程。1990年,上海证券交易所、深圳证券交易所先后成立,标志着我国证券市场的初步形成。<sup>①</sup>我国证券交易市场是在由计划经济转向市场经济的过程中产生的,这种变革的背后一直是由政府作为主导力量推动的。我国传统社会治理结构存在自上而下的行政管理体制,行政权力一直以来都在社会经济生活中发挥着至关重要的作用。在此政治文化语境中,资本市场的发育不够充分,市场的自发性意识不足,公司的股权结构偏向集中,资本市场的自律性监管淹没于“一元化”形态的政府监管声浪之中。

### 2. 自律监管形态中的内生驱动不足

西方国家的资本市场在长期演进的过程中形成的是以自律监管为主的监管模式,证券业协会通常扮演着场外市场自律监管者的角色。<sup>②</sup>西方国家呈现出以自律监管为主的形态与西方国家市民经济的起源密切相关,公法与私法的分类促进市民经济的发展,自发组织形成的契约体符合平等市民社会发展的架构理念,自发组织内的自律性规范随之产生,由此可通过自下而上的方式实现组织内有序自治的效果,并节约组织运转的内生性成本。自律监管的趋向贴合西方国家“小政府、大社会”的治理模式,社会政治结构与证券市场的自律监管都是文化拘束的产物。由此可见,西方国家自律监管的发展程度和功效水平与其平等市民社会形成的政治话语不无关联。

纵观我国多层次资本市场的自律监管,交易所市场是自律监管的初始实践对象,我国交易所市场的诞生本身就带有强烈的新兴加转轨的市场特征。证券交易所作为自律性的监管组织,并不是自下而上的产物,所以不具有同西方社会文化土壤下自律性监管组织同质的民间性,与之相反,作为自律性的监管组织,证券交易所所有其自身的业务主管单位,处于政府权力的主导控制之下。具言之,证券交易所的生成演进、职能发挥与组织建设都受到政府行政权力的约束与管控,涉及证券交易所的各环节都带有深刻的行政色彩,其自身监管协作的功效当然很难得到发挥。<sup>③</sup>在交易所公司化的变革趋势下,这一发展条件并未产生变化,强烈的政府监管烙印实为区域性股权交易市场自律监管的典型表征。从区域性股权交易市场自律监管的角度看,地方政府对区域

<sup>①</sup> 参见周友苏:《证券法新论》,法律出版社2020年版,第391页。

<sup>②</sup> 参见张红:《走向“精明”的证券监管》,《中国法学》2017年第6期。

<sup>③</sup> 参见李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律监管》,博士学位论文,华东政法大学,2012年,第78页。



性股权交易市场的自律监管行为不会形塑统一、稳定、有序并具有强制力的约束,加之外部市场竞争约束机制的缺乏,合作博弈的约束条件对自律监管显得十分不足。<sup>①</sup>

#### 四、破解区域性股权交易市场监管困境的具体路径

囿于我国长久以来行政权力管制社会经济生活因素的存在,多层次资本市场呈现出自上而下的演进历程,区域性股权交易市场的建立与监管体系的形成都源自政府的行政行为。随着我国社会经济环境的变化,现行的监管体系已经束缚区域性股权交易市场制度功能的发挥,产生了诸多困境,破解区域性股权交易市场监管困境须从以下几个方面着手。

##### (一)完善区域性股权交易市场监管机制的体系构成

完善区域性股权交易市场监管机制的体系构成可分为外部监管竞争机制的形成与内部激励约束机制的确立两个方面。区域性股权交易市场监管的主要职责是由省级政府指定的地方金融监管局承担,中国证监会的派出机构更多发挥指导、协调、监督的辅助性功能。中央与地方分工的监管体制是从纵向维度而言的,但放眼全国范围,这种中央与地方分工的监管体制更会受到横向监管竞争模式的刺激。以不同省级边界为划分依据的区域性股权交易市场并不是完全封闭的,从促进资本跨区域自由流动的长远目标来看,区域性股权交易市场一体化必然是最终的发展趋势,割裂与分离的状态不可能长期存在。只不过一体化的趋势应当是渐进的,考虑各地经济圈一体化的现状应是区域性股权交易市场一体化的关注点。在此背景下,中共中央、国务院印发的《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》提出进行长三角一体化的区域性股权交易市场建设,建设一体化发展的区域性股权交易市场,其发展规模与示范效应将是十分显著的。《通知》和《办法》目前对区域性股权交易市场跨区域经营是有所限制的,原因在于防止区域性股权交易市场发生缺乏有效监管约束下的野蛮生长。以省级为单位形塑的区域性股权交易所引致的中央与地方监管在宏观上构成一个整体,监管的功效将外溢至各区域区域性股权交易市场,全国34个区域性股权交易市场内部也存在着激励的监管竞争态势,正是在全国监管竞争的总体形势下,区域性股权交易市场监管的激励约束机制才呼之欲出。在监管竞争的总体态势下,监管者与市场主体的互动将更为频繁,单一的监管者没有动力去回应被监管者的实际需求,在外部监管的竞争压力之下,如何诱导监管对象在发展区域性股权交易市场的目标下注意风险的预防与化解是十分重要的问题。虽然地方金融监管局在相对封闭的区域内出现监管俘获与逆向选择行为的概率较高,但是不同区域性股权交易市场激烈的监管竞争状态会促进区域性股权交易市场一体化进程中的优胜劣汰,地方金融监管局将会受到外部横向监管竞争的压力,所以对地方金融监管局应当形成长期的激励约束机制。外部横向监管竞争的压力带来行为约束,及时的信息反馈与自我纠正行为将随之产生。而本地区区域性股权交易市场如何在各地群雄逐鹿中崛起,充分的发展激励实为关键。地方金融监管局的激励关键在于促进发展,“法不禁止即自由”可以有效激发各地金融监管局的创造性与积极性。

##### (二)厘清区域性股权交易市场业务发展的范围

<sup>①</sup> 参见罗红梅:《我国场外交易市场自律监管的合作博弈研究》,博士学位论文,天津财经大学,2018年,第62页。

中国证监会在《区域性股权市场监督管理试行办法》的制定过程中,始终将股权融资业务定位为区域性股权交易市场的核心业务,并以构建股权融资为核心的综合金融服务平台为目标。《中华人民共和国证券法》第37条第2款规定:“非公开发行的证券,可以在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所、按照国务院规定设立的区域性股权市场转让。”第98条规定:“按照国务院规定设立的区域性股权市场为非公开发行证券的发行、转让提供场所和设施,具体管理办法由国务院规定。”据此可以明确3点:第一,其他市场私募发行的证券可以在区域性股权交易市场转让;第二,区域性股权交易市场可以发行和转让私募证券;第三,私募证券的范围、发行和转让的方式等内容由国务院另行规定。区域性股权交易市场满足有限责任公司的融资需求而开展的业务范围,依据《办法》第52条“区域性股权市场为其所在省级行政区域内的有限责任公司股权融资或者转让提供服务的,参照适用本办法”的规定并结合有限责任公司股权的特点,可以将有限责任公司股权作为重点,不只限于展示,大力拓展其股权融资和股权转让业务。提供包括增资、转让、优先购买权行使等规范操作服务,吸引更多有限责任公司来挂牌、展示和托管。此外,“具有股权性质证券”是我国证券法新增的规定,通过“其他具有股权性质证券”与区域性股权交易市场进行关联可知,具有股权性质证券包括:股票、可转债、存托凭证、证券投资基金份额,资管产品是否具有股权性质具有不确定性。具体而言:(1)股票与可转债已经纳入区域性股权交易市场的业务范围,尽管关联度大,但发展范围相对确定,拓展空间有限;(2)存托凭证是外国企业在中国发行的证券,当前国内还没有正式发行,即使发行也是在交易所市场,与区域性股权交易市场关系不大;(3)资管产品即使被认定具有股权性质证券,与区域性股权交易市场关联度也不大,因是由银行等金融机构发行的产品,故这些金融机构不太可能将发行、投资和转让上的利益让区域性股权交易市场来分享;(4)在“其他具有股权性质证券”方面,可以为区域性股权交易市场拓展业务空间对象的只有证券投资基金份额,证券投资基金中的公募基金基本为基金公司公开发行和管理,区域性股权交易市场受私募性质的限制,介入的可能性较小。由于私募基金与区域性股权交易市场的业务在性质、服务对象、服务需求上都存在关联和交叉,因此,区域性股权交易市场可考虑以私募股权投资基金为重点服务对象,为其提供融资、投资、转让等“一条龙”服务。

### (三)明确区域性股权交易市场监管事项的类型

从《通知》和《办法》的规定来看,地方金融监管局与中国证监会的派出机构主要是在监管协同、信息共享与人员培训方面进行合作。其中关于信息共享的机制构建是较为完善的,各地的“实施细则”中都明确建立信息交换机制,共享区域性股权交易市场监管的相关数据。人员培训的沟通成本也是较低的,地方金融监管局与中国证监会派出机构合作的关键环节在于监管协同。对区域性股权交易市场监管协同的效果须进行监管事项的划分,笔者建议以“涵摄范围”与“影响程度”作为考量因素。既然存在协同共管的事项,那么与之对应也须设置单独专属的事项。例如,《福建省区域性股权市场监督管理实施细则(试行)》第4条规定,省金融工作机构负责指导督促各市、县(区)金融工作机构按照属地管理原则对本行政区域内区域性股权交易市场实施日常监管,组织开展风险防范、处置工作。易言之,地方金融监管局之间是垂直管理的模式,参考中国证监会派出机构对地方金融监管局的监督管理工作进行预警提示与处置督导,可以沿着这一思路,以“涵摄范围”与“影响程度”为依据,将监管事项划分为协同共管事项与单独专属事项。

如果涵摄范围局限于省属市、县(区)的监管事项一般都属于地方金融监管局的专属事项,那

么地方金融监管局的专属监管范围宜是地方性的、日常化的一般监管事项。而涉及风险聚集性强、扩张性广的区域性股权融资,则应该归为中央与地方协同共管的事项。非区域性股权交易市场所在地市、县(区)的监管事项在一般情况下不易演化成突破金融监管底线的事件,由地方金融监管局负责也符合地方政府负责日常监管的基本要求。需要特别说明的是,如果违法主体是运营机构、运营机构从业人员、其他参与区域性股权交易市场的人员,那么应当由中国证监会派出机构监管并报中国证监会备案。<sup>①</sup>这是因为区域性股权交易市场与地方政府的联系程度更紧密,地方政府发生权力寻租的可能性更大,将区域性股权交易市场相关人员的违法行为由中国证监会派出机构监管处理更具公正性。

#### (四)发挥区域性股权交易市场自律监管的作用

区域性股权交易市场的自律监管可以分为交易场所的自律监管以及证券业协会的自律监管两个部分。虽然中国证券业协会于2018年8月17日发布了《区域性股权市场自律管理与服务规范(试行)》,但是在区域性股权交易市场自律监管的实际运行中,交易场所的自律监管无疑发挥着更大的作用。原因有二:一方面,中国证券业协会接受中国证监会的业务指导和监督管理,并且中国证券业协会的宗旨之一是在国家对证券业实行集中统一监督管理的前提下进行证券业自律管理。同时,中国证券业协会主要的职责安排来自我国证券法、行政法规与中国证监会的有关要求。概言之,中国证券业协会与中国证监会有着千丝万缕的联系,中国证券业协会并不能独立实施自律监管的行为,在协会宗旨与主要职责方面都受到中国证监会的影响。所以,中国证券业协会发布的《区域性股权市场自律管理与服务规范(试行)》中的内容与政府监管的要求并无本质的差别,虽然可能在细微规范安排上存有差别,但是从规则设计的目的来看都具有同质性。另一方面,各交易场所作为区域性股权交易市场的载体,可以将交易场所的自律监管措施与设置的融资门槛规范相结合,如此企业在进入区域性股权交易市场之时就应满足交易场所的基本要求,自律监管措施与融资门槛规范的捆绑性设置可以强化自律性监管的监管强度。交易场所的自律监管本身就具有监管链条短、监管成本低、信息反馈及时等特点,如此可以极大降低制度性监管耗损的产生,加之市场运营机构与参与主体较多,挂牌企业数量庞大,所以强化交易场所的自律性监管地位就十分必要,应避免政府充当市场博弈的主体。<sup>②</sup>由此形成以政府监管为主、以自律监管为辅的监管架构,并在监管活动中凸显交易场所自律监管的不可替代性。

## 五、结 语

区域性股权交易市场监管权力的下沉符合地方政府最大化提升本地国内生产总值与增加税收的目标激励。在区域性股权交易市场监管进程中长期存在发展与管制的动态博弈,自区域性股权交易市场确立“地方批,地方管”的监管体制后,发展与管制日趋出现融合的现象。在我国,

<sup>①</sup> 运营机构违法违规经营或者出现重大风险,严重危害区域性股权市场秩序、损害投资者利益的,由中国证券监督管理委员会派出机构责令停业整顿、更换有关责任人员,并报中国证券监督管理委员会备案。运营机构从业人员或者其他参与区域性股权市场的人员违反法律、行政法规或者区域性股权市场监督管理实施细则规定,情节严重的,中国证券监督管理委员会派出机构可以向中国证券监督管理委员会建议采取证券市场禁入的措施。

<sup>②</sup> 参见郑彧:《证券市场零和博弈与监管有效性的法经济学分析》,《法制与社会发展》2011年第5期。

形成以政府监管为主导的监管格局是行政权力结构“一元化”衍生的结果,存在着本土化语境的自身约束条件。但在中央与地方分工的区域性股权监管体系中,中央与地方监管事权的划分不清、中央与地方监管目标的基准差异成为监管权力配置问题的主要表现,进而成为区域性股权交易市场监管困境的外观呈现。通过完善区域性股权交易市场监管机制的构成、开拓区域性股权交易市场的业务范围、厘清中央与地方分工体制下的各自边界、借助区域性股权交易市场自律监管的角色定位以提升辅助监管的效果,共同实现破解区域性股权交易市场监管困境的目标,从而进一步优化并提升区域性股权交易市场的监管效能。

---

**Abstract:** Unblocking the financing channels of enterprises is the fundamental problem of the legislation and revision of the securities law. Modern countries construct a multi-level capital market system for the purpose of meeting the financing needs of different types of enterprises. The regional equity trading market is an important link in the multi-level capital market system. The evolution of my country's regional equity trading market shows that political traditions can guide the directional flow of capital. The “unified” centralized form derived from the Chinese-style administrative power structure has led to the supervision of regional equity trading markets with a strong government-led imprint. This is in stark contrast to the decentralized capital market structure under Western populist political discourse. As the reform of the regional equity trading market has entered the deep-water area, the government-led regulatory model is limited by the lack of clear connotation of its own words, which has created a gap that is difficult to sew with the financing needs of small, medium and micro enterprises. The moral hazard caused by regulatory capture and adverse selection in the context of repeated games has become an institutional barrier that restricts the effective supervision of the regional equity trading market, and the regulatory dilemma of the regional equity trading market has gradually emerged. The solution to the regulatory dilemma of the regional equity trading market should be rooted in the concept of orderly development, relying on the “unified” centralized form of administrative power pedigree, and oriented by clarifying the adaptability of the allocation of regulatory power, so as to achieve the goal of improving regulatory efficiency.

**Key Words:** regional equity exchange market, governmental orientation, regulatory capture, effective supervision, power allocation

---

责任编辑 翟中鞠