

齐鲁股权每日金融

2017年3月15日

◆ 导航

【政策导向】

- ◆ 证监会：经营机构要把适当性管理的义务和责任牢牢扛在肩上
- ◆ 统一监管箭在弦上 百万亿资管市场将转型谋变
- ◆ 私募“上位法”预计年内初成：资管局部“大一统”待估
- ◆ 吴晓灵带来了证券法、金融监管的哪些干货？

【业务参考】

- ◆ 解决债券违约需有“两只手”
- ◆ 债市监管变局 表内外控杠杆
- ◆ 新三板企业上市未现普遍规律 IPO 通道优于转板“梦想”

【场外交易市场】

- ◆ 中信证券 3 亿出清前海股权交易中心股权接盘者尚不清楚
- ◆ “法定”独立市场地位可期 新三板踏上质变征程
- ◆ 浙江长兴县长兴科技板开板以来以区域股权市场为载体助推中小企业快速转型发展
- ◆ 前海开源基金倪枫：再融资新规极大利好可转债市场

◆ 【政策导向】

◆ 【证监会：经营机构要把适当性管理的义务和责任牢牢扛在肩上】

（人民网）人民网北京3月13日电（吕骞）“经营机构要切实履行适当性匹配义务，搞创新，就要承担相应的适当性义务，就要在风险防范上承担责任。”证监会主席助理黄炜表示，经营机构要把适当性管理的义务和责任牢牢扛在肩上。

黄炜是在3月3日举办的《证券期货投资者适当性管理办法》实施培训会议上作出如上表述的，他还强调，经营机构不能只限于机械执行《办法》的规定，简单对照《办法》列举的情形，还要围绕投资者保护的目标，发挥主观能动性。

据介绍，《办法》一共43条，是一部专业性很强的制度，但归纳起来，《办法》是以证券期货经营机构的适当性义务为主线展开的，主要包括三类：一是以判断投资者风险承受能力为目标的投资者分类义务，二是以判断产品风险等级为目标的产品分级义务，三是以“将适当的产品销售给适当的投资者”为目标的销售匹配义务。

这些义务有三个特点：一是强制性，例如第六条规定的了解投资者信息，第十六条和第十七条规定的产品分级考虑因素，第十八条规定的适当性匹配，第二十一条规定的投资者信息的动态管理，第十九条、二十条、二十三条、二十四条规定的风险告知警示，第二十五条关于录音录像的规定，第二十九条规定的制定内部管理制度，第三十条规定的自查，第三十二条规定的资料保存等等，不一一列举了，都是经营机构“应当”履行的。法律上的“应当”就是“必须”的意思，是强制性要求，不做不行，非做不可，违反了就要承担法律上的责任；

二是持续性，比如第十三条规定要持续跟踪投资者信息变化，及时更新数据库，第二十九条规定要定期汇总分类、分级结果，并对每名投资者提出匹配意见，第三十条规定要定期进行自查等等，所以对经营机构而言，适当性管理要求不是时点性要求，而是时期性要求、持续性要求，不是一劳永逸，在某一个时点做了某一个动作就万事大吉，而是要持续努力，始终确保经营活动符合适当性要求。要采取有效的内部控制措施，及时了解变化的情况，及时进行跟踪评估，该告知的告知，该提醒的提醒，该调整的调整，常态化开展适当性管理工作。

三是开放性，比如在第六条关于了解投资者的信息、第十六和十七条关于产品分级应当考虑的因素、第二十二条关于适当性匹配的底线要求等多项义务要求中都规定了“其他”需要考虑的范围、因素或者标准。这就是说，经营机构不能只限于机械执行《办法》的规定，简单对照《办法》列举的情形，还要围绕投资者保护的目标，发挥主观能动性。千万不能认为“其他”就与公司没有关系了，如果我们在日常监管和稽查执法中发现经营机构有应当做到但没有做到的，即便属于“其他”情形，同样也要采取监管措施或者给予行政处罚。

会议要求证监系统和经营机构进一步统一思想，加深《办法》对于夯实市场运行的微观基础、防范市场风险重要意义的认识，更加积极主动地做好《办法》实施的各项准备工作。《办法》作为我国市场首部专门规范证券期货市场适当性管理的部门规章，完善了适当性管理的制度体系，统一了适当性管理的基本标准，突出强调了经营机构所要承担的投资者分类、产品或服务分级、适当性匹配的义务和责任。落实好《办法》的规定，对于投资者权益保护和资本市场稳定健康发展将产生积极和深远的影响。

会议强调，做好《办法》的贯彻落实，必须抓住三个关键。一是要全面落实工作责任。证券期货监管机构、市场自律组织，特别是证券、基金、期货经营机构都负有《办法》规定的义务，负有相应的工作责任。相关工作机构和经营主体必须切实负起责任、担当有为，把《办法》赋予的工作职责落实好、履行好。二是要牢牢把握工作重点。要突出抓好对现行规则制度的梳理和修改工作，确保规则协调；要抓紧制定自律性质的产品风险等级名录等规则的准备，有效指导经营机构开展适当性管理；要抓紧制定经营机构内部的适当性管理实施制度，建设相应的技术支持系统，并强化风控、监督等工作管理机制。三是加强督促落实。证监会各业务部门、派出机构及各市场自律组织要采取有效措施，制定工作方案，加强督促检查，确保《办法》实施准备工作落到实处。

会议要求，会内相关部门、派出机构、自律组织等系统单位要专门建立健全常态化的《办法》实施日常监管工作机制和安排，适时组织开展专项检查或抽查，对《办法》执行中出现的违法问题绝不手软，发现一起，查处一起，严厉打击违反《办法》规定的行为，用严格的执法督促和保障《办法》的规定和要求落实好、执行好。

黄炜同志在《证券期货投资者适当性管理办法》实施培训会上的讲话全文
经营机构要把适当性管理的义务和责任牢牢扛在肩上

（2017年3月3日）

同志们：

大家好！

去年12月12日，刘士余主席签发主席令，正式发布《证券期货投资者适当性管理办法》（以下简称《办法》），这是中国资本市场首部专门规范适当性管

理的行政规章，是统领市场适当性管理制度的“母法”性质的文件。《办法》的出台，是深入贯彻习近平总书记“加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场”的重要指示精神，落实《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》和《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》要求的重要举措，是我国资本市场投资者保护基础制度建设的重大进步，标志着我国资本市场投资者适当性管理制度体系基本成形，必将对我国投资者尤其是中小投资者的权益保护格局带来积极和深远的影响。

一、《办法》是市场规范和投资者保护的基础性制度规范

当前，按照稳中求进的工作总基调，落实好以稳促进、以进促稳的各项工作要求，我们面临着十分繁重的工作任务。越是工作头绪多、工作要求高，越要充分认识到做好投资者适当性管理工作对于防控金融风险，保护投资者合法权益的重要意义。认真扎实地推进实施好《办法》的各项规定和要求，促进理性经营、规范经营、合规经营，真正把市场主体活动和市场运行的微观基础打牢夯实，坚决守住不发生系统性风险的底线。

投资者适当性管理，是境外成熟市场在长期实践中，根据投资者保护实际问题逐步建立完善起来的一项制度，目前已成为国际资本市场的通行做法和基础原则。虽然国际上对于按照有能力和没有能力保护自己区分不同的投资者，是否存在交易机会不公平的讨论和质疑，但实践中并没有改变对投资者进行适当性管理的原则和做法。根据国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会 2008 年联合发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》的定义，适当性是指“金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。投资者适当性管理，就是通过一系列措施，让“适合的投资者购买恰当的产品”，避免在金融产品销售过程中，将金融产品提供给风险并不匹配的投资群体，导致投资者由于误解而发生较大风险。

适应我国市场投资者结构的突出特点，目前阶段对投资者进行适当性管理，呈现出实践推动的鲜明特点。近几年来，我国资本市场一直在探索投资者适当性管理工作，陆续在创业板、股转系统、基金、金融期货等多个市场和产品领域建

立起投资者适当性制度。《办法》的出台，标志着我国市场有了关于适当性管理的基础性法律规范，可以说，我国资本市场投资者适当性管理制度体系基本确立。

投资者适当性管理制度是资本市场投资者合法权益保护的基础性、中枢性、底线性制度。证券监管的制度体系大的方面上看主要包括这么几个方面，一是以信息披露真实、准确、完整为目标的证券发行制度；二是以平衡公平和效率为目标的交易制度，包括集中交易、禁止交易制度在内的一系列交易制度规则，目的都是在保证交易效率的同时确保实现交易公平；三是以“受人之托，忠人之事”为规制原则和理念的资产管理制度；四是法律责任制度和投资者权益救济制度，包括专门的监管执法制度规范，确保对违反法律义务规定的行为严格追究法律责任，对受到不法侵害的投资者及时给予救济，帮助投资者获得民事赔偿。投资者适当性制度的目标是让合适的投资者购买恰当的产品，依法参与证券市场的发行、交易活动，是连接发行、交易制度的主线和红线，也为投资者权益保护救济提供了基础和条件。所以说，投资者适当性制度打通了整个证券法律制度的各个环节，并将其有机地连接在一起，具有基础性地位、发挥着中枢性作用、是一种底线式要求，从而促进形成投资者保护各项制度的整体合力。

投资者适当性制度对我们来说虽然还是比较新的制度，但这是已经被国际经验证明行之有效的制度，包含独特的制度意义和价值，将对资本市场投资者保护乃至整个行业产生深远影响，重新塑造市场生态。随着时间的推移，相信大家对于投资者适当性管理制度对于资本市场稳定运行和信心维护的重要作用，会有越来越深切的体会。

二、经营机构要把投资者适当性管理的义务和责任牢牢扛在肩上

《办法》一共 43 条，是一部专业性很强的制度，但归纳起来，《办法》是以证券期货经营机构的适当性义务为主线展开的，主要包括三类：一是以判断投资者风险承受能力为目标的投资者分类义务，二是以判断产品风险等级为目标的产品分级义务，三是以“将适当的产品销售给适当的投资者”为目标的销售匹配义务。

这些义务有三个特点：一是强制性，例如第六条规定的了解投资者信息，第十六条和第十七条规定的产品分级考虑因素，第十八条规定的适当性匹配，第二十一条规定的投资者信息的动态管理，第十九条、二十条、二十三条、二十四条

规定的风险告知警示，第二十五条关于录音录像的规定，第二十九条规定的制定内部管理制度，第三十条规定的自查，第三十二条规定的资料保存等等，不一一列举了，都是经营机构“应当”履行的。法律上的“应当”就是“必须”的意思，是强制性要求，不做不行，非做不可，违反了就要承担法律上的责任；二是持续性，比如第十三条规定要持续跟踪投资者信息变化，及时更新数据库，第二十九条规定要定期汇总分类、分级结果，并对每名投资者提出匹配意见，第三十条规定要定期进行自查等等，所以对经营机构而言，适当性管理要求不是时点性要求，而是时期性要求、持续性要求，不是一劳永逸，在某一个时点做了某一个动作就万事大吉，而是要持续努力，始终确保经营活动符合适当性要求。要采取有效的内部控制措施，及时了解变化的情况，及时进行跟踪评估，该告知的告知，该提醒的提醒，该调整的调整，常态化开展适当性管理工作。三是开放性，比如在第六条关于了解投资者的信息、第十六和十七条关于产品分级应当考虑的因素、第二十二条关于适当性匹配的底线要求等多项义务要求中都规定了“其他”需要考虑的范围、因素或者标准。这就是说，经营机构不能只限于机械执行《办法》的规定，简单对照《办法》列举的情形，还要围绕投资者保护的目标，发挥主观能动性。千万不能认为“其他”就与公司没有关系了，如果我们在日常监管和稽查执法中发现经营机构有应当做到但没有做到的，即便属于“其他”情形，同样也要采取监管措施或者给予行政处罚。

义务对应的是责任，违反义务就要承担责任。所以，对于经营机构应当履行的投资者分类、产品分级、适当性匹配、内部管理，以及信息告知、风险警示、留痕、评估、自查、回访等义务，《办法》一一规定了对应的罚则，每一项都可以采取监管措施或者进行行政处罚。另外，《办法》还有一个关键的条款，规定“经营机构与普通投资者发生纠纷的，经营机构应当提供相关资料，证明其已向投资者履行相应义务”，这也在一定意义上强化了经营机构履行适当性义务的要求。另外我想强调，产品的风险特别是创新产品的风险是可能随着实践发展而发生变化的，所以经营机构要切实履行适当性匹配义务，你要去搞创新，你要去实现利润增长，你就要承担相应的适当性义务，就要在风险防范上承担责任，你就要确保任何经营活动都要依法合规，这不仅是法律对我们经营机构的义务要求，

也是我们经营机构的道义责任、社会责任，这个道理大家一定要清楚，要在经营活动中始终牢记，真正做到把投资者适当性管理的义务和责任牢牢扛在肩上。

三、严格落实工作责任，认真抓好适当性办法的实施准备工作

会内相关部门要做好现行部门规章、规范性文件与《办法》的衔接。要按照“谁主管谁负责”的原则，组织全面清理、修改、补充、完善与《办法》不一致的内容，不光要负责自己起草的规定，还要负责主管的业务条线的规则，各部门7月1日之前必须要完成这项工作，坚决杜绝规则冲突。一些涉及市场深层次体制机制改革的规定，总体修订要有一个过程，但要确保解决好现行规定与《办法》的衔接协调问题，不能出现规则打架的现象。

各交易场所和行业协会及其他承担自律管理职责的系统单位，要对照《办法》，对各单位自己的自律规则和业务规则中投资者适当性管理相关的规定进行修改、补充、整合、完善。同时，还要按时制定完成《办法》要求的产品风险等级名录、操作性规范等相关自律规则。这里我还要强调一点，《办法》规定，自律组织制定的产品风险等级名录只是供经营机构参考的，经营机构要负起产品分级的主体责任，不能完全依赖自律组织。同时，要认真帮助市场经营机构做好《办法》实施的培训等支持服务工作，及时研究解决好工作中提出的实际问题。

各经营机构要切实将《办法》各项要求落到实处。要主动对照《办法》的要求，对公司内部的适当性相关制度、风控、流程等各个工作环节和相关规则进行修订完善，在人员配备和技术系统方面做好准备，加强对投资者信息的了解、分类和持续追踪，设计科学合理的客户与产品的分级匹配管理系统，将风险管理的理念引入适当性管理，以更积极的态度和有效的措施落实适当性管理要求，确保7月1日《办法》正式实施时，把法律规定的要求真正落到实处。

法律实施的权威要靠严格的执行。会内相关部门、派出机构、自律组织等系统单位都要按照各自的监管职责，各司其职。会内部门要组织做好各自业务条线上的《办法》执行监督工作，派出机构要切实落实辖区监管责任，采取有效措施检查督促经营机构做好准备，并在《办法》实施后通过专项检查、随机抽查等方式，对经营机构进行督促，发现问题要采取果断措施，自律组织也要履行好适当性管理的自律监管职责。《办法》从7月1日起就要正式实施，下半年适当的时候要组织开展适当性专项检查。并根据检查情况适时开展专门的稽查行动。经营

机构要有守法合规意识，希望不要成为适当性执法中的“首批”或“首例”违法违规典型。

会内业务部门、各派出机构要主动与稽查局和处罚委加强工作协调和沟通，发现《办法》执法中存在的违法线索要及时组织研判，符合立案条件的，坚决立案稽查，严格依法处罚，认真贯彻依法全面从严监管要求，坚决把适当性管理办法的规定和要求落实好、执行好。

◆【统一监管箭在弦上 百万亿资管市场将转型谋变】

（证券时报）今年全国两会期间，大资管产品统一监管的政策已经得到监管层确认。作为资管领域去杠杆、防风险、消除监管套利和服务实体经济的重大举措，大资管统一监管政策也引发与会代表委员的密切关注。

多位两会代表委员认为，大资管统一监管政策将对百万亿元资管市场产生冲击，资管产品或将开启去通道化进程，主动管理能力将成为资管机构未来核心竞争力。

银行理财规模

或受较大冲击

中国证券投资基金业协会公示的数据显示，截至2016年12月31日，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约51.79万亿元。除此之外，据普益标准测算，2016年末，银行理财存续规模将超过30万亿元；而信托资管总规模则在20万亿元左右；保险资管规模约为15万亿元。由此看来，我国2016年末的资管产品规模合计超过百万亿元。

从市场流传出的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“资管新规”）来看，资产管理业务定向为表外业务，金融机构不得开展表内资产管理业务。资产管理产品不得投资其他资产管理产品，但FOF（基金中的基金）、MOM（管理人的管理人基金）、单层委外除外。

这意味着，银行保本理财将不再作为资产管理业务，转为资产负债业务，而银行理财资金不得投资其他资管产品，将对银行理财的资产配置造成较大约束。

经济界的一位全国政协委员认为，资管新规会造成银行理财规模收缩。目前来看，银行理财产品投资信托、公募基金或券商资管产品是很常见的，不允许FOF或MOM之外的资管产品投资资管产品，对银行理财的影响很大。

但全国政协委员、原招商银行行长马蔚华认为，通过统一监管和制度规范，会促进银行理财更加健康发展。由于银行理财规模巨大，而且与老百姓密切相关，要高度重视防范风险。

在马蔚华看来，过去的监管和分散管理模式，以及资管机构推出的非标准化产品，会造成一些风险积累，统一标准后便于资管产品的监管，也有利于防范市场风险。“统一监管大资管产品特别重要的意义在于，如果用标准产品，将来才有市场进行转让，促进产品流动性，这样也更有利于化解资管产品风险。”马蔚华称。

逾八成券商资管业务

将受影响

谈及对券商资管业务的影响，上述经济界政协委员认为，券商资管和信托短期都会受到挤压，通道业务（银行借通道进行表外资产转移、开展类信贷业务等）影响最大，券商资管还有主动投资集合理财，但信托证券投资类产品少，利润影响较大。

该政协委员认为，从券商资管业务来看，券商资管的集合理财等主动管理业务影响比较小。而有些主动管理规模较低但管理总规模高的，大部分都是通道业务，这些券商资管受到的影响最为明显。

根据中国证券投资基金业协会公示的数据显示，截至 2016 年底，证券公司资产管理业务中，2.48 万只资管产品合计资产规模为 17.58 万亿元，其中定向资管计划资产（一般定向是通道业务）规模为 14.69 万亿元，通道占比高达 83.56%。

从资管规模靠前的证券公司来看，通道业务的占比也居高不下。截至 2016 年底，证券公司资产管理规模和主动管理规模前 20 名的公司中，主动管理业务规模在资管总规模的占比为 32.49%，这也就意味着，剩余近七成的券商资管规模也是通道类业务。若按照资管新规的要求，这类券商资管业务都将受到较大影响，资管规模也将受到挤压。

信托短期将承受双重挤压

资管监管标准的统一，使信托行业同样面临重大挑战。

全国人大代表、中国银监会信托部主任邓智毅表示，资管监管标准的统一，可以消除监管套利，还能避免不公平竞争。短期看可能使信托出现资产荒与资金

来源收窄的双重“挤压”，但长期而言仍是机遇。信托在净资本监管、尽调标准、内控程序、信息披露、投资者保护等诸多方面的行业标准，可以提供很好的借鉴。

在邓智毅看来，统一资管产品监管标准，首先可以有效防控风险，既能制止金融机构利用监管标准不一致开展监管套利，还能避免因监管标准不同造成的市场不公平竞争；其次有利于支持实体经济，稳步推进金融去杠杆，防止“资金空转”和“脱实向虚”，使资管回归本质；最后，还有利于强化投资者保护，有助于建立统一的投资者适当性分类管理机制，引导投资者按自身风险水平适度投资，确保合适的金融产品推介给适当的投资者。

邓智毅对记者表示，资管监管标准的统一，一定程度消除了信托原有的跨市场资产配置的独特优势，短期可能承受资产荒与资金来源收窄的双重“挤压”，传统经营模式和盈利能力将受到挑战。

公募基金规模增速

或大幅下滑

资管新规明确禁止多层嵌套、限制通道业务，但在实际运行中，传统类型的资管产品投资标准化的公募基金产品更多。如果禁止资管产品投资资管产品，近年来“汹涌而入”的委外资金将遭受“重创”，公募基金的规模增速也会因此下滑。

上述经济界政协委员告诉记者，公募基金作为标准化产品，是银行、保险等资金青睐的产品类型，传统类型的资管产品投资公募基金也属于正常的运作方式，包括银行理财产品投资公募基金，保险资管产品投资公募基金等都属于资管产品投资资管产品，并没有被认为是监管套利。如果这一块被禁止，公募基金会减少大量的机构投资者，规模增速也会大幅下滑。

另外，资管新规要求，金融机构不得使用自有资金购买本机构或者资产管理子公司发行的资产管理产品。但此前监管层一直鼓励管理人购买自家管理的公募基金和专户产品，如公募机构大力宣传的发起式基金，就是使用自有资金购买本机构发行的产品，以便更好地与投资者利益绑定。

Wind 数据显示，截至 2016 年末，市场上 287 只公募基金（A、C 份额分开计算）合计资产净值已达 4566.16 亿元。

上述经济界政协委员表示，新规的要求可能还需进一步细化，需要考虑到某些产品的特殊性，比如发起式基金的制度设计对投资者利益保护是有利的。

“总体而言，资管新规是一个纲领性文件，对杠杆比例、投资集中度、风险准备金都有具体要求，可以针对资管产品去杠杆、防风险。但对于市场分歧较大的资管产品不得投资资管产品、自有资金不得购买自家产品的规定可能还需要进一步细化，但资管新规的核心是去通道化，未来资管机构必须谋求转型，打造自身的主动管理能力才是机构最核心的竞争力。”该委员称。

◆【私募“上位法”预计年内初成：资管局部“大一统”待估】

（21世纪经济报道）在经过去年一年的监管强化后，私募基金正在进入一个制度化约束的新周期。

3月12日，中国基金业协会法律部主任邓寰乐在中国资管精英大会上表示，2017年将是私募基金立法的一个高峰期，也是更多制度不断落地的时期。

“今年将从法律制度建设、私募统一登记备案、私募投顾等方面加强对私募行业的监管，并预计在今年适时推出《私募基金监督管理条例（征求意见稿）》和《私募基金投资办法》。”邓寰乐表示。

21世纪经济报道记者获悉，在诸多有待明确的私募制度中，最为重要的当属《私募基金监督管理条例》（下称私募条例）的酝酿；而该条例由国务院牵头，并在部际层面对私募基金进行约束和规范。

一位接近监管层的券商资管负责人透露，该条例将明确要求证监体系的私募产品从属于其法规框架；而在条例落地后，证监会有关机构资管、私募基金的具体办法也将重新配合修订。

在业内人士看来，这将成为基金业协会强化私募基金管理后，高层针对私募行业监管的顶层设计夯实。值得一提的是，此次私募条例能否对非证监体系内带有私募性质的资管产品也构成覆盖，也引起业内较多关注。

私募“上位法”酝酿

有关私募基金的顶层条例已箭在弦上。

邓寰乐透露，私募条例目前已由国务院法制办起草并正在向各部委征求意见。“预计将在年内适当时候，向社会公开征求意见。”

据业内人士透露，私募条例是私募基金立法计划安排中的规定动作，而该条例的酝酿也意味着国务院层面的私募立法监管空白将被填补。

目前在私募基金领域，除基金法外，所能遵照的最高法规是证监会发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》（下称办法）。

“这个法律遵从顺序是，2013年人大先有新《基金法》，然后下面应该是国务院条例，但这个层面的立法需协调其他部委的意见，需要时间，所以这个时间空档私募行业主要依照证监会的法规来安排了。”一位接近基金业协会的律所合伙人表示。

而据业内人士透露，一旦私募条例出台，相应的部委层面法规也将做出配合调整。

“私募条例是私募办法的上位法，到时候一些新变化肯定要重新调整和修改，甚至还包括一些配套的私募法规，比如涉及募集行为、信息披露等更具体环节的。”一位接近监管层的基金子公司负责人表示，“这个私募立法因为牵涉的部门、背后的法律依据比较多，所以制定到落地的周期也相对更长。”

邓寰乐的表态也间接证实了这一预期。

“修订私募基金监督管理暂行办法。去掉了暂行两个字，改成私募投资基金监督管理办法。”邓寰乐表示，“通过三年的实践，证监会在监管方面也摸索到了一些经验，也总结了一些教训，在制定相关规定细则的过程中，将充分地把这些经验和教训结合在里面。”

事实上，国务院条例的问世，也将在更高层面进一步理清有关股权类私募的监管归属问题。

“因为一些做一级基金的人觉得证监会管私募管严了，于是就说PE、VC不要让基金业协会来管，但这种诉求的背后实际上没有看到私募统一监管的必要性。”一位接近监管层的公募及基金负责人表示，“条例的出现将为股权类私募进一步明确归属基金业协会管理提供制度保证。”

广义“私募”适用待解

私募条例酝酿会有怎样的适用范围，也是业内关注的重点之一。

例如，私募条例是针对“私募基金”，还是对“分属私募特质的资管产品”进行约束，尚存一定争议。

“如果说基金业协会备案的私募基金是狭义类私募，那么信托、保险资管、私人银行理财产品本质上都属于广义上的私募基金。”前述接近监管层的公募负责人表示，“但基金条例能否涵盖广义私募，应该说业内的意见并不一样。”

之所以信托计划、保险资管等资管产品被视为广义私募，是因为该类产品同私募基金在投资者适当性管理、准入门槛、投资范围、杠杆比例上均具有相似性。

一个可以参考的样本是，在证监会层面的私募规则统一下，券商资管、基金专户、基金子公司专项计划以及期货资管等机构私募业务都被统一至私募办法的框架内运行。

“之前券商资管、基金子公司计划也认为自己不是私募，但后来明确新八条底线时，还是将私募办法视为依照法条了，而且文件名称中也首次称其为‘私募资管业务’。”北京一家券商资管部投资经理指出，“从归属上讲，这些机构业务也要从属于私募监管，现实中目前也要在协会备案。”

值得一提的是，一行三会多位负责人日前证实，目前央行亦在着手牵头制定统一各类资管产品的有关意见，其中涵盖范围包括公募、私募以及可能出现的小公募产品。

业内人士认为，私募条例若上升至国务院层面，对其他部门下辖的私募产品实现统一约束的概率是存在的。

“如果涵盖信托和保险资管，那么意味着私募条例有望让私募类型的资管产品先行统一法规框架；毕竟私募条例不光是国务院牵头证监会做，也要向其他监管部门征求意见，所以覆盖混业部分是有可能的。”上述公募负责人表示，“国务院牵头的效力实际上也会高于央行层面，一旦实现覆盖，这意味着资管产品在私募领域将优先统一。”

但另有监管人士认为，在分业体制下，私募条例将范围延展至信托、保险等跨业领域存在现实难度。

“监管部门还没变化，先变规则，容易让规则难以执行，不利于相关立法部门的权威。”东北一位银监系统人士指出，“现实操作中，向外延伸会要求信托、保险产品到基金业协会备案，但这些产品本身也有备案体系，无异于多了一道监管，有重复建设之嫌。”

◆【吴晓灵今天带来了证券法、金融监管的哪些干货？】

（中国证券网）全国人大代表、全国人大财经委副主任委员吴晓灵 9 日下午召开记者见面会。她曾是中国人民银行副行长，也做过证券法修订草案起草领导小组组长，今天下午她带来了满满的干货，包括证券法二审中将体现的内容、证券法修订还需要进一步研究的问题、混业经营下的金融监管改革等。

四方面内容将在证券法二审中体现

吴晓灵指出，证券法一审稿对于基本交易制度、多层次资本市场、投资者保护等方面有更多的表述，有更多的进步，这些内容在二审稿中也将体现：

——完善基本交易制度，包括完善证券的发行、交易、登记、结算、退市；

——为多层次资本市场发展留下制度空间，为企业更方便地进行股本融资提供渠道；

——更好地进行投资者保护，对于违法违规行为打击力度增强，投资者利益损失补偿、法律救济渠道、行政救济渠道增加；

——进一步明确市场规则，资本市场最核心的就是信息真实、全面地披露，对于信息披露违法违规、价格操纵、内幕交易等加大打击力度，加强监管当局的稽查手段，严肃市场纪律。

证券法修订还需要研究的问题

——注册制。吴晓灵表示，证券法一审稿对注册制有过明确的表述，但是 2015 年股市出现异常波动，注册制实施推迟。

“对于注册制能否在二审稿中写上以及怎样写，我没有把握。”吴晓灵指出，市场不必把注册制看得那么可怕，无论核准制还是注册制，主要是让上市公司全面准确及时披露信息，中介机构对信息的真实全面负责。

——集合投资计划是否列为证券。吴晓灵称，通过 2015 年股市异常波动和 2016 年杠杆收购中的乱象，“我认为拓展证券范围，把集合投资计划列为证券更有迫切性”。

在她看来，证券定义中没有纳入集合投资计划，是一审稿中的缺陷。她举例，2015 年场外配资和 2016 年宝能系用 9 个资管计划嵌套进行股权收购，这些都反映目前我国资管市场上的分裂、分割、标准不一所带来的危害。

这些可能更遥远、更难……

但万一有共识呢？

去年资本市场上的杠杆收购反映，上市公司治理还有许多需要完善的问题。吴晓灵点评了万科的公司治理，“万科之所以成为被收购的对象，除了股价低估、有增值空间之外，股权分散使得一个公司难以抵御其他公司敌意收购，也是公司治理过程中的缺憾”。

吴晓灵指出，通过“宝万事件”应该看到，从制度上要研究如何有效保护企业创始人、优秀团队对企业的控制权，能够保持企业按照长期经营方针去经营，而非着眼于短期股价波动。

她建议两点：

——探讨建立 AB 股制度，即双重股权制度，即不同股票的投票权重不一样。

——在公司章程中允许设立反收购条款。

但是吴晓灵也坦陈，上述问题离证券法修订较为遥远，难度更大，但是证券法修订还有二审、三审，如果市场共识多，这也不是不可以考虑的问题。

她还指出，中小股东的权利问题也需要关注。国外有表决权信托制度，可以把中小股东的表决权搜集起来，委托给专业人士投票，这个制度值得研究。

影子银行风险格外重要

今年的政府工作报告提出，当前系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕。在吴晓灵看来，影子银行的风险格外重要。

她指出，在中国，大量的影子银行活动主要是有执照的非银行金融机构执行的，最容易引起风险的是资产管理产品。央行牵头制定资产管理产品统一标准，建立资管产品的综合统计系统是非常好的大进步。

但是她也建议，对资管产品的法律关系认定要一致，资管产品本身是信托关系，是一种证券。

必须建立功能、行为监管理念

近年来金融机构业务相互渗透，经营混业化趋势越来越明显。吴晓灵指出，不同金融业务的本质不会因为业务相互渗透而改变，一个机构如果做了其他金融机构的业务，应该按照业务的本质接受监管。

因此，“综合经营并不意味着综合监管，对应于综合经营的应该是功能监管和行为监管。”吴晓灵强调，**监管部门要从单纯的机构监管走向机构监管与功能监管相结合。**

什么是功能监管和行为监管？吴晓灵解释，“尽管机构牌照不是我发的，但是你要是做了我监管的事情，需要来我这边领取业务牌照”。目前我国已经有业务牌照式管理的基础，比如银行要销售保险和基金，需要去保监会获取保险销售牌照、去证监会获取基金销售牌照。

综上所述，吴晓灵直言：“**监管体制改革不是简单地把三会合并，或者简单地把三会合并到央行去，而是要看监管的基本理念。**”只要能够更好地建立稳定的金融风险防范框架，更好地让宏观审慎和微观审慎相结合，更好地形成货币政策调控体系，什么样的监管体制都是合适的。

◆ 【业务参考】

◆ 【解决债券违约需有“两只手”】

（南方都市报）最近，国务院总理李克强在《政府工作报告》指出：当前系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕。由此可见，在金融风险中，债券违约的风险排在了第二位，超过影子银行和互联网金融。

2016年之前，债券市场的违约是零星的。2016年之后，债券违约快速增长。据Wind资讯统计，2016年，国内债券市场上共有79只债券违约，规模达398.94亿元，同比增加两倍。今年以来，债券违约事件更是呈燎原之势——截至本月初，在一个月內，东北特钢、大连机床、中城建及川煤集团等已接连出现兑付危机。2017年到期的存量信用债规模约4万亿元。

其实，中国的债券违约，并不严重。相比美国债市和全球平均水平，中国的债券违约率偏低。就像适当的森林大火有助于树木的成长一样，债券违约的增加，有助于打破债券市场刚性兑付的神话，是中国的债券市场走向成熟的必经之路。

但是，如果债券违约过急过快，以致爆发群体性事件，或者构成系统性、区域性金融风险，造成信贷紧缩，流动性危机，将会是一件非常严重的事情。所以，债券违约必须有序地进行。

此问题的解决，需要有“两只手”：一手是政府的手，也就是以政府介入的形式，协调债券的兑付。另外一只手，就是市场的手，通过债券受托管理人等制度性安排，以法制化的方式加以解决。在现阶段条件下，这“两只手”要同时使用。

首先，是政府的介入，也就是国企债券的刚性兑付问题。在此情况下，政府的作用就是进行协调，帮助企业推迟违约，或者在违约后尽快偿还，这种政府所起的“减压阀”作用一直存在。

但是，这种协调是一种非市场的行为，具有较大的不确定性，政府是否介入如何介入，以何种方式介入，无法预料。另外，由于存量债券基本都在几十亿甚至上百亿量级，持续依靠政府支持协调，存在较大的难度。也就是说，在债券违约规模较小的情况下，政府有形的手还能发挥作用；但一旦债券违约是大规模的，就只得采用市场化的方式，以制度化的方式解决。

因此，以市场化的方式处置债券违约，已经成为当务之急。具体而言，要注意以下三点：一是要着重保护个人投资者。相对机构投资者，个人投资者金融知识缺乏，更需要保护。在保护个人投资者方面，有两条监管红线应该遵守：一是发行人应以非公开的方式、向合格投资者发行债券，所谓合格投资者，就是投资者的投资知识和资产应该达到一定水平；二是在穿透监管下，每期私募债券的投资者合计不超过 200 人。

而在侨兴私募债事件中，这二条红线均被突破：通过融资平台，将私募债以公开的方式出售给不明就里的个人。在这种情况下，各地股交中与互联网金融平台合作，把高风险的私募债拆细、包装成理财产品等金融工具的形式销售给个人投资者。原本高风险的私募债券，摇身一变，成了低风险的“类固定收益”产品。一个大的资产包，分拆成多个小包，而每个小包的销售人数不超过 200 人，从而避开监管。

这类“类固定收益”产品的信息披露，是非常不透明的。很多经过互联网理财平台包装后的产品，用户只能看到产品的名称、预计年化收益等信息。更深层次的信息，如募资资金用途、资金池风险等，并没有披露。由于没有进行充足的信息披露，这类债券的风险增大。一个例子是，浙商财险后来爆出的侨兴债的募资用途说明，与侨兴在 2014 年的私募债发行说明书上的发债用途不符。因此，有

关平台仅仅是“备案材料齐全”，购买的明明是个人投资者，却把他们当作专业投资者一样。因此，整顿这些互联网理财平台，应该是第一要务。

二是重点完善债券受托管理人制度。当发生债券违约时，由于债券持有人人数众多且分散，且一般不具有相应的专业知识和技能。为了保障债券持有人的利益，国外采取通过债券受托人采取集体行动的方式。

根据 2015 年证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》，交易所市场已经采用了债券受托人制度。但是不知什么原因，作为债券主体市场的银行间债券市场，迄今一直没有采用这种制度。这样，就很不利于对债券投资人进行保护。鉴于在银行间债券市场违约的债券越来越多，建立债券受托人制度是一件迫在眉睫的事情。

三是通过“交叉违约”条款对投资人进行保护。所谓交叉违约，就是如果债券违约之前，已经存在贷款和其他债券违约情况，那么债券即使没有到期，也视同债券发生违约。

交叉条款，使投资者能够在债券出现违约前，在发行主体的偿付能力发生恶化时知悉，从而采取行动，使自己的债券得到清偿。2017 年 2 月 3 日，大连机床公告称，由于大连机床未能让“16 大机床 MTN001”在 10 日宽限期内纠正违约，这进一步导致“16 大机床 SCP003”出现违约，这是国内出现较早的交叉违约机制，引起了大家对交叉违约机制的重视。之前，境内发行的债券，少有“交叉违约”条款。由于交叉条款能更好地保护债券持有人，在有关债券发行文件中，应该加上交叉违约条款的内容。

◆【债市监管变局 表内外控杠杆】

（21 世纪经济报道）降杠杆进行时。

2016 年以来，“降杠杆”已经成为屏霸词汇之一。降什么杠杆，怎么降，从酝酿中的债市新规，可见监管层日渐清晰的思路。

一言以蔽之，用净资本约束金融机构表内资金，用净资产约束资管资金（表外）。净资本和净资产的区别，简单理解，在于是否进行资产风险权重的计算。

在资管业务的“理想状态”下，投资风险由投资人自担，资产管理机构只需做到尽职即可。但实际情况中，究竟资管业务是否应该涉及资管机构资本金计提，即资本占用的问题，目前来看仍存模糊地带。

以此次债券交易监管思路来看，是从表内外两路分别对债券回购业务进行限制，且明确机构间相互约定只是暂时持有的，必须计入“买断回购”，进行回表计算。

首先来看质押式回购，为什么和杠杆有关。

打个比方，A手上有100元的债券，质押给B，以3%的利息成本获得期限为一周的90元资金，然后拿这90元再去买券，相当于以100元本金，3%的利息成本，撬动了190元的债券资产收益。

2016年前三季度，银行间债券质押回购成交规模一路飙进，8月月度交易规模达到近60万亿元的历史高峰，相当于截至去年上半年末所有资管去除通道的规模。央行8月和9月分别重新推出14天和28天逆回购后(锁短放长)，交易量回落，但去年末两月的交易量还在46万亿-48万亿元之间。同时，买断回购规模也大涨，去年月度高峰为3月的3.7万亿元和7月的3.5万亿元。

看清了杠杆，还要看清资金来路，资金来源分别是金融机构表内自营和表外资管。从表内来看，监管对银行要求债券回购资金余额不得超过各项存款余额的8%。

据某城商行金融市场部人士反馈，该条规定虽然对正常的债券回购业务影响不大，但对于为了冲交易规模的小型银行可能有所冲击。“有的银行为了成为银行间市场的做市商，本身体量达不到成为交易商的交易量，就选择频繁操作，说白了，就是给外汇交易中心贡献手续费。”这种“频进频出”做出来的交易量，甚至有银行可高达每天上百亿元。

对于非银金融机构，包括信托、证券、保险、期货和财务公司来说，债券新规要求回购资金余额不超过净资本的80%。该条限制令小券商叫苦不迭，可见实际操作中超范围之远。

从新规对表外资管业务影响来看，新规实际是重申了公募和私募的区别监管。前者包括但不限于以公开方式向不特定社会公众发行的银行理财产品、公募证券投资基金等，债券回购资金余额不得超过产品净资产的40%。即，假设一只理财产品规模为1亿元，债券回购余额不能超过4000万元。

后者包括但不限于非公开发行银行理财、信托计划、证券、基金、期货公司及其子公司发行的客户资产管理计划、保险资管产品、私募基金等，回购资金余额不超过 100%。

也就是说，资管产品能放的债券杠杆完全取决于这只产品的规模。这自然是资管行业乐于看到的。但实际上，资管业仍在担忧监管对于资管投资的净资本约束和相关风险计提。换言之，资管机构的管理规模，要不要和自身资本金挂钩？要不要进行统一风险资本计提约束？

多名资管从业人士向笔者表示，现有的资管业务相应资本占用规定，主要出于监管引导资管机构从通道业务向主动管理转型。

去年，证监会修改《证券公司风险控制指标管理办法》，证券公司开展资管业务的，明确有净资本门槛要求。且风控须满足四项指标，其中与表外资产有关的是资本杠杆率（不得低于 8%），其分母为表内外总资产之和。

另外，去年监管对基金子公司相关监管规定也进行了修订。根据《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》，基金子公司开展各类业务要以不同的风险权重，计入净资本占用。由此，基金子公司股东是否提供足够资本金支持，就成了基金子公司能够继续发展的关键因素。

对于银行理财而言，同样是去年出台的《商业银行表外业务风险管理指引（修订征求意见稿）》虽然明确了表内外风险统一监管，但并没有明确理财部分具体的计提和风险占用计法。尤其是在银行理财还未成立子公司时，理财业务的风险管理，包括风险计提如何操作，正是银行关注焦点所在。

◆【新三板企业上市未现普遍规律 IPO 通道优于转板“梦想”】

（证券日报）近期，新三板优质挂牌企业在期待创新层制度供给和推出精选层的同时，对绿色转板通道、IPO 通道也是趋之若鹜。据广证恒生统计，截至目前，拟 IPO 的新三板企业共 382 家，82 家处于正常审核状态，其中 1 家已预披露更新，28 家已反馈，53 家已受理。

据《证券日报》记者跟踪调查，目前新三板企业转板创业板仍未现明朗的具体政策，并且存在一定法律障碍，而 IPO 通道也未出现优先路径，并且三类股东（契约型私募基金、资产管理计划和信托计划）问题也未出现明确政策，同样也没有共性规律可言。

接受《证券日报》记者采访的业内人士普遍认为新三板企业转板创业板是中长期储备政策，落地初期仍将以一定的法律基础为前提，并且初期将以试点为主。

东北证券新三板研究中心总监付立春向《证券日报》记者表示，转板是多层次资本市场未来建设的重要部分，从中长期看，转板通道开通预期明确，但预计将在法律基础之上设立一定优先级。“今年推出转板创业板机制可能性较小。”

“转板机制必须建立在法律基础之上，并且各市场板块相对比较完善，各自定位明确，估值实现平滑对接，才能设立绿色转板通道。”付立春表示，如果在当前市场制度不够完善，并且两市场之间存在较大估值差异的背景下，贸然建立转板通道，将造成优质资源向优势板块集中，对原有市场造成冲击，这将破坏整个多层次资本市场生态体系。

据《证券日报》记者采访各界专业人士，所谓转板主要是指在各市场板块之间实现企业存量股票转板，而非现有 IPO 通道。目前转板仍存在法律障碍，同时缺少对转板企业的界定标准等细则。

现行《证券法》下企业公开发行与上市捆绑于一体，而新三板的设立尤其是新三板扩容到全国后，现行《证券法》公开发行与上市制度捆绑于一体的规定已经不再适应多层次资本市场的发展。而真正意义上的转板是企业存量股票转板。

“如果在《证券法》修订完成之前推出转板机制，需要一定的特殊制度以及相关认定细则安排，但目前来看短期内出台的可能性较小。”有资深业内人士观察认为，IPO 节奏加快实际上正在转移新三板挂牌企业转板注意力。

当前，新三板市场流动性低迷，增量创新制度供给待出，挂牌企业期待创新层制度供给甚至寄希望推出精选层。在未出台具体政策前，优质挂牌企业纷纷加入 IPO 排队序列，但目前新三板企业申请 IPO 未出现任何明朗的优惠或者优先政策，并且不少企业面临三类股东穿透审查问题。

“从理论上层面来看，由于相对更加规范，新三板企业申请 IPO 应该更加顺畅或者容易，但存在三类股东问题以及个案问题，因此 IPO 排队未现明显优势。”付立春认为，预计今年解决三类股东问题的可能性较大。

◆ 【场外交易市场】

◆ 【中信证券 3 亿出清前海股权交易中心股权 接盘者尚不清楚】

（新浪财经）近日，北京产权交易所项目信息显示，中信证券挂牌转让前海股权交易中心（深圳）有限公司（以下简称“前海股权交易中心”）12.74%股权，挂牌价为3.3亿元，并且用一次性支付方式支付价款。

对于目前是否已有企业接盘中信证券手中的前海股权交易中心的股份等问题，北京时间“零时差”致电中信证券媒体负责人唐臻钦，他表示，需先发送采访提纲至媒体对接邮箱。不过，截至发稿仍未收到回复。

在政策鼓励中小企业挂牌与场外资本市场来临的时机下，促使区域股权市场的繁荣与发展，证券公司也在此时抓紧对区域性股权交易市场跑马圈地。

据不完全统计，已有逾20家券商开展入股区域性股权交易市场计划，其中不乏华泰证券、中泰证券、银河证券等大中型券商。

在此背景之下，2012年9月，中信证券出资1.5亿元参与前海股交中心增资扩股，获得公司30%股权，并成为公司第一大股东。之后，中信证券陆续减持前海股权交易中心股份，但减持原因并不清楚。

近日，中信证券却拟转让所持有的前海股权交易中心股份。财务数据显示，前海股权交易中心2015年营业收入2.06亿元，净利润323.86万元。2017年1月，其营业收入1502.14万元，净利润25.86万元。以2016年9月30日为评估基准日，前海股权交易中心12.74%股权评估值为3亿元。

本次股份转让价款支付方式为一次性支付，同时意向受让方须在受让资格确认后3个工作日内支付人民币6600万元的交易保障金至北交所指定账户。

与此同时，持有前海股权交易中心股份的企业，其未放弃行使优先购买权的标的，应在挂牌期内向北京产权交易所递交受让申请，并按规定缴纳保障金。若形成竞价，应在竞价现场同等条件下行使优先购买权。

转让方要求，意向受让方须为中国境内依法设立且有效存续的企业法人、其他经济组织；具有良好的财务状况和支付能力；符合国家法律、行政法规规定的其他条件。

在信息披露期满，如征集到两个及以上符合条件的意向受让方，则通过网络竞价（多次报价）。在原股东未放弃优先购买权的情况下，如征集到1个符合条件的非原股东意向受让方，则不再组织上述竞价活动，由该意向受让方单独进行报价，并以此价格征询原股东是否行使优先购买权。

整顿地方交易所监管压力激增

2016 年股权交易场所侨兴“私募债”违约事件以“预付赔款陆续到账”暂时告一段落，而被市场称作“垃圾债”发行平台的区域股权交易市场亦广受关注。

据统计，截至 2016 年年底，除云南省外，全国各地共设有 40 家区域性股权交易中心，俗称“四板市场”，通常由地方政府批复、券商等金融机构入股、金融办牵头、省政府监管。其中，前海股权交易中心是广东省区域性股权市场的核心组织机构，注册资本 11.774 亿元，于 2012 年 5 月 15 日揭牌。

这些区域四板市场跟无数互联网金融资产交易平台一起，成为中国无数小贷、券商、基金子公司的资产出表之地，和小微企业的直接融资场所。私募债、定向融资、股权质押、ABS 等非标资产盛行。

但近两年交易所乱象愈演愈烈，监管层再次拉开清理整顿各类交易所的大幕，据不完全统计，此次共有 346 家交易所被整顿，其中有 27 家交易所已有公安介入调查。

监管层再次整顿清理各地交易所对于持股区域股权交易中心的券商而言，本次整顿影响几何，业内人士对北京时间“零时差”表示，清理与整顿是有必要的，在发展过程中，有些交易所已经偏离主要发展方向，不定期的整顿可防止大规模金融风险的出现。

◆【法定”独立市场地位可期 新三板踏上质变征程】

（证券日报）近期，新三板市场迎来短期与中长期双重利好。今年的政府工作报告提出“积极发展创业板、新三板”，新三板首次写入政府工作报告，同时与创业板并列提出，这将巩固新三板独立市场地位；而全国人大常委会决定今年将修改《证券法》列入修法任务，未来新三板有望正式纳入新《证券法》调整范围，这将对独立市场地位形成中长期利好。

2016 年，新三板市场规模迅速扩大，挂牌公司突破 1 万家，成为全球首个服务企业达到 1 万家的证券市场，市场资源配置功能不断增强，对实体经济的支持日益加大。

然而，自 2016 年以来，围绕新三板市场定位、制度供给和配套政策等众多的猜测和争论体现了社会各方对新三板市场的高度关注，更从侧面彰显了新三板在我国多层次资本市场的重要地位。

观察中小微企业新窗口

“万家时代”的新三板市场，逐渐成为资本市场服务创新创业、培育经济增长新动能的重要突破口。最近连续两年市场融资额均超过 1000 亿元，兼具海量、多态、初创特征的市场已经形成，所承载的市场期望和功能寄托前所未有的。

经过四年多的发展，新三板逐渐成为观察我国中小微企业发展状况的新窗口。据 2016 年年末数据，新三板挂牌公司达 10163 家。按国家统计局企业划型标准，挂牌公司中的中小微企业合计占比 94.64%，小微企业占比 64.11%。

业内人士认为，企业挂牌踊跃一方面凸显了新三板市场中小微企业主体地位的日益巩固，以挂牌公司为研究蓝本，新三板市场可以加深产业对接资本的能力，更在一定程度上可以为中国经济政策的制定和调整提供决策支持等。另一方面，市场对新三板的殷殷期盼也将促使新三板市场进入扶优汰劣的重质时期。

新三板从量变走向质变

一位接近监管层的资深人士认为，“不忘初心，服务好创新、创业、成长型中小微企业，引导资本市场服务实体经济，既是新三板之来路，也是改革发展的方向。”

有市场人士分析认为，作为一个独立且年轻的市场，新三板发展时间短，没有路径可依赖，没有方法可照搬，只有不断实践总结经验。市场基础建设还有许多工作要做，相关制度安排还需要细化，还存在着市场流动性和定价功能不足、融资效率有待提升、市场参与主体信心不足等“成长的烦恼”。同时，也有必要将新三板放在多层次资本市场视野下进行考量。

目前与挂牌家数的增幅相比，尚不能很好地与融资需求相匹配，但有市场分析人士表示，新三板的发展、成熟不能一蹴而就，既需要改革的不断深化，也需要挂牌公司对市场的功能了解不断深入，提高引进外部投资者必要性的认识，熟悉利用新三板进行资本运作的具体流程，增强其利用新三板市场平台进行转让、融资、并购重组的意愿。

“作为一个独立市场、全新机构，新三板起步晚，规模体量增长的同时，尚有许多局限之处亟待解决和突破。”上述资深人士认为，“新三板未来的改革与发展，需要市场各方携手解决，在市场稳定的前提下对发展理念和制度安排再思考、多探索，最终实现新三板从量的增长走向质的提升。”

◆【浙江长兴县长兴科技板开板以来以区域股权市场为载体助推中小企业快速转型发展】

自2016年10月长兴科技板正式开板以来，浙江湖州长兴县围绕省级资本集聚转化平台试点工作，不断优化科技型中小微企业对接多层次资本市场路径，扎实推进创新信贷产品、项目融资路演、股份制改造等十项资本服务，加大对创新创业支持力度，加快科技板挂牌企业股份制改造。

长兴科技板在太湖资本广场的设立是我县联合浙江股权交易中心共同打造全省资本集聚转化大平台试点的改革创新成果，旨在构建资本服务科技型中小微企业的运作机制，推动中小企业转型升级，促进金融有效支持实体经济发展。其设立，对县域内主导产业和战略性新兴产业的发展提供了巨大推力。板块通过股改引导、企业规范、培训辅导等延伸服务，帮助传统企业建立“三会一层”制度，引导其向现代企业管理模式转变。同时，长兴科技板为挂牌企业提供多样化的融资平台和股权交易平台，帮助处于高速发展期的科技型中小企业进入发展快车道。

“长兴科技板集聚政府和浙股交中心的资源，直接将县内外创投机构、各大银行、专业中介机构和我县各大创新产业园区、科技型企业紧密对接。”县金融办相关工作人员介绍说，浙股交中心专家团队联合国内知名的证券公司、会计师事务所、律师事务所、管理咨询公司、人力资源公司等专业机构，通过一对一辅导，在企业发展战略、进入资本市场路径等重大方面给予企业以专业指导。

除此之外，政府也将为挂牌企业配套提供生产要素支持、引进人才奖励、股权融资奖励等资金要素支持。同时，围绕长兴科技板打造专属服务体系，研究制定《关于加快推进长兴科技板建设的实施意见》，为挂牌企业提供融资、交易、增信、规范引导、规模提升等一揽子资本市场服务，探索试点新型信用贷款、私募股权融资、私募债、股权质押等金融创新产品，形成助力科创企业成长的综合金融服务平台。同时，建设太湖路演中心，全面承接浙股交中心在浙北地区的各类活动，做优融资路演、投融资对接、信息发布、业绩说明会、培训交流等方面服务，使项目与全国各地投资机构实现经济、高效的投融资对接；与浙股交中心、杭州联合银行合作成立天使母基金，为长兴科技板企业提供股权融资支持，实现科技型、创新型中小微企业与资本市场的有效对接。

截至目前，我县科技板已有挂牌企业75家，其中完成股份制改造企业共计19家，占比达25.3%，高于全省平均16个百分点。

◆【前海开源基金倪枫：再融资新规极大利好可转债市场】

2月17日，证监会修改《上市公司非公开发行股票实施细则》，其中对上市公司定增融资的实施增加了主要三个限制条件：设定18个月的时间间隔、限定再融资发行股份数量不得超过总股本的20%、明确定价基准日为非公开发行期的首日。同时，证监会明确表态支持上市公司通过发行优先股、可转债融资。前海开源执行投资总监(ED)、基金经理倪枫认为《上市公司非公开发行股票实施细则》的公布和实施，必将在再融资市场带来可转债发行的扩容和提速，提高可转债市场的深度和广度，使这一长期小众市场面临跨越式发展的机遇，这也将给以保险公司为代表的稳健投资者带来良好的资产配置选择。

前海开源执行投资总监(ED)、基金经理倪枫认为：目前转债每年的融资额较小，只有200-300亿水平，相较再融资规模只有百分之一的水平，转债市场整体规模亦不足千亿，相较股票市场规模只有千分之一的水平。主要原因为上市公司非公开发行股票的快速发展，定增融资快速扩容；其次发行时间较长也是一个制约因素。但在《实施细则》落地后，我们观察到兴业证券(7.790, -0.01, -0.13%)很快取消了定增的发行计划，相反长江证券(10.110, -0.05, -0.49%)则公布了50亿元的可转债发行预案，近期光大银行(4.250, 0.02, 0.47%)也正式拿到了300亿可转债的发行批文，可转债发行的扩容和提速正在得到快速验证。

倪枫表示：按照这一趋势，如果每年可转债的发行规模达到千亿以上，存量市场规模则可以在几年内达到大几千亿水平，可转债市场的深度和广度将得到空前提高。考虑到可转债兼具股、债双重属性，属进可攻、退可守的稳健品种；同时具有质押回购融资功能，可放大投资杠杆的优势，可转债市场必将给稳健投资者带来良好的资产配置选择。

前海开源执行投资总监(ED)、基金经理倪枫表示：“不是不攒，时候未到”，这句可转债资深投资者心中的投资信条在未来将再次得到印证。