



① 在几年前，“遍地开花”的文化资产交易所、黄金和贵金属交易所就曾经引起过大量的乱象。

DOI:10.14057/j.cnki.cn43-1156/f.2016.01.007

我国场外要素市场亟需规范

我国的场外要素市场已经到了新的矛盾迸发期，在缺失的法律制度和监管约束下，越来越多的潜在风险将逐渐积累和显现。

文 / 杨 涛

近期，云南泛亚贵金属交易所陷入困境并“套牢”众多投资者的消息，引起了各界的广泛热议。长期以来，要素市场被许多地方政府都作为地方金融体系建设的重要内容，并且推动或支持成立了各种各样的“交易所”和“交易中心”，其中既有众多资源、产品和无形资产类要素交易市场，也有许多金融属性较强的股权、债权和资产类交易市场，构成了虽然多层次但无比混乱的市场体系。

我国场外要素市场的发展现状
仅在几年前，“遍地开花”的文化资产交易所、黄

金和贵金属交易所就曾经引起过大量的乱象，并且导致了一轮对交易所的整顿。如2011年和2012年，国务院接连下发《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》和《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》。即便如此，据不完全统计，整顿后保留的交易所仍约有400家。

然而几年后，在新的形势下，地方“交易所”和“交易中心”大军又席卷而来，其中混杂着各类地方“正规军”和“杂牌军”，更有一些缺乏管理经验甚至存有诈骗意图的发起人纷纷介入，使得这一领域积累了更大的潜在风险。

所谓要素市场，广义看有金融市场、劳动力市场、房地产市场、技术市场、信息市场、产权市场等。而场外交易市场通常是相对于交易所市场而言的，是在证券交易所之外进行证券买卖的市场。场外市场与要素市场结合起来，便构成了当前最具活力又乱象横生的市场形态部分。

从广义上梳理下现有的场外要素市场的“图谱”，我们看到大概可以分为如下几类：一是受到国家层面正规监管的市场，主要就是新三板，另外如债券柜台交易市场；二是各地方政府批准成立的各类股权交易中心，通常被看作是区域股权市场或俗称四板市场；三是伴随上世纪的国企改革而发展起来的各种产权交易所或产权交易中心，通常归口地方财政部门或国资部门管理，也有一些成为公益性事业单位，或者进一步得到股权多元化改制；四是近年来各地方逐渐兴起的金融资产交易所，但除了少数核心城市的探索相对成功，如北京金融资产交易所的业绩突出并被银行间市场交易商协会“收编”之外，许多地方也是“惨淡度日”；五是地方政府批准的各类“准金融”要素市场，包括贵金属、大宗商品、文化产品等交易所，这些市场中往往会引入较多的“金融创新属性”；六是地方政府批准的其他各类产权或生产资产及商品交易所，如版权、林权、特许经营权等，另外还有五花八门的材料和商品类。七是严格来说，这里不包括民间的各类“草台班子”，但仍然不容忽视的是还有一些自封“交易所”的平台，在如特定贵金属交易中，把现货与期货交易掺杂在一起，私设和搭建电子盘交易并操纵价格，谋求暴利甚至是欺诈。

综合来看，伴随着各类要素市场化改革的推进、金融创新的日益复杂、网络信息技术的不断演进、公

众投资需求的快速增长,我国的场外要素市场已经到了新的矛盾迸发期,在缺失的法律制度和监管约束下,越来越多的潜在风险将逐渐积累和显现。

场外要素市场发展产生的问题

如果对国内外运行相对良好的交易市场进行比较,可以发现一个健康的场外要素交易所往往需要几个基本原则。一是服务性与盈利性的平衡。如同场内交易所的发展演变一样,场外交易所往往也会采取会员制或公司制的不同道路,但无论是什么形式,都需要把握公益性服务与自身盈利的平衡。如果一味追求以盈利为目标,甚至竭泽而渔地利用客户和参与者,往往都难以实现可持续发展。二是构建有效的风险控制机制。无论是怎样的交易所,尤其是具有一定金融属性的要素交易所,并非是什么人都可以从事的,因为涉及到交易架构设计、产品与资金清算结算、系统安全控制与保障等诸多问题,都需要发起人有较高的风险控制能力和良好的机制设计。三是健全的投资者利益保护机制。在大多数要素交易所中,投资者都属于相对处于弱势地位的群体,如果要素市场想不断“做大做强”,就需要加强投资者保护,真正构建公平合理的交易规则,从而打造有利于各方共赢的交易生态体系。四是需要信息的公开透明。在任何情况下,公开透明都是一切“潜规则”和欺诈行为的“天敌”,交易所作为受到各方信任、进行公平交易的场所,理应尽可能消除交易中的各类“黑箱”,真正使得交易规则和过程走到“阳光之下”。五是要有自律和他律的结合。一方面,交易所本身要避免“裁判员”和“运动员”身份的混淆,如果既提供交易规则和场所,又“偷偷”作为交易对手方参与进去,那么距离“庞氏骗局”也可能就不远了。另一方面,法律的约束和监管的有效监督,也能够使得交易所从业者能够“认清雷区”和自我约束。

比较来看,当前国内场外要素市场中呈现的突出问题在于如下几方面:一则,直接的风险“炸弹”位于地方批准的“准金融”要素市场,加上民间不受监管的“江湖式”要素市场,无论是存在交易机制缺陷,还是主观有诈骗意图,其可能导致的各类“资金链断裂”、“跑路”事件等,还可能将继续不断出现。二则,各类的股权交易中心、产权交易所、金融资产交易所的发展过于无序,许多存在功能重叠和区域恶性竞争,政府行政力量过度介入,在非标资产、私募发行产品等方面也存在不规范的地方,尤其是某些要素市场与大型网络理财平台的渠道结合之后,其规避监管的潜在风险同样不容忽视。三则,大量金融属性相对弱的要素市场,由于缺乏有效的市场与机制支撑,因此出现交易

清淡乃至效率低下,甚至到了几乎要关门的地步,也拉低了整个要素市场的品牌价值与门槛。四则,由于缺乏清晰的理论支持与指导,整个场外要素市场监管和制度建设还存在混乱与缺位,金融与非金融要素交易、标准化合约与非标准化合约的边界缺乏规则约束。例如,在问题频发的白银现货交易中,由于监管缺失,并且交易性质是现货交易还是期货交易在法律上并不明确,使得大量投资者的权益受到损害。

完善场外要素市场的重点

应该说,当前场外要素市场的发展现状,是与近年来所倡导的“自下而上”式的地方金融竞争分不开的,地方政府在诸多要素市场的发展中,都起到重要的推动作用。同时,伴随各类要素的多元化、复杂化发展,现有的“自上而下”监管又跟不上,并且老百姓的诸多投资需求难以在“体制内”的要素市场得到满足,因此更是激发了巨大的要素市场发展空间。以要素市场相对发达的北京市为例,截至2014年年底,北京市共注册40家金融要素市场,其中权益类交易市场19家,商品类交易市场21家,近半数要素市场目前仍处在规划和探索的阶段,交易规模和市场反响平淡,全国影响力也相对有限。

面对这些问题,从政府和监管者角度来说,一是需要进一步梳理多层次金融市场的理论与概念,对于“多层次”、“金融要素市场边界”等加以厘清和制度化描述。二是明确需要管什么?即哪些要素市场是应该由监管者强力介入的,哪些是应该用有效的法律规则加以约束、依托市场化运营的。三是确定谁来管的问题,即中央和地方政府的不同部门之间、中央和地方各级政府之间,需要有更加清楚的分层监管机制,避免出现众多监管空白和交叉地带。四是怎么管的问题。即如何结合互联网时代的场外交易所演变特点,实现动态监管、效率监管、事先监管、国际化监管等,达到行政监管与自律监管的有效结合。五是要明确管不好怎样追责。例如当泛亚有色金融交易所出现这样大的“群体性事件”之后,不管是曾积极支持,还是应该管但有所忽视的部门和主体,都应该被及时追责,这样才能真正建立责权利相称的监管机制。

总之,在金融市场化与“互联网+”的大潮中,场外要素市场由于具有更加灵活的机制,理应成为多层次金融市场的重要组成部分,但是亟需在理论和制度规则重构的基础上,实现新一轮整合和规范发展,真正使其在风险可控基础上服务于实体企业和居民,而非成为少数主体谋取暴利的平台,最终体现为在金融改革中的作用“利大于弊”。