

# 股票场外交易市场的制度构建应遵循五项原则

◇ 晋入勤

(华东政法大学, 上海 200062)

[摘要] 《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》的出台, 意味着我国股票场内多层次交易市场的制度体系构建基本完成。然而, 在我国股票场内交易市场的发展取得了巨大成就的同时, 场外交易市场的发展却没有实质性进展, 因而, 在后创业板时代, 应当构建股票场外交易市场制度体系以推动其迅速发展。文章认为, 股票场外交易市场制度应当遵循法律定位的差异化、上柜企业的平民化、投资者的机构化、交易方式的创新化、监管制度的高效化这五项原则。

[关键词] 股票; 场外交易市场; 做市商

[中图分类号] F830.91

[文献标识码] A

[文章编号] 1673-0461(2010)01-0082-04

随着后创业板时代的来临, 大力发展场外交易市场无疑将是多层次资本市场体系建设的最重要任务之一。而我国资本市场发展的历史成功经验表明, 制度先行将是推进我国股票场外交易市场发展的有效途径, 笔者认为应当遵循以下五项原则来构建我国股票场外交易市场的制度体系。

## 一、法律定位的差异化

理论和实践证明, 股票市场应当包括多个层次, 以链接投融资体系, 尽可能地满足投融资需求, 并进而促进资本的优化配置。一般而言, 多层次股票市场体系应当包括主板市场, 即交易所市场, 主要为大型、成熟企业的融资和转让服务; 创业板市场, 与主板相对应, 在证券交易所市场内专为中小企业和高科技企业提供服务的股票市场; 场外交易市场, 与证券交易所市场相对应, 专门在场外为一些达不到在证券交易所上市条件以及不愿意在证券交易所上市的中小企业提供服务。

世界各主要国家和地区基本上都建立了与该国情相适应的多层次股票市场体系。以股票市场最为发达的美国为例, 拥有主板市场, 包括全国性的纽约证券交易所和美国证券交易所; 地方性的证券交易所, 如芝加哥证券交易所, 波士顿证券交易所等; 场外交易市场, 包括 NASDAQ、OTCBB、PINK SHEETS 市场等等。在英国, 除了有伦敦证券交易所主板市场和为某些标准较高的中小高科技企业进行股权融资服务的 AIM 二板市场外, 还有为更初级的中小企业融资服务的未上市公众公司股票交易市场, 即三板市场 (OFEX)。它是为大量中小企业提供专门交易未上市公众公司股票电子网络报价转让市场。<sup>[1]</sup> 我国台湾地区同样也建立了包括台湾证券交易所、台湾证券柜台买卖中心市场和兴柜市场的多层次股票市场体系。

反观我国, 股票市场还很不完善, 主要限于上海证券交易所和深圳证券交易所两家全国性的场内交易市场。在各地地方性的场外交易市场上世纪末被全部关闭之后, 目前的场外交易市场就仅限于深交所的代办股份转让系统以及各地的产权交易市场, 这些市场与国外相比, 存在着不规范、不统一、功能不健全的诸多缺陷, 可以说, 我国目前还没有建立起一个真正意义上的场外交易市场。

理论上说, 相对于我国沪深主板、中小板和创业板市场而言, 场外市场应定位于多层次股票市场中的基础市场, 与场内市场共同构成股票流通市场。作为基础市场, 应在投资主体、上柜公司、交易方式及监管等方面的制度安排上体现出比较优势, 以满足特定层次主体的投融资需求: 主板定位于成熟期企业, 侧重于公司的规模和效益; 创业板定位于发展期的高科技企业, 强调企业的成长性; 场外交易市场则应主要面向初期成长型企业, 上柜门槛最低, 更注重法人治理结构的完善和信息披露的真实性、准确性和完整性。

此外, 作为多层次股票市场体系的基础市场, 场外交易市场还可以而且也应当与场内市场建立一种相互连通的机制: 一方面, 当企业成长到一定程度时可以进入主板市场, 从而为企业提供一条场内市场上市的通道; 另一方面, 为那些已经完全丧失主板挂牌资格甚至严重资不抵债的公司提供一条合理的退出通道, 从而保证场内市场上市公司的质量, 并减小股票在场内交易市场的退市所造成的动荡。

从理论上来说, 通过场外交易来辅导上市公司, 比单纯依靠改制辅导、行政审批手段更符合市场规律, 更能在深层次上规范证券市场的发展, 在场外交易市场较发达的国家和地区, 场外交易往往都是股份公司公开上市必不可少的一个阶段。<sup>[2]</sup> 如

[收稿日期] 2009-09-24

[基金项目] 华东政法大学 2008-2009 年度研究生创新能力培养专项资金项目 (0801016) 的部分研究成果。

[作者简介] 晋入勤 (1979-), 男, 安徽芜湖人, 华东政法大学博士研究生、安徽财经大学法学院讲师, 研究方向: 商法、经济法。

我国台湾地区，证券监管当局为了扶持和活跃兴柜股票市场就规定，自2003年1月1日起，除公营事业外，初次申请上市、上柜的股票，都必须先在兴柜股票市场交易满3个月（2005年延长为6个月）后才能转到更高层次的资本市场挂牌。<sup>[9]</sup> 其实，在此之前，兴柜股票市场就已经是柜台买卖中心和交易所市场的后备市场。据统计，仅2002年度，转至交易所上市和转至柜台买卖中心上柜的兴柜股票公司就分别有22家和100家。<sup>[10]</sup> 2003年的这一规定更进一步促进了台湾兴柜市场的迅速发展，截至2005年8月，该市场挂牌的公司已经有274家（不包括已经转到证券交易所、柜台买卖中心上市或上柜的公司）<sup>[11]</sup>

因此，为促进场外交易市场的发展，我国应借鉴其他国家和地区的普遍做法，建立场外交易市场和其他市场的转板机制，一方面，规定初次申请上市、上柜的股票，都必须先在场外市场上柜交易，并且只有在经过一定的上柜期（上市预备期），并满足高级证券市场的上市条件之后，才能够申请转板，在更高级别市场上市；另一方面，上市公司在不满足场内市场的上市条件而退市时，为了减少对市场的冲击，应当规定转到场外交易市场继续挂牌交易，这样既能保证场内市场中上市公司的质量，也能够维持市场的稳定。

## 二、上柜企业的平民化

根据股票场外交易市场的定位，在该市场中的上柜企业应当主要包括两类，一类是因不满足主板和创业板市场的上市条件而从这些市场中退市的企业；另外一类则是未能在主板和创业板市场上市的企业，这些企业将主要是广大中小企业，尤其是高科技民营中小企业的股票。对于第一类上柜企业，由于股票场外交易市场只是作为其退市之后的缓冲市场，只要履行一些相应的程序，并无特别的上柜条件要求，其所发行的股票即可以在该市场进行交易；然而对于第二类企业的上柜条件则有必要进一步加以明确。

从域外来看，世界绝大部分国家和地区的场外交易市场的上柜门槛都很低，几乎都没有规定特别的上柜条件。以美国的OTCBB市场为例，该市场几乎没有任何规模和盈利的要求，只要经过SEC的核准，有3名以上的做市商愿意为证券做市，就可以向NASD申请上柜。再如我国台湾地区的兴柜市场，该市场的上柜条件也非常宽松，只要上柜企业的总资产在三千多万新台币以上且没有累积亏损，成立满一个会计年度，对公司的收益则没有要求。在满足这些条件下，有两家以上的券商对愿意该企业推荐并做市，即可申请上柜。此外，近年来发展迅速的韩国场外交易市场——韩国第三市场，也没

有对该市场的上柜公司的财务状况、资产状况等方面做任何数量方面的要求。<sup>[12]</sup>

我国目前理论界和实务界所大致认可的场外交易市场即2001年7月开始运行的深圳代办股份转让系统，该系统一开始挂牌的股票主要是原STAQ和NET交易系统所挂牌交易的企业，后来还包括从上海和深证两个证券交易所市场退市的股票，只要属于前述两种情况的企业，向主办券商申请，并与其签订代办股份转让协议，即可在该系统挂牌交易，并没有其他特殊要求。不过，自2006年起，该交易系统开始容纳北京中关村高科技园区的公司进入该系统进行挂牌交易，根据《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》第14条的规定，申请在代办转让系统中转让的企业应具备以下实质性条件：“注册在中关村科技园区内的非上市股份有限公司；设立满三年；属于北京市政府确认的股份报价转让试点企业；主营业务突出，具有持续经营记录；公司治理结构健全，运作规范及证券业协会要求的其他条件。”

为了让更多中小企业能够通过股票市场获得发展资金，场外交易市场的上柜条件理应大幅低于深沪主板市场、中小企业板和创业板的上市条件。不过，由于我国目前的信用制度尚不完善，笔者认为，不宜完全照搬域外经验，采取对企业规模和经营记录几乎没有要求的“无门槛”的上柜制度。相反，在市场设立初期，应当采取与域外相比更为严格的上市条件，以培育市场，待市场成熟之后再适当放宽挂牌条件。而且，场外交易市场应当更加注重上柜企业的成长性，而不是赢利性，因而，无论上柜企业规模大小和盈利能力的强弱，规范运作才是关键。因此，市场应当充分借鉴国际经验，注重发挥中介机构的作用，要求企业在上柜交易时，应当提供由专业的中介机构出具的法律合规报告、审计报告和公司治理报告等文件。同时，还应当借鉴我国证券交易所市场保荐人制度的经验，引入做市商制度，并强化做市商的责任，以控制上柜企业所可能具有的法律风险、财务风险、经营风险及其他风险。

## 三、投资者的机构化

与主板市场和创业板市场相比，股票场外交易市场的上柜标准较低，上柜公司的规模通常较小、上柜证券的流动性也较差，因而，投资者所面临的风险与主板和创业板市场的投资者要大得多，在这种情况下，出于保护投资者利益的需要，市场应当实行“合格投资者”制度，投资者必须具有一定的识别风险和承担风险的能力才被允许进入。为了培育市场，保护投资者尤其是个人等

中小投资者的利益，在市场建立的初期，应当只允许具有较强资本实力和风险承受能力的券商、基金、保险、财务公司、风险投资机构和私募基金等机构投资者介入，个人投资者暂不能直接参与柜台市场的交易，只能通过参与公司、合伙企业、基金等经济组织的方式，间接投资于场外交易市场，等到市场发育到一定的成熟度以后，再放开允许具有一定的风险识别和承受能力的合格个人投资者直接投资于场外交易市场。

事实上，我国创业板市场也已经建立了投资者准入制度，《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第7条规定，“创业板市场应当建立与投资者风险承受能力相适应的投资者准入制度，向投资者充分提示投资风险。”随着创业板的建立和运作，其对投资者准入的实践经验可以对场外交易市场的制度构建给予有效借鉴。

#### 四、交易方式的创新化

目前，做市商制度和竞价交易制度是国际股票市场中两种最主要的交易制度。与竞价制度直接撮合买卖双方，成交价格交易系统内部生成的交易机制不同，做市商制度下，买卖双方的委托并不直接配对成交，而是从做市商手中买进或卖出证券，成交价格也是从交易系统外部输入的。目前，在全球前十大交易所市场中，也已经有NYSE、东京证券交易所、伦敦证券交易所、Euronext、德国交易所、中国香港证券交易所、澳大利亚交易所等8家交易所，在不同程度上采用了做市商交易制度。<sup>[9]</sup>

做市商制度为全球证券场所广泛采用的原因在于，相对于竞价机制而言，它具有三大功能，即有利于保持市场的流动性、有利于大宗交易完成和维护市场的稳定、有利于市场有效性的提高和证券的推介。<sup>[7]</sup>如20世纪90年代，日本JASDAQ市场得以迅速发展的重要原因之一，就是1998年日本证券交易商协会提出的在JASDAQ市场逐步引入做市商制度的改革方案。有关研究表明，同一只股票在引进做市商制度后，流动性大为提高，说明做市商制已经在JASDAQ市场发挥作用。<sup>[8]</sup>

我国股票市场至今还没有做市商制度。主板市场、中小板、创业板市场及代办股份转让系统实行的交易制度均是竞价制度。尽管自2006年1月开始，中关村科技园区内的非上市股份有限公司的股份进入代办股份转让系统挂牌转让实行主板券商制度，然而按照目前的规定，主办券商是指推荐园区企业进入代办系统挂牌报价转让，并负责指导、督促其履行信息披露业务的报价券商。主办报价券商不得买卖所推荐挂牌公司的股份。由此可以看出我国的主办报价券商提供的更多的

是经纪服务，<sup>[9]</sup>而不是报价服务。这与做市商制度具有本质的区别，并直接影响到我国代办股份转让系统的正常运行，据统计，中关村科技园区非上市公司代办股份转让系统曾有连续数个交易日无报价、无成交的情况。

与代办股份转让系统相类似，场外交易市场中的融资主体主要是中小企业，市场规模较小，投资风险较高，投资者主要是合格的机构投资者，以大宗交易或风险投资为主，股票市值较低，流动性较差，完全采用竞价交易机制可能导致证券价格的背离和市场流动性较差，影响市场的稳定，带来更大的风险，因而，引入做市商制度将能够更加有效的解决这些问题。

事实上，早在2001年，做市商制度即被引入银行间债券市场。在以机构投资者为主体，以场外市场为主要组织形式的发展思路指导下，运行8年来，做市商制度已经取得了很大成功：做市商数量从最初的9家增加至目前的17家，类型也由单一的商业银行扩展到证券公司，同时报价量和成交量也在不断增长，报价价差逐渐缩小，做市报价已成为市场价格的重要导向，对提高市场流动性和推动银行间市场快速发展起到了重要作用。<sup>[10]</sup>这些均将为我国场外交易市场的做市商制度引入和完善提供宝贵的经验。

然而，做市商制度也不是十全十美的，其最大的缺陷之一就在于做市商利用其所处的信息不对称的做市的优势地位侵害其他投资者合法权益。无论是传统的垄断性做市商制度还是竞争性做市商制度，该缺陷都是难以完全避免的。为了克服这一缺陷，除韩国的科斯达克市场之外，其他主要场外交易市场目前均实行做市商制度和竞价制度相结合的混合做市商制度。这是因为，混合型做市商制度通过其竞价交易机制抑制了传统做市商制度对投资者权益的侵害，同时，它又通过竞争性做市商制度弥补了竞价交易制度下可能发生的流动性不足、特别是大宗交易困难的缺陷。换言之，该制度融合了竞价制度和做市商制度的优点，能够更好地适应场外交易市场高风险、高收益、信息不对称、流动性差等特点。因而，我国应引入竞争性的做市商制度，与已经经验成熟的竞价制度相结合，建立起适应我国国情的、有中国特色的混合做市商制度。

#### 五、监管制度的高效化

场外交易市场上柜交易的主要是中小企业，为了降低中小企业的上柜成本，确保场外交易市场的正常运行，就必须建立一个高效率、低成本的监管体系。高效率，是因为场外交易涉及的企业众多、地域广泛，并且发行公司规模小、交易

量分散，非如此，不能确保交易的公开、公平、公正。低成本，是考虑到参与场外交易的主体是中小企业，而任何加大人力成本的行政监管都会导致中小企业交易成本的增加，从而会降低场外交易市场对它们的吸引力。<sup>[1]</sup>因而，对场外交易市场的监管应当特别注重行业自律作用的充分发挥，采取以各交易所、做市商、同业协会制定同业公约进行行业自律为主、以行政监管为辅的非集中监管模式，以降低降低监管成本，提高监管效率。这也是美国、我国台湾地区等场外交易市场发达的国家和地区监管实践的基本经验。

在美国，场外交易市场由全美证券交易商协会（NASD）负责。该协会是一个自律性的管理机构，在美国证券交易委员会注册，负责制定场外交易法规和规范其会员行为的责任。具体来说，则由该协会所拥有的两个子公司——NASDAQ 管理股份有限公司以 NASDAQ 股票市场股份有限公司具体负责场外交易市场的监管。同时，NASD 制定全局战略方向和政策方针，并对这两个子公司的运作进行监督，以确保集团内部规定和自律管理制度的完善。而在我国台湾地区，兴柜市场的监管自 2005 年 11 月开始主要由一个独立的以公益为目的的财团法人——柜台买卖中心负责。

事实上，我国的代办股份转让系统从一开始就强调了证券业协会的监管地位，到目前为止，该系统的监管仍然采取以证券业协会为主导的自律监管为主，证券业协会制定了几乎所有的该市场的业务规则和管理办法，在其制定的《股份转让办法》中规定：中国证券业协会依法履行自律性管理职责，对证券公司代办股份转让业务进行

[注 释] ① 参见台湾行政院金融监督管理委员会证券期货局网站 (www.sfcgov.tw)。

② 《非上市公众公司监管部获批成立》，中国证监会官方网站，http://

#### [参考文献]

- [1] 李文增. 为何要在天津建立三板市场 [J]. 产权导刊, 2008, (5) :26.  
 [2] 王 勇, 等. 场外交易市场作用机制和发展策略研究 [J]. 北方经济, 2008, (5) :9.  
 [3] 过文俊. 海峡两岸场外交易市场比较 [J]. 南方金融, 2007, (2) : 45-48.  
 [4] 杨明杰, 张秉心. 兴柜股票新修正制度简介 [J]. 证券柜台月刊, 2003, (85) :16-25.  
 [5] 王 刚, 韩立岩. 台湾兴柜股票市场探析及其对我国内地技术产权市场发展的启示 [J]. 管理前沿, 2004, (1) : 28.

监督管理。《报价转让办法》中也有类似的规定：协会依法履行自律性管理职责，对证券公司报价转让业务进行监督管理。因此，为了保持场外交易市场发展的一贯性，减少改革的成本，同时也为了与国际惯例保持一致，场外交易市场应当仍然延续以证券业协会监管为主的监管体系。

在对场外交易市场以自律管理为主的同时，不能忽视政府监管作用的发挥。作为我国未来股票市场的重要组成部分，其与沪深交易所市场存在着功能上的统一和逻辑上的联系，理由由同一政府监管机构——中国证监会对其行使监管职能。2008 年，中编办正式批复证监会成立了非上市公众公司监管部，正是对该思路的回应。根据批复，其将主要承担五大职责：1、拟定股份有限公司公开发行不上市股票的规则、实施细则；2、审核股份有限公司公开发行不上市股票的申报材料并监管其发行活动；3、核准以公开募集方式设立股份有限公司的申请；4、拟定公开发行不上市股份有限公司的信息披露规则、实施细则并对信息披露情况进行监管；5、负责非法发行证券和非法证券经营活动的认定、查处及相关组织协调工作等。<sup>②</sup>

需要注意，场外交易市场监管机构的证监会和证券业协会应当明确分工、各司其责，保证对市场监管的公正有效。证监会作为我国资本市场的行政监管机关应当对场外市场以间接、宏观管理为主，而不能不分巨细、包罗万象。证券业协会是场外交易市场中最直接和最主要的监管机构，应当在证监会的指导和监督下，对证券市场进行具体、直接监管。

www.csrc.gov.cn/n575458/n776436/n3231281/n4268990/10275923.html, 2009 年 4 月 6 日。

- [6] [7] 李学峰. 国际资本市场中的做市商制度：功能影响与趋势研究 [J]. 广东金融学院学报, 2007, (2) :48-50.  
 [8] 张元萍, 蔡双立. 境外柜台交易市场分析及对我国的启示 [J]. 北京工商大学学报 (社会科学版), 2008, (3) :99.  
 [9] 周高见, 张 颖. 场外交易市场与主板市场的比较 [J]. 产权导刊, 2006, (5) :41.  
 [10] 章丽华. 中国做市商制度迈出一大步 [J]. 产权导刊, 2008, (11) :41.  
 [11] 周茂清. 场外交易市场运行机制探析 [J]. 财贸经济, 2005, (11) :46.

## On the Five Principles of Structuring Stock OTC Market System

Jin Ruqin

(East China University of Political Science and Law, Shanghai 200062, China)

**Abstract:** The introduction of Interim Provisions for Administration of IPO and Listing on the GEM means that the construction of China's stock floor trading multi-level market system is basically completed. However, in China the development of the stock floor trading market has made great achievements in the meantime, the development of the stock OTC market makes no substantial progress. Therefore, in the latter-GEM era, we should build system of the stock OTC market to promote it to develop rapidly. This article holds that stock OTC market system should be guided by five principles as follows: the differences in legal position, low the standard of OTC listing companies, institutional investors, and innovative ways of dealing and efficient regulatory system.

**Key words:** stock; over-the-counter market; market maker

(责任编辑：张静一)