



Legal Study on NEEQ Market Construction

新三板市场建设法律问题研究

法学格致文库

穷究法理 探求真知

邢会强 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING

法治建设与法学理论研究部级科研项目成果

Legal Study on NEEQ Market Construction

新三板市场建设法律问题研究

法学格致文库

穷究法理 探求真知

邢会强 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

新三板市场建设法律问题研究/邢会强著.

—北京: 中国法制出版社, 2015. 5

(法学格致文库系列)

ISBN 978 - 7 - 5093 - 6408 - 6

I. ①新… II. ①邢… III. ①上市公司 - 公司法 - 研究 - 中国 IV. ①D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 110317 号

策划编辑/李小草 (lixiaocao2008@sina.cn) 责任编辑/任乐乐 封面设计/杨泽江

新三板市场建设法律问题研究

XINSANBAN SHICHANG JIANSHE FALÜ WENTI YANJIU

著者/邢会强

经销/新华书店

印刷/北京京华虎彩印刷有限公司

开本/640×960 毫米 16

版次/2015 年 6 月第 1 版

印张/14.25 字数/206 千

2015 年 6 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 6408 - 6

定价: 49.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgffzs.com>

市场营销部电话: 010 - 66033393

值班电话: 010 - 66026508

传真: 010 - 66031119

编辑部电话: 010 - 66071862

邮购部电话: 010 - 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

序 言

“多层次资本市场体系”是具有中国特色的一个概念。这个创新性概念的提出，对于我国资本市场体系的完善具有重要的促进意义。如今，“建立多层次资本市场体系”已成为我国资本市场的一项重要战略任务。全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）就是在这样的背景下破土而出。

2012年9月20日，全国中小企业股份转让系统有限公司成立。同月28日，中国证监会通过了《非上市公众公司监督管理办法》。2013年1月16日，全国中小企业股份转让系统正式揭牌运营。2013年6月19日，国务院常务会议决定加快发展多层次资本市场，将中小企业股份转让系统试点扩大至全国。

尽管新三板的时间不长，但它的发展势头异常迅猛，引人瞩目。截至2014年底，在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司总计1572家，总股本658亿股，总市值4591亿元，平均市值2.92亿元，二级市场平均市盈率35.27倍。其中，做市股票122只，整体市盈率28.49倍。截至2015年4月底，在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司已达到2300多家。

新三板市场的融资能力日益完善。2014年融资130亿元，比2013年增长12倍，2014年融资327次，比2013年增长4.45倍。截至4月21日，市场完成发行292次，融资122.85亿。可见，新三板对中小微企业融资难问题的解决的贡献是显著的。

中小微企业挂牌新三板的过程，同时也是财务规范化、业务规范化、战略清晰化的过程。公司挂牌后，成为了公众公司，信息得以透明化，品牌形象得以提升，融资难的瓶颈得以突破。新三板对中小微企业的帮助是实实在在的。

这就是多层次资本市场的伟大之处。中小板、创业板都没有解决好中小微企业的融资难问题，只有新三板才解决了这一问题。所以，全国中小企业股份转让系统是中国真正的“纳斯达克”。

说全国中小企业股份转让系统是中国真正的“纳斯达克”并不意味着全国中小企业股份转让系统建设的目标是美国的纳斯达克，或者跟着后者亦步亦趋，而是说全国中小企业股份转让系统与美国纳斯达克的“创新基因”是一样的。我们不能用主板的思路来办新三板，甚至不能被既有的《公司法》、《证券法》的传统思维所固化。要站在更高的高度看待金融创新，要敢于跳出既有的框架进行金融创新。而要做到这一点，就离不开对多层次资本市场和新三板的理论研究。

同时，我们还应该看到，新三板市场，甚至整个金融市场的一个特点可以说是“制度跟不上市场的变化，研究跟不上制度的变化”。除了《证券法》、《公司法》、《非上市公众公司监督管理办法》、《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》等法律、法规和规章外，截止2015年4月15日，为规范市场运行，新三板共制定发布业务规则31件、服务指南35件，涵盖挂牌准入、融资、交易、信息披露、投资者服务、主办券商管理等市场主要方面的相对完备的业务规则体系，为市场的长远发展初步奠定了制度基础。对于新三板的这些制度，学术界还没有及时跟上，还缺乏对这些制度系统性的梳理和深入研究。有的，仅仅是对个别制度（如转板等）的零星研究。

本书可谓是国内学术界的第一本对新三板做系统整体性学术研究的专著。它的起源是作者于2013年中标的司法部国家法治与法学理论研究项目“三板市场建设法律问题研究”（立项编号12SFB2042）。本书是在该课题结项报告的基础上修改而来的。

本书的主要观点和创新点如下：

第一，在挂牌制度方面，提出了改变券商和律师的角色错位现象，进一步优化挂牌制度的建议，以让券商在定价、做市、融资、投资者沟通等方面发挥更大作用，让律师在招股说明书和其他申请材料的准备上发挥更大作用。具体言之，公开转让说明书应强制性地要求由律师起草，而不是由券商起草。挂牌推荐可以由券商来推荐，也可由律师事务所和会计师事务所以及其他机构推荐。挂牌后的持续督导，可以由券商来负责，也可由律师事务所负责。此外，挂牌审查部门可以考虑借鉴美国注册制经验，建立健全沟通渠道，提高挂牌审查的友好程度。比如，开通公开咨询热线电话，解答各种疑问；定期整理和公布常见问题答复，不断补充、完善、细化问题解答；在有关培训中，允许律师和会计师参会，让所有中介机构都了解最新审查理念和动态。我国还应明确允许律师事务所、会计师事务所以股权支付、期权支付等新型收费模式收取律师费、审计费，建立与挂牌公司互利共赢的长效激励约束机制。当然，（拟）挂牌公司支付给全体中介机构的总支付比例应控制在一定范围内（例如挂牌公司股份的15%以内）。

第二，在信息披露制度方面，研究发现，与主板、创业板上市公司相比，新三板挂牌公司的信息披露制度在理论基础、基本原则、披露的形式、内容、时点与责任等方面没有变化，但更加强调意思自治，赋予挂牌公司更多自由，强调主办券商在信息披露方面的作用，更充分地利用互联网进行信息披露。新三板挂牌公司信息披露制度的进一步完善方向是：根据市场分层实施差异化的信息披露体系，鼓励更多的自愿性信息披露，进行信息披露的简明化改革。

第三，在投资者适当性制度方面，为打造一个以机构为主的市场，新三板通过500万元人民币的门槛，将大部分散户排除在外。但从中期目标来看，随着新三板市场分层制度的实施，对于较高层级的挂牌公司，应降低投资者准入门槛。投资者适当性制度最终应回归投资者适当性管理的本源，即应该通过风险揭示和投资者教育来引导投资者理性投资，加强金融机构的行为监管和责任约束，而不是一味粗

暴地限制投资者的权利。值得一提的是，交投是否活跃、交易量高低不是衡量一个市场成熟与否的唯一指标。新三板不必为提高交易量而过多地牺牲其他价值目标。

第四，在公司治理制度方面，中国证监会没有在《非上市公众公司监督管理办法》中强制、一律要求非上市公众公司建立独立董事制度，这可能是由于我们对“上市公司”涵义的误读。其实，股权分散程度或经营规模达到一定程度的非上市公众公司是应该建立独立董事制度的，以保护中小股东的权益。

第五，在新三板市场的做市商制度方面，我国现行规则仅要求至少两名做市商提供做市。实践中，采取做市转让方式的挂牌公司的做市商数量明显较低。做市商数量较低，则做市商之间合谋、串通、协同的成本会很低，会构成一个寡头市场，从而会损害投资者利益和市场效率。因此，应引入竞争法的思维，加大力度增加做市商的市场供给数量——不仅仅允许券商类做市商，还应加快引入非券商类做市商，逐步提高挂牌公司的做市商数量要求。

第六，在新三板市场的并购重组制度方面，《非上市公众公司收购管理办法》和《非上市公众公司重大资产重组管理办法》突出股东自治原则和市场化的约束机制，制度设计上以市场化为导向，进一步放松管制，强化事中、事后监管，构建有别于交易所市场和上市公司的并购重组制度体系。这两个办法代表了中国公众公司——无论是否上市——并购重组改革的方向：市场化和法治化原则。市场化要求政府部门简权放政，减少事前审批。法治化要求有法可依，市场主体守法自治。可以预见，非上市公众公司的并购重组制度探索，将为上市公司并购重组制度的完善提供有益的经验借鉴。现行上市公司并购重组制度之所以管制还如此严格，主要还是因为要防止企业“借壳上市”，进行制度套利。而由于新三板市场是一个完全实现了注册制的市场，企业挂牌的准入门槛较低，没有必要“借壳上市”，因此，在制度设计上更加灵活、简单。可以预言，随着主板和创业板市场注册制的实现，在新三板并购重组制度的示范下，上市公司的并购重组制

度会更加灵活、简化,更有利于企业并购重组,优化资源配置。

第七,在发行制度方面,本文认为,随着我国多层次资本市场的逐步建立、健全,公开发行与上市的彻底分离终于具备了客观条件:企业公开发行之后,可以到主板、创业板等场内交易市场上市,也可以到全国股份转让系统、天津股权交易所、上海股权托管交易中心、重庆股权转让中心等场外交易市场挂牌,当然,还可以既不上市也不挂牌,而仅仅在中国证券登记结算公司进行登记。但由于天津股权交易所、上海股权托管交易中心、重庆股权转让中心等区域股权市场在当前未纳入中国证监会监管,其挂牌公司的股东不能突破 200 人。在此情况下,暂不开禁其 IPO、公开发行功能。目前,全国中小企业股份转让系统拟挂牌公司在挂牌之前不能进行 IPO(首次公开发行),挂牌之后不能通过“向不特定对象发行”(公开发行)进行再融资(除非拟转到证券交易所上市),而只能进行定向发行和定向转让,这是和发达资本市场的通行做法相背离的。为进一步便利中小企业的直接融资,将全国股份系统建成“中国的纳斯达克”,因此,笔者建议开禁“新三板”的公开发行功能:既允许企业在新三板挂牌之前进行 IPO,也允许企业挂牌之后通过公开发行进行再融资。如果允许新三板拟挂牌公司进行 IPO,则 IPO 的门槛就会降低,会有更多不符合证券交易所上市条件,但符合新三板挂牌条件的企业进行 IPO。而这正契合了当前国务院关于降低企业 IPO 财务条件的精神。当然,笔者也知道,由于这一建议太过于超前,与现行新三板的做法冲突太大,它短期内予以实现的可能性不大。但笔者在此提出,还是希望引起大家的思考。

第八,在上市制度方面,本书研究了介绍上市制度。目前,国内 A 股还没有介绍上市的案例。无论是《证券法》,还是沪深两个证券交易所的股票上市规则,都还没有明确规定介绍上市这一方式。其实,这一上市方式还是有引入的必要的。引入介绍上市,有利于证券交易所扩大业务和上市公司数量,增加市值和流动性,吸引不同需求的投资者入场,也有利于公司通过资本市场实现不同的上市需求,更

有利于企业和中介机构在弱市中进行资本运作，进行金融创新，增强市场活力。既然有介绍上市，就应该有“介绍挂牌”。某挂牌公司通过实物分派形式实现裂变，分拆出另外一个子公司并申请挂牌，如果有“介绍挂牌”的机制，该子公司就的挂牌审查过程就有可能大大加快。

第九，在转板机制方面，在资本市场发达国家和地区，不同板块之间的直接转板机制是畅通的。之所以要在不同交易市场之间建立转板机制，最根本的原因还在于企业的发行自由、上市自由，以及交易（场）所之间的竞争自由。在发行与上市彻底脱钩的情况下，由于交易（场）所之间的竞争自由，他们会推出不同的市场板块来满足发行人差异化的上市需求和挂牌需求；由于上市和挂牌自由，监管机构也不必剥夺达不到上市门槛的企业的发行自由，因为其可以在发行之后挂牌，或者在证券公司柜台买卖，或者也既不上市交易也不挂牌也不在证券公司柜台买卖，只要发行人愿卖，投资者愿买，监管者没有干预的必要。这样，能最大程度地实现风险错配，解决中小企业的融资难问题。此外，本书还提出了转板机制的设计原则：升板转板、平级转板采取自愿原则，由企业申请，拟转入的交易（场）所审核，拟转出的交易（场）所不得阻拦；而对于降级转板，一般采取强制与自愿相结合的原则。强制原则是指，交易（场）所有权强令不符合其上市、挂牌的条件的公司退至更低层次的板块。自愿原则是指，企业可自主选择从较高板块退市，到较低板块上市或挂牌。

第十，在市场分层方面，多层次资本市场的内在要求是，形成不同层级的市场体系，为不同层级的企业提供多样化的、可选择的挂牌上市和交易的平台，为不同风险偏好的投资者提供多样化的、可选择的投资渠道。从逻辑上讲，新三板宜分为上中下三层，分为上中下三层后，以中层为基准，依据分层标准，好的、大的或透明度高的升板进入上层，差的、小的或透明度低的降级进入下层，以实现优胜劣汰的竞争。由于历史原因，也可以分为四层。除了上述三层外，“两网”及退市公司则为第四层。本书认为，分层之前，应对挂牌公司进行摸

目 录

Contents

第一章 多层次资本市场中的三板市场	(1)
一、多层次资本市场的缘起与由来	(1)
二、场内市场与场外市场的划分	(2)
三、我国多层次性资本市场的建构目标	(3)
四、三板、新三板与股转系统	(4)
第二章 企业到新三板挂牌的意义	(7)
一、新三板具有定价功能	(7)
二、新三板具有融资功能	(9)
三、新三板具有盘活股份功能	(10)
四、新三板具有便利企业被收购的功能	(10)
五、新三板具有对企业主板、创业板上市的助推功能	(13)
六、新三板具有转板绿色通道	(13)
第三章 新三板的挂牌审查制度	(16)
一、挂牌准入的实质条件	(16)
二、挂牌准入的程序制度	(17)
三、现行挂牌制度存在的问题	(23)
四、进一步优化挂牌制度的建议	(25)
第四章 新三板市场的信息披露制度	(28)
一、新三板挂牌公司信息披露制度的内容及与主板、 创业板的比较	(28)
二、新三板挂牌公司信息披露制度的变与不变	(45)

三、新三板挂牌公司信息披露制度的进一步完善	(52)
第五章 新三板市场的投资者适当性制度	(56)
一、投资者适当性制度概述	(56)
二、我国新三板市场投资者适当性制度的具体内容	(70)
三、争议：是否降低门槛？	(72)
四、引入金融机构的信义义务	(76)
五、完善违反适合性原则的民事责任	(81)
第六章 非上市公众公司与独立董事制度	(84)
一、非上市公众公司的公司治理之特征	(84)
二、非上市公众公司的公司治理实践特征之形成	(85)
三、域外的独立董事制度	(86)
四、我国的制度是如何形成的？	(92)
五、我国大陆对“上市公司”涵义的误读	(94)
六、建立非上市公众公司独立董事制度及保障制度的 建议	(95)
第七章 新三板市场的做市商制度研究	(99)
一、我国现行新三板做市商制度的选择	(100)
二、做市商制度对传统《证券法》的挑战与《证券法》 的修改与解释	(105)
三、进一步完善新三板做市商制度	(108)
第八章 新三板市场的并购重组制度	(113)
一、非上市公众公司收购管理制度的主要内容与特点	(113)
二、非上市公众公司重大资产重组管理制度的主要内 容与特点	(119)
三、对新三板并购重组制度的评析	(130)
第九章 场外交易市场（拟）挂牌公司的公开发行制度	(134)
一、我国对公开发行与上市制度的误用和误解	(134)
二、“公开发行”与“上市”为什么要脱钩？	(136)

三、境外公开发行与上市分离的相关经验	(138)
四、证券法修订建议	(147)
五、开禁股转系统的公开发行功能	(149)
第十章 多层次资本市场与介绍上市制度	(151)
一、介绍上市的基本规则	(151)
二、介绍上市的四种形式	(152)
三、介绍上市过程中的投资者保护	(157)
四、我国有必要引入介绍上市方式	(159)
第十一章 多层次资本市场条件下的转板机制	(161)
一、转板机制的含义	(162)
二、为什么需要转板机制?	(162)
三、境外的转板机制经验借鉴	(165)
四、多层次资本市场条件下我国转板机制的构建	(169)
五、转板机制与《证券法》修改	(171)
第十二章 新三板市场分层建设	(173)
一、资本市场分层的概念	(173)
二、资本市场分层的必要性和功能	(173)
三、资本市场内部分层的数量	(176)
四、资本市场分层的标准	(176)
五、新三板市场内部分层的建议	(185)
六、新三板市场内部分层的配套制度建设	(187)
第十三章 全国股转系统公司的自律监管	(190)
一、全国股转系统公司的自律监管的涵义与缘起	(190)
二、自律监管的优势与不足	(194)
三、全国股转系统公司自律监管的主要内容与特色	(197)
四、全国股转系统公司自律监管与政府监管的良性 互动	(202)
五、对全国股转系统公司自律监管的诉讼监督	(204)
后记：展望新三板	(209)

第一章 多层次资本市场中的三板市场

一、多层次资本市场的缘起与由来

“多层次资本市场”是一个中国概念，在国外并没有对应的概念，也没有形成一套多层次资本市场理论。这是因为西方发达资本市场国家的资本市场的多层次性是自发形成的，而我国多层次资本市场则是建构而来的。“多层次资本市场体系”概念实际上是一个服务于强制性制度变迁的理论供给，“建设多层次资本市场”则鲜明地体现了制度创新的“建构理性主义”精神，在这个意义上它是一个非常中国化的概念。^①

大约是从 1996 年起，一些学者提出了“多层次资本市场体系”的概念，一些研究者也对中国构建多层次资本市场体系的路径提出了建议和设想。

1997 年 11 月，樊纲就指出：“资本市场是一个大概念，它包括全国性的股票市场，包括大量的场外交易市场。”“可交易的股票，能上正规市场也是少量。”“即使有第三证券交易所，这类小企业也不可能上市。现实办法是建立地方小市场……现在缺乏的是政策，需要上下探索发展地方性的小资本市场，以及如何形成多层次资本市场的

^① 阙紫康：《多层次资本市场发展的理论与经验》，上海交通大学出版社 2007 年版，第 2 页。

问题。”^①

1999年,南京航空航天大学经济系何光辉指出:“二板市场的运作与主板市场的综合发展本身就是中国多元化资本建设的内容。”“必须着重发展二板市场、进而建成二板市场和主板市场整体上协调发展的多层次资本市场体系。”^②

2001年4月,刘世庆指出:“美国多层次资本市场体系实现了资源的最佳配置和再配置……我国应借鉴美国成功的经验,建立多层次的资本市场,以满足不同企业上市融资的需要,从而解决东西部资本市场发展不平衡的问题。”^③

2003年8月,时任中国社会科学院金融研究所所长的李扬指出:“建立多层次资本市场就必须发展真正的OTC市场。”他的建议是:“能不能下决心把深圳(证券)交易所改造成场外交易市场?”^④

2003年10月,在党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中,专门强调要“扩大直接融资,建立多层次的资本市场体系,完善资本市场结构,丰富资本市场产品,规范和发展主板市场,推进风险投资和创业板市场建设。”这是政策层面关于“多层次资本市场体系”的第一次正式表述,表明了我国资本市场发展的政策导向。自此,“多层次资本市场体系”成为中国资本市场理论研究、实践发展的一个关键词。^⑤

二、场内市场与场外市场的划分

从主流观点来看,场内市场就是指由证券交易所组织的集中交易

① 樊纲:“关于市场建设的几个问题”,载《学习与实践》1997年第11期。

② 何光辉、杨咸月:“风险投资、二板市场及多层次资本市场发展”,载《财经研究》1999年第5期。

③ 刘世庆:“中国需要多层次的资本市场”,载《成都行政学院学报(社会科学类)》2001年第2期。

④ 李扬:“建设多层次资本市场必须发展真正OTC市场”,载《证券时报》2003年8月19日。

⑤ 阙紫康:《多层次资本市场发展的理论与经验》,上海交通大学出版社2007年版,第2页。

市场，一般有固定的交易场所和交易活动时间。在我国语境下就是指上海证券交易所和深圳证券交易所。^①场外市场，又称为 OTC 市场 (Over-the-Counter Market)，在国外又多被称为柜台交易市场或店头市场，通常是在证券交易所以外进行证券交易的市场。如中国台湾的二板市场“证券柜台买卖中心”认为：柜台市场指有价证券不在集中交易市场上市以竞价方式买卖，而在证券商的营业柜台以议价方式进行的交易行为所形成的市场。^②目前，绝大多数观点都认为场内市场和场外市场的划分仅为物理层面的划分。

随着信息产业的发展，场外市场得到了迅猛的发展，场外市场已经发展成为泛指所有证券交易所以外的进行证券交易的场所，其概念的内涵出现了扩展，场内市场与场外市场的概念也变得极为模糊。

三、我国多层次性资本市场的建构目标

按照服务企业的成熟度的不同，一国资本市场可以分为主板市场、二板市场、三板市场，甚至是四板市场或其他市场。这就是一国资本市场的“多层次性”。“多层次性”是成熟市场经济国家资本市场的主要特征，也是我国目前进行资本市场建设的主要目标。

在我国，上海、深圳证券交易所构成了证券交易的主板市场（深圳交易所创业板除外）。主板市场对上市公司的营业期限、股权结构、盈利等条件以及审批、监管相对来说是最为严格的。只有符合法定条件的公司才能在主板市场进行证券交易并融资。就企业生命发展周期而言，主板市场上的公司相对最为成熟。

与主板市场相对的即为二板市场。二板市场在我国又被称为创业板市场，指专为中小企业和新兴公司提供融资途径的证券交易市场。创业板市场在服务对象、上市标准、交易制度等方面不同于主板市

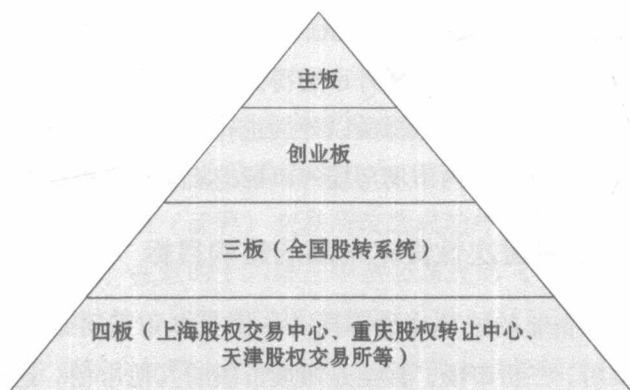
① 从交易商品期货的场内市场来看，我国又有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所。从金融期货的场内市场来看，我国有在上海设立的中国金融期货交易所。

② 参见 <http://www.gretai.org.tw/ch/about/introduction/history.php>, 2013 年 9 月 29 日访问。

场，是对主板市场的有效补充。

全国股份转让系统为我国的三板市场，天津、上海、重庆等地的区域性股权交易市场为我国的四板市场。

因此，我们可以把我国多层次资本市场体系的规划大体分为四个层次：如果把这个体系比喻成一个金字塔的话，塔尖就是主板市场，塔腰是创业板市场，塔基是三板市场和四板市场。我国多层次资本市场体系的层次结构如下图所示：



我国多层次资本市场体系的层次结构图

四、三板、新三板与股转系统

2011 年时，我们曾经建议，改革“中关村”模式，将其建设成为受证监会统一监管的、独立于主板及创业板市场的非上市公众公司股权交易市场。^① 一年之后，这一建议已被国务院所采纳：

2012 年 9 月 20 日，全国中小企业股份转让系统有限公司在国家工商总局注册成立，注册资本 30 亿元。2013 年 1 月 16 日，全国中小企业股份转让系统正式揭牌运营。全国中小企业股份转让系统有限公司是首个全国性场外市场证券交易场所。

全国中小企业股份转让系统的简称为“全国股份转让系统”或

^① 周信、郭锋主编：《全球金融危机背景下首都金融业稳定与发展的法律对策研究》，北京工业大学出版社 2011 年版，第 27 页。

“全国股转系统”或“股转系统”。全国中小企业股份转让系统有限责任公司为“股转系统”的运营管理机构。

全国中小企业股份转让系统的前身是中国证券业协会开设的“证券公司代办股份转让系统”（简称“代办股份转让系统”）。

代办股份转让系统，是为解决 STAQ 和 NET 系统历史遗留问题——公司的股份流通问题——于 2001 年设立的。^① 2002 年开始，退市公司的股份转让也通过代办股份转让系统进行。代办股份转让系统被称为“三板”或“老三板”。

2006 年 1 月，中关村科技园区非上市股份公司进入证券公司代办转让系统进行股份报价转让试点的正式启动，成为我国多层次资本市场建设的一个重要里程碑。这在证券实践中被称为“新三板”。

这样，代办股份转让系统挂牌公司分为三类：原 STAQ 系统和 NET 系统挂牌公司、终止上市公司、中关村科技园区公司。前两类为“老三板”、第三类为“新三板”。对于前两类，有人形象地称之为“垃圾处理站”。对于第三类，由于中国证监会不直接监管，而是由证券业协会进行自律监管，上市没有绿色通道，中国证监会此前对其并不重视，因此，有人形象地称之为“前妻的儿子”。这一“绰号”听起来让人心酸。（但现在不同了，至少，“前妻的儿子”现在变成中国证监会自己的“亲儿子”了。）“新三板”挂牌报价转让实行备案制。公司申请到代办股份转让系统挂牌，须先向北京市政府取得股份报价转让试点资格，然后由证券公司对其进行尽职调查并出具推荐报告，

① 1990 年 12 月 5 日，全国证券交易自动报价系统（STAQ 系统）正式开始运行。STAQ 系统是一个基于计算机网络进行有价证券交易的综合性场外交易市场，系统中心设在北京。1992 年 7 月 1 日法人股流通转让试点在 STAQ 系统开始试运行，开创了法人股流通市场。

NET 系统是由中国证券交易系统有限公司（简称中证交）开发设计，并于 1993 年 4 月 28 日投入试运行的，系统中心设在北京。NET 系统由交易系统、清算交割系统和证券业务系统这三个子系统组成。当时，在 NET 系统进行交易的只有中兴实业、东方实业、建北集团、广州电力、湛江供销、广东广建和南海发展等 7 只股票，市场规模较小。按有关规定，凡具备法人资格且能出具有效证明的境内企业、事业单位以及民政部门批准成立的社会团体，均可用其依法可支配的资金，通过一个 NET 系统证券商的代理，参与法人股交易。

由此在全国形成了上海、深圳两个证券交易所和 STAQ、NET 两个计算机网络构成的“两所两网”的证券交易市场格局。但由于多方面的原因，STAQ 和 NET 两个交易系统日益萎缩，上市公司效益也不尽人意。1999 年 9 月 9 日，这两个系统停止运行。