

五板资本市场

众创空间+孵化+股权众筹

张焕军 著

中国商业出版社

五板资本市场

——众创空间 + 孵化 + 股权众筹

张焕军 著

中国商业出版社

图书在版编目(CIP)数据

五板资本市场:众创空间+孵化+股权众筹 / 张焕军著.

- 北京:中国商业出版社, 2015.9

ISBN 978-7-5044-9102-2

I. ①五… II. ①张… III. ①资本市场—研究—中国

IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 211722 号

责任编辑:刘毕林

中国商业出版社出版发行

(100053 北京广安门内报国寺1号)

新华书店总店北京发行所经销

三河市嵩川印装有限公司印刷

★

710×1000 毫米 16 开 14.25 印张 220 千字

2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

定价:38.00 元

★ ★ ★ ★

(如有印装质量问题可更换)

序

五板资本市场，是众创空间 + 创业创新的场所，是企业孵化 + 股权众筹的场所，是非上市公司股权转让 + 融资对接的场所，是小微企业私募股权转让、融资场所的定位研究与实践，是多层次资本市场的补充。大力发展资本市场，符合习近平总书记“实现中华民族伟大复兴的中国梦”和李克强总理“大众创业、万众创新”“互联网 +”的指示精神。

李克强总理在公开场合发出“大众创业、万众创新”的号召，最早是在2014年9月的夏季达沃斯论坛上。他提出，要在960万平方公里土地上掀起“大众创业”“草根创业”的新浪潮，形成“万众创新”“人人创新”的新态势。

2015年1月28日，李克强总理主持召开国务院常务会议，确定支持发展“众创空间”的政策措施，为创业创新搭建新平台。会议指出，顺应网络时代推动大众创业、万众创新的形势，构建面向人人的“众创空间”等创业服务平台，对于激发亿万群众创造活力，培育包括大学生在内的各类青年创新人才和创新团队，带动扩大就业，打造经济发展新的“发动机”，具有重要意义。

这次国务院常务会议首次提出“众创空间”，在创客空间、创新工厂等孵化模式的基础上，大力发展市场化、专业化、集成化、网络化的“众创空间”，实现创新与创业、线上与线下、孵化与投资相结合，为小微创新企业成长和个人创业提供低成本、便利化、全要素的开放式综合服务平台。

2015年3月，两会期间，李克强总理在政府工作报告中提出：“大众创业，万众创新。”在两会闭幕后的记者招待会上，李克强再次指出：“国家的繁荣在于人民创造力的发挥，经济的活力也来自就业、创业和消费的多样性。”

2015年5月7日，李克强总理先后到中国科学院和北京中关村创业大街

考察调研。他强调，推动大众创业、万众创新是充分激发亿万群众智慧和创造力的重大改革举措，是实现国家强盛、人民富裕的重要途径，要坚决消除各种束缚和桎梏，让创业创新成为时代潮流，汇聚起经济社会发展的强大新动能。

2015年5月19日，全国就业创业工作电视电话会议在京召开。中共中央政治局常委、国务院总理李克强作出重要批示，指出：就业是民生之本，就业稳则心定、家宁、国安。近年来，各地区各部门积极作为，在经济下行压力加大的情况下实现了就业的持续增加，成绩来之不易。当前，我国经济发展进入新常态，处于动能转换“衔接期”，确保就业稳定面临新的机遇和挑战。要坚持实施更加积极的就业政策，突出抓好高校毕业生、就业困难人员等重点群体就业；坚持以大众创业、万众创新拓展就业空间，以服务业、新兴产业加快发展扩大就业容量；坚持简政放权、放管结合、优化服务，用改革的办法搭建更优创业平台，用市场的力量创造更多就业机会，推动经济持续健康发展，促进社会公平正义。

种种迹象表明，我们又处在一个改革发展的重要关口，上一次发生在上世纪80年的改革开放，这一次发生在30年后的今天，在习近平总书记号召，“实现中华民族伟大复兴的中国梦”的时刻；在李克强总理号召“大众创业、万众创新”的时刻。一个崭新的时代已经到来。

以互联网+为工具，以大众创业、万众创新为形式，新的经济结构正在逐渐形成。而具备新知识、新理念、新思维的人正在促进新经济结构的形成，在这一时刻，使我们进入了一个创业创新激情燃烧的氛围。从而让每个有创业愿望的人都拥有自主创业的空间，让每一个创造的梦想成为现实，让每个人都享有人生出彩的机会。我们要真诚地尊重每一份奋斗的价值，努力让创新创造的血液在全社会自由流动，让自主发展的精神在全体人民中蔚然成风，让千千万万的创新创业梦汇聚成“中国梦”。

另外，自从我国加入WTO，中国经济已经和世界经济融为一体，世界经济的好坏直接影响我国经济发展。可是，我国加入世贸组织WTO保护期已于2015年7月到期。保护期过后，国门必然打开，允许外资进入中国所有行业，包括国家管制的金融、证券、交通、钢铁等。届时，中国的企业将面临国内

外同行业企业的竞争。可以预见，中国的经济结构会大变，所有的行业都会大洗牌，中国又是必须从传统经营模式，转型到科技创新、金融创新上来。在这种背景下，我国需要一个市场化的、门槛较低、容量较大的资本市场，来应对和消化国际经济、国际市场、经济政策变化带来的各种影响。

以孵化 + 科技 + 资本来推动大众创业、万众创新、企业转型，推动科技与资本相结合，是当前小微企业做强做大走出困境的必经之路。小微企业必须把握资本运作机会，才能够突破企业发展瓶颈、打破企业经营格局、完善企业与整体的衔接。特别是小微企业跨区域的异地股权融资、收购、兼并、资产盘活可以打破区域内小范围的竞争格局，让区域内的企业通过资本运作融入全国、全球的竞争中去。打破区域竞争的渠道在于通过跨区域资本运作带动区域商品向区域外延伸。

党的十八大作出“促进工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展”的“新四化”同步战略部署。为进一步推进“新四化”建设，牢牢把握市场经济的客观规律，加快实现“中国梦”，全面建成小康社会，就必须加快推进资本市场改革，建立小微企业无门槛的资本市场，完善和补充现在资本市场门槛较高的不足，使小微企业有更大的融资空间。

股权众筹，也是引导企业由向银行进行的债权融资向股权融资转变，使企业减小生存压力，改变融资方和投资方的投融资思维，拓宽民间投融资渠道，让融资行为与投资行为变得更加市场化。当然，优化的资本市场格局不仅仅让投融资双方受益，还可以防范系统性、区域性金融风险的出现，避免次级贷的出现。

笔者曾在 2012 年 5 月出版的《企业新三板上市实务及投资指南》一书中指出，如果只挑较好的、有实力的企业上新三板，上了新三板就有转板可能，那就会失去新三板的宗旨，新三板是以扶植中小企业为己任，是中小企业成长的摇篮。

但是，三年后的新三板火了，现在想上新三板的企业多起来，截至 2015 年 5 月 21 日，全国股份转让系统在审申请挂牌企业基本情况表显示有 768 家在待审，挂牌公司家数 2452 家，其中做市转让 346 家，协议转让 2106 家。总数量已经接近主板（含中小板）、创业板的总和 2733 家，预计 2015 年年底

总数将超过主板和创业板的总和。

不过，新三板证券市场当前上市的数量仍然偏少，对拥有中小企业 6000 多万家、小微企业 1169 万家的中国中小微企业来讲，新三板一年上市 1000 余家，对庞大的中小微企业群体来讲是杯水车薪，远远不能满足中小微企业的需求。由于大量中小企业踊跃申请挂牌，导致新三板挂牌上市的门槛也悄然提高，大多中小企业是很难越过这一门槛，小微企业更不用提，呈现出“千军万马过独木桥”。只是少数有实力的企业才能登陆新三板，分享新三板的红利，绝大多数中小企业仍然没有上新三板融资、展示的机会，这与当初的设计思想严重背离。由此，中国多层资本市场改革、发展、完善、补充应运而生。

五板资本市场的定义是：企业孵化器 + 股权众筹，非上市公司私募股权公开转让 + 融资对接的场所，是我国多层次资本市场的发展和补充，是小微企业做强做大的发动机、助推器。

五板资本市场，简称五板市场，是全国性的小微企业孵化器，小微企业私募股权交易市场。个人投资者、机构投资者可以直接通过股权收购、股权增发、股权融资的过程直接融资或投资，企业可以通过定增融资、众筹融资、私募融资等募集公司发展资金，原股东可以通过出售股权套现让新股东进来。五板市场将与一板、二板、三板、四板的资本市场紧密衔接，构成了一个无缝隙的资本市场体系，能够满足不同企业和投资者的需要，任何类型企业和投资者都可以找到在资本市场发展的一个层次和交易平台，其中新三板证券市场起到了承上启下的作用。

入孵挂牌进行股权融资的企业，可以通过路演获得个人或机构的直投、孵化基金、私募基金、风险投资、股权投资、天使投资、银行贷款等。协助入孵挂牌融资的小微企业申请国家政策补贴、申请高新企业、知识产权申报、双软认定申报、制定企业发展战略规划等。这也是打开城市与城市之间、行业与行业之间、传统型园区的物理空间、市场及资金的整体边际。以企业、股权、项目、科技为基础，通过五板市场，将分散在全国各地，不同领域的资源聚集在一起，集中管理，分散经营。

五板市场，以企业孵化、科技孵化、产业孵化、股权众筹、股权转让、

并购重组等多种形式的投融资为主业，是资本市场改革创新的原产物。

入孵进入全国小微企业私募股权融资系统进行股权转让、融资的企业，实行挂牌注册制，新注册的公司一样可以申请入孵挂牌进行股权转让、股权融资等。

针对不同地区的入孵挂牌企业进行不同的管理和辅导，直接对接资本，协助股权众筹，促进小微企业资产证券化进程，实现小微企业、小微资产一样可以实现资产证券化。

五板市场，突出小微企业私募股权转让及融资的功能。它以振兴民族资本市场繁荣、促进中国大众创业、万众创新、扶持小微企业发展为己任；致力于推动中国小微企业的规范与成熟，促进小微企业的市场化、全球化进程。同时，辅助国家及有关部门制订小微企业的政策、法律、法规和发展战略，为各种类型的小微企业发展提供理论依据和信息服务，并开展与小微企业相关的课题研究，与国内外相关领域的专家、学者和机构进行交流与合作。

五板市场，以创业扶持、科技创新、平台开放、实现梦想、资源共享的核心理念为宗旨，为有梦想、有智慧、有资源、有胆量的人提供创业舞台，助推“大众创业、万众创新”和小微企业尽快成长。

五板市场，主要是为小微企业提供一个股权转让、融资、展示、提升企业估值、融通销售、规范企业发展的服务平台。也是为私募基金、风险投资、股权投资、天使投资、个人直投等等投资者提供的投资平台。支持创业、创新、成长型小微企业规范发展，进一步拓宽民间投资渠道。小微企业在成长过程中，特别是从非公众公司走向公众公司，需要经历一系列的“合规经营”流程，五板市场主要是通过有效的服务措施，来辅导全国各地的入孵挂牌企业合法、合规经营，避免公司治理不规范、偷税、漏税等。因为，一旦出现公司治理不规范、偷税、漏税等情况，公司将来是无法做强做大。主要体现在，公司治理不规范、偷税、漏税在向上一层资本市场升级时，券商、审计、律师这一关过不了，也就很难向上一层资本市场升级。

在五板市场申请注册挂牌进行股权转让、股权众筹、融资、投资、并购业务，只要符合法律要求，五板市场不做任何限制。对入孵挂牌进行股权转让的企业数量不做限制，只要符合入孵挂牌条件，3-5 个工作日就可挂牌。

申请入孵挂牌时实行注册制，只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断，不对企业做实质性考察，财务数据属于自愿披露范畴，且不强制审计。既可以申请尽职调查，也可以不申请尽职调查。不申请尽职调查的企业，可以自存挂牌。股权转让采取协议转让方式和直接报价转让方式，但也不排除委托转让方式。也不对投资者开户进行限制，企业、个人均可。开户资金最少2000元，投资企业金额不设限制，只要并购的出让方和收购方成交即可。

对入孵挂牌企业的准入条件较宽，有限公司、股份公司都可以。经营种类挂牌时不设限，但挂牌后会归纳到相关板块。例如：科技类的归纳到科技板块，创新类归纳到创新板块，农业类归纳到农业板块等。

在中国梦、新常态、大众创业、万众创新、互联网+的指引下，隆重推出中国多层次资本市场下的五板资本市场。

我们要把五板市场，做成中国真正的小微企业创业之家和小微企业创新之家。

当然，五板市场作为资本市场的一个新生事物，人们会有不同的理解，本书创新式的描述了五板市场，但不同的人也会有不同的划分。本书的出版，会促进人们更加系统地研究资本市场。企业需求催生了理论研究，实践使我们对理论进行了完善与补充。笔者相信，理论研究及探讨会让实践更理性，更稳健，更具操作性。

在本书的编写过程中，参考了一些互联网和公开媒体报告中的案例和数据，在此对所引用文献的作者一并表示感谢。

张焕军

2015年8月1日于北京

目 录

序	1
第一部分 资本市场层次划分	1
第二部分 我国各层次资本市场状况	9
第三部分 五板资本市场	13
第四部分 五板资本市场的功能	23
第五部分 五板资本市场入孵及挂牌	37
第六部分 五板资本市场管理暂行办法	59
第七部分 五板资本市场的业务规则	65
第八部分 五板资本市场的注册制	71
第九部分 股权众筹融资	91
第十部分 五板资本市场服务指南	113
第十一部分 小微企业在五板资本市场入孵挂牌的好处	133
附录一：私募投资基金监督管理暂行办法	147
附录二：私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)	155
附录三：国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见	163
附录四：关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	171
附录五：国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见	191
附录六：关于促进互联网金融健康发展的指导意见	199
附录七：科技企业孵化器认定和管理办法	207
附录八：国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见 ...	213

第一部分 资本市场层次划分

我国资本市场从 20 世纪 90 年代发展至今，由场内市场和场外市场两部分构成。其中场内市场的一板市场，即主板（含中小板）。二板市场，即创业板。三板市场，即场外市场的全国中小企业股份转让系统（是全国性证券市场）。四板市场，即区域性股权交易市场。但这个市场不是证券市场，而是场外股权转让市场。由这四个部分，共同组成了当前我国的多层次资本市场体系。

第一层，主板市场：主板市场也称为一板市场，指传统意义上的证券市场（通常指股票市场），是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所。

主板市场对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求标准较高，上市企业多为大型成熟企业，具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。

主板市场的公司在上交所和深交所两个市场上市。主板市场是资本市场中最重要的组成部分，很大程度上能够反映经济发展状况，有“国民经济晴雨表”之称。

但是，2004 年 5 月，经国务院批准，中国证监会批复，由深圳证券交易所设在主板市场内设立的中小企业板块，从资本市场架构上也从属于一板市场。

第二层，二板市场：二板市场也称创业板，是指专门协助高成长的新兴创新公司，特别是高科技公司筹资并进行资本运作的市场，是多层次资本市场的重要组成部分。它与大型成熟上市公司的主板市场不同，是一个前瞻性市场，注重于公司的发展前景与增长潜力。其上市标准要低于成熟的主板市场。创业板是一个高风险的市场，因此更加注重公司的信息披露。其目的主要是扶持中小企业，尤其是高成长性企业，为风险投资和创投企业建立正常的退出机制。

第三层，三板市场：全国中小企业股份转让系统有限责任公司（简称股转系统），是国务院批准的、全国性的场外证券交易场所、地位等同于深交所与上交所。俗称“北京交易所”，是中国证券市场的三板市场，其中有两个板块：

五板资本市场

一是原在 STAQ 系统和 NET 系统交易的股票和已经在主板退市的股票的板块，俗称“老三板”。

二是中小企业通过“全国中小企业股份转让系统有限责任公司”挂牌上市的公司，这部分俗称“新三板”。

两个板块的内容不同，交易制度不同，性质不同，目的不同。所以，不能把两个板块混为一谈。因此，为了区别两个板块，就有了“新三板”与“老三板”之分。

小企业上新三板后是如何做大的？

以九鼎投资新三板上市 5 个月成为市值 192.28 亿的过程为例，九鼎投资(430719)于 2014 年 4 月 29 日在新三板挂牌上市交易，截至 2014 年 10 月 28 日，在短短的 5 个月里，由上市时的 1.250 万股成为现在(2014 年 10 月 28 日收盘价 4.72 元)市值 192.28 亿元。

过程有三步：

一、在新三板上市。

二、上市后做大市值，上市第一天开盘价 610 元 / 股，最高达到 970 元。

三、在 5 个月内进行两次融资。

第一次定向增发 579.80 万股，价格 610 元 / 股，公司总股本则由 1250 万股，增加为 1829.80 万股，净资产则从 1000 多万元增加到约 36.4 亿元。

第二次发行股份数量为 300 万股，价格 750 元 / 股，募集资金 22.5 亿元，公司净资产增加 22.5 亿元。

根据 2014 年 8 月 11 日公示的数据显示，目前总股本：40.7383 亿股，流通股：21.4618 亿股。总市值约 192.28 亿元，流通市值约 101.29 亿元。

三个过程看似简单到极点，这里却蕴含着资本运作深厚的功底，是专业资本运作的杰作，人们看到的是专业资本运作的果，而内容只有资本运作的操盘手知道。

在新三板上市公司中，有很多公司的股票交易价格还很低，没有真正体现公司价值，当公司缺少发展必要资金时也很难融到钱，这就是缺少专业资本运作操盘手果。

九鼎投资如果没上新三板，4 个月由 1000 多万净资产融资近 60 亿元，市

值高达近 200 亿元，是不可能的。

现在，九鼎投资 2015 年 5 月 25 日的报表看，总股本 50 亿元，流通股本 32.2854 亿元，当日收盘价 23.38 元。总股本 50 亿 $\times$ 当日收盘价 23.38 元 = 当日市值 1169 亿元。

新三板打造了很多创富奇迹，尤其值得注意的是，全国股转系统与主板市场的联动效应已初步显现。

第四层，四板市场：区域性股权交易市场，是为特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场，一般以省级为单位，由省级人民政府监管。四板市场是我国多层次资本市场的重要组成部分，亦是中国多层次资本市场建设中必不可少的部分。对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本，加强对实体经济薄弱环节的支持，具有积极作用。

在资本市场上，不同的投资者与融资者都有不同规模的主体特征，存在着对资本市场金融服务的不同需求。投资者与融资者对投融资金融服务的多样化需求决定了资本市场应该是一个多层次的市场体系。此外，由于经济生活中存在强劲的内在投融资需求，这就极易产生非法的证券发行与交易活动。这种多层次的资本市场能够对不同风险特征的融资者和不同风险偏好的投资者进行分层分类管理，以满足不同性质的投资者与融资者的金融需求，并最大限度地提高市场效率与风险控制能力。

这里着重介绍一下美国的资本市场，按照美国资本市场上市标准的高低，可分为五个层次：

第一层次，主板市场。纽约证券交易所是蓝筹股市场，以撮合竞价进行交易。

第二层次，纳斯达克(NASDAQ)，美国的创业板。

第三层次，场外交易市场(OTC)，由 OTCBB 板块、粉红单板块构成。

第四层次，地方性柜台交易市场。

第五层次，私募股票交易市场。

值得着重介绍一下的是美国的场外交易市场(OTC)。为了便于交易并加强 OTC 市场的透明度，NASD 于 1990 年开通了 OTCBB 电子报价系统，全称是场

五板资本市场

外电子柜台交易市场(Over the Counter Bulletin Board),是纳斯达克(NASDAQ)的管理者,全美证券商协会(NASD)管理的柜台证券交易实时报价服务系统。在OTCBB上面流通交易的股票,都是不能达到在那斯达克全国市场(National Market)或小资本市场(Small Capital)上挂牌上市要求的公司的股票。因此,有人说它属于“未上市证券市场”。

一般而言,任何未在全国市场上市或登记的证券,包括在全国、地方或国外发行的股票、认股权证、证券组合、美国存托凭证等,都可以在OTCBB市场上报价交易。

虽然OTCBB股票与NASDAQ股票同样由做市商通过NASDAQ电脑网络进行报价,又同在NASD的管辖之内,但OTCBB与NASDAQ有本质不同。

OTCBB采取了一种上市方式和门槛更为灵活的机制,对企业没有任何规模或盈利要求,只要有3名以上做市商愿为该证券做市,就可向NASD申请挂牌。

从功能上说,OTCBB市场的融资功能是很弱的,它只是为企业提供的通向NASDAQ(纳斯达克)上市过渡的培育市场,因为它不能发新股。

它存在的价值就是给众多“摘牌公司”一个搁置的地方,在那里进行资产重组,或者收购,也可以进行私募。

有些公司通过自己改造升级,重新把业绩做上去,再度升级到主板。

还有一些企业就另外找大股东,通过注入资产把业绩提升到能升级到主板的地步。

所有OTCBB上的挂牌上市公司,最终都要去三大主板,谁如果把上OTCBB当成一个终点站,绝对是不正常的。

一般来讲,到OTCBB上利用“壳”做反向收购挂牌的公司,应在半年到9个月之内升级主板,然后发行新股筹资。

挂牌后的企业,按季度向美国证券交易委员会(SEC)提交报表,即可在OTCBB上市流通。达到一定条件后,便可直接升入NASDAQ小型资本市场或NASDAQ全国市场。

这使得许多公司选择先在OTCBB上市,获得最初的发展资金,通过一段时间的积累,达到纳斯达克或纽约证券交易所的挂牌要求后再“升板”。

其中,微软和思科就是这种模式最成功的代表。

由于 OTCBB 面向的是小企业，因此形成了发行证券数量少、价格低、流通性差、风险大的显著特点。

目前，OTCBB 上的挂牌企业，其中不乏几美分的垃圾股票和空壳公司，股价不到 1 美元的“壳”公司更多。

近几年来，参与 OTCBB 市场的美国投资者越来越多，而挂牌企业也陆续暴露出一些问题，SEC 的监管随之变得更为严格。

虽然纳斯达克证券市场采用的是做市商制度，但纳斯达克并非是柜台交易市场。纳斯达克证券交易市场与美国柜台市场(OTC)和柜台公报板(OTCBB)报价系统有明显的区别。

虽然他们都受全国券商联合会(NASD)管理。但 OTC 证券是那些没有在纳斯达克或国内任何证券交易市场上市的证券。

OTCBB 是一个报价媒介，显示 OTC 上市股票的即时报价、最近成交价格 and 成交量等信息。

OTCBB 证券包括国内的、区域内的和国外正式发行的凭证、单据、美国委托收款单。

OTCBB 是为约定成员们提供的报价媒介，而不是上市发行服务，不可以与纳斯达克或美国股票交易市场混淆。

OTCBB 证券是由做市商的委员会进行交易，并通过一个高度复杂、封闭的计算机网络进行报价。

纳斯达克证券市场与那些在 OTCBB 市场上的发行商没有业务上的联系，而且这些公司与纳斯达克证券市场股份有限公司或是全国证券交易商协会没有文件或报告上的要求。

纳斯达克拥有自己的做市商制度，它们是一些独立的股票交易商，为投资者承担某一只股票的买进和卖出。这一制度安排对于那些市值较低、交易次数较少的股票尤为重要。这些做市商由 NASD 的会员担任，这与 TSE 的保荐人构成方式是一致的。每一只在纳斯达克上市的股票，至少要有两个以上的做市商为其股票报价，一些规模较大、交易较为活跃的股票是做市商往往能达到 40 多家。

OTCBB 市场具有以下特点：

五板资本市场

一、交易品种。在这个市场上进行交易的品种，都是不能达到纳斯达克上市要求的公司的股票。因此，它属于“未上市证券市场”。

二、上市标准。在 OTCBB 报价的公司必须通过一家做市商保荐。OTCBB 没有上市标准，上市程序简单。具有健全财务报表的小企业，财务报表及申报文件须经会计师、律师审定签名后可直接找做市商要求上市。符合 OTCBB 资格的股票，经保荐人填写 FORM211 注册后即可在三个营业日内开始报价，发行人对做市商不承担任何责任。

三、交易费用。OTCBB 发行人不需支付上市费用，只按每一个价位 6 美元向做市商交纳月费。除此之外，禁止发行人或其关联人直接或间接向做市商的报价支付任何费用。

四、交易方式。做市商使用纳斯达克 Workstation II TM 平台进行所有证券的交易；投资人必须经由经纪人或自营商交易，不能直接下单。所有 OTCBB 发行公司至少需有一家做市商对其报价。如果无任何做市商为该公司报价，则该公司被 OTCBB 除名。

五、做市商制度。做市商是 OTCBB 市场的核心，在做市商制度下，买卖双方无须等待对方的出现，只要有做市商出面承担另一方的责任，交易便算完成。每一个合格的 OTCBB 股票至少显示两个做市商的报价。而做市商，从报价买卖价差中获得收益。

我国的股转系统（新三板），在很大程度上吸收了美国场外市场的优点，但门槛仍然较高，上市数量仍然没有放开，上市成本仍然很大，制约了发展空间。

六、转板机制。在 OTCBB 上报价的公司只要股东超过 300 名，价格维持在 5 美元左右，净资产达到 400 万美元以上，就可以申请转移到纳斯达克的小型市场。从纳斯达克摘牌的公司股票可以通过做市商办理注册手续，在 OTCBB 报价交易。对于低于 OTCBB 市场要求的公司，还可以在更低层次的粉红单市场挂牌。所以，OTCBB 市场一头连接纳斯达克市场，一头连接粉红单市场，是全美股票市场中的重要层次。

但美国的第五层次资本市场，私募证券的自动报价系统（Private Offering, Resales and Trading through Automated Linkages, PORTAL），是由美国全国交易商协会(NASD)发起运营的，该系统可显示交易证券公司的基本信息和价格。美国

证监会 144A 条规则允许合格的机构投资者在二级市场交易发行未满一年或二年的私募证券，以增强私募证券的流动性。

纵观美国私募证券转让市场、粉单市场（包括“灰色市场”“透明市场”“问题市场”“有毒市场”“众筹市场”）、场外报价市场、纳斯达克和纽交所等资本市场，层次丰富。而我国在新三板市场取得重大进展前提下，四板、新三板、创业板、中小板和主板，虽然看上去层次也较丰富，但却有短板，众多小微企业找不到所需要的资本市场。

因此，我国多层资本市场亟需改革、发展、完善、补充。