

WOGUO WEISHANGSHI GONGSI
GUQUAN JIAOYI SHICHANG
JIAN SHE YANJIU



我国未上市公司 股权交易市场 建设研究

乐强毅 主 编
张学文 副主编

上海财经大学出版社

我国未上市公司股权交易 市场建设研究

乐强毅 主 编
张学文 副主编

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国未上市公司股权交易市场建设研究/乐强毅主编,张学文副主编. —上海:上海财经大学出版社,2008. 8

ISBN 978-7-5642-0239-2/F·0239

I. 我… II. ①乐… ②张… III. 股份有限公司-股份制-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 069049 号

☐ 责任编辑 张惠俊

☐ 封面设计 周卫民

WOGUO WEISHANGSHI GONGSI GUQUAN JIAOYI SHICHANG JIANSHE YANJIU

我国未上市公司股权交易市场建设研究

乐强毅 主 编

张学文 副主编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 3.75 印张 108 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 12.00 元

目 录

第一章 我国未上市公司股权交易市场现状	1
第一节 我国未上市公司构成及其股权交易历程	1
一、我国未上市股份公司的构成	1
二、我国未上市股权交易发展历程	2
第二节 我国未上市公司股权交易市场概况	6
一、当前主要未上市公司股权交易市场	6
二、未上市公司股权交易监管机构与部门	8
三、我国未上市公司股权交易市场存在的问题	9
第三节 我国建设未上市公司股权交易市场的现实意义	12
一、积极扶持广大中小高科技企业成长的需要	12
二、为主板和中小企业板市场提供“预备市场”及退市通道	13
三、解决历史遗留的未上市公司的股权流通问题	13
四、推动证券市场的发展和创新	14
第二章 未上市股份公司股权交易市场理论	15
第一节 交易机制的理论分析	15
一、交易机制的构成	16
二、交易机制设计的目标	18
三、交易机制的分类及比较	22
四、订单的类别及撮合原则	26
五、交易价格形成过程	28

第二节 市场监管的理论分析	32
一、市场监管的理论基础	33
二、监管模式分类及比较	34
三、未上市股份公司监管	36
四、交易监管	39
五、市场中介监管	41
第三章 海外未上市公司股权交易市场现状	44
第一节 美国未上市公司股权交易市场现状	44
一、美国股权交易市场概况	44
二、美国场外交易市场 OTCBB 的发展历程	47
三、美国场外交易市场 OTCBB 的市场交易机制	49
第二节 英国未上市公司股权交易市场现状	54
一、英国股权交易市场概况	54
二、英国非上市证券市场发展历程	55
三、英国非上市证券市场的交易制度	57
第三节 韩国未上市公司股权交易市场现状	60
一、韩国股权交易概况	60
二、韩国 OTC 市场的发展历史	61
三、韩国 OTC 市场的交易制度	62
第四章 未上市公司股权交易市场监管与投资者保护机制	65
第一节 未上市公司股权交易市场监管与投资人保护	65
一、市场监管方式	65
二、违规处置措施	67
三、投资者保护措施	68
第二节 美国场外交易市场 OTCBB 的市场监管	71
一、OTCBB 的监管	71
二、OTCBB 的信息披露要求	72
三、OTCBB 的上市及交易资格	73

四、市场数据传播	73
五、投资者保护	74
第三节 英国非上市证券市场的监管制度	74
一、AIM 市场的监管制度	74
二、OFEX 市场的监管制度	76
第四节 韩国 OTC 市场的监管	76
第五章 我国未上市公司股权交易市场的构建	78
第一节 未上市公司股权交易市场交易主体定位	78
一、融资主体定位	78
二、投资主体定位	79
第二节 未上市公司股权交易市场的制度设计	79
一、上市及交易机制	80
二、转板及退市	86
三、信息披露与监管机制设计	90
第六章 对上海建设未上市股权交易市场的探索	95
第一节 上海建设未上市公司股权交易市场的战略选择	95
一、上海建设未上市公司股权交易市场的优势	95
二、上海建设未上市公司“股权交易市场”有待突破的限制	97
三、建立未上市公司股权交易市场对上海经济的直接作用	99
四、上海建设未上市公司股权交易市场的战略构想	100
第二节 上海未上市公司股权交易市场的机构设置及机制设计	101
一、机构设置	101
二、交易机制设计	102
第三节 建设上海未上市公司股权交易市场的相关建议	105
一、发挥浦东“先行先试”政策优势,完善金融环境	105

二、扩展上海股权托管登记中心功能,成为股权托管登记 结算中心	106
三、发挥上海联合产权交易所优势,展开全程组织与管理 ...	106
四、整合现有的资源,完善市场环境	107
五、规范交易主体,促进上海区域市场的形成	107
参考文献	109

第一章 我国未上市公司股权 交易市场现状

我国的未上市公司作为企业股份制改造的产物,形成于 20 世纪 80 年代。据测算,截至 2001 年底,我国股份制企业共有 30 多万家,这些企业除了 1 000 多家上市公司外,其余均属非上市公司^①。2004 年末,我国共有从事第二、第三产业的企业法人单位 325 万家,股份公司占企业总数 1.9%,约 6.2 万家,而至 2006 年底,境内上市公司仅 1 475 家,代办系统挂牌交易的非上市公众公司 7 家,由此估算,目前我国的未上市股份公司接近 6 万家^②。可见,我国未上市股份公司数量之多。为了满足未上市公司股权交易的需求,一些地方政府建立了区域性的证券交易市场,截至 1998 年 3 月,全国各地共建立了 16 家区域性证券交易市场,在这些市场挂牌的公司先后有 215 家,总股本为 68.74 亿股,其中流通股为 28.96 亿股,累计成交量为 159.06 亿股,成交金额为 491.34 亿元(周茂清,2004)。

第一节 我国未上市公司构成及其股权交易历程

一、我国未上市股份公司的构成

当前我国的未上市股份公司主要有三部分构成(张令柏,2007):一是,20 世纪 80 年代末 90 年代初,尚无《公司法》、《证券法》,只要

① 周茂清:《我国非上市公司股票交易中存在的问题》,《中国经济时报》2004 年 11 月 12 日。

② 任胜利:《对非上市公司股权流转监管模式的研究》,《上海证券报》2007 年 11 月 27 日。

政府部门批准就可以成立的股份公司,其中业绩好的公司纷纷上市,其余公司演化为现在的未上市股份公司;二是,90年代起,国有企业或集体企业股份制改制,采用募集设立方式成立了股份公司,成立后有能力的选择国内外上市,规模较小的公司选择了内部职工入股形式;三是,2000年创业板启动,以民营企业为主体发起设立股份公司,这种公司一般都是5~10位发起人,公司的注册资金通常在3000万元到5000万元之间^①。1998年之前,各地在计划指标内安排的上市公司,大多数是定向募集公司。在经过严格、复杂的审批程序后,前后共有280余家定向募集公司改造为上市公司,约占已有的定向募集公司总数的十几分之一。但从1998年开始,原则上已停止审批定向募集公司到深、沪证券交易所上市。

二、我国未上市股权交易发展历程

经国务院有关部门批准,1992年7月,中国证券市场研究中心在北京开办STAQ(证券交易自动报价系统)系统并开始试运行,1993年4月28日,中国证券交易系统有限公司在北京开办NET(全国电子证券交易中心)系统并投入试运行。这两个系统都以交易法人股为主,当时也被称为“法人股流通市场”,其实两系统内交易的公司均为定向募集公司。作为除沪、深证券交易所之外的全国性证券交易市场,两系统投入试运行后,在众多投资者的追逐之下,1993年5月7日,STAQ系统成交金额达创纪录的2.7亿元,指数顷刻间翻番,两市所有的股票均创天价。1993年5月10日,STAQ股指蹿升到241点,同时NET系统的指数也节节攀升,5月11日达到历史最高点225点,但是一天之后两个系统指数便突然回落。1993年5月20日,中国证券业协会向两个系统发出了《暂缓审批新的法人股挂牌流通》的通知;1993年6月21日,证监会颁布了正式公告。1997年,NET更名为“中央国债登记结算有限责任公司”,经营业务中取

^① 张令柏:《产权交易市场非上市公司股票交易问题研究》, <http://www.studa.net/company/070730/14513485.html>。

消了股票交易。

在直接上市无望的情况下,一些经营状况良好、资金实力较为雄厚的定向募集公司通过买壳的方式间接上市。由于定向募集公司受到严格的指标限制,间接上市又要受壳资源稀缺的困扰。在这种情况下,一些地方政府着手建立区域性的证券交易市场,以解决定向募集公司的股票交易。1993年起,全国陆续成立了28家证券交易中心,从事定向募集公司内部职工股的柜台交易与过户转让。

1994年起,柜台交易受到了限制,全国陆续成立了190多家产权交易中心。产权交易中心业务范围包括不动产与设备等实物资产产权的拍卖、高新技术及专利类无形资产的交易,还可以办理各种企业整体或部分股权的转让业务。这些产权中心的出现,给未上市公司股权交易找到了合理的外衣。截至1998年3月,全国各地先后有215家公司在这些市场挂牌,总股本为68.74亿股,其中流通股为28.96亿股,累计成交量为159.06亿股,成交金额为491.34亿元。

1996年起,以成都、西安为代表,全国各地又出现了股权托管中心代办未上市股份公司股份过户转让业务。1997年爆发亚洲金融危机后,出于整顿证券市场的秩序、防范金融风险的需要,国务院办公厅于1998年4月转发证监会《关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》,明令对各地的区域性证券交易市场进行清理整顿,要求有关地方政府在挂牌公司的股票处理完毕后,立即取缔各交易市场的交易活动,除上海保留2家产权交易所外,其余全部关闭,STAQ与NET这两个系统也在其中。

1999年2月,法人股市场将择期关闭的消息不胫而走,STAQ股指惨跌不已,所有挂牌公司悉数跌破面值、净资产,甚至不到净资产的1/10。1999年9月9日与10日,STAQ与NET分别以“国庆彩排交通管制”和“设备检修”为由“暂停交易”至今。1999年3月17日,证监会有关负责人接待来自全国四个城市的10位法人股投资代表时称,在清理整顿法人股市场时,要充分考虑到投资人的利益。与此同时,法人股黑市交易日趋活跃。

1998年之后,全国只有上海产权交易所和上海技术产权交易所

被保留,如今已成为上海作为国际金融中心吸引海外金融投资与战略投资人的重要组成部分。上海产权交易所是上海国资办所属企业化运作的单位,2002年实现交易额已达800亿元;上海技术产权交易所是上海国资办控股70%的企业法人,仅2003年1~4月上海技术产权交易所就实现交易额445亿元^①。

2000年后,深圳、西安、青岛等一些地方恢复、规范、重建产权交易市场,开展了非上市公司股权登记托管业务,河南、厦门、青岛、深圳等省市相继出台有关政策,允许产权交易市场为非上市公司提供股权托管、股权质押、增资扩股、转让过户、分红派息等服务;深圳、成都、西安、重庆等地方技术产权交易市场在各地迅速建立,业务上以产权交易为主。目前,全国的产权交易市场基本上形成了以天津、北京、青岛为中心的北方产权共同市场即北方产权交易所,和以上海为中心的南方产权共同市场即上海联合交易所,其他地方性的产权交易场所或者交易中心可以根据各自的具体情况加入南北两所成为其会员。但截至目前,由于产权交易市场及其会员单位业务比较少,为了增加盈利,其纷纷开展非上市公司股票交易(张令柏,2007)。

2001年6月12日,中国证券业协会正式颁布《证券公司代办股份服务业务试点办法》,标志着代办股份转让业务(俗称三板市场)的正式启动。此项业务是指经中国证券业协会批准,并报中国证监会备案,由具有代办非上市公司股份转让服务业务资格的6家证券公司300多个营业部采用电子交易方式。中国证券业协会负责代办资格、挂牌公司转让资格、转让业务监管和券商自律性监管等。挂牌公司所在地政府批示《征求意见函》,同时负责挂牌公司的监管。根据《试点办法》的规定,此项业务主要是为了解决原STAQ、NET系统挂牌公司的股份流通问题,目前从主板退市的股份公司、原各地交易中心挂牌交易的公司及历史遗留问题公司将被陆续推向这个市场。截至2002年12月,代办股份转让业务中已经进行挂牌交易的公司有12家,投资者近10万户,累计成交金额25亿元人民币。截至

^① 刘纪鹏:《三板市场回顾与展望》,法律教育网2007年1月1日。

2007年7月,已经有申银万国、长江、兴业、光大、广发、国泰君安、招商、国信、海通、华泰、湘财、中信、中国银河、渤海、东海、东方、国元、平安、中银国际、辽宁证券开展代办股份转让业务。

2006年1月23日,经国务院批准的中关村非上市公司股份报价转让试点正式启动,首批两公司中科软科技股份有限公司和世纪瑞尔技术股份有限公司挂牌,11家券商获相关业务资格。

2006年7月28日,上海联合产权交易所浦东张江分所非上市股份公司股权交易信息公示市场正式启动。上海三家本地企业上海华拓医药科技发展股份有限公司、上海豪斯投资发展股份有限公司、上海华东高新电气股份有限公司获得上市通知书,成为首批交易的非上市股份公司。

在2006年9月9日召开的“天津滨海新区开发开放与金融改革创新高峰会议”上,当时的中国人民银行行长助理易纲代读了央行副行长吴晓灵的发言稿。吴晓灵认为,天津滨海新区作为国家确定的综合配套改革试点区,无论是渤海产业投资基金的试点,还是天津产权交易中心、技术产权交易中心等国家级产权交易市场,都有条件在诸如企业并购基金、创业风险投资基金、股(产)权交易市场等股权融资特别是高新技术企业的股权融资方面闯出一条新路。

2006年9月底,芦阳化肥、山华集团、今晚快递、利金粮油4家企业在号称国内首家股权托管市场——天津产权交易中心股权托管交易市场挂牌交易,试点运行。试点方案纳入滨海新区改革方案,等待国务院批准。

2006年9月份,媒体集中报道了深圳市近期启动的“创新型企业成长路线图计划”和《非上市股份公司对特定对象——场内注册登记的合格投资者股权私募发行暂行管理办法》等,使股民们进一步将非上市公司与深交所三板及纳斯达克紧紧地联系在一起。

2006年12月21日,证监会成立非上市公司监管办公室,规定了办公室的5项主要职责。

2008年3月17日,天津市于2006年9月递交到国务院有关部门的《滨海新区综合配套改革试验方案》在经过18个月后终于获得

国务院正式批复,在这次获批的综合配套改革方案中,包含了天津方面极为看重的设立 OTC 市场。

第二节 我国未上市公司股权交易市场概况

一、当前主要未上市公司股权交易市场

(一)天津滨海新区股权托管交易市场

2006 年 9 月底,芦阳化肥、山华集团、今晚快递、利金粮油 4 家企业在号称国内首家股权托管市场——天津产权交易中心股权托管交易市场挂牌交易,试点运行。试点方案纳入滨海新区改革方案。该市场交易主体以机构法人为主,个人参与基金间接购买。要求交易对象挂多少卖多少,股权不能拆细,将股东人数控制在 200 人以内。交易方式采用不连续交易转让,每日撮合一至两次,实行 T+3 制度,最低成交手数为 1 手。

天津滨海新区股权托管交易市场在北方产权交易共同市场等区域市场内,按照统一模式,形成两高企业股权流通大区域市场。将股权挂牌转让扩大到其他非上市股份公司和有限责任公司。对转让股权集中登记托管、集中撮合、集中结算,形成大区域股权交易市场。同时争取与主板、创业板市场对接,使其具有升板功能。

(二)上海浦东张江股权交易信息公示市场

2006 年 7 月 28 日,上海联合产权交易所浦东张江分所非上市股份公司股权交易信息公示市场正式启动,华拓医药、华东高新和豪斯投资成为第一批挂牌交易的企业。机构个人均可直接参与买卖,采用挂多少卖多少的交易形式。交易方式为网上联系,网下结算。

投资者进场后在托管中心开户,领取股权托管卡。在合作网点(包括“张江平台”或合作券商营业网点)的电子终端系统下,输入需求信息,系统自动核对后,在“张江平台”的电子大屏幕公布。买家可通过出让方留下的联系方式接触,交易资金由双方自行在场外结算。协议完毕,双方须回场内完成过户。每笔转让或受让的股份数量不

低于1 000股。

企业如果进行股权交易,首先,企业在上海股权托管中心进行股权托管登记,并且要出具各类中介机构出具的资产评估、会计报表审计、诚信调查等报告,然后由券商推荐进场。进场后,还要通过第三方复核,并最终由专家委员会审定。通过审核后,企业股东就可将意向转让的股权挂牌,投资者的投资需求也将进入同一系统,与其实现对接。

(三)华南国际技术产权交易中心

2004年上半年,深圳市政府下发了深府(2004)106号文件,提出将大力畅通非上市中小股份制企业产权流通渠道,为中小企业板输送丰富的上市公司资源,制定优惠政策,吸引全国非上市中小股份制企业来深圳落户,鼓励它们在深圳高新技术产权交易所进行股权登记,开展产权转让等业务,做好中小板上市前的准备,权益资本市场正式浮出水面。2004年5月份,深圳工商局将非上市股份公司的股权变更业务交由高交所(深圳高交所)处理,国有产权交易鉴证业务也能办理,这在全国均属首创。在交易形式上,符合股权买卖资格的投资者可以挂多少卖多少,股东人数100人以下的企业融资也可以挂多少卖多少。交易方式采用网上联系,网下结算。

华南中心场内私募发行流程主要包括:项目评审、专门审查、聘请财务顾问与发行等步骤。经高交所审查确认合格的企业与华南中心指定交易商签订私募发行财务顾问协议后,与银行、高交所签订代收款协议和资金监管协议。同时,挂牌企业在银行开设本次融资专用账户,在私募发行期间该账户由高交所监管,资金根据高交所和挂牌企业指令拨付。挂牌企业开始在华南中心面向已登记的合资格投资者定向募集,募集最长期限不超过6个月。

(四)中关村股份报价转让系统

2006年1月23日开通,利用证券公司代办股份转让系统部分资源进行报价。至今,有8家公司在此挂牌。机构个人均可直接参与该系统的交易,交易客体仅限于中关村科技园区非上市股份有限公司股份,并有30 000股起售的要求。

该系统不提供集中撮合服务,投资者委托证券公司报价,寻找买家或卖家,达成转让协议后,买方须保证在结算银行专用账户有足额资金,卖方须保证在报价股份账户中有足额股份,方可委托办理成交确认申请。股份的交收通过证券登记结算机构和代理证券公司完成,资金的交收由指定结算银行依据证券登记结算机构的指令办理。挂牌业务具体操作如下:向北京市政府取得股份报价转让试点资格;由证券公司对其进行尽职调查并出具推荐报告,报中国证券业协会备案;备案程序完成后,园区公司即可在代办系统挂牌。买卖业务具体操作:开立非上市股份有限公司股份转让账户;开立股份报价转让专用结算账户;签订委托协议;委托;信息获取。

2006年1月至今,累计成交金额只有4 000万元,“挂牌慢”和“成交清淡”为两大特征。为破解这两大难题,将引进新的市场功能和交易模式,即挂牌公司可以通过定向增资的方式进行融资,交易模式将采取电子化报单形式以提高效率。

(五)西安中联产权报价系统

2003年,西安技术产权交易中心借鉴美国纳斯达克的成功运行经验,首先开发了中联产权报价系统。2004年7月,分设成三个报价系统,即第一、第二、第三报价系统。在交易主体上,机构个人均可直接参与该系统;交易方式为按条件分级挂牌,挂多少卖多少,网上联系,网下结算。第一报价系统只有7家挂牌企业;第二报价系统挂牌公司达126家,有股份公司也有有限责任公司;第三报价系统挂牌有9家。

二、未上市公司股权交易监管机构与部门

(一)中国证券监督管理委员会

对非上市公众公司的监管和查处非法证券活动是2005年修订的《证券法》赋予中国证券监督管理委员会(简称证监会)的新职能。按照《证券法》的要求,中国证监会于2006年12月21日成立了非上市公司监管办公室,开始探索对非上市公众公司的监管,同时作为整治非法证券活动协调小组办公室行使相关职责。

2008年3月24日,中国证监会宣布,已于近期收到中央机构编制委员会办公室的批复,同意设立非上市公众公司监管部。新设立的非上市公众公司监管部将负责拟订股份有限公司公开发行不上市股票的规则、实施细则,并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。

新成立的非上市公众公司监管部将积极推动出台统一的有关非上市公众公司股票发行及监管规定,将非上市公众公司监管切实纳入法制轨道。除股票发行外,非上市公众公司监管部还将负责核准以公开募集方式设立股份有限公司的申请,拟订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。同时,这个新部门还将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。

(二) 国有资产管理委员会与地方政府相关部门

除了证监会外,国务院国有资产管理委员会(简称国资委)要求非上市公司国有股权交易必须按照《企业国有产权转让管理暂行办法》进行公开交易,在交易中严格履行可行性研究、资产评估、方案与决议、相关方案审查、出资人审批、交易挂牌公示、交易方式选择、产权变更等程序。

地方政府根据证监会的文件,对当地非上市公司采取各级引导,积极开办非上市公司股权流转平台并加强股权交易市场和监管工作,成为我国未上市企业股权登记托管市场的监管者。已经出台股权登记托管政策的地方政府,大部分明确了股权流转监管机构,这些机构大多数以国资委、发改委、工商行政管理部门等为主。

三、我国未上市公司股权交易市场存在的问题

从我国未上市公司股权交易市场一波三折的发展历程来看,当前交易渠道混乱多元,有通过买壳上市抢过独木桥的、有通过区域性产权交易所或技术产权交易所进行股权交易的、有通过股权托管中心进行交易的,还有通过地下方式进行交易的。长期以来,由于相关管理部门一直未将这一市场秩序化、规则化。在利益驱动下,有些投

资者试图股海淘金、有些股份公司试图资本操作一本万利,于是种种未上市公司股权交易市场成为中国资本市场建设中最敏感的一个部位。2008年3月,国务院批准天津设立OTC市场,可以说我国“三板”市场的建设已经进入了一个全新阶段。但是,我国未上市公司股权交易市场遗留的问题不容忽视。这些问题包括:

(一)交易的合法性需要确定

到目前为止,全国的产权交易市场即北方产权交易所和上海联合交易所业务主要采用以实物产权交易为主、股权交易为辅的交易模式^①。但我国依据《证券法》设立的证券交易场所只有上证所和深交所两个而已,这两个交易场所并不开展未上市公司的股份转让/股票交易业务。近年来,全国各地相继出台有关政策规定,允许产权交易市场开展“非上市股份有限公司股权登记托管业务”,为非上市股份有限公司提供股权托管、股权质押、增资扩股、转让过户、分红派息等服务。就当前的法律环境分析,在经依法批准有权开展“非上市股份有限公司股权登记托管业务”的产权交易市场进行的非上市股份有限公司股权交易可以被视为合法;除此之外,在其他场所进行的非上市股份有限公司股权交易均是非法的。国务院批准天津设立OTC市场后,必须在法律上理顺原有产权交易市场进行的非上市公司股权交易的合法性。

(二)多头监管导致监管缺位、错位

由于很多非上市公司涉及到国有企业的改制问题,因此发改委和国有资产管理部門,证券监管部门和工商行政管理部门都可以对非上市公司进行监管。国有资产管理部門审批设立了地方产权交易所,其中的业务也包括非上市公司股份转让。证监会从来没有审批过一个机构从事非上市公司的股权交易。证监会为了加强对非上市公司的监管,专门成立了证券监管二部,负责对非上市公司及其股票交易的监管,但由于非上市公司数量庞大,监管难度很大。

^① 张令柏:《产权交易市场非上市公司股票交易问题研究》, <http://www.studa.net/company/070730/14513485.html>。