



资本市场蓝皮书®

BLUE BOOK OF CAPITAL MARKET

中国场外交易市场 发展报告 (2012~2013)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S OTC MARKET
DEVELOPMENT (2012-2013)

主 编 / 高 岱

副主编 / 钟冠华



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2013
版



中国场外交易市场发展报告 (2012~2013)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S OTC MARKET DEVELOPMENT
(2012-2013)

主 编 / 高 忞
副主编 / 钟冠华



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国场外交易市场发展报告. 2012~2013/高峦主编. —北京: 社会科学文献出版社, 2013. 3

(资本市场蓝皮书)

ISBN 978-7-5097-4388-1

I. ①中… II. ①高… III. ①证券交易-资本市场-研究报告-中国-2012~2013 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第048750号

资本市场蓝皮书

中国场外交易市场发展报告(2012~2013)

主 编 / 高 峦

副 主 编 / 钟冠华

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲29号院3号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目统筹 / 恽 薇 王玉山

经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 王玉山

责任校对 / 王伟涛

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京季峰印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2013年3月第1版

印 次 / 2013年3月第1次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-4388-1

定 价 / 79.00 元

印 张 / 20.75

字 数 / 333 千字

本书如有破损、缺页、装订错误,请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究



广视角·全方位·多品种

权威·前沿·原创

皮书系列为
“十二五”国家重点图书出版规划项目

资本市场蓝皮书编委会

学术顾问 (按姓氏音序排列)

| | | | | |
|-----|-----|-----|-----|-----|
| 曹凤岐 | 岑章志 | 陈宗胜 | 邓天佐 | 杜 强 |
| 高铁生 | 郭 峰 | 李 力 | 李有星 | 连启华 |
| 刘纪鹏 | 祁 斌 | 强 力 | 盛学军 | 万国华 |
| 王有强 | 王子卿 | 文先保 | 吴晓求 | 肖 伟 |
| 曾筱清 | 张 保 | 张承惠 | 周道炯 | 周德文 |
| 周立群 | 周清利 | 周友苏 | 周正庆 | 左海聪 |

主 编 高 忞

副 主 编 钟冠华

编 委 (按姓氏音序排列)

| | | | | |
|-----|-----|-----|-----|-----|
| 陈向聪 | 方传磊 | 傅 穹 | 高 忞 | 韩家清 |
| 洪振东 | 惠建军 | 蒋大兴 | 蓝 冰 | 李有星 |
| 彭 虹 | 强 力 | 秦川川 | 王作云 | 肖 伟 |
| 薛智胜 | 杨东峰 | 张承惠 | 郑 铨 | 钟冠华 |
| 周友苏 | | | | |

主要编撰者简介

高 峦 男，1955 年生，天津人，毕业于天津财经大学国际经济贸易系，经济专业研究生学历，高级经济师。1990 年 7 月至 1991 年 7 月在英国伦敦大学伦敦政治经济学院做访问学者，学习西方经济学。历任天津市发展和改革委员会外经处、市场处处长，天津市外国投资服务中心项目部部长，天津市经济体制改革研究所所长等职。现任天津产权交易中心党委书记、主任，北方产权交易共同市场理事长，中国企业国有产权交易机构协会会刊《产权导刊》主编。编著《资产证券化研究》、《中国场外交易市场发展报告（2009~2010）》、《中国场外交易市场发展报告（2010~2011）》和《中国场外交易市场发展报告（2011~2012）》等书，并在各种期刊公开发表关于产权、金融、资本市场等方面的论文 30 余篇。

钟冠华 男，1962 年生，湖北鄂州人，华中科技大学博士生。曾任河南省产权交易中心副总裁、河南省股权登记托管交易中心总经理、天津产权交易中心投资银行部部长。现任天津产权交易中心副主任、天津股权交易所执行总裁。编著《中国场外交易市场发展报告（2009~2010）》、《中国场外交易市场发展报告（2010~2011）》和《中国场外交易市场发展报告（2011~2012）》等书。

摘 要

加快建设和发展我国场外交易市场，逐步完善多层次资本市场体系，是拓宽中小微型企业融资渠道的重要举措，也是我国今后一段时期金融改革与发展的一项重要任务。目前，场外交易市场的顶层设计还不明晰，场外交易的法律地位仍未明确，立法规范层次较低，立法与监管严重滞后，《证券法》、《公司法》中存在诸多限制场外交易市场发展的规定，等等，这些问题已明显制约了场外交易市场的发展。另外，近两年部分交易机构出现了诸多违规行为，侵害了相关主体的合法利益，扰乱了金融市场秩序，引起了国家的高度关注。国务院于2011年11月发布了《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》（国发〔2011〕38号），对各类交易场所进行清理整顿。随后，出台了《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国办发〔2012〕37号）、《非上市公众公司监督管理办法》（证监会第85号令）和《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见（试行）》（证监会公告〔2012〕20号）等文件，进一步规范各类交易场所的发展和场外市场股权转让行为。可以说，中国场外交易市场的立法工作拉开了序幕。

要进一步推动场外交易市场的持续、健康、稳定发展，立足市场实践建立健全我国场外交易市场法律制度，已是目前亟须研究解决的重大课题。基于这样的背景，资本市场蓝皮书课题组确定了今年的选题。继《中国场外交易市场发展报告（2009～2010）》、《中国场外交易市场发展报告（2010～2011）》和《中国场外交易市场发展报告（2011～2012）》出版之后，我们今年又编写了以“中国场外交易市场立法与实践”为主题的第四本资本市场蓝皮书——《中国场外交易市场发展报告（2012～2013）》。

本书的主要内容由五大部分组成。第一部分是总报告，第二部分至第四部分分别是综合篇、借鉴篇和专题研究篇，第五部分是2012年中国场外交易市场大事记。



总报告共包括四节内容。第一节对现时期我国场外交易市场发展面临的国内外宏观经济环境以及相关政策文件、重大事件和市场外部需求等进行了较为详细的解读，并分析了“新三板”、天津股权交易所及其他几个发展较快的区域性场外股权交易市场的发展现状；第二节从文献综述和立法的经济学分析两个角度，深入探讨我国场外交易市场立法的理论基础，分析了我国场外交易市场立法实践现状和存在的主要问题；第三节对境外场外交易市场立法历程进行了简要梳理和多维度对比分析，总结了其对我国场外交易市场立法的几点启示；第四节从场外交易市场的立法原则和着眼点等方面，提出了建立健全我国场外交易市场法律制度的政策建议。

第二部分综合篇由三篇文章组成。第一篇《资本市场、产权市场与场外交易市场的政策边界》以资本市场、产权市场以及相关概念的研究为基础，从理论视角出发考察了多层次资本市场的内涵，分析了产权市场与资本市场的关系以及场外交易市场在多层次资本市场体系中的地位，并通过政策梳理探讨了场外交易市场的边界问题。第二篇《我国场外交易顶层设计的思考——兼论区域金融中心建设与场外交易发展的对接》指出，我国场外交易自证券市场发展伊始就客观存在，现行的场外交易是指独立于证券交易所系统并带有明显区域特色的交易市场，可分为三板市场和区域性股权交易市场两大板块。场外交易要获得大的发展，需要来自顶层设计的突破和推进。第三篇《差异化场外市场建设的法律思考——基于全国市场与区域市场差异化的二维角度》指出，根据我国场外交易市场的运行情况以及我国数量众多的中小企业与经济发展不平衡的现实，不可忽视场外区域市场的建设，而应建设一个包括全国性代办股份转让系统、天津股权交易所、区域股权交易所、区域产权市场、地方产权市场在内的差异化场外市场。

第三部分借鉴篇由三篇文章组成。分别是《台湾兴柜市场的法律实践及对大陆资本市场的借鉴》、《美国场外交易市场介绍及对我国的启示》和《场外交易市场做市商的监管机制设计》。前两篇分别通过梳理分析台湾地区、美国场外市场的立法实践经验，提出了对我国场外交易市场立法的启示；第三篇通过深入分析美国、台湾地区做市商制度的设计机制，提出了建立我国场外交易市场做市商制度的建议。



第四部分专题研究篇是围绕本书主题进行深入研究的六篇专题文章。它们分别是《非上市公众公司治理的路径选择——以市场监管与公司自治的制度衔接为视角》、《商法思维下的场外交易市场做市商制度构建》、《试论我国场外交易市场监管模式的完善》、《论我国证券场外交易市场信息披露制度及其完善》、《论场外交易的场内化——非理性地方竞争对证券交易场所的负面影响》和《论场外交易市场的融资服务功能及制度设计》。这六篇文章从公司治理、做市商制度、监管机制、信息披露、功能定位等不同角度论述了场外交易市场立法过程中应该考虑的主要问题，并提出了具有针对性的建议。

Abstract

To speed up the construction and the development of our country's OTC market and perfect our country's multi-level capital market system gradually is not only an important action to broaden the financing channels of the medium, small and micro businesses, but also a vital task for our country's financial reform and development. At present, the top design and the legal status of our country's OTC market are still not very clear, as well as the lagging problems of legislation and supervision are serious, and there are many restrictive regulations in the securities law and the company law. These problems have obviously restricted the OTC market's development. In addition, many irregularities have appeared in some exchanges, which have infringed upon the lawful rights and interests of related subjects, and disturbed the order of financial market. So the government pay high attention to this condition. To screen and rectify all kinds of exchanges, the State Council have issued "A Decision to Screen and Rectify All Kinds of Exchanges and Guard Against Financial Risk" (No. 38 [2011] Issued by the State Council). Later on, to further standardize the development of all kinds of exchanges and the behavior of OTC market, the related departments have issued "The State Council Implementation Opinions on Screening and Rectifying All Kinds of Exchanges" (No. 37 [2012] Issued by the General Office of the State Council), "The Instruction Opinions on Regulating the Securities Company to Participate in Regional Equity Market's (Trial Implementation)" (No. 20 [2012] Announced by China Securities Regulatory Commission) and "The Measures to Supervise Non-Public Companies" (The Order of No. 85 Issued by China Securities Regulatory Commission). We can say that the curtain of the legislation of China's OTC market has been opened.

With the gradual development of the OTC market, it's an urgent subject to establish and perfect the legal system of our country's OTC market which is based on the market practice so as to provide legal protection and support for the OTC market



to develop continuously, healthily and stably. Based on the Annual Report on China's OTC Market Development (2009 – 2010), (2010 – 2011) and (2011 – 2012), we launch the Annual Report on China's OTC Market Development (2012 – 2013), which is the fourth one, and its topic is “The legislation and practice of China's OTC market”.

This book consists of five parts. The first part is General Report, the second one to fourth one are respectively Comprehensive Papers, Reference Papers and The Special Papers, and the fifth part is The Events of China's OTC Market in 2012.

General Report consists of four sections, the first section interprets and analyzes the domestic and abroad macro economic environment, related policies, important events and the external market demand, and also analyzes the status of our country's OTC market; The second quarter further discusses the theoretical foundation of legislation of over-the-counter market from two point of view—literature review and the economics analysis, and also analyzes the present situation and the main problems we have faced in the process of the legislation of OTC market; The third quarter has briefly come the legislation process on foreign over-the-counter market, and made some comparative analysis from multidimensional dimensions, and summarized some revelation to our country; The fourth section puts forward several suggestions which are on the basis of the legislation experience of overseas OTC markets to establish and perfect the legal system of our country's OTC market.

Comprehensive Papers consist of three articles, the first one is The Policy Boundary Among Capital Market, Property Rights Market and OTC Market, which based on the research of the content of capital markets, property rights market and other related concepts, this paper investigates the meaning of multi-level capital market from the perspective of multi-level capital market theory, and analyzes the relationship between the property rights market and the capital market, as well as analyzes the status of OTC market in the multi-level capital market system. At last, this paper discusses the border issues of over-the-counter market through policy combining. The second one is The Thinking on the Top-Level Design of China's OTC Market, the authors point that OTC market existed impersonally from the start of the development of the stock market. Current OTC is a stock market with obvious regional characteristics, which is independent of the stock exchange system.



We can divide it into two parts, the third market and regional equity transaction market. Were OTC to get a big development, it should break through and improve on design from the top-level. The third one is The Thinking on the Laws about Differential Construction of OTC Market. Based on the facts that the operation of china's over-the-counter market, and relationship between a large number of small and medium-sized enterprise and the economic development is not balanced, this article point that we can not ignore the construction of regional market, and we should build a discrepant market which includes national agency share transfer system, Tianjin equity exchange, regional equity exchange, regional property rights market and the local property rights market.

Reference Papers consist of three articles, namely, The Legal Practices of Taiwan OTC Market and Its Reference to Mainland Capital Market, An Introduction to US OTC Market and Its Enlightenments on China, The Supervision Mechanism Design of the OTC Market Maker. The first two papers respectively analyzes the legislation practice experience of Taiwan and the United States OTC markets, and give the revelation to our country OTC market legislation; Through the deep analysis of the market maker system design mechanism of United States and Taiwan OTC market, the third one paper puts forward to some suggestions to establish market maker system in China .

The Special Papers consist of six articles, namely, The Path Choice of Non-Listed Public Company Governance—Perspective on the Convergence of System of Market Supervision and Corporate Autonomy , The Construction of OTC Market Maker System under Commercial Law Thinking, A Study on the Improvement of the OTC Supervision Mode, A Study on China's Securities of OTC Market Disclosure System and Its Consummation, A Study on the Internalization of OTC — The Negative Impact of the Irrational Competition of the Local for Securities Exchange, A Study on the Financing Service Functions and Systems of the OTC. The six articles discuss the main problems should be considered in the process of legislation from different angles, such as corporate governance, market maker system, supervision mechanism, the information disclosure and the function orientation and so on, and put forward the corresponding suggestions.

权威报告 热点资讯 海量资源

当代中国与世界发展的高端智库平台

皮书数据库 www.pishu.com.cn



皮书数据库是专业的人文社会科学综合学术资源总库，以大型连续性图书——皮书系列为基础，整合国内外相关资讯构建而成。包含七大子库，涵盖两百多个主题，囊括了近十几年间中国与世界经济社会发展报告，覆盖经济、社会、政治、文化、教育、国际问题等多个领域。

皮书数据库以篇章为基本单位，方便用户对皮书内容的阅读需求。用户可进行全文检索，也可对文献题目、内容提要、作者名称、作者单位、关键字等基本信息进行检索，还可对检索到的篇章再作二次筛选，进行在线阅读或下载阅读。智能多维度导航，可使用户根据自己熟知的分类标准进行分类导航筛选，使查找和检索更高效、便捷。

权威的研究报告，独特的调研数据，前沿的热点资讯，皮书数据库已发展成为国内最具影响力的关于中国与世界现实问题研究的成果库和资讯库。

皮书俱乐部会员服务指南

1. 谁能成为皮书俱乐部会员？

- 皮书作者自动成为皮书俱乐部会员；
- 购买皮书产品（纸质图书、电子书、皮书数据库充值卡）的个人用户。

2. 会员可享受的增值服务：

- 免费获赠该纸质图书的电子书；
- 免费获赠皮书数据库100元充值卡；
- 免费定期获赠皮书电子期刊；
- 优先参与各类皮书学术活动；
- 优先享受皮书产品的最新优惠。

3. 如何享受皮书俱乐部会员服务？

（1）如何免费获得整本电子书？

购买纸质图书后，将购书信息特别是书后附赠的卡号和密码通过邮件形式发送到 pishu@188.com，我们将验证您的信息，通过验证并成功注册后即可获得该本电子书的电子书。

（2）如何获赠皮书数据库100元充值卡？

第1步：刮开附赠卡的密码涂层（左下）；

第2步：登录皮书数据库网站（www.pishu.com.cn），注册成为皮书数据库用户，注册时请提供您的真实信息，以便您获得皮书俱乐部会员服务；

第3步：注册成功后登录，点击进入“会员中心”；

第4步：点击“在线充值”，输入正确的卡号和密码即可使用。




（本卡为图书内容的一部分，不购书刮卡，视为盗书）


皮书俱乐部会员可享受社会科学文献出版社其他相关免费增值服务

您有任何疑问，均可拨打服务电话：010-59367227 QQ:1924151860

欢迎登录社会科学文献出版社官网(www.ssap.com.cn)和中国皮书网(www.pishu.cn)了解更多信息

法律声明

“皮书系列”（含蓝皮书、绿皮书、黄皮书）由社会科学文献出版社最早使用并对外推广，现已成为中国图书市场上流行的品牌，是社会科学文献出版社的品牌图书。社会科学文献出版社拥有该系列图书的专有出版权和网络传播权，其 LOGO () 与“经济蓝皮书”、“社会蓝皮书”等皮书名称已在中华人民共和国工商行政管理总局商标局登记注册，社会科学文献出版社合法拥有其商标专用权。

未经社会科学文献出版社的授权和许可，任何复制、模仿或以其他方式侵害“皮书系列”和 LOGO ()、“经济蓝皮书”、“社会蓝皮书”等皮书名称商标专用权的行为均属于侵权行为，社会科学文献出版社将采取法律手段追究其法律责任，维护合法权益。

欢迎社会各界人士对侵犯社会科学文献出版社上述权利的违法行为进行举报。电话：010-59367121，电子邮箱：fawubu@ssap.cn。

社会科学文献出版社

目 录



Ⅱ I 总报告

| | |
|---------------------------------|-----|
| Ⅱ.1 立足市场实践建立健全我国场外交易市场法律制度····· | 001 |
| 导 言····· | 002 |
| 一 我国场外交易市场的发展环境与发展现状分析····· | 003 |
| 二 建立健全我国场外交易市场法律制度的理论和实践基础····· | 021 |
| 三 境外场外交易市场立法经验梳理与启示····· | 030 |
| 四 建立健全我国场外交易市场法律制度的政策建议····· | 044 |

Ⅱ II 综合篇

| | |
|--------------------------------|-----|
| Ⅱ.2 资本市场、产权市场与场外交易市场的政策边界····· | 052 |
| Ⅱ.3 我国场外交易顶层设计的思考 | |
| ——兼论区域金融中心建设与场外交易发展的对接····· | 064 |
| Ⅱ.4 差异化场外市场建设的法律思考 | |
| ——基于全国市场与区域市场差异化的二维角度····· | 088 |

Ⅱ III 借鉴篇

| | |
|---------------------------------|-----|
| Ⅱ.5 台湾兴柜市场的法律实践及对大陆资本市场的借鉴····· | 115 |
|---------------------------------|-----|



| | | |
|-----|-------------------------|-----|
| Ⅲ.6 | 美国场外交易市场介绍及对我国的启示 | 134 |
| Ⅲ.7 | 场外交易市场做市商的监管机制设计 | 153 |

Ⅲ IV 专题研究篇

| | | |
|------|--|-----|
| Ⅲ.8 | 非上市公众公司治理的路径选择 ——以市场监管与公司自治的制度衔接为视角 | 174 |
| Ⅲ.9 | 商法思维下的场外交易市场做市商制度构建 | 193 |
| Ⅲ.10 | 试论我国场外交易市场监管模式的完善 | 211 |
| Ⅲ.11 | 论我国证券场外交易市场信息披露制度及其完善 | 224 |
| Ⅲ.12 | 论场外交易的场内化 ——非理性地方竞争对证券交易场所的负面影响 | 239 |
| Ⅲ.13 | 论场外交易市场的融资服务功能及制度设计 | 255 |

Ⅲ V 大事记

| | | |
|------|-------------------------|-----|
| Ⅲ.14 | 2012 年中国场外交易市场大事记 | 270 |
|------|-------------------------|-----|

Ⅲ VI 附件：法律法规

| | | |
|------|--|-----|
| Ⅲ.15 | 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（国发〔2011〕38号） | 279 |
| Ⅲ.16 | 国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见（国办发〔2012〕37号） | 283 |
| Ⅲ.17 | 关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见（试行）（中国证券监督管理委员会公告〔2012〕20号） | 288 |



| | | |
|-------|--|-----|
| 附录 18 | 非上市公众公司监督管理办法（中国证券监督管理委员会第 85 号令） | 292 |
| 附录 19 | 关于发布《证券公司开展中小企业私募债券承销业务试点办法》 的通知（中证协发〔2012〕120 号） | 303 |
| 附录 20 | 后 记 | 308 |

皮书数据库阅读使用指南

