

DRC 丛书主编·李伟

国务院发展研究中心
研究丛书 2013

中国场外股权交易市场 发展与创新

OTC Equity Markets in China:
Development & Innovation

张承惠 田 辉 朱明方 著

场外市场是我国多层次资本市场建设的关键链条之一
我国场外市场孕育着很大的发展潜力
按照市场化原则建设资本市场
贴近市场需求，建立有别于场内市场的交易和管理模式
现阶段各类创新型试验探索应获得最大可能的鼓励和维护



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

013056562

DRC 丛书主编·李伟

F832.51
364

国务院发展研究中心
研究丛书 2013

中国场外股权交易市场 发展与创新

OTC Equity Markets in China:
Development & Innovation

张承惠 田 辉 朱明方◎著



北航

C1664706

F832.51
364



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

中国场外股权交易市场：发展与创新/张承惠，田辉，朱明方著.
北京：中国发展出版社，2013.6

(国务院发展研究中心研究丛书 / 李伟主编. 2013)

ISBN 978 - 7 - 80234 - 960 - 5

I. ①中… II. ①张… ②田… ③朱… III. ①股权转让—
证券市场—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 124470 号

书 名：中国场外股权交易市场：发展与创新

著作责任者：张承惠 田 辉 朱明方

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 978 - 7 - 80234 - 960 - 5

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京科信印刷有限公司

开 本：700 × 1000mm 1/16

印 张：16.75

字 数：231 千字

版 次：2013 年 6 月第 1 版

印 次：2013 年 6 月第 1 次印刷

定 价：45.00 元

联系电话：(010) 68990642 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网络订购：<http://zgfczbs.tmall.com/>

网购电话：(010) 68990639 88333349

本社网址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮件：fazhanreader@163.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

DRC

2013
国务院发展研究中心研究丛书
编委会

主 编: 李 伟

副主编: 刘世锦 韩 俊 张军扩 张来明
隆国强

编 委: (按姓氏笔画为序)

丁宁宁	卢 迈	包月阳	冯 飞
吕 薇	任兴洲	米建国	刘世锦
孙兰兰	李 伟	李善同	余 斌
迟福林	张小济	张军扩	张来明
张承惠	陆文强	陈小洪	侯永志
赵昌文	高世楫	夏 斌	郭励弘
徐小青	隆国强	程国强	程秀生
韩 俊	葛延风		

总 序

深化体制改革 促进转型发展

国务院发展研究中心主任

李伟

党的十八大提出了到 2020 年全面建成小康社会的宏伟目标。届时，按不变价计算，城乡居民收入水平比 2010 年实现倍增。要实现这一宏伟目标，到 2020 年前，我国 GDP 年均增长速度需要略高于 7%。如何在转变发展方式的基础上保持经济较快增长，实现全面建成小康社会的宏伟目标，对我们的工作提出了新的要求。

未来中国经济发展面临着全新的国际环境。全球金融危机爆发后，世界经济进入了大调整大转型时期。发达经济体难以在短期内恢复高速增长，世界经济进入低速增长新阶段。全球性产能过剩问题加剧，国际市场竞争更加激烈，贸易投资保护主义有所抬头。区域贸易安排取代多边贸易体系，成为贸易投资自由化的主要形式，发达国家正按照自身利益酝酿新的贸易投资规则。三大主要经济体同时采取宽松的货币政策，导致全球性流动性过剩，对国际资本流动、全球金融市场的稳定均产生巨大影响。能源供

求结构与格局深刻变化。主要发达经济体在救助金融危机和刺激经济的同时，实施“再制造业化”战略，重视新兴产业发展，推动经济加速转型。国际环境的变化，蕴含着新的机遇与挑战，战略机遇期的内涵与条件发生了重要变化。

中国经济发展进入了新阶段。我国已经进入了中等收入国家的行列，潜在经济增长率将出现下降，经济增长动力正处于转换之中。我国比较优势也在发生深刻变化，以往支撑我国参与国际分工与竞争的低成本劳动力优势正在快速削弱，劳动密集型产品在国际市场上面临着日益激烈的挑战。

转变发展方式刻不容缓。依靠要素投入驱动经济发展方式难以为继，不平衡、不协调、不可持续的矛盾日益尖锐。经济结构不合理的问题日益严重，影响社会和谐稳定的矛盾更加突出，产能过剩、房地产泡沫、地方融资平台蕴含的金融风险等问题不可忽视。年初华北地区大面积持续的雾霾天气，不仅突显了资源环境问题的严重性，更反映了转变发展方式的紧迫性。

既要转变发展方式，又要保持经济稳定增长，唯一的出路是深化体制改革。体制机制是决定经济发展方式的根本因素，老的体制机制决定了老的发展方式。要转变发展方式，必须要有一套新的体制机制，否则，转变发展方式只能是纸上谈兵。除此之外，抓住新的发展机遇，释放经济增长的潜力，同样需要进一步深化改革。

深化改革要坚持不断完善社会主义市场经济体制。深化改革的关键是处理好政府与市场、政府与社会的关系，要尽可能把市场与社会可以自行承担的职能交给市场和社会，要用体制机制用

好、管好政府这只“看得见的手”，充分尊重市场这只“看不见的手”，真正发挥市场机制在资源配置中的基础性作用。

改革进入深水区，需要我们用极大的智慧与勇气推进改革。各种体制盘根错节，相互影响，牵一发而动全身，改革不能零打碎敲，必须做好改革的顶层设计，系统化推进。

国务院发展研究中心是直接为党中央国务院决策服务的政策研究咨询机构。我们始终坚持围绕中心、服务大局的方向，开展政策研究，将战略性、综合性、全局性和前瞻性的重大战略问题研究与对经济社会发展中的热点、难点、焦点问题研究有机结合，力争为党中央国务院决策提供“管用”的政策建议与解决方案。

2013年的“国务院发展研究中心研究丛书”共包括16本著作，是过去一两年我中心部分政策研究成果。《改革攻坚（上）——改革的重点领域与推进机制研究》和《改革攻坚（下）——推进经济体制重点领域改革研究》是对下一步经济体制改革的总体设计，是我中心重大课题研究成果。丛书中还收录了对特定领域改革的研究成果，如《稳定与完善农村基本经营制度研究》《利率市场化改革研究》。关于转型发展方面的研究成果则包括：《中国制造业创新与升级——路径、机制与政策》《中国企业转型发展调查研究》《要素成本上涨对中国制造业的影响及相关政策研究》《大调整时代的世界经济》《全球农业战略：基于全球视野的中国粮食安全框架》《完善城镇化进程中的社会政策》《人口倒挂地区社会管理研究》等。针对经济社会发展中的热点问题，丛书重点收录了建立房地产市场调控长效机制的研究成果，包括《中国住房市场：调控与政策》《土地供应制度对房地产市场影响研究》。另外，丛书还收录了关于经济

社会发展中一些新趋势、新问题的研究，如《中国云计算应用的经济效应与战略对策》《中国场外股权交易市场：发展与创新》《中国中长期负债能力与系统性风险研究》。

我们正在着力建设“一流智库”，不断提高政策研究的水平与质量。尽管如此，丛书中收录的研究成果，可能还存在种种不足，希望读者朋友不吝赐教，提出宝贵意见与建议，帮助我们不断改进。我衷心希望，社会各界都能够关心支持政策研究与咨询工作，为实现中华民族伟大复兴的“中国梦”，不断作出新贡献。

2013年6月3日

内容提要

Introduction

场外资本交易市场是指在证券交易所以外进行的各种证券交易活动。场外市场交易品种众多,包括股票、股权、债券、衍生品等,并由此划分为不同类型的子市场。本书集中探讨场外股权交易市场。

与美国、日本等发达国家(地区)的发展历程一样,我国资本市场也起步于场外交易市场。然而,由于定位模糊、法制缺失等原因,我国场外交易市场几度兴衰,曲折发展,至今仍处于探索阶段,成为多层次资本市场建设中的短板。本书在回顾国内外场外股权交易市场的历史、总结并借鉴国际经验和启示的基础上,深入分析和评估了我国当前正在进行的相关创新性探索,得出一些有益的启示和政策建议。

本书由五章组成。第一章重点对场外股权交易市场的理论和实践的文献进行了归纳,尽可能使读者站在理论的前沿,把握场外市场的发展脉络,了解相关最新观点。

第二章重点介绍我国场外股权交易市场的发展历史、现状和存在问题,帮助读者了解我国场外股权的全貌。

第三章介绍了国外场外股权交易市场发展的状况,并对其他国家和地区发展场外股权交易市场的经验、教训进行了归纳总结,力求从中找出规律性的东西,得出对我国有意义的启示。

第四章主要研究我国主要场外股权交易市场的运营模式和交易制度。对现有三种不同类型的场外市场进行了市场效率等方面的分析比

较，从中得出对我国发展高效率场外股权交易市场应遵循的基本原则，如场外市场应贴近市场需求、应建立有别于场内市场的交易和管理模式、场外市场建设需凸显自身特色，与场内市场相辅相成以满足不同市场参与者的投融资需求等。

第五章在深入分析我国场外股权交易市场存在的一些制度性、体制性缺陷的基础上，提出了下一步进一步完善我国场外市场的政策性建议。

附件选取了台湾柜台买卖中心、天津股权交易所、上海股权交易所以及新三板的案例。通过案例介绍了台湾经验和当前我国各类场外股权市场建设的创新性实践。

目 录

Contents

第一章 理论综述和文献回顾	1
一、相关概念的界定	1
二、场外市场的定义和作用	5
三、场外市场的发展趋势及国际经验	12
四、我国场外股权市场现状问题评估和未来发展路径	20
五、总结	29
第二章 我国场外股权交易市场的发展历史、现状和 存在问题	31
一、场外交易市场的起源、作用与特点	31
二、中国场外市场的曲折发展历程	36
三、中国场外股权市场的发展现状和存在问题	49
第三章 场外交易市场建设的国际经验	57
一、部分国家和地区场外交易市场的发展情况	57
二、国际比较	63
三、国外场外交易市场发展的经验	77
四、证券交易所市场与中小企业融资：国际现状及 发展新动向	83

第四章 我国场外股权交易市场的运营模式和

交易制度比较 93

- 一、我国场外股权交易市场概况 93
- 二、场外市场和场内市场比较 101
- 三、全国性和区域性股权交易市场比较 110
- 四、不同区域性股权交易市场的比较 126
- 五、区域股权与产权市场的比较 151
- 六、从天津股权交易所的改革试验中得到的启示 155

第五章 发展我国场外股权市场的有关问题辨析与

相关政策建议 159

- 一、有关顶层设计的一些问题 159
- 二、关于进一步完善我国场外股权
市场建设的建议 166

附件一 中国台湾场外交易市场的现状、特点与启示 174

- 一、中国台湾场外交易市场发展回顾 174
- 二、中国台湾场外交易市场的现状与特点 176
- 三、中国台湾的股票发行条件与上柜和兴柜挂牌程序 179
- 五、中国台湾场外市场建设给大陆带来的启示 182

附件二 天津股权交易所市场发展情况 184

- 一、天交所市场设立政策背景 184
- 二、市场基础制度与体制机制建设 185
- 三、市场实践创新与经验探索 188
- 四、市场建设与发展成果 190

附件三	齐鲁股权托管交易中心情况	195
一、	基本情况	195
二、	制度设计	200
三、	各方关系	204
附件四	上海股权托管交易中心相关情况	207
一、	上海股交中心的设立	207
二、	基本业务情况	208
三、	取得的成绩	209
四、	产生的社会效益	210
附录一	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	212
附录二	国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的 实施意见	215
附录三	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）	220
附录四	非上市公众公司监督管理办法	224
附录五	全国中小企业股份转让系统有限责任公司 管理暂行办法	234
附录六	全国中小企业股份转让系统业务规则（试行） ..	240
参考文献		253

理论综述和文献回顾

场外股权交易市场的历史发展由来已久，相应的，国内外均有大量研究成果，涉及理论基础和实际运营的诸多方面。本章首先对相关概念的内涵进行界定，然后对场外股权交易市场的理论和实践文献进行归纳、梳理，包括定义、作用、国际发展趋势和经验、中国的发展实践和特殊问题等，以期尽可能全面地勾勒出当前研究的概况，包括对一些主要问题的共识和歧见，帮助读者加深对场外市场的理解和认识深度，并为本书进一步的研究奠定基础。

一、相关概念的界定

（一）场外股权交易市场 and 资本市场

本书以场外股权交易市场为研究对象。从大的范畴看，场外股权交易市场属于资本市场的有机组成部分。资本市场是指提供长期金融产品交易的市场，是与货币市场（短期资金市场）相对应的。场外股权交易市场作为一种类型的资本市场，主要强调两个特征：①交易对象为股权工具。资本市场涵盖多种类型的交易工具，例如股权类证券（equity security）、债务类证券（debt security）、衍生品合同（derivative）等。本书显然强调的是股权工具，而不是债务工具或衍生品。②交易的组织

形式是场外市场。组织资本市场的两类基本类型是场外交易市场（OTC）和证券交易所市场（exchange）。二者在交易制度、投资者构成等许多方面存在鲜明的差异。本书显然强调的是 OTC 形式。

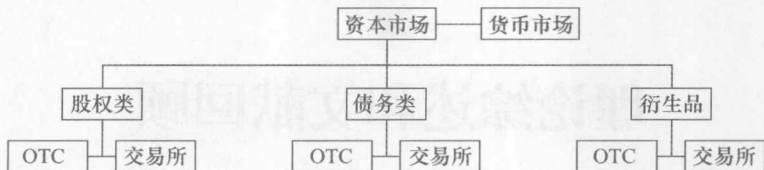


图1 场外股权交易市场与资本市场

（二）股权、股票与股份

股权（equity）、股票（stock）与股份（share）是与所有权有关的三个概念，既紧密相连，又有所区别。对三个概念进行界定，有助于加深对场外股权市场的理解。

所谓股权，代表着某一公司特定所有权的价值；股票是代表股权的有价证券，通常与某些具体的权利相关联（例如投票权或分红权）；股份则是股权的数量表示。一个最简单的例子可以表述为：假设你拥有某股份有限公司 100 股（shares）股票（stocks），每股 10 元，那么你持有的股份是 100 股，拥有该公司的股权（equity）1000 元。如果该公司不幸破产，股票一钱不值，此时你虽然拥有股票，但已经没有股权了。

对于股份有限公司而言，股票和股权二者的概念有时可以混用。因为这类公司正是通过发行一定数量（股份）的普通股，来计量股权的价值。不过，股权的外延比股票更为广义，有时，股权的价值是通过未来实现的期权来代表，不一定立刻给予实实在在的股份或股票。

另一方面，股权的适用范围不仅仅包括股份有限公司，而且包括有限责任公司。然而，股票仅限于股份有限公司发行，有限责任公司是不能发行股票的。只有股份有限公司才使用股票的形式来表现公司的股份，表示股东的股份证书。股票根据股份所代表的资本额，将股东的出资份额和股东权予以记载，以供认购和交易转让。持有了股票就意味着占有了股份有限公司的股份，取得了股东资格，可以行使股东权利。而

在有限责任公司中,股东的股权证明是出资证明书,股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任。

有鉴于此,本报告使用“场外股权交易市场”(OTC equity market)这一名词,而不是“场外股票交易市场”这一名词,固然是有出于尊重目前使用惯例的考虑^①,同时也是基于我国当前正在进行的各类实践性探索。例如,一些区域性市场的服务对象不仅包括股份有限公司,还包括有限责任公司。对于后者而言,这显然是“股权相关的交易”而非“股票相关”的交易了^②。当然,在更多的情况下,场外股票交易和场外股权交易的内涵是一致的,二者完全可以混用。

(三) 公众公司、上市公司、非上市公众公司、非上市非公众公司

根据公司股票公开发行及其与上市的关系,可以划分为四类公司类型:公众公司、上市公司和非上市公众公司、非上市非公众公司。在我国法律环境下,这些公司首先应当是股份有限公司。

公众公司(Public Company),又称为公开公司或公开发行公司,凡符合我国《证券法》第十条之规定进行股票公开发行的股份有限公司,均可称为公众公司。公众公司包括上市的公众公司和非上市公众公司两大类。

上市的公众公司即为上市公司。上市公司(Listing Company)指符合法定公开发行条件,按照规定的程序,获准在证券交易场所挂牌买卖已发行股票的公司。公众公司申请其股票上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意,并签订上市协议。目前,我国

^① 目前不论在我国相关政策文件还是实践中的相关机构名称中,多使用“场外股权市场”这一名词。

^② 例如,许多地方的产权交易所、股权交易中心等机构,承担着各类公司的股权登记托管职能,有限责任公司可以进行公司股权登记托管。托管手续及服务类别同股份有限公司的登记托管一致。另外,产权机构或股权机构还可以为有限责任公司的改制、融资、股权转让等事宜提供帮助。

的上市公司是指其股票在上海证券交易所和深圳证券交易所挂牌买卖的公众公司。

非上市公众公司（Non-listing Public Company）指股票未在证券交易所挂牌买卖的公众公司。根据2013年1月1日起施行的《非上市公众公司监督管理办法》，非上市公众公司是指有下列情形之一的且其股票未在证券交易所上市交易的股份有限公司：①股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人；②股票以公开方式向社会公众公开转让。

在公众公司之外，还有一类股份有限公司被称为“非上市非公众公司”，即两非公司。这类公司的股票既未经过证监会核准得以公开发行，也没有进入证券交易市场公开交易，而是在一些场外股权交易市场挂牌交易，其权益持有人累计没有超过200人。如天津股权交易所就是为“两高两非”公司股权和私募股权基金份额的流动以及私募股权基金投资的退出提供规范、有效的场所。2013年之前的新三板市场（即中关村试点）也是以两非公司为服务对象，但2013年之后，其挂牌对象变为非上市公众公司。

本书研究的场外股权交易市场，其对象企业主要包括非上市公众公司和非上市非公众公司两类。他们在全国或区域性场外市场进行交易，称为“挂牌”而非“上市”^①。

① 根据《公司法》解释，上市，是指股份有限公司在证券交易所公开发行股票后公开上市交易。上市公司是股份有限公司的一种，这类公司到证券交易所上市交易，除了必须经过批准外，还必须符合一定的条件。要点为：一是上市公司是股份有限公司。股份有限公司可为非上市公司，但上市公司一定是股份有限公司。二是上市公司要经过政府主管部门的批准。按照《公司法》的规定，股份有限公司要上市必须经过国务院或者国务院授权的证券管理部门批准，未经批准，不得上市。三是上市公司发行的股票在证券交易所交易。发行的股票不在证券交易所交易的不是上市股票。因此，我国将在新三板等场外市场交易的股份公司都称为挂牌企业；而在证券交易所挂牌交易的股份公司才叫上市企业。