



南开大学法学院
学术文存

我国OTC市场准入与监管制度研究 ——基于非上市公司治理视角

Woguo OTC Shichang Zhunru Yu Jianguan Zhidu Yanjiu
—— Jiyu Feishangshi Gongsi Zhili Shijiao

万国华◇著



人民大学出版社



南开大学法学院
学术文存

我国OTC市场准入与监管制度研究 ——基于非上市公司治理视角

万国华 著



人民出版社

责任编辑:姜冬红

图书在版编目(CIP)数据

我国 OTC 市场准入与监管制度研究——基于非上市公司治理
视角/万国华 著. —北京:人民出版社,2012.9

ISBN 978-7-01-011014-1

I. ①我… II. ①万… III. ①资本市场-市场准入-研究-中国
②资本市场-监管制度-研究-中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 150851 号

我国 OTC 市场准入与监管制度研究

WOGUO OTC SHICHANG ZHUNRU YU JIANGUAN ZHIDU YANJIU

——基于非上市公司治理视角

万国华 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京市文林印务有限公司印刷 新华书店经销

2012 年 9 月第 1 版 2012 年 9 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:8.875

字数:200 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-011014-1 定价:20.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究背景与问题的提出	(1)
一、国际 OTC 市场发展及问题	(1)
二、我国 OTC 市场发展及问题	(6)
三、OTC 市场的公司治理及监管	(14)
第二节 基本概念和研究对象的界定	(17)
一、OTC 市场及场外交易所	(17)
二、非上市公司与非上市公众公司	(19)
三、非上市公司治理与 OTC 市场监管	(24)
第三节 本书的意义及主要创新	(26)
一、本书的意义	(26)
二、本书主要创新	(27)
第四节 本书研究路径与研究方法	(30)
一、研究路径	(30)
二、研究方法	(31)
第二章 OTC 市场及其监管相关文献综述	(35)
第一节 OTC 市场发展及监管研究	(35)

一、关于多层次资本市场与 OTC 市场	(35)
二、关于 OTC 市场发展与 OTC 市场监管	(38)
三、关于非上市公司治理与 OTC 市场监管	(42)
四、关于 OTC 市场监管价值取向及制度体系	(45)
第二节 OTC 市场基础理论研究	(49)
一、公共利益理论与监管经济学	(49)
二、证券监管的法金融理论	(54)
三、法律非完备性与政府有限理论	(56)
第三节 监管制度变迁与公司治理理论	(60)
一、证券监管与公司治理理念	(60)
二、证券监管与公司治理法律机制	(61)
三、公司内部治理与外部治理机制	(63)
第三章 OTC 市场运行治理与监管制度理论分析	(66)
第一节 OTC 市场运行与市场主体关系	(66)
一、OTC 市场运行与市场主体关系模型	(66)
二、OTC 市场运行有效性及其要素	(71)
三、非上市公司治理和 OTC 市场监管	(74)
第二节 OTC 市场参与主体治理与监管机制	(76)
一、非上市公司与场外交易所的关系	(76)
二、场外交易所的治理与监管机制	(78)
三、OTC 市场投资者治理与监管机制	(79)
第三节 OTC 市场公司治理与监管制度体系	(80)
一、政府监管者的治理结构与治理机制	(80)
二、OTC 市场公司治理法律制度理论路径	(82)
三、OTC 市场公司治理与监管制度选择模型	(84)

第四章 OTC 市场准入制度比较及实证分析	(88)
第一节 OTC 市场准入制度概说	(88)
一、OTC 市场准入制度概念	(88)
二、内部治理机制与准入标准	(89)
三、外部治理机制与准入标准	(90)
第二节 OTC 市场准入制度的国际比较	(93)
一、国际 OTC 市场沿革和层次比较	(93)
二、非上市公司市场准入制度比较	(101)
三、非上市公司市场准入程序比较	(109)
第三节 OTC 市场准入制度选择模型与实证分析	(116)
一、我国 OTC 市场准入监管制度剖析	(116)
二、选择模型实证分析——以天交所为例	(124)
第五章 OTC 市场交易制度比较及实证分析	(132)
第一节 OTC 市场交易制度发展沿革分析	(132)
一、传统 OTC 市场交易治理与监管制度	(132)
二、现代 OTC 交易市场治理与监管制度	(134)
第二节 国际 OTC 市场交易制度比较分析	(138)
一、传统做市商制度嵌入竞价交易制度	(138)
二、传统竞价交易制度嵌入做市商制度	(143)
三、现代混合交易制度本土适用性分析	(145)
第三节 OTC 市场治理与监管对交易制度的影响	(151)
一、交易市场治理与监管制度目标价值改进	(151)
二、外部监管机制对 OTC 市场交易制度的影响	(154)
三、OTC 市场交易制度改进对市场绩效的影响	(158)
第四节 我国 OTC 市场交易治理与监管制度分析	(164)

4 我国 OTC 市场准入与监管制度研究——基于非上市公司治理视角

一、我国 OTC 市场交易制度沿革与现状	(164)
二、我国 OTC 市场交易制度实证分析	(169)
第六章 OTC 市场公司治理与监管制度体系构建	(177)
第一节 OTC 市场治理与监管原则与主体	(177)
一、OTC 市场治理与监管制度原则	(177)
二、OTC 市场监管模式与监管主体	(185)
三、我国 OTC 市场治理与监管模式	(188)
第二节 OTC 市场公司治理与监管制度体系构建	(192)
一、OTC 市场非上市公司治理法律制度理论展开	(192)
二、OTC 市场非上市公司治理与监管他律制度 体系构建	(194)
三、OTC 市场非上市公司治理与自律监管制度体系	(198)
第七章 结论、政策立法建议与研究展望	(203)
第一节 本书主要结论	(203)
第二节 政策或立法建议	(206)
一、市场准入制度方面	(206)
二、市场交易制度方面	(209)
三、市场监管制度方面	(211)
第三节 本书的局限及后续研究展望	(213)
主要参考文献	(215)
附录 A 我国 OTC 市场相关法律法规目录	(236)
附录 B 天交所挂牌非上市公司控股股东持股比例	(241)
附录 C 天津市交易所监督管理暂行办法(草案)	(247)
附录 D 英国非上市公司治理准则	(258)

附录 E 天津 OTC 市场监管制度体系模式	(260)
附录 F 非上市公众公司监督管理办法(征求意见稿)	(262)
后 记	(274)

第一章 导 论

第一节 研究背景与问题的提出

发达国家或地区的场外交易市场(OTC 市场)尽管早而有之,但随市场发展还是问题频出。我国早期证券市场也始于 OTC 市场,几经波折现又重新起航,却仍然重重困难,而其中公司治理与监管制度缺失则是问题的关键。

一、国际 OTC 市场发展及问题

市场经济发展离不开资本市场,健康发达的资本市场又必定是多层次的。在市场经济国家或地区,OTC 市场又称场外交易市场(Over-the-Counter Securities Market, OTC),是资本市场发展并完善到一定阶段的必然产物,是多层次资本市场的重要组成部分,也是最基础的部分。所谓多层次资本市场,经济学上是指与企业发展的不同阶段相对应的分层次市场体系。学理上,狭义资本市场可划分为不同层次:(1)主板市场,是指在证券交易所内进行集中竞价交易的市场,又称场内统一集中交易市场。该类市场主要为大型或成熟期企业提供融资和股票等证券转让服务,主板市场

如同金字塔的顶尖,是资本市场少而精的部分。(2)二板市场^①,是指与主板相对应或相区隔的,专门为处于产业化阶段或成长性阶段的高科技中小企业提供融资或股权转让的市场,如美国现在的纳斯达克市场和我国深圳的创业板市场。此类市场构成金字塔的中间部分。(3)场外交易市场(OTC 市场),又称三板市场,主要指帮助处于初创阶段中后期或成长阶段初期的中小企业解决融资和股权等证券转让的市场,在我国包括股份转让市场(包括股份代办与报价市场)、股权交易市场和各类产权交易市场,理论上该类市场位于资本市场体系金字塔的底部(见图 1.1)。

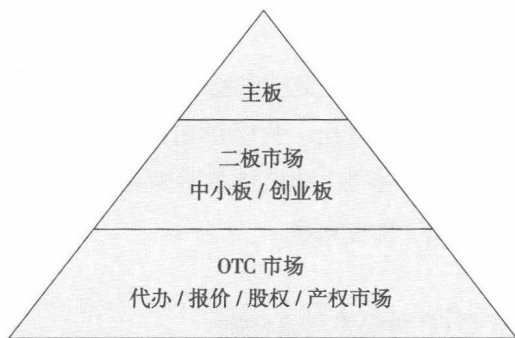


图 1.1 多层次资本市场体系结构图

相较于场内交易市场,OTC 市场的特点主要表现在:一是交易场所无形、分散、开放且边界不清晰;二是交易机制主要为协商定价和报价驱动定价;三是投资交易主体和客体多样化;四是奉行内部和自律监管为主原则。尽管 OTC 市场在不同国家或地区所

^① 在我国现阶段,二板市场包括创业板和中小板两个分市场,二者的区别与边界一直广受学界与业界的质疑,笔者认为两者并存只能是一个过渡阶段。

面临的 market 体系结构和法律制度环境会有所不同,但上面所描述的市场基本特征是相同的,其基本市场功能即满足本国中小企业融资和股权(股份)转让的需求也是相同的。因此,凡奉行市场经济的国家或地区,就一定会有资本市场包括 OTC 市场来满足上述两项市场要求。^①

考察国际资本市场发展历史和现状后不难发现,大多数国家或地区 OTC 市场都是伴随其经济发展而发展,二者相辅相成。从资本市场发展顺序看,一般先有 OTC 市场,后有场内交易市场。如美国纽约证券交易所、英国伦敦证交所以及荷兰阿姆斯特丹证交所,这些市场早期市场形态都是典型的 OTC 市场。即使后来逐渐发展成主板市场的纳斯达克市场早期也是如此。美国多层次资本市场体系应是目前世界上最完整和最发达的,大致经历萌芽阶段(18 世纪末)、分散发展阶段(19 世纪末—20 世纪初)、集中规范化发展阶段(20 世纪初—20 世纪 60 年代)和多层次现代化发展阶段(20 世纪 70 年代至今)四个阶段。除早期纳斯达克市场外,电子公告板(OTCBB)市场、粉单(Pink Sheet)市场、场外衍生证券交易市场以及各州的地方柜台交易市场构成了美国完整的 OTC 市场体系,并且该体系运行非常成功,在满足中小企业融资和证券交易需求的过程中,直接支持和推动了美国经济发展。而这一切又与其科学有效的 OTC 市场准入、交易和监管等制度设计与运行密切相关。

英国作为第三大国际金融中心,OTC 市场也相当发达。1995 年,为满足那些处于成长期公司融资与转让股份的需要,伦敦证交

① 谢思全等著:《中国场外交易市场发展的回顾与思考》,社会科学文献出版社 2009 年版,第 1—36 页。

所设立了替代投资市场 (Alternative Investment Market,^① AIM)。此外,还设立了专门的低层次 OTC 市场和基金市场,其中最具典型意义的 PLUS 与 AIM 一起构成英国 OTC 市场体系。与美国不同,英国 OTC 市场有自己的特色,其主要部分如 AIM 是从主板市场衍生而来。换言之,英国 OTC 市场体系的形成、发展与伦敦证券交易所的支持与呵护息息相关,也可以说是在场内集中交易市场基础上产生与发展的,所以其运行绩效比较高。作为欧盟成员的德国,其 OTC 市场从性质上看与英国相似,由早期独立市场发展到了与主板市场互动特征明显的市场,尤其 1997 年“新市场”的启动为投资者和新经济类企业提供了新机会,为德国经济发展做出了重大贡献。

日本早期基本仿效美国 OTC 市场发展模式,即先成立了 JASDAQ,在此基础上后又形成东证二部、Mothers 和 Hercules 四个层次 OTC 市场体系,中小企业挂牌为主、个人投资为主、准入制度灵活和特别 OTC 发行等制度构成了日本 OTC 市场特色。后来,日本 OTC 市场经过数年发展,慢慢向低端市场发展,比如绿单市场 (Green Sheet)。但实践中,日本资本市场结构体系呈倒金字塔型,这与世界多数国家或地区 OTC 市场金字塔结构不一样。

我国事实上的多层次资本市场体系在结构上与日本基本相似,也呈倒金字塔型。换言之,我国和日本都属于 OTC 市场事实上不发达的国家,与美国和中国台湾地区仍有很大的差距(见图 1.2)。

① Nicholas A. Vardy, London's Alternative Investment Market: The New NASDAQ, The Global Guru, <http://www.the.global.guru.com/article.php?id=63&offer=GURU001> (last visited Jan 15, 2011).

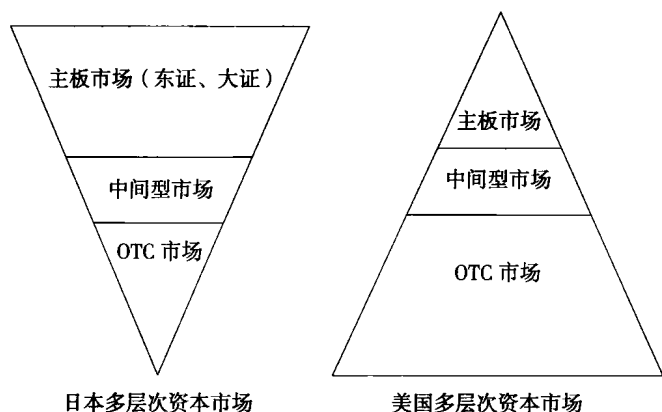


图 1.2 美日多层次资本市场体系结构比较图

我国台湾地区的现代资本市场体系层次,也是先有主板市场,后有 OTC 市场。中国台湾 OTC 市场又可分为柜买市场和兴柜市场两个层次。用现代化、市场发达程度和制度完善与创新程度等标准衡量,当今的中国台湾 OTC 市场也堪称是世界上最发达或最先进的 OTC 市场,即使当今美国也难望其项背。比如,2007 年中国台湾柜买中心的成交值与主板市场之比达到 14 : 86,说明其自身发展迅速,活跃性高,对台湾经济发展贡献巨大。^①

综上所述,各国或地区 OTC 市场在蓬勃发展的同时,也出现或暴露不少问题,主要表现在:第一,OTC 市场在各国或地区之间发展极不平衡。从世界证券发展史的逻辑顺序讲,尽管都是先有 OTC 市场后有场内交易市场,但由于市场特征以及证券法和公司法传统等方面差异,各国或地区的 OTC 市场规模和成熟度差异极

^① 参见中国台湾证券业公会网站相关资料 (<http://www.csa.org.tw/B00/B04.asp>)。

大。比如,美日两国长时期虽是世界第一和第二大经济体,其经济发展总水平在伯仲之间,然而两国的 OTC 市场发达程度却有天壤之别。理论上世界所有多层次资本市场结构应呈顺金字塔型。换言之,OTC 市场应占资本市场结构的绝大比例,故应位于金字塔底部,美国如此,OTCBB 及地方 OTC 市场挂牌的非上市公司或证券品种远超过主板与中间型市场之和;而同样发达的日本,其 OTC 市场包括 JASDAQ 和低端绿单市场在内的挂牌企业、市值和交易金额只有主板市场的五分之一,甚至更低。第二,一国或地区的金融市场或资本市场的繁荣与发展常常得益于 OTC 市场发展,同时也经常受害于 OTC 市场的繁荣与发展。因为 OTC 市场在为中小企业融资和非上市公司股份或相关证券转让提供服务平台并促进经济发展的同时,常常对一国或地区的资本市场或金融体系效率或安全造成威胁与伤害,2008 年国际金融危机即是 OTC 市场惹的祸,可谓“成也萧何败也萧何”。第三,OTC 市场是资本市场或证券市场的源头和终点。各国或地区资本市场发展脉络无不表明如此,但是在 OTC 市场结构体系、监管模式、监管对象和监管原则等方面却没有统一或具有普遍性的国际准则可遵循,即使一个国家内不同时期和不同区域市场差别也很大。总之,OTC 市场的治理与监管制度的随意性或易变性是其典型特征,美国 OTC 市场也不例外。正因为如此,无论发达的 OTC 市场还是发展中的 OTC 市场,均易出现公司治理与监管问题,这正是本书的出发点。

二、我国 OTC 市场发展及问题

(一)我国 OTC 市场发展沿革

如同世界主要市场经济国家或地区的 OTC 市场发展一样,我国 OTC 市场也伴随改革开放的发展而发展,大致经历了三个

阶段:

(1)萌芽与发展阶段。该时期又可细分为萌芽、柜台市场前期和柜台市场后期三个阶段^①,这些阶段实为整体中国 OTC 市场发展的早期阶段,黑市交易和地下市场盛行,但为后期场内交易市场的发展打下了基础。20 世纪 80 年代初,我国开始推进以国有企业为主的股份制改造,初始阶段这些企业多数是向其内部职工发行股票和债券,其中少数企业也开始尝试向社会法人和自然人定向发行股票。随着改制企业股票和债券发行数量与范围的扩大,证券交易开始萌生,逐渐形成了最初的 OTC 市场形态。1986 年 9 月 26 日,我国首个股票交易柜台市场——上海静安股票交易柜台市场开锣,标志着新中国 OTC 市场正式起跑;1987 年,中国人民银行上海分行制定了《证券柜台交易管理暂行办法》,这是中国证券发展史上第一部专门的证券监管法律文件,尽管是地方性法规,但对我国证券市场尤其 OTC 市场而言,具有跨时代的意义。该地方法规对柜台交易标的准人和交易程序等内容进行了规范,这些措施标志着我国有组织 and 一定程度监管的 OTC 市场正式问世。

该时期是现代意义上 OTC 市场发展的重要时期,^②其标志性事件是全国各地自发形成的证券交易中心市场和中央政府两网(STAQ 和 NET)市场并存竞争发展,非上市公司股份转让活跃,最重要的成果是催生了场内集中交易市场即深沪证券交易所。

进入 20 世纪 90 年代,随着现代通讯技术与计算机网络的发

① 邓向荣等著:《中国场外交易市场发展的回顾与思考》,社会科学文献出版社 2009 年版,第 38-61 页。

② 晋入勤:《论股票场外交易市场制度的构建原则》,载《金融教学与研究》2009 年第 6 期,第 12-14 页。

展,由电子媒介或通讯系统(包括电话、电传和计算机网络)构成的新型 OTC 市场开始出现,我国 OTC 市场也逐渐技术化和规范化。1990 年 12 月中国 OTC 市场研究设计中心模仿 NASDAQ 推出了全国证券交易自动报价系统(Securities Trading Automated Quotation System,STAQ),STAQ 系统建立后,先是经营国债现券和国债回购业务;1992 年 7 月 1 日开始,部分国有企业或股份制企业的法人股流通转让试点在 STAQ 系统开始试运行。1993 年 4 月中国证券交易系统有限公司创办的由其管理和运作的全国电子交易系统(National Electronic Trading System,NET)作为法人股市场也正式开通,至此严格现代意义上的全国性 OTC 市场正式自发产生。^①

加上深沪两个证券交易所、二十六家地方区域证券交易中心和两个电子证券交易网络,我国事实上形成了一个早期的多层次资本市场体系。此外,各省市还出现了不太规范的产权交易中心以及地下股票黑市场与前述市场体系并存格局。但是这种双轨制的市场并存格局时间并不长,因为长期以来我国 OTC 市场基本处于无法可依状态,市场准入及交易行为的治理与监管制度极不规范,违法违规现象严重,导致金融风险隐患极大,也给投资者合法权益的有效保护带来极大障碍。

(2)全面禁止阶段。由于不太规范的产权交易中心以及地下股票黑市场的迅猛发展,早期 OTC 市场在促进股份或股权等证券流通并使企业获得融资和发展的同时,也产生了一系列的社会经济问题。1998 年我国开始对场外非法交易场所进行全面清理与治理,重点措施是未流通的上市公司股票和非上市公司股权均不

① STAQ 和 NET 系统分别属于事业法人和企业法人,但均是国有独资性质。

得以任何形式在 OTC 市场交易。几乎所有 OTC 市场包括所有地方股票柜台市场、依托 STAQ 和 NET 等全国性 OTC 市场以及所有证券交易中心等区域性 OTC 市场都被强制关闭。按照 1998 年证券法规定,所有股票等证券现货交易只能在国家规定场所即深沪两个交易所进行,至此 OTC 市场失去了存在的法律依据。这种“一刀切”的做法,忽视了 OTC 市场存在的合理性,中小企业尤其民营中小企业融资出现了严重困难,资本市场全方位的融资及资源配置功能没能在我国很好的发挥。

(3)重新发展阶段。该时期的前半段,我国 OTC 市场体系主要特点是以各产权交易市场发展为主体,中央政府主要致力于中关村代办市场的培育与发展,制度环境相对宽松,注重制度创新与探索^①,为现代 OTC 市场的试点和发展打下了基础。从 2005 年之前的中国证券市场演变看,我国整体证券市场发展之所以有今天的成就,OTC 市场的试点与发展功不可没。

进入 21 世纪,中国经济改革和开放又面临新机遇。2001 年为了解决 STAQ 和 NET 系统的遗留问题,我国代办股份转让系统开始运行。以此为标志,我国当代 OTC 市场重新发展起来。尤其 2005 年新证券法和新公司法出台后,间接在法律上正式承认了 OTC 市场的合法地位。建立全国性 OTC 市场作为国家建设多层次资本市场最重要的一环,继创业板之后,又成为我国资本市场发展的重点与关键点。到目前为止,我国合法的有影响力的全国性 OTC 市场主要包括代办股份转让系统、代办股份报价系统和天津股权交易所,它们是我国 OTC 市场体系最核心的部分。

^① 顾功耘、朱静秋:《解读上海市产权交易市场管理办法》,载《上海国资》2004 年第 2 期,第 6-8 页。