

市  
场  
篇



## 三板市场其实名不副实

2001年6月，经中国证监会的批准，中国证券业协会推出了证券公司代办股份转让服务业务，俗称三板市场。三板市场也是一个股票交易市场，目前交易的对象是原STAQ、NET系统挂牌公司和退市公司的流通股份。它是在借鉴西方场外交易市场的基础上设立的，但不是西方场外交易市场的翻版，离真正意义的三板市场还有距离。经过近三年的努力，这一市场获得了迅速的发展，也引起了社会各界的高度关注。

### 一、三板市场的概念

三板市场是人们对代办股份转让系统的俗称。所谓代办股份转让系统，是指经证监会授权，由证券业协会于2001年6月创立的一个非上市公司股票交易系统，由证券业协会批准的证券公司通过这一系统以自有或租用的业务设施，为非上市公司提供股份转让服务。

之所以称为三板市场，主要是相对于主板市场和二板（即创业板）市场而言的。在证券发达国家，证券市场都是一个体系健全的阶梯市场，即场外市场与场内市场互补。我国虽然是在借鉴西方发达国家的基础上发展自己的证券市场的，但由于种种原因，股票的场外交易市场随着场内交易市场的出现逐渐

被禁止，没有像西方发达国家一样建立起多层次的证券市场。在二板市场没有推出的情况下，我国证券市场实际只有主板市场呈现出单一的市场格局。

而西方发达国家的证券市场，是有多个层次的。主板定位于成熟企业 作为市场结构中的第一个层次 门槛较高 主要服务于规模较大、资产质量较高的公司；二板定位于发展期的高新技术企业 主要吸纳具备一定规模和实力、增长潜力较大的科技类企业；三板定位于无法上市的中小企业和从主板退市的企业。从国外的情况来看，三板市场主要功能是为中小企业提供融资渠道和股份转让服务。主板、二板和三板各自的服务对象明显不同 分别处于不同的层次 形成相应的市场板块。三板市场有别于主板和二板市场 是一个相对独立的市场 与主板、二板同是证券市场的重要组成部分，都是证券阶梯市场的一部分。

究竟是谁将代办股份转让系统首先称为三板市场，现在还无从考究 但代办股份转让系统设立初期 在官方的正式文件中是没有三板市场这个词的。监管部门有关人员在就代办股份转让系统的名称答记者问时，指出代办股份转让系统是该系统惟一的正式的称呼。

在证券业协会审定的证券从业资格指导丛中，代办股份转让系统却直接以三板市场的称谓出现，这应该反映了协会对代办股份转让的真实想法。代办股份转让系统绝非一个简单的股票交易系统，它是我国目前惟一的为非上市公司股份流通提供场外交易服务的市场 实际上重开了我国场外交易市场 改变了我国证券市场场内交易一统天下的局面，使我国证券市场出现了和证券发达国家类似的多层次证券市场的格局。在这种多

层次的证券市场格局中，代办股份转让系统显然不同于主板、二板（即创业板），与西方发达国家的三板市场有类似之处，只是挂牌交易的公司种类要狭窄一些。

正是由于与多层次证券市场中的三板市场有类似之处并且被认为三板市场是其发展的最终归宿，因此，人们直接将代办股份转让系统称为三板市场，这也已经为业界所广泛接受。

## 二、三板市场的由来

### 1. 解决原 STAQ、NET 系统的历史遗留问题

三板市场首先是为解决原 STAQ、NET 系统挂牌公司流通股份等历史遗留问题提供有效流通渠道。STAQ、NET 系统是分别于 1992 年 7 月和 1993 年 4 月开始运行的法人股交易系统。在交易过程中有相当数量的个人违反两系统规定进入市场从而使两系统流通的法人股实际上已经个人化。随着市场活跃程度降低，法人股转让的功能逐渐丧失，STAQ 及 NET 两系统在 1999 年 9 月 9 日停止运行。从既要规范市场又要妥善考虑投资者利益的角度出发，监管部门认真寻求解决这一历史遗留问题的途径。对于两系统中达到上市条件的企业，经法律规定的审核程序可以到交易所上市。对于暂时达不到条件的企业考虑到历史形成的一些因素和投资者的要求，其流通股份也应有一定的转让渠道。这个流通渠道就是三板市场。

### 2. 为退市企业提供股份转让渠道

三板市场也是为了给退市企业的流通股份开辟转让渠道。为了提高上市公司的质量，发挥证券市场优化资源配置的功能，

清除早已不符合上市条件的上市公司，主管部门一直在努力采取措施 建立退市机制 推进退市工作的进度。为了减少退市所带来的社会冲击 保护投资者的权益 上市公司退市后 其流通股份也应有转让渠道。这个流通渠道也是三板市场。

### 三、三板市场的基本游戏规则

2001 年 6 月 12 日，中国证券业协会经证监会批准发布了《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》。这个办法规定了三板市场的基本游戏规则。

#### 1. 基本原则

以代办券商 从事该业务的证券公司 为核心 以中国证券业协会为监管主体，通过代办券商、股份转让公司（原 NET、STAQ 挂牌公司）投资者、登记结算公司、交易所之间签定协议 来界定各方的权利义务关系。

#### 2. 在三板市场挂牌的具体步骤

原挂牌公司要先召开股东大会，股东大会作出股份转让的决议后 报请注册地政府同意或确认 再确定代办券商 并与代办券商签订有关协议 之后 向投资者公告 进行股份确认 并在中国登记结算公司进行股份托管。当股份确认比例达到总流通股份 50% 以上之后 可以进行股份转让。

#### 3. 主要权利义务关系

股份转让公司 可由股东大会作出决议 与有关证券公司签订协议 委托其代办原流通股份的转让业务 如其上市申报材料已经中国证监会发行部受理、正待审核 可继续其申报程序 因

不具备法定上市条件，其上市申请不能通过发行审核委员会审核的两系统原挂牌公司，可嗣后委托有关证券公司代办原流通股份的转让业务。不论是否委托有关证券公司代办股份转让，两系统原挂牌公司均可继续按原定方案进行重组，待具备法律法规规定的上市条件后，依照法定程序申请到证券交易所上市。

证券公司代办股份转让服务业务，应当与股份转让公司（原股份转让公司）投资者、证券交易所、证券登记结算公司等有关各方签订符合规范的正式协议，并报协会备案。证券公司应当督促股份转让公司按照有关规定的要求及时、充分进行信息披露，还应督促股份转让公司将所披露的信息报送协会备案。在信息披露过程中出现问题时，应当及时向协会报告。

#### 四、三板市场绝不是国外场外交易方式的翻版

国内开设三板市场是受到国外场外交易方式的启发。目前在三板市场中交易的都是非交易所上市股票，整个系统运作的核心是代办券商。这与西方的 OTC 市场有一定的相似性。国外场外证券交易市场的发展情况为国内三板市场的发展提供了很好的国际借鉴和充分理由。但我国的三板市场绝不是国外场外交易方式的翻版。

单纯从交易系统看，三板与国外场外交易有很大的区别，和主板的联系则非常密切。他们的区别更主要是形式上，只不过在名称上有些变动罢了。后者叫股票账户，前者叫非上市公司股份转让账户，而实际上却是同一套交易系统，同一家托管单位。

从表面上看，三板市场的投资者是委托某一券商进行交易，

类似于券商的柜台交易 但从一开始在证券业协会的授意下 具有三板交易资格的 6 家券商就签订了互相委托代理的协议，从而使得每一家在三板市场上转让的公司并不局限在某家券商的交易场所，而是在任何一家具有交易资格的券商营业场所都能进行交易，这种交易模式基本和主板没有区别。

目前三板市场交易的所有技术支持 都是交易所在承担 用的是和主板交易同一套交易系统 表面上看 委托转让的券商在三板交易中起着很重要的作用 但实际情况是 接受委托转让的券商在整个过程中并没有承担多少工作，主要工作仍然是由交易所的交易系统自动完成，和主板相比只是交易规则方面作了一些限制，而委托转让的券商也只是起了一个隔离投资者的作用。

以上情况表明我们没有必要去刻意模仿某一类市场，我们的市场该如何发展 在制度上该如何设计 应该完全根据我们的发展需要和实际情况来确定。另一方面也说明，我国三板市场虽然本质上是独立的证券市场，是我国多层次证券市场的重要组成部分 但它还没有自己独立的交易场所 没有与主板完全划清界限。

## 五、离真正意义上的三板还有距离

从西方发达国家场外交易的成功经验以及我国构建多层次证券市场的需要来看，真正意义上的三板市场应该是一个相对独立于主板市场又与主板相互衔接的庞大的、覆盖全国的场外交易市场，主要功能是为中小企业提供融资渠道和股份转让服务。

目前，在代办股份转让系统中挂牌交易的公司主要有两部分，一是原 STAQ、NET 两个法人股交易系统中挂牌的公司；另一部分是从沪深证券交易所主板市场退市的公司。按《试点办法》的规定，代办转让的股份仅限于股份转让公司在原交易所挂牌交易的流通股份。因此也只有这两类公司的流通股票可以在三板上交易。代办股份转让系统目前也只为上述企业在二级市场上提供股票转让服务，还没有建立股票发行的一级市场，没有融资的功能。

代办股份转让系统和西方发达资本市场中的三板市场有种种类似之处 因此在其正式推出之后 有关各界对它寄予了很大希望，并将其理解成监管部门为建立我国多层次资本市场体系所做出的一个重要尝试。但作为代办股份转让系统监管部门的中国证券业协会 在代办股份转让系统的发展问题上，一直出言谨慎，并未肯定代办股份转让系统的发展方向就是我国的场外交易市场，也从未承诺要赋予三板市场融资功能。

因此，不管将来代办股份转让系统会不会发展成为真正的三板市场 仅就目前它还仅仅是一个系统而已 代办股份转让系统要想成为真正的三板市场还有很长的一段路要走。当然，只有代办股份转让系统的服务对象以及功能和发达证券市场充分接轨后 代办股份转让系统才能还其三板的本来面貌 有关各界才不至于再对监管部门创立三板市场的真实意图进行无端的猜测。

## 场外交易市场的兴衰沉浮

证券市场的发展都是从自发形成的场外交易开始的，我国也不例外。改革开放以来，我国证券市场经历了一个由自发形成的地下交易到有组织的柜台交易，再到以沪深两大证券交易所为中心 场外交易并存 最后到只有沪深证券交易所场内交易的过程。三板市场的启动揭开了我国场外交易市场发展史上的一幕。

### 一、中国证券场外交易的出现

最初发行股票只是为了开辟企业资金来源，解决现实经济生活中的资金短缺问题，并没有考虑股票交易和流通问题。但股票发行后 必然产生流通的需要 但最初没有这样的市场 这就为地下交易提供了产生和发展的空间。随着股票种类的增加，地下交易的规模和数量开始逐步升级，在投机动机的支配下，股票的交易价格也一再被拉高。各地政府出于治安的考虑，多次取缔这些自发形成的地下交易场所 但是成效不大 往往是政府越取缔 地下交易市场越发达。

股票地下交易的发展带来了一系列社会问题，为了解决证券流通问题 维护证券市场的正常秩序 国家开始同意设立柜台交易。随着柜台交易办法的出台 证券交易价格开始放开 股票

交易开始活跃。但柜台交易已经很难满足社会公众对股票交易的需求。证券交易分散在各个证券公司的柜台上交易，缺乏统一、集中的市场和公开的市场信息，不同柜台在同一时点对同一股票的买卖价格误差较大。柜台交易集交易、结算和信息发布于一身，操作效率低下，无疑加剧了投资风险。交易场所分散，交易时间不固定、交易价格不统一给管理增加了难度，也容易滋生腐败行为。证券公司身份与职能多重，又缺乏相应的监督与制约机制，使股市中的舞弊与内幕交易十分猖獗。由于柜台交易存在巨大缺陷，黑市交易在政府的严厉管制下反而成为股市主流。由此带来的巨大危害使政府意识到，建立集中统一的证券交易所势在必行。

## 二、沪、深证券交易所的成立

1990 年底和 1991 年初，沪深证券交易所先后成立，这是中国证券发展史上划时代的事件。沪深交易所的创立基本消灭了股票黑市交易，但由于流通股与非流通股的存在，一级半市场因而出现，同时也开始了法人股交易的试点。1993 年以前发行的股票除一部分可以在沪深交易所上市交易外，还有国家允许公开向社会发行但不允许上市的股票，以及企业向内部职工发行的内部职工股都不具备流通性。在巨大投机收益的冲击下，大量股票在未获准进入交易所上市的情况下就以各种形式流通买卖，形成中国特有的一级半市场。1990 年 12 月，由国家体改委牵头，模仿美国 NASTAQ 形式的中国证券交易自动报价系统（即 STAQ 系统）正式开通。成立之初主要是为国债的发行与交

易提供服务,1992年7月开始进行法人股流通试点。1993年4月中国人民银行牵头设立了全国电子交易系统(即NET系统)成立不久,5月国家对法人股市场进行整顿,交易日趋清淡。1999年9月证监会决定关闭这两个系统。

沪深交易所的建立并没有根本上解决股票交易与流通的问题。在沪深牛市的影响下,20世纪90年代初期国家出现了一股股改热潮,短短三四年内各级不同的管理部门批准成立了近7000家定向募集公司。由于沪深上市公司的数量有限,大多数股份公司股票的流通问题得不到解决,因此各地自发的地下交易又开始出现。

### 三、地方证券交易市场的出现与关闭

一些地方政府从实际出发,开始考虑发展场外交易。淄博、武汉、天津等地先后建立了类似的场外证券交易自动报价系统。与此同时,经中国人民银行各省、市分行批准成立的证券交易中心也是提供证券发行、交易的场外交易场所。各地场外交易市场普遍存在着不少问题,由于当时没有认识到场外交易的重要性,政府对场外交易缺乏必要的引导,加上受当时经济过热的大环境影响,场外交易市场逐步演变成了资金拆借市场和国债的信用回购市场,乱拆借和债务链问题越来越严重。由于场外交易蕴藏着越来越大的风险,迫使政府管理层在1998年不得不对这些场外交易市场进行整顿,有的地方证券交易中心直接关闭或停业,而多数则与其他证券经营机构组建新的证券公司或直接并入一些证券公司。

#### 四、场内交易市场的大一统已经不适应证券市场发展的现实需要

通过整顿和规范 我国证券市场实现了大一统 证券交易完全集中在场内交易。而这种大一统的局面目前已经不能适应证券市场发展的需要，鉴于大量非上市股份公司的股份流通需求越来越不可遏止，而历史遗留下来的两网问题也已经到了不能不解决的程度，加之管理部门对自己的监管水平也越来越自信，对监管结构的设计也越来越得心应手，从而催生了三板市场的诞生。

## STAQ、NET 系统的历史遗留问题

三板的启动，表明我国场外交易的大门又重新打开，这是我国证券发展史上的一个新的里程碑。它的破茧而出，STAQ、NET 系统的股民是有历史功绩的，如果没有他们为自己的股票流通权利的奔走呼吁，三板市场就不一定能这样迅速地推出。

### 一、STAQ、NET 系统的成立背景

STAQ 是英文 STOCK TRADE AUTOMATION QUOTA 的缩写，意思是全国证券交易自动报价系统。NET 是英文 NATIONAL ELECTRONIC TRADE 的缩写，意思是全国电子交易系统。STAQ、NET 系统在业内被称为两网，成立于 20 世纪 90 年代初期，是中国资本市场的试验田，为法人股流通提供场所，也是我国证券交易所成立后进行法人股流通试点的两大场外证券交易系统。

所谓法人股，是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可支配的资产向股份有限公司非上市流通股部分投资所形成的股份。法人持股是法人经营自身财产的一种投资行为。

早期进行股份制试点的国有企业为了维护其公有性质，向法人和内部职工定向募集，法人股应运而生。随着股份制的试

点与深入人心，定向募集公司出现爆炸性增长。1993 年底我国定向募集公司已逾 3000 家，到 1994 年 7 月 1 日《公司法》正式生效禁止批设股份募集公司时，其数量已经翻了一番。这个股份制的特殊产物涉及法人股数量巨大。

在我国上市公司的股权结构中，法人股平均占 20% 左右。但上交所、深交所成立初期，只安排个人股上市交易，并没有解决法人股的流通问题，法人投资者由于不能在流通中获得资本收益，从而使其投资积极性也受到影响，不利于公司资金的募集以及证券市场的规范发展，进而使整个股份制改革走样。在这种情况下，两网应运而生。

## 二、STAQ、NET 系统的概况

### 1. STAQ 系统

STAQ 系统由中国证券市场研究中心设计筹建，于 1990 年 12 月 5 日正式开始运行。STAQ 系统是一个依托计算机网络进行有价证券交易的综合性场外交易市场。系统中心设在北京，连接国内证券交易比较活跃的大中城市，为会员公司提供有价证券的买卖价格信息以及结算等方面的服务，使分布在各地的证券机构能高效、安全地开展业务。

STAQ 系统的建立，推动了全国证券市场的发展，极大地便利了异地证券机构间的沟通，使手工化区域性市场跃进到现代化全国性市场。

该系统最初用于国债的发行，1992 年 7 月开始在 STAQ 系统进行法人股流通转让试点，开创了法人股流通市场。

在 STAQ 系统进行交易的有长白计算机、海国实、华凯股份、恒通置业、五星三环、大自然、玉柴机器、海南航空、蜀都大厦和中央商场等 10 只股票。

## 2. NET 系统

NET 系统是由中国证券交易系统有限公司开发设计，并于 1993 年 4 月 28 日正式投入试运行的。

中国证券交易系统有限公司是经国务院主管部门批准，由中国人民银行、中国人民建设银行、交通银行、中国人民保险公司及华夏、国泰、南方三大证券公司共同出资组建的有限责任公司。属于全国性证券交易中介机构，于 1993 年 2 月 20 日在国家工商行政管理局注册登记，注册资本为 1.6 亿元人民币。中国证券交易系统有限公司行政上挂靠中国人民银行，业务上接受国家证券主管部门的领导、管理和监督。

由中国证券交易系统有限公司经营的 NET 系统中心设在北京。该系统是一个利用覆盖全国 100 多个城市的卫星数据通讯网络连接起来的计算机网络系统，其主要功能是为证券市场提供证券的集中交易及报价、清算、交割、登记、托管、咨询等服务。

按有关规定，凡具备法人资格且能出具有效证明的境内企业、事业单位以及民政部门批准成立的社会团体均可利用其依法可支配的资金，通过一个 NET 系统证券商的代理参与法人股交易。

在 NET 系统进行交易的有中兴实业、东方实业、建北集团、广州电力、湛江供销、广东广建和南海发展等 7 只股票。

### 三、STAQ、NET 系统的短暂运行与关闭

在众多投资者的追逐之下，法人股市场交易十分火爆。在高利润的驱使下，法人股转让中出现了不规范的现象。有相当数量的自然人借企业法人的营业执照开立账户，违反规定进入 STAQ 系统和 NET 系统市场。这使得法人股出现个人化的倾向，严重干扰了市场秩序。1993 年 5 月，国务院证券委做出决定，对 STAQ 系统和 NET 系统的法人股市场进行整顿，暂不批准新的法人股挂牌交易。两网从此一蹶不振，交易日渐清淡。

此后，法人股市场的转让功能逐渐削弱，交易活跃度日减，股价走势长期疲软，市场影响也日益趋小。1994 年起，海南航空、蜀都、中央商场、广州电力等公司先后从系统退出。1998 年，国家整顿场外非法交易市场，这两个系统也在其中。1999 年 9 月，STAQ 系统与 NET 系统分别以国庆彩排交通管制和设备检修为由暂停交易。

两网投资者在意识到暂停交易实际上等于永久关闭后，为尽可能挽回投资损失，不断上访，要求解决其股票流通问题。监管部门也一直表示，在清理场外交易场所时，要注意保护投资者的合法权益，这就为两网问题的解决埋下了伏笔。

### 四、STAQ、NET 系统遗留问题的解决

在 STAQ 与 NET 系统进行法人股交易的先后共有 17 家公司。其中，玉柴机器法人股在 1994 年就已经停止在 STAQ 系统交易。另外的公司主要通过两种模式在主板市场上市：一类是