

场外交易市场：路径依赖与制度创新

李政辉

(浙江财经学院 法学院, 浙江 杭州 310018)

摘要: 中国现有的场外交易市场分为三个部分: 代办股份转让系统、专门股权转让市场与区域产权市场, 具有强烈的行政色彩。在可借鉴的经验上, 美国与中国台湾地区的场外交易市场在发展的上都体现出自主性特征。实际上, 中国证券市场一直以来采用的建设路径就是“行政主导+准入门槛”的模式。未来中国场外交易市场的建设在既有路径制约下, 应尽量发挥市场力量, 构建出多中心、多层次的场外交易市场。

关键词: 场外交易市场; 行政主导; 准入门槛; 自主

中图分类号: D912.28 文献标识码: A 文章编号: 1007-6875(2010)06-0013-05

证券市场是企业直接融资的制度通道。通过在证券市场上发行、交易股权, 企业获得了资本, 不同风险偏好的投资者获得了资金增值的可能。作为体系化证券市场的构成, 证券交易所、场外交易市场^①都同样服务于该种目标。只是相对于边界清晰、内涵明确的场内交易, 我国场外交易所涵盖的范围较大、适用的方式方法多样。在以美国证券市场为理想蓝图的证券市场体系中, 我国独缺场外交易市场。构建场外交易市场成为完成证券市场架构的“毕其功于一役”之举, 只是如何建构场外交易市场的路径暧昧不清。对此问题, 本文从我国国情及制度比较的角度作出分析, 对场外交易市场的建设提出针对性建议。

一、我国场外交易市场的现状

证券交易所与场外交易市场都是一种交易市场, 主要交易对象都是公司股份。在我国证券市场的构成序列中, 主板、中小板、创业板都有严格的准入制度, 交易场所被设定为证券交易所, 秩序井然。但到了证券市场的最后一个构成部分——场外交易市场时, 却呈现出全然不同的面貌: 不同的交易市场同时并存, 涉及不同类型的公司, 涵盖不同的地域范围。

(一) 代办股份转让系统 (三板市场)

代办股份转让系统所缺少的“主语”应该是证券公司, 按照深圳证券交易所的界定“代办股份转让是证券公司以其自有或租用的业务设施, 为非上市股份公司提供股份转让服务”, “代办股份

转让是独立于证券交易所之外的一个系统, 投资者在进行股份委托转让前, 需要开立非上市股份有限公司股份转让账户”^②。

这是与场内交易联系最为紧密的一块, 同时亦是政策制定者有意识选择的场外交易市场的构建基础。2001 年, 代办股份转让系统建立, 为原 STAQ NET 系统挂牌公司提供交易通道, 2002 年 8 月 29 日起沪深退市公司纳入代办股份转让。只是, 单纯承接主板退市公司导致代办股份转让系统充斥绩差公司, 被人称为“垃圾市场”, 这与良性流通的场外交易市场相去甚远。^③

随后, 代办股份转让系统向交易公司的优质化方向发展, 优质化客体选定为中关村园区的高科技企业。2006 年, 在证监会主导下, 中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点开始, 转让的平台就是代办股份转让系统。2006 年 1 月 23 日, 代办股份转让系统在深圳交易所开盘。到 2010 年, 中关村已有 60 家企业在“新三板”挂牌, 其中 22 家已符合创业板上市标准。^④

纵观代办股份转让系统的发展历程, 其呈现出: (1) 行政主导。从接续退市公司的股份转让到发展高科技企业的股权市场, 中国证监会都是政策的设计者与制定者。(2) 人为设计。代办股份转让系统的产生、发展配合行政主题, 从退市到高科技企业, 并非市场自发行为。(3) 与场内交易差异小。代办股份转让系统依托深交所的系统运行, 削弱了场外交易的色彩。

事实上, 代办股份转让系统与中小板、创业板

收稿日期: 2010-10-04

作者简介: 李政辉 (1974—), 男, 江西资溪人, 博士, 浙江财经学院法学院副教授 主要研究方向为公司法、证券法。

的创设极为相似,除了交易机制的技术区别外,欠缺实质性差异。

(二) 专门股权交易市场

天津股权交易所与天津滨海国家股权交易所的建立标志我国有了专门的证券交易所外的股权交易市场。

天津股权交易所作为探索建立多层次资本市场的重大举措而于 2008 年建立。天津股权交易所将客体重点放置在高新区内高新技术企业、非上市非公众公司股权和私募基金份额。在交易机制上,天津股权交易所实行做市商双向报价为主、集合竞价与协商定价为辅的混合型交易制度。截止 2010 年 4 月 3 日,在天津股权交易所挂牌的公司共有 19 余家,总市值 22.8 亿元。^⑤天津股权交易所的目标就是:全国区域的场外交易市场(OTC 市场),是美国纳斯达克(NASDAQ)市场的中国版本。

天津滨海国际股权交易所称其为“国内首家专业从事为拟融资的企业通过出让部分股权,进行直接融资的信息交易场所”,但从业务流程判断,股权转让采用项目制,更类似一般的产权交易所。

(三) 区域产权市场

我国产权市场是配合国有企业的改制、退出而兴起的市场类型,其设置与行政层级相对应,正因为如此,我国各级产权市场数量近 200 家。产权市场的传统运作模式是对产权转让采用挂牌拍卖的形式,为待转让产权形成市场价格。

值得注意的是,已有数家产权市场提供股权托管、股份电子交易,形成了场外交易市场的雏形。以浙江省为例,浙江产权交易所 2010 年 1 月开展未上市公司股份转让,搭建了“浙江省未上市公司股份转让中心平台”,至 2010 年 4 月已有 5 家公司股份在平台进行交易。平台的交易方式为公司股东采取自主委托方式转让所持股份,转让标的按照格式化、非连续、非标准化拆细的产权交易方式即非证券交易方式运作。

浙江省未上市公司股份转让中心已经具有场外交易的特征,被当地的媒体称为“浙版‘原始股’交易”^⑥。但该种市场的特征在于:(1)地域性。其专为辖区内的企业提供相应的交易服务,因此这也导致了地方性股权交易市场的分散性。(2)行政性。不容忽视的是,产权市场所开展的股权交易具有极强的行政性,一方面这是地方政府所主导的行为,另一方面,市场的建设与活动仍受到证监会的管理。

纵观我国现有场外交易的市场类型,在上述不

同层次所呈现的“乱象”后面其实是坚固的行政色彩,从代办股份转让系统到天津场外交易市场建设的努力,直至各地的扩建场外交易的内在冲动,统一的监管无处不在,以浙江省未上市公司股份转让的实施为例,其产生的路径为:经浙江省人民政府向国务院请示(浙政〔2008〕70号),中国证监会复函原则同意(证监办函〔2008〕192号)。行政性是我国现有场外交易的制度特征,也构成了场外交易市场下一步建设的约束条件。

二、场外交易市场建设的借鉴对象

橘生淮南淮北,则有橘枳之分。在制度移植过程中,我们可能过多地重视了橘种,而忽视了其所由生发的土壤。相同的问题与警醒对于场外交易市场显得更为迫切。

美国在证券市场与交易上扮演了“事实导师”的角色,美国场外交易市场的建设路径同样也应成为考察对象。OTC(Over-the-counter)含义是指证券持有人之间的直接交易,排除证券交易所。柜台交易的历史与证券的历史同样悠久。事实上,只有由证券公司来担任证券交易的一方当事人,这种交易才是可持续与低成本的,所以做市商是场外交易的关键主体。NASDAQ是场外交易市场的集大成者,其产生的路径可用“自生自发,逐步规范”作为总结。在 1960 年代,技术进步为交易的大规模展开奠定了基础。纳斯达克系统成立于 1971 年,NASDAQ 的全称是 National Association of Securities Dealers Automated Quotation System,由全美证券交易商协会创办,初始功能在于以电子计算机网络为运行基础服务于证券交易商。1975 年,全美证券交易商协会提出了纳斯达克的股票上市标准,规定只有符合此标准的股票才能在纳斯达克系统进行报价,如此与证券交易所具有了相似性。在此之后,NASDAQ 进行了分裂,NASDAQ 于 1990 年 6 月设立 OTCBB 市场,为未能在 NASDAQ 上市的公司股票提供自动报价,称为公告板市场;粉单(Pink Sheets)市场也是一个为股票交易提供互联网电子报价的系统。作为美国场外交易的组成部分,“除了上述市场外,场外交易市场还包括第三市场、第四市场、PORTAL 市场以及地方性柜台交易市场”^[1]。由此可见,场外交易市场是自发产生的,NASDAQ 最终公司化并在自己的市场上市从一个侧面说明了场外交易市场自发生成的主体地位。在场外交易市场建立与发育的过程中,SEC 的监管逐步进入。场外市场的领先部分不断成为被监管的对

象，入市的门槛明确，交易方式也与场内交易相似，如今日的 NASDAQ 但仍存有相异的部分，行政主管部门的监管力度较弱，例如在粉单市场上，发行人不必向 SEC 提交财务报告，也没有对 SEC 或 NASD 必须履行的义务。场外交易市场作为证券市场最底层，也是最为庞大的一个组成部分，在构建证券市场基础的同时，保持必要的开放性是必需的。

我国台湾地区的 OTC 市场的发展也印证了市场自发形成的路径。国民党政府退台初期，其场外交易市场即开始运行。“20 世纪 50 年代，公营水泥、造纸等企业民营化过程中发行的股票（如‘台泥’、‘台纸’等），也是通过场外交易市场完成的”^[2]。到 1954 年，台湾当局针对证券商制定了《台湾证券商管理办法》。专门针对场外交易市场则是 1960 年代推动分散的场外交易向集中的交易所交易转变。1968 年的《证券交易法》明确规定，台湾岛内的证券交易可以一分为二：证券交易所的买卖，采取竞价方式成交；证券商营业处所的买卖（即非集中交易市场的柜台交易），采取议价方式成交。由上述历史路径可以看出，台湾地区的证券市场是从无序的证券交易市场逐步分离出证券交易所。为解决场外交易市场发展后与场内交易的同质化问题，台湾地区在 2002 年推出“兴柜股票”（Emerging Stock），大大拉开兴柜股票市场与柜台买卖中心的差距，该类股票实行的交易机制是与推荐证券商议价交易，和柜台的等价交易及上市的竞价交易不同。

从上述场外交易市场发展的路径可以看出：

（1）场外交易市场的制度功能相似。场外交易市场都是为了扩大企业的融资渠道，辅助企业的成长发育而兴起，其中尤以高科技型企业为发展重点，这符合 20 世纪 60 年代以来的经济竞争趋势。

（2）场外交易市场以自律为重心。较为明显的是，场外交易市场的成功经验在于市场的自我发育，监管是辅助性的措施。在场外市场的建构路径上，市场的自发功能胜过行政的刻意设计。

（3）市场构造的多层次、开放性。发育成熟的场外交易市场会接轨交易所，如 NASDAQ 但与交易所集中竞价交易方式不同，场外交易可采用做市商的报价机制，也可以采用议价机制。这凸显了场外交易市场的开放性，为股票交易转板的实现奠定了坚实基础。

（4）准入门槛具有灵活性。美国多层次的场外交易市场鲜明表现了该特点。场外交易市场的多

层次性决定了市场的准入门槛设计的多元化，采用单一门槛的方式将是行不通的。

三、我国证券市场建设的内在逻辑及存在的不足

我国证券市场发展到今天，已经形成了主板、中小板、创业板共存的丰富层级，具有了较为完善的筹资与交易功能。

我国证券市场建设路径采用了“行政主导 + 准入门槛”的模式，这一模式同时适用到了主板、中小板与创业板。需要明确的是，因为我国的发行与上市两个环节一直实施强制上市，故而证券发行条件与上市条件是一体适用的，一家发行公司肯定要符合上市条件。

就主板市场而言，1993 年《公司法》第 137 条规定了公司发行新股的条件，《公司法》的规定较为原则，实践中适用的是 1993 年国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》。《暂行条例》第 8 条规定了公司发行条件，该条件历经调整一直适用至今。与发行条件同步诞生的就是审核机构，证监会获得了审核批准发行公司的权力。1998 年颁布的《证券法》对股票发行体制做出新的安排，采用了核准制，《证券法》的出台催生出证券发行审核委员会，但无论是审批制还是核准制，实质审批都是一以贯之的审查方式。

中小板兴起于 2000 年，中国证监会向国务院报送了《关于支持高新技术企业发展设立二板市场有关问题的请示》。2004 年 5 月 17 日中国证监会同意深交所设立中小企业板块，2004 年 6 月 25 日我国中小企业板首批“新八股”在深交所上市。在发行与上市上，中小板并没有突破主板的发行标准。故而业界普遍认为：“它不是一个独立的板块，它只是深圳主板市场的中小规模板块。”^[3]

被行业寄予厚望的创业板重复了“发行条件 + 审批”的建设路径。创业板正式启动的标志是 2009 年 3 月 31 日证监会发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》。其最为业界关心的仍是其市场准入条件。该《办法》第 10 条规定了创业板的发行条件，其要求较之主板市场有了一定的降低。但创业板的建设模式毫无创新之处，证监会特意成立专司创业板发行审批的创业板发审委。

中小板、创业板不断成为主板的缩微板或“简写版”，这显示了我国证券市场的制度欠缺、创新乏力。作为多层次证券市场，与具有创造力的

企业相对应,市场设置与运作也应富有弹性与包容力。但直至创业板的开启,单一逻辑一直在强化既有的市场建设模式,而更为关键的是,这种模式又一次复制到场外交易市场的建设上。

未来场外交易市场有可能复制“行政主导+准入门槛”模式,原因在于:

第一,前已述及现有交易市场具有浓厚的行政色彩。当场外交易市场必将落户具体行政区域时,其行政属性带有了地方政府与证监会的双重色彩,获得了双重加强。如此路径之下,行政性几乎成为场外交易市场必然的命运。

第二,各交易市场对准入门槛的热情。中关村科技园区非上市股份公司申请股份到代办股份转让系统挂牌报价转让,应具备以下条件:(1)设立满三年;(2)属于经北京市政府确认的股份报价转让试点企业;(3)主营业务突出,具有持续经营记录;(4)公司治理结构健全,运作规范;(5)协会要求的其它条件。除了淡化营业状况的数字要求,该条件具有明显的证券交易所上市条件的痕迹,或者说就是发行上市条件的翻版。天津股权交易所也确立自己挂牌的五大条件。作为产权交易市场的代表,浙江产权交易所制定的《浙江省非上市公司股份转让试点规则(试行)》第14条规定了进场公司条件:(1)在浙江省内注册。(2)股份公司设立满一年。有限责任公司变更为股份有限公司的,进场年限自有限公司设立之日起连续计算。(3)股东人数在200人以内。(4)法人治理结构健全,运作规范。(5)主营业务符合国家产业政策。(6)无尚未处理完毕的违法违规行为。

用准入条件制造上市资源的稀缺性,用行政审批保证上市企业的质量,这带来了我国证券市场强烈的行政色彩。这种模式的根本问题在于用行政力量缔造市场,从而给行政主体与市场双方都带来了不利影响。行政主体本来是市场的监管者,却首先要扮演市场缔造者的角色,这带来了沉重的工作负荷,并且缔造者的角色势必延伸至市场监管中,对市场监管也带来影响。^⑦而市场作为人造产物,其机制的不完善、竞争的不充分极易成为弊端,如历经六次改革的发行定价制度仍无法获得满意结果。

退一步说,如果在主板市场上,“行政主导+准入门槛”模式具有合理性与必然性,则场外交易市场对该种模式的突破亦具有必然性,固有的模式无法也不能自然延伸到场外交易市场。场外交易市场对我国证券市场建设的重要意义不仅仅是增加证券交易的方式,或者,它也可能是对我国已经熟

悉的搭建与管理市场模式的一种突破。

四、场外交易市场的创新设计

在我国证券市场发展一贯的行政主导背景下,在场外交易市场建设已呈现出强行政色彩的前提下,未来的场外交易市场构建似乎就只剩下一条路——“行政主导+准入门槛”。以此作为制约性前提条件,为尽量淡化场外交易市场的行政创设性,厘清政府与市场的不同定位,本文另提出场外交易市场构建的如下要点:

(一)多区域市场共存

《证券法》第39条规定:依法公开发行的股票、公司债券及其它证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其它证券交易场所转让。在这条被视为证券市场建设的一般条款中,其它证券交易场所的合法化条件为“国务院批准”,即法律授权国务院履行证券市场发展的具体职责。依照文义解释,国务院批准的就是特定的证券交易场所,而不是交易类型。

场外交易市场的一中心与多中心成为对立的两种模式,合理的模型应该是多中心多层次的场外交易市场。多中心是对市场架设的横向设计。就多中心而论,中国幅员广阔,各区域板块的发展并不同步,我国政策上实际采用了不同的区域划分,则适用多中心可缩小调控半径。制度设计上的多中心并不妨碍现实世界中的竞争,而市场竞争后的优胜者肯定较之政策的主观选定要更为有效。多层次则是对市场架设的纵向要求,在场外交易市场的中心点之下可以有两到三个层次,如浙江产权市场及地市级一级的市场。多层次是对我国行政层级的尊重。

单一中心的场外市场交易极易滑向传统的证券交易所模式。传统的场外市场交易源于通讯与交易技术的限制,而这些条件现在都不成为问题^[4]。场外交易市场存在的合理性就在于构筑多层次的交易结构,为多类型企业提供融资平台。

(二)低准入门槛、高监管水平

多层次场外交易市场需要大幅降低市场准入门槛,将准入机制从选择入场者的“恩赐”变为市场自我定位的宣示,不同市场适用不同的准入门槛,适用于不同发展阶段与类型的企业,同时也吸引不同类型的证券投资者。

在政府主管部门的职责设定上,监管职能的强化是证券市场的本质要求。在目前的证券市场中,发行审核与市场监管这两大职能一直都是发行审核更为优先,亦是政府有意充当市场缔造者的角色使

然。在场外交易市场上，当多个交易市场同时并行时，则政府的审批职能可淡化，上市审核权限可以真正委诸交易市场。与此同时，对市场交易秩序的监管与处罚可以厘清政府与市场的关系。

（三）中介组织的主导性角色

场外交易市场的发明者是证券中介商，这一点在我国的场外市场建设中应重点考虑。我国已经有100多家证券公司，实力强大、业务遍布全国与业务相对地方化的证券公司都有。对各种证券公司而言，中介业务都是基本的业务类型。

我国场外交易市场的审批者为证券监管部门，而市场的主要维护应依赖证券公司。证券公司在扮演做市商的过程中，会进一步强化市场运行规则，构造产品创新，成为市场的主体。不同类型的证券公司也可对应不同的场外交易市场扮演做市商角色，发挥各自优势，同时也在证券公司之间制造出竞争市场。

注 释：

① 本文只以股权交易作为讨论证券交易所、场外交易市场的问题域，债券及金融衍生品不在本文论述之列，但并不表明本文结论对这些金融产品不具有说服力。

② 《代办股份转让系统简介》，<http://www.gsfc.com.cn/xgq.htm>，访问时间为2010年4月3日。

③ 截至2005年12月31日，代办股份转让系统共有挂牌公司42家，挂牌股票46只，投资者开户数37万户，自设立以来累计成交18.8亿股，累计成交金额52.6亿元。资料来源：<http://www.gsfc.gov.cn/>

参 考 文 献：

[1] 马达. 美国场外交易市场发展模式及对我国的启示[J]. 金融经济, 2008(6): 109—110

[2] 过文俊. 台湾发展场外交易市场的经验及其对大陆的启示[J]. 当代亚太, 2005(12): 30—37

[3] 肖平. 中小板难解创投饥渴[J]. 新财经, 2007(4): 104

（四）开放、动态的体系

多中心、多层次的场外交易市场将允许大量公司入场交易，为中小型、成长型企业提供融资平台。对于数量庞大的交易公司而言，其发展或衰亡都将成为常态化存在，而转入主板的衔接机制与退出市场的安全机制都是场外交易市场的重要组成部分，也是其活力之所在。当场外交易市场的转板与退出机制常态化后，场外交易市场方为一个开放、动态的市场，市场的利益分配与风险释放才是有序而相对公平的，如此，场外交易市场才能构成证券市场体系坚实的基础。

场外交易市场是完整的证券场所无法回避的组成部分。只是在意图构建该市场时，我国习惯的行政主导体制会因为熟悉而被采用，市场主体在有意与无意之间也成为市场的被动参与者。扩大市场的自主性，强化行政主体的监管能力，构建动态、开放的场外交易市场成为一种创新性的制度设计。

④ 中国证券业协会副会长邓映翎语，《代办股份转让系统酝酿引入做市商制度》，<http://news.qq.com/a/20100113/002572.htm>

⑤ 依据天津股权交易所的官方网站。

⑥ 参见金涛：《浙版“原始股”交易渐热》《浙江日报》2010年3月31日。

⑦ 如证监会与证券交易所、证券公司的人事关联颇受诟病，这与证监会市场缔造者与监管者角色的重叠不无关系。

[4] ANDREA M CORCORAN The Uses of New Capital Markets: Electronic Commerce and the Rules of the Game in an International Marketplace[J]. American University Law Review, 2000(2): 581—610

The OTC Path Dependence and Institution Innovation

LI Zhenghui

(Zhejiang University of Finance & Economics Hangzhou Zhejiang 310018)

Abstract: The OTC in China can be divided into three parts: the commission system of share transfer, professional share transfer market and regional share transfer market. It has strong administrative characteristic. The OTC in United States and Taiwan has autonomy development path. Actually, Chinese stock market adopts the model of "administration leading and admittance approve" at all times. In the future, the development of Chinese OTC market should give free rein to the market for constructing multicenter and multilayer OTC.

Key words: OTC; administration leading; admittance approve; autonomy

(责任编辑 周吉光)