

中華民國證券商業同業公會委託專題研究

# 大陸場外市場發展現狀與兩岸合作契機

民國 101 年 8 月

研究計畫主持人：

劉玉珍 教授 北京大學光華管理學院 金融系

李怡宗 教授 北京大學光華管理學院 會計系

研究助理：

阮天悅 北京大學光華管理學院金融系學士班

## 目錄

前言.....	5
<b>第一章 政策發展：建立大陸性場外市場.....</b>	<b>9</b>
一、證監會逐步掌握新三板主要監管權.....	10
二、大陸性場外市場的藍圖構建.....	11
(一) 擴充市場容量.....	14
(二) 引入造市商制度.....	15
(三) 設立合格投資者制度.....	19
(四) 研究解決 200 人問題.....	20
(五) 簡化 IPO 手續、考慮引入轉板機制.....	21
(六) 備擇方案：以櫃檯交易為基礎的大陸性交易平臺.....	22
(七) 地方場外市場與大陸性場外市場的關係.....	23
(八) 證券商新建議：強制預備板制度.....	25
(九) 場外市場與場內市場的關係.....	25
三、地方政府對掛牌企業的財政支持.....	26
<b>第二章 新三板市場的建立與發展.....</b>	<b>32</b>
一、中關村科技園區與新三板市場.....	32
二、新三板市場現行制度.....	36
(一) 申請掛牌所需工作.....	37
(二) 交易制度.....	39
(三) 市場訊息披露與監管.....	47
三、新三板市場發展概況.....	55
(一) 交易績效.....	55
(二) 定向增資.....	60
(三) 轉板企業.....	65

(四) 主辦證券商分析.....	65
<b>第三章 各地方場外市場迅速發展.....</b>	<b>67</b>
一、天津股權交易所 .....	71
(一) 靈活創新的制度設計.....	72
(二) 雙層次遞進式結構.....	75
(三) 市場交易與融資效率.....	76
(四) 優化城鄉金融資源配置.....	80
二、上海股權託管交易中心 .....	81
三、重慶股份轉讓中心 .....	85
四、齊魯股權託管交易中心 .....	86
五、武漢股權託管交易中心 .....	88
六、其他地方性場外市場 .....	91
(一) 深圳聯合產權交易所與深櫃市場.....	91
(二) 浙江省未上市公司股份轉讓試點平臺.....	93
(三) 溫州金融綜合改革實驗區.....	94
(四) 海峽西岸經濟區的場外市場建設.....	94
<b>第四章 場外市場與金融體系的全面發展 .....</b>	<b>96</b>
一、證券商對未來場外市場佈局走勢的判斷.....	97
二、證券商對未來場外市場的準備工作.....	98
三、創業投資加快佈局創業型企業.....	101
<b>第五章 場外市場與海峽兩岸的經貿、金融合作契機 .....</b>	<b>103</b>
一、台商投資大陸的發展新機遇 .....	103
二、兩岸金融合作的新契機 .....	106
(一) 資本市場對接與證券商發展機遇.....	106
(二) 兩岸創業投資業的合作空間.....	108
<b>第六章 總結.....</b>	<b>110</b>

一、建立大陸性場外市場的政策發展.....	110
二、大陸場外市場的發展現狀評價.....	113
三、場外市場與金融體系的全面發展.....	115
四、場外市場與海峽兩岸的經貿、金融合作契機.....	116

## 前言

場外交易是指在證券交易所以外進行的各種證券交易活動，場外市場作為場外交易發生的場所，是一個分散且無固定交易場所的無形市場，主要採用協商定價方式成交。場外市場是資本市場的最初形態，也是資本市場的基礎層次。在場外市場發展的基礎上，逐漸形成了集中、固定的場內交易市場（證券交易所）。當交易所成為資本市場主要的制度安排之後，場外市場在相當一段時間內發展停滯不前。但 1971 年美國納斯達克市場（即證券商協會自動報價系統 **National Association of Securities Dealers Automated Quotations**，簡稱 **NASDAQ**）的正式啟動標誌著現代形式場外市場的出現和興起。第三次科技革命不僅將以電腦技術為核心的信息技術和網路技術引入到場外交易中，還催生了大量以科技為支撐、以創新為導向的新企業，場外市場的特點契合他們的融資、股票交易等金融需求。通過技術層面的影響，場外市場獲得了與場內交易市場競爭的可能，而在內容層面，大量業績優異的成長型、科技型、創新性中小企業的出現，成為新型的場外市場發展最寶貴的企業資源。這些企業進入場外市場，不僅提高了場外市場的預期收益，吸引了更多資本的進入；而且還直接提升了場外市場的層次，活躍了整個場外市場的交易。

證券的場外交易市場與證券交易所儘管在組織形式、交易方式等諸多方面存在差異，但都是健全完善的資本市場的組成部分，各自發揮著重要作用。目前世界上絕大多數國家的股票交易所都有一定的上市資格標準，而達不到這些標準的公司的股票主要通過場外交易進行流通轉讓，這些公司主要都是中小型企業。中小企業對國民經濟有著重要作用，是國民經濟持續穩定增長的基礎<sup>1</sup>，但往往面

---

<sup>1</sup> 參考資料：Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine. 2005. "SMEs, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence." *Journal of Economic Growth* no. 10 (3):199-229；Nichter, Simeon, and Lara Goldmark. 2009. "Small Firm Growth in Developing Countries." *World Development* no. 37 (9):1453-1464 等。

臨著更大的融資障礙<sup>2</sup>，層次單一的資本市場使中小企業難以獲得外部融資，不利於中小企業的發展。在實踐中，中小企業大多依靠內部融資，外部融資只占較低的比例<sup>3</sup>。在企業的生命週期進程中的發展時期，對外部融資的需求逐步增大，投資者也希望能投資於高成長性的企業，願意承擔風險以期能分享高收益，場外市場可以較好地匹配尚未達到交易所上市門檻的成長型企業的融資需求與投資者的投資需求，同時也完善了投資於創業企業前期的創投資本的退出機制，有利於中小企業的發展。

臺灣興櫃市場於 2002 年 1 月 2 日成立，定位為上市（櫃）前的預備市場，為已公開發行的未上市（櫃）股票提供交易平臺，興櫃市場在發行與交易制度上針對散戶市場採取了加強流動性與價格發現功能的設計，拓寬了中小企業籌措資金的管道，消弭了部份未上市（櫃）股票市場的管理缺口，為投資者增加了投資保障，還增加了證券商的業務，對證券商業務推動及獲利多有幫助。2003 年 9 月 29 日興櫃股票議價點選系統啟用後，單日成交金額穩定提高，至 2010 年平均日成交金額增長至 9.49 億元新臺幣<sup>4</sup>。興櫃市場為臺灣中小企業的發展提供了良好的資本平臺，其機制設計也為大陸的場外市場建設與多層次資本市場體系構建提供了一個優秀的範本。

近 30 多年來，大陸中小企業發展迅速，在國民經濟中佔有重要位置。對經濟發展、提高勞動就業、拉動投資、推進技術創新等方面均有巨大貢獻，但始終面臨著融資難的嚴峻考驗。大陸中小企業不僅面臨著融資方式單一（外部融資中銀行借款等間接融資占絕大多數）、融資成本高、為中小企業服務的金融機構少等困難，2008 年以來全球經濟與金融危機進一步加劇中小企業的融資困難。

---

<sup>2</sup> 參考資料：Beck, Thorsten, and Asli Demirguc-Kunt. 2006. "Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint." *Journal of Banking & Finance* no. 30 (11):2931-2943 ; Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic. 2008. "Financing patterns around the world: Are small firms different?" *Journal of Financial Economics* no. 89 (3):467-487 等。

<sup>3</sup> 參考資料：Ou, Charles, and George Haynes. 2006. "Acquisition of Additional Equity Capital by Small Firms – Findings from the National Survey of Small Business Finances." *Small Business Economics* no. 27 (2):157-168 等。

<sup>4</sup> 參考資料：臺灣櫃買市場統計報表（鏈接地址：<http://www.otc.org.tw/ch/link/index.php?t=370&s=3#>）。

2009 年，大陸創業板正式啟動，申報首日即有 108 家企業遞交材料，充分顯示出中小企業的融資熱情。然而，大陸目前有三十多萬家非上市股份公司，創業板的融資管道與中小企業龐大的融資需求相比只是杯水車薪。此外，創業板運行兩年多以來，由於市場規模有限、准入門檻過高、交易制度保守、監管定位不清、缺乏退市機制等，並未能很好地服務於真正的創業企業。大陸建立一個規範而靈活的場外市場將有助於解決中小企業的融資難題，進而促進經濟發展。

大陸場外市場發展較早，開始於 20 世紀 80 年代末，至 90 年代前期已具有相當規模。然而由於缺乏有序的組織及市場規範，1997 年金融市場整頓當中，所有涉及股權拆細交易的交易所均被迫關閉。近十年，隨著政策再次出現鬆動，場外市場得以恢復發展並逐漸擴大。2006 年，大陸證券業協會創立了以中關村高新技術企業為融資對象的中關村代辦股份轉讓系統（也稱新三板市場），現已納入證監會的監管範圍。與此同時，其他地區同樣積極涉足場外市場業務領域，天津、上海、重慶、武漢、山東、浙江、福建等地都已建立或正在籌建區域性的場外市場。2010 年以來，大陸證監會明確提出要加快建設場外市場、完善多層次資本市場體系，此後該項計畫更進入了“十二五”規劃中，是近年來大陸金融體系的工作重點之一。從 2010 年至今，經過監管層、各場外市場、投資者、證券商、學者長期的斟酌、調查、論辯，統一監管的大陸性場外市場建設方案已逐漸趨於成熟，有望於今年之內推出，新方案將結合目前各市場尤其是新三板市場的運行情況和所積累的經驗，把資本市場服務範圍擴大到暫不具備公開發行上市條件的成長型和創新型中小企業<sup>5</sup>。

長期以來，一方面得益於兩岸文化及經濟的相近，一方面考慮到大陸市場廣闊的發展前景，臺資企業非常關注在大陸市場的發展，臺資企業在大陸市場的融資也自然成為企業發展的重要議題之一。2001 年底，大陸開始允許臺資企業在大陸發行 A 股並上市。2003 年，浙江國祥製冷股份有限公司作為首家在大陸 A 股上市的臺資企業，在上海證券交易所正式掛牌上市。2008 年底，在 A 股上市的臺資企業僅 7 家，在 B 股上市臺資企業也不到 10 家，而登陸大陸的臺資企業

---

<sup>5</sup> 參考資料：證監會：全國性場外市場超越新三板，賈華斐、蔣飛、劉冬，第一財經日報，2012 年 4 月 8 日。

已達七萬餘家，融資現狀與融資需求顯然不成比例。臺資企業融資難日漸成為臺資企業在大陸發展的重要瓶頸之一，隨著後 ECFA 時代的到來，兩岸中小企業的發展無疑將面臨新的機遇。大陸場外市場的快速發展將使中小企業融資將得到有效改善，兩岸之間的融資管道也有助於臺資企業來到大陸引資，從而擴大業務版圖，提升發展空間，進而為臺灣經濟的發展、臺資企業的成長提供新的動力和源泉。

鑒於大陸場外市場對於臺灣經濟以及臺資企業的潛在裨益，本專案以大陸場外市場為主要研究對象，解讀大陸場外市場建設的政策動向，分析、評價大陸各場外市場的運行狀況，探索場外市場發展對金融體系中的其他參與者——證券商、創投等的重要意義，並為今後臺資企業在大陸場外市場發展提供參考和借鑒。

## 第一章 政策發展：建立大陸性場外市場

場外市場在大陸起步較早，從 20 世紀 80 年代末開始至 90 年代前期已具有相當規模。然而由於缺乏有序的組織及市場規範，舞弊、市場操縱等市場風波屢屢發生，監管層在 1997 年金融市場整頓中關閉了所有涉及股權拆細交易的交易所。近十餘年來，隨著市場秩序的改善、監管能力的提高，以及非公眾企業尤其是中小企業、創新性企業融資需求的日益高漲，政策層面上開始出現鬆動，場外市場得以恢復發展並逐漸擴大。為了吸取 90 年代場外市場因缺乏統一監管而被迫全部關閉的教訓，大陸證券業協會創立了以中關村高新技術企業為融資對象的中關村代辦股份轉讓系統（也稱新三板市場），現已納入證監會的監管範圍。

與此同時，其他地區同樣積極涉足場外市場業務領域，整合原有的場外交易、託管、登記平臺建立新型的場外市場：位於天津濱海區的天津股權交易所 2008 年 9 月成立，深圳科技企業櫃檯交易市場（深櫃市場）於 2009 年 10 月開始運營；浙江省未上市公司股份轉讓試點於 2010 年 1 月開始運營；重慶股份轉讓中心於 2010 年 4 月成立；上海股權託管交易中心於 2010 年 7 月掛牌成立；位於山東省淄博市的齊魯股權託管交易中心於 2010 年 12 月成立；福建創新企業股權交易市場於 2011 年 6 月 17 日正式啟動；位於湖北省武漢市的武漢股權託管交易中心於 2011 年 11 月揭牌成立。

在“十二五”規劃中，大陸政府明確提出在 2011 年～2015 年中將“加快多層次金融市場體系建設”、“擴大代辦股份轉讓系統試點，加快發展場外交易市場”。2011 年，大陸場外市場建設被譽為大陸證監會第一號工程<sup>6</sup>，直接關係到多層次資本市場框架的形成。大陸證券監管工作會議明確提出要“抓緊啟動中關村試點範圍擴大工作”，“加快建設統一監管的大陸性場外市場”<sup>7</sup>，被業內稱為“新三板擴容”。在政策的扶持下，新三板市場和其他區域性場外市場迎來了

---

<sup>6</sup> 參考資料：消息稱場外市場方案已獲國務院批准 交易所擬設北京，華夏時報，2011 年 4 月 1 日

<sup>7</sup> 參考資料：聚焦四大主線 積極股市政策開啟 5 年行情，朱寶琛，證券日報，2011 年 4 月 12 日

新的發展契機，掛牌企業數量、證券商參與活躍度、輿論關注度等都大幅上升，但處於構建階段的大陸性場外市場體系仍面臨著如何處理、協調新三板市場與各地方場外交易市場關係、是否引入造市商制度、是否引入與主板市場直接對接的轉板制度等關鍵問題懸而未決，政策制定者十分謹慎，目前尚未公佈最終的正式方案。本章節對 2010 年至今的政策發展進行回顧，以期能逐漸勾畫出大陸未來的大陸性場外市場的面貌。

## 一、證監會逐步掌握新三板主要監管權

2010 年初，大陸政府提出加速建設和完善場外市場建設，場外交易市場首次得到了來自最高領導層的關注，此後場外市場監管職能逐漸轉移至證監會。

2006 年開始運營的中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓系統（新三板）的監管主體是大陸證券業協會，全權負責掛牌融資監管、掛牌企業監管、交易監管、造市商監管和保薦機構監管等。新三板市場以證券業協會主導的自律監管為主，證券業協會制定了該市場幾乎所有的業務規則和管理辦法，其中《股份轉讓辦法》中規定：證券業協會依法履行自律性管理職責，對證券公司代辦股份轉讓業務進行監督管理。《報價轉讓辦法》中也有類似的規定：協會依法履行自律性管理職責，對證券公司報價轉讓業務進行監督管理。提供技術系統支援和監控日常交易的深交所成立了專司新三板業務的報價轉讓系統工作小組。

根據新三板的掛牌流程，擬掛牌公司先向證券業協會備案確認，後由其主辦證券商向深交所中小板公司管理部申請報價轉讓證券簡稱和證券代碼，之後在中國結算深圳分公司登記存管部完成股份初始登記，最終由掛牌公司和主辦證券商向深交所報價轉讓系統工作小組提交掛牌申請材料、並商定掛牌日期。掛牌後，深交所負責開戶、報價轉讓系統的日常運行、公司掛牌摘牌申請等。報價轉讓系統工作小組為專設，中小板公司管理部則是該所主要職能部門之一，重視程度可見一斑。2009 年 4 月，在中證登和深交所合力推動下，代辦股份轉讓帳戶與深市主板帳戶正式合併，此後，代辦股份轉讓系統的交易較此前大為便利。2011 年 8 月 15 日，深交所在其網站上公佈了《園區公司股份轉讓試點服務指引》正文及相關附件文本的公告。該公告顯示，深交所專司新三板業務的“報價轉讓系

統工作小組”不復存在，更名為“園區推廣部”。同時，原辦理新三板“申請證券代碼和簡稱”部門由“中小板管理部”移至“園區推廣部”，專設部門與核心職能部門淡出新三板業務，顯示出深交所在新三板中的作用正在逐漸淡化<sup>8</sup>。

另外，目前新三板實行的“備案制”，備案部門也將從證券業協會轉交由證監會有關部門<sup>9</sup>：未來新三板發行擬採取“註冊制”的操作將沿襲中關村代辦股份報價轉讓系統所實施的備案制做法，即由地方政府對擬掛牌企業進行資格審查，由主辦證券商進行盡職調查和推薦，大陸證券業協會實施自律性管理，經由證監會有關部門備案後即可發行，企業在新三板掛牌之後到實施 IPO 期間，將由主辦證券商實施終身保薦。

## 二、大陸性場外市場的藍圖構建

在大陸的十一五規劃的五年間（2006 年～2010 年），金融市場秩序的改善、監管能力的提高，以及非公眾公司日益高漲的融資需求推動了場外市場的再次發展，以新三板市場為代表的各新型場外市場為一批無法在主板、中小板或 2009 年成立的創業板上市的中小企業、創新性企業提供了股權交易、轉讓與融資的平臺，對經濟發展的促進作用也得到了政策層面的肯定。

2010 年 10 月，大陸當局的十二五規劃制定建議中提出“加快多層次資本市場體系建設，顯著提高直接融資比重。積極發展債券市場，穩步發展場外交易市場和期貨市場。”隨後在 2011 年 3 月正式發佈的大陸《十二五規劃綱要》第四十八章第二節明確提出“加快多層次金融市場體系建設”，“擴大代辦股份轉讓系統試點，加快發展場外交易市場”，並將多層次金融市場體系作為培育、發展戰略性新興產業的有力工具（“發揮多層次資本市場融資功能，帶動社會資金投向處於創業早中期階段的創新型企業”，《十二五規劃綱要》第十章第三節）。在政策層面上，加速建設和完善場外市場建設的態度已逐漸明朗。

2011 年，大陸場外市場建設被譽為大陸證監會第一號工程<sup>10</sup>，直接關係到多

---

<sup>8</sup> 參考資料：深交所印記逐漸淡化 新三板交易所呼之欲出，熊凱，21 世紀經濟報導，2011 年 8 月 16 日

<sup>9</sup> 參考資料：新三板六大關鍵制度基本成型 推出時間仍未確定，經濟參考報，2011 年 5 月 17 日

<sup>10</sup> 參考資料：消息稱場外市場方案已獲國務院批准 交易所擬設北京，華夏時報，2011 年 4 月 1 日

層次資本市場框架的形成。大陸證券監管工作會議明確提出要“抓緊啟動中關村試點範圍擴大工作”，“加快建設統一監管的大陸性場外市場”<sup>11</sup>。2011年6月，國務院批轉發展改革委關於2011年深化經濟體制改革重點工作意見中明確將推進場外交易市場建設，進一步完善多層次資本市場體系。10月12日，國務院常務會議提出“要進一步推動交易所市場和場外市場建設，改善小型微型企業股權質押融資環境”。11月初，科技部、證監會等八部委聯合發文要加快推進大陸場外交易市場建設<sup>12</sup>。

2011年，金融業界對於“建設統一監管的大陸性場外市場”的普遍解讀為“新三板擴容”。新三板的全名“中關村科技園區非上市股份有限公司(證券公司)代辦股份轉讓系統”顯示股份轉讓的主體是中關村科技園區的非上市股份有限公司，而其股份轉讓的平臺為“代辦股份轉讓系統”。“新三板擴容”的要義即是在中關村園區這個基礎上進一步擴編，讓更多企業得以進入“代辦股份轉讓系統”。2011年，中國各地數十家國家級高新技術產業開發區的數千家企業，都被寄希望能夠進入“新三板擴容”範圍之內。但監管層對“新三板擴容”極其謹慎，雖然2011年1月的大陸證券期貨監管工作會議上時任證監會主席尚福林部署當年8項重點工作時就將“新三板擴容”列於首位，但正式的擴容方案遲遲未公佈。

在2012年大陸證券期貨監管工作會議上，新任證監會主席郭樹清指出，“以櫃檯交易為基礎，加快建立統一監管的場外交易市場，為非上市股份公司提供陽光化、規範化的股份轉讓平臺。”這一表態被解讀為決策層改變了大陸性場外市場的建設路徑，輿論認為證監會的思路已經切換到“通過區域性場外交易市場建設，最終達成‘統一監管的場外交易市場’目標”<sup>13</sup>。對此，證監會並未公開回應。直至“兩會”召開，3月5日，郭樹清回應媒體時稱，“場外市場肯定會推出，中關村的試點一直沒有停止”，但同時也表示了場外市場建設相關實施方

---

<sup>11</sup> 參考資料：聚焦四大主線 積極股市政策開啟5年行情，朱寶琛，證券日報，2011年4月12日

<sup>12</sup> 參考資料：新三板擴容有望提速 各方備戰發展機遇，王濤，新華社，2011年11月24日

<sup>13</sup> 參考資料：新三板的風聲與現實，康正，瞭望東方週刊，2012年3月22日。

案的推出時間尚未確定<sup>14</sup>。同之前“十年磨一劍”的創業板、股指期貨等金融體制創新舉措相似，決策層對場外市場的最終方案十分謹慎。

4月5日，證監會有關部門負責人在關於場外市場建設的媒體通氣會上正式表示，今年監管層將在總結新三板試點經驗的基礎上，重點籌建統一監管的大陸性場外交易市場。該負責人還指出，籌建中的大陸性場外交易市場是以交易而非融資為目的，並且將允許掛牌公司的股東人數超過200人，並將其納入非上市公司監管。此外，未來將研究場外市場到場內市場的轉板機制<sup>15</sup>。4月17日，證監會郭樹清主席在2012年湖北省資本市場建設工作會議上的報告中表示將推出新三板擴容的正式方案，並加快推出區域性股本轉讓市場，建立多層次資本市場結構<sup>16</sup>。

4月份大陸證監會的表態透露出的大陸性場外市場規劃與“新三板擴容”路徑的思路一致。從2010年起，具體操作層面各方面對新三板的擴容與改進的準備工作都在加速進行。大陸證券業協會2010年第[2010]149號文提出了新三板的擴容與改進的方案。根據該文，代辦系統試點範圍即將擴大，造市商制度即將推出，符合一定條件的自然人投資者也可能參與報價轉讓。去年以來，大陸證券業協會明顯加快了主辦證券商資格授予進度。截至今年3月31日，證券業協會已審批通過的代辦系統主辦證券商達到61家，總數已經超過全部109家證券公司的半數。由新三板試點到大陸性場外市場的改革涉及擴充市場容量、引入造市商制度、建立合格投資者制度、解決200人問題、引入轉板機制等五大方面，我們在本部分中首先對其進行一一回顧。

另外，以櫃檯交易為基礎的場外交易市場，是未來大陸性場外市場架構的另一重要部分，而部分證券商也提出了效仿臺灣興櫃市場的將場外市場作為主板市場的強制預備版的建議，本章也對這些不同的場外市場制度進行分析解讀，並歸

---

<sup>14</sup> 參考資料：郭樹清表態繼續發展新三板場外市場 模式待明確，蔣飛，第一財經日報，2012年3月7日。

<sup>15</sup> 參考資料：全國性場外市場籌建 地方交易平臺何去何從，何超，經濟導報，2012年4月8日；管理層傳遞信號 場外交易市場規則逐漸明晰，楊成萬，金融投資報，2012年4月9日；上海股交中心啟動首家增發 全國性場外市場路徑微調，宋璿，國際金融報，2012年4月10日等。

<sup>16</sup> 參考資料：郭樹清：新三板未正式批准 A股存3方面問題，中國資本證券網，2012年4月18日。

納出多層次場外市場之結構，以及場外市場與場內市場的關係。

### （一）擴充市場容量

2012 年 4 月由大陸證監會表態認可的大陸性場外市場建設方案提出了兩步走的擴容方案：第一步是擴大到符合條件的國家級高新園區企業；第二步是進一步擴大到大陸符合條件的股份公司<sup>17</sup>。其中第一步擴容方案的提出最早是在 2010 年：在 2010 年 10 月的證監會工作會議上，時任證監會主席尚福林就曾明確表示<sup>18</sup>，近期將抓緊推進中關村代辦股份轉讓系統擴大試點工作，認真落實新股發行體制第二階段改革措施。將中關村代辦系統已有的制度安排擴展到其他高新技術園區，也即維持現有的新三板市場系統，將其他的園區納入新三板市場當中，從而形成統一的場外市場，而非各地區各自為政的區域性市場。中長期看，在十二五規劃期間，完成高新技術園區的覆蓋，在制度體系和工作機制基本形成並穩定運行後，逐漸擴充至園區外企業（即擴容計畫的第二步）。

對於擴大試點工作，主要可以分為兩個步驟。其一為對申請納入新三板市場的高新技術園區根據其園區經濟總量與擬掛牌企業以及後備企業的資源情況進行整體的評估。若符合標準，則允許該高新技術園區整體納入到新三板市場後備資源中。這一步驟的實施計畫通過證監會和科技部合作成立的協調機構負責。第二步為針對已經納入新三板市場的科技園區，對園區內申請參與新三板市場的企業進行評估，此步驟類似於目前中關村科技園區企業申請掛牌時的程式，計畫主要歸於證監會負責管理。

目前，大陸高新技術園區正在積極籌備新三板擴大試點的工作。84 家高新技術產業開發區中有 40 多家均提出申請成為首批擴容園區的意向。上海、蘇州、濟南、成都、西安、武漢、合肥、鄭州等地都正在積極展開企業交流會、上市培訓等試點籌辦工作。為了最大程度鼓勵園區內企業參與新三板擴大試點，眾多高新園區都推出了財政補貼等激勵政策，本章第三節將對此進行詳細介紹。

---

<sup>17</sup> 參考資料：全國性場外市場籌建 地方交易平臺何去何從，何超，經濟導報，2012 年 4 月 8 日。

<sup>18</sup> 參考資料：尚福林：努力開拓資本市場創新發展新思路，於揚，證券時報，2010 年 10 月 20 日。

2011 年 3 月 2 日，大陸科技部、財政部和國家稅務總局聯合發佈的《關於完善中關村國家自主創新示範區高新技術企業認定管理試點工作的通知》（以下簡稱《通知》）降低了高新技術企業的認定標準，由於新三板主要的服務對象和掛牌企業中的大多數是高新技術企業，這一新的認定標準降低了新三板的准入門檻。《通知》打破了企業必須註冊 1 年以上才能有資格申請認定的要求，對註冊滿半年不足 1 年，研發費用總額占成本費用支出總額 20% 以上的企業可以申請認定。此外，《通知》明確提出要完善核心自主智慧財產權，特別增加了國家西藥、國家一級中藥保護品種、國家級農作物品種、國防專利、技術秘密等 5 項內容。對符合戰略性新興產業及研發費占比達到 10% 的企業，允許以技術秘密作為智慧財產權申報。據估算，將有 3000 多家企業可以直接受惠得到認定<sup>19</sup>。

## （二）引入造市商制度

證券交易市場的交易制度根據價格形成方式的不同，可分為造市商制（報價驅動制）和競價制（訂單驅動制）。在造市商市場中，投資者之間並不進行交易，而是由造市商同時報出證券的買入價和賣出價，承諾在此價位上以自有資金和證券與投資者進行證券買賣。造市商通過雙向報價與投資者進行交易，以此維持市場交易的連續並提供流動性。根據每種證券造市商數量的不同，造市商制可分為壟斷性和競爭性兩種，前者每種證券只有一個造市商，後者有多個造市商同時造市。美國的納斯達克市場與倫敦證券交易所都是典型的造市商市場，納斯達克上每種股票的平均造市商數達到 12 家，除此之外，部分股票市場、絕大多數債券市場、外匯市場與貨幣市場都是造市商市場。

在競價市場中，買賣雙方向市場提交委託指令或訂單，交易系統根據一定的指令匹配規則進行撮合，成交價格由投資者訂單之間的競爭關係所決定。大多數新興經濟體（包括大陸）的股票市場都採用競價制。

除了純粹的指令驅動和報價驅動機制，還有兼有兩者特徵的混合機制，最典

---

<sup>19</sup> 參考資料：高企認定新規三日內中關村試行 3000 家企業或成新三板後備軍，於南，證券日報，2011 年 3 月 16 日。

型的是紐約證券交易所（NYSE），它採取指令驅動為主、專家制度（一種特殊的造市商制度）為輔的交易機制。由於單一交易方式的局限，20 世紀 80 年代以來，混合機制被越來越多採用。如倫敦證券交易所、巴黎、法蘭克福、泛歐證券交易所紛紛採用混合模式。1997 年，以造市商制為傳統的納斯達克市場也引入了電子競價系統 ECNs。

另外，根據交易的時間特性，競價制度又可分為連續交易制度和間斷（定期）交易制度。在連續交易制度下，交易者提交的指令能夠在不同的價格上馬上完成一系列的雙邊交易，在間斷（定期）交易制度下，買賣雙方定期向一個仲介機構提供報價，定期在唯一的價格上進行一組多邊交易或批量交易。因此，定期交易市場又被稱為集合競價市場。前者的優點在於能夠在交易時間內隨時成交，為交易者提供交易的即時性，但對市場流動性的要求較高。相反，後者對流動性的要求較低，但不能進行即時和連續的交易。一般而言，連續交易制度是證券交易的主流方式，集合競價則多用於開盤和收盤時的競價，對一些交易不活躍的市場，也採取集合競價。如泛歐交易所對交易活躍的股票採取連續交易，對不活躍的股票採取集合競價。

表 1 不同交易制度的比較

交易制度		對流動性的要求	交易成本
競價制度	連續競價	高	低
	集合競價	中	中
造市商制度（競爭性）		低	高

一般來說，造市商制在提高市場流動性（交易即時性）、價格連續性和處理大宗交易的能力等方面優於競價制。但是，競價制的交易成本低而透明度高。

造市商制相對於競價制的優點包括：

1. 流動性（成交即時性）好。在報價驅動制度下，投資者可按造市商的報價立即進行交易，而不用等待交易對手的出現。造市商制保證了一定的市場流動性水準，在處理大額買賣指令方面也優於指令驅動制度。

2. 價格穩定性好。在指令驅動制度中，證券價格隨投資者的買賣指令而波動，而買賣指令常常不均衡，過大的買盤會過度推高價格，過大的賣盤會過度推低價格，因而價格波動較大。而由於造市商報價受交易所規則約束、造市商能及時處理大額指令並承接單邊的買單或賣單，造市商則具有緩和這種價格波動的作用。

造市商制相對於競價制的缺點：

1. 透明度較差：在報價驅動制度下，買賣盤信息集中在造市商手中，交易信息發佈到整個市場的時間相對滯後。而且，為抵消大額交易對價格的可能影響，造市商可能要求推遲發佈或豁免發佈大額交易信息。
2. 運作成本較高：造市商聘用專門人員，承擔造市義務，是有風險的。造市商對其提供的服務和所承擔的風險要求補償，如買賣價差、費用優惠等。這將會增大市場的運行成本，也會增加投資者負擔。
3. 監管難度較大：採取造市商制，監管者需要制定詳細的監管制度與造市商運作規則，並密切監管造市商的活動，這對監管能力提出了嚴峻的考驗。
4. 造市商可能濫用信息優勢和市場特權：造市商經紀角色與造市功能可能存在衝突，造市商之間也可能合謀串通，損害普通投資者的利益。

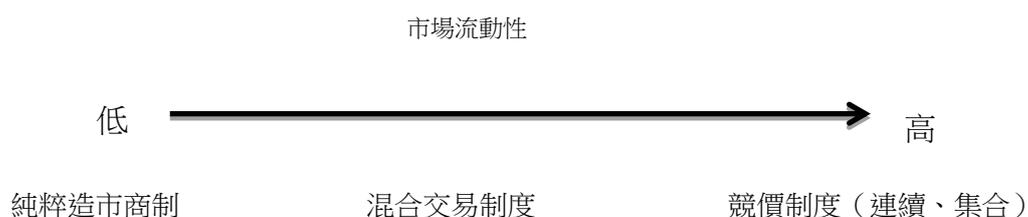


圖 1 市場流動性與交易制度

在純粹的競價市場中，投資者需要等到交易對手的出現時才可以完成交易，由於場外交易的流動性低於場內市場，交易較不活躍，若在場外市場中採取純粹的競價制度，投資者無法即時完成交易，面臨著較大的執行風險。正是由於執行風險在流動性較差的場外市場中較為嚴重，世界上其他國家的場外市場大多是報

價驅動的造市商制或混合交易制度，造市商對場外市場的運行和流動性的維持起到了關鍵作用。

新三板創立六年以來，交易並不活躍，報價效率較差、成交率較低，與新三板一直未引進造市商制有一定聯繫。天交所引入了造市商制，掛牌企業數量從 2010 年 3 月至今穩步提升，交易量隨著掛牌企業數量的提升也逐漸活躍。根據市場流動性與交易制度選擇的一般規律，主要為達不到交易所上市標準的股票提供交易平臺的場外市場應該引入造市商制，由造市商們保障一定的交易流動性。大陸證監會與證券業協會已於 2010 年草擬了《關於場外市場引入造市商制度的實施方案》<sup>20</sup>，擬放行先期參與新三板市場的 21 家證券商進入首批造市商。

證券商申請造市商資格，應當具備如下條件<sup>21</sup>：造市業務與證券商的經紀、自營、直投等業務分離，保持業務、資產、資金、財務、人員以及機構的獨立；具備獨立的公司估值研究部門，部門須配備至少十名熟悉造市商理論、具有證券商投行業務經驗的專業人員，崗位設置合理、職責分明；具有獨立的造市風險控制部門，具備健全的風險管理、內部控制以及合規管理制度，建立完善的信息保密與隔離制度；具備符合開展造市業務的技術規範和標準的技術系統；最近兩年沒有重大違法違規行為等條件。

採取競爭性造市商制，擴容後新掛牌公司須具有一家主造市商及至少一家輔造市商，其中一家為推薦掛牌的主辦證券商，通過競爭保證報價公允。主造市商須滿足以下條件：新掛牌公司的主辦證券商原則上自動成為主造市商；主辦證券商不具有造市商資格的，掛牌公司主造市商可由其他造市商申請擔任；主造市商持有掛牌公司的股份數量最低不得少於掛牌公司總股本的 3%，最高不得超過掛牌公司總股本的 10%。而輔造市商與掛牌公司達成協議成為輔造市商後，還要滿足持有掛牌公司的股份數量最低不得少於掛牌公司總股本的 1%，最高不得超過掛牌公司總股本的 5%。造市商數量不能滿足要求的，不得交易。現有的新三板公司則考慮給予一定過渡期，自願選擇。

---

<sup>20</sup> 參考資料：實行資格管理，T+0 回轉交易新三板造市商制度雛形初現，證券日報，2010 年 9 月 3 日；新三板擴容方案本月上報國務院、將試水造市商制度，新世紀週刊，2010 年 10 月 11 日。

<sup>21</sup> 參考資料：實行資格管理，T+0 回轉交易新三板造市商制度雛形初現，證券日報，2010 年 9 月 3 日。

對於造市商的報價行為，造市商以自有資金獲得掛牌公司股份。對擬掛牌公司，造市商通過協定轉讓方式獲得股份，轉讓價格不公佈。對已掛牌公司，造市商可通過股東轉讓或者定向增資方式獲得掛牌公司股份。

造市商開展造市業務流程為四步驟：一是就某個證券向造市商議價成交系統報價；二是系統將報價信息回饋至造市商，並將委託及自營申報的情況提供給造市商；三是造市商進行點選成交；四是系統將成交結果回饋給造市商，並傳輸給證券公司的櫃檯系統，同時將成交結果報送登記結算公司和信息公司相關網站。同時，還要求造市商應在每筆交易成交後 90 秒內報告有關交易情況以向公眾公佈。投資者根據報價選擇是否與造市商交易，投資者委託不直接配對成交。造市商通過點選系統，可在交易申報者中自主選擇交易對象。單筆最小成交數量為 1000 股。

造市商的義務包括維持市場流動性和穩定性。在特定情況下，造市商的報價義務可以豁免，如不足 1000 股時豁免賣出義務，超過總股本 10%時豁免買入義務，造市商考慮享有一定的稅收優惠。證券商持倉限額為 3%到 10%，當天可以超過，第二天必須恢復。在僅有一家造市商的情況下，公司股份暫停交易。

根據目前市場披露的信息，新三板市場將實行造市商制與連續競價交易制二選一的制度安排，亦即主辦證券商只能在造市商制和連續競價交易制之間選擇一種<sup>22</sup>。但目前看，這種方式具有一定的爭議性，有待正式版本的文件解讀。

### （三）設立合格投資者制度

根據新三板已有的投資者准入制度，一般個人投資者暫不能入場交易，僅機構投資者和特殊自然人擁有股份交易的權利<sup>23</sup>。此次新三板擴容與改進，允許一般自然人投資者進場交易再次提上議程。由於場外市場風險較大，此番改革將會採取合格投資者制度和投資者適當性管理原則，一般個人投資者的准入並非無條

---

<sup>22</sup> 參考資料：新三板六大關鍵制度基本成型，經濟參考報，2011 年 5 月 17 日。

<sup>23</sup> 目前有這幾類投資者可以參與新三板的交易：機構投資者，包括法人、信託、合夥企業等；公司掛牌前的自然人股東；通過定向增資或其他方式持有公司股份的自然人股東；因繼承或司法裁決等原因持有公司股份的自然人股東；大陸證券業協會認定的其他投資者，詳見第二章第二節。

件，而是會借鑒創業板、股指期貨合格投資者的標準，考慮對個人投資者設置具備 50 萬元的金融資產以及 2 年以上的股票投資經驗的門檻<sup>24</sup>，並將交易數量由目前每筆最低 3 萬股降至 1000 股<sup>25</sup>。符合條件的個人投資者在簽署風險告知書後入場交易。

#### （四）研究解決 200 人問題

目前新三板的進一步發展還面臨著 200 人問題的困擾，根據大陸《公司法》、《證券法》和 2006 年國務院 99 號文的規定等法律法規，如若設立股份有限公司，必須保證人數少於 200 人，即股份有限公司在起步階段必然為非公眾公司。在發行股票時，股東累計未超過 200 人視為非公開發行；而向累計超過 200 人發行股票，就算公開發行。實際運作中，大陸證監會暫不受理股東人數超過 200 人公司的首次公開發行申請，因此申請公司股東人數以 200 人為上限。由於大陸目前將首次公開發行等同於交易所上市，因此對於場外市場掛牌公司或者其他未參與場外市場的公司而言，超過 200 人則一般意味著無法登陸場內市場。對於場外市場掛牌的公司而言，200 人問題的主要影響有兩點：

（1）影響掛牌公司的定向增資：根據上述規定，由於定向增資後股東不能超過 200 人，因而掛牌公司的私募發行受到很大限制，進而造成了股東人數接近 200 人的公司很難通過定向增資吸引戰略投資者加入，從而在很大程度上影響了一些企業登陸場外市場的積極性。

（2）影響二級市場的流動性：根據規定，監管機構在場外市場掛牌企業股東人數達到 200 人時，只得採取股票暫停交易的方式，以防出現突破 200 人限制的情況發生。新三板市場即出現過股票轉讓交易使得公司股東人數達到 199 人的情況：中科軟曾於 2008 年 11 月 11 日起暫停股份報價轉讓，直到目前為止近三年半以來仍未出現新的報價及成交信息。這無疑對交投活躍以及市場對投資者的吸引力造成了一定影響。

---

<sup>24</sup> 參考資料：新三板擬設投資者適當性管理制度，徐科，證券日報，2012 年 3 月 29 日。

<sup>25</sup> 參考資料：走進新三板——四大園區衝刺新三板擴容，中金線上，2010 年 3 月 4 日。

目前大陸的所有場外交易平臺的掛牌規定中都有股東人數不超過 200 人這一條，這是掛牌股票流動性低的重要原因之一。隨著新三板納入證監會監管體系，200 人問題才有望從監管制度方面得到根本解決。

2012 年 4 月證監會對場外市場的表態中，著重點出籌建的大陸性場外交易市場將允許掛牌企業的股東超過 200 人<sup>26</sup>，即將大陸性場外市場的受眾擴展為非公眾公司（股東人數少於 200 人）與非上市公眾公司（股東人數超過 200 人），同時將區域性股本轉讓市場的掛牌企業限制在非公眾公司，實行場外市場的差異化管理。

另外，為解決非上市公眾公司的監督管理問題，大陸監管部門也正著手建立非上市公眾公司監督管理制度，擬研究出臺非上市公眾公司監管辦法<sup>27</sup>，以解決因 200 人問題造成的對場外市場建設的不良影響。

#### （五）簡化 IPO 手續、考慮引入轉板機制

目前新三板與中小板、創業板乃至主板之間並無轉板機制，新三板掛牌公司若想要登錄場內市場，仍需經過完整的過會、審批程式，這在一定程度上挫傷了對企業的掛牌積極性。逐步改革、取消股票發行的核准、審批制度並引入註冊制，由市場而非監管機構來選擇是否接受公司發行的股票，符合十二五規劃提出的“深化股票發審制度市場化改革”的改革方向，但若採取一刀切的方式立刻放行“註冊制”，由於符合現行上市硬體指標的企業很多，他們的批量進入將增加股票市場的不穩定因素，因此監管層對放行“註冊制”十分謹慎。

在擴大場外市場試點、建設大陸性場外市場平臺的政策號召下，簡化新三板掛牌企業登錄場內市場的 IPO 程式有助於進一步提升新三板市場的企業資源供給、提供激勵機制規範新三板市場的運行與發展。但若引入新三板市場與場內市場之間直接的轉板制度會對現行發審制度帶來極大的衝擊，並未得到監管層的確認。折中的方案是，新三板掛牌公司轉板暫不會開闢“綠色通道”<sup>28</sup>，但由於場

---

<sup>26</sup> 參考資料：全國性場外市場籌建 地方交易平臺何去何從，何超，經濟導報，2012 年 4 月 8 日。

<sup>27</sup> 參考資料：新三板個人投資門檻或定“2 年股齡 50 萬資金”，上海證券報，2011 年 2 月 22 日。

<sup>28</sup> 參考資料：場外市場轉板無綠色通道 IPO 程式簡化，21 世紀經濟報導，2010 年 8 月 26 日。

外市場掛牌公司在登陸新三板時已經過審核，較其他申請 IPO 公司品質更高，因此將會出臺相關配套政策，使其 IPO 審核程式簡化，既能保證未來上市公司的質地，也能加快其上市進程。具體而言審核過程將包括<sup>29</sup>：掛牌公司提出 IPO 申請時，只需對控股股東、實際控制人及其關聯人士所持股份的情況予以說明，由場外市場運營管理機構出具監管意見函，以替代由地方證監局出具的輔導驗收報告。此外，公司上市交易後，僅對控股股東、實際控制人及其關聯人士持有的股份鎖定三年，其他股東所持股份一律鎖定一年。

#### （六）備擇方案：以櫃檯交易為基礎的大陸性交易平臺

2012 年 1 月，在大陸證券期貨監管工作會議上，證監會主席郭樹清指出，“以櫃檯交易為基礎，加快建立統一監管的場外交易市場，為非上市股份公司提供陽光化、規範化的股份轉讓平臺。”這揭示了有別於新三板擴容的另一場外市場建設路徑——證券公司櫃檯交易業務。覆蓋了大陸十大經濟地域的 10 家證券公司，將率先試點櫃檯交易<sup>30</sup>。

據悉，2012 年 2 月監管部門召集多家證券商在京召開會議，討論了證券公司櫃檯交易業務試點暫行辦法<sup>31</sup>。此次閉門會議的主題正是以證券商為主導，與地方政府合作，建立區域性櫃檯交易市場，以增加小微企業融資管道。

目前，該辦法草案基本成文，尚待監管部門核准。草案內容或包括證券公司開展櫃檯交易業務的門檻、投資者准入條件及股份公司上櫃交易流程等，對開展櫃檯交易業務的諸多細節進行了規範。

該草案提出，將允許證券公司開展櫃檯交易業務。股份公司的股份需要上櫃，應向證券公司申請，證券公司專案小組對其盡職調查，並完成上櫃推薦書、上櫃說明書等文件。如證券公司同意上櫃申請，股份公司應與證券公司簽訂證券登記服務協議書，辦理股份公司全部股份的託管登記後，其股份便可以轉讓交易。

草案明確，證券公司申請櫃檯交易業務資格需滿足多項條件，如分類評價在

---

<sup>29</sup> 參考資料：場外市場轉板無綠色通道 IPO 程式簡化，21 世紀經濟報導，2010 年 8 月 26 日。

<sup>30</sup> 參考資料：“新三板”暫停 10 券商將試點中國版 OTCBB，忻尚倫，東方早報，2012 年 2 月 15 日。

<sup>31</sup> 參考資料：證券公司櫃檯交易試點草案初步成型，鐘正，中國證券報，2012 年 2 月 13 日。

BB 級以上、淨資本超過 15 億元、試點所在地營業部不少於 10 家等。預計十家左右證券商可獲首批試點資格，每家證券商只能在註冊地開展櫃檯交易業務，待成熟後再融合統一。此外，股份公司申請在證券公司櫃檯交易系統上櫃，需滿足存續滿一年、業務獨立、具有持續經營能力、具備風險控制能力等條件。

### （七）地方場外市場與大陸性場外市場的關係

近年來，天津、山東、重慶等地股權託管交易市場的掛牌企業數量、交易活躍度、融資規模等有了長足的增長，武漢、上海等地也都在去年底今年初正式推出了區域性的場外交易市場。一個重要的問題便是，證監會表態籌建的大陸性場外交易市場是否會給逐漸蓬勃壯大的地方場外市場隊伍帶來衝擊？地方場外交易市場又將處於何種位置？

根據上海、深圳交易所十二五規劃，到十二五期末，大陸場內市場累計將超過 3400 家上市公司。而要做到資本市場“正金字塔形”佈局，未來五年場外市場掛牌企業數量預計將會超過 5000 家<sup>32</sup>。這樣廣闊的市場容量，決定了構建中的大陸性場外市場體系亦將採取多層次的結構。

今年 4 月 5 日大陸證監會的媒體通氣會上，證監會相關負責人表示，大陸場外市場建設將自上而下與自下而上相結合，逐步實現分層構建<sup>33</sup>，表明籌建中的大陸性場外市場並非單一的市場，而是一個多層次的體系，地方性、區域性的場外市場將在其中佔有一席之地。郭樹清主席也表示，場外市場將包括新三板和區域性股本轉讓市場<sup>34</sup>。

而從 2012 年初大陸證券期貨監管工作會議始提的“大陸性櫃檯交易平臺”、擴容後的新三板市場以及眾多區域性場外市場之間的關係並不是非此即彼，而是互相補充的。大陸的各層次場外市場之間的關係可比照美國的多層次場外市場體系（見表 2）

---

<sup>32</sup> 參考資料：新三板擴容在即，上海國資，2011 年 4 月 29 日。

<sup>33</sup> 參考資料：全國性場外市場籌建 地方交易平臺何去何從，何超，經濟導報，2012 年 4 月 8 日。

<sup>34</sup> 參考資料：郭樹清：新三板未正式批准 A 股存 3 方面問題，中國資本證券網，2012 年 4 月 18 日。

表 2 大陸場外市場體系與美國場外市場體系的層次對應

籌畫中的大陸場外市場體系	美國的場外市場體系
大陸性場外交易市場（新三板）	納斯達克（NASDAQ）*
大陸性櫃檯交易平臺	場外市場交易體系（Over the Counter Bulletin Board，OTCBB）
其他區域性市場	粉單市場（Pink sheet）

\*註：納斯達克在 20 世紀 70 年代是作為場外市場成立的，2006 年 1 月 13 日經美國證券交易委員會（SEC）批准正式變更為大陸性交易所。

從 2010 年首提加快場外市場建設至今，場外交易的管理方向完成了從“統一化”管理向“分層化”管理的轉變。在上述體系中，新三板、櫃檯交易平臺與區域性交易所各司其職。同納斯達克相似，新三板將定位於服務高科技企業，將作為高層次的場外市場交易平臺運作，與場內市場聯繫更緊密，區別更小。櫃檯交易平臺是中國版的 OTCBB，將提供即時的股票交易價和交易量，具有零散、小規模、簡單的上市程式以及較低的費用。而區域性的場外市場的作用類似於粉單市場，作為場外市場體系的基座，為更高層次的場外市場提供企業資源。

2011 年 11 月，大陸國務院發佈了《關於清理整頓各類交易場所切實防範金融風險的決定》，明確要求“除依法設立的證券交易所或國務院批准的從事金融產品交易的交易場所外，任何交易場所均不得將任何權益拆分為均等份額公開發行，不得採取集中競價、造市商等集中交易方式進行交易；不得將權益按照標準化交易單位元持續掛牌交易，任何投資者買入後賣出或賣出後買入同一交易品種的時間間隔不得少於 5 個交易日；除法律、行政法規另有規定外，權益持有人累計不得超過 200 人。除依法經國務院或國務院期貨監管機構批准設立從事期貨交易的交易場所外，任何單位一律不得以集中競價、電子撮合、匿名交易、造市商等集中交易方式進行標準化合約交易。”今年 2 月，由證監會主持的清理整頓各類交易場所工作會議暨部際聯席會議第一次會議在北京召開，會議要求清理整頓交易場所的工作在今年 6 月 30 日完成，因此各地場外交易市場或在按照相關規定整頓規範後，再納入到大陸性場外交易市場體系中。

#### （八）證券商新建議：強制預備板制度

在 2012 年 3 月 23 日，大陸證券業協會組織召開的新三板 2012 年廈門工作會議上，從臺灣考察歸來的國泰君安和長江證券詳細介紹臺灣興櫃市場相關情況，並向監管層建議效仿臺灣市場結構設計，將新三板市場作為主板和創業板的強制性預備市場，要求擬上市公司先上新三板掛牌一段時間再過渡到主板市場<sup>35</sup>。

目前，臺灣企業上市必須在興櫃市場掛牌滿 6 個月。登錄興櫃市場，企業必須與兩家以上輔導證券商簽訂協定，獲得兩家以上輔導證券商的書面推薦。而在大陸，只有主板上市公司需要兩家以上的保薦人，中小板及創業板公司的保薦機構一般情況下只有一家，而新三板掛牌企業雖然有主辦證券商和副主辦證券商兩家證券商，但根據新三板的制度設計，副主辦證券商並無實際作用，副主辦證券商制度形同虛設。除了以國泰君安為代表的證券商們提出效仿興櫃市場的強制預備做法，監管層在本次會議中也提出了建設主辦證券商監督約束機制，並建立副主辦證券商制度——未來，登陸新三板企業必須同時獲得兩家證券商的信用背書，且副主辦證券商註冊地不得與擬掛牌企業處於同一省級區域<sup>36</sup>。

#### （九）場外市場與場內市場的關係

自股市行情低迷的 2011 年以來，金融業界對於場外市場擴容將可能會對場內市場產生的衝擊有所擔憂。在關於場外市場建設情況的媒體通氣會上，證監會有關部門負責人指出，場外市場與場內市場具有不同的運行特點和定位，不用擔心場外市場發展會對場內市場產生衝擊<sup>37</sup>。

他指出<sup>38</sup>：首先，場外市場不是以融資而是以交易為主要目的，市場擴容效應很低；其次，場外市場活躍度遠不及場內市場。由於場外市場掛牌公司沒有經

---

<sup>35</sup> 參考資料：國泰君安擬提議監管層建 A 股強制預備板，熊凱，21 世紀經濟報導，2012 年 3 月 31 日。

<sup>36</sup> 參考資料：國泰君安擬提議監管層建 A 股強制預備板，熊凱，21 世紀經濟報導，2012 年 3 月 31 日。

<sup>37</sup> 參考資料：證監會：不必擔心新三板發展衝擊 A 股，證券時報，2012 年 4 月 6 日。

<sup>38</sup> 參考資料同上。

過公開發行，股本集中度較高，交易涉及的資金量非常有限；再次，場外市場與場內市場投資者群體不盡相同，由於場外市場實行嚴格的投資者適當性管理，並且採用議價轉讓方式，公司更希望與企業具有產業和市場關聯的產業資本和股權投資基金進入。這些方面的差異將使場內市場與場外市場有著明顯的分野，在資本市場體系中承擔不同的任務。

該負責人表示<sup>39</sup>，場外市場是資本市場體系的基礎層次，在這一市場層次上，掛牌公司將在主辦證券商督導下規範公司治理和公開披露信息，並會在股份轉讓中發現股本價格，這對於培育更加成熟的上市公司和規範場內市場價格形成具有積極意義。

### 三、地方政府對掛牌企業的財政支持

按照大陸性場外市場建設的新三板擴容路徑，新三板的企業資源將從中關村科技園區企業擴展到大陸國家級高新技術園區企業，事實上從各高新園區所公佈的優惠政策來看，一些高新園區對此早有準備，早在 2006 年、2007 年所出臺的企業改制上市扶持政策中即將新三板掛牌納入扶持範圍（見表 3）。

目前許多高新技術園區不僅成立了推進園內企業新三板掛牌的工作小組，還對擬進入新三板的股份公司有金額不小的上市補貼，對企業改制以及掛牌企業的主辦證券商也有不同程度的財政補貼，表 3 中歸納了已公開出臺的推動新三板掛牌的高新區政策，其中西安、重慶兩地在去年已經由市政府出臺了市一級的獎勵政策，使補貼/獎勵政策不僅限於高新園區內的企業。其他地區的優惠政策也在制定中，據媒體報導，南京新港開發區將給予順利在新三板掛牌的企業 100 萬元獎勵<sup>40</sup>。

另外，有志於建立區域性金融中心的上海、重慶、天津等地區，不僅對進入新三板的企業進行補貼/獎勵，對進入本地場外市場的企業也給予了類似的財政支持。2010 年 3 月 29 日，天津濱海新區政府印發了《關於支持科技型中小企業

---

<sup>39</sup> 參考資料同上。

<sup>40</sup> 參考資料：南京新港開發區：企業掛牌新三板補貼 100 萬元，陳晶澤，第一財經日報，2011 年 3 月 30 日。

上市融資加快發展辦法》的通知，對已通過審核程式並成功在天津股權交易所掛牌交易的新區企業，按照實際發生的會計、律師、保薦、登記託管等相關前期費用給予最高 50 萬元專項補貼。2011 年 7 月，重慶市政府出臺的《重慶市重點擬上市企業財政補貼和獎勵暫行辦法》對進入重慶股份轉讓中心掛牌的本地企業給予掛牌費用 50%且總額不超過 50 萬元的費用補貼。2012 年 2 月 15 日上海託管交易中心開市，目前政策扶持正在醞釀中，據掛牌企業的負責人透露，對於成功登陸上海股權託管交易市場的掛牌企業可獲得 150 萬元的財政補貼，部分掛牌企業還可進一步享受區一級的財政補貼<sup>41</sup>。

地方政府給予的 50 萬元至 200 百萬元不等的財政補助基本可以覆蓋企業股份改制和在場外市場中掛牌所發生的會計、律師、財務顧問、登記託管等相關費用，對擴大場外市場容量有極大的促進作用。

---

<sup>41</sup> 參考資料：上海市金融辦：股權交易中心未來會開設更多網點，張颯，東方早報，2012 年 2 月 16 日。

表 3 大陸高新區對推動新三板掛牌的已出臺政策

地區	主要政策	頒佈時間	主要優惠政策
北京	《中關村國家自主創新示範區支持企業改制上市資助資金管理辦法》	2011 年 8 月	(一) 企業改制資助：每家企業支持 30 萬元。 (二) 進入股份報價轉讓系統掛牌資助：每家企業支持 60 萬元。 (三) 證券商資助：主辦證券商推薦的示範區企業取得《大陸證券業協會掛牌報價文件備案確認函》後，每家證券商支持 20 萬元。
上海	《張江高科技園區支援企業改制上市實施辦法》	2010 年 7 月	(一) 企業改制資助：每家企業支持 100 萬元。 (二) 企業上市備案資助：每家企業支持 100 萬元。 (三) 企業上市資助：每家企業支持 100 萬元。
天津	《天津新技術產業園區鼓勵投融資發展暫行辦法》	2009 年 3 月	高新區企業為上市改制設立股份有限公司的，給予 20—50 萬元的獎勵。對完成股份制改造的企業，因資產評估增值而需繳納的企業所得稅，按照高新區留成部分的 50 % 予以獎勵。
深圳	《深圳高新區非上市股份有限公司進入代辦股份轉讓系統改制和掛牌資助資金管理辦法》、《深圳高新區非上市股份有限公司申請進入代辦股份轉讓系統進行股份報價轉讓試點資格確認辦法》	2009 年 1 月	(一) 改制資助：每家企業按實際發生費用最高資助 30 萬元人民幣； (二) 代辦轉讓系統掛牌資助：每家企業按實際發生費用最高資助 150 萬元人民幣。
成都	《成都高新區鼓勵和扶持企業利用多層次資本市場加快發展的暫行辦法》	2007 年 9 月	(一) 進入上市後備隊伍的企業，經仲介機構輔導從有限公司改制為股份有限公司的，對申請主板、中小企業板、創業板、境外上市以及股份報價轉讓系統掛牌的企業可給予 20 萬元資助。

地區	主要政策	頒佈時間	主要優惠政策
			<p>(二) 進入上市後備隊伍的企業，已聘請仲介機構進行上市輔導，並且支付了上市輔導、保薦及審計、法律服務、資產評估、工商登記變更手續等規定範圍內的必要費用，對申請主板、中小企業板、創業板、境外上市的企業可給予 50 萬元資助；對申請股份報價轉讓系統掛牌的企業，可給予 20 萬元資助。</p> <p>(三) 對在股份報價轉讓系統成功掛牌的企業，可給予 10 萬元資助。在企業成功轉板後，可按照補差的方式享受相應的政策支援。</p>
西安	《西安市人民政府關於推進科技型中小企業通過代辦股份轉讓系統加快發展的意見》	2011 年 11 月	自西安高新區進入新三板擴大試點園區之日起三年內，凡進入新三板掛牌交易的西安市註冊企業，給予一次性資金獎勵 30 萬元。
武漢	《武漢市人民政府關於支持武漢東湖新技術開發區打造資本特區的意見》	2011 年 6 月	在境內外主板市場、創業板市場掛牌上市，且募集資金 80%以上投資於資本特區的企業，給予獎勵 450 萬元（包括市級獎勵 150 萬元、資本特區獎勵 300 萬元）；對在新三板掛牌的企業，給予獎勵 120 萬元（包括市級獎勵 50 萬元、資本特區獎勵 70 萬元）；對實現再融資，且募集資金 80%以上投資於資本特區的上市公司的法人代表，按照募集資金的 1%給予獎勵，最高獎勵 100 萬元（包括市級獎勵 50 萬元、資本特區獎勵 50 萬元）。
杭州	《杭州高新區關於鼓勵非上市公司進入股份代辦系統掛牌轉讓的暫行辦法》	2008 年 7 月	對新設或經改制設立的股份制企業給予一次性 20 萬元獎勵。對進入股份代辦轉讓系統掛牌的企業給予一次性 30 萬元獎勵。
蘇州	《蘇州高新區〈關於鼓勵企業上市的若干意見〉的	2007 年 10 月	(一) 新設立的股份有限公司，通過上市輔導驗收後，由區政府給予一次性 10 萬元的獎勵；對整體改制設立的股份有限公司，其股本額大於其原有

地區	主要政策	頒佈時間	主要優惠政策
	實施意見》		限公司註冊資本額 50%的，由區政府再給予一次性 5 萬元的獎勵。 (二) 對前 5 家新三板掛牌企業額外獎勵 50 萬元的政策*。
長沙	《長沙高新區企業股份改制和融資上市資助實施辦法(暫行)》	2010 年 10 月	企業完成股份改制，給予每家企業一次性 20 萬元資助。在主板、中小板、創業板上市及在代辦股份轉讓系統掛牌前完成盡職調查的，給予每家企業一次性 80 萬元資助。
長春	《長春高新技術產業開發區鼓勵企業進入代辦股權轉讓系統暫行辦法》	2009 年 4 月	按照企業具備的成熟條件以及申報的先後順序，針對進入代辦股權轉讓系統前期工作的不同階段，給予企業適當經費資助。 對於第一批進入試點企業，給予 50 萬元的資助： 1、對於有限公司股份制改造完成，且證券商已向大陸證券業協會出具保薦函的企業，給予一次性經費補貼 20 萬元； 2、對已接到大陸證券業協會同意掛牌交易函證的企業，給予一次性經費補貼 20 萬元； 3、對已取得深圳證券交易所出具的代辦股權轉讓系統掛牌證明文件的企業，給予一次性經費補貼 10 萬元。 對於第二批進入試點的企業，給予如下資助： 對已取得深圳證券交易所出具的代辦轉讓系統掛牌證明文件的企業，給予一次性經費補貼 25 萬元；
大連	《大連高新技術產業園區企業改制上市費用補貼專項資金管理辦法》	2010 年 12 月	改制專項資金申請條件和補貼標準： (一) 已從工商部門取得股份有限公司法人營業執照； (二) 與具有境內外證券市場保薦資質的證券商簽訂保薦協定； (三) 符合上述條件的企業，補貼人民幣 50 萬元。 股份報價轉讓系統(以下簡稱新三板)掛牌專項資金申請條件和補貼標準： (一) 企業與具有主辦證券商資質的證券商簽訂新三板掛牌協定，以及

地區	主要政策	頒佈時間	主要優惠政策
			<p>與其它仲介機構簽訂相應服務協定；</p> <p>(二) 政府有關主管部門出具同意企業進入新三板掛牌的准入文件；</p> <p>(三) 符合上述條件的企業，補貼人民幣 150 萬元，按照確立仲介機構、企業股份制改制、備案掛牌三個階段撥付；</p> <p>(四) 對於在新三板掛牌後實現轉板（境內外主要證券市場）的企業，補貼人民幣 150 萬元。</p>
重慶	《重慶市重點擬上市企業財政補貼和獎勵暫行辦法》	2011 年 7 月	<p>(一) 重點擬上市企業改制上市時，追溯調整前三年利潤，依法補交的企業所得稅，由市財政按市級留成部分的 85% 給予專項補貼。</p> <p>(二) 對進入新三板掛牌的企業給予掛牌費用 50% 且累計不超過 100 萬元的費用補貼；</p>
濟南	《濟南高新區關於扶持企業改制上市工作的意見》	2012 年 3 月	<p>對申請進入股份報價轉讓系統掛牌的企業，扶持資金為 100 萬元。其中，在企業完成股份制改造（含新設立股份公司、新遷入擬上市股份公司）並獲得相關部門認可後，給予 30 萬元一次性扶持；在主辦證券商完成內核工作並報大陸證券業協會備案後，給予 60 萬元一次性扶持；在大陸證券業協會正式公告掛牌後，給予 10 萬元一次性扶持。</p>

\*註：資料來源為《蘇州高新區經濟發展和改革局 2009 年工作總結和 2010 年工作思路》

---

## 第二章 新三板市場的建立與發展

中關村科技園區自 1988 年 5 月經國務院批准建立，是大陸第一個國家級高新技術產業開發區，歷經二十餘年發展，是大陸高新技術企業最為密集的科技園區之一。為了方便中關村科技園區企業股份進行轉讓和再融資，中關村科技園區非上市股份有限公司代辦股份轉讓系統（又稱新三板市場）<sup>42</sup>於 2006 年 1 月開市。新三板由深交所的代辦股份轉讓系統進行管理，對於中關村科技園區企業的發展具有重要的“造血”功能。由於具有國務院建設場外市場的政策批示和深交所的支持，新三板在大陸場外市場中具有重要地位，具備今後發展成為大陸性場外市場的潛力。新三板至今已經平穩運行六年，積累了豐富經驗，在十二五規劃多層次資本市場的建設工作中將作為場外市場體系的核心。2012 年 3 月 27 日以大陸國務院王岐山副總理為代表的國務院和北京市有關部門領導在北京考察新三板工作，期間強調大力發展場外交易市場作為推動大陸多層次資本市場建設工作中的重要性，2012 年 4 月 17 日大陸證監會郭樹清主席也表示將推出新三板擴容的正式計畫，顯示了當局對新三板強有力的政策支持。

### 一、中關村科技園區與新三板市場

中關村國家自主創新示範區起源於 20 世紀 80 年代初的“中關村電子一條街”。黨中央、國務院高度重視中關村的發展建設，國務院先後 5 次做出重要決

---

<sup>42</sup> 該系統的掛牌企業均為高科技企業而不同於原代辦股份轉讓系統（即舊三板市場）內的退市企業及原 STAQ、NET 系統掛牌公司，故稱為“新三板”。

---

定。1988年5月，國務院批准成立北京新技術產業開發試驗區（中關村科技園區前身），由此中關村成為中國第一個高科技園區；1999年6月，國務院要求加快建設中關村科技園區；2005年8月，國務院做出關於支持做強中關村科技園區的決策；2009年3月13日，國務院批復建設中關村國家自主創新示範區，要求把中關村建設成為具有全球影響力的科技創新中心，這也是大陸第一個國家自主創新示範區；2011年1月26日，國務院批復同意《中關村國家自主創新示範區發展規劃綱要（2011-2020年）》，成為中關村發展新的重大里程碑。

中關村經過20多年的發展建設，已經聚集以聯想、百度為代表的高新技術企業近兩萬家，形成了以電子信息、生物醫藥、能源環保、新材料、先進製造、航空航太為代表，以研發和服務為主要形態的高新技術產業集群，形成了“一區多園”各具特色的發展格局，成為首都跨行政區的高端產業功能區。

中關村是大陸科教智力和人才資源最為密集的区域，擁有以北京大學、清華大學為代表的高等院校近40所，以中國科學院、中國工程院所屬院所為代表的國家（市）科研院所200多所；擁有國家級重點實驗室67個，國家工程研究中心27個，國家工程技術研究中心28個；大學科技園24家，留學人員創業園29家。中關村是中央人才工作協調小組首批授予的“海外高層次人才創新創業基地”，留學歸國創業人才超過1.5萬人，累計創辦企業超過5000家，是大陸留學歸國人員創辦企業數量最多的地區。目前，北京市共有中央“千人計畫”人才301人，其中80%在中關村地區；創業類“千人計畫”人才45人。“北京海外人才聚集工程”的161名人才，75%以上聚集在中關村地區。成長出以聯想的柳傳志、百度的李彥宏、博奧生物的程京、中星微電子的鄧中翰、科興生物的尹衛東、碧水源的文劍平、神霧熱能的吳道洪、創新工廠的李開復等為代表的一批國

---

內外有影響的新老企業家。2011年3月，大陸中組部、發改委等15個中央部門和北京市聯合印發了《關於中關村國家自主創新示範區建設人才特區的若干意見》，中關村加快建設人才特區。

中關村圍繞國家戰略需求和北京市社會經濟發展需要，取得了大量的關鍵技術突破和創新成果，湧現出中文卡、漢字雷射排版、超級電腦、非典和人用禽流感疫苗等一大批重大科技創新成果，為航太、三峽工程和青藏鐵路等國家重大建設專案實施提供了強有力的支撐；中關村企業獲得大陸的國家科技進步一等獎超過50項，承接的“863項目”占大陸的四分之一，“973項目”占大陸的三分之一；創制了TD-SCDMA、McWill、閃聯等86項重要國際標準，798項國家、地方和行業標準；中關村技術交易額達到大陸的三分之一以上，其中80%以上輸出到北京以外地區。

2010年，中關村企業總收入1.59萬億元，約占大陸高新區的七分之一，同比增長22.6%，對北京市經濟增長的貢獻率達到23.5%。

中關村目前“一區多園”的空間格局包括海澱園、豐台園、昌平園、電子城、亦莊園、德勝園、雍和園、石景山園、通州園、中關村大興生物醫藥基地等十個園區。“十二五”期間，中關村將繼續完善“一區多園”各具特色的發展格局，重點建設“兩城兩帶”，即中關村科學城、未來科技城和由海澱北部、昌平南部和順義部分地區構成的北部研發服務和高技術產業帶，以及由北京經濟技術開發區、大興和通州、房山的部分地區構成的南部高技術製造業和戰略性新興產業帶，促進高端產業集群發展。

然而，與中關村科技園區優異的創新能力和可觀的經濟效益相對應的，卻是缺乏完備的融資管道。直接融資方面，截至目前，上市公司總數達到200家，其

---

中境內 122 家，境外 78 家，44 家企業在境內創業板上市。園區內包括百度、中星微、奧瑞金種業等公司在納斯達克市場成功上市，占大陸在納斯達克上市企業數量的一半。儘管中關村每年發生的創業投資案例和投資金額均占大陸的三分之一左右，上市企業數量在 10 家以上，但與園區內近兩萬家企業相比總體仍呈現出供不應求的局面。

為了方便中關村科技園區企業股份進行轉讓和再融資，中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓系統（新三板）於 2006 年 1 月開市，歸於深交所的代辦股份轉讓系統管理，對於中關村科技園區企業的發展具有重要的“造血”功能。由於具有國務院建設場外市場的政策批示和深交所的支持，新三板在大陸場外市場中具有重要地位，具備今後發展成為大陸性場外市場的潛力。

試點啟動之初，中關村園區股份公司只有 120 多家，目前正在進行改制和已有意向改制的企業已達到 500 多家。試點之初的 2006 年，掛牌企業僅有 10 家，總股本為 5.7664 億股，而目前掛牌企業已達到 105 家，總股本增長至 34.9673 億股<sup>43</sup>。根據 2010 年代辦系統年報主要資料統計表<sup>44</sup>，81 家公司合計股本 26.9 億元，營業收入 89.5 億元，同比增長 28%。扣除非經常性損益後，歸屬於母公司股東淨利潤 9.1 億元，同比增長 41%。平均每股收益 0.37 元，同比增加 0.09 元。淨資產收益率由 2009 年的平均 16% 上升到 2010 年的 18%。符合創業板上市條件的公司一共有 36 家，其中淨利潤在 3000 萬元以上的公司一共有 10 家（包括目前已經轉板的紫光華宇）。與此相對應的，創業板上市公司 2010 年平均每股收益 0.80 元，同比僅增 0.01 元。創業板上市公司淨資產收益率由 2009 年的平均

---

<sup>43</sup> 截止 2012 年 4 月 6 日，參考資料：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/index.html>。

<sup>44</sup> 鏈接地址：<http://bjzr.gfzr.com.cn/fina/2011-05-03/59381698.PDF>。

---

30%驟降至 2010 年的 16%。新三板市場已為大陸資本市場儲備了一批優良的上市後備資源。

## 二、新三板市場現行制度<sup>45</sup>

從發行面來看，新三板定位為中關村園區的高科技企業。目前新三板市場施行備案制，一方面要求企業存續滿兩年，另一方面要求申請掛牌的公司取得北京市人民政府出具的非上市公司股份報價轉讓試點資格確認函，再由主辦證券商對公司進行盡職調查，並向協會報送推薦掛牌備案文件，如協會對推薦掛牌備案文件無異議的，便可出具備案確認函。企業在新三板掛牌之後到實施首次公開發行期間，主辦證券商實施終身保薦。

在交易方面，新三板股份報價轉讓的委託包括意向委託、定價委託與成交確認委託三種。傳統的意向委託交易方式效率較低，在一定程度上影響了新三板市場的活躍程度。定價委託為 2009 年新增加的委託方式，由投資者通過主辦證券商向市場發佈定價委託，有意向與定價委託成交的交易對手直接向交易系統發送成交確認委託，與該定價委託成交。由於減少了場外協商環節，因此提高了交易效率。但鑒於定價委託與成交確認委託之間的配對成交為特定投資者間一對一的成交，因此性質上仍屬協議委託。

關於融資方面，與無融資功能的舊三板不同，新三板為掛牌企業提供了融資管道。新三板的定向增資原則定位為：新老股東雙贏、增資數額根據公司發展需要確定、證券商把關。增資股份中的 30%~50%優先面向老股東配售，剩餘部分

---

<sup>45</sup> 劉玉珍、李怡宗主持的臺灣櫃檯買賣中心研究計畫《大陸場外交易市場之探索研究：以天津股權交易所和新三板市場為例》（2011 年 6 月）對新三板的運行制度進行了全面的回顧，新三板制度從 2011 年 6 月至今沒有發生改變，因此本部分是基於該報告的內容進行總結和精煉。

---

通過新老股東間的博弈確定雙方滿意的增資價格。增資擴股需明確募資用途，並和主營業務相關，以防止創業板的“超募”現象發生。同時，加大主辦證券商的責任，做好盡職調查以及內部審核，確保融資質量，減輕市場監管負擔。

新三板市場的運作主要分為三部分：申請掛牌、掛牌後交易、信息披露。本文也將從這三個角度對新三板市場的運作流程進行詳細介紹。

### （一）申請掛牌所需工作

中關村園區內企業如果計畫在中關村代辦股份轉讓系統掛牌交易，需要首先符合申請條件，具體分為兩個方面：其一，公司自身符合申請掛牌代辦系統條件；其二，主辦證券商具備相應資質。待公司及主辦證券商合規後，兩方相互合作並開展申請掛牌前的流程。

園區內公司申請掛牌，應具備以下條件<sup>46</sup>：（一）存續滿兩年。有限責任公司按原帳面淨資產值折股整體變更為股份有限公司的，存續期間可以從有限責任公司成立之日起計算；（二）主營業務突出，具有持續經營能力；（三）公司治理結構健全，運作規範；（四）股份發行和轉讓行為合法合規；（五）取得北京市人民政府出具的非上市公司股份報價轉讓試點資格確認函；（六）協會要求的其他條件。針對“主營業務突出，具有持續經營能力”的判定上，新三板市場沒有對申請掛牌公司最近兩年存續期內股本結構、管理層、主營業務的連續性設置硬性要求，而是通過主辦證券商在盡職調查的基礎上，根據公司的技術、財務、資產、人員等方面情況，對公司主營業務是否突出，是否具備持續經營能力做出專業判

---

<sup>46</sup> 參考資料：證券公司代辦股份轉讓系統中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓試點辦法（暫行）

---

斷。

證券公司從事非上市公司股份報價轉讓業務，應取得協會授予的代辦系統主辦證券商業務資格。證券公司申請代辦系統主辦證券商業務資格，應滿足下列條件<sup>47</sup>：(一)最近年度淨資產不低於人民幣 8 億元，淨資本不低於人民幣 5 億元；(二)具有不少於 15 家營業部；(三)協會規定的其他條件。

園區公司欲申請股份掛牌報價轉讓，需履行以下程式<sup>48</sup>：董事會、股東大會決議，申請股份報價轉讓試點企業資格，簽訂推薦掛牌報價轉讓協議，配合推薦主辦證券商盡職調查，推薦主辦證券商向協會報送推薦掛牌備案文件，協會備案確認，股份集中登記，披露股份報價轉讓說明書。其中協會備案確認之前的流程為申請掛牌前的準備工作。在同時滿足協會備案確認、推薦主辦證券商已完成進場前準備工作兩個條件後，園區公司方能申請在代辦股份轉讓系統掛牌。

園區公司在申請掛牌時，一方面需得到證券業協會的備案確認，另一方面也需推薦主辦證券商完成進場前準備工作。可見申請掛牌前，園區公司與主辦證券商兩方平行開展準備工作，雙方準備工作均就緒後，方可申請掛牌。

申請掛牌的園區公司在完成大陸證券業協會的備案確認的同時，如果主辦證券商也已完成進場前準備工作，則滿足掛牌前提條件，由主辦證券商協助園區公司申請掛牌。大致流程<sup>49</sup>包括：1、申請報價轉讓證券簡稱和證券代碼。2、辦理擬掛牌“園區公司”股份初始登記。3、辦理“園區公司”掛牌手續。具體而言，由於申請報價轉讓證券簡稱和證券代碼由推薦主辦證券商代為完成，因此園區公

---

<sup>47</sup> 參考資料：證券公司代辦股份轉讓系統中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓試點辦法（暫行）

<sup>48</sup> 參考資料：中關村科技園區非上市公司進入代辦系統進行股份轉讓試點工作指引（修訂版）。

<sup>49</sup> 參考資料：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/tzzzy2.html>

---

司在完成證券業協會的備案確認後，從辦理股份初始登記開始即可。

## （二）交易制度

在申請登陸中關村代辦股份轉讓系統的公司成功掛牌後，即可開始在新三板的交易。我們根據投資流程，分別按照投資者進場規定、交易規定對新三板市場的交易制度進行介紹。

### 1. 投資者進場流程

根據試點辦法的規定，參與掛牌公司股份報價轉讓的投資者，應當具備相應的風險識別和承擔能力，可以是下列人員或機構<sup>50</sup>：機構投資者，包括法人、信託、合夥企業等；公司掛牌前的自然人股東；通過定向增資或其他方式持有公司股份的自然人股東；因繼承或司法裁決等原因持有公司股份的自然人股東；大陸證券業協會認定的其他投資者。

投資者可選擇具有主辦證券商業務資格的證券公司申請掛牌公司股份報價轉讓業務資格。主辦證券商會根據上述規定進行審查，符合條件的，方可與投資者簽訂代理股份報價轉讓協議書。

中關村試點企業主要是處於初創時期、有產品和特定盈利模式的科技型中小企業。這些企業規模小，成立時間短，業績波動大，對產品、技術、細分市場、公司實際控制人和核心技術人員等依賴程度較高。《試點辦法》對掛牌公司的盈利和資產規模沒有做出硬性規定，對掛牌公司的信息披露要求也低於上市公司。因此，相對於交易所市場，股份報價轉讓的風險較高，參與報價轉讓業務的投資

---

<sup>50</sup> 參考資料：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/tzzzy3.html>。投資者應當具備相應的風險識別和承擔能力，掛牌公司自然人股東只能買賣其持股公司的股份。

---

者必須具備相應的風險識別和承擔能力。此次制度調整，從穩妥起步、控制風險的角度出發，只允許機構投資者和特殊自然人投資者參與試點。今後隨著市場的逐漸成熟，投資者適當性管理制度也會相應完善。

對於掛牌前已有自然人股東以及在新試點辦法實施前通過報價系統買入股份成為公司股東的兩類自然人股東，市場規定其可以買賣持股公司的股份，但不能參與其他公司股份的買賣。自然人投資者通過報價系統全部賣出其所持有的某掛牌公司股份後，仍可以買入該公司股份。

針對自然人買賣掛牌公司股份，主辦證券商和大陸證券業協會採取由主辦證券商負責事前監控、大陸證券業協會負責事後監控的措施<sup>51</sup>。一是主辦證券商將制定完備的自然人投資者委託監控制度和工作流程，開發技術系統，合適自然人投資者的相關信息，確保只接受符合規定的自然人投資者買賣委託。自然人投資者信息包括投資者的證券帳戶與其可買賣掛牌公司股份的證券代碼，只有持有或曾經持有掛牌公司股份的證券帳戶可以買賣上述掛牌公司的股份。投資者因帳戶合併、掛失補辦換新號等原因造成證券帳戶發生變更的，自然人投資者信息進行相應變更。二是大陸證券業協會委託深交所，利用市場實施檢查技術系統對自然人投資者買賣掛牌公司股份行為進行事後監控。發現自然人投資者違規買賣掛牌公司股份的，通知大陸證券業協會。大陸證券業協會責令有關主辦證券商予以處理。

投資者買賣掛牌公司股份，應開立深圳市場人民幣普通股票帳戶（深市主板帳戶）<sup>52</sup>。如投資者已開立非上市股份有限公司股份轉讓帳戶，可選擇繼續使用

---

<sup>51</sup> 參考資料：中關村科技園區非上市公司進入代辦系統進行股份轉讓試點工作指引（修訂版）

<sup>52</sup> 參考資料：中關村科技園區非上市公司進入代辦系統進行股份轉讓試點工作指引（修訂版）

---

該帳戶，不必重新開立深市主板帳戶。投資者買賣掛牌公司股份，應持有中國證券登記結算有限責任公司深圳分公司人民幣普通股票帳戶。

投資者可通過深圳 A 股股票帳戶參與報價轉讓，不需要單獨開設非上市股份有限公司股份轉讓帳戶，降低投資者重複開戶成本，為今後可能的轉板打好帳戶基礎。境內、境外投資者開立的原股份轉讓帳戶，分別與深市 A 股帳戶、B 股帳戶合併。合併後原股份轉讓帳戶與 A 股帳戶、B 股帳戶通用。

2009 年 7 月 6 日後的投資者申請開立交易股份報價系統帳戶，均為深市 A 股帳戶，2009 年 7 月 6 日之前開戶的，根據自願原則，可以保留 40 開頭的帳戶，也可以選擇與 A 股帳戶合併。此外，休眠 A 股帳戶、風險證券公司休眠帳戶、不合格 A 股帳戶，只有在辦理相應的啟動、規範手續後，方可使用。

投資者應開立股份報價轉讓結算帳戶<sup>53</sup>。2009 年代辦股份轉讓系統規章調整前的原建設銀行結算帳戶停止使用，投資者在推薦主辦證券商處開辦帳戶時，可一併辦理三方存管資金結算業務。2009 年代辦系統規則修訂後，由中國證券登記結算有限責任公司統一負責資金結算，股份和資金結算實行分級結算原則，登記公司提供逐筆全額非擔保交收服務。

經審查合資格的投資者應與推薦主辦證券商簽訂《報價轉讓委託協議書》與《報價轉讓風險揭示書》，以明確雙方的權利義務<sup>54</sup>。投資者在簽訂該協議書前，應認真閱讀並簽署股份報價轉讓特別風險揭示書。具體地，推薦主辦證券商在與投資者簽訂《報價轉讓委託協議書》與《報價轉讓風險揭示書》時，義務如下：

(一) 在接受投資者委託前，需充分瞭解其財務狀況和投資需求，可要求提供相

---

<sup>53</sup> 參考資料：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/tzzzy3.html>

<sup>54</sup> 參考資料：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/tzzzy3.html>

---

關證明資料。如認為其不宜參與報價業務的，可進行勸阻；不接受勸阻仍要參與者，一切後果和責任自行承擔。（二）推薦主辦證券商應及時以電話、函件和公告等方式告知投資者協會關於簽署《報價轉讓委託協議書》與《報價轉讓風險揭示書》（以下簡稱“兩書”）的要求，做好相關解釋、服務工作。（三）投資者簽署修訂後的“兩書”時，推薦主辦證券商應對投資者身份信息進行核查，對不符合修訂後相關規定的自然人投資者，不與其簽署《報價轉讓委託協議書》。（四）對符合修訂後相關規定的自然人投資者，推薦主辦證券商應著重向投資者說明投資風險自擔的原則，向投資者詳細講解“兩書”的內容，使其充分瞭解報價轉讓業務的特點及客觀存在的風險，提醒其對投資風險予以特別關注，向其著重說明投資風險自擔的原則，並確認其已認真閱讀《報價轉讓風險揭示書》。

投資者在簽訂《報價轉讓委託協議書》與《報價轉讓風險揭示書》時的義務為：在簽訂該協議書前，應認真閱讀並簽署股份報價轉讓特別風險揭示書，充分理解所揭示的風險，並承諾自行承擔投資風險。內容如下：“本人承諾：不進行內幕交易；不操縱市場價格；不以虛假報價或其他違規行為擾亂正常的報價轉讓秩序，誤導他人的投資決策。”

## 2.交易規定

投資者參與股份報價轉讓，主要需經歷委託、成交、清收三個環節<sup>55</sup>：

股份報價轉讓的委託分為意向委託、定價委託和成交確認委託三類。所有委託當日有效，均可撤銷，但定價委託和成交確認委託已經報價系統確認成交的，則不可撤銷或變更。意向委託是指投資者委託主辦證券商按其指定價格和數量買

---

<sup>55</sup> 參考資料：證券公司代辦股份轉讓系統中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓試點辦法（暫行）

賣股份的意向指令，意向委託不具有成交功能。定價委託是指投資者委託主辦證券商按其指定的價格買賣不超過其指定數量股份的指令。其他投資者可根據定價委託解釋的信息，輸入與其匹配的成交確認委託，直接與定價委託成交。成交確認委託是指投資者買賣雙方達成成交協定，或投資者擬與定價委託成交，委託主辦證券商以指定價格和數量與指定對手方確認成交的指令。意向委託和定價委託應註明證券名稱、證券代碼、證券帳戶、買賣方向、買賣價格、買賣數量、聯繫方式等內容。成交確認委託應註明證券名稱、證券代碼、證券帳戶、買賣方向、成交價格、成交數量、擬成交對手的主辦證券商等內容。

委託的股份數量以“股”為單位，每筆委託的股份數量應不低於 3 萬股，但帳戶中某一股份餘額不足 3 萬股時可一次性報價賣出。投資者在遞交定價委託和成交確認委託是，應保證有足額的股份餘額，否則報價系統不予接受。股份的報價單位為“每股價格”。報價最小變動單位為 0.01 元。

主辦證券商接受投資者委託的時間為每週一至週五，報價系統接受申報的時間為上午 9:30 至 11:30，下午 1:00 至 3:00。

表 4 委託基本情況

委託種類	委託數量限制	報價單位	委託時間
報價委託、定價委託、成交確認委託	$\geq 3$ 萬股/筆 $< 3$ 萬股須一次賣出	最小變動單位 0.01 元。	報價證券商接受委託：週一至週五 報價系統接受申報：9:30-11:30， 13:00-15:00。

			法定節假日和其他特殊情況，暫停 轉讓。
--	--	--	------------------------

資料來源：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/tzzzy3.html>

買賣雙方達成成交協定的，應各自向報價系統輸入成交確認委託。報價系統僅對成交約定號、股份代碼、買賣價格、股份數量四者完全一致，買賣方向相反，對手方所在主辦證券商的席位號互相對應的成交確認委託進行配對成交。如買賣雙方的成交確認委託中，只要有一項不符合上述要求的，報價系統則不予配對。

意向委託下，股份報價轉讓的成交价格通過買賣雙方議價產生，投資者可直接聯繫對手方，也可委託主辦證券商聯繫對手方，約定股份的買賣數量和價格。定價委託下，成交价格按定價委託價格確定<sup>56</sup>。

投資者達成轉讓意向後，可各自委託推薦主辦證券商進行成交確認申報。投資者擬與定價委託成交的，可通過主辦證券商客戶終端點擊，自動生成成交確認委託，投資者只需填寫擬成交的股份數量。報價系統對通過驗證的成交確認委託和定價委託信息進行匹配核對。核對無誤的，報價系統予以確認成交。多筆成交確認委託與一筆定價委託匹配的，按時間優先的原則匹配成交。

值得注意的是，2009 年證券業協會對新三板市場的委託方式進行了調整，在原有議價成交的基礎上新增了定價委託，希望通過此種委託提高新三板市場的交易效率。交易模式變更前後的具體比較見下表。

<sup>56</sup> 應保證有足夠的資金（包括交易款項及相關稅費）和股份，否則報價系統不予接受。報價系統收到擬與定價申報成交的成交確認申報後，如系統中無對應的定價申報，該成交確認申報以撤單處理。

表 5 新三板新增交易模式與原交易模式對比

原交易模式	新增定價委託交易模式
<p>發佈意向：投資者通過主辦證券商向市場發佈意向委託；</p> <p>場外協商：投資者通過電話等方式達成成交協定，確定成交價格和成交數量；</p> <p>報單成交：投資者通過主辦證券商向交易系統發送成交確認委託，確認成交。</p>	<p>發佈意向：投資者通過主辦證券商向市場發佈定價委託；</p> <p>點擊成交：有意與定價委託成交的投資者，直接向交易系統發送成交確認委託，與該定價委託成交。</p>

資料來源：侯定海《完善交易結算制度提高報價系統效率》，大陸證券業協會場外市場工作委員會

新三板原交易模式為，投資者通過主辦證券商向市場發佈意向委託，隨後買賣雙方投資者通過電話等方式議價成交，確定成交價格和數量，並經由主辦證券商向交易系統發送成交確認委託，確認成交。但是這種交易方式效率較低，因此在一定程度上影響了新三板市場的活絡程度。新增的定價委託方式為，由投資者通過主辦證券商向市場發佈定價委託，有意向與定價委託成交的交易對手直接向交易系統發送成交確認委託，與該定價委託成交。這種模式減少了場外協商環節，因此提高了交易效率。但由於定價委託與成交確認委託之間的配對成交為特定投資者間一對一的成交，因此性質上仍屬協議委託。

清算交收規定<sup>57</sup>如下：

- 1) 主辦證券商參與掛牌公司股份報價轉讓業務，應取得登記結算公司的結算參

<sup>57</sup> 參考資料：中國證券登記結算有限責任公司證券公司代辦股份轉讓系統中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓登記結算業務實施細則

---

與人資格，遵守《中國證券登記結算有限責任公司結算參與人管理規則》的有關規定。

- 2) 主辦證券商應當與其客戶簽訂協定，至少明確以下事項：（一）主辦證券商依據客戶的委託，負責辦理與客戶的股份和資金的清算交收。客戶只與主辦證券商發生結算關係，不與登記結算公司發生結算關係。（二）客戶同意在清算交收過程中，由主辦證券商委託登記結算公司辦理其證券帳戶與主辦證券商證券交收帳戶之間股份劃撥。
- 3) 股份和資金的結算實行分級結算原則。登記結算公司負責辦理主辦證券商之間的清算交收；主辦證券商負責辦理其與客戶之間的清算交收。主辦證券商與客戶之間股份劃付，應當委託登記結算公司代為辦理。
- 4) 登記結算公司使用主辦證券商在登記結算公司已開設的結算備付金帳戶完成報價系統成交的資金交收，使用主辦證券商的證券交收帳戶完成相關股份的交收。登記結算公司按照先擔保交收、後非擔保交收的原則辦理股份和資金的交收。
- 5) 報價系統股份轉讓的交收日為T+1日，最終交收時點為16：00。
- 6) 登記結算公司根據報價系統成交確認結果，於T日日終（T日為股份轉讓日）進行股份和資金的逐筆清算，並將清算結果發送各主辦證券商。
- 7) T+1日最終交收時點，登記結算公司根據報價系統成交順序，逐筆檢查賣出方主辦證券商負責結算的相關投資者證券帳戶中可用股份和買入方主辦證券商結算備付金帳戶中可用資金是否足額。股份和資金均足額的，登記結算公司將相關買入資金由買入方主辦證券商的結算備付金帳戶劃入賣出方主辦證券商的結算備付金帳戶；同時將相關股份由賣出方投資者證券帳戶代為

---

劃入賣出方主辦證券商證券交收帳戶，再劃入買入方主辦證券商證券交收帳戶，並代為劃入買入方投資者證券帳戶。其中一方股份或資金不足額的，視為交收失敗，登記結算公司不辦理相關股份和資金的交收。T+1 日日終登記結算公司將交收結果發送各主辦證券商。

2009 年中關村代辦系統試點辦法及配套制度改革，對新三板的登記結算也進行了較大調整。新三板市場引入了 A 股的協力廠商存管制度，由中國證券登記結算有限責任公司深圳分公司全面負責股份轉讓清算交收服務。調整前，投資者需到中國建設銀行指定營業網點開立資金結算帳戶，並通過該行辦理有關資金結算業務。此種模式一方面效率較低，另一方面由於只有一家銀行的少數營業網點可以辦理該項業務，給投資者帶來了不便。此次調整簡化了投資者參與報價轉讓業務的手續，提高了投資者投資資金的使用效率。

### （三）市場訊息披露與監管

投資者可在“代辦股份轉讓信息披露平臺”（[www.gfzr.com.cn](http://www.gfzr.com.cn)）的“中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓”欄目中或主辦證券商的營業部獲取股份報價轉讓行情、掛牌公司信息和主辦報價證券商發佈的相關信息。

在 2009 年代辦系統試點辦法及配套制度調整前，行情只通過代辦股份轉讓信息披露網上平臺<sup>58</sup>揭示，投資者只能通過互聯網瞭解報價系統行情信息。對主辦證券商播發報價即時行情後，報價系統行情不僅能通過信息披露平臺揭示，還通過行情軟體揭示，符合投資者的交易習慣，方便投資者瞭解報價系統交易情

---

<sup>58</sup> 網址：<http://bjzr.gfzr.com.cn>。

況，提高其參與報價系統交易的積極性。

行情系統與信息披露平臺儘管資料來源相同，但二者在揭示形式上有所不同：信息披露平臺的行情信息為各種委託和成交的詳細信息，包括每筆意向報價委託和定價委託的代碼、委託類別、買賣方向、數量、價格等；逐筆成交的代碼、股數、價格、金額、買賣雙方代理證券商等；而對主辦證券商播發的即時行情信息主要依據代辦股份轉讓資料介面規範，以現行行情軟體的格式發佈。

代辦系統在 2009 年 6 月對《股份進入證券商代辦股份轉讓系統報價轉讓的中關村科技園區非上市股份有限公司信息披露規則》進行了修訂，掛牌公司的信息披露義務詳見表 6：

表 6 掛牌公司的信息披露義務<sup>59</sup>

掛牌報價轉讓前的信息披露	<p>掛牌報價轉讓前，掛牌公司應披露股份報價轉讓說明書。股份報價轉讓說明書應包括以下內容：公司基本情況；公司董事、監事、高級管理人員、核心技術人員及其持股情況；公司業務和技術情況；公司業務發展目標及其風險因素；公司治理情況；公司財務會計信息；北京市人民政府批准公司進行股份報價轉讓試點的情況；</p> <p>推薦主辦證券商應在掛牌公司披露股份報價轉讓說明書的同時披露推薦報告。</p>	
持續信息	定	<p>年報：</p> <p>掛牌公司應在每個會計年度結束之日起四個月內編制並披露</p>

<sup>59</sup> 參考資料：股份進入證券商代辦股份轉讓系統報價轉讓的中關村科技園區非上市股份有限公司信息披露規則。該規則僅做出了對掛牌公司信息披露的最低標準。掛牌公司可參照上市公司信息披露標準，自願進行更為充分的信息披露。

披露	期 報 告	<p>年度報告。掛牌公司年度報告中的財務報告必須經會計師事務所審計。年度報告應包括以下內容：公司基本情況；最近兩年主要財務資料和指標；最近一年的股本變動情況及報告期末已解除限售登記股份數量；股東人數，前十名股東及其持股數量、報告期內持股變動情況、報告期末持有的可轉讓股份數量和相互間的關聯關係；董事、監事、高級管理人員、核心技術人員及其持股情況；董事會關於經營情況、財務狀況和現金流量的分析，以及利潤分配預案和重大事項介紹；審計意見和經審計的資產負債表、利潤表、現金流量表以及主要項目的附註；</p> <p>掛牌公司應在董事會審議通過年度報告之日起兩個報價日內，以書面和電子文文件的方式向推薦主辦證券商報送下列文件並披露：年度報告全文；審計報告；董事會決議及其公告文稿；推薦主辦證券商要求的其他文件；</p>
		<p>半年報：</p> <p>掛牌公司應在每個會計年度的上半年結束之日起兩個月內編制並披露半年度報告。半年度報告應包括以下內容：公司基本情況；報告期的主要財務資料和指標；股本變動情況及報告期末已解除限售登記股份數量；股東人數，前十名股東及其持股數量、報告期內持股變動情況、報告期末持有的可轉讓股份數量和相互間的關聯關係；董事、監事、高級管理人員、核心技術人員及其持股情況；董事會關於經營情況、財務狀況和現金流量的分析，以及利潤分配預案和重大事項介紹；資產負債表、利潤表、現金流量表及主要項</p>

	<p>目的附註；</p> <p>半年度報告的財務報告可以不經審計，但有下列情形之一的，應當經會計師事務所審計：擬在下半年進行利潤分配、公積金轉增股本或彌補虧損的；擬在下半年進行定向增資的；大陸證券業協會認為應當審計的其他情形；財務報告未經審計的，應當註明“未經審計”字樣。財務報告經過審計的，若註冊會計師出具的審計意見為標準無保留意見，公司應說明註冊會計師出具標準無保留意見的審計報告；若註冊會計師出具的審計意見為非標準無保留意見，公司應披露審計意見全文及公司管理層對審計意見涉及事項的說明；</p> <p>掛牌公司應在董事會審議通過半年度報告之日起兩個報價日內，以書面和電子文文件的方式向推薦主辦證券商報送下列文件並披露：半年度報告全文；審計報告（如有）；董事會決議及其公告文稿；推薦主辦證券商要求的其他文件；</p>
	<p>季報：</p> <p>掛牌公司第一季度季度報告的披露時間不得早於上一年度年度報告的披露時間。掛牌公司應在董事會審議通過季度報告之日起兩個報價日內，以書面和電子文文件的方式向推薦主辦證券商報送下列文件並披露：季度報告全文；董事會決議及其公告文稿；推薦主辦證券商要求的其他文件；</p>
<p>臨 時</p>	<p>掛牌公司召開董事會、監事會、股東大會會議，應在會議結束後兩個報價日內將相關決議報送推薦主辦證券商備案。決議涉及第十六條相關事項的應披露。</p>

報 告	<p>掛牌公司出現以下情形之一的，應自事實發生之日起兩個報價日內向推薦主辦證券商報告並披露：經營方針和經營範圍的重大變化；發生或預計發生重大虧損、重大損失；合併、分立、解散及破產；控股股東或實際控制人發生變更；重大資產重組；重大關聯交易；重大或有事項，包括但不限於重大訴訟、重大仲裁、重大擔保；法院裁定禁止有控制權的大股東轉讓其所持公司股份；董事長或總經理發生變動；變更會計師事務所；主要銀行帳號被凍結，正常經營活動受影響；因涉嫌違反法律、法規被有關部門調查或受到行政處罰；涉及公司增資擴股和公開發行股票的有關事項；推薦主辦證券商認為需要披露的其他事項；</p> <p>掛牌公司有限售期的股份解除轉讓限制前一報價日，掛牌公司須發布股份解除轉讓限制公告。</p>
--------	--

同時，主辦證券商應對掛牌公司的信息披露進行督導<sup>60</sup>：

1.推薦主辦證券商應至少配備兩名具有財務或法律專業知識的專職信息披露人員，指導和督促所推薦掛牌公司規範履行信息披露義務，並負責對所推薦掛牌公司風險揭示公告的編制和發佈。

2.推薦主辦證券商在任免專職信息披露人員時，應將相關人員名單及簡歷報大陸證券業協會備案。

3.推薦主辦證券商應督導掛牌公司按照本規則的要求履行信息披露義務。發現披露的信息存在虛假記載、誤導性陳述或重大遺漏的，或者發現存在應披露而

<sup>60</sup> 參考資料：股份進入證券公司代辦股份轉讓系統報價轉讓的中關村科技園區非上市股份有限公司信息披露規則。

---

未披露事項的，推薦主辦證券商應要求掛牌公司進行更正或補充。掛牌公司拒不更正或補充的，推薦主辦證券商應在兩個報價日內發佈風險揭示公告。

4.推薦主辦證券商應對掛牌公司臨時報告進行事前審查；對定期報告進行事後審查。

5.掛牌公司未在規定期限內披露年度報告或半年度報告的，推薦主辦證券商應發佈風險揭示公告。掛牌公司未在規定期限內披露年度報告的，推薦主辦證券商對其股份實行特別處理。

6.掛牌公司及其董事違反本規則規定的，推薦主辦證券商應責令其改正。情節嚴重的，由大陸證券業協會報告有關主管部門給予處罰。

7.掛牌公司拒不履行信息披露義務的，推薦主辦證券商應暫停解除其控股股東和實際控制人的股份限售登記，並將有關事項報告大陸證券業協會。

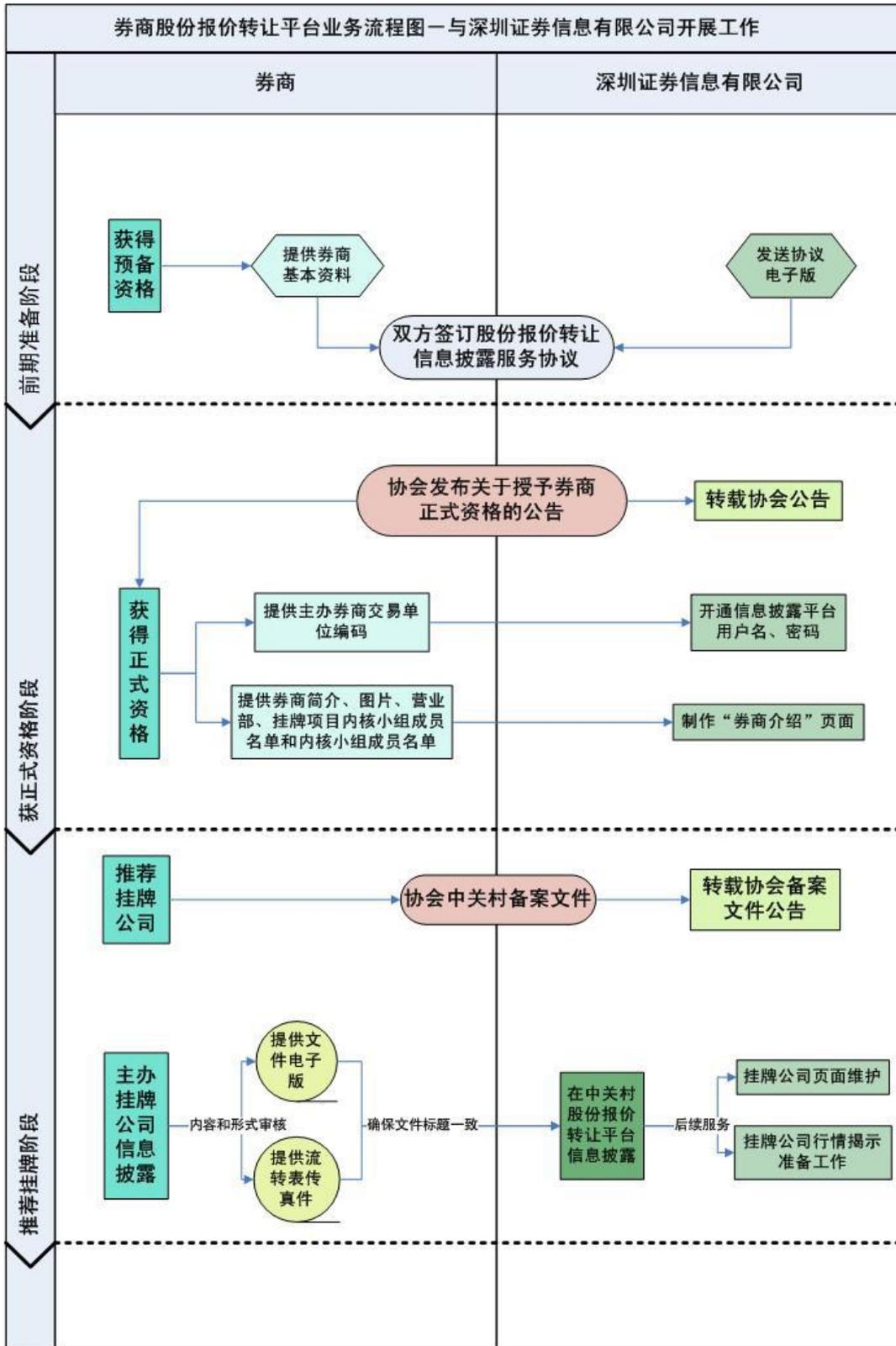


圖 2 券商股份報價轉讓平臺業務流程圖

資料來源：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/zbsywzy.html>

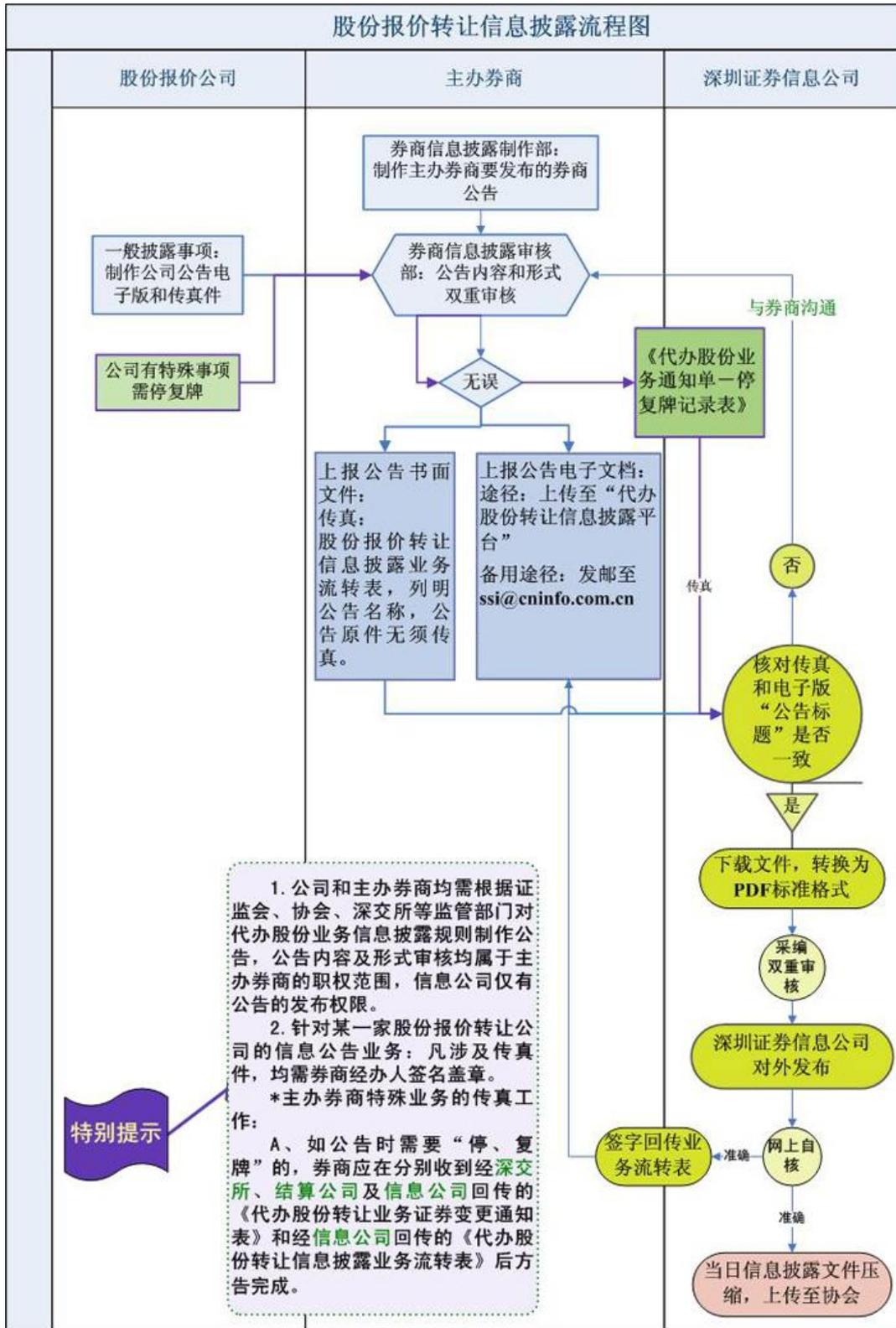


圖 3 股份報價轉讓信息披露流程圖

資料來源：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/zbsywzy.html>

### 三、新三板市場發展概況

新三板自 2006 年開板以來，已運行近六年。本部分將分為四部分探討新三板的發展概況：交易績效、定向增資、掛牌企業轉板情況及主辦證券商分析<sup>61</sup>。

#### （一）交易績效

在新三板成立之初，由於試點範圍有限掛牌家數較少，每月報價筆數和交易量都非常有限。直到 2009 年新三板制度改革後，新三板市場的報價筆數才呈現快速提高的態勢。新三板市場在月度總成交量及成交金額方面，同樣表現出逐漸成長的態勢。與報價筆數類似，在市場開板初期成交較為稀少。但開板一年後成交即逐漸增加，並整體呈震盪上升，總體而言新三板交易在逐漸成長（見圖 4、圖 5、與圖 6）。表 7 列出了 2006 年度～2011 年度的交易情況，而今年迄今為止，掛牌公司已達到 105 家，總股本達到 34.9673 億股，成交筆數達到 165 筆，成交股數達到 2337.7300 萬股，成交金額逾 1.7938 億元。

表 7 新三板市場年度交易績效

年份	掛牌公司 (家)	總股本 (億股)	成交筆數	成交股數 (萬股)	成交金額 (億元)
2006	10	5.7664	235	1511	0.7814
2007	24	12.3603	499	4325	2.2472
2008	41	18.8634	479	5381	2.9259
2009	59	23.5892	874	10702	4.8216
2010	74	26.8977	635	6886	4.1678
2011	97	32.5698	827	9544	5.6028

但通過月度成交筆數、成交量和成交金額的角度可以發現，從 2007 年以來新三板交易並沒有明顯改善。這可能是由兩方面原因造成：首先，隨著掛牌新三

<sup>61</sup> 本部分數據來源均為代辦股份轉讓系統網站：<http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/index.html>。

板的企業增多，總交易量基數增大，推高市場成交規模，但從平均角度看沒有明顯變化；其次，新三板市場交易的證券熱絡程度相差較大，熱門公司交易活躍，而有些公司則少有人問津。兩極分化的走勢也可能直接導致總成交量逐漸提升而平均成交量維持不變的情況。

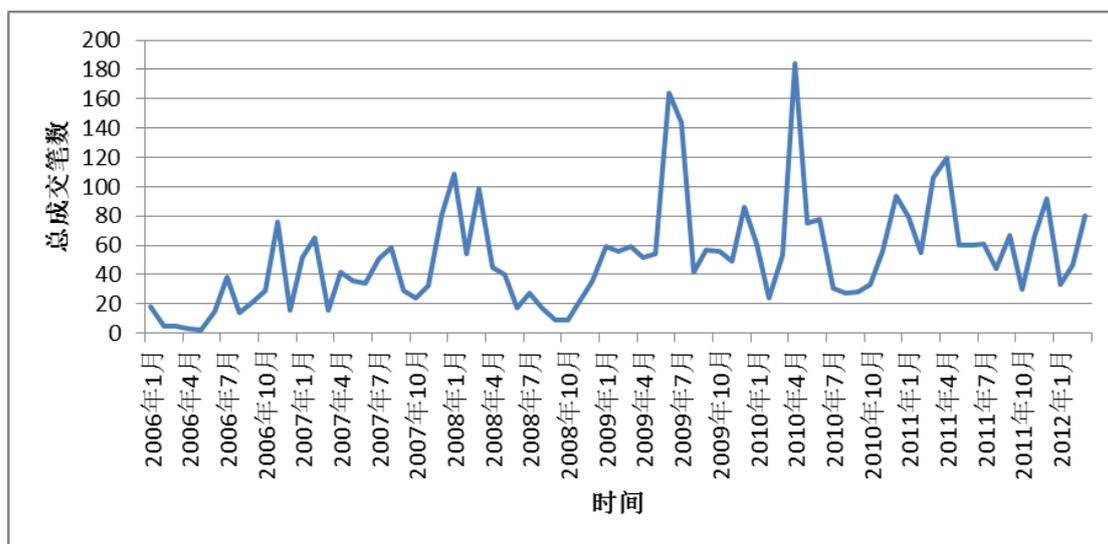


圖 4 新三板市場月度總成交筆數

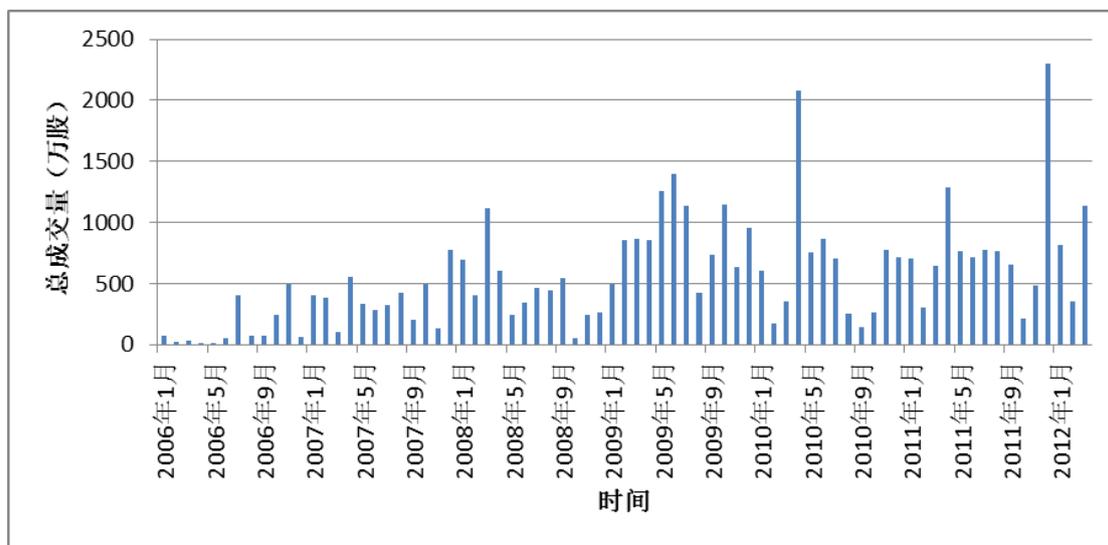


圖 5 新三板市場月度總成交量

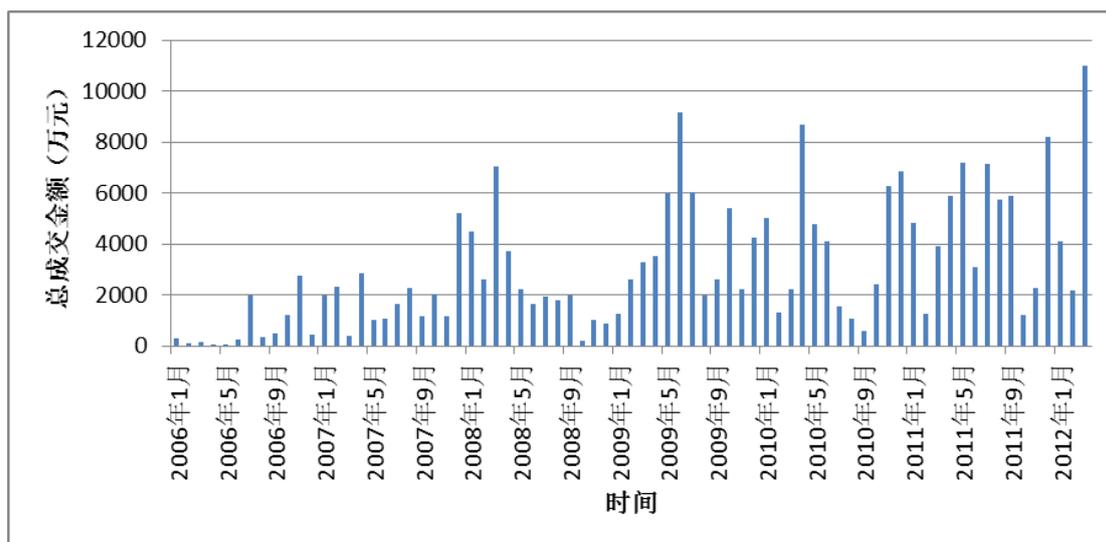


圖 6 新三板市場月度總成交金額

從成交企業數來看，隨著新三板掛牌企業數目的增加，每月有交易的企業數目也逐漸增加（見圖 7），同時按平均每家企業交易筆數來看有分散化趨勢（見圖 8）。月度平均每家企業交易量（圖 9）與交易金額（圖 10）則都呈現震盪趨勢。新三板運行近六年來，越來越多的掛牌企業有交易發生，但每家企業的交易量和交易金額並沒有明顯的趨勢。

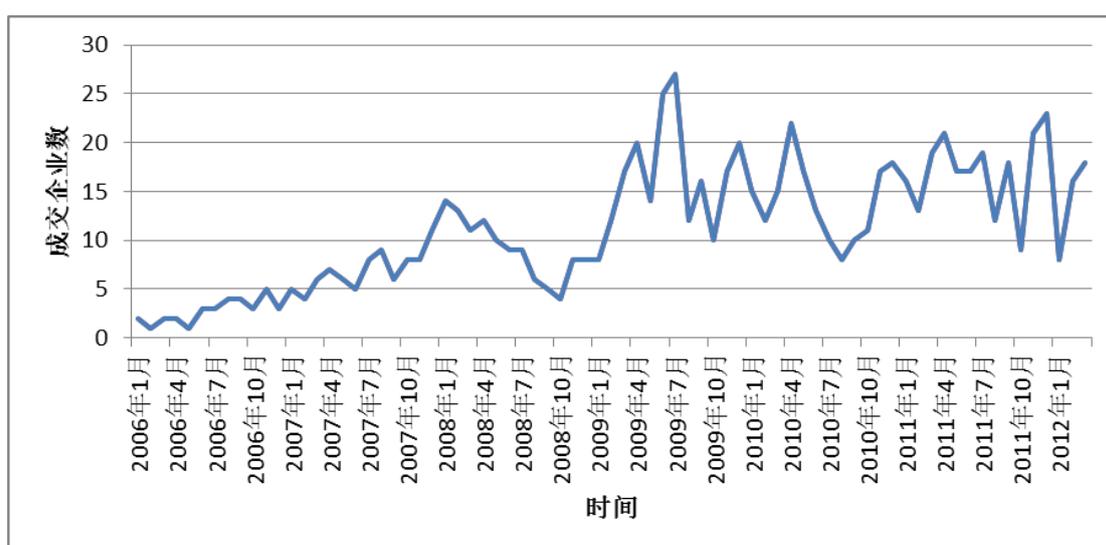


圖 7 新三板市場月度成交企業數

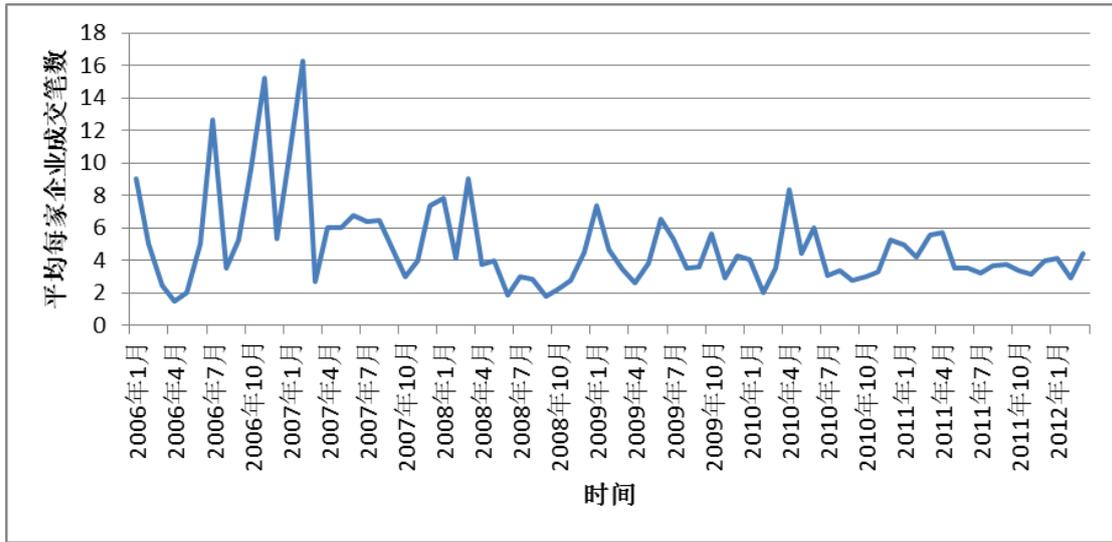


圖 8 新三板市場平均每家企業成交筆數

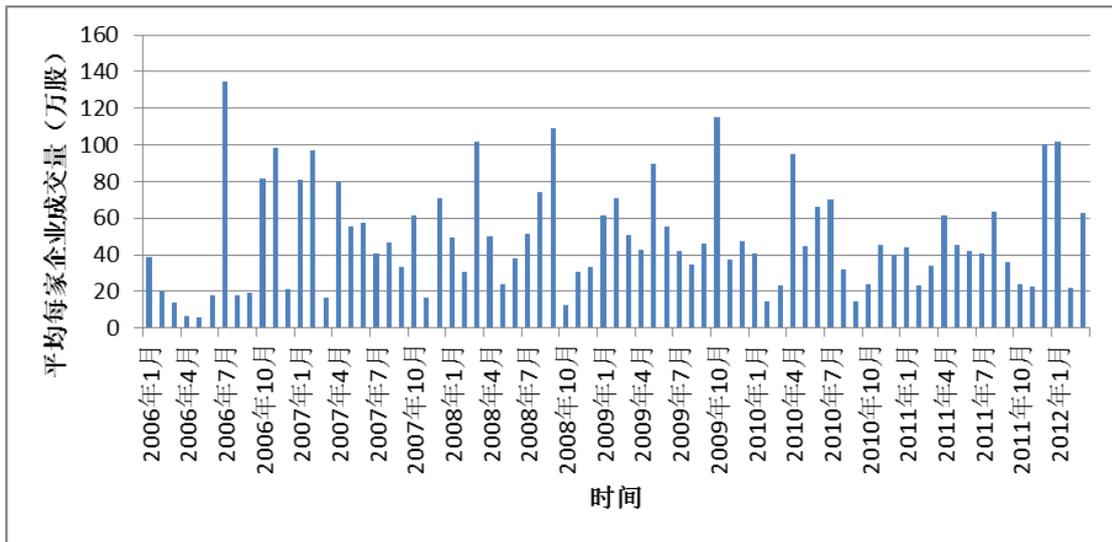


圖 9 新三板市場平均每家企業成交量

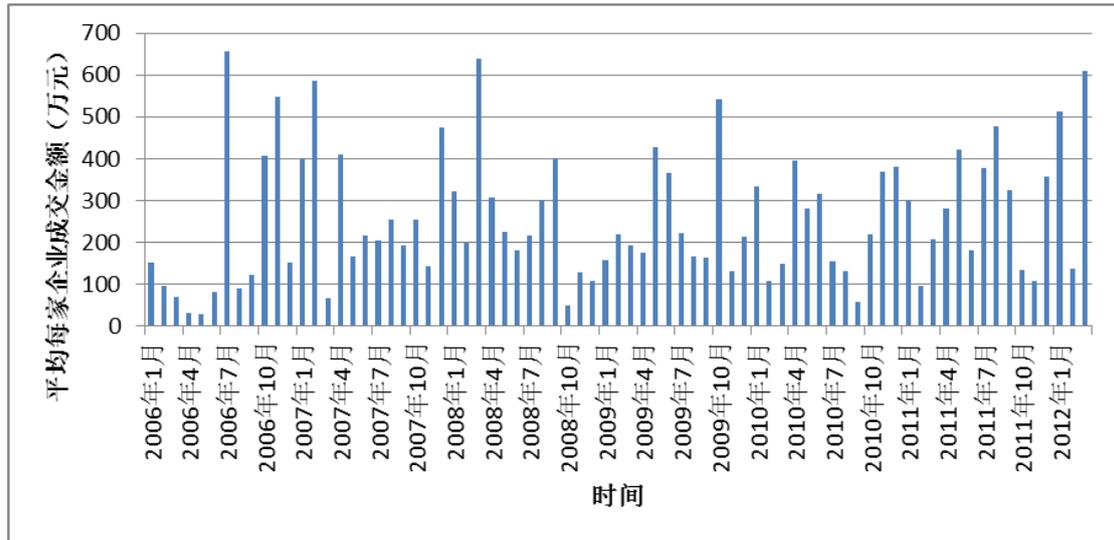


圖 10 新三板市場平均每家企業成交金額

從價格角度（見圖 11）看，2006 年至 2010 年件新三板市場的月度平均價格總體波動上升。在開板時平均價格約為 4 元，截止 2010 年底已達到 9 元/股，在此期間月度平均收益率出現多次異常峰值，且收益率整體上異於 0，t 檢驗表明市場平均收益率顯著大於 0，期望收益約為 5%。在中國 A 股極其低迷的 2011 年，波動幅度增大，並且在 2011 年的最後一個月成交均價跌落至 3.55 元。2012 年以來平均成交價又大幅攀升，顯示了新三板的波動性。

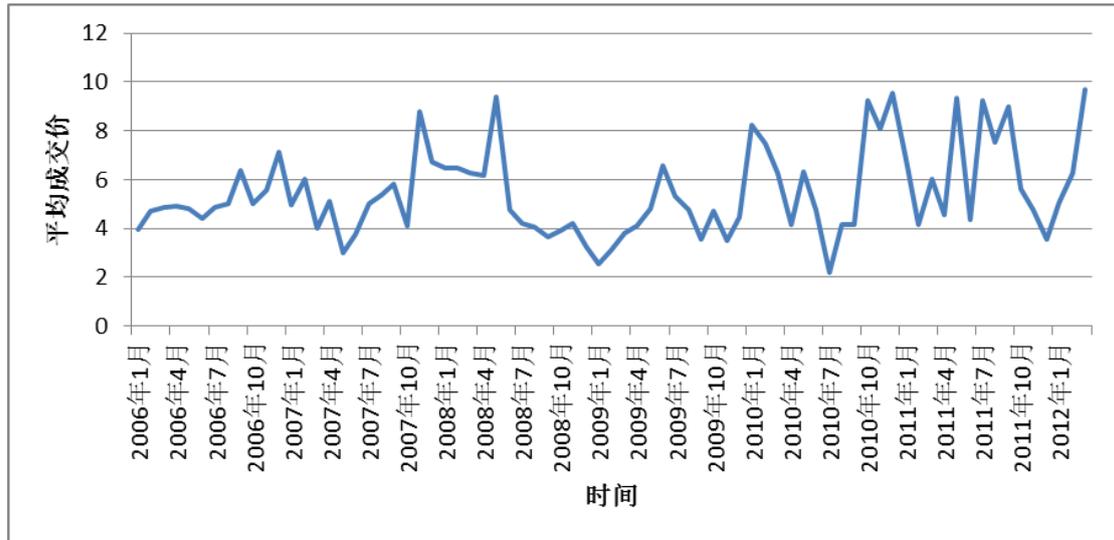


圖 11 新三板市場平均成交價

總體而言，新三板市場自 2006 年開板以來，市場交易逐漸熱絡，投資者熱情逐漸抬升，具體表現在市場成交量、價格水準等方面均有所改善。但值得注意的是，市場上不同股票交易逐漸呈現兩極分化趨勢，截止 2012 年 3 月，在全部 105 家掛牌企業中，有 14 家從未成交過，占到全部掛牌企業的 13.3%。並且目前在新三板市場上仍未形成有效的市場定價機制，定價缺乏效率，可見新三板市場在交易制度層面上仍存在改進空間。

## （二）定向增資

除交易流通功能外，場外市場之所以能夠吸引大量企業掛牌，其原因在於這一市場為它們提供了低成本、快捷的再融資機會。自 2006 年投入試點以來，新三板市場為掛牌公司提供了良好的融資管道。2006 年 10 月 25 日，以中科軟和北京時代作為標誌，新三板掛牌公司首次進行定向增資。2009 年底，定向增資制度初建，並確立“新老股東雙贏、增資數額根據公司發展需要確定和證券商把

---

關”<sup>62</sup>三項原則。2010年，與創業板發行的“三高”局面呼應，同時配合加大場外市場建設力度的政策背景，新三板定向增資迎來井噴。

總體上看，從2006年新三板正式運作以來至2011年末，在新三板市場掛牌的企業共進行26次定向增資<sup>63</sup>：其中2006年2次，2007年2次，2008年6次，2009年3次，2010年9次，2011年14次。定向增資平均市盈率為19.36倍。

從總融資股數（圖12）方面看，2006年至2011年期間，新三板定向增資的規模呈現震盪增長的趨勢：2007年與2009年均略低於相鄰年份，但整體上呈現上升態勢，2011年與2010年兩年內增長迅猛。

從總籌集金額（圖13）方面看，增長趨勢更為明顯。雖然2007年與2009年亦均略低於相鄰年份，但整體上呈現上升趨勢，2011年與2010年基本持平。

平均籌集金額（圖14）方面，新三板開辦五年來在定向增資的融資規模上變化趨勢較為平緩，最高為2010年，平均實際籌集金額達到6244萬元，最低為2008年，平均實際籌集金額為3814萬元。

定向增資平均市盈率（圖15）方面，在2010年之前基本呈現出逐年上升的態勢，儘管在2007年曾出現了最低點，但近年來逐年遞增，2010年定向增資平均市盈率已接近24倍，在2011年定向增資的市盈率也受到了股市大盤行情低落的影響，有所下降。

---

<sup>62</sup> 參考資料：“新三板”五年定向增資逾11億元，江南時報，2011年2月26日。

<sup>63</sup> 按定向增資方案公告日作為定向增資確認時點。

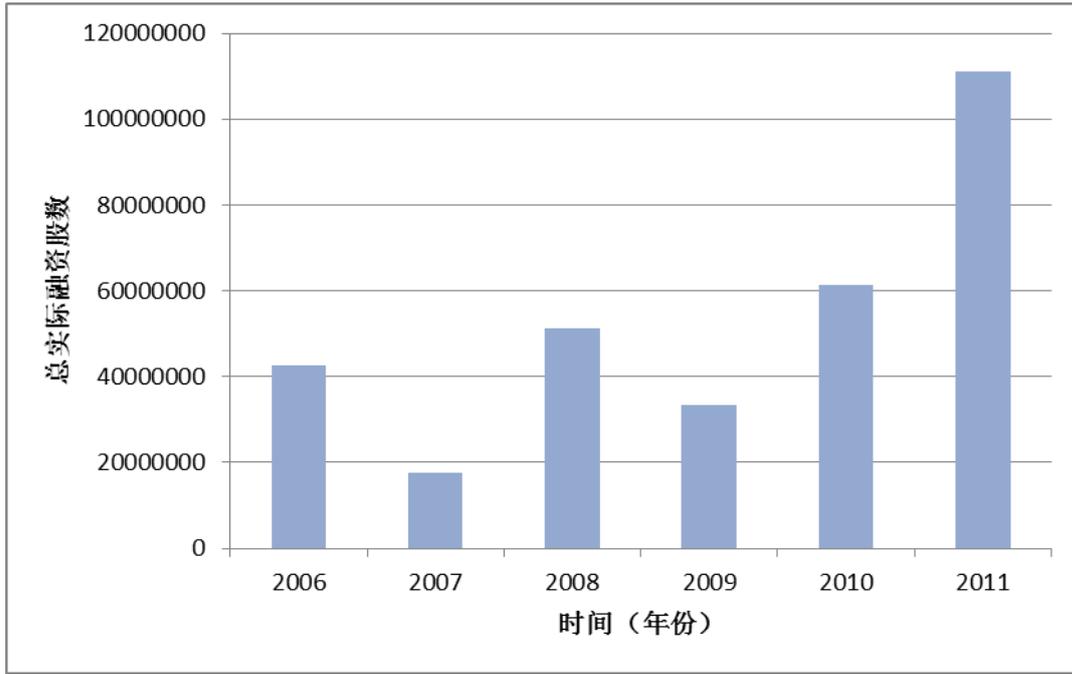


圖 12 新三板市場定向增資總融資股數

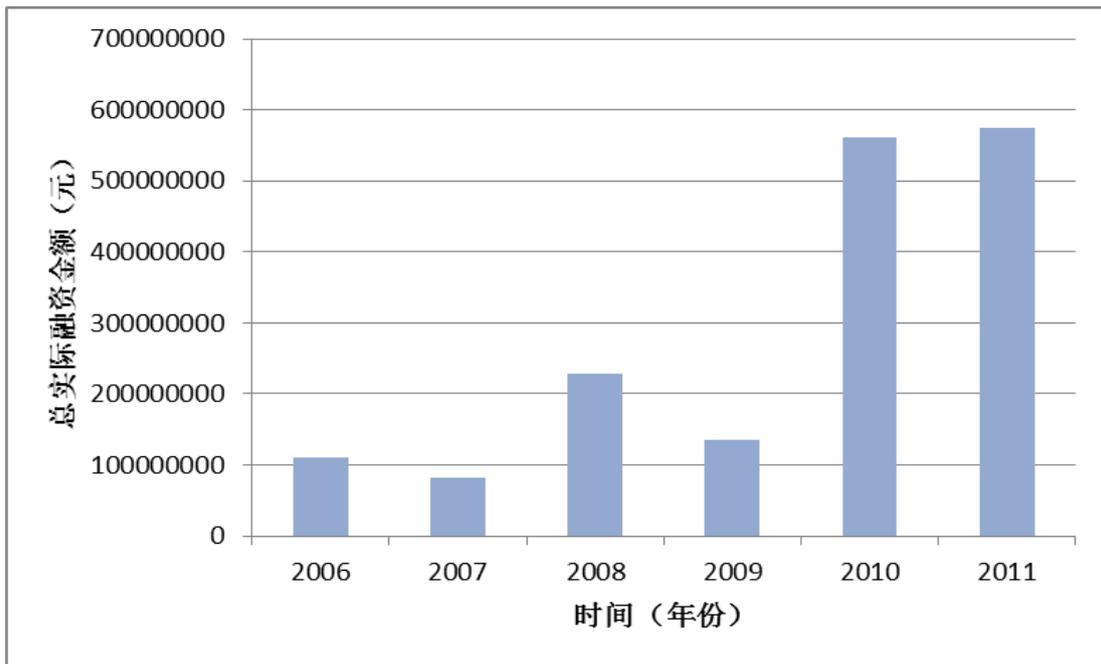


圖 13 新三板市場定向增資總融資金額

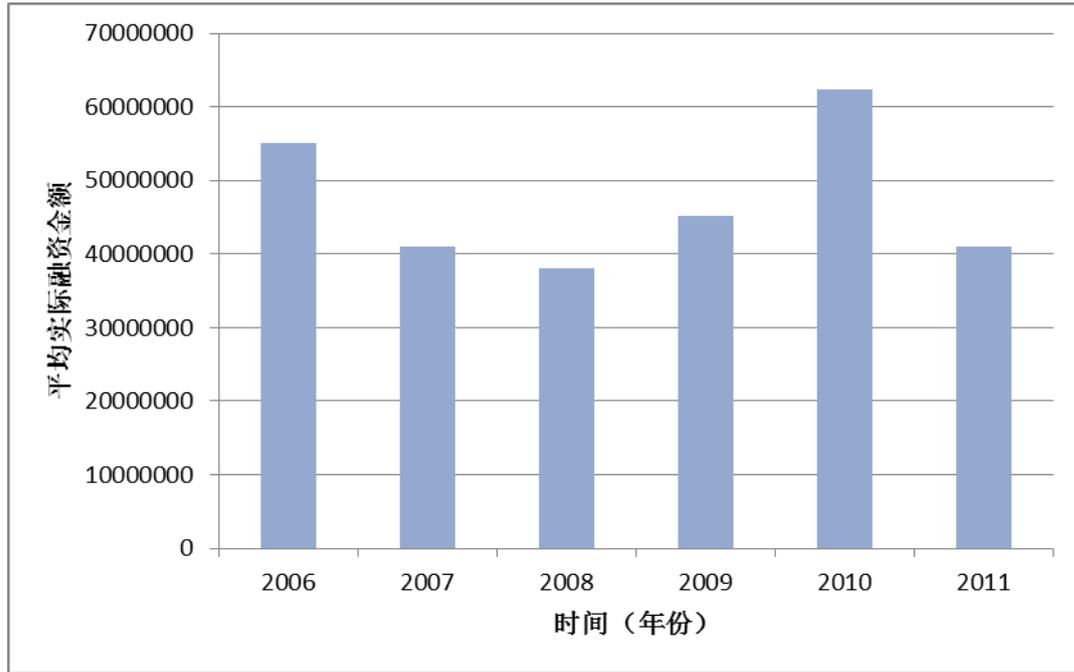


圖 14 新三板市場定向增資平均每次融資金額

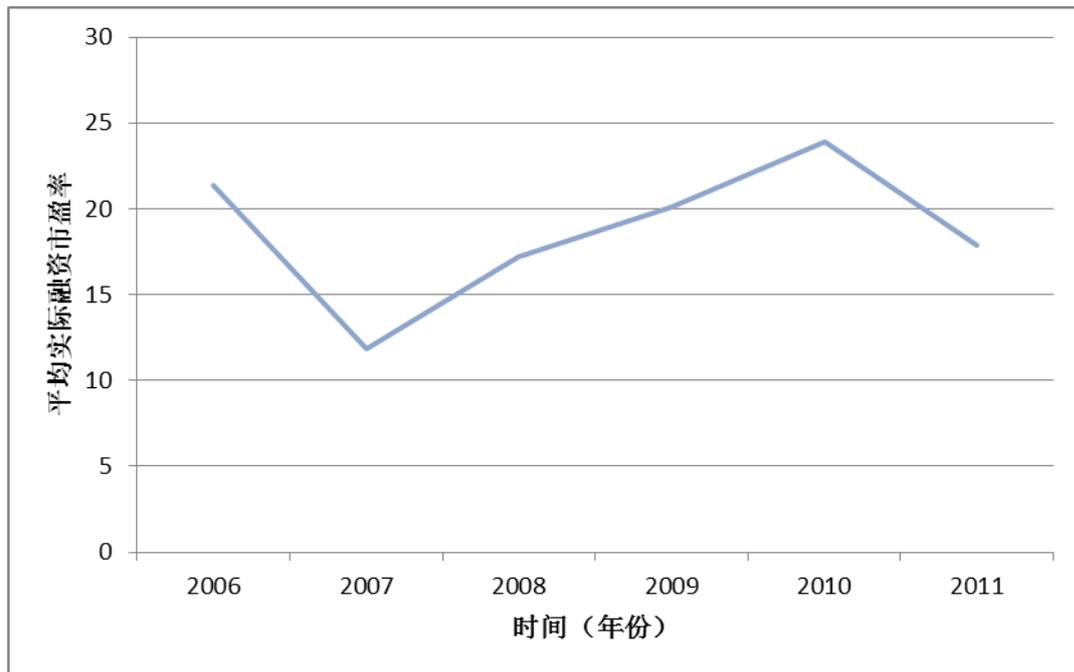


圖 15 新三板市場定向增資平均攤薄市盈率

由以上對於新三板開辦近六年來來定向增資資料的分析，我們可以看出，市場定向增資活動逐漸頻繁，掛牌企業獲益良多，主要體現在以下兩方面：

第一，融資額和市盈率迅速增長。自 2006 年至 2011 年的 36 次定向增資中，

---

定向增資頻率與融資額逐步上升，2010 年融資額超過前四年之和，2011 年又有小幅增長。部分企業已多次連續融資，形成良性發展迴圈<sup>64</sup>。其中，中海陽公司在半年內先後進行了兩次定向增資，融資金額合計 3.25 億元，創新三板單個企業單次融資額和融資總額新高。與此同時，新三板定向增資的市盈率也逐漸走高，尤其以 2009、2010 年創投、私募等機構進入市場後人氣甚旺。例如九恆星在 2009 年與 2010 年提出的定向增資方案中，增資價格由每股 1.73 元提高到每股 4.7 元；早期啟迪創投投資的世紀瑞爾市盈率約在 15 至 16 倍之間，而現在新三板公司的市盈率已經升至 20 至 40 倍左右<sup>65</sup>。

第二，融資企業獲得更好發展機遇。在新三板市場上，進行定向增資的企業經營情況及發展機遇在一定程度上好於未進行定向增資的企業。根據掛牌公司所披露信息，從歸屬於母公司股東淨利潤上看，定向增資公司的平均淨利潤是未定向增資公司淨利潤的 3 倍。從每股收益上看，定向增資公司平均利潤為 0.18 元，未定向增資公司為 0.10 元<sup>66</sup>。借助定向增資，部分掛牌公司採取積極的擴張、發展策略，開展併購、擴張活動<sup>67</sup>，或籌畫轉版升級。

總體而言，新三板自開板以來，定向增資能力不斷提升，隨著大陸監管部門建設場外市場政策的逐漸明朗，新三板逐漸活躍，定向增資的次數、金額等方面均有一定增長。在市場逐漸改善的同時，隨著機構投資者的逐漸增多、轉板預期加強及市盈率的逐漸走高，如何抑制投機情緒、正確引導新三板的定向增資亦應

---

<sup>64</sup> 如北京時代定向增資 3 次，現代農裝、聯飛翔、中海陽、九恆星、清暢電力、各定向增資 2 次。

<sup>65</sup> 參考資料：VC/PE 加緊“圍獵”“新三板”：轉板誘惑和高市盈率，證券時報，2011 年 3 月 3 日。

<sup>66</sup> 參考資料：69 家報價公司上半年利潤增長 75%，大陸證券業協會

<sup>67</sup> 2010 年，九恆星公司定向增發 450 萬股，收購深圳思凱公司 100% 股權；凱英信業公司通過定向增發 1250 萬股，收購北京中電億商公司 100% 股權。

---

成為監管部門的關注重點之一。

### （三）轉板企業

在轉板方面，新三板已有成功案例。新三板股票久其軟體嘗試轉板，2009年7月獲得批復，2009年7月31日在中小板IPO，成為首家IPO成功的新三板企業。隨後，北陸藥業於2009年10月成功登陸創業板，新三板為高層次市場提供優質資源的能力初步形成。除此之外，紫光華宇、佳訊飛鴻、世紀瑞爾、北陸藥業也先後自新三板市場成功在創業板IPO。2012年2月28日，博暉創新順利過會，即將成為第六家成功轉板的新三板掛牌企業。目前世紀東方、安控科技、康斯特、中海陽、東土科技五家擬創業板IPO的掛牌企業已暫停報價，等候發審。

### （四）主辦證券商分析

目前新三板市場共有61家主辦證券商。主辦證券商全權負責公司的掛牌申請，在證券業協會監管之下督導信息披露，在市場中處於核心地位，是報價系統穩定健康發展的基礎。目前證券商在新三板市場上普遍參與程度較低（見圖16）

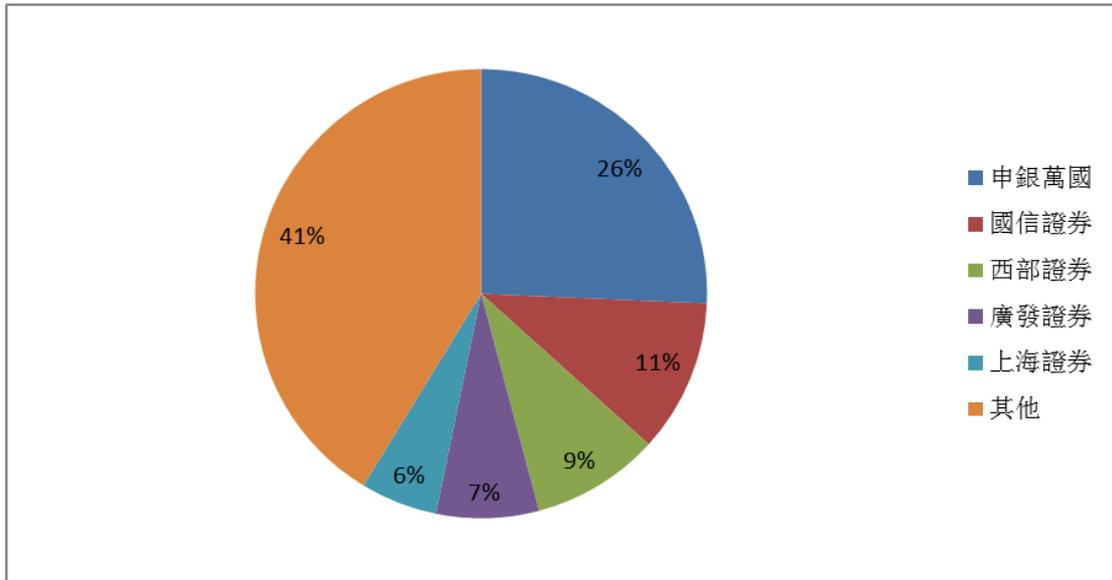


圖 16 新三板主辦證券商分佈

\*註：主辦證券商業務量按主辦掛牌企業的家數計算。

61 家有資質的新三板主權證券商中，至今共有 32 家擔任過新三板掛牌企業的主辦證券商，另有 5 家僅以副主辦證券商的身份承擔保薦業務，因而共有 37 家參與新三板企業掛牌的證券商，有 24 家證券商從未參加過任何掛牌企業的保薦業務。申銀萬國在新三板保薦業務中占到 26%，與國信證券、西部證券、廣發證券、上海證券四家證券商共同分擔了新三板主辦證券商保薦業務的 59%，相對主板、中小板與創業板來說，其特點為主辦證券商主要為較早獲得新三板資格的證券商，且業務分配相對不平均。

---

### 第三章 各地方場外市場迅速發展

隨著政策層面對場外市場探索的鬆動，其他地區同樣積極涉足場外市場業務領域。除了新三板市場外，天津、重慶、上海、武漢、山東、浙江、福建等地相繼成立了場外市場，為建立和完善多層次資本市場以及大陸性的場外市場提供了重要的借鑒意義。

其中，位於天津濱海區的天津股權交易所成立於 2008 年 9 月，憑藉積極的開拓方式和創新性的制度安排，通過差異化的准入、監管方式同時開拓大陸市場與區域市場，目前已經成為最重要、最活躍的場外市場之一。深圳科技企業櫃檯交易市場（深櫃市場）作為大陸首家區域性非公開科技企業櫃檯交易市場於 2009 年 1 月成立，主要為中小企業和科技成果轉化提供包括私募融資在內的綜合金融服務。位於上海張江高科園區的上海股權交易中心在 2010 年 7 月成立，並於 2012 年 2 月 15 日正式開市。該中心希望為非上市股份有限公司和有限責任公司提供股權託管、股權登記、股權轉讓以及相關諮詢服務。重慶試圖建立西部金融中心，於 2010 年 4 月成立了重慶股份轉讓中心。原作為天交所地方分市場的淄博齊魯股權交易中心於 2010 年 12 月升級為山東省全省性非上市公司股權交易市場。武漢市、上海市也積極建立區域性場外交易市場，武漢股權託管交易中心和上海股權託管交易中心分別於 2011 年 11 月 17 日和 2012 年 2 月 15 日正式成立。此外，浙江省、福建省等也積極運作場外市場業務，力圖整合地方性的聯合產權交易所。

表 8 中歸納了已成立的和籌建中的眾多地方性場外市場的政策定位，從中可見天交所擁有一定優勢：國務院《關於推進天津濱海新區開發開放有關問題的

意見》中表示，鼓勵天津濱海新區進行金融改革和金融創新。接下來的《關於天津濱海新區綜合配套改革試驗總體方案的批復》中進一步明確，支持在天津濱海新區設立大陸性非上市公眾公司股權交易市場。而其他地區的場外市場都在一定程度上帶有區域性或輔助性的定位，如上海場外市場“立足上海、重點服務張江國家自主創新示範區企業的基礎上，逐步面向長三角和其他地區提供服務”，淄博是全省性市場，武漢是華中區域性市場，重慶會被“納入大陸場外交易市場體系”，等等。

表 8 各地方場外市場的政策定位

地區	政策文件	政策定位
天津	國務院《推進天津濱海新區開發開放有關問題的意見》	鼓勵天津濱海新區進行金融改革和創新。在金融企業、金融業務、金融市場和金融開放等方面的重大改革。
	國務院《關於天津濱海新區綜合配套改革試驗總體方案的批復》	積極支援在天津濱海新區設立大陸性非上市公眾公司股權交易市場。積極支持在天津濱海新區設立大陸統一、依法治理、有效監管和規範運作的非上市公眾公司股權交易市場，作為多層次資本市場和場外交易市場的重要組成部分。逐步探索產業基金、創業投資基金等產品上櫃交易。
上海	國務院《關於推進上海加快發展現代服務業和先進製造業建設國際金	不斷拓展金融市場的廣度和深度，形成比較發達的多功能、多層次的金融市場體系。  研究探索推進上海服務長三角地區非上

地區	政策文件	政策定位
	融中心和國際航運中心的意見》	市公眾公司股份轉讓的有效途徑。
	國家發改委《“十二五”時期上海國際金融中心建設規劃》	積極推進張江高新技術產業開發區內具備條件的未上市企業進入大陸場外交易市場進行股份公開轉讓。以上海股權託管交易中心建設為載體，積極探索非上市公司股權託管和非公開轉讓市場建設。
	上海市政府《關於本市推進股權託管交易市場建設的若干意見》	<p>股權託管交易市場要堅持與統一監管的大陸性場外市場相對接，努力成為我國多層次資本市場體系的重要補充，為多層次資本市場儲備企業資源；</p> <p>堅持拓展市場功能，在立足上海、重點服務張江國家自主創新示範區企業的基礎上，逐步面向長三角和其他地區提供服務，不斷增強服務功能，提升市場影響力。</p>
山東	山東省政府《關於加快經濟發展方式轉變若干重要問題的意見》	完善發展（山東省）全省性股權交易市場
重慶	國務院《關於推進重慶市統籌城鄉改革和發展	加快發展多層次的資本市場，適時將重慶納入大陸場外交易市場體系，支援符合條件的

地區	政策文件	政策定位
	的若干意見》	企業上市融資。
武漢	湖北省政府《關於進一步加快湖北產權市場建設的意見》	遵循資本市場發展規律，整合資源，完善體系，提升功能，創新發展，力爭到“十二五”期末，形成以股權、智慧財產權和排汙權交易為主，各類資產處置為輔的多層次、多功能、多板塊、多元化的華中區域性產權市場交易中心
浙江	浙江省七部委《浙江省未上市公司股份轉讓試點方案》	立足省內，輻射大陸，建立以產權交易方式進行的省內未上市公司股份合理流動、資源有效配置的公共平臺，不斷促進公司規範運作，積極培育上市公司後備資源。
成都	成都市政府《關於進一步加快金融業發展的若干意見》	健全完善產權交易市場，努力把成都聯合產權交易所建設成為服務全省、面向西部、輻射大陸的區域性產權交易中心。積極爭取成都高新區成為大陸代辦股份轉讓試點園區。積極爭取建立區域性商品遠期交易市場。
溫州	《浙江省溫州市金融綜合改革實驗區總體方案》（經國務院審批通過）	培育發展地方資本市場，依法合規開展非上市公司股份轉讓及技術、文化等產權交易。

---

## 一、天津股權交易所

天津濱海新區於 2006 年 5 月成為大陸第二個國家綜合配套改革試驗區<sup>68</sup>，允許其在涉外經濟體制、金融管理、土地使用等方面改革上有所突破<sup>69</sup>。天津股權交易所正式依託於濱海新區的改革發展步伐所建立。

天津股權交易所成立於 2008 年 9 月，由天津產權交易中心、天津開創投資公司、天津開益投資諮詢公司等 8 家單位發起組建，在濱海新區註冊並於 12 月 26 日開盤，是在天津股權託管交易市場的基礎上改建而成的場外市場。天交所的發展目標為構建立體式的非上市股權交易市場，主要為“兩高兩非”企業<sup>70</sup>股權、私募基金份額的流動以及私募股權基金投資的退出提供規範、有效的場所，為主辦、中小板及創業板提供優質的後備資源。截至 2012 年 4 月 6 日，在天交所所有科技創新板和礦業板兩大專業板塊，掛牌的企業數量已達 147 家，覆蓋 20 個省、市，註冊造市商達到 97 家，註冊投資者達到 14347 人，總市值達到 149.91 億元，平均市盈率為 8.36 倍。

---

<sup>68</sup> 國家綜合配套改革試驗區是大陸政府建立的以制度創新為主要動力，以全方位改革試點為主要特徵，對全國社會經濟發展帶來深遠影響的實驗區。國家綜合配套改革試驗區除了具有“經濟開發區”、“經濟特區”、農村綜合改革試驗區的內涵，還涉及到社會經濟生活的方方面面的改革，是一項以全面制度體制建設的方式推進改革的系統過程。為了區別於 1980 年代的經濟特區，綜合配套改革試驗區常被稱為“新特區”。截至 2011 年，大陸一共設立了 3 個全面型“綜合配套改革試驗區”：上海市浦東新區、天津市濱海新區、深圳市；7 個專題性“綜合配套改革試驗區”：重慶市、四川省成都市、湖北省武漢城市圈、湖南省長株潭城市群、遼寧省瀋陽經濟區、山西省和福建省廈門市。2011 年，大陸國家發改委官員表示，改革進入深化階段，原則性不再接受新的綜合配套改革試驗區的申請。此外，大陸國務院還決定設立 2 個“綜合改革試驗區”（區別於“配套”）：浙江省義烏市和浙江省溫州市。本章第六節將對浙江省溫州市金融綜合改革實驗區的場外市場建設前景進行介紹。

<sup>69</sup> 參考資料：濱海新區綜合配套改革進展順利 將在 3 方面有突破，孟華、李延霞，新華社，2007 年 04 月 20 日。

<sup>70</sup> 兩高兩非指國家級高新技術產業園區內的高新技術企業和非上市非公眾股份有限公司，私募股權基金指的是合夥型基金、信託型基金和公司制的創業風險投資基金等。

---

### （一）靈活創新的制度設計<sup>71</sup>

發行面看，天交所採取了低門檻的掛牌條件，以適應“兩高兩非”企業的具體情況。中小企業如若計畫在天交所掛牌交易，需要在企業自身、保薦商、造市商三方面同時符合申請條件。非上市公司在天交所掛牌需滿足以下條件：

1. 經營不少於 1 年；
2. 公司主營業務完整、突出，資產經營狀況良好，公司治理結構健全；
3. 最近兩年連續盈利；
4. 最近一期期末淨資產不少於兩千萬元，且不存在未彌補虧損；
5. 公司股本總額不少於一千萬元。

申請掛牌的企業需經營不少於 1 年，公司主營業務完整、突出，資產經營狀況良好，公司治理結構健全，核心高級管理人員穩定，內部管理控制制度完善。此外，天津股權交易所目前還根據其他財務指標選擇企業，包括最近兩年連續盈利，最近一期期末淨資產不少於兩千萬元，且不存在未彌補虧損，公司股本總額不少於一千萬元。

四類單位可以申請註冊為保薦機構：在天交所註冊取得造市商資格的投資機構；金融機構；具有較高自律水準行業協會；天交所特許資格的市場專業服務機構。造市商須符合天交所合格投資者註冊條件：

1. 公司淨資產不少於 5000 萬元人民幣；
2. 具有完善的內部管理制度、操作規程和健全的內部風險控制機制、激勵

---

<sup>71</sup> 劉玉珍、李怡宗主持的臺灣櫃檯買賣中心研究計畫《大陸場外交易市場之探索研究：以天津股權交易所和三板市場為例》（2011 年 6 月）對天交所的運行制度進行了全面的回顧，天交所制度從 2011 年 6 月至今沒有發生改變，因此本部分是基於該報告的內容進行總結和精煉。

---

考核機制；

3. 對非上市股份有限公司股權和私募股權基金份額交易市場以及市場掛牌公司和基金具有較強的研究和分析能力；
4. 內部設置造市業務部門，有 3 名以上的專職人員，其中至少一名通過證券從業人員資格考試，崗位設置合理、職責明確；
5. 申報前 2 年沒有違法和重大違規行為。

在投資者准入制度方面上，天津股權交易所同時允許機構投資者和自然人入場交易，其中自然人投資者為一般自然人，只須滿足相應門檻（具有完全民事行為能力，個人金融資產不少於 10 萬元等）即可參與交易。

在交易制度上，天交所不進行集中連續競價交易，而採取造市商雙向報價、集合競價與買賣雙方協商定價相結合的混合型交易制度。在每一個交易日，造市商針對其造市股權提供不少於 3 次合格報價，對投資者等於（或低於）買入報價的賣出定單或等於（或高於）賣出報價的買入定單，交易系統按照價格優先和時間優先的原則自動成交。造市報價時段結束後，新申報定單與造市報價時段未成交的買賣申報定單，分別按照“價格優先、時間優先”原則，自動排隊形成買入佇列和賣出佇列，市場進行集合競價。天交所實行協力廠商資金存管制度，對造市商實行股權和資金 T+0 回轉，股權和資金 T+1 完成交割；對投資者實行資金 T+0 回轉，股權 T+1 回轉。

天交所在交易制度較為完備，並借鑒了臺灣興櫃市場的經驗，使得其在場外市場中具有一定特殊性。引入造市商制度，可以實現創新企業的估值，提供有參考價值的報價；提高股票的流動性，增強市場對投資者和證券公司的吸引力；有效穩定市場，促進市場平衡運行。

---

增資方面，天交所強調以商業信用為基礎、“小額、多次、快速、低成本”的融資模式。每個融資項目融資額保持在 1000~2000 萬元，嚴格控制融資規模。同時允許一年多次融資，只要市場接納公司的融資，有投資者願意購買股權，則沒有融資次數的明確限制。與主板、中小板以至創業板不同，在天交所完成融資僅需 3-4 個月，同時其融資成本僅為其他市場的三分之一至五分之一。天交所增資流程與新三板類似：掛牌公司向天交所提出定向融資申請後，天交所和當地金融辦進行初審，同時董事會商議定向增資事宜、制定增發工作預案並提交股東大會審議，經過天交所審核後，即可完成定向增資申請手續。

監管方面，天津市金融服務辦公室（天津市金融辦）目前是天交所市場的主體監管機構，負責對天交所市場建設與發展進行監管，對企業掛牌、融資、摘牌等進行備案管理；創新服務處是天津市人民政府金融服務辦公室中直接管理天交所的部門。

天交所與掛牌所在地省市政府金融管理部門簽訂監管備忘錄，掛牌企業所在地省市相關職能部門對當地掛牌企業、投資者、仲介機構負有監管責任，配合天交所監管工作。監管範圍包括企業掛牌、融資申報，規範運營、治理，及時、真實、完整進行信息披露，仲介機構、保薦機構、造市商勤勉盡職，投資者規範交易等。天交所要求掛牌企業建立完善的募集資金管理制度，對募集資金的存儲、使用、變更、監督和責任追究做出明確、詳細規定，天交所將對掛牌公司募集資金管理制度的制定以及執行情況進行定期檢查。

此外，天交所正在籌備成立監管聯委會，由天交所牽頭，掛牌企業所在地政府職能部門、保薦機構、造市商、仲介機構、掛牌企業、投資機構共同參與組成，對市場監管制度建設、市場監管手段方式、重大監管活動進行組織協調。監管聯

---

委會下按市場參與主體類型設立監管聯組會，對各類市場參與主體進行自律監管，並配合天交所的監管活動。

相比於新三板，天交所提出了較為嚴格的信息披露制度。除了定期披露年報與半年報外，掛牌公司還需要在每年 1 月公開當年的業績預告及分紅預案，在每年 2 月、7 月公開募集資金使用情況，定期披露重大事項聲明、公司治理情況聲明、公司管理報告等。披露信息的平臺包括天交所網站<sup>72</sup>、交易系統的信息發佈平臺。除外，天交所擬與報紙開展合作，未來每週開闢天交所專版進行信息披露。

## （二）雙層次遞進式結構

在大陸各區域性場外市場中，天交所具有得天獨厚的政策定位優勢：國務院《關於天津濱海新區綜合配套改革試驗總體方案的批復》中明確表示支持“在天津濱海新區設立大陸性非上市公眾公司股權交易市場。積極支持在天津濱海新區設立大陸統一、依法治理、有效監管和規範運作的非上市公眾公司股權交易市場，作為多層次資本市場和場外交易市場的重要組成部分”，而其他區域性市場都具有地方性的定位（見表 8）。天交所也採取了雙層次遞進式市場結構，在“統一准入標準、統一交易規則、統一交易系統、統一信息披露、統一自律監管”的“五個統一”制度下組建覆蓋大陸的多層次場外交易市場體系。

雙層次遞進式市場結構的第一層次為面向大陸企業與投資者的大陸市場，第二層次為面向區域內企業、區域內自然人以及大陸投資機構的區域市場。大陸市場以天交所作為交易平臺，上市門檻相對較高，面對大陸投資者開放，起到承接區域市場與場內市場的作用，為主板、中小板及創業板提供優質資源；區域市場

---

<sup>72</sup> 網址：[www.tjsoc.com](http://www.tjsoc.com)。

則實行統一的准入門檻、交易制度、交易系統、信息披露與監管，只針對當地企業掛牌，以本地投資者為主，並吸引大陸投資者進行參與。目前，天交所已經與山東等四省共同出資建立分支機構，並與河北等十餘省份進行洽談。

### （三）市場交易與融資效率<sup>73</sup>

天交所於 2008 年開板，依靠國務院特批文件的政策支持，天交所受到機構及自然人投資者的關板，目前有掛牌企業 147 家，註冊造市商 97 家，註冊投資者 14347 人，全部掛牌企業總市值 149.91 億元，平均市盈率為 8.36 倍。

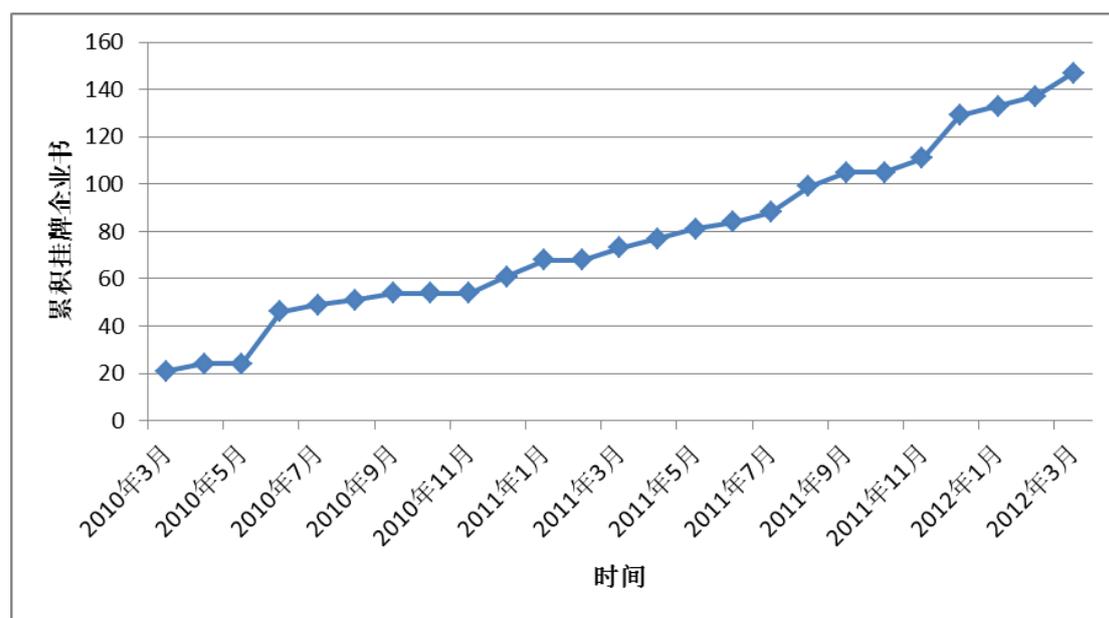


圖 17 從 2010 年 3 月至今天交所累計掛牌企業數

<sup>73</sup> 本部分數據來源均為天津股權交易所網站 ([www.tjsoc.com](http://www.tjsoc.com))。

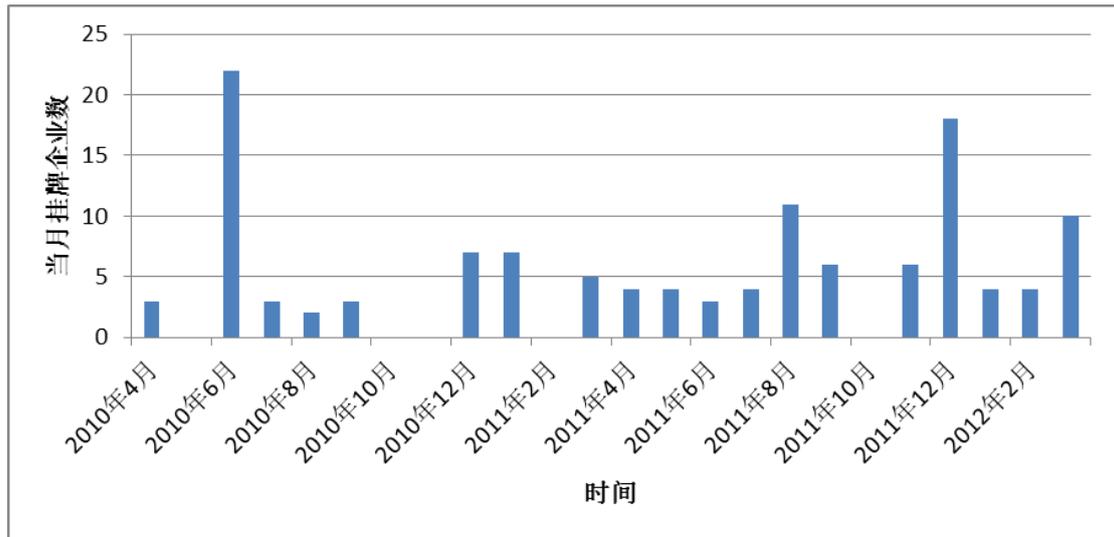
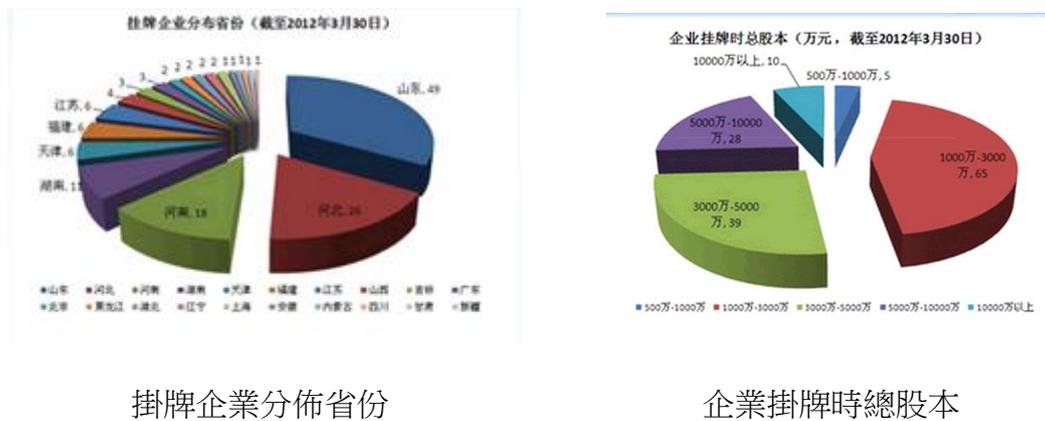


圖 18 從 2010 年 3 月至今天交所月度掛牌企業數



掛牌企業分佈省份

企業掛牌時總股本

圖 19 天交所掛牌企業分佈情況 (截止 2012 年 3 月 30 日)

從圖 17 可見自 2010 年以來，天津股權交易所掛牌企業數猛增 6 倍，由 2010 年 3 月的 21 家增至 2012 年 3 月的 147 家，擴容進度較為迅速。每月平均掛牌企業 5.25 家，從一個側面反映出中小企業對場外市場具有較強烈的掛牌意願和需 求。從圖 18 可以看出企業常集體掛牌，如 2010 年 6 月、2011 年 8 月、2011 年 12 月、2012 年 3 月分別有 22 家、11 家、18 家和 10 家企業進駐天交所，這與天交所的業務擴展方式有關：天交所赴各地舉行掛牌交易推介會、與地方政府簽訂合作協定之後，往往會有一批該地企業進入新三板。總體來說，平均掛牌數在 2011 年以來仍呈顯著增長趨勢。

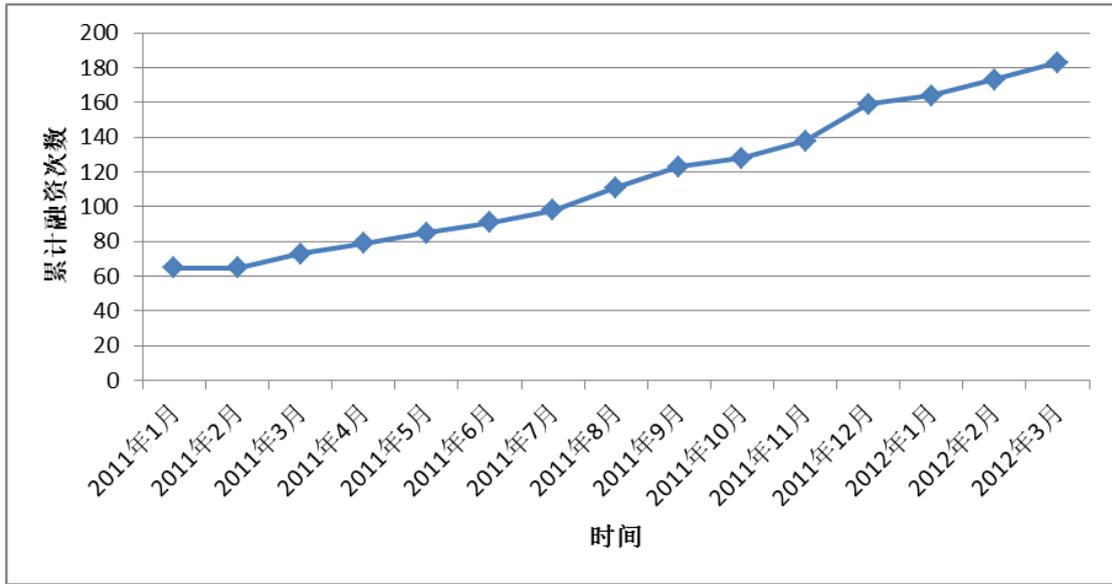


圖 20 從 2011 年 1 月至今交所累計融資次數

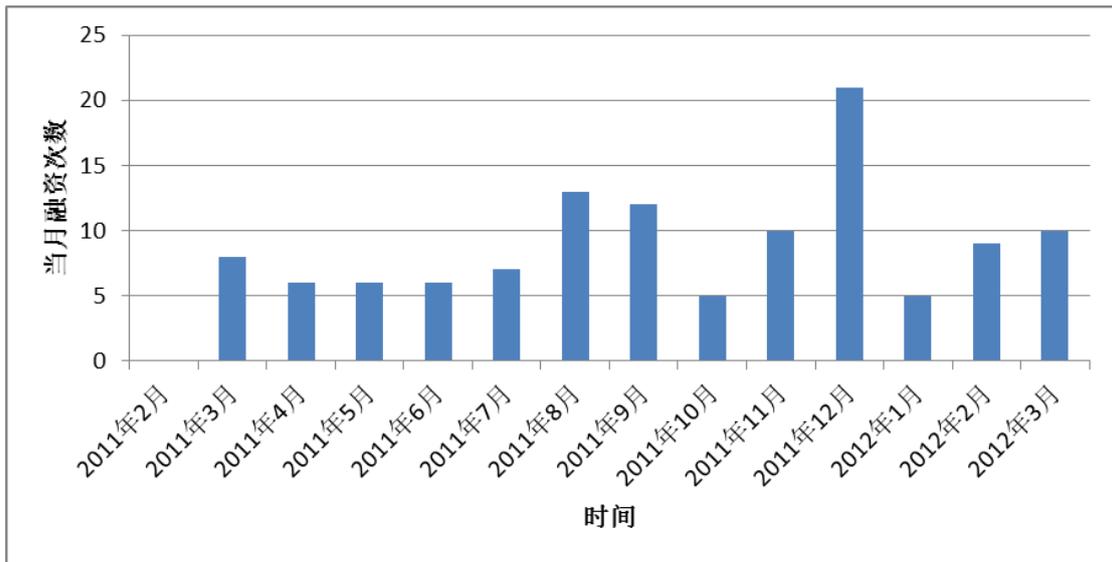


圖 21 從 2011 年 2 月至今交所月度融資次數

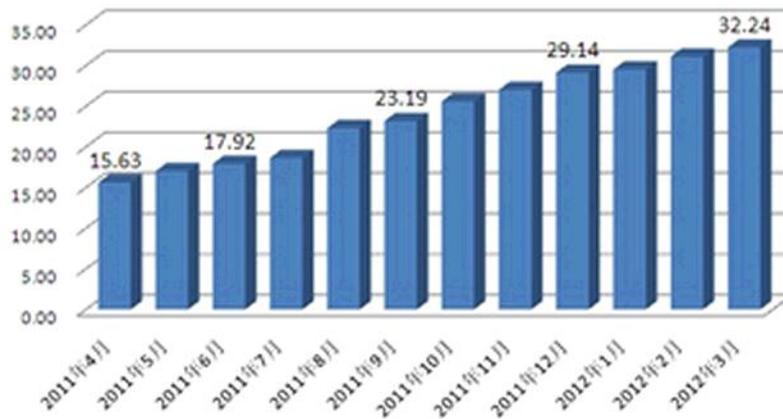


圖 22 從 2011 年 4 月至今天交所累計融資額 (億元)

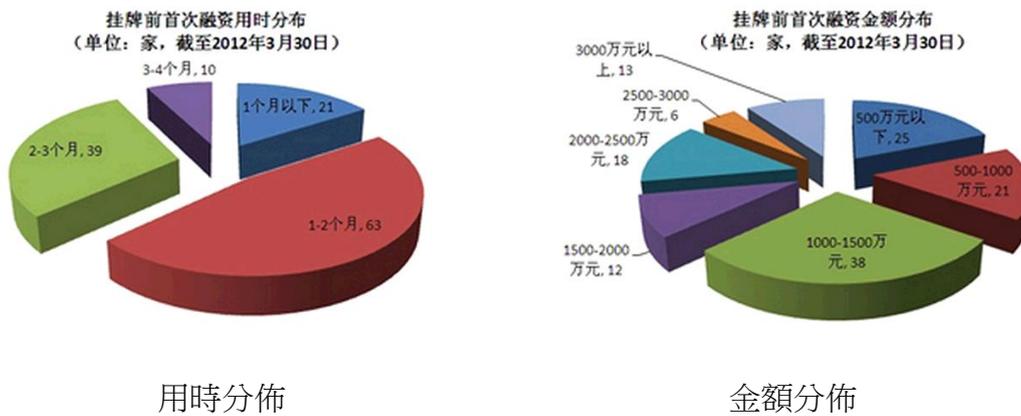


圖 23 天交所掛牌企業掛牌前首次融資用時分佈情況 (截止 2012 年 3 月 30 日)

天交所強調以商業信用為基礎、“小額、多次、快速、低成本”的融資模式。每個融資項目融資額保持在 1000~2000 萬元，嚴格控制融資規模。同時允許一年多次融資，只要市場接納公司的融資，有投資者願意購買股權，則沒有融資次數的明確限制。與主板、中小板以至創業板不同，在天交所完成融資僅需 3-4 個月。

開市至今，天交所已為企業累計融資超過 32 億元，從 2010 年 2 月至 2012 年 3 月天交所企業融資額及融資家數看，天交所定向增資的實際效果與其“小額、多次、快速”的基本方式一致。儘管每月定向融資額不高，但融資次數較多，

---

已累計達到 183 次。

#### （四）優化城鄉金融資源配置<sup>74</sup>

與定位於高新技術企業的新三板市場不同，天交所的掛牌企業類型更為廣泛，涵蓋了農、林、牧、漁業，採礦業，製造業，建築業，交通運輸、倉儲和郵政業，批發和零售業，金融業，房地產業，租賃和商品服務業，電力、燃氣及水的生產供應業，住宿和餐飲業，教育業，軟體業，文化、體育和娛樂業，科學研究、技術服務和地質勘查等。其中，農業類企業數量眾多，天交所發展三年來，目前已在優化城鄉金融資源配置，支持農業產業發展方面取得了突出成效。

截止 2011 年 11 月，天交所市場累計掛牌企業 111 家，其中農林牧漁類的企業有 25 家，占比達到 22.5%。具體行業分佈涵蓋畜牧業、種植業、農副食品加工、釀酒和水產養殖業等；在地域分佈方面，主要集中在河南（24%）、山東（20%）和河北（16%）這三個農業大省。

農業類掛牌企業實現融資情況方面，天交所市場共為 25 家企業實現首次掛牌前私募融資共計 3.69 億元；為 9 家掛牌企業實現 11 次掛牌後增發，共計融資 4.26 億元；有 4 家企業通過天交所市場完成 8 次股權質押融資共計 6270 萬元。

通過在天交所市場掛牌，不僅企業股權獲得了合理的市場化定價，具有了流動和退出機制，而且公司建立了三會制度，法人治理結構得到了有效規範，企業的市場和外部公信力得到提升，由此帶動了銀行等金融機構對企業授信額度的增加。不完全統計資料顯示，截止 2011 年 9 月，已有天交所市場的 7 家農業類掛牌企業獲得工商銀行、交通銀行、農業發展銀行等十餘家銀行增加授信貸款 4.07

---

<sup>74</sup> 本部分數據來源均為天津股權交易所網站（[www.tjsoc.com](http://www.tjsoc.com)）。

---

億元。

融資環境的改善，有力支援和推動了企業發展。2011 年上半年報顯示，泰華食品、恒陽牛業和大地肉牛等近二十家農業類掛牌企業扣除非經常性損益後淨利潤和營業收入都實現了超過 10%以上的增長。

一些優秀的農業類掛牌企業也在天交所獲得了良好的孵化培育，淼雨飲品(股權代碼：841001)就是其中的典型代表<sup>75</sup>。

河南省淼雨飲品股份有限公司是位於河南焦作的一家專業從事果醋、果汁、淮山藥等產品的飲品企業。在 2010 年，由於企業產能擴張及品牌發展的需要，淼雨飲品公司需要通過有效途徑解決資金缺口。結合公司的實際情況，淼雨飲品於 2010 年 1 月 26 日在天交所市場掛牌，通過掛牌前私募發行 1500 萬股，每股定價 3.5 元，共募集資金 5250 萬元。淼雨飲品在天交所掛牌後又先後增發兩次，共增發 2500 萬股，募集資金 9625 萬元。通過天交所掛牌融資，淼雨飲品有效突破了資金瓶頸，業績快速提升。在 2010 年度，淼雨飲品實現營業收入 1.66 億元，利潤總額 4396.5 萬元，分別較上年增長 79.42%和 34.35%，實現每股收益 0.56 元。隨著發展速度不斷加快，公司治理結構日益完善，淼雨飲品公司重新制定了戰略發展目標，並決定擇機啟動深圳證券交易所中小板上市工作。2011 年 4 月 25 日，淼雨飲品召開股東會表決通過了在天交所終止掛牌的議案，並在 2011 年 6 月 30 日從天交所市場摘牌，正式啟動主板上市申請。

## 二、上海股權託管交易中心

依託於張江高新技術園區而打造的上海股權託管交易中心，就是上海為促進

---

<sup>75</sup> 參考資料：天交所：以金融之力 助推生產要素城鄉間自由流動，天交所研究報告，2011 年 12 月 12 日。

---

場外市場發展而做出的積極嘗試。

表 9 為上海股權託管交易中心發展歷程概述。上海股權託管交易中心前身為上海股權託管登記中心，此機構系上海聯交所內設的股權託管部，在政策支持下獨立出來，2009 年大陸國務院下發批文促進上海場外市場建設，上海遂以股權託管登記中心為基礎，通過上海聯合產權交易所、上海國際集團有限公司和張江高科三方出資共同設立。

表 9 上海股權託管交易中心發展歷程

時間	事件
2002 年 11 月 25 日	上海市政府決定實施本市非上市股份有限公司股權託管制度。
2002 年 12 月 27 日	在當時的上海技術產權交易所內設立上海非上市股份有限公司股權託管中心。
2003 年 12 月 18 日	上海技術產權交易所和上海產權交易所合併，成立上海聯交所，原非上市股份有限公司股權託管中心併入聯交所，成為股權託管部。
2004 年 8 月	經政府批准，將原歸屬於上海聯交所內設的股權託管部，改制設立為上海股權託管登記中心有限責任公司。
2009 年 4 月 14 日	國務院下發《國務院關於推進上海

---

---

加快發展現代服務業和先進製造業建設國際金融中心和國際航運中心的意見》(簡稱“兩個中心’指導意見”)的文件中曾明確，要上海“研究探索推進上海服務長三角地區非上市公眾公司股份轉讓的有效途徑”。該意見下發，促使上海場外市場建立步伐加快。

---

**2010 年 5 月**

上海召開了全市層面的“上海股權交易所籌建推介會”，多次探討、論證市場建立的可行性方案。

---

**2010 年 7 月 19 日**

上海股權託管交易中心正式揭牌成立。

---

**2012 年 2 月 15 日**

上海股權託管交易中心正式開市。

---

2010 年 7 月 19 日，上海股權託管交易中心正式揭牌成立，該中心將成為上海場外交易市場的運作主體，使上海在探索建設場外市場方面邁出重要一步。新設立的上海股權託管交易中心擬註冊於張江高科技園區內，註冊資本 8000 萬元，由上海聯合產權交易所、上海國際集團有限公司和張江高科分別按 50%、30% 和 20% 的比例出資持股。其中上海聯合產權交易所將旗下子公司上海股權託管登記中心剝離，並注入到新成立的上海股權託管交易中心公司。

該中心主要功能是：與大陸證監會監管的證券市場實現對接，除為掛牌企業提供定向增資、重組購併、股份轉讓、價值挖掘、行銷宣傳等服務外，還努力為

---

掛牌企業實現轉主板、中小板、創業板上市和新三板掛牌發揮培育、輔導和促進作用。

在國務院出臺了《關於清理整頓各類交易場所切實防範金融風險的決定》的大背景下，上海股權託管交易中心的機制設計對金融風險防控十分重視。發行面上，只有符合一定條件、規範運作、經推薦機構和嚴格審核的非上市股份有限公司才能進場掛牌交易、融資。交易制度上，除了要求非上市股份公司股東不超過 200 人、不公開發行股份等場外市場的慣常要求外，還規定了不採取集中競價和造市商等集中交易方式、要求投資者買入賣出時間間隔不少於 5 個交易日等。上海股權託管交易中心向機構、自然人投資者開放，其中，自然人開戶的“門檻”是具有兩年投資經驗，擁有 100 萬元以上金融資產證明等，交易可以選擇網路或現場成交。上海股交中心總經理張雲峰在接受記者採訪時表示鼓勵投資者進行網路交易<sup>76</sup>。

2012 年 2 月 15 日，上海股權託管交易中心 2 月 15 日正式啟動，首批 19 家企業掛牌交易，其中有 16 家都是來自上海張江高科技產業開發區、漕河涇新興技術開發區、楊浦知識創新基地等高科技園區企業<sup>77</sup>。

截至 4 月 5 日，上海股權託管交易中心掛牌企業 19 家，託管股數 4.65 億股；非掛牌公司 160 家，託管股數 181.9 億股。開市至今，共交易了 42 筆，總金額 421.3 萬元，約 94 萬股；有機構投資者 61 戶、自然人開戶數 542 戶<sup>78</sup>。相關人士表示，目前交易較為冷清的原因在於可進行交易的企業數量少、缺少證券商參

---

<sup>76</sup> 參考資料：上海市金融辦：股權交易中心未來會開設更多網點，張颯，聯合早報，2012 年 2 月 16 日。

<sup>77</sup> 參考資料：上海股權託管交易中心正式啟動，王曉慶，財新網，2012 年 2 月 15 日。

<sup>78</sup> 參考資料：上海股交中心啟動首家增發，財經網，2012 年 4 月 10 日。

---

與、缺乏知名私募機構投資者等<sup>79</sup>。

### 三、重慶股份轉讓中心

2010年4月，重慶股份轉讓中心成立。該中心是重慶建設與大陸市場對接的平臺、區域性股份轉讓平臺和擬上市資源培育平臺。重慶股份轉讓中心的定位是：成為大陸場外交易市場的重要組成部分，作為將當地企業納入中關村代辦交易系統的承接平臺，利用這個平臺審核、輸送企業進入未來的新三板。計畫在新三板開閘擴容後將股份轉讓中心納入新三板系統，成為當地企業登陸新三板的預備市場。

2010年7月，重慶市政府發佈《重慶市股權登記託管管理暫行辦法》，要求在重慶市境內設立的所有非上市股份有限公司，各類股權都應集中在股份轉讓中心進行登記託管。此舉標誌著重慶非上市股份公司股權登記託管工作進入規範化運作階段，更重要的是為其納入大陸統一的場外交易市場奠定了堅實的基礎。

掛牌門檻方面，重慶股份轉讓中心並未對交易企業有盈利的要求，只要求有持續經營能力，存續時間兩年，註冊資本金500萬元，主營業務突出。投資者准入方面，重慶股份轉讓中心允許自然人投資者入場交易，設置了較高門檻：要求個人投資者具有一年的證券投資經驗，並擁有20萬元資產，在經過股份轉讓中心的風險測試後方可入場交易。目前市場交易依託於重慶電子報價轉讓平臺完成，以議價協商方式進行交易，計畫在市場積累一定經驗後引入造市商制度。

2010年10月27日，重慶股份轉讓中心開市。首批七家企業在重慶場外市場掛牌。截至2012年3月28日，重慶股份轉讓中心共有會員208家，掛牌企業

---

<sup>79</sup> 參考資料：上海股權託管交易中心開業一月交易冷清，高改芳，中國證券報，2012年3月16日。

---

50 家，掛牌企業總股本為 22.53 億股，總市值達 67.99 億元，平均掛牌價格 2.95 元，涵蓋製造、建築、農業、文化、通信技術等 9 大類行業。2011 年，重慶股份轉讓中心交易金額達 24.74 億元，是中關村代辦股份轉讓系統的 4.4 倍；完成登記託管企業 276 家，託管股本 370.2 億股，股東 4.9 萬戶；擬上市企業儲備庫入庫企業達 517 家，在 50 家掛牌企業中有 10 家企業具備申報中小板、創業板條件，上市資源培育功能初顯<sup>80</sup>。

#### 四、齊魯股權託管交易中心

淄博齊魯股權託管交易中心成立於 2010 年 12 月，是經山東省淄博市政府批准，由原淄博股權託管中心、淄博齊魯股權交易中心兩者職能合併組建的正縣級事業單位。該中心根據山東省省委、省政府（魯發[2010]10 號）關於“完善發展全省性股權交易市場、為實現非上市企業股權轉讓創造條件”的要求，提出“立足淄博，面向全省，輻射周邊”戰略定位，承擔山東省全省性股權交易試點任務，通過對非上市公眾公司提供股權託管、股權掛牌等交易方式，充分發揮市場篩選孵化機制，源源不斷向資本市場輸送上市後備企業。中心將功能定位於全省性、區域性市場。

該中心的兩個前身機構——淄博股權託管中心和淄博齊魯股權交易中心均成立於 2009 年 12 月。淄博齊魯股權交易中心是天津股權交易所的分市場，由天津股權交易所與淄博市共同發起設立，是典型的場外交易市場。其主要業務是為成長型的中小企業提供高效而又低成本的融資服務，為這些企業提供掛牌交易平臺。通過市場化的孵化、篩選機制，源源不斷地為主板市場、創業板市場輸送優

---

<sup>80</sup> 參考資料：多地掛牌企業數量大增 區域 OTC 或進入快速發展期，中國經濟網，2012 年 4 月 6 日。

---

質成熟的上市後備企業。淄博股權託管中心是淄博市政府批准的股權託管機構，主要是對市內的 110 多家非上市股份有限公司及部分有限責任公司的股權集中登記託管，並進行分紅派息、股權非交易過戶等業務。值得注意的是，淄博股權託管中心是大陸第一家地市級股權託管機構。2010 年兩個機構合併後，天交所將股權撤出。截止到 2012 年 4 月 6 日，該中心有掛牌企業 52 家，託管企業 142 家，仲介機構 154 家。

該中心的業務範圍主要為兩類：一是股權託管業務。託管對象為非上市股份有限公司及有限責任公司，通過股權登記、變更、登出、非交易過戶等管理服務，規範公司股權，為上市奠定基礎。二是股權掛牌交易業務，此舉為眾多中小企業搭建直接融資平臺，掛牌企業中最高融資額達 7980 萬元，最低約 800 萬元，一般融資額度在 2000~3000 萬元。

在該中心掛牌交易的條件為：符合國家產業政策，工業萬元增加值綜合能耗低於當地同行業平均水準，設立且持續經營二年以上的股份有限公司；按帳面淨資產折股變更為股份公司的有限責任公司，持續經營時間可從有限責任公司成立日計算；股本總額不少於 500 萬元，最近一期末不存在未彌補虧損。且符合下列條件之一：

- 1· 近二年連續盈利，合計淨利潤不少於 300 萬元，且持續增長；
- 2· 最近一年淨利潤不少於 100 萬元，營業收入不低於 2000 萬元，且最近一年營業收入增長率不低於 20%。

可以看出，該中心在掛牌程式、交易制度上沿用了天交所相關規則，設置門檻低於天交所，對中小企業有較大吸引力。

非上市股份有限公司到中心掛牌交易程式如下：

---

1· 盡職調查。企業提出申請後，選擇在中心備案的仲介機構（包括證券商、會計師事務所、律師事務所、資產評估機構）進駐調查，將《盡職調查報告》報送中心和當地發改委，當地發改委出具《關於啟動 xx 公司到齊魯股權託管交易中心掛牌工作的函》。

2· 股改及私募。即有限責任公司按帳面淨資產折股，改制為股份有限公司，原則上應吸收公司高管、技術骨幹、上下游客戶等成為公司股東，利於公司穩定。股份有限公司亦應在此時完成首輪私募，以優化股權機構。

3· 製作掛牌文件。應在仲介機構指導下完成上報材料製作。

4· 專家審核。材料提交中心專家審核委員會，該委員會由律師、會計師、保薦代表人等 50 餘名專業人員組成，每次隨機遴選 7 人參與審核，核准後下發《關於核准 xx 公司股權掛牌交易的函》。

5· 正式掛牌交易。企業到中心託管，中心將企業信息披露後，舉行掛牌儀式。

交易模式上，與天交所有以下區別：一是開戶投資者無最低資金額限制；二是採用集合競價+造市商報價+協商定價方式。

## 五、武漢股權託管交易中心

武漢股權託管交易中心是經湖北省人民政府批准（鄂政函[2011]174 號），由武漢光谷聯合產權交易所有限公司為主發起人，湖北省宏泰國資經營公司、湖北省科技投資集團有限公司等單位共同組建的非上市公司股權託管交易平臺，於 2011 年 11 月 17 日成立於“中國光穀”所在地——武漢東湖新技術開發區。

該中心定位為中國證監會統一領導下的多層次資本市場的重要環節和有機

---

組成部分，是湖北省省區域性的場外交易市場，是對主板、創業板和新三板的重要補充，是有效滿足多元化投融資需求的一個重要金融要素市場。中心掛牌對象為“兩非一高”企業，即非上市、非公眾和具有較高成長性的企業。

該中心目前業務範圍包括：

(一) 提供股權登記託管平臺：辦理非上市股份有限公司、有限責任公司、股份合作制企業股權的託管登記、掛失、查詢、分紅、質押、登記諮詢等服務，以及債券、投資憑證、過渡性股權的託管業務。

(二) 提供股權轉讓平臺：提供股權合法、有序轉讓的平臺，使企業在中心平臺上實現股權的流動和增值，提升企業價值。

(三) 規範公司治理結構：為企業股份制改造提供全程服務，說明企業完善法人治理，引入戰略或財務投資者，優化股權結構，為企業持續快速健康發展打下堅實基礎。

滿足以下條件的企業可申請在該中心掛牌<sup>81</sup>：

- 1、股份有限公司成立滿 1 年；有限責任公司按原帳面淨資產值折股整體變更為股份有限公司的，持續經營時間可以從有限責任公司成立之日起計算；
- 2、公司股東數量不超過 200 人；
- 3、註冊資本足額繳納；
- 4、主營業務突出，最近一年的主營業務收入占營業總收入的比例應不低於 50%；
- 5、股權清晰，控股股東和受控股股東、實際控制人支配的股東所持掛牌公司的股份不存在重大權屬糾紛；
- 6、公司應在申請掛牌前與中心簽訂股權登記服務協定，辦理股權登記託管手續，

---

<sup>81</sup> 參考資料：[http://www.whsre.com/s\\_more.aspx?id=29&typeId=5](http://www.whsre.com/s_more.aspx?id=29&typeId=5)。

---

將公司全部股權登記託管在中心；

7、公司具有完善的公司治理結構，依法建立健全股東大會、董事會、監事會以及完善的內控制度，相關機構和人員能夠依法履行職責；

8、最近兩期營業收入增長率均不低於 20%；

9、最近一期末不存在未彌補虧損或能證明在未來一年內彌補虧損；

10、股本總額不少於 500 萬元。

場內協定轉讓交易方式的基本流程為<sup>82</sup>：

1、已在中心掛牌公司的股東到中心交易場所提出賣出申請（填寫《賣出股權報價單》），經中心審核確認後，即時掛出賣出信息；已在中心註冊登記的會員投資者提出買進掛牌公司股權的申請（填寫《買進股權報價單》），經中心審核，並要求該投資者足額繳納買進股權所需全部資金至中心指定結算銀行帳戶後，即時掛出買進信息；

2、賣出信息掛出後，如有投資者願意買進；或者買進信息掛出後，如有公司股東願意賣出，則該投資者或該股東迅速到中心現場（條件具備可以電話委託形式）提交《買進應價申報單》或《賣出應價申報單》及《承諾函》；

3、中心審核《買進應價申報單》，如買進應價人已全額繳納購股所需資金至中心指定帳戶，則確認該買進應價人為受讓人，並確認該筆交易成交；受讓人填寫《成交確認單》，並通知指定結算銀行將該購股資金劃轉至賣出股東帳戶，由中心辦理股權變更過戶手續，該筆交易結束。對於《賣出應價申報單》，採取同樣方式反向操作。

與主板市場及其他場外交易市場相比，該中心具有以下特點：

---

<sup>82</sup> 參考資料：[http://www.whsre.com/s\\_more.aspx?id=106&typeId=5](http://www.whsre.com/s_more.aspx?id=106&typeId=5)

- 
- 1、交易的目標是股權。
  - 2、實行非標準化的交易形式即協商定價。
  - 3、實行混合交易制度。
  - 4、准入門檻相對較低。
  - 5、面向的主要是機構投資者，以及有一定經濟實力和投資能力的個人投資者。

目前，該中心共有 13 家掛牌企業，152 家託管企業，完成股權轉讓交易 8 筆，累計轉讓股數為 6674.9476 萬股，完成股權融資 11 次，累計融資金額為 4.23 億元。

## 六、其他地方性場外市場

### （一）深圳聯合產權交易所與深櫃市場

作為大陸改革開放前線陣地和最重要的金融中心之一的深圳市，從很早開始便積極探索區域性場外市場建設。

1993 年，深圳市產權交易中心成立，是國有產權交易的重要監管平臺，2008 年底正式成為國務院國資委的企業國有產權交易監管平臺，業務涉及國有、民營、外資企業產權、公共資源交易等各類權益交易。

2000 年，深圳國際高新技術產權交易所（高交所）由時任廣東省委書記、現任中央政治局常委李長春同志批示成立。高交所通過架構企業與資本的橋樑，為中小企業和專案提供融資管道，建立創業投資退出機制，並為建設和完善深圳區域創新體系、多層次資本市場體系服務。

2005 年，中國（華南）國際技術產權交易中心作為廣東省政府和深圳市政府共同建設的產權交易領域重點專案成立。華南中心旨在建設初級資本市場平

臺，使之成為區域性的非公開股權櫃檯交易市場，立足珠三角，覆蓋華南，服務大陸，走向世界。華南中心採用市場化運作方式，實際運營主體為高交所。

在此基礎上，深圳科技企業櫃檯交易市場（深櫃市場）是大陸首家區域性非公開科技企業櫃檯交易市場，於 2009 年 10 月 10 日正式運營，首批掛牌交易的企業和技術專案總數達到 72 家（個）。

此後，深圳市政府於 2009 年 11 月 4 日通過了《關於整合產權交易機構加快產權交易市場發展的實施方案》，將原深圳高新技術產權交易所和原深圳市交易中心全部資源合併，組建深圳聯合產權交易所，是深圳市統一的綜合性產權交易市場。目前，深圳聯交所採用“1+5”的經營模式，以深櫃市場為核心，建設文化產權、公有產權交易、排放權交易、技術和智慧財產權交易、金融資產交易等專業交易平臺。通過綜合性產權服務為企業提供增值服務，為場內合資格投資者提供投資品種。圖 24 表示了深圳聯交所的業務結構。

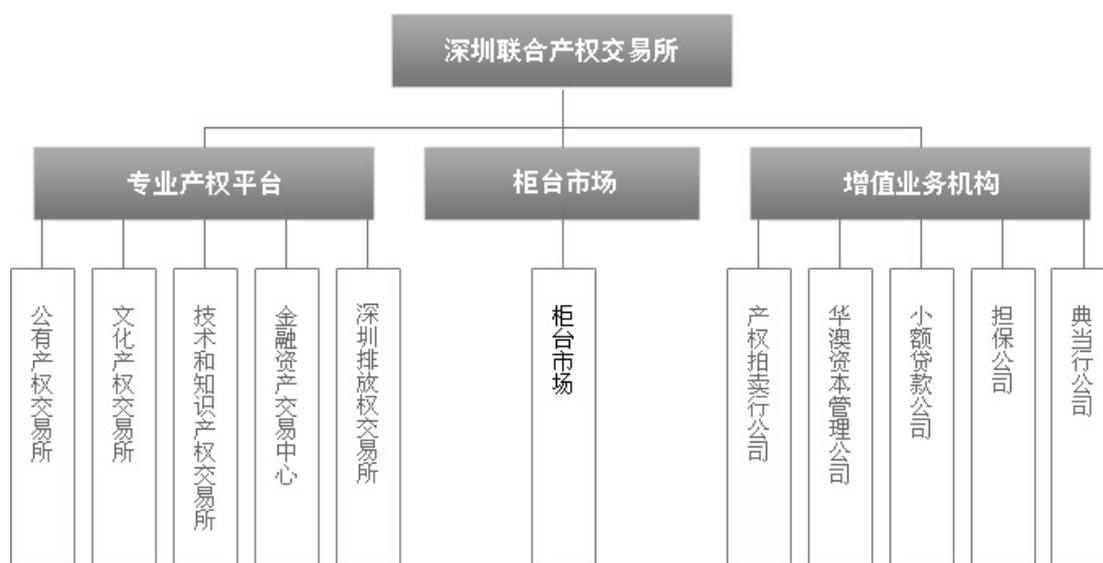


圖 24 深圳聯合產權交易所業務結構

深圳聯合產權交易所主要業務包括（1）股權轉讓見證；（2）國有、集體企

---

業掛牌競價交易和股權轉讓見證；(3) 股權登記託管、股權質押代辦登記業務；(4) 企業改制顧問服務；(5) 拍賣；(6) 小額貸款；(7) 私募股權投資基金；(8) 深櫃市場中小企業股權交易等八類。根據深櫃市場所公佈的信息，目前深櫃市場共有掛牌企業 27 家，均為開市時掛牌的元老企業，近年來並無新企業掛牌，此外並無這些掛牌企業的報價或交易信息。結合近年來媒體對深櫃市場的極少關注可推斷出深櫃市場的股權交易功能並未發揮實質性的作用。目前深圳聯合產權交易所的見證業務較為活躍。

## (二) 浙江省未上市公司股份轉讓試點平臺

浙江省未上市公司股份轉讓試點中心平臺是根據浙江省政府原則同意的省金融辦等七部門文件《浙江省未上市公司股份轉讓試點方案》設立的。該方案規定：浙江省未上市公司股份轉讓在統一的交易場所進行，該場所依託浙江產權交易所，聯合省內有條件的其他產權交易機構而形成。以浙江產權交易所為中心平臺網上集中顯示股份轉讓信息，並為會員提供相關服務。

浙江省未上市公司股份轉讓試點中心平臺由浙江產權交易所按照“統一規則制度、統一交易系統、統一信息平臺、統一監管指導”原則牽頭組織構建，於 2010 年 1 月 25 日正式啟動。根據《浙江省未上市公司股份轉讓試點方案》的規定，該平臺的交易方式有四類：(一) 公司進場，指符合條件的公司經申請、核准後，在統一的交易場所定向轉讓；(二) 自主委託，指公司股東採取自主委託方式轉讓所持股份；(三) 定向轉讓，指進場公司股份轉讓的對象限定於產權交易所（機構）會員及公司原有股東等特定投資者；(四) 非連續、非標準化交易，指按格式化、非連續、非標準化拆細的產權交易方式即非證券交易方式運作。2010

---

年 7 月該平臺還發佈了進場企業直接融資指南，企業可以增資擴股、股東注資、併購貸款等方式融資。

從平臺啟動至 2011 年上半年，共有成交金額 3324.17 萬元，成交股數 528.35 萬股，累計進場客戶 4762 人，其中：自然人 4747 人，法人 15 人。截止 2011 年 9 月 29 日，16 家進場公司已經發生股份轉讓的有 8 家，占進場公司的 50%<sup>83</sup>。上半年試點平臺成交金額。目前該平臺上共有 18 家進場企業，但買賣信息很少，一些公司甚至沒有掛牌價，交易較為冷清。

### （三）溫州金融綜合改革實驗區

2012 年 3 月 28 日，國務院常務會議決定設立溫州市金融綜合改革試驗區，批准實施《浙江省溫州市金融綜合改革試驗區總體方案》，方案確定了溫州市金融綜合改革的十二項主要任務。在產權交易體系方面，方案提出要培育發展地方資本市場，依法合規開展非上市公司股份轉讓及技術、文化等產權交易，溫州有可能開設新的地方性場外市場。

### （四）海峽西岸經濟區的場外市場建設

福建創新企業股權交易市場於 2011 年 6 月 17 日正式啟動，該市場依託於現有福建省高新技術產權交易所構建，主要為非上市創新企業股權融資、交易和技術產權、科技項目成果轉讓，提供登記託管、見證、管理諮詢等綜合服務。在設立之初，該市場就計畫借助海峽西岸經濟區先行先試的政策優勢，適時引入臺灣創業投資機構和臺資企業到股權交易市場進行股權融資與交易，探索引入臺灣的

---

<sup>83</sup> 參考資料：浙江省未上市公司股份轉讓試點平臺運行良好，倪冰，浙江日報，2011 年 9 月 29 日。

---

上櫃和興櫃交易機制，推動兩岸股權櫃檯交易市場發展<sup>84</sup>。

2011年12月，國務院批復了福建省廈門市深化兩岸交流合作綜合配套改革試驗總體方案，該方案提出了將廈門市建設成為兩岸區域性金融服務中心，其中明確表示“支持廈門市國家級高新技術園區內的非上市股份有限公司進入大陸性場外股權交易市場開展股份公開轉讓，探索建立服務非上市公眾公司特別是臺資企業的股份交易市場，推動多層次資本市場體系的建設”。在此方案的指導下，福建省發改委計畫在今年推動多項與場外市場建設緊密相關的金融創新：積極爭取國家政策支援，借鑒臺灣地區上櫃和興櫃模式，探索建立臺資企業及中小企業股權櫃檯交易市場；爭取國家有關部門將福州、廈門高新區納入代辦股份轉讓系統首批擴大試點範圍；推進省創新創業企業股權融資與交易市場試點，為技術產權、科技專案成果和非上市創新創業企業股權轉讓提供高效融資、交易服務等<sup>85</sup>。

---

<sup>84</sup> 參考資料：福建創新企業股權交易市場昨日啟動，陳勇，證券時報，2011年6月18日。

<sup>85</sup> 參考資料：福建將推動多項金融創新 推進智慧財產權質押貸款，邱泉盛，福州晚報，2012年4月12日。

---

## 第四章 場外市場與金融體系的全面發展

大陸多層次資本市場的建設步伐正在加快，鑒於場外市場對於解決中小微企業融資難的重要意義，場外市場的進一步擴容與規範是政策面的方向。新三板擴容的方案從 2010 年開始醞釀，經過了較為充分的討論與回饋，在 2012 年第一季度國務院副總理王岐山、證監會主席郭樹清調研新三板後，市場普遍預期正式的擴容計畫將於今年出臺，年內的新三板建設將大力推進。在新三板中，主辦證券商全權負責公司的掛牌申請，在證券業協會監管之下督導信息披露，在市場中處於核心地位，新三板的進一步發展及可能引入的造市商制度使得證券商的新三板業務有著極大的發展空間。另外新三板市場的活躍將有利於提升高新技術企業掛牌、上市的積極性，為創業投資（VC）、私人股權基金（PE）及證券商的直投提供更多的投資目標和資本退出管道。而醞釀中的大陸性場外市場構建的另一途徑——以櫃檯交易為基礎的大陸性交易平臺更是以證券商為基礎。場外市場建設的推進除了對於廣大非上市公司是融資、提升股權流動性、提升知名度、積累資本運作經驗等的良好契機外，對證券商和創業投資亦是發展的關鍵機會。

與此同時，場外市場的建設也將促進海峽兩岸的經貿與金融合作進一步加深。近年來臺灣與大陸經貿往來日益密切，台商在大陸的投資與臺灣本土的經濟體構成類似，是以中小企業為主，大陸場外市場的發展也會惠及大陸的臺資企業，並且隨著兩岸合作程度的加深，對臺灣的創業投資業提供了良好的業務拓展契機。

---

## 一、證券商對未來場外市場佈局走勢的判斷

招商證券的新三板研究報告<sup>86</sup>認為，新三板市場潛在規模近 7000 億元。目前新三板的總市值約 100 億元，已有 106 家企業在新三板市場掛牌和通過備案，而中關村擁有高新技術企業近 2 萬家，剔除已經上市的 200 家，掛牌率不到 1%，潛在儲備項目豐富。2010 年中關村企業總收入 1.59 萬億元，約占大陸高新區的七分之一，假設掛牌率提升至 5%，預計大陸的國家級科技園都納入進來後，場外市場的總市值可達 7000 億元。

對於 2012 年初監管層提出的以櫃檯交易市場為基礎的場外交易市場新路徑，證券商們認為制度框架可能進行相應的調整。金元證券新三板業務負責人陳永飛表示<sup>87</sup>，“一個重要的變化是建設規範的地方性股權交易市場，如這兩年推出的重慶股權轉讓中心、上海股權託管轉讓中心等都會迎來比較好的發展”。

2012 年 2 月監管部門召集在註冊地上海的申銀萬國證券、北京的中信建投證券、東北地區的東北證券、山東地區的齊魯證券、陝西地區的西部證券、湖北地區的長江證券、福建的興業證券、新疆的宏源證券、重慶的西南證券等 10 家證券商在京召開會議，討論了證券公司櫃檯交易業務試點暫行辦法<sup>88</sup>。受邀證券商均為地方證券商，基本囊括了大陸的各個區域。此次閉門會議的主題正是以證券商為主導，與地方政府合作，建立區域性櫃檯交易市場，以增加小微企業融資管道。目前這十家獲得櫃檯交易試點資格的證券商已向大陸證券業協會上報各自關於櫃檯交易市場的建設方案。櫃檯交易市場的搭建模式已具雛形，主要以地域

---

<sup>86</sup> 參考資料：證券行業新三板專題報告：吹盡狂沙始到金，洪錦屏、羅毅，招商證券股份有限公司研究報告，2012 年 3 月 20 日。

<sup>87</sup> 參考資料：券商轉變思路備戰 OTC 市場 場外市場制度待規範，證券時報網，2012 年 2 月 9 日。

<sup>88</sup> 參考資料：證券公司櫃檯交易試點草案初步成型，鐘正，中國證券報，2012 年 2 月 13 日。

---

為立足點，由地方政府、本地證券商共同搭建交易平臺，引導本地企業掛牌交易股權的形式進行試點、推進，進而在大陸融合聯通成統一大市場的模式。此外，有證券商表示<sup>89</sup>，“目前場外市場只是做企業股份的轉讓，未來不排除也做其他一些金融產品，如債券、基金、信託的交易等”。

證券商們普遍認為，在新的場外交易市場構架中，新三板主要服務於高科技企業，而櫃檯交易則服務於小微型企業。新三板會發展成一個集中的場外市場，它與地方櫃檯市場發展起來的場外市場將會是兩個平行的市場<sup>90</sup>：“郭樹清調研新三板，意味著新三板今後在發展速度和力度方面都會有所增強”一家證券商負責人這樣認為，新三板的發展不會減速。西部證券代辦股份轉讓部副總經理李玉萍也表示，櫃檯系統和新三板並非替代關係。櫃檯系統的推出並不意味著將新三板推倒重來，新三板相當於美國的納斯達克市場，主要支援高新技術園區的科技企業，而現在還要考慮到大量的非高新園區的中小微型企業，它們也有融資需求，所以還要建設櫃檯交易市場，相當於 OTCBB，而地方的產權交易所所相當於粉單市場。

## 二、證券商對未來場外市場的準備工作

在大陸全部 109 家證券商中，61 家擁有代辦系統主辦證券商資格，其中絕大部分是在近兩年獲得資格。大陸證券業協會的統計信息顯示，自中信建投 2009 年 4 月成為第 28 家獲得代辦系統主辦證券商業務資格的證券商之後，大陸證券業協會在一年多時間裡沒有核發任何相關資格。但從 2010 年 5 月開始，隨著新

---

<sup>89</sup> 參考資料：券商轉變思路備戰 OTC 市場 場外市場制度待規範，證券時報網，2012 年 2 月 9 日。

<sup>90</sup> 參考資料：場外交易市場建設步伐加快 10 券商上報交易方案，新聞晚報，2012 年 3 月 20 日。

---

三板試點擴容的預期增強，大陸證券業協會加快了資格審批。在不到兩年的時間裡，中原證券、金元證券、國都證券等 33 家證券商拿到了資格並快速上馬儲備項目。例如，兩年前拿到資格的中原證券、金元證券均已以主辦證券商的身份幫助兩家公司掛牌。國都證券、信達證券也以主辦證券商身份幫助 1 家公司掛牌。

2011 年，新三板試點擴容呼聲極高，一大批證券商奔赴各大園區挖掘專案。日前，證券商透露監管層近期要求所有具備開展新三板業務資格的證券商全面盤點各自的儲備專案情況，須在今年 6 月 1 日前上報<sup>91</sup>。

新三板的股份轉讓、定向增發、企業收購三大功能給證券商提供更大的作業空間，同時若引入造市商制度，造市業務將給證券商們獲得賺取股份交易的買賣差價的機會，招商證券的研究報告認為造市商價差利得將增厚證券商營業收入 10%以上<sup>92</sup>。

隨著新三板擴容和大陸性櫃檯交易平臺正式方案的臨近，證券商們對場外市場業務的重視程度也逐漸提高，據媒體報導，南方某證券商擬將代辦股份轉讓部升級為一級部門，並將部門名稱改為場外市場總部。

新三板主辦業務給證券商帶來的收入主要是企業改制財務顧問費，另有少部分掛牌推薦費，以及再融資的仲介費用，由於目前新三板交易並不活躍，證券商收入來源較為局限，每主辦一家企業僅有百萬元左右收入。而當掛牌企業成功轉到創業板或中小板上市後，可能會變身為帶來上千萬元收入的項目，例如 2009 年 8 月由新三板轉登中小板的久其軟體，IPO 募資 4.1 億元，支付承銷及保薦費

---

<sup>91</sup> 參考資料：券商全面摸底新三板儲備專案，蔡宗琦，中國證券報，2012 年 3 月 29 日。

<sup>92</sup> 參考資料：證券行業新三板專題報告：吹盡狂沙始到金，洪錦屏、羅毅，招商證券股份有限公司研究報告，2012 年 3 月 20 日。

1739 萬元。如此前景是不少證券商積極備戰新三板項目的重要原因。然而目前已成功上市以及排隊待審的 11 個新三板轉板專案中，卻有 6 個專案的保薦機構並非此前的主辦證券商（見表 10）。

表 10 新三板轉辦企業的主辦證券商

轉板狀態	企業名稱	新三板主辦證券商	IPO 主承銷商
中小板上市	久其軟體	申銀萬國	申銀萬國
創業板上市	紫光華宇	國信證券	國信證券
創業板上市	佳訊飛鴻	申銀萬國	華泰聯合
創業板上市	世紀瑞爾	申銀萬國	瑞信方正
創業板上市	北陸藥業	廣發證券	瑞銀證券
擬創業板 IPO，順利過會	博暉創新	國信證券	國信證券
擬創業板 IPO，等候發審	世紀東方	國信證券	民生證券
擬創業板 IPO，等候發審	安控科技	上海證券	安信證券
擬創業板 IPO，等候發審	東土科技	申銀萬國	海際大和
擬創業板 IPO，等候發審	康斯特	西部證券	未公佈
擬創業板 IPO，等候發審	中海陽	申銀萬國	未公佈

儘管按照相關規定，籌備上市時，新三板企業有自主選擇保薦機構的權利，但從證券商的角度而言，完成項目在內部的轉移是不少證券商樂見其成的結果。

“雖然目前投行業務與新三板業務分屬於兩個部門，但從整體情況看，證券公司均希望能為企業提供一攬子服務，新三板的項目到了上市階段就過渡到投行部門。如此可大大增加證券公司的收入。”南方某大型證券商新三板業務負責人表

---

示。出現這樣的情況是企業與證券商再選擇的結果。

### 三、創業投資加快佈局創業型企業

早期投資於藉由新三板掛牌而後轉板成功的久其軟體、北陸藥業、世紀瑞爾、佳訊飛鴻、紫光華宇五家企業中的創投機構，獲得了頗為豐厚的回報：北京國資下屬企業北京科技創業投資股份有限公司為北陸藥業最早（1999 年）的發起人之一，而北陸藥業上市後，北京科技創投持有其 1434.65 萬股，占比 14.46%，作為首批創業板上市企業，北陸藥業首日大漲 99.32%，對應北京科技創投的持股市值達 5.11 億元；截至 2011 年末，北京科技風持股 2292.48 萬股（除權後），比例達 15.01%，持股市值仍約有 2 億元。而世紀瑞爾不僅僅是國有創投的盛宴，“草根”創投亦掘取了一桶金。除國資背景的國投高科技投資有限公司參與 2009 年世紀瑞爾定向增資外，當時還名不見經傳的“啟迪系”創投扎堆入股，包括清華大學教育基金會、北京啟迪明德創業投資有限公司（以下簡稱啟迪明德）、啟迪中海創業投資有限公司（以下簡稱啟迪中海）<sup>93</sup>各認購 100 萬股、100 萬股和 214.86 萬股，對應出資額為 435 萬元、435 萬元和 934.65 萬元，其中，啟迪中海早於 2006 年 11 月以 4.8 元/股的價格投資了世紀瑞爾 75 萬股，合計 360 萬元。世紀瑞爾登入創業板後，三隻“啟迪系”創投基金所持股份最大的帳面價值達 3.62 億元，是其合計入股成本 2164.65 萬元的 17 倍，目前的帳面價值仍有 1.12 億元。

而在世紀東方、安控科技、東土科技、康斯特、中海陽、金和軟體等擬登錄創業板市場 IPO 的企業股東結構中，也有知名的創投機構，如投資於創業板上市

---

<sup>93</sup> 啟迪明德與啟迪中海的實際控制人為清華大學教育基金會。

---

企業神農大豐的深圳紅嶺創業投資企業現身世紀東方。

隨著場外市場的火熱推進，創投們對該市場充滿期待。目前大陸場內市場（主板、中小板、創業板）占了 99%，而場外市場發展嚴重滯後，與成熟經濟體的資本市場結構截然不同，未來一段時間場外市場建設的持續推進推升了創投投資於場外市場掛牌企業的熱情。經過新三板 6 年的發展以及目前地方櫃檯市場的逐個起步，一些場外市場的創投機構已成了“老面孔”。

據不完全統計，在新三板的定增專案中，一家機構參與兩個或兩個定增項目以上不下 20 家，如上海寶亨資產管理有限公司參與了鼎普科技和中海陽的定增。而遼寧中鼎企業發展股份有限責任公司（以下簡稱遼寧中鼎）涉足中訊四方和首都線上、中海陽等項目。並且，隨著統一監管的場外市場建設的推進，具有新三板投資經營的創投機構已瞄準了區域性場外市場。2012 年 2 月 15 日，上海股權託管交易中心開業，首批掛牌企業有 19 家，其中多數在掛牌前已有融資擴股，上海天一投資諮詢發展有限公司（以下簡稱天一投資）便是最大的投資者，上海股交中心首批 19 家企業中天一投資持股達 4 家，分別是保羅生物、漢盛海裝、康捷保和中加飛機。而一些新三板創投機構也投資於上海股交中心掛牌企業的創投機構，如上海瑞昌投資有限公司參與新三板掛牌企業中海陽的定向增資，也投資了保羅生物；河北匯富億通創業投資有限公司現身新三板中訊四方定向增資名單，同時也投資了保羅生物。

---

## 第五章 場外市場與海峽兩岸的經貿、金融合作契機

### 一、台商投資大陸的發展新機遇

隨著兩岸經貿交流不斷發展，大陸已經成為了臺灣第一大出口市場和第一大交易夥伴，臺灣對大陸的貿易順差占臺灣 GDP 的 20%以上，而對大陸的貿易總額（進口額與出口額的總和）占臺灣 GDP 的 40%以上<sup>94</sup>。臺資企業在大陸的投資活動也在一系列優惠政策下有了長足的發展。

從上世紀 90 年代初開始，大陸政府即在福建省馬尾、海滄、杏林、集美專設台商投資區，為台商投資大陸創造特殊優惠條件。2006 海峽兩岸上市公司合作與發展高峰論會召開以來，大陸頻頻釋放“臺資企業大陸上市完全沒有政策障礙”的信號，積極鼓勵臺資企業在大陸上市。臺灣方面，《臺灣地區與大陸地區人民關係條例》1993 年來歷經 13 次修正，逐步放鬆臺資企業在大陸的投資限額和拓展限制<sup>95</sup>，臺灣上市（櫃）公司對大陸投資的誘因得到進一步提高。根據臺灣電機電子工業同業公會在 2010 年 8 月 5 日發表的《2010 年大陸地區投資環境與風險調查》顯示，53.02%受調查台商有意願擴大對大陸投資，比去年增加了 0.8 個百分點。此外，2010 年在大陸投資的臺資企業中，預計約有 41.92%台商的淨利潤增長率在 10%到 50%之間。而 2009 年此比例僅為 28.86%。這也從一個側面顯示出臺商對大陸未來經濟發展持積極態度。截止 2011 年 11 月，大陸方面共

---

<sup>94</sup> 參考資料：兩岸金融合作，李揚，海西 2012 兩岸經濟暨金融研討會專題演講，2012 年 4 月 12 日。

<sup>95</sup> 參考資料：攜手同心 共創未來，劉啟群，海西 2012 兩岸經濟暨金融研討會專題演講，2012 年 4 月 12 日。

---

批准台商專案 85509 個，實際利用臺資 539.7 億美元<sup>96</sup>。

兩岸經濟合作框架協定（ECFA）的簽訂進一步拓寬了兩岸合作的領域。ECFA 生效前，臺灣金融企業需要首先在大陸設置辦事處 2 年才能獲准設立分行，分行設立 3 年並獲利 2 年才允許經營人民幣業務的。這對於臺灣金融業而言無疑是巨大的時間成本。2010 年 9 月 11 日 ECFA 正式生效，臺灣金融類公司進入大陸所需的手續大大簡化，僅協議簽署當月，臺灣已接連有 2 家金融控股公司與大陸金融機構結成策略聯盟。

早期進入大陸的臺資企業許多集中於出口加工業，近年來隨著大陸勞動力成本的上升和國際市場的萎縮，“臺灣接單，大陸生產”的三角貿易傳統模式收到了嚴峻的挑戰<sup>97</sup>，許多臺資企業已經進入微利化時代。臺資企業亟需通過加強研發、通路延伸和創立品牌等進行轉型升級。

2011 年以來，在主權債務危機和經濟二次探底的壓力下，謀求轉型提升競爭力的臺灣企業，尤其是臺灣的中小企業，越來越多地將拓展重點轉向大陸市場。2012 年 4 月 6 日，臺灣中小企業總會秘書長王振保在上海舉行的“滬台中小企業發展論壇”上表示，在歐美市場需求不振的背景下，轉型中的臺灣中小企業不斷將目光投向大陸市場，“目前僅上海就吸引了五六千家臺灣中小企業，他們都是有實力、有經驗的中堅型企業。得益於大陸的市場規模和消費能力，不少企業已經在這裡取得成功。”<sup>98</sup>

---

<sup>96</sup> 參考資料：加強兩岸金融合作，助推臺資企業轉型升級——基於海西、珠三角、長三角地區的調研分析，李保明，海西 2012 兩岸經濟暨金融研討會“海西的兩岸經濟與金融合作”專題論壇發言，2012 年 4 月 12 日。

<sup>97</sup> 參考資料：大陸十二五規劃為兩岸經貿金融合作帶來了新契機，曹鳳岐，海西 2012 兩岸經濟暨金融研討會專題演講，2012 年 4 月 12 日。

<sup>98</sup> 參考資料：臺灣中小企業期冀拓展大陸市場應對轉型挑戰，潘清、許曉青，新華網，2012 年 4 月 6 日。

---

除了逐漸加強的貿易、產品加工、技術協作、項目投資和市場開拓等方面的信息交流和溝通外，臺資企業在大陸的發展與轉型升級還得益於融資管道的拓展。2001 年底，大陸開始允許臺資企業在大陸發行 A 股並上市。2003 年，浙江國祥製冷股份有限公司作為首家在大陸 A 股上市的臺資企業，在上海證券交易所正式掛牌上市。隨後，成霖潔具於 2005 年在深圳證券交易所中小企業板上市，成為第二家在大陸上市的臺資企業，也是第一家臺灣上市公司子公司在大陸 A 股上市。然而迄今為止，僅有極少數的臺資企業能在大陸獲得直接融資——2008 年底，在 A 股上市的臺資企業僅 7 家，在 B 股上市臺資企業也不到 10 家<sup>99</sup>。

與此同時，臺資企業在大陸獲得銀行貸款等間接融資也實屬不易，有的台商甚至不得不通過地下錢莊、銀樓渡過融資難關，但是通過地下金融機構不僅要損失巨額手續費，還要承擔相當大的風險。在直接融資與間接融資兩方面獲得的雙重困難制約了臺資企業在大陸的發展與轉型。究其原因，大陸臺資企業難以獲得間接融資的原因有其自身結構特點、信息不對稱、缺乏有效擔保以及對服務方式與貸款手續不適應。信息不對稱、大陸直接融資規模整體較小、大陸股票市場實行高門檻與核准制等原因則制約著臺資企業在大陸獲得直接融資。

台商目前在大陸的融資問題，需要從兩岸政策互通、拓寬融資管道等方面加以解決。台商企業在大陸上市作為一種有效的融資途徑，在兩岸政策互通的條件下，具有廣闊的發展潛力。大陸場外市場建設的擴展，將為更多的中小微企業提供股權交易、融資、積累資本市場運作、提升知名度的良好契機，亦將惠及臺資中小企業。特別是，大陸政府允許在以福建省為主的海峽西岸經濟區進行兩岸交流合作“先行先試”，在廈門市建立兩岸區域性金融服務中心，在今年福建省提

---

<sup>99</sup> 參考資料：<http://epaper.taihainet.com/html/20080813/hxdb115080.html>

---

出的金融創新舉措中包括了“借鑒臺灣地區上櫃和興櫃模式，探索建立臺資企業及中小企業股權櫃檯交易市場”，與許多專家、學者提倡的“海峽板”不謀而合，對解決臺資企業的融資難題、促進臺資企業的轉型升級將有極大的積極作用。

## 二、兩岸金融合作的新契機

大陸場外市場的建設不僅能助於解決大陸的臺資企業、特別是臺資中小企業的融資難題，隨著兩岸經濟與金融合作、交流日益緊密，兩岸金融業與資本市場互通對接逐漸深化，對臺灣的證券商與創業投資企業亦是巨大的發展契機。

### （一）資本市場對接與證券商發展機遇

臺灣的證券商對參與大陸證券市場一貫持以積極的態度。早在 1997 年，臺灣的證券商就開始在大陸設立代表處。經過十餘年的發展，目前已有數十家臺資證券商在大陸設立了代表處。臺灣的政策當局也逐漸為臺資證券商在大陸的拓展掃清了障礙。2005 年，臺灣金管會頒佈修正的《兩岸證券期貨業務往來許可辦法》，允許符合條件的臺灣證券商申請直接到大陸投資證券商。資格條件包括淨值高於新臺幣 70 億元且淨值大於實收資本額、一定期間內未受金管會處分，未經證交所、櫃買中心及期交所處置，及最近三個月自有資本適足比率高於 200%；投資限額則是，不得超過證券商淨值的 10%；持股比率不得低於大陸證券商已發行股份總額的 25%。為避免對臺灣證券市場產生過大衝擊，限制證券商投資的大陸證券商，不得對臺灣地區個人及事業提供服務；在台證券商不得受託買賣大陸地區的有價證券，也不得推介臺灣地區投資者投資大陸證券市場交

---

易的有價證券與大陸地區公司發行的有價證券。<sup>100</sup>

但迄今為止仍沒有一家臺灣的證券商獲得了大陸地區的資格牌照、正式進駐大陸。在首屆海峽金融論壇上，臺灣元富證券副總裁張清髮指出：“大陸證券業對外資開放的水準，遠遠低於銀行業和保險業”<sup>101</sup>

時至今日，在證券商業務領域，大陸方面仍未對外資開放全牌照。外資證券商要想打開大陸市場，首先必須與大陸本土證券商成立合資公司，而合資公司的設立亦須經過政策當局的審批。在大陸加入 WTO 後，證券市場開放方面呈現“雷聲大雨點小”的局面。目前兩岸的學者、業者屢屢呼籲加強兩岸金融開放與資本市場對接，但大陸政策當局尚未有實質性動作。

兩岸在資本市場對接方面，目前開放了 RQFII、QDII、QFII、QFLP 等互相投資方式，未來發展的重要議題包括兩岸證券期貨機構等互設與投資，推進兩岸交易所對接，整合交易、結算與清算系統，建設跨兩岸的資本市場平臺等等。大陸證券業的開放水準逐漸提高既是大陸履行加入 WTO 承諾的必然要求，也符合資質與規模不斷提高的大陸證券市場的利益，是不可逆轉的趨勢。隨著兩岸經貿往來日漸密切，兩岸金融合作是後 EFCA 時代兩岸合作的重要議題，我們有理由相信在未來的一段時間內，臺灣證券商進入大陸市場各種障礙將漸漸消失。

在大陸，備受關注的造市業務有望在場外市場被首先引入，屆時證券商將獲得另一重要的收入來源。那麼，若臺灣證券商能夠進入大陸市場，能否獲得造市業務的資格呢？我們認為，鑒於場外市場的試點性質與現有場外市場中僅有最早

---

<sup>100</sup> 參考資料：臺灣新規定准許券商今日起可直接投資大陸，林純潔，第一財經日報，2005年2月16日。

<sup>101</sup> 參考資料：張清發：兩岸金融合作別再讓臺灣證券商“單相思”，葉子申，廈門商報，2011年9月9日。

---

進入場外市場的證券商較為活躍的現實情況，臺資證券商即使能成功進入大陸市場，早期的業務範圍也將局限在上交所、深交所的 A 股市場，進入場外市場仍將經歷一段時間。另外，大陸地區的經濟改革一貫履行漸進性改革的方式，在場外市場的建設與發展中亦不例外。如在擬籌建的全國性櫃檯交易平臺中，監管層目前僅選出十家較大型的全國性或區域性證券商作為試點證券商，待到運行成熟後再進行擴容。

## （二）兩岸創業投資業的合作空間

中小企業在臺灣經濟中佔有重要份額，來自臺灣中小企業總會的資料顯示，臺灣目前共有 124.8 萬家中小企業，占企業總數的比例達 97.7%，銷售額占比則接近三成<sup>102</sup>，於此相匹配的是活躍的創業投資活動。相對於歐美和亞洲其他地區的創投企業，臺灣的創業投資公司進軍大陸有著文化、語言、地緣等多方面的優勢。場外市場體系的完善與發展使得大陸的創業投資環境逐步健全，兩岸創業投資業的合作前景廣闊。

兩岸創業投資業合作將是一個優勢互補的雙贏過程，對促進兩岸經濟和創業投資業的發展均十分有利。首先，與大陸經濟的總體規模相比，臺灣的經濟規模較為有限，拓展大陸市場對於處於激烈競爭中的臺灣創投企業十分有吸引力。其次，臺灣創業投資業的發展迅猛，為臺灣培養了大量的專業人士，形成了成熟的創業投資管理經驗；比較而言，大陸的市場潛力龐大，經濟發展迅速，是全球高科技公司的必爭之地，但是創業投資剛剛起步，資金和經驗都十分缺乏；同時，大陸對高科技產業及創業投資業的發展極其重視，出臺了一系列優惠政策，而對

---

<sup>102</sup> 參考資料：臺灣中小企業期冀拓展大陸市場應對轉型挑戰，潘清、許曉青，新華網，2012 年 4 月 6 日。

---

台商又一直有“同等優先，適當放寬”的更加優惠的政策，因此兩岸創業投資合作對雙方來講都是一次大發展的機遇。

目前兩岸創投業直接合作存在的主要障礙主要有兩方面：臺灣目前暫不允許大陸投資於臺地區，也嚴格限制高科技行業向大陸轉移與金融業務的往來；而大陸方面，尚無創業投資運作的良好環境，創業資本的退出管道較為局限，相關法律、法規尚不健全，仲介服務體系較不發達，都制約了臺灣創投企業在大陸的發展。

其中大陸場外市場的發展將為創業資本提供多元化的退出管道，減少兩岸創業投資業展開合作的障礙。創業投資的退出方式通常有股票上市、場外交易、股權回購、企業併購、清算等。目前創業企業要在滬深證券市場上市難度較大，股權回購又受《公司法》的種種限制，企業並購轉讓或清算的退出方式都很難體現或實現高科技企業的潛在價值，因此場外市場的完善和規範以及非公眾公司股權流通的合法化將豐富創業資本的退出方式，更好地吸引創業資本進入創業型企業。

---

## 第六章 總結

鑒於場外市場是多層次資本市場的重要組成部分，並且對拓寬中小企業融資管道與培育優秀企業資源有著重要意義，場外市場的進一步擴容與規範是大陸政策面的方向。從 2010 年期大陸證監會就提出了要加快建設場外市場，經過兩年多的醞釀目前已經正式表態將籌建統一監管的大陸性場外市場，正式方案有望年內揭曉。

自 2006 年中關村科技園區股份報價轉讓系統（新三板市場）建立至今，大陸的場外市場取得了長足的發展，天津、上海、重慶、山東、武漢等地均成立了區域性場外市場，場外市場有了很大發展，但也存在著交易不活躍的嚴重問題。大陸政策層面對場外市場建設的推動將促進這些市場的進一步發展，對大陸的非上市公司、證券商、創業投資乃至大陸的臺資企業以及臺灣的創業投資都是良好的發展機遇。

本部分中，我們將對大陸大陸性場外市場建設的政策方向和目前大陸場外市場的運行情況作簡要概述，並論述大陸場外市場發展對於金融體系的其他參與者如證券商、創投以及對於兩岸經貿與金融合作的進一步深化的重要意義。

### 一、建立大陸性場外市場的政策發展

2010 年初，大陸政府提出加速建設和完善場外市場建設，場外及交易市場首次得到了來自最高領導層的關注，場外市場監管職能逐漸轉移至證監會。負責新三板技術系統支援以及監控日常交易轉讓是否存在異常的深交所在新三板中

---

的作用正在逐漸淡化，掛牌“備案制”的備案部門也將從證券業協會轉交由證監會有關部門<sup>103</sup>。

大陸十二五規劃明確提出“擴大代辦股份轉讓系統試點，加快發展場外交易市場”，並將多層次金融市場體系作為培育、發展戰略性新興產業的有力工具。2011年，金融業界對於“建設統一監管的大陸性場外市場”的普遍解讀為“新三板擴容”，即是在中關村園區的基礎上進一步擴編，讓更多企業得以進入“代辦股份轉讓系統”，大陸各地數十家國家級高新技術產業開發區的數千家企業，都被寄希望能夠進入“新三板擴容”範圍之內。但監管層對“新三板擴容”極其謹慎，雖然2011年1月的大陸證券期貨監管工作會議上時任證監會主席尚福林部署當年8項重點工作時就將“新三板擴容”列於首位，但正式的擴容方案尚未公佈。2012年第一季度國務院副總理王岐山、證監會主席郭樹清調研新三板，隨後在2012年4月的媒體通氣會上，證監會有關部門負責人正式表態將基於新三板試點經驗，籌建大陸性場外市場後，年內以新三板擴容為主體的場外市場的建設將大力推進，主要措施包括擴充市場容量、引入造市商制度、建立合格投資者制度、解決200人問題、引入轉板機制等。根據部分媒體報導，新三板交易所<sup>104</sup>已在籌建中。

在2012年大陸證券期貨監管工作會議上，新任證監會主席郭樹清指出將“以櫃檯交易為基礎，加快建立統一監管的場外交易市場，為非上市股份公司提供陽光化、規範化的股份轉讓平臺。”以櫃檯交易為基礎的場外交易市場，構成了未來大陸性場外市場架構的另一重要部分。2012年2月監管部門召集多家

---

<sup>103</sup> 參考資料：新三板六大關鍵制度基本成型 推出時間仍未確定，經濟參考報，2011年5月17日

<sup>104</sup> 參考資料：新三板交易所人事初定，熊凱，21世紀經濟報導，2012年3月17日。

---

證券商在北京召開會議，討論了證券商櫃檯交易業務試點暫行辦法。目前，該辦法草案基本成文，尚待監管部門核准。草案內容或包括證券商開展櫃檯交易業務的門檻、投資者准入條件及股份公司上櫃交易流程等，對開展櫃檯交易業務的諸多細節進行了規範。

目前正式的大陸性場外市場建設方案尚未出臺，其可能路徑有二：基於新三板擴容而建的大陸性場外交易市場乃至新三板交易所，和大陸性櫃檯交易平臺，此外大陸的場外市場還包括了天津、上海、重慶、武漢、山東等地建立的區域性市場。這些不同的市場在未來的大陸性場外市場體系中是否能夠並存，又各將什麼樣的地位？從 2010 年首提加快場外市場建設至今，場外交易的管理方向完成了從“統一化”管理向“分層化”管理的轉變。在上述體系中，新三板、櫃檯交易平臺與區域性市場各司其職，可對比美國的場外市場結構。同納斯達克相似，新三板交易所定位於服務高科技企業，將作為高層次的場外市場交易平臺運作，與場內市場聯繫更緊密，區別更小。櫃檯交易平臺是中國版的 OTCBB，將提供即時的股票交易價和交易量，具有零散、小規模、簡單的上市程式以及較低的費用。而區域性的場外市場的作用類似於粉單市場，作為場外市場體系的基座，為更高層次的場外市場提供企業資源。

此外，在目前的政策討論中，國泰君安和長安證券兩家證券商還提出了借鑒臺灣興櫃市場的機制設計，將新三板市場作為主板和創業板的強制性預備市場，要求擬上市公司先上新三板掛牌一段時間再過渡到主板市場<sup>105</sup>。

按照大陸性場外市場建設的新三板擴容路徑，新三板的企業資源將從中關村科技園區企業擴展到大陸國家級高新技術園區企業，事實上從各高新園區所公佈

---

<sup>105</sup> 參考資料：國泰君安擬提議監管層建 A 股強制預備板，熊凱，21 世紀經濟報導，2012 年 3 月 31 日。

---

的優惠政策來看，一些高新園區對此早有準備，早在 2006 年、2007 年所出臺的企業改制上市扶持政策中即將新三板掛牌納入扶持範圍。目前北京、上海、天津、深圳、成都、西安、武漢、杭州、蘇州、長沙、長春、大連、重慶、濟南等地的高新技術園區不僅正式成立了推進園內企業新三板掛牌的工作小組，還對擬進入新三板的股份公司有金額不小的上市補貼，對企業改制以及掛牌企業的主辦證券商也有不同程度的財政補貼，其中西安、重慶兩地在去年已經由市政府出臺了市一級的獎勵政策，使補貼/獎勵政策不僅限於高新園區內的企業。其他地區的優惠政策也在制定中。另外，有志於建立區域性金融中心的上海、重慶、天津等地區，不僅對進入新三板的企業進行補貼/獎勵，對進入本地場外市場的企業也給予了類似的財政支持。地方政府給予的 50 萬元至 200 百萬元不等的財政補助基本可以覆蓋企業股份改制和在場外市場中掛牌所發生的會計、律師、財務顧問、登記託管等相關費用，對擴大場外市場容量有極大的促進作用。

## 二、大陸場外市場的發展現狀評價

較早成立的新三板、天交所等場外交易平臺的掛牌企業數量、交易量和融資量穩步增長，重慶、武漢、上海、山東、浙江、福建等地也在涉足場外市場業務領域，近兩年來成立的重慶股權轉讓中心、上海股權託管交易中心、齊魯股權託管交易中心和武漢股權託管交易中心等區域性場外市場為所輻射地區的中小企業提供了股權的流動性和融資機會。

制度設計上，這些場外市場所採取的方式普遍較為保守，如新三板規定掛牌須經由證券業協會和證監會通過，其交易制度以議價協商為主，且暫不允許一般自然人投資者入場交易。在目前中國大陸的場外市場中僅有天津股權交易所和由

---

天交所分市場發展而來的齊魯股權託管交易中心引入造市商並開放散戶投資者交易。這與其他國家與地區的場外市場中普遍允許造市商形成鮮明的區別。

受到制度層面的影響，大陸場外市場在交易上整體表現並不活絡。新三板市場 2011 年全年的交易筆數為 827 筆，以全年 252 個交易日計算，平均每個交易日的成交筆數為 3.28 筆，全年的交易量為 5.6028 億元，僅相當於主板市場不到半小時的交易量。備受關注的上海股權託管交易中心開市的第一個月，交易較為冷清，日均成交金額僅為 30 萬元左右。從掛牌企業數目來看，近年來新三板掛牌企業增長迅速，但這種放量增長可能來源於地方政府足以覆蓋大部分掛牌費用的財政補貼，而非來源於新三板熱絡程度對於企業的吸引力。與此類似，天津、重慶和上海對於在本地場外市場掛牌的本地企業的財政補貼力度在一定程度上提振了場外市場的景氣程度。

定向增資方面，場外市場的融資模式相對主板更具靈活性，除了股權融資的便利外，亦為企業提供了利於其進行債券融資的通道。新三板與天交所兩家成立最早的場外市場近年來在融資能力上均有所提高，不僅融資數額、數量逐年增多，機構投資者的參與熱情亦逐漸高漲。定向增資接近 20 倍的平均攤薄市盈率說明了市場對新三板的投資熱情。

值得注意的是，場外市場的交易活躍度不足除了跟各市場制定的交易制度有關，也受大陸法律法規的影響。大陸法律規定，股東人數超過 200 人即為公眾公司，大陸證監會不受理公眾公司的首次公開發行申請，各場外市場的掛牌條件中也要求股東人數不超過 200 人，這種規定嚴重制約了場外市場的交投活躍，進而對場外市場的長足發展有所抑制。

---

### 三、場外市場與金融體系的全面發展

在 2012 年第一季度國務院副總理王岐山、證監會主席郭樹清調研新三板，證監會有關部門負責人正式表態將基於新三板試點經驗籌建大陸性場外市場後，年內以新三板擴容為主體場外市場的建設將大力推進。場外市場建設的推進除了對於廣大非上市公司是融資、提升股權流動性、提升知名度、積累資本運作經驗等的良好契機外，對證券商和創業投資亦是發展的關鍵機會。

在新三板中，主辦證券商全權負責公司的掛牌申請，在證券業協會監管之下督導信息披露，在市場中處於核心地位，新三板的進一步發展及可能引入的造市商制度使得證券商的新三板業務有著極大的發展空間。證券商的收入來源除了股份轉讓、定向增發、企業收購等環節外，造市商制度實行後證券商還將獲得買賣價差，三大功能給證券商提供更大的作業空間，同時若引入造市商制度，造市業務將給證券商們獲得賺取股份交易的買賣差價的機會。而醞釀中的大陸性場外市場構建的另一途徑——以櫃檯交易為基礎的大陸性交易平臺更是以證券公司為基礎。

另外新三板市場的活躍將有利於提升高新技術企業掛牌、上市的積極性，為創業投資（VC）、私人股權基金（PE）及證券商的直投提供更多的投資目標和資本退出管道。目前在股份轉讓及定向增資中獲得新三板轉板企業的部分機構投資者已經在轉板過程中收穫了較高的投資回報，天交所的掛牌企業中也有啟動首次公開發行申請者，投資於它們的機構投資者投資前景良好，總體而言機構投資者對場外市場的掛牌企業投資熱情較高。

---

#### 四、場外市場與海峽兩岸的經貿、金融合作契機

大陸場外市場的建設有助於促進海峽兩岸的經貿與金融合作進一步加深。目前臺灣與大陸經貿往來密切，台商在大陸的投資與臺灣本土的經濟體構成類似，是以中小企業為主，大陸場外市場的發展也會惠及大陸的臺資企業。大陸的臺資企業在 A 股、B 股市場上掛牌上市不易，也不易在大陸獲得銀行信貸，融資難是制約其發展的重要因素。大陸場外市場發展有助於拓寬中小企業的融資管道，隨著其進一步擴容與發展，我們認為未來一批優秀的臺資企業將登陸大陸的場外市場，獲得更為便捷的融資渠道，獲得更好的發展機遇。

此外隨著兩岸經貿往來愈加密切，兩岸的金融合作與資本市場對接將成為後 EFCA 時代兩岸合作的又一重要議題。大陸證券業開放水平的進一步提高，將使得台灣證券商正式入住大陸在未來一段時間成為可能，同時，隨著場外市場試點運行的推進，在時機成熟之際，進入大陸市場的台灣證券商將有可能獲得造市業務的資格牌照。另外，大陸場外市場的發展有助於大陸創業投資環境的進一步發育，也為臺灣的創業投資應提供了良好的業務拓展契機。