

以代办股份转让市场为基础发展我国场外交易市场，在制度设计方面要在公平和效率之间寻找一个平衡点，设计出一个能为市场各方所接受、有利于市场发展的市场体系。

# 以代办股份转让市场为基础发展场外交易市场

厦门大学经济学院 杨筱林  
 华南师范大学 黄少军

发达国家一般拥有多元化的证券市场，从挂牌公司的数量看，其结构好像一个金字塔，证券交易所处于金字塔的顶端，场外市场处于底端：场外市场挂牌公司数量庞大，标准低；交易所挂牌公司数量少，上市标准高。

中国的情况有些相反，经过长期发展的证券交易所主板市场已形成较大规模，同时却又几乎没有场外市场。为了改变这种状况，建立和健全一个多层次的资本市场体系，中国证券业协会于2001年7月开办了代办股份

转让业务。从业务形态看，代办股份转让业务是证券公司以其自有或租用的业务设施，为非上市公司提供股份转让服务，以解决从主板退市的公司和原有法人股流通市场的股份转让问题。从发展趋势看，它将逐步发展为我国的场外交易市场。目前依托该业务的开展，已经初步建立起场外市场的架构，但市场规模尚小，远远不能满足社会需求。到目前为止只我国批准了深圳、上海证券交易所和代办股份转让业务市场三个公开的证券交易市场。在这三个市场中，代办股份转

让业务市场成立时间最短、规模最小，但正因为如此，它面临着历史性的机遇。要把握好这历史性的机遇，就必须对代办股份转让业务市场进行前瞻性的市场定位和制度设计。

## 海外场外证券交易市场的特点

最早的证券交易其实都是场外交易。集中交易的证券交易所是从场外交易市场上发展起来的。证券交易所的形成是证券市场交易规模扩大、节约交易成本的结果。

近年来，在西方发达国家，投资

校、科研机构、上市公司等也要参与其中，使其成为一种全社会的自觉行动。老年投资者教育不仅要让老年投资者接受证券投资基础知识的培训，还要对老年投资者进行更高层次的理论学习，如接受财务知识的培训、聘请专家学者开设宏观政治经济形势讲座等；更重要的是，必须使老年投资者接受投资心理学的教育，通过典型案例剖析，倡导正确的价值观和投资理念，让老年投资者了解各类非理性行为产生的根源和危害，以及违规机构对老年投资者心理偏差的利用，从而使其在投资活动中自觉防范各种证

券欺诈和投资风险。

[本文受国家自然科学基金项目

(79990580)、上海市教委重点学科研究项目“决策中的复杂性研究”资助]

### 注释

- 1.数据来源于国家统计局2000年第五次全国人口普查主要数据公报(第一号),人民日报,2001年3月29日。
- 2.数据来源于上海证券交易所统计年鉴

- 2002卷。
- 3.数据来源于上海市第五次人口普查办公室、上海市统计局《上海人口发展报告》,2001年9月。

### 参考文献

- 1.郭沧萍主编:《社会老年学》,中国人民大学出版社,1999年。
- 2.陈红:《人口老龄化与社会可持续发展》,《人口与经济》,2001年4月。
- 3.张本波:《我国人口老龄化的经济社会后果分析及政策选择》,《宏观经济研究》,2002年3月。
- 4.曾毅:《中国人口老龄化的“二高三大”特征及对策探讨》,《人口与经济》,

- 2001年5月。
- 5.[美]弗兰科·莫迪利亚尼:《关于稳定政策的争论》,经济学院出版社,1991年。
- 6.The Aging of Population and Its Economic Implications, New York, United Nations, 1956.
- 7.Economic and Social Implications of Population Aging, New York, United Nations, 1988.

者和公司的多样化需求以及通讯电子技术的进步推动了场外交易市场的发展。场外交易市场也因应投资者的不同需要而不断细化。如今的场外交易市场不仅有原始的柜台交易方式,还有能够提供实时报价和进行连续撮合交易的交易系统;不仅给投资者提供未上市证券的交易服务,还利用成本优势为投资者提供已上市证券的转让服务。目前,国外场外交易市场的发展呈现以下特点:一是证券交易信息透明化,二是公司信息透明化;其交易方式和信息披露要求逐渐与主板靠近。美国的场外交易市场OTC BB和Pink Sheets都提供实时行情和成交信息。公司信息透明化使一些场外交易市场更加规范,缩短了场外交易市场和证券交易所的差距,提高了场外交易市场的竞争能力。

#### 一、市场信息趋于透明化

美国的场外交易市场除了证券商柜台交易外,主要由两个全国性的大市场构成,一是纳斯达克附属的场外交易市场行情公告牌市场(Over The Counter Bulletin Board,简称OTC BB),一是粉红色交易表市场(Pink Sheets)。

OTC BB市场的发展经过两次透明化历程。第一次是证券交易信息透明化。根据1990年的《廉价股票改革法》,为了提高场外交易市场的透明度,美国证券交易委员会提出建立电子交易系统,显示报价和成交信息,推动了OTC BB市场的成立。该市场着眼于建立证券交易商信息披露机制,提高廉价股票交易的透明度和规范化。第二次透明化是公司信息的透明化。1999年1月,OTC BB市场上市规则获得了美国证券交易委员会的批

准,新规则规定在OTC BB市场报价的证券必须提供它们当前的财务报告,并送交美国证券交易委员会和指定的银行或保险公司。已经在市场上交易的公司可以有一个一年的达标宽限期,如果在宽限期内未能达到新的标准,则公司不能继续在OTC BB上交易。自1999年7月至2000年6月,有超过3000种证券由于不符合新规则而从该市场上摘牌。

Pink Sheets市场则经过两次证券交易信息透明化过程。1911年美国全国报价局开始每天向市场提供一本粉红色小册子,报告全美柜台交易行情。行情表列有公司名称、价格、做市商名称和电话号码等有效信息。第二次信息透明化是1999年9月。为了和OTC BB市场竞争,Pink Sheets市场引入电子报价服务,为经纪商和投资者提供实时报价和成交信息。

#### 二、主要为中小企业服务,交易标的以廉价股票为主

在场外交易市场上市的公司主要

是中小企业,其股价也较为低廉。以2002年6月计,每股价格低于1美元的股票占OTC BB市场总股票数量的67%。但是市场也不排斥高价股票,每股价格超过10美元的股票占挂牌股票数量的18%。由此可见,市场有着多样化的需求。场外交易市场不仅有廉价的股票,有些很好的公司因为成本或其他原因不愿意去证券交易所上市,而愿意留在场外交易市场上交易。

#### 三、市场开放,竞争激烈

美国场外交易市场非常自由,除OTC BB市场要求挂牌公司公布财务状况外,其他市场对挂牌公司不做任何要求。对做市商也没有市场准入限制,证券商只要达到所规定的非常低的要求即可成为挂牌公司的做市商。OTC BB市场和粉单市场在成立初期对挂牌公司没有任何要求。1999年1月后,OTC BB市场要求挂牌公司向美国证券交易委员会或银行、保险公司定期报告公司财务资料,粉单市场便成为美国证券市场中监管最宽松的一个



代办股份转让市场的制度设计应体现为将信息透明成本转化为市场信誉。 /本刊资料室

市场。

美国场外交易市场是一个开放的市场，场外交易市场之间存在大量双重报价的证券。美国场外交易市场竞争激烈。为了能够在竞争中立足，吸引挂牌公司，市场都规定不向挂牌公司收费，做市商也不能向挂牌公司收费，市场的主要收入来源靠向会员收费和向其他使用者收取实时行情和历史数据使用费。

#### 四、广泛采用做市商制度

做市商是美国场外交易市场的基本制度，美国两个电子报价场外交易市场，交易全部通过做市商进行。2002年7月，OTC BB市场共有3718种证券挂牌交易，有277个做市商，平均每只股票的做市商为11.11个，在Pink Sheets市场则有超过700个做市商。

### 海外场外证券市场发展的启示

制度设计在考虑市场公平的同时，必须充分考虑市场参与成本。以代办股份转让市场为基础发展我国场外交易市场，在制度设计方面要在公平和效率之间寻找到一个平衡点，设计出一个能为市场各方所接受、有利于市场发展的市场体系。海外市场的发展为我们提供了有益的经验。

一、市场成本决定了市场的竞争力和发展前景

市场成本可以包括：证券经纪商等中介机构的成本，市场监管成本，股份公司挂牌成本，投资者获取信息、分析信息的成本。成功的市场总是建立在既降低成本又提高效率的基础上。

如美国Pink Sheets市场，这是一个做市商间基于因特网的全国性场外交

易实时报价系统。只要做市商愿意为公司提供报价并填报必要的表格，就可以在系统挂牌，市场管理方和券商均不向挂牌公司收费。公司在这个市场上挂牌交易不用增加成本，却能为股东提供股票的转让市场。这种市场自然受公司欢迎。

二、有效保护投资者利益，提高市场竞争力

有效保护投资者利益需要增加市场透明度，而任何增加市场透明度的措施都要增加投资者的成本，市场制度必须在二者之间寻找到一个平衡点。制度设计的合理性应体现为将信息透明成本转化为市场信誉，市场信誉的增加可以增加市场的流动性，有助于提升公司的股价。

美国OTC BB市场为了和Pink Sheets市场竞争、提升市场的信誉度，从1999年1月起所有挂牌公司都要在为期一年的宽限期后定期公布财务资料。结果市场的挂牌证券数量从1998年底的6613种下降到2002年底的3718种，做市商则从396个下降到277个。财务审计费用增加是企业决定放弃挂牌的最重要的原因。但信息透明化提高了市场信誉，增强了投资者的信心，更多的投资者愿意参与这个市场。所以虽然挂牌证券数减少了，市场的成交金额却出现很大的增长，改革取得了成功。

三、制度设计必须考虑各方利益

与上面美国市场的例子相反，台湾柜台交易中心挂牌的第二类股票，因为制度设计不合理而以失败告终；主要是因为制度设计时过于追求公平而忽视了效率。其失败之处主要体现在：(1)规定公司初次挂牌公开承销

的数量不超过1000万股，挂牌后增资扩股也不得办理公开承销，致使筹资功能受到限制，影响公司上柜交易的积极性。(2)承销商要承担比柜台交易第一类股票更多的责任，且不允许信用交易和投资基金购买，导致市场流动性不足、承销券商所承担的责任和获得的收益不对称。(3)规定挂牌公司大股东股份禁售时间为4年，而柜台交易第一类股票只要2年，影响到公司大股东的利益。

台湾柜台交易中心的第二类股票挂牌条件虽比第一类股票挂牌条件宽松，但这些条件带来的利益远不如公司上市或以第一类股票上柜。

### 我国代办股份转让

#### 市场现状及存在的问题

现行的代办股份转让业务市场从相关文件规定和运作的实质看都是场外交易市场。该市场不仅具有行情揭示功能，还能够为委托报价进行交易撮合。每周交易三次，市场的交易功能较为完备。为了活跃市场，中国证券业协会于2002年8月30日发布了《关于改进代办股份工作的通知》，确定了股份分类转让的标准，净资产值为负值的公司仍维持每周转让三次，而净资产值为正值或盈利的公司，可实行每周五次转让，新规定自2002年10月8日正式实施。为了加强信息披露工作，中国证券业协会先后发布了《股份转让公司信息披露实施细则》和《关于加强代办股份转让监管和风险揭示的通知》。《实施细则》规定了较严格的信息披露要求，例如公司全体董事必须承诺保证信息披露内容和形式的真实、准确、完整和及

时。《通知》要求加强对代办股份转让业务的自律管理,加强对代办股份转让的实时监控,对价格出现异常变动的实施暂停转让,并要求进一步加强对投资者的风险提示。

中国证券业协会于2001年6月发布的《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》(以下简称《办法》)和《股份转让公司信息披露实施细则》两个规章制度,注重发挥证券商在股份转让中的作用,整个市场的架构是以证券商的自律管理为主,这为我国发展场外交易市场奠定了良好的基础。但实际运行中存在下面一些问题:

#### 一、新的发展目标不明确

《办法》明确了开办市场的目的是“为解决原STAQ、NET系统挂牌公司的股份流通问题,规范证券公司代办股份转让服务业务活动”,这一目的现已达到。但后来又有几家主板退市的公司在代办股份转让市场上交易,这就使原有目标模糊,新目标没有明确。

#### 二、证券公司在市场中的定位不明确

《办法》规定,“股份转让公司信息披露不够及时、充分、完整或可能误导投资者的,证券公司可以要求股份转让公司做出修改或澄清公告。股份转让公司未按证券公司要求做出修改的,证券公司应对投资者以公告的方式做出风险提示”。证券公司类似一个市场的监管者,但证券公司又从事证券交易的中介业务,明显存在利益冲突。虽然《办法》还规定“证券公司不得自营所代办公司的股份”,但这条规定难以被监管执行。证券公司在代办股份转让市场中的作

用应是中介机构或自营商,它不应该带有任何监管职能。

#### 三、目前设计不利于中小券商的参与,削弱了市场竞争

场外交易市场业务利润较主板市场业务利润低,这类市场应提供更多条件鼓励中小券商积极参与。但《办法》对从事股份转让业务的证券公司要求严格,规定证券公司必须至少要有20家营业部,要求比主板还高,不符合市场的规律。证券业协会在制度设计时应鼓励竞争,更多地考虑中小券商的利益而不是大券商的利益。

《办法》规定“股份转让公司应当且只能委托一家证券公司办理股份转让,并与证券公司签订委托协议”。这条规定对股份转让公司不利,会损害市场客户利益和其他券商的利益。在美国,场外交易市场都明示股份转让公司可以选择一家或多家做市商,多家做市商的存在推进了市场竞争,可以使股份转让公司得到更好的报价。

#### 四、市场封闭,开放度不够

一个开放的市场不应应对股份的登记、过户实行封闭管理,要将登记、过户和交易分开;投资者可以选择集中交易或协议转让。但《办法》第六节否认了协议转让的可能。

中国证券业协会的会员是证券商,具有经营证券业务的资格,而代办股份转让业务只是一项普通业务,会员应自动拥有经营代办股份转让业务的资格。但是《办法》第七十七条规定“未经中国证券业协会批准,擅自从事代办股份转让服务业务的证券公司,中国证券业协会将建议中国证监会予以处理”,将该项业务定义为

特殊的业务,并运用行政审批手段,不利于市场的发展。

#### 五、对信息披露要求过高

《规章》要求代办股份转让业务市场上的挂牌公司不仅要披露年报、中报,还要披露季报,且挂牌前要在指定的报纸上发布上一年经审计的年报,这些都大大增加了挂牌公司的成本。代办股份转让市场要制订出合理有效的市场制度,应当考虑市场各主体的交易成本和充分竞争原则,不可因为透明化要求太高使公司无力承受成本;或者在市场的某一环节形成垄断,伤及其他市场主体的利益。

#### 六、没有解决主板市场遗留的历史问题

《办法》规定“代办转让的股份仅限于股份转让公司在原交易场所挂牌交易的流通股份”,流通股和非流通股分割的问题在代办转让市场上被延续。实际上,代办股份转让市场规模不大,改革成本低,可以进行股份全流通的试点。

### 以代办股份转让市场为基础发展我国OTC市场

#### 一、发展我国OTC市场已经具备了初步条件

首先,以代办股份转让市场为基础发展我国OTC市场可以改变目前我国资本市场层次单一、竞争不足的状况,有利于形成多元化的市场格局。我国现有的场外证券交易市场只有代办股份转让市场,市场规模小;倒金字塔型的证券市场体系结构不符合国际惯例,也与市场经济规律相左。

其次,发展我国OTC市场上市资源充足,有助于推动民间资本的流

动,有利于资源的优化配置。能够为我国OTC市场所使用的上市资源包括:(1)中小企业。我国目前存在大量民营中小企业,它们有较大的融资和股份转让的需求,但其又不能达到主板的上市条件,或无法获得在主板上市的资格。场外交易市场能够满足它们的这些需要,(2)定向募集股份公司募集法人股。1992年5月,以国家体改委为首的10个部委颁布了《股份公司规范》以及13个配套文件,使得以法人股为主的定向募集公司在中国迅速发展。到1994年6月30日停止审批定向募集公司时,我国的定向募集公司已经达到5964家,总股本为3942亿元,其中法人股(包括国有法人股和国家股)共2464亿元,占全部定向募集公司总股本的62.5%。目前大部分募集法人股只能在“黑市”流通。(3)其他股份公司的国有股、法人股。长期以来,国有股和法人股的流通问题一直困扰着我国主板市场。1999年9月中共十五届四中全会提出了“要坚持有进有退,有所为有所不为”的国企改革原则,为国有资本在部分领域的退出打开了政策通道,体现在证券市场上就是逐步减持国有股。2002年6月23日,虽然国务院宣布停止通过国内股市减持国有股,但问题并没有得到实质性解决。目前深沪证券交易所上市公司的非流通股本约占总股本的69.42%,其流通问题现在主要通过场外协议转让方式解决,流动性较差。

第三,市场需求有较大的发展空间。目前代办股份转让市场的投资者主要是个人投资者,开户数虽已超过12万,但与主板相比,还有很大的发展余地。当前社会上各种彩票销售量



代办股份转让市场充分利用现有交易场所资源,可以降低券商和投资者的进入成本。

日渐上涨,说明国内资金需要寻找出路,这些资金有巨大的风险投资需求。据估计,代办股份转让市场每增加一家挂牌公司,便可带来近1万名投资者。随着主板退市公司不断进入该市场,投资者队伍也将同步扩大,估计一、二年内将可达到30多万人。

第四,市场有发展的基础。目前代办股份转让市场采用电子报价交易方式,在交易平台的建设上具有先进性。此外,现有6家证券公司及其下属309家营业部开办了股份代办转让服务。这些证券经营机构已经积累了相当多的证券市场经验,是发展代办股份转让市场的重要力量。

二、必须明确代办股份转让市场的定位

多层次的证券市场应当包括场内市场和场外市场两层架构。两个市场层次之间虽然存在着一定的竞争,但主要是互补关系。从市场定位要有利于证券市场资源的合理配置、能够使市场有最广阔的发展空间这两个因素考虑,我们认为,以代办股份转让业

务市场为基础发展我国的场外交易市场是较好的制度安排。它和主板市场及筹建中的创业板市场所建立的是垂直分工的互补关系,主要功能应当定位在:(1)培养中小企业,使这些企业通过场外交易市场发展壮大,为主板和创业板准备上市资源;(2)承担主板和筹建中的创业板的上市公司退市后的挂牌转让,与主板和创业板形成一个更完整的从“进入”到“退出”均有缓冲区、多层次、满足不同投资者不同风险偏好的资本市场体系。

首先,代办股份转让业务市场还不具备成为证券交易所的条件。(1)从政策层面看,代办股份转让业务市场虽是经过批准的证券交易市场,但不能从事证券交易所的相关业务;(2)从市场规模看,深圳、上海证券交易所作为证券市场的先行者,在投资者、上市公司数量等方面都远超过代办股份转让市场。代办股份转让业务市场成立一年多来总共成交了约30亿元,而这仅是证券交易所平时一日的成交量。(3)在交易制度方面,深圳、上

海证券交易所采用集中竞价交易方式,委托成交系统先进,市场股票换手率高,流动性好,代办股份转让业务市场想在这方面超过交易所也很困难。

其次,代办股份转让市场在场外市场中具有很强的竞争力,无论是市场参与度还是成交量都是场外市场的领导者。目前,我国场外市场按照交易方式的不同可分为场外协议转让、柜台交易、电子报价交易三种方式。场外协议转让市场主要包括主板上市公司国有股和法人股的大宗转让、“黑市”交易,其他未上市公司的股份转让等。柜台交易市场主要包括:银行债券柜台交易和中小规模的产权交易所的企业产权交易。这两个市场的规模和交易量都微不足道。电子报价交易市场主要包括代办股份转让业务市场和规模较大的区域性产权交易所,其中深圳国际高新技术产权交易所还推出了非公开性权益交易市场和托管企业代办股份转让服务。场外协议转让市场以及产权交易所股权交易市场的交易对象少、交易费用高,是效率较低的制度安排。产权交易所从事股权交易也备受争议。相比之下,代办股份转让市场在两个方面减少了交易费用:一是为投资者提供公开且合法的场外市场;二是公开市场的规模效应能吸引较多的投资者,提高证券的流动性,从而减少了流动性不足带来的较高交易费用。在制度变迁成本方面,代办股份转让市场可以充分利用现有的证券市场的资源,如一大批有经验的券商、投资者、相关的中介机构以及已经建成的营业场所和通讯网络等交易设施,市场的设立和

维持成本低廉。因此,以代办股份转让市场替代其他两种场外交易方式将会有较大的净收益,是高效率的制度安排对低效率制度安排的替代。

### 几点建议

首先,应当尽快明确代办股份转让市场的身份,将其定位为我国场外交易市场,以便为它的发展留下更广阔的空间。可以考虑以此为基础,另行整合现有分布在全国各地的、进行零散交易的200多家各类产权交易所,组成“产权交易板”,初期可以考虑仅进行产权集中交易,而不允许从事股票拆细交易。

其次,明确市场上市资源的定位。代办股份转让业务市场应重点解决未在证券交易所上市公司的股份转让问题,主要包括两类:一是达不到主板上市条件的股份公司,如主板退市公司、公司规模或盈利水平达不到主板要求的公司。二是达到主板要求但是不愿意到主板上市或因其他原因而放弃在主板上市的公司。

第三,应当尽量利用现有交易所资源,降低券商和投资者的“入场”费用。根据目前的进展,应当与深圳证券交易所合作,尽量利用深交所丰富、先进的交易资源。

第四,明确主办券商的做市商角色定位。2002年8月30日中国证券业协会发布的《关于改进代办股份转让工作的通知》,对主办券商的作用进一

步作了规定和强化,显示有将主办券商发展为做市商的制度设计思想。但目前对主办券商的模糊定位,不利于调动券商的积极性。应当明确券商的做市商定位,使其能够积极维持市场的流动性,以吸引更多的投资者。

第五,继续做好与主板的协调工作,使代办股份转让市场与主板可以平滑对接,从而为主板退市机制的特别转让找到出路,通过该市场实现退市企业的重组和申请上市企业在该市场的“预上市”,继而为主板输送优良的上市公司,为实现多层次资本市场之间的转换打下基础。

第六,为克服流动性不足的问题,市场涨跌幅限制的设立不宜过小。代办股份转让市场应该比主板市场有更大的空间,《办法》中为挂牌公司的股票交易设立了5%的涨跌幅限制实为不妥。代办股份转让市场的股票交易应当不设涨跌幅限制,或者设定较大幅度的涨跌幅限制。这样可以在一定程度上改善目前市场交投不畅、流动性不足的问题。

第七,在强调对投资者进行风险教育的同时,应当主动介绍市场的投资价值,以便投资者作出合理的选择。强调风险自然不错,但市场的投资机会也应当揭示给投资者,否则,市场没有投资者,将会逐渐变成一个“死市”。与此同时,积极推动挂牌公司的资产重组,以真正体现市场的价值。 ■

### 参考文献

- 1.何杰:《证券交易制度论》,经济日报出版社,2001年。
- 2.张瑞彬:《信息披露制度研究》,《创业板市场前沿问题研究》,中国金融出版社,2001年。
- 3.台湾证券交易所股份有限公司等:《世界主要证券市场相关制度》,1999年。
4. www.pinksheets.com, www.otcbb.com, www.allstocks.com.