

我国
三板
市场
法律
制度
问题
研究

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 12020051300464

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国三板市场法律制度问题研究

Research on Legal System of Third Board Market in China

陈
弘

陈 弘

指
导
教
师
:
郭
俊
秀
副
教
授

指导教师姓名: 郭俊秀 副教授

专业名称: 经济法 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席:_____

评 阅 人:_____

厦
门
大
学

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

三板市场，是一国多层次资本市场体系中不可缺少的重要组成。它既能为暂时不满足主板市场、二板市场上市要求的公司提供辅导培育服务，又能为从主板市场、二板市场退市的公司提供股份再流通的场所，因此有着独特的存在价值和不可替代的作用。在我国，三板市场现指“代办股份转让系统”，是于 2001 年正式开办的。发展至今它逐步具备了三大功能：第一是为原 STAQ 和 NET 系统的定向募集公司提供股份流通场所；第二是接纳主板退市公司；第三是为中关村园区的非上市高科技企业提供报价转让服务。与国外成熟的三板市场相比，我国有关三板市场的法律制度至今仍未完全建成、缺憾相对较多，如监管体制的不足阻碍了市场的持续发展，发行制度的缺位制约了市场融资功能的有效发挥，交易机制的错位则导致了市场交投局面冷清、股票乏于流动。

有鉴于此，本文首先明确了三板市场的法理界定和法律范畴，阐述了完善三板市场法律制度的价值所在。其次，运用比较分析的方法对美国、英国、台湾等国家和地区三板市场建设的成功经验及其对完善我国相关法律制度的借鉴意义进行了总结。再次，通过剖析我国三板市场的历史沿革及现有法律制度，指出当前我国三板市场法律制度的主要缺憾，即监管、发行及交易三大制度的不健全。最后，针对前文已明确的三板市场法律缺憾，提出了相关制度的改进构想。

实践的发展总是离不开理论的指导。三板市场在我国仍是新生事物，其发展完善必然还有很长一段路程要走。因此，笔者通过对三板市场现有法律制度进行梳理，分析其主要缺憾，在借鉴其他国家和地区成功经验的基础上提出改革建议，以期对我国三板市场制度的完善有所助益。

关键词：三板市场；多层次；场外交易

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

Third board market, an indispensable component of the multi-layer system of capital market, plays a particular and irreplaceable role in not only offering the service to support those companies which temporarily fail to meet the requirements of being listed in the main board market and second board market, but also providing the venue for the redistribution of shares of those delisted companies. Third board market in China, formally referred to as “Commissioned Shares Transfer System”, was established in 2001. It has already gradually evolved into featuring three functions. Firstly, the system serves as a stock exchange center for the directional raising corporations originating in the abolished STAQ and NET system. Secondly, the system accepts the companies ousted from the main board market. Thirdly, the system offers quotation and transfer services for the non-public hi-tech companies in ZHONG GUAN CUN Industrial Park. Nevertheless, in comparison with foreign mature counterpart, the legal system of third board market in China, still accompanied with comparatively many defects, remains far from completely formed. To be specific, the shortage of the supervision system obstructs the sustained development of the market, the absence of the issuing system restricts the financing function of the market and the deviation of the transaction system leads to the infrequent exchange of the market.

The dissertation is divided into four sections for the discussion. To begin with, it defines the legal concept and category of third board market and clarifies the value of improving the legal system of third board market. Next, by the method of comparative analysis, the author summarizes the successful experience in operation of the third board market in U.S., UK and Taiwan and puts forward its possible model significance to China's relevant legal system. Thirdly, through the review of the history and status quo of the third board market in China, the dissertation points out the principal defects within the system of supervision, issue and transaction. Finally, suggestion on the relevant systems is set forth by the author, with a view to settle the hereinbefore mentioned problems.

Without guidance of the theory, practice could never move forward. As the third board market remains a brand new concept in China, there will be a long way before it

becomes mature. By analyzing the current legal system of Third Board Market, revealing the main problems, and taking into account the successful experience in some countries and regions, the author brings forward some suggestion which is hoped to be beneficial for the future development of third board market in China.

Key words: Third Board Market; Multi-layer; Over-the-counter

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

导 言	1
第一章 三板市场的法理基石	2
第一节 三板市场的法理界定	2
第二节 三板市场的法律范畴	3
一、三板市场与主板市场、二板市场的区分	3
二、三板市场与中小企业板市场的区分	4
三、三板市场与场外交易市场的区分	4
第三节 完善我国三板市场法律制度的价值	5
第二章 部分国家和地区三板市场法律制度比较研究	7
第一节 美国 OTCBB 市场	7
一、监管体制	7
二、发行制度	8
三、交易机制	9
四、信息披露	9
五、转板机制	10
第二节 英国 PLUS 市场	10
一、监管体制	11
二、发行制度	12
三、交易机制	13
四、信息披露	13
五、转板机制	13
第三节 我国台湾地区兴柜股票市场	14
一、监管体制	14
二、发行制度	15
三、交易机制	15

四、信息披露.....	16
五、转板机制.....	16
第四节 部分国家及地区三板市场法律制度评述	16
第三章 我国三板市场法律制度评析	18
第一节 我国三板市场的历史沿革	18
第二节 我国三板市场法律制度的缺憾	19
一、监管制度之不足.....	20
二、发行制度之缺失.....	22
三、交易制度之错位.....	23
第四章 我国三板市场法律制度的改革建议	26
第一节 监管法律制度的重塑	26
一、监管原则之明确.....	26
二、监管模式之选择.....	27
三、法律体系之重构.....	29
第二节 发行法律制度的构建	30
一、我国三板市场的准入条件.....	30
二、非上市公众公司发行制度的构建.....	31
第三节 交易法律制度的纠位	35
一、完善现有交易机制.....	36
二、引进做市商制度之建议.....	37
结 语	41
参考文献	42

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 The Basic Legal Concept of Third Board Market	2
Subchapter 1 The Legal Characteristics of Third Board Market	2
Subchapter 2 The Legal Category of Third Board Market	3
Section 1 The Difference among Third Board Market, Main Board Market and Second Board Market	3
Section 2 The Difference between Third Board Market and Small and Medium-sized Enterprise Board Market	4
Section 3 The Difference between Third Board Market and Over-the-counter Market	4
Subchapter 3 The Significance of Improving the Legal System of Third Board Market in China	5
Chapter 2 The Comparison of Legal System of Third Board Market among Some Countries and Regions	7
Subchapter 1 The OTCBB in America	7
Section 1 Supervision System	7
Section 2 Issuing System.....	8
Section 3 Transaction System.....	9
Section 4 Information Disclosure System.....	9
Section 5 Upgrade and Downgrade System.....	10
Subchapter 2 The PLUS in Britain	10
Section 1 Supervision System	11
Section 2 Issuing System.....	12
Section 3 Transaction System.....	13
Section 4 Information Disclosure System.....	13
Section 5 Upgrade and Downgrade System.....	13
Subchapter 3 The Emerging Stocks Market in Taiwan	14
Section 1 Supervision System	14
Section 2 Issuing System	15

Section 3	Transaction System.....	15
Section 4	Information Disclosure System.....	16
Section 5	Upgrade and Downgrade System.....	16
Subchapter 4	The Summarization of Legal Systems of Third Board Market among Some Countries and Regions	16
Chapter 3	The Analysis on Legal System of Third Board Market in China.....	18
Subchapter 1	The History of Third Board Market in China	18
Subchapter 2	The Defects of Legal System of Third Board Market in China.....	19
Section 1	The Shortage of Supervision System	20
Section 2	The Lack of Issuing System.....	22
Section 3	The Deviation of Transaction System	23
Chapter 4	Opinions on Improving the Legal System of Third Board Market in China	26
Subchapter 1	Opinions on Supervision Legal System	26
Section 1	The Definitude of Supervision Principle.....	26
Section 2	The Choice of Supervision Patterns	27
Section 3	The Reconstruction of Legal System	29
Subchapter 2	Opinions on Issuing Legal System	30
Section 1	The Entry Standards of Third Board Market in China	30
Section 2	Opinions on Issue of Unlisted Public Company.....	31
Subchapter 3	Opinions on Transaction Legal System	35
Section 1	Improving the Current Transaction Mechanism.....	36
Section 2	Opinions on Boosting the Market Maker System	37
Conclusion	41
Bibliography	42

导 言

中国证监会在 2008 年 1 月 24 日发布的《中国资本市场发展报告》中提到，构建多层次股票市场体系、满足多元化的投融资需求将成为我国资本市场未来发展的战略目标之一。成熟、完善的多层次资本市场体系对优化资源配置、促进经济发展来说具有重要意义。以美国为例，其不仅有适于大型企业的主板市场如纽约股票交易所（NYSE），有为成熟期的中小企业服务的二板市场——全美证券交易商协会自动报价系统（NASDAQ），更有适合规模较小的半成熟中小企业的三板市场——场外电子柜台交易市场（OTCBB）以及准入标准更低、不受监管的四板市场——粉单市场（Pink Sheets）等。每一层次市场各具特色，但又共同构成极富活力、能为各类企业服务的“无缝式”多层次资本市场。相比之下，我国证券市场仍处于整体规模偏小，证券品种稀少，市场结构单一的发展阶段。当前由于主板市场准入门槛过高，加之缺乏较低层次资本市场的支持，众多中小企业普遍处于融资困难、发展受限的尴尬境地。要解决这一问题，除加紧推出创业板市场外，如何完善我国多层次资本市场的另一重要环节——三板市场，显得尤为重要。2005 年底《证券法》的全面修改，为我国三板市场的发展留下了宝贵的法律空间。而代办股份转让系统作为目前三板的雏形，开办至今一直在探索中寻求发展。2008 年《中国资本市场发展报告》亦提出将进一步健全和完善代办股份转让系统。可见，就长远而言，作为多层次市场体系中不可或缺的一层，三板市场有着良好的发展前景。

然而，作为诞生在特殊历史条件下的“中国造”三板——代办股份转让系统，其具体规则与国外典型三板市场所具备的法律特征间存在着众多冲突，使三板市场的作用难以完全发挥。制度的缺陷使得市场需求难以有效激活，由此产生的经济诉求即成为推动法律改革的动力。如何发展三板市场，一直以来多由经济学家进行讨论，基于法学视角的探讨尚未多见。故本文拟从三板市场的基本法理入手，比较借鉴国际经验，对我国三板市场发展进程中所涉之监管、发行、交易问题进行深入的法学研究，以期对完善我国三板市场法律制度有所助益。

第一章 三板市场的法理基石

第一节 三板市场的法理界定

任何一种法律制度的理论基石，均在于对其法律概念的界定及范畴的统括，特别是我国多数人对三板市场的认识含糊不清的现在，笔者以为更有必要对三板市场的基本问题作出法理上的界定。

要准确界定作为证券市场形态之一的三板市场，就必须先把握好证券市场的定义和特征。证券市场是进行证券募集、发行和交易活动的场所，是金融市场的重要组成部分，包括证券交易所和各种场外交易市场。^①作为社会经济关系集合的证券市场经由《证券法》等相关法律规范的调整后即上升为法律关系的集合，其基本特点有：主体上涵盖了交易活动和监管活动的参加者，包括证券发行、证券交易和证券附加服务的当事人以及证券市场监管机构；^②客体则主要是指公开流通的有价证券及紧密围绕“证券”展开的各种发行、交易、监管行为；至于内容，则主要是指在各方主体间的实现权义、权责一致的具体规范。

三板市场作为证券市场的一种特殊存在形态，其不仅具备了证券市场的基本特点，亦有自身特色：（1）主体方面：准入门槛低，上市条件宽松是三板市场的优势，因此发行主体多为发展尚未成熟又亟需融资支持的中小企业。同时，宽松的准入条件也意味着较高的市场风险，故投资主体也多以具备一定经验知识和抗风险能力的成熟投资者为主；（2）客体方面：作为主板、二板市场的顺延，三板市场上可交易的有价证券资产质量较低、风险性较高。其交易品种主要包括：不符合主板、二板挂牌条件的证券及在主板、二板市场上被摘牌的证券。^③此外，围绕这些证券所展开的各种发行、交易、监管行为，也因三板市场上证券种类的特殊性而有着不同于主板、二板的制度设计原则与市场行为规则；（3）内容方面：

^① 柳经纬,主编.商法(上册)[M].厦门:厦门大学出版社,2002.315.

^② 同上。

^③ 以美国 OTCBB 市场为例，能在该市场交易的证券有：（1）未能在全国证券交易所和纳斯达克上市的证券；（2）符合条件的任何外国证券或美国存托凭证；（3）因不符合维持上市的标准从纽约证券交易所或美国证券交易所下市或在下市前被纽约证券交易所或美国证券交易所暂停交易的股票；（4）全美证券商协会(NASD)规则第 6910 条所定义的任何未在纳斯达克或美国其它全国性证券交易所挂牌的直接参与计划。

由于主客体所具备的特性,决定了三板市场在信息披露、融资手段、监管方式等权利义务的分配方面拥有多于其他证券市场的弹性和灵活性。

“三板”中的“三”是指其在多层次资本市场体系中所处的地位或次序。在这一体系里,板与板间既相互区别也相互联系,板次越后,上市条件越宽松、信息披露要求越低、融资范围越小,后板为前板提供升板资源,板与板之间存在相互转移和循环的关系,既相互依存又进退有序。^①若要形象比喻,三板就是“小学教育”,既能培养优秀学生进入中学、大学深造,又能接纳在中学、大学课业不好的学生回炉学习。

由上可得,三板市场是指市场主体对未能达到主板市场和二板市场要求的有价证券进行监管、发行和交易所形成的法律关系集合体。^②三板市场的法律制度正是为实现三板市场上各方主体在监管、发行及交易关系中的权利(力)义务、职责之平衡的法律规范的总称。

第二节 三板市场的法律范畴

在一个完善的多层次证券市场中,三板市场是与主板市场和二板市场相互依存,彼此衔接的。法律的基本作用之一乃是使人们为数众多、种类繁多、各不相同的行为与关系达致某种合理程度的秩序,并颁布一些适用于某些应予限制的行动或行为的行为规则或行为标准。^③为能完成这一任务,法律制度就必须明确一些有助于对社会现象分类的专门概念及其范畴。故继前文对三板市场的概念作出法理界定后,笔者想进一步就该概念的范畴外延予以研究。

一、三板市场与主板市场、二板市场的区分

主板市场是指位于资本市场顶端,有着严格上市标准,专为大型企业融资需求服务的成熟交易所市场;二板市场,又称为创业板市场,则是指上市标准低于传统证券交易所主板市场,主要为规模较小,但运作良好、具有高成长性的新兴高科技企业融通资金的场所。^④与主板、二板市场相比,三板市场基本取消了对

① 四川省国投产权交易中心研发部.发展我国三板市场需要注意的四个问题[J].产权导刊,2007,(2):43.

② 舒玲敏.我国三板市场法律制度探讨(硕士学位论文)[D].南昌:江西财经大学,2003.2.

③ [美]E.博登海默.法理学:法律哲学与法律方法[M].邓正来译,北京:中国政法大学出版社,2004.501.

④ 周民源.创业板证券市场研究[M].北京:中国金融出版社,2002.8.

上市规模、盈利状况的要求，是一个准入条件宽松，专为成长初期的中小企业服务的市场。概念反映对象的本质属性，决定了以之为基础的法律不同的内涵与外延。三板市场与主板、二板市场的重要区分在于各自不同的服务对象及市场宗旨，因此它们彼此独立，有各具特点的法律定位和监管制度，但它们又紧密相衔，依托完善的转板机制实现彼此间的巧妙连通。

二、三板市场与中小企业板市场的区分

中小企业板是深圳证券交易所为了鼓励自主创新，而专门聚集中小型公司设置的聚集板块，其服务对象明确为中小企业。相较主板，中小企业板在交易规则、信息披露、指数设立等方面保持了一定的独立性，上市要求也略有降低。尽管中小企业板同三板市场一样均为中小企业服务，但究其本质二者却是相互独立的两种法律关系集合体。

首先，中小企业板是主板市场的组成部分。中小企业板运行所依据的法律法规、部门规章均与主板相同，其上市公司除有特殊规定外，亦应符合主板的上市条件及信息披露要求。中小企业板仅在某些具体规则上有别于主板市场，并非是完全独立于主板存在的法律关系。与此不同三板市场是独立于主板、二板市场之外的法律关系集合体，其法律关系的主客体乃至内容均有别于中小企业板。

其次，中小企业板属场内交易市场，其推出的目的主要是为我国创业板市场的建设积累有益经验，是未来创业板市场的雏形。而三板市场则通常属于场外交易市场，其与主板、创业板市场一起构成了我国多层次资本市场体系的主体。中小企业板的上市条件不仅高于即将推出的创业板市场，更高于三板市场。

最后，虽然中小企业板同三板市场一样均为中小企业服务，但中小企业板的服务对象是发展较为成熟、已经具有一定规模的中小企业，而三板市场则主要为尚在发展初期、规模较小的中小企业服务，二者有本质区别。

三、三板市场与场外交易市场的区分

场外交易市场（Over-The-Counter，简称 OTC），又可称为柜台交易、店头交易市场，是指在证券交易所之外依法设立的进行证券交易的所有交易市场。相对于场内交易市场，它有着上市标准低、交易形式多样、交易品种繁多、监管环境宽松等诸多特点。不少学者认为场外交易市场即为三板市场，此一观点其实不

然。因为与三板市场相比，场外交易市场是一个外延更为宽泛的概念。三板市场通常来说是属于一国场外交易市场中受监管的全国性统一市场。除了三板，场外交易市场还包括其他板次更低的资本市场，如地区性的柜台交易市场等。此外视各国证券法律规定的不同，有些国家的二板市场亦属场外交易市场范畴，如NASDAQ就是美国最大的OTC市场。因此，虽然三板市场通常是场外交易市场，但场外交易市场却绝非仅指三板市场。场外交易市场的概念外延要大于三板市场。

第三节 完善我国三板市场法律制度的价值

资金是企业赖以存续和发展的血液。我国中小企业融资难，一直是制约其发展的主要因素。货币市场上银行惜贷，申请难以获批，资本市场则门槛过高，欲入不得。这使我国投融资体制始终存在着一大悖论：一方面是大量的中小型企业发展资金短缺，不断呼吁解决融资难问题，另一方面是大量的民间资本闲置或难以选择合适的投资工具。^①马克思主义认为经济基础决定上层建筑，社会经济发展是多层次的，要想让资本资源在多层次的实体经济中实现优化配置，就必须构筑与实体经济相适应的层次完整的资本市场体系。如此才能使资本资源被充分利用，使不同类型、规模的经济主体机会均沾、共谋发展。因此当创业板的推出即将填补二板市场空白的时候，我们的目光也应投向另一个完整、高效的资本市场体系所不可或缺的层次——三板市场。笔者之所以认为三板市场是我国多层次资本市场体系的重要组成，乃是因为：

第一、经过多年改革开放，我国已经积累了为数众多的企业资源，其中不乏大量具备良好潜力的高成长性优质企业。当这些企业内发的融资需求因主板、二板市场较高的准入门槛而难以实现时，准入条件宽松的三板市场是它们的理想选择。企业可通过三板市场得到有效辅导，从而优化公司治理结构、进行资产战略重组、熟悉资本市场上市规则、培养资本运作理念。当其成长壮大时，即可向高级市场继续进发。

第二、一个运行正常的证券市场必须对市场有限的资金起到有效的配置作

^① 过文俊,刘惠好.构筑规范三板市场[J].资本市场杂志,2003,(2):70.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库