

论我国三板市场的功能定位 与基本格局*

何以**

摘要:三板市场是资本市场中的基础性层级,与场内证券市场相辅相成,相互补充,适应了不同市场主体多层次的需求。我国三板市场应当承担着为不符合主板、创业板上市条件的股份有限公司股权提供融资和流通渠道,为小额发行公司提供交易条件,为下市公司股票提供交易平台,为主板、创业板培育上市后备力量的功能。同时,围绕其功能定位,三板市场应利用现代电子网络技术,选择各地方柜台交易与全国联网交易相衔接的模式,合理布局以提高整体效率,保证市场健康快速发展。

关键词:三板市场 功能定位 小额发行 全国联网 交割结算

三板市场,属于场外交易市场,在美国称为“Over - the - Counter Market”(以下简称 OTC 市场),故又被称为“柜台交易市场”或“店头市场”,

* 本文是教育部人文社会科学重点研究基地 2007 年度重大项目“多层次资本市场体系相关法律问题研究”(项目编号:07JJD820169)的阶段性成果。

** 中国人民大学法学院民商法学博士生。

原本是证券商之间或证券商与客户之间在证券商柜台完成证券买卖,以区别于证券交易所从委托、公开集中竞价直至结算交割的系列过程。^①时至今日,场外交易市场已成为范围极广的概念,并不以在证券商营业处所的柜台进行交易为限,而三板市场也发展出多种多样的形态。目前学界对三板市场的讨论中涉及的概念名目繁多,比如,店头市场、^②第三市场、^③第四市场、^④OTC 灰色股票市场,^⑤通过分析可以发现,上述概念的界分实质上区别了此类市场的功能定位和交易范围。事实上,对于三板市场不同的功能定位,不仅造就了不同的学术概念,而且直接关涉三板市场的基本格局、发行上柜制度、交易制度以及监管原则等重大问题。三板市场的功能定位是三板市场制度研究中各项问题的前提与基础,准确界定三板市场的功能具有重大的理论和现实意义。与此同时,为实现其基本功能,三板市场必须采取与集中场所内交易市场不同的格局设计,而由此又将对交易制度中的经纪人制度、交割结算制度等产生重大而深远的影响。

一、三板市场的融资与流通渠道功能

三板市场的首要功能定位在于为不符合主板、创业板上市条件的股份有限公司的股权提供融资和流通渠道。

首先,股权的流转性要求法律制度为其提供适当的平台,三板市场的建立将为大量目前无法流转的股权提供融资和流通渠道。

《公司法》第 138 条明确规定了股东持有的股份可以依法转让,尤

① 蔡双立、张元萍:“基于资本市场多层次框架下 OTC 市场的构建:美国的经验及其对中国的借鉴”,载《中央财经大学学报》2008 年第 4 期,第 37 页。

② 赵万一主编:《证券法学》,中国法制出版社 1999 年版,第 118 页。

③ Jean-Luc Soulier, Marcus Best, *International Securities Law Handbook*, 2nd edition, Kluwer Law International Press, 2005.

④ Carmine Di Noia, *The Stock - Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance*, 33 *Quaderni di Finanza* 3 (Italy), 17 (1999).

⑤ 蔡双立、张元萍:“基于资本市场多层次框架下 OTC 市场的构建:美国的经验及其对中国的借鉴”,载《中央财经大学学报》2008 年第 4 期,第 37 页。

其是股份公司股东的股权,除法律特别规定的情形外,可以自由流转,这是由其自身属性所决定的,也符合市场经济的基本规律。《公司法》规定股权的可转让性是对股东权的极大保护,然而如果实际中股东持有的股份没有交易的场所,无疑将对股东权的行使产生极大的限制,这事实上是对股东利益的损害。1999年的《证券法》规定通过证券交易所发行的股票只能通过证券交易所交易,而其他非证券交易所发行的股票或股权却没有交易的场所;2005年10月27日修订的《证券法》尽管规定了依法公开发行的股票应当在依法设立的证券交易所或者在国务院批准的其他证券交易场所转让,但是,未上市股票的转让问题在实质上依然没有得到解决。在《证券法》修改以前,我国采取单一的集中交易市场原则,主板市场在设定法律制度时,强调规避证券风险,实现证券市场的安全。因此,在发行条件、审批制度和交易制度上都作了严格的规定。不仅如此,在主板市场上市,还需要经历漫长而严厉的审批过程,成本较高。刚刚推出的创业板市场,对于上市公司的条件也作了相当高的要求。这意味着,只有少数符合条件的大型优质股份公司,才能在发行股份后上市,从而在主板和创业板市场上自由流转股份,而大量规模较小的未上市股份公司的股权则缺乏相应的流通平台,目前的主板市场和创业板市场都无法提供与之相配套的制度。这些未上市公司既不能利用股票市场从事融资活动,又不能开展必要的并购业务,实现优胜劣汰,其发展受到了极大的约束;同时,当股权不能流动、不能交易时,缺乏退出机制,股东实际上被剥夺了“用脚投票”的权利,也使得企业的股份制改造徒有虚名。三板市场最为显著的功能,即是为该类股份公司的股权提供与其企业规模、发展阶段相适应的流通渠道,这符合有价证券流通的本质。此外,从远期来看,随着股份制改造的深入和现代企业制度的完善,现代场外交易市场不能仅仅作为股权流通的场所,还应具备股权融资的功能,以形成一个具有完整功能的证券交易市场。不过,与主板和创业板相比,现代场外交易市场的门槛更低,对上柜公司的要求更为宽松,以便为达不到主板、创业板上市要求的企业提供更加广泛的融资和退出渠道。

其次,在三板市场内进行交易的,必须是股份有限公司的股权,其交易标的区别于现存的各产权交易中心,非股份公司企业不得在三板

市场上柜。

多数国家的上市、上柜规则都要求发行人公司章程与所在国法律对于股东权利和股票的自由转让提供可靠的保障,如果发行人所在国法律或公司章程无法提供此类保障,或者其中含有限制股份转让的内容,则将被证券交易所视为不适宜上市或上柜。其目的在于保障股权的自由流通不受限制,从而确保股权交易的顺畅和效率。有限责任公司兼具资合和人合性,其股权的自由流通受到股东优先购买权的限制,无法满足三板市场对股权流动性的要求,因此,有限责任公司的股权必然被排除在三板市场交易的范畴之外。另外,就我国产权市场发展的现实来看,产权市场交易标的内容丰富庞杂,进场交易的产权形式从单纯的实物资产到包括技术在内的各种无形资产,缺乏统一标准,交易标的不规范。由于国办1998年10号文件曾明确规定了产权交易所“不搞柜台交易、不搞拆细交易、不搞连续交易”的原则,虽然其根本目的在于整顿产权交易市场的秩序,保护国有资产以及投资者的利益,但在客观上也影响到技术产权市场的流动性,使得技术产权交易所所在交易方式上不得不以一对一或一对多的谈判方式来完成企业股权的整体转移,效率低下,给小规模风险资本的进入和退出带来了障碍,也不利于投资者分散风险。同时,各产权交易机构还存在法律地位不明确,条块分割严重、缺少全国性统一市场等问题。故各地的产权交易所不应整合于三板之中。

最后,在三板市场初创时期,应当考虑对上柜企业做一定的营利要求,因此并非所有不符合主板、创业板上市条件的股份公司都可以申请上柜。

三板市场是整个资本市场体系中的基础板块和初级层次,它的市场定位主要在于帮助处于初级阶段中后期的中小企业上市融资,并为主板市场或二板市场退市企业提供缓冲危机的平台。倘若对其上柜条件作过高要求,不仅将使众多具备发展潜力的企业被拒于三板门槛之外,也会使三板上柜成本过高,有碍融资效率。因此,世界各国在上柜企业的资格、上柜程序方面的规定,都远远低于创业板市场,甚至在三板市场的低层次板块中几乎不设定实质性条件。从美国证券市场的情况来看,OTCBB市场与证券交易所以及NASDAQ市场相比具有零散、

小规模、无繁琐的上市程序以及较低的操作费用等特点,同时它也具有较高的风险,对发行证券企业的管理要求并不严格。OTCBB 门槛很低,企业没有任何规模和赢利的要求,只要经过 SEC 核准,有 3 名以上做市商愿意为该证券做市,就可向 NASD 申请挂牌,挂牌后企业按季度向 SEC 提交报表,就可以在 OTCBB 上市流通。与之不同的是,我国台湾地区柜台交易市场上柜公司的基本条件为:公司设立满三年;实收资本金为 1 亿元以上;最近年度净资产税前收益率高于 4% 且无累计亏损或最近二年收益率高于 2% 且最近一年高于上一年。由此可见,台湾地区对上柜公司有一定程度的利润率要求,虽然其要求远低于主板市场,但与美国 OTCBB 市场相比,仍较为严格。笔者认为,虽然三板市场中多为中小型企业,营利能力和资本规模都相当有限,但我国目前信用制度尚不发达,我国的柜台交易市场不能像英美发达国家市场一样没有门槛限制。应当借鉴台湾地区柜台市场的经验,未来为确保三板市场的成功建立,至少在初创时期,对上柜公司不仅要求其具备积极的财务纪录,而且必须为营利企业,符合一定的利润率指标以保证三板市场企业既有一定的数量来维持交投情况,又不至于因质量过低而出现挂牌与摘牌过于频繁以及交易异常波动频发等现象。所以,为了维持柜台市场的稳定性与流动性,在三板市场初创时期只允许符合一定营利标准的企业上柜交易,而非任意不符合主板、创业板上市条件的股份公司皆可上柜,应当成为适当的政策选择。当然,未来经过一段时间的运行,在相关制度逐步建立健全的情况下,渐进地放宽这一限制,并向美国体制过渡也可能成为一种趋势。

二、三板市场中小额发行的意义

我国三板市场应当为小额发行公司提供交易条件,从而使三板上市公司突破对非公开发行公司股东人数限制的规定,对我国证券法和公司法产生重大而深远的影响。

美国的小额发行制度发端于资本市场的内生需求,是资本市场不同融资需求的表现。场外交易市场多为中小企业,其发行新证券的

价值通常较低,与大规模公开发行证券的大公司相比,小公司发行证券时支付费用所占的比例较高。出于协调平衡投资者保护与促进融资便利的考虑,美国证券法创设发展了小额发行豁免制度。1933年美国《证券法》第3条(b)款规定募集金额在500万元以下者可豁免注册,并授权SEC制定相关条例及规则。根据此项授权SEC相继制定和发布了若干条例、规则、公告和无异议函,使小额发行豁免制度具体化,主要包括A条例(包括规则251~263以及相关格式范本)允许发行500万美元以下的证券免于登记,以及D条例中的504规则允许发行100万美元以下的证券免于登记。SEC于1936年制定的A条例仅适用于在美国或加拿大注册、主要在美国或加拿大经营的公司。要符合这一豁免,最重要的就是上述发行规模。除发行规模的限制外,A条例还在252规则和254规则中设定了“好家伙(good guy)”标准和允许发行人为投资者利益而“测水(test the water)”的条款。具有划时代意义的《D条例》(由规则501~508及相关表格组成)中的504规则取代了原有的240规则为小额发行规定了一个安全港。504规则的标题是“对不超过一百万美元证券限量发售的豁免”,其主要内容包括豁免和需要满足的条件两个方面:在豁免方面,非下述所列发行人在满足本条款b项所有条件的前提下发售证券:(1)根据交易法第13条或第15条d项负有披露义务的发行人;(2)投资公司;(3)没有具体商业计划或目的,或者在商业计划中已明确是从事对不确定的公司进行收购的处于发展阶段的公司。在需要满足的条件上,(1)一般条件:只有满足501条款和502条款a、c和d项的发售条件和前提的证券发售才能取得504条款豁免资格。但是,502条款e和d项内容不适用于如下的发售情况:①只在提供证券注册并要求公开披露和在发售前必须向投资者提供实质性信息的州里发售,而且该发行人按照这些要求进行发售行为的;②虽然是在那些不要求证券注册、公开披露或在发售前必须向投资者提供实质性信息的州里进行发售,但如果已在至少一个要求证券注册、公开披露和在发售前必须向投资者提供实质性信息的州里按照规定发售过,而且在发售前向所有购买者提供披露文件的(包括那些不作此要求的州);③仅在法律上有证券注册豁免规定并允许公众促销和广告的州里,并且只向“获许投资者”发售的。(2)根据504条款发售证

券的总额不得超过 100 万美元,减去本次发售前十二个月根据 1933 年《证券法》第 3 条所作的豁免发行额,以及违反该法第 5 条 a 项的发行额。^⑥ 1992 年,日本亦效法美国以法典形式明文确立了小额发行制度。^⑦ 小额发行制度是为中小企业度身设计的融资渠道,使得中小企业得以更经济、节省成本的方式融资。从美国非公开发行制度来看,小额发行制度通过豁免监管部门对发行量较小的证券的审核,加快发行人的筹资速度,节约其筹资时间与成本,同时使监管部门的审核压力减小,以便能更有效地分配监管资源。实践中,美国三板市场中正是由于大量小额发行公司的存在,才为其交易的流动性提供了坚实的基础。作为公开发行的有益补充,小额发行应该成为一国证券市场的重要组成部分。在国际金融市场不断朝向全球化、自由化发展的当代,引入小额发行等非公开发行制度已成为各国金融制度创新,增强资本市场活力和竞争力的一大重要措施。

可以想见,未来中国三板市场中绝大部分也是中小企业,融资规模有限,引入小额募集发行制度,可以通过豁免证券监管部门对其发行证券的审核,有效加快其融资速度,节约成本、提高效率。由于缺乏小额发行制度,根据目前的规定,所有的发起和募集设立都必须经过证监会的审核批准,在此情况下,发起设立的难度加大,耗时可达一、二年,不仅设立成本剧增,导致大量中小公司无力承担,而且时间跨度过长,容易错失最佳市场时机,这无疑是对公司法应有功能的重大损害。鼓励小额募集发行,必然使得发起设立制度更为顺畅,有利于促进三板市场中小企业融资,对于恢复公司法功能有重大意义,同时也是三板市场功能定位的应有之义。在现有的法律条件下,未来三板市场如果继续采取核准制,在证监会中设立专门部门审核三板市场公司的上柜发行条件,那么小额募集发行可以显著减轻证券监管部门在发行审核上的负担。同时,建立我国的小额发行制度对于有效缓解中国证券市场供求矛盾,丰富证券投资品种的需要,增加市场的深度和广度,扩大金融产

⑥ 袁东升:《美国小额发行制度移植研究》,华中科技大学硕士学位论文,第 11~14 页。

⑦ [日]河本一朗、大武泰南:《证券交易法概论》,法律出版社 2001 年第 4 版,第 23 页。

品范围也有着重大而深远的意义。

小额发行在美国法上属于非公开发行的一种。小额发行制度的确立将对现行证券法规中关于非公开发行公司股东人数的规定产生重大冲击。根据我国《证券法》第10条的规定,向累计超过200人的特定对象发行证券的,视为公开发行。因此,目前我国对于三板上柜公司的股东人数进行了相应的限制。我们认为,不应机械地理解该条规定,应当认识到:未来三板市场中,一旦公司采取小额发行方式募集资金,即使存在一定禁售期的要求,只要得以发行上柜,那么其股份最终必将在市场中自由流通,经过交易,上柜公司的股东人数必然突破200人的限制。在这种情况下,上柜公司甚至可能符合在主板、创业板发行上市的条件,从而对现行的法律规定构成挑战。事实上,上述对股东人数限制的规定,混淆了发行与交易的区别,我国《证券法》第10条对发行人人数进行限制的意义在于区别公开发行与私募,即使是非公开发行的三板公司,对于其发行后的股东人数也不应进行限制。倘若在小额发行存在的情况下,仍然维持目前我国三板市场中对于非公开发行公司股东人数限制的规定,将严重妨碍小额公司的股权流动,从而使小额发行失去其原本的意义,未来证券法在此方面的变革也应成为必然。

三、三板市场的下市退出功能与转板机制

三板市场应当为下市公司股票提供交易平台,以完善上市公司的退出机制,同时为主板、创业板培育上市后备力量,发挥孵化器功能。

由于长期未建立资本退出机制,一些完全丧失主板挂牌资格甚至严重资不抵债的公司迟迟未能被清理出去,已经给主板市场造成了许多不良影响。三板市场的建立将为主板市场和创业板市场上市公司的退出提供“出口”,为不符合上市条件的股票继续交易提供场所,解决下市公司股票交易渠道不畅通的问题,保证证券的流动性需要,也将减轻因上市公司退出带来的资本市场震荡。目前,我国下市公司的股票主要在代办股份转让系统中进行交易。有观点认为,代办股份转让系统即是中国的三板市场,即使其尚不完善,也应当对其加以规范,进一

步发展成为我国未来的三板市场。^⑧ 我们认为,代办股份转让系统由于其设立的初衷仅仅是为解决原证券报价系统所遗留的历史问题,交易对象狭窄,虽然后来增加了退市公司股份转让服务业务,扩大了交易对象,但在目前上市公司由于连续三年亏损而被迫在证券交易所终止上市的退市制度下,代办股份转让市场以这两类公司股份作为交易对象,无法摆脱其作为“垃圾桶”的市场定位。这种定位使市场实际参与者很少,交易极不活跃,市场也就无法获得发展。而中关村科技园区未上市高新技术企业进入证券公司代办系统进行股份转让,实质上即是采券商报价制度,是以券商为主形成的市场。虽然对其进一步改造存在一定可能,但由于代办股份转让系统自身存在大量问题,比如交易方式不合理,一家股份转让公司只能委托一个证券公司办理股份转让,目前有权从事该项业务的证券公司数量较少,给投资者造成极大不便;缺乏融资功能,市场投资价值乏善可陈,交易品种单调;信息披露标准较低,投资者间信息不对称;投资门槛较高等,这使得其在现在看来缺乏三板市场应有的功能。

为了完善市场的循环系统,以规范化的方式揭示证券市场本身所固有的风险性,进而为市场的升级和高风险投资平台的推出奠定体制基础,我国的三板市场必须承担起为主板和二板市场提供退市通道的作用。发挥退市板功能,并不意味着三板市场只简单接纳退市公司,那些由于经营恶化等原因已不符合主板、中小企业板和创业板市场上市标准而被终止上市的上市公司,通过三板市场提供的这一临时休整平台,经过一定时间整顿、治理,一旦经营状况得到改善,再次符合了相应市场的上市标准,则可以重新恢复到主板、中小企业板和创业板市场上进行交易。因此,三板市场的发展将有效地促进我国证券市场退市制度的完善。未来在建立三板市场的过程中,应当对主板、创业板的退市规则进行相应地设计,已经不符合主板、创业板上市条件的公司应当下降到三板市场中。同时,三板市场自身也应当建立基本的下柜规则,对于交投极端清淡或者严重亏损的上柜股票应当降级到更低层次的市场

^⑧ 闫莉、李明祥:“我国三板市场亟需规范与发展”,载《化工技术经济》第22卷第10期,2004年10月,第41页。

或者直接与破产重整制度相挂钩。实践证明:三板市场的发展,完善了发达国家上市公司的退出机制,促进了证券市场的健康发展,为风险投资提供了退出通道。在促进风险投资发展的同时,还带动了高科技的发展和产业结构的升级。成长中的高新技术企业,由于规模小、风险高,很难达到交易所的上市标准。作为针对中小企业的资本市场,三板市场就成了风险投资企业实现成功退出的最佳场所。由于完善的多层次场外交易市场的存在,20世纪80年代以来,美国的风险投资事业发展迅猛,在其支持下,康柏计算机、微软公司等一批世界知名企业实现了最初的成长。

另外,通过转板机制的设计,将发挥三板市场孵化器功能。根据发达国家和地区证券市场运作的经验,在主板、二板和三板之间,应该形成一套完善的互相升级转换的机制。例如,按美国法律规定,NASDAQ市场的一些达标公司可以晋升到纽约股票交易所,OTCBB市场、粉单市场上的证券在满足高一级市场要求后,也可以升至高一级市场。反之,不能继续满足交易所标准的公司将被降级至场外市场。在场外的各层次市场间,不能满足高一层市场标准的公司,也会被摘牌,降至下级市场。主板市场和创业板市场发展壮大的前提是必须存在大量资质优良、潜力巨大、充满活力的企业不断进入资本市场体系中。发展三板市场,可以为主板市场和二板市场源源不断地培养和输送优质上市企业,保证主板和二板市场的健康发展。从某种意义上讲,三板市场就像“幼稚园”,对于不具备在主板、二板上市的公司进行“学前教育”,待条件符合后上升到主板、二板上市。^⑨如前所述,我国台湾地区立法对此即作出了明确规定,台湾地区证券及期货管理委员会于2002年6月19日作出决定:“公司申请上柜前,须先登录为兴柜股票,交易满三个月,提前进入资本市场”,这也就是在立法上确定了兴柜市场成为上柜前的预备市场。^⑩

因此,未来三板市场制度设计中对于满足主板、创业板上市条件的

^⑨ 舒玲敏:《我国三板市场法律制度探讨》,江西财经大学经济法硕士学位论文,第2页。

^⑩ 马淑华:“上市柜前,须先上兴柜交易三个月”,载《经济日报》2002年6月20日。

三板上柜公司,应当提供相应的转板机制,允许其上升到主板、创业板市场交易。在上柜协议中,明确转板的条件,由交易所方面控制转板规则的合理性,同时保障发行人相应的选择权。如此,三板市场必将成为优秀企业的孵化地,成为为主板、创业板市场培育上市公司的摇篮。主板市场和二板市场都是全国性市场,不仅要求上市公司有较高的质量,同时要求其投资者负责。如果在三板市场上选择经过几年检验,被证实是优秀的公司,再依据有关规则和需要将其输送到主板或二板市场,就能使三板成为一个公司是否能进入高一层次交易市场的“考验区”。

四、未来我国三板市场的基本格局

(一) 柜台交易与全国联网交易

在世界范围内,三板市场存在分散的柜台交易和以交易柜台为基础在区域及全国范围内联网交易两种模式。^① 柜台市场是相对分散的各地区性的场外交易市场,是相对基础的场外交易模式。柜台交易一般对参与交易的会员资格有所要求,实际交易者需通过本地柜台会员完成交易,因此,在一定程度上限制了交易主体的范围。从我国的情况看,较早的淄博红庙交易市场、^②如今的中关村科技园区非上市公司股份转让报价系统^③以及天津股权交易中心^④等都属于该类市场。而联网模式的交易以现代计算机网络技术为基础,结合多个地方性柜台的交易情况面向更广大的投资者寻求交易机会,显然突破了简单柜台交易的束缚,有利于促进证券流动性的实现。在三板市场的基本格局问

① 万金波:《美国场外证券市场法律制度及其对中国的启示》,厦门大学硕士学位论文,第15页。

② 陈万明:《证券场外交易市场的法律规制》,西南政法大学2005年硕士学位论文,第8页。

③ 吴志团、赵佑启:“新三板市场发展路径选择”,载《中国证券报》2009年5月19日第A12版。

④ 于海涛:“‘OTC’股权市场烽烟起 新三板、天交所争势”,载《21世纪经济报道》2008年11月26日第15版。

题上,有学者主张,以“条块结合”的创新型发展模式构建三板市场的体系。^⑮还有学者提出,中国场外交易市场应当采取由一个全国性市场与多个区域性市场相互连通和支撑的双层递进式的市场体系结构。^⑯上述观点都对我国三板市场的发展模式、基本格局和市场结构进行了有益的探索,但未对市场建设中的难点和具体问题的可行性及必要性进行详尽的讨论。

基于其功能定位,三板市场中上柜公司的质量和规模都难以达到集中交易所内上市公司的水平,由此,投资者数量和活跃程度的降低都将导致三板市场内股票交投情况的不确定性,甚至极易出现交投极端清淡的上柜股票。在此背景下,基于现代网络技术的更大范围内的全国联网格局显然将更有利于整个市场的健康发展。本文认为,未来我国三板市场的基本格局应当是在全国各地存在一定数量的柜台交易市场,这些市场以某一地的市场为中心进行全国联网,作为中心的市场必须与证券登记公司建立证券过户关系和资金结算关系,从而使各地方柜台交易与全国联网交易相衔接。

(二)全国联网交易的意义与优势

第一,以全国联网交易作为三板市场的基本格局,确立三板市场中心,符合国家的金融发展规划和各方利益。

国务院于2008年3月17日正式批复了《天津滨海新区综合配套改革试验总体方案》,其中包括在天津设立全国性非上市公众公司股权交易市场。本文认为,未来我国三板市场可以以天津滨海新区股权

^⑮ 刘纪鹏、王晶晶、马莎莎:“条块结合建立资本市场‘小学’体系”,载《中国证券报》2009年8月24日第T01版。所谓“条条”模式,即借助目前具有主办券商资格的25家证券公司,依托中央登记公司和深交所的结算系统的“条条”市场,还应该尽量包容现有深交所正在筹组中创业板市场的特点,来形成“条条”的场外交易市场。所谓“块块”模式即在目前北京中关村、上海、深圳、太原、武汉、重庆、沈阳等地组建以区域性为主的、为中小企业服务的柜台交易市场,使这些地区的产权交易从使用价值的物权形态向价值形态的股权转让过渡,并使之逐步形成“区域性的、以场外柜台交易”为主要方式的三板市场。

^⑯ 高岱主编:《资本市场蓝皮书——中国场外交易市场发展报告(2009~2010)》,社会科学文献出版社2009年版,第299页。所谓中国统一场外交易市场的双层递进式市场结构,是指中国将要建设的统一场外交易市场的双层递进式市场结构,是指中国将要建设的统一场外交易市场,从其市场结构看,应该是由全国性场外交易市场的中心交易平台与若干个区域性场外柜台交易市场两个市场层次组成,相互连通,并与场内交易市场相衔接的场外交易市场体系。

交易市场为核心,通过编制一定的技术标准,将全国各地的柜台交易市场纳入统一的报价系统内。天津地区地理位置优越,具有良好的经济金融基础,以其作为三板市场中心,不仅有利于我国南北地区经济的协调发展,实现中央的战略部署,而且对于中央对天津滨海新区的功能定位具有重大意义。在交易方式上,可以采用“联网报价、分散成交”的方式,即在全国建立若干家区域交易市场,在天津建立核心报价系统的同时,对全国各地的柜台交易市场的系统在原有的基础上进行技术改造,再通过公用数据交换网或专用高速网络将其联结起来,构成中央报价系统,最终形成一个覆盖全国的、具有一定规模的证券交易报价系统。中央报价系统既作为证券监管部门对三板市场的控制管理平台,也作为三板市场的信息技术处理中心。分散成交是指证券交易报价系统只是提供证券的报价,证券交易则是在客户和券商之间以及券商双方之间通过自主决定进行的,作为经纪人的券商凭自身的意志决定成交与否,成交之后再通过位于天津的中心向中央证券登记公司履行证券过户程序,完成交割。

未来三板市场中,不同地区交易市场的报价可以在统一的中央报价系统中反映,从而使跨地区的交易成为可能。因此,应当以天津柜台交易市场为核心,建立起全国不同网点间的数据交换机制。三板市场中的证券过户必须经过天津联网中心,中央证券登记公司仅需与联网中心进行交割即可。目前在技术上并不存在任何障碍,可以采取编制统一的技术标准等方式,解决技术上的问题。这就意味着,新申请设立的柜台交易市场,一般都需要接受天津中心所采用的交割和结算条件以及相应的技术标准,从而进入全国联网系统。若新设地方柜台不履行上述手续,则无法纳入统一联网的范围,只能形成不成熟、不发达、区域性的低级柜台交易市场。其功能限于处理柜台市场内部的交易,无法与其他地区的其他券商完成交易。在中央证券登记公司允许其进行证券过户登记的前提下,该类柜台市场亦可能存在,但这种模式的地方市场不应成为政策鼓励的方向。

第二,全国联网交易有利于三板市场整体效率的优化。

现代场外交易不同于传统柜台交易,传统柜台交易是一种较低级的市场形式,正处于不断萎缩的过程,现代场外交易已经逐渐向集中

的、有组织的,由现代电讯技术和计算机系统组成的电子交易网络发展。通过采用全国联网的电子交易手段,不仅使交易更加方便、快捷,有利于节省社会资源,降低交易成本,而且有利于增加交易的透明度,使交易过程更加公平,同时在全国范围内寻求交易对手,可以极大地提高交易量,并有利于资源的跨地区充分配置。再者,全国联网有利于监管部门对市场的监控管理,避免为刺激交易活跃度而产生的各区域市场间的恶性竞争,防范社会闲散资金对证券市场造成的动荡甚至于风险。

第三,全国联网交易可以有效地解决可能存在的经纪人会员资格和交易次序问题。

未来三板市场中,由于上柜公司实力较弱,不可能采取主板市场的集中竞价交易制度。引进证券商报价制度,由经审核批准的券商,持续地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格(双向报价),可以有效地提高交投的活跃程度,成为三板市场交易制度的必然选择。各地分散的柜台交易市场内,同样可以拥有自己的报价会员,自行撮合买卖。以我国主板市场的情况看,凡是从事经纪业务的券商,必须成为其所进场的交易所的会员,目前我国仅上海和深圳两家交易所,经纪人取得会员资格的情况较为简单。然而,三板市场交易柜台发展后,随之而来的现实问题是,以我国现有经纪人制度的状况,由于部分证券经纪公司的人力财力限制等原因,必将呈现出某些从事经纪业务的证券商无法成为某些交易柜台会员的状况。这意味着,在三板市场内,一个证券公司既可能同时作为每个区域性交易市场的会员,也可能只作为部分区域性交易市场的会员。其结果是三板市场中将呈现出与集中交易所市场统一会员制不同的局面:每一区域柜台内,经纪人可能具备在全国范围内的任一柜台市场的报价会员资格,从而可以在任意区域市场内从事证券报价业务,也可能仅具备单一或部分交易柜台的会员资格而无法在未取得资格的柜台内进行报价业务。那么,这是否表明所有经纪券商为了能够在三板市场内的所有柜台都得以从事报价业务而必须取得每一个交易柜台的会员资格呢?

在全国联网的情况下,可以有效地解决上述问题。本文认为,在全国联网的情况下,各区域性交易市场与中央报价系统联网,具备特定柜

台交易会员资格的经纪商与不具备会员资格的经纪商在撮合交易的时间上将存在先后次序问题。简言之,拥有特定柜台交易市场会员资格的券商在法律规定的时间内可以优先撮合成交,在该时间段内,优先考虑具备本市场会员资格的证券商的报价,只要符合条件,即可成交;而超出该规定时间段,则通过联网中心,全国其他柜台交易市场会员的报价亦可成交。这意味着,当本地柜台交易市场的交投足够活跃时,应当允许其在本柜台内按照价格优先、时间优先的方式完成交易,只有当本地市场的交投较为清淡时,才允许其他地区柜台市场的当事人报价成交。通过在交易规则上这一时间的设定,能够有效地发挥全国联网的优势,从而解决经纪人会员资格的问题。对于投资者而言,在全国任一交易市场都可以通过联网中心完成交易,其区别在于交易成本。当本地柜台交易市场交投较为活跃时,投资者开户的证券经纪商如果不具备该地柜台交易会员资格,那么由于其次序劣后于拥有本地会员资格的经纪商,则即使报价更优亦无法完成交易,其可能必须通过拥有本地会员资格的经纪商进行报价交易,从而使交易成本增加。

第四,全国联网有利于解决三板市场与中央登记结算公司的联结问题。

目前,我国主板市场在证券交易的登记结算上采“一对一”模式。这种模式的典型特点是:组织制度上,在一国证券市场上存在多个证券交易所(包括场内市场和场外市场)或者一国或地区只有一个交易所。每一个交易所拥有自己独立的登记托管结算系统,各系统之间基本上没有业务往来,整个市场处于相对分割状态。比如,我国主板市场中并存两大证券交易所,它们各自都有自己的登记结算机构,专门服务于在该交易场所上市的股票或债券,相互之间很少有业务往来。运作制度上,采用“一对一”模式的国家(地区)一般是新兴市场,因此交投活跃。在运作中呈现出以下特点:托管上,一般是单一市场内实行中央托管;结算上,结算公司利用自身中央结算地位,充当买卖双方的交收对手,并为净额交收提供保证,交收风险完全由中央结算公司控制。显然,在未来三板市场中沿用“一对一”模式将使各地柜台市场不得不建立专门的登记托管清算系统和机构,在此基础上与中央登记结算公司进行协调,各自进行证券交易的清算交收。倘若在未来的三板市场中,各地的

柜台交易市场分别与中央证券登记公司进行证券过户登记,无疑将过分加重证券登记公司的负担,使其疲于应付,容易造成过户登记业务的混乱。

对于该问题的解决,我国台湾地区柜台交易市场的经验可资借鉴。在托管上,台湾地区实行的是较为独特的“证券集中保管账簿划拨制度”,即建立证券集中保管公司,通过岛内联网,把证券交易所、证券金融公司、保管机构、债券自营商等纳入系统。其特点是:采用多层次账户管理模式,投资者的集中保管账户由证券商管理,称为二级账户;证券商的保管划拨账户由集中保管公司管理,称为一级账户。该系统采用净额交收方式,但交易所本身并不参与买卖,它在集中保管公司开设的账户是过渡性的,用以完成实际交易各方之间的交收。简言之,就是在各分散柜台联网的情况下,通过证券交易信息的统一处理,完成证券的过户和资金的交割,从而提高清算交收的效率。本文认为,未来三板市场中,在全国联网的情况下,通过联网中心对各地方交易柜台的证券交割数据进行统一处理后,再由联网中心单独与中央证券登记公司进行联系,从而使证券登记公司与三板市场相联结应当成为理想的选择。在此基础上,遵循净额交收的原则,可以有效避免因交易柜台分散可能产生的效率低下和业务繁杂问题。

第五,全国联网系统中应当包含原代办股份转让系统中交易的股票以及其他下市股票,可有效地解决下市公司股权流动问题。

接纳退市公司股票进行交易是三板市场的重要功能之一。通过对代办股份转让系统的改造,使其与全国联网系统相联结,可以有效地解决历史遗留的下市股票转让问题。简言之,三板市场的全国联网系统,不仅应当为上柜股票提供交易平台,也应为下市股票的交易提供渠道,使下市公司的股权流动问题在其系统内一并解决,以实现其多重功能。当然,该类股票的在上柜条件方面将与一般上柜股票存在差异,全国联网系统应为其提供技术支持。

由此可见,三板市场全国联网不仅可以有效地避免因柜台分散可能导致的交投清淡状况,提高三板市场证券交易的整体效率,而且符合政府对全国金融发展的宏观规划和不同地区间的利益分配,还可以妥善解决如三板市场内证券统一过户、经纪商会员资格、下市股票转让等

技术性问题。因此,基于现代电子技术的全国联网模式是未来三板市场发展的必然选择。

五、结语

在三板市场制度建设的过程中,我们必须明确只有在为不符合主板、创业板上市条件的股份有限公司和小额发行公司的股权提供融资和流通渠道,同时为下市公司股票提供交易平台,为主板、创业板培育上市后备力量的功能定位的前提下,设计的相关发行和交易制度才可能得以发挥应有的作用。上述功能定位厘清了三板市场与资本市场其他层级间的界限,同时也意味着三板必然采取与其他市场不同的发展模式:在现代场外交易背景下,全国联网交易的基本格局将在国家金融发展整体规划的指导下,有效提高三板市场的整体效率,解决经纪人会员资格、交易次序和交割结算模式等技术问题。放眼世界范围,现代意义上的三板市场发展不过二十年,然而通过在实践中不断摸索与尝试,借助先进的资本市场理念构建其精巧的制度框架和细节,发达国家和地区的三板市场正以蓬勃的生机为其经济发展发挥强大的助推作用。同时,也应当注意到,相比各国的主板和创业板市场,三板市场仍体现出薄弱和幼稚的一面,这固然和其与生俱来的功能定位以及市场经济中资本的特性息息相关,但不可否认的是,作为基础性层级和新生事物,现代三板市场的制度设计中,存在大量值得进一步研究、探索和尝试之处。