

交易场所监管法规的变迁 与股转系统的探索发展

王 嫻* 叶宇辰** 张思雨***

摘 要：交易场所的发展往往与监管法规变迁息息相关。从2006年中关村园区非上市公司金融证券公司代办股份转让系统启动股份转让试点（以下简称中关村试点）到2020年全国中小企业股转系统（以下简称股转系统）设立精选层，股转系统的制度日趋完善、挂牌公司数量大幅增长、投资者结构更加完整。本文以股转系统为观察对象，系统回顾一个交易场所建立前后的制度探索 and 改革历程。

关键词：股转系统 新三板 交易场所 中关村

一、中关村试点开启了未公开股份公司的股份转让机制探索

全国股转系统建立的基础是2006年启动的中关村试点。中关村试点利用证券公司代办股份转让系统（以下简称代办系统）的制度构架，为未公开发行股份的非上市公司提供股份转让服务，开启了股转系统建设的序幕。

（一）中关村试点的提出与实施

我国资本市场萌芽于20世纪80年代的国有企业改革，1980年1月，深圳

以低价转让，第一日转让比例不超过，以后逐次减持股份，最后由依法设立的证券交易场所进行”。

从1998年开始，按照《清理整顿场外非法股票交易方案》和《清理整顿证券交易中心方案》，证监会对41家场外非法股票交易和证券交易中心进行清理整顿，其中包括NET系统和STAQ系统^①两个法人股交易市场。1999年9月，NET系统和STAQ系统停止交易。为了妥善解决这两个系统原挂牌公司的股份转让问题，中国证券业协会于2001年6月建立了代办系统，同时发布了《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》。根据该办法，代办系统提供代办股份转让服务业务，是指证券公司以其自有或租用的业务设施，为非上市公司提供的股份转让服务业务。^②另外，2001年2月23日，中国证监会发布《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》，建立了退市制度。为解决退市公司的股份转让问题，自2002年8月29日起，退市公司也被纳入代办系统试点范围。因此，代办系统是一个面向一般公众投资者的市场，其为退市公司以及原NET系统和STAQ系统挂牌公司提供股份转让服务的部分也被称为“老三板”，以区别于沪深交易所的主板市场（主板）和当时拟议中的创业板市场（二板）。

由于中关村科技园区^③的企业公开发行股份融资受到多方面因素的制约，

① 2000年9月1日，中国证监会办公厅下发《关于答复STAQ、NET系统股民询问口径的通知》（证监办发〔2000〕29号文件）。

② 《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》（2001年中国证券业协会发布）第一条：“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，根据《公司法》《证券法》的有关规定，制定本试点办法。”

③ 北京市海淀区的中关村是我国高等院校和中科院科研院所聚集的地区，20世纪80年代初以来大批科研人员在這裡创办企业，“中关村电子一条街”成为当时高新技术企业的聚集区，孵化了联想、方正、四通等颇具影响力的企业。1988年5月，国务院批准成立北京市高新技术产业开发试验区，1990年8月更名为中关村科技园区。

如何利用代办系统促进中关村非上市公司发展，成为当时中关村管委会探讨的问题。2002 年，证监会等部门开始了在中关村科技园区内的非上市股份有限公司进入证券公司代办股份转让系统，进行股份交易试点问题的研究。

根据 1998 年通过的《证券法》，证券的公开发行需经中国证监会核准。按照《公司法》第一百四十四条的规定，非上市的股份公司的股份转让可以在依

法设立的证券交易场所进行，也可以“在场外”按照国务院规定的方式进行

但是，按照《证券法》第三十二条的规定：“经依法核准的上市交易的股票、公司债券及其他证券，应当在依法设立的证券交易所挂牌交易。”因此，依法设立的证券交易场所，即上交所和深交所，是为公开发行的上市公司提供股份转让服务的。

当时，非上市公司的股份通常是交易双方协商达成交易，并在发行人处办理股东变更手续。因此，如果未经公开发行股份核准的非上市公司向一般公众公开转让股份，其在本质上就成为非上市公众公司，其股份的公开转让也成为变相的公开发行。这与当时的证券监管体制是不相容的，因此可行的方案一直难以实行。

2004 年 8 月 28 日，中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议通过《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国

中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）》（以下简称《规划纲要》）。

① 中国证券业协会（2006），规则和协议文本包括：《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区

非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》《主办报价券商推荐中关村科技园区非上市股份有限公司股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的挂牌业务规则》《主办报价券商尽职调查工作指引》《股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的中关村科技园区非上市股份有限公司信息披露规则》《证券公司从事报价转让业务自律承诺书》《报价转让特别风险揭示书》《报价转让委托协议书》《主办报价券商推荐园区公司股份进入代办股份转让系统挂牌报价转让协议书》。参见 https://www.sac.net.cn/tzgg/200601/t20060116_20924.html。

《规划纲要》明确，将在中关村试点基础上，将试点扩大至全国其他高新技术园区中的非上市公司。这也成为我国多层次资本市场建设的一个重要创新

举措。

（二）中关村试点的监管理念

为了保证交易平台的秩序，维护证券市场的公平、公正、公开原则，在中国证监会的协调组织下，建立起中关村试点的规制体系。中关村试点的规则系统地反映了对于未公开发行股份公司股份转让的监管理念。

美国《1933 年证券法》确立的以信息披露为核心的证券公开发行监管制度，已经成为全球证券公开发行的基本监管理念。在 1933 年之前的美国，证

限公司股份进入证券公司代办股份转让系统挂牌业务规则》《主办券商尽职调查工作指引》的要求，对拟挂牌公司开展勤勉尽责，同意推荐挂牌的，出具推荐报告，并向协会报送推荐挂牌备案文件。协会对推荐挂牌备案文件无异议的，公司将在报价系统挂牌交易。

中关村试点立足于服务非上市的中小企业，在挂牌公司的“准入标准”上，与交易所市场作出了不同的规定。按照《中关村试点办法》，挂牌公司须具备以下条件：（一）设立满三年；（二）属于经北京市政府确认的股份报价转让试点企业；（三）主营业务突出，具有持续经营记录；（四）公司治理结构健全，运作规范；（五）协会要求的其他条件。

挂牌公司一般都是中小企业，经营时间短、规模小、股权集中度高，而且内部人持股比例高，社会公众股东少。另外，由于法律限制，挂牌公司的公众公司属性还没明确，公司股东人数无法超过 200 人，也制约了一些潜在优质挂牌公司股份的上市流通。这些因素决定了中关村试点在建立之初对申请挂牌交易的公司要求较低（见表 1）。挂牌公司需按照《股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的中关村科技园区非上市股份有限公司信息披露规则》履行信息披露义务，在挂牌前财务信息披露和持续信息披露方面的要求均低于同时期的 A 股主板和创业板。挂牌公司的增发、并购等，也不实行交易所市场的核准制，按照“合理、合法”的原则实行备案制，使挂牌公司可以按照业务发展的需要按需、及时融资和并购。

相应地，中关村试点也实行了较为严格的投资者适当性管理。2009 年修订的《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》第六条明确规定，“参与挂牌公司股份报价转让的投资者，应当具备相应的风险识别和承担能力”，主要为“机构投资者”；第五十八条规定，“主办券商在与投资者签署代理报价转让协议前，应着重向投资者说明投资风险自担的原则，提醒投资者特别关注非上市公司股份的投资风险，详细讲解风险揭示书的内容”，等等。

试点启动后，中关村试点又进行了一些局部调整，资金结算改为与交易所市场相同的，由中国证券登记结算公司同时办理股份和资金的结算交收，便利了投资者的交易。同时，进一步提高了对投资者的适当性要求，仅允许机构投资者参与，自然人投资者只能卖出、不得买入。

经过了 6 年多的试点，2012 年 9 月，经国务院批准，中关村试点范围扩大到上海张江、天津滨海、武汉东湖三个国家级高新区的公司^①。截至 2012 年底，中关村试点挂牌交易公司 200 家，总股本 55.27 亿股，挂牌公司总市值 336.1 亿元，共为挂牌企业融资 26.58 亿元，共成交 5.01 亿股^②。同时，中关村试点也为建立非上市公司的公开转让制度积累了经验。

表 1 中关村试点相关制度总结

		中关村试点（2006）	中关村试点（2009）	全国股转系统（2013）
			（一）存续满两年	（一）依法设立且存续满两年
			（二）主营业务突出，具有持续经营能力	（二）业务明确，具有持续经营能力
		（一）存续满三年	（三）公司治理结构健全，运作规范	（三）公司治理机制健全
		（二）经北京市政府批准		
		（三）主营业务突出，		
挂牌要求	持续经营		行为合法合规	（四）股权明晰，股票发行和转让行为合法合规
	（四）公司治理结构健全，运作规范		（五）取得北京市人民政府出具的非上市公司股份报价转让试点资格确认函	（五）主办券商推荐并持续督导
	（五）协会要求的其他条件		（六）协会要求的其他条件	（六）全国股份转让系统公司要求的其他条件
				协议方式、做市方式、竞价方式
交易制度	交易方式	不撮合的一对一交易	不撮合的一对一交易	
	报价方式	委托报价	制定价格和数量	委托报价
	单笔限额	3 万股	3 万股	1000 股
	报盘方式	手工	电子化	电子化
其他				不设涨跌幅限制

续表

		中关村试点（2006）	中关村试点（2009）	全国股转系统（2013）
		财会信息要求有所严格：		
信息披露制度	挂牌前信息披露	财会信息要求相对较低	1. 增加现金流量表披露要求；2. 未在规定期限内披露年报或连续亏损三年的实行特别处理	严格
	持续信息披露	年报	披露经审计的年报	披露经审计的年报
		半年报	无须披露	（有条件的）无须审计的半年报
		季报	无须披露	自愿披露
		年度内部控制评价报告	无须披露	无须披露
		社会责任报告	无须披露	无须披露
	信息披露渠道		1. 代办股份转让信息披露平台 2. 主办券商营业场所 3. 行情软件	指定信息披露平台或其他媒体
结算制度	账户管理制度	单独开设账户	与深圳 A 股股票账户互通	全国股转系统开设账户
	资金结算机构	中国建设银行	中国证券登记结算公司	中国证券登记结算公司
投资者适当性		券商应充分了解客户的财务状况和投资需求	更为严格：限机构投资者，自然人投资者只能卖出、不得买入	明确注册资本或实缴出资总额 500 万元以上的机构投资者和证券资产市值 500 万元以上、有两年证券投资经验的个人投资者可申请挂牌公司股票公开转让
其他				增加公司治理要求

资料来源：清华大学国家金融研究院上市公司研究中心。

二、全国性股份转让系统的建立与制度探索

2012 年 10 月，中国证监会通过了《非上市公众公司监督管理办法》，明确

了“非上市公众公司”及其他非上市公众公司的属性及非上市公众公司股票公开

转让的规范，以中关村试点为基础为建立全国性中小企业股份转让系统确立了
规制基础。

2013 年 12 月，国务院发布《全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》
(国发〔2013〕49 号，以下简称《决定》)，批准股转系统成立，并明确了其

“全国性证券交易场所”的定位。《决定》不仅确立了挂牌公司的属性，即
“挂牌公司依法纳入非上市公众公司监管，股东人数可以超过 200 人”，还明确
了挂牌公司的转板机制，即“在全国股份转让系统挂牌的公司，达到股票上市

的条件，按照《证券法》和《证券发行上市保荐业务管理办法》的规定，可以向
证券交易所申请上市。《决定》还明确了挂牌公司的转板机制，即“在全国股份
转让系统挂牌的公司，达到股票上市的条件，按照《证券法》和《证券发行上
市保荐业务管理办法》的规定，可以向证券交易所申请上市。”

Driven) 的交易制度,即做市商报出买卖的报价 (Quota),投资者以做市商报出
卖出价 (买价) 买入 (卖出) 相应的证券。因此,做市商作为投资者的交易
对手方,具有了提供流动性和价格发现的功能。对于流动性不足或者交易中存
在较强信息不对称问题的金融产品,做市商的做市可以提高市场的流动性和价
格发现效率。1971 年,全美证券商协会 (NASD) 组建 “全美证券协会自动报
价系统” (纳斯达克, NASDAQ) 时,由于其上市公司大多存在规模较小、流
动性相对不足的问题,建立了竞争性做市商制度,而当时纽交所实行的是专家
制度 (Specialist),即一只证券由唯一的 “专家” 提供双边报价。1980 年以来,
纳斯达克平均单位证券的做市商数目不低于 7 个。目前,一些交易活跃的股票
有 40 家或更多的做市商。

但是,股转系统的做市商制度与纳斯达克的不同。一方面,做市商在股转

① 参见《全国中小企业股份转让系统 2014 年统计快报》, <http://www.neeq.com.cn/static/statisticdata.html>。

系统持续发布买卖双向报价，并在其报价数量范围内按报价达成与投资者的成交。另一方面，股转系统实行竞争性做市商制度，即采用做市转让方式的挂牌公司，应当有 2 家以上做市商为其提供做市报价服务。这是股转系统基于其挂牌公司规模小、股权集中度高、投资者类型单一的情况，对交易制度及相应的信息披露制度、结算制度和投资者适当性管理制度的新改革，旨在调动和保护做市商的积极性的同时避免做市商对价格的垄断。截至 2015 年 3 月底，共有 222 家挂牌公司采用做市转让方式，做市方式转让的股票成交额远超过协议方式转让的成交金额。^① 如表 3 所示，实施做市转让方式后，股转系统的市场流动性得到一定程度的改善，成交趋于活跃，股票年换手率从 2013 年的 4.47% 增加到 2015 年的 53.88%，成交金额由 2013 年的 8.14 亿元增加到 2015 年的 1910.62 亿元。

表 3 股转系统统计指标（2013—2015 年）

统计指标	年份		
	2015	2014	2013
挂牌规模			
挂牌公司家数（家）	5129	1572	356
总股本（亿股）	2959.51	658.35	97.17
总市值（亿元）	24584.42	4591.42	553.06
股票发行			
发行次数（次）	2565	329	60
发行股数（亿股）	230.79	26.52	2.92
股票转让			
成交金额（亿元）	1910.62	130.36	8.14
成交数量（亿股）	278.91	22.82	2.02
换手率（%）	53.88	19.67	4.47
市盈率（倍）	47.23	35.27	21.44
投资者账户数量			
机构投资者（户）	22717	4695	1088

统交易制度等方面的创新，就需要对股转系统进行内部分层，实施差异性的制度安排。

2016 年 5 月 27 日，为了贯彻落实党的十九大精神和全国金融工作会议部署、促进多层次资本市场健康发展，股转系统正式对挂牌公司实行分层管理并发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》（以下简称《分层管理办法》），从“盈利性、成长性和市场认可度三个方面设置了三套差异化的创新层标准”，将现有挂牌公司分为基础层和创新层。符合创新层条件的公司，调整进入创新层，剩下的进入基础层。股转系统还规定了创新层公司的“维持标准”，在确保创新层交易公司资产质量的同时打通基础层和创新层之间的“转板”通道。通过一年多的试行，市场对分层制度普遍反映较为积极。如表 4 所示，实行分层管理后，股转系统挂牌公司数量、流通股本及挂牌公司总市值均稳定增长。

时间	挂牌公司 家数（家）	总股本 （亿股）	流通股本 （亿股）	总市值 （亿元）	市盈率 （倍）
2016 - 06	7685	4634. 93	1696. 17	31081. 90	26. 54
2016 - 07	7917	4773. 13	1791. 82	31673. 00	26. 51
2016 - 08	8895	5115. 81	1893. 68	33899. 61	26. 57
2016 - 09	9122	5251. 19	2026. 97	35430. 21	26. 86
2016 - 10	9324	5389. 71	2124. 80	36131. 18	26. 97
2016 - 11	9764	5569. 31	2250. 26	37451. 18	27. 59
2016 - 12	10163	5851. 55	2386. 81	40558. 11	28. 71
2017 - 01	10454	5972. 95	2479. 15	41386. 01	28. 28

披露	报告	无须披露	无须披露
披露	社会责任报告	无须披露	无须披露
披露	募集资金使用情况专项报告	每半年披露募集资金使用情况专项报告，无须注册会计师鉴证	每半年披露募集资金使用情况专项报告，无须注册会计师鉴证
披露	临时报告要求	包括三会决议、关联交易及其重大事项	包括三会决议、关联交易及其重大事项
披露	资料来源：	清华大学国家金融研究院上市公司研究中心。	
二是引入集合竞价制度。所谓集合竞价，是指交易场所将一段时间内接收的买卖订单进行一次性的撮合成交的交易方式。作为与做市商制度完全不同的制度安排，集合竞价制度的本质是订单驱动，交易场所的会员并不为成交提供流动性，而是将买卖双方提交的订单按照最大成交原则计算出成交价，所有成交的订单按计算价格成交。我国沪深交易所在开盘和收盘阶段，实行集合竞价的成交方式，其成交原则：（1）在有效价格范围内选取成交量最大的价位；（2）高于成交价格的买进申报与低于成交价格的卖出申报全部成交；（3）与成			

父价格相同的头力或头力至少一力至即成交。两个以上申报价格高于上述条件的，上交所取未成交量最小的申报价格为成交价格。若仍有两个以上申报价格符合条件，则取其中间价为成交价格。与上交所不同，深交所取距前收盘价最近的价位为成交价。集合竞价的所有交易以同一价格成交，未成交的部分则自动进入连续竞价。

2017 年 12 月 22 日，股转系统发布《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》（以下简称《转让细则》），对交易制度进行了改革，主要包括引入集合

表 7 历年股转系统挂牌公司股东人数分布（2015—2018 年）

股东人数 (人)	2018 年末		2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	挂牌公司		挂牌公司		挂牌公司		挂牌公司	
	数量 (家)	占比 (%)	数量 (家)	占比 (%)	数量 (家)	占比 (%)	数量 (家)	占比 (%)
2	661	6.18	742	6.38	711	7.00	397	7.74
3~10	3957	37.01	4454	38.30	3921	38.58	1741	33.94
10~50	4138	38.71	4529	38.94	4001	39.37	2056	40.09
50~100	1037	9.70	953	8.19	788	7.75	453	8.83
100~200	532	4.98	551	4.74	423	4.16	275	5.36
200 以上	366	3.42	401	3.45	319	3.14	207	4.04
合计	10691	100.00	11630	100.00	10163	100.00	5129	100.00

注：采用上组限不在内原则，如 100~200 中不包含 200。

资料来源：股转系统、清华大学国家金融研究院上市公司研究中心课题组。

表 8 历年股转系统挂牌公司股东户数、大股东持股比例和股权分散度（2013—2018 年）

年份	股东户数（户）	第一大股东持股比例（%）	前十大股东持股比例（%）
2013	20	52.05	95.34
2014	33	53.41	95.45
2015	82	50.94	93.72
2016	53	51.47	94.80
2017	51	51.12	89.49
2018	42	50.96	88.82
年份	HHI 前十大股东	HHI 前五大股东	HHI 前两大股东
2013	0.35	0.35	0.33
2014	0.34	0.34	0.32
2015	0.33	0.33	0.31
2016	0.36	0.36	0.34
2017	0.36	0.36	0.34
2018	0.36	0.36	0.34

注：赫芬达尔—赫希曼指数（Herfindahl - Hirschman Index, HHI）等于单个挂牌公司在单个会计年度内各个大股东持股比例的平方和，是衡量股权集中度的指标。

资料来源：清华大学国家金融研究院上市公司研究中心课题组根据 Wind 数据计算、制表。

股转系统在 2017 年之后面临一定的困难局面，市场主体参与度下滑、市场功能有所下降、市场情绪总体趋于负面，一些公司提出了摘牌的申请。如图 1 所示，挂牌公司数量在 2017 年达到 11902 家后，呈现下降的趋势。

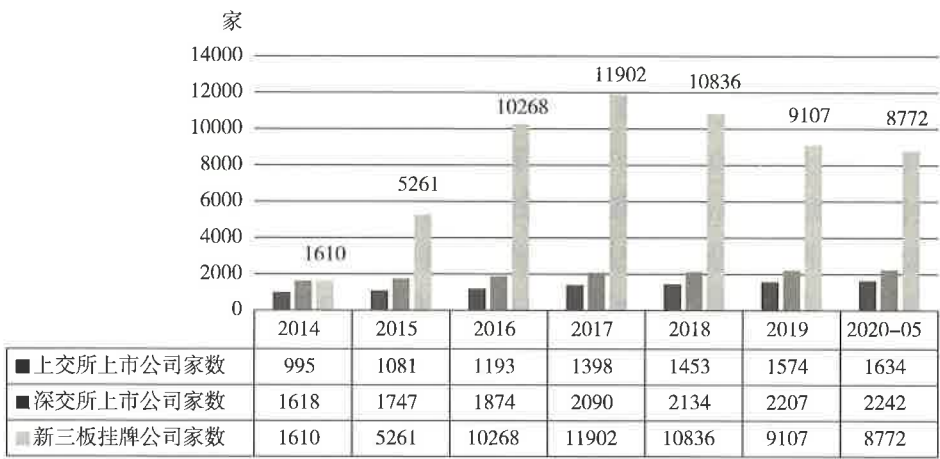


图 1 沪深交易所上市公司和股转系统挂牌公司家数（2014 年至 2020 年 5 月底）

（资料来源：清华大学国家金融研究院上市公司研究中心课题组根据 Wind 数据计算、制图）

实施分类监管，研究提高违法成本，切实提升挂牌公司质量。五是健全市场退出机制，完善摘牌制度，推动市场出清，促进形成良性的市场进退生态，切实保护投资者合法权益。”12月10日至12日，中央工作经济会议在北京举行，会议确定了2020年的重点工作，在第六条“深化经济体制改革”中提出“稳步推进创业板和新三板改革”。10天后，中共中央、国务院发出《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，提出“完善民营企业直接融资支持制度”，深化“新三板改革，服务民营企业持续发展”。

三、股转系统将在新《证券法》赋予的法律定位上加快改革创新

从中关村试点方案的制订开始，一直都遵循《证券法》关于公开发行股票的交易制度和交易所规范要求，并在2005年《证券法》第一次修订提供了法律空间时启动了试点。2019年12月28日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议通过了《证券法》第二次修订。新《证券法》引入“证券交易场所”的概念，明确了全国性证券交易场所包括证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所，并在第三十条规定“公开发行的证券，应当在依法

设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易”，为股转系统的发展奠定了坚实的法律基础。

其实施注册制的条件。按照新《证券法》第九条，公开发行就可以“向不特定