

目 录

第一篇 新三板挂牌公司的公司治理和监管安排

摘 要	3
第一章 新三板挂牌公司的属性及其公司治理的特殊性	5
第一节 新三板的沿革与挂牌公司的属性	5
第二节 挂牌公司治理的特殊性	8
第三节 挂牌公司信息披露的特殊性	17
第四节 挂牌公司退市	17
第五节 挂牌公司监管	17
第六节 挂牌公司监管措施	17
第七节 挂牌公司监管处罚	17
第八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第二十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第三十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第四十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第五十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第六十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第七十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第八十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十一节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十二节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十三节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十四节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十五节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十六节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十七节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十八节 挂牌公司监管处罚案例	17
第九十九节 挂牌公司监管处罚案例	17
第一百节 挂牌公司监管处罚案例	17
第一节 新三板挂牌公司统计数据总览	17
第二节 2013—2018 年新三板挂牌公司的公司治理概况	18
第三节 公司治理的统计比较：基础层挂牌公司 vs. 创新层挂牌公司	34
第四节 公司治理的统计比较：新三板挂牌公司 vs. A 股上市公司	43
第三章 新三板挂牌公司违规分析	57
第一节 挂牌公司违规情况统计	57
第二节 新三板挂牌公司违规行为的影响因素	62

第二章	新三板投资者保护的基本理论	114
	第一节 投资者与挂牌公司等市场参与主体之间的法律关系	114
	第二节 终止挂牌中投资者保护的理论基础	117
	第三节 买者自负理念下的投资者保护	119
	第四节 新三板投资者保护的总体机制	123
第三章	终止挂牌中投资者保护的具体原则	131
	第一节 比例区分原则	131
	第二节 权责均衡原则	133
	第三节 救济充分性原则	135
	第四节 保护措施多样性原则	138
第四章	主动终止挂牌中的投资者保护机制	141
	第一节 主动摘牌时中小投资者保护的必要性	141
	第二节 挂牌公司主动摘牌决议机制分析	143
	第三节 回购价格的公允性判断	148
	第四节 回购承诺的履行	159
	第五节 投资者权益受损时的救济机制	161
第五章	强制终止挂牌中的投资者保护机制	164
	第一节 强制摘牌的情形扩展	164
	第二节 强制摘牌中的信息披露义务	167
	第三节 强制摘牌的程序设置	170
	第四节 强制摘牌的责任追究机制	172

第三篇 新三板自律监管机制研究	
——以全国股转公司对挂牌公司的自律监管为中心	
引言	183
第一章 新三板自律监管的理论基础	185
第一节 自律的概念与新三板自律监管的权力来源	185
第二节 交易场所自律监管的市场力量理论	188
第三节 新三板自律监管与行政监管的关系	188
第四节 新三板自律监管的制度性规定	190
第五节 新三板的自律监管工具体系	192
第六节 挂牌公司的多元化与新三板自律监管之难	193
第二章 全国股转公司自律监管的现状与存在的问题	195
第一节 新三板对违规行为的自律监管现状	195
第二节 全国股转公司自律监管存在的问题	200
第三章 自律监管工具的境内外比较与借鉴	206
第一节 世界主要证券交易所自律监管概述	206
第二节 纽约证券交易所的自律监管	207
第三节 纳斯达克的自律监管	209
第四节 OTCBB 的自律监管	222
第五节 伦敦证券交易所 AIM 的自律监管	229
第六节 澳大利亚证券交易所的自律监管	237
第七节 韩国交易所的自律监管工具	238
第八节 香港联交所的自律监管工具	243

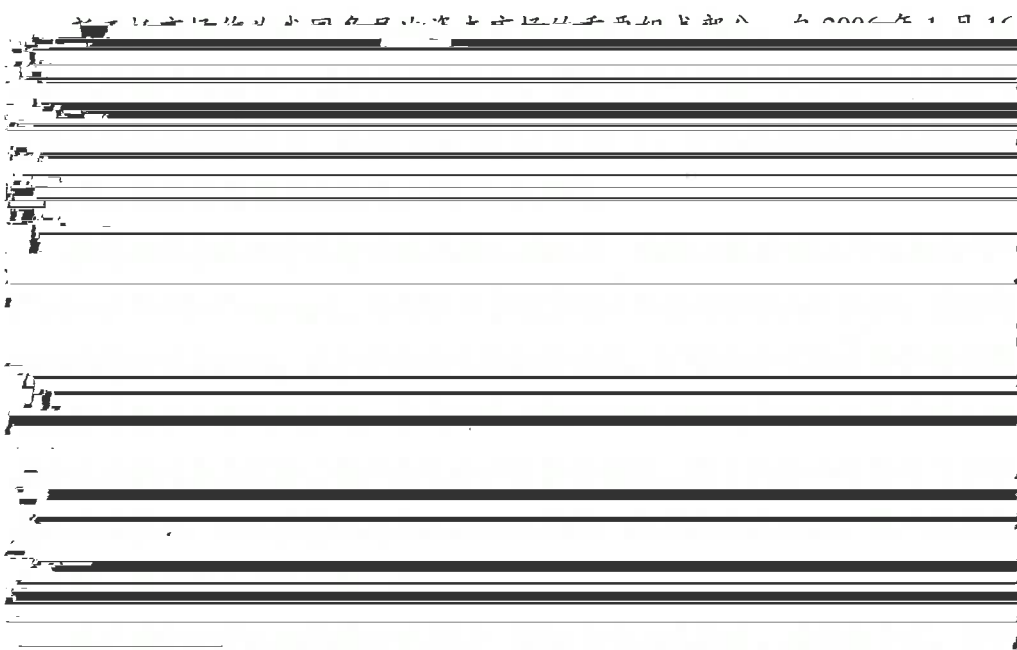
第一节	股票期货、期权产品发展历程	303
第二节	股票期货、期权产品统计分析和经验案例	310
第三节	股票期货、期权产品发展路径和经验总结	348
第二章	股票期货、期权产品设计与业务规则研究	353
第一节	股票衍生品设计及规则体系概述	353
第二节	股票期货产品设计、业务规则范例	377
第三节	股票期权产品设计、业务规则范例	379
第三章	中小市值股票期货期权产品风险防范研究	383
第一节	中小市值股票期货期权的价格风险防控机制	383
第二节	中小市值股票期货期权产品的交易风险防范机制	389
第三节	中小市值股票期货期权产品的信用风险防控机制	393
第四章	新三板市场衍生品业务发展可行性评估	403
第一节	新三板市场的基础情况	403
第二节	新三板发展衍生品业务的必要性分析	409
第三节	新三板发展衍生品业务可能路径及可行性分析	411
第四节	新三板发展衍生品业务的相关建议	422
第五章	结 论	424

第一篇

新三板挂牌公司的 公司治理和监管安排*

* 本课题承接方为清华大学国家金融研究院上市公司研究中心。课题组负责人：王朔。课题组成员：闫琰、张思雨、叶宇辰、刘亚萍。

摘要



日试点启动到2013年1月正式运行以来，对促进中小微企业发展、完善直接融资体系发挥了积极作用。截至2019年11月28日，新三板挂牌公司总数已达9111家，挂牌公司总股本达到5708.17亿股^①。

挂牌公司未经公开发行直接在新三板挂牌，挂牌后成为非上市公司^② (Unlisted Public Company)，但诸多监管制度与上市公司有很大的差别。厘清新三板挂牌公司的属性，是分析其公司治理的现状、探讨其公司治理面临的挑战以及完善其公司治理的基础。本文的第一部分从新三板建立的历史沿革以及挂牌公司属性的角度剖析了挂牌公司治理面临的挑战，指出挂牌公司的非上市公

违规行为的可能性增加。另外，流动性与违规行为之间存在U形关系，表明流动性的提高会降低发生违规行为的可能性，但过高的流动性会产生消极影响，增加违规行为的可能性。研究还发现，董事长和总经理为同一人的挂牌公司发生违规的可能性更大，而实际控制人、董事长和总经理为同一人的挂牌公司发生违规的可能性更小。另外，创新层挂牌公司或是盈利能力好的挂牌公司发生违规的可能性更小，而民营企业或是资产负债率高的挂牌公司发生违规的可能性更大。但是，是否设立独立董事对违规行为无显著影响，表明独立董事在挂牌公司治理中尚未能发挥有效职能。

第四部分将新三板市场和其他股票市场的信息披露要求和公司治理规则进行了对比，发现新三板在股权分散要求、独立董事制度要求以及信息披露要求相比境内外其他市场，如主板市场、台湾证券柜台买卖中心兴柜OTC市场、美

国的纳斯达克市场等，标准相对较低、监管规则相对宽松。

第五部分结合最新发布的《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》（以下简称《分层管理办法》）、《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则》（以下简称《挂牌公司治理规则》）等业务规则和研究结论，就股权分散、流动性、独立董事制度、国有挂牌公司治理的特殊性、激励与评价机制、加强自律监管和行政监管、推动机构投资者参与公司治理等方面提出了政策建议。

第一章 新三板挂牌公司的属性及其公司治理的特殊性

第一节 新三板的沿革与挂牌公司的属性

新三板建立的基础是2006年1月启动的中关村科技园区非上市公司进入证券公司代办股份转让系统进行股份报价转让试点（以下简称中关村试点）。中关村试点首先需要克服的法律障碍就是，这些公司是非上市、未经证监会批准公开发行的公司，如果向一般公众转让股票，就是变相的公开发行。

2006年经修订后实施的《证券法》，对公开发行作出框架性的定义：一是向不特定对象发行；二是向特定对象发行不得超过200人。在此背景下，2006年1月16日启动的中关村试点根据《公司法》第三十九条“股份公司的股份转让，可以上市交易，或者以国务院批准的其他方式进行”的规定，制定了试点的转让制度，这是一种按照《公司法》规定的经国务院批准的方式。

新三板的股份转让制度经历了从一对一交易到逐步引入做市商和集合竞价交易制度的过程。2006年中关村试点启动时，实行的是一对一协议交易机制，即挂牌公司的股东通过系统发布转让股票的要约邀请^①。这种要约邀请是向不特定投资者发出的转让股票的意思表示，包括转让的数量和拟议价格。投资者

^① 《合同法》第十五条规定：“要约邀请是希望他人向自己发出要约的意思表示。寄送的价目表、拍卖公告、招标公告、招股说明书、商业广告等为要约邀请。”

险，进一步缩小了投资者范围，只允许两类投资者参与市场：一是机构投资者，包括创投、私募股权基金、合伙企业、信托等；二是特殊自然人，包括公司挂牌前的自然人股东、挂牌后通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东以及因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人股东，但这些自然人股东只允许买卖其持股公司的股份^③。

2013年12月，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的

^① 参见《国务院办公厅关于支持融资担保行业发展的指导意见》（国办发〔2015〕47号），www.csrc.gov.cn/pub/shanxi/xxfw/gfxwj/201505/t20150504_276134.htm。

^② 同^①。

^③ 参见《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（暂行）》，https://www.sac.net.cn/dbxt/ywgz/200906/t20090612_30927.html。

决定》(以下简称国发〔2013〕49号)。该文件不仅再次明确了新三板的地位,还提出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条件的,可以直接向证券交易所申请上市交易^①。国发〔2013〕49号为新三板的交易制度渐进式改革提供了基础。新三板于2014年6月建立了做市交易制度,即以做市商为中介的证券交易制度。做市交易制度的核心是做市商作为卖方的买方和买方的卖方,新三板持续发布买卖双向报价,并在其报价数量范围内按其报价履行与投资者的成交义务。投资者与做市商成交,投资者之间不能成交,做市商作为流动性的提供者。做市商每次提交做市申报应当同时包含买入价格与卖出价格,且相对买卖价差^②不得超过5%^③。2018年初,新三板又推出了集合竞价机制,即对一段时间内接受的买卖申报一次性集中撮合的竞价方式^④。

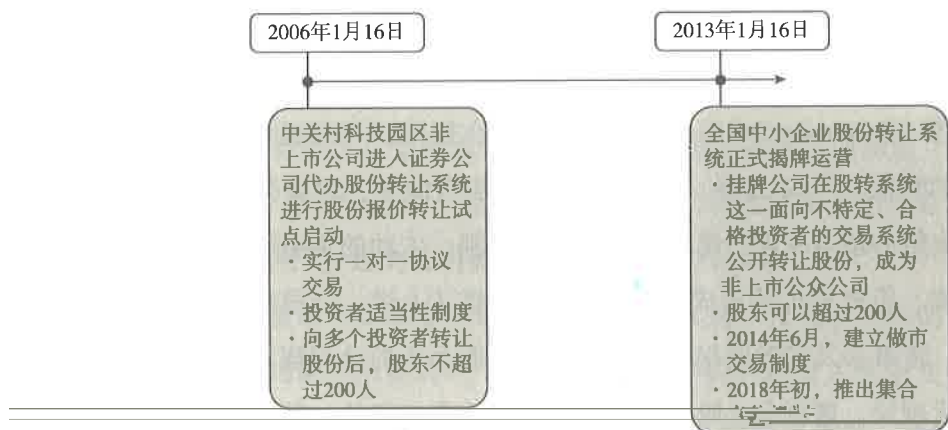


图1 新三板及其交易制度的历史沿革

① 参见《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》, http://www.neeq.com.cn/law_list/20000445.html。

② 根据《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》第四十八条, 相对买卖价差计算公式为: 相对买卖价差 = (卖出价格 - 买入价格) ÷ 卖出价格 × 100%, http://www.neeq.com.cn/important_news/200003538.html。

③ 参见《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》, http://www.neeq.com.cn/important_news/200003538.html。

④ 根据《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》第八十一条, 采取集合竞价转让方式的基础层股票, 交易主机于每个转让日的15:00, 对接受的买卖申报进行集中撮合; 采取集合竞价转让方式的创新层股票, 交易主机于每个转让日的9:30、10:30、11:30、14:00、15:00, 对接受的买卖申报进行集中撮合。全国股份转让系统可以根据市场需要, 调整集合竞价的撮合频次。参见 http://www.neeq.com.cn/important_news/200003538.html。

公司股东会、董事会及管理层权责划分和相互制衡关系的公司章程。公司治理涉及公司的管理层、董事会、股东和其他利益相关者之间的一整套关系。公司治理也提供了一个框架，通过该框架确立公司目标、决定实现目标的措施和绩效监控。良好的公司治理应该对董事会和经理层提供适当的激励，促使其追求符合公司和股东利益的目标并有利于有效的监督^④。新三板挂牌公司由于其向

① 参见《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，http://www.neeq.com.cn/law_list/20000445.html。

② 参见《全国中小企业股份转让系统2018年市场统计快报》，<http://www.neeq.com.cn/static/statisticdata.html>。

③ 参见《OECD公司治理原则（2004）》，<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>。

④ 同③。

不特定投资者转让股份而具有公众公司的属性，加之其特殊的股权和控制结构，公司治理具有一定的特殊性。

第一是信息披露的义务。

全球公司治理的蓝本——《G20/OECD 公司治理原则（2015）》，在第五章“信息披露与透明度”中就公司及时、准确地披露财务信息，及时公布影响公司运作的重大事项，保证透明度提出了要求。完善的公司治理是保证信息披露质量的基础，而真实、准确、及时的信息披露也是保证公司治理原则有效实施的必要前提。从国际证券市场监管的实践看，上市公司的运行涉及公众的利益

时，就要履行信息披露义务。例如，在美国，公众公司，包括上市公司和非上市公众公司，都被要求到美国证券交易委员会（SEC）登记注册，并达到严格的信息披露要求。美国《证券交易法》（*Securities Exchange Act*）第12条a款规定，除非进行交易的证券的登记注册是有效的，符合本章的规定和根据本章制

司的绝对（或相对）控制权，这种行为激发了控股股东对于控股股东为自身利益寻求私人利益的机会主义行为（Bebchuk 和 Weisbach, 2010^⑥）。在控股股东通过拥有具有优越投票权的股权、金字塔结构或者交叉持股使他们的控制权（Control Rights）明显超过现金流权（Cashflow Rights）的情况下（Bebchuk、

① 参见《国务院办公厅关于建立国家统一的市场准入负面清单制度的意见》，http://www.gov.cn/jyzq/2016/01/22/content_2832217.htm，list/20000445.html。

② 但是针对挂牌公司（特别是基础层挂牌公司）的信息披露要求，与针对上市公司的信息披露要求相比较宽松。例如，虽然要求挂牌公司（包括基础层和创新层）披露年报和半年报，但基础层挂牌公司是否披露季报无要求等。

③ 参见 Berle A. A. , Means G. C. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Macmillan, 1932。

④ 参见 Jensen, M. C. , Meckling, W. H. . Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4), 305 - 360。

⑤ 参见 Shleifer, A. , Vishny, R. W. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94 (3), 461 - 488。

⑥ 参见 Bebchuk, L. A. , Weisbach, M. S. . The State of Corporate Governance Research [J] . The Review of Financial Studies, 2010, 23 (3), 939 - 961。

Kraakman 和 Triantis, 2000^①; Claessens、Djankov 和 Lang, 2000^②), 其追求以非控股股东为代价来寻求私人利益的机会主义的动机更强烈 (La Porta、Lopez - De - Silanes 和 Shleifer, 1999^③), 实现这种机会主义的能力也更大。他们可以通

利润最大化的项目等, 直接或间接侵占非控股股东的利益 (Shleifer 和 Vishny, 1997)。控股股东这种为谋取私人利益从公司转移资产和利润而侵占其他非控股股东利益的行为被称为隧道效应 (Johnson、La Porta、Florencio 和 Shleifer, 2000^④)。

图 2 对新三板挂牌公司不同阶段面临的不同公司治理问题进行了对比。新三板挂牌公司在挂牌前属于私人公司 (Private Company), 股东数量有限, 股权高度集中。创始人企业家通常既是公司的所有者又是经营者, 股权集中在创始人以及家族成员手中。这些公司具有典型的古典公司特点, 即所有权与经营权

90.23%；90%以上的共计5486家，占比59.10%^①。

公开转让股票前

- 股权高度集中，所有权与经营权合一，是典型的古典公司
- 所有权和控制权分离的现代公司所面临的代理人问题并未出现

公开转让股票持续进行市场的改革与发展

股权趋于分散
所有权与经营权将逐步分离
所有者（委托人）与经营者（代理人）之间的利益冲突问题（第一类代理人问题，Type I Agency

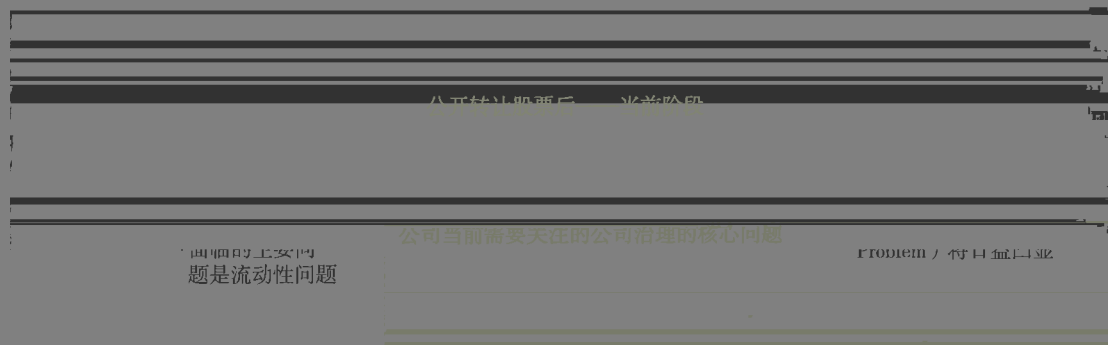


图2 新三板挂牌公司不同阶段面临的不同公司治理问题

由此可见，所有与控制分离情况下的第一类代理人问题目前还不是挂牌公司的公司治理关注的核心问题。而高度集中的股权结构以及控股股东的内部人身份使第二类代理人问题，即控股股东与新增中小股东之间的利益冲突问题，成为挂牌公司当前需要关注的公司治理的核心问题。绝大多数的挂牌公司，其控股股东为公司创始人或者家族成员，他们不仅掌握公司的重大决策权，同时作为经营者负责公司的日常运营。控股股东的内部人身份使其对公司内部经营和风险等方面享有信息优势。他们掌握了新增中小股东无法全面获得的公司内部、经营和风险等信息，导致严重的信息不对称，使第二类代理人问题更加严

^① 数据来源：东方财富Choice数据库。

重。再加上非控股股东对内部人监督制衡的软弱无力，进一步增加了控股股东为谋取私人利益而损害其他非控股股东利益的可能性；导致控股股东的道德风险加剧。正如经济学家青木昌彦（1995）^① 所指出，当大量的股权为内部人持有时，内部人的利益得到有力的强调。

流动性不足是当前制约新三板发展的关键问题之一。数据显示，2019年8月，9298家新三板挂牌公司累计成交金额74.50亿元，环比下降9.63%，平均到每家挂牌公司成交金额80.12万元；累计成交数量19.26亿股，环比下降12.73%，平均到每家挂牌公司成交数量20.71万股；累计成交笔数11.38万笔，环比上涨2.61%，平均到每家挂牌公司成交笔数12.24笔；累计完成股票发行1.99亿股，环比下降69.05%；累计通过完成股票发行募集金额6.22亿元，环比下降77.55%^②。流动性不足的问题与公司治理和投资者结构密切相关，而公司治理既是资本市场透明度的基础，也是流动性的基础。

响其参与交易的意愿。截至2018年12月31日，开通新三板账户的机构投资者为5.63万户，个人投资者为37.75万户，合计43.38万户。匹配10691家挂牌公司，平均到每家挂牌公司远不足41户。股权集中在挂牌前股东手中，这样的投资者结构必然会导致交易需求的同质化。

表1 集合竞价制度实施前后流动性对比

指标名称	2018年2月	2017年12月	2018年	2017年
成交金额(亿元)	71.37	238.73	888.01	2271.80
成交数量(亿股)	15.70	55.83	236.29	433.22
成交笔数(万笔)	9.42	19.18	150.84	282.99
发行股数(亿股)	5.56	48.67	123.83	239.26
融资金额(亿元)	33.66	199.20	604.43	1336.25
换手率(%)	0.38	1.18	5.31	13.47
数据来源:新三板。				
尽管新三板的交易制度在不断改革,如自2018年1月15日起实施集合竞价制度,但是在股权高度集中、投资者数量结构和交易需求单一、市场约束不足的现实情况下,集合竞价不可能有成交和流动性。从实施效果看,交易制度改革不仅未带来市场流动性的改善,反而在一定程度上降低了市场的流动性。				

从实施集合竞价制度前后一段时间的数据对比来看,市场活跃度下降显著。如表1所示,在2018年1月15日实施集合竞价前的2017年12月,新三板月累计成交数量为55.83亿股,月累计成交金额为238.73亿元。而在实施集合竞价后的2018年2月,新三板月累计成交数量为15.70亿股,较2017年12月减少

40.13 亿股；月累计成交金额为 71.37 亿元，较 2017 年 12 月减少 167.36 亿元^①。年度数据显示，2018 年新三板累计成交金额为 888.01 亿元；较改革前的

2017 年下降 60.91%；累计成交数量为 236.29 亿股，较 2017 年下降 45.46%；累计成交笔数为 150.84 万笔，较 2017 年减少 132.15 万笔；换手率为 5.31%，较 2017 年下降 8.16 个百分点。在挂牌公司融资方面，2018 年挂牌公司累计完成股票发行 123.83 亿股，较 2017 年减少 48.24%；累计通过股票发行融得资金 604.43 亿元，较 2017 年减少 54.77%^②。

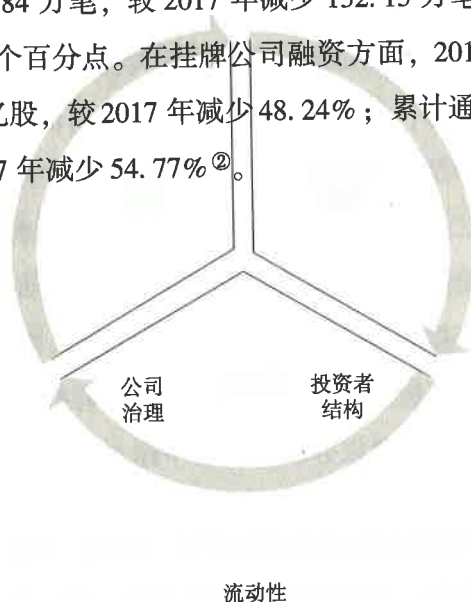


图 3 流动性、公司治理和投资者结构的关系

除此之外，流动性不足、价格不能反映基本面，还会影响市场对完善公司治理和保护全体股东利益的外在约束。公司治理体系以市场为基础，市场上投

资者结构对公司经营产生影响，进而使资本市场成为影响公司治理

公司，同时公允披露，以及公允利益。尤其公司治理，一定保证信息披露的真实、准确、完整和及时，确保公众获得信息的公平性和公正性，以保障公众利益。二是缓解第二类代理人问题，通过公司治理机制，既保护小股东的利益，又保证大股东的决策机制。除此之外，由于新三板尚处于发展的早期，随着市场的改革与发展，挂牌公司的股权将越来越分散，第一类代理人问题也将越来越突出。因此，新三板应当未雨绸缪，建立起有针对性的、差异化的公司治理原则规范，引导公司在股权分散的过程中建立相应的公司治理机制。同时兼顾公司利益相关者（Stakeholder）的利益，特别是联合国倡导的 ESG（环境、社会和治理）责任。另外，还要以完善的公司治理，引导机构投资者投资挂牌公司、参与公司治理，这也是新三板健康发展的基础。三是通过完善新三板的投资者结构，实现投资者结构的多元化和机构投资者化，提高市场流动性和效率。

总之，挂牌公司的公司治理是新三板健康发展的基础。应当结合新三板在整个资本市场中的地位和改革发展方向，根据挂牌公司的属性、股权结构特征以及发展阶段，针对我国资本市场的法治环境和公司治理原则的实施环境，建立健全新三板的公司治理机制，促进市场发展。

① 参见 Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H. Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany [J]. European Financial Management, 2004, 10 (2), 267-293。

第二章 对新三板挂牌公司的统计分析

第一节 新三板挂牌公司统计数据总览

如图 4 所示，2013—2017 年，新三板挂牌公司总数持续显著增长，但增速逐年放缓。2013 年，新三板仅有 356 家挂牌公司，2017 年末已增加至 11630 家，约是 2013 年的 32 倍。自 2017 年起，挂牌公司数量呈现下降趋势，出现负增长。截至 2019 年 11 月 28 日，新三板共有挂牌公司 9111 家，比 2018 年末减少 2519 家，下降 21.66%。

家			%
14000			400.00
12000	341.57	11630	350.00
10000		10163	300.00
8000	226.27		250.00
6000		5129	150.00
4000		15	100.00

及行 123.83 亿股，较 2017 年减少 115.43 亿股；通过发行股票共融资 604.43 亿元，较 2017 年减少 731.82 亿元。股票转让方面，2018 年全年累计成交金额为 888.01 亿元，比 2017 年减少 1384 亿元；累计成交数量 236.29 亿股，相比 2017 年减少 196.93 亿股；成交笔数为 150.84 万笔，较 2017 年减少 132.15 万笔；换手率为 5.31%，相比 2017 年 13.47% 的换手率下降 8.16 个百分点。正如前文所述，在股权高度集中、缺乏市场约束和配套政策的背景下，新三板交易制度的改革不仅未改善市场流动性，反而削弱了市场活跃度，在一定程度上降低了市场流动性。

表 2 2013—2018 年新三板挂牌公司概况

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
挂牌公司家数	10691	11630	10163	5129	1572	356
总股本（亿股）	6324.53	6756.73	5851.55	2959.51	658.35	97.17
总市值（亿元）	34487.26	49404.56	40558.11	24584.42	4591.42	553.06
发行股数（亿股）	123.83	239.26	294.61	230.79	26.43	2.92
融资金额（亿元）	604.43	1336.25	1390.89	1216.17	129.99	10.02

成交金额（亿元）	888.01	2271.82	1316.27	1216.92	159.35	10.02
成交数量（亿股）	236.29	433.22	363.63	278.91	22.82	2.02
换手率（%）	5.31	13.47	20.74	53.88	19.67	4.47
成交笔数（万笔）	150.84	282.99	308.81	282.13	9.27	0.10

数据来源 新三板。

第二节 2013—2018 年新三板挂牌公司的公司治理概况

表 3 描述了 2015—2018 年新三板挂牌公司的股东人数分布。如表 3 所示，挂牌公司股东人数集中分布在 3~50 人。其中，股东数量在 10~50 人（不包括 50 人）的挂牌公司占比最高。具体来说，2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年

股东数量在 10~50 人（不包括 50 人）的挂牌公司数量分别为 2056 家、4001 家、4529 家和 4138 家，分别占当年挂牌公司总数的 38.71%、38.94%、39.37% 和 40.09%。除此之外，3~10 人（不包括 10 人）也是挂牌公司股东人数集中分布的区间。表 3 显示，2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年股东数量在 3~10 人（不包括 10 人）的挂牌公司数量分别为 1741 家、3921 家、4454 家和 3957 家，分别占比 33.94%、38.58%、38.30% 和 37.01%。相比来看，股

年份	挂牌公司数量	占比
2015 年	1741	33.94%
2016 年	3921	38.58%
2017 年	4454	38.30%
2018 年	3957	37.01%

家挂牌公司的股东数量在 200 人以上，占比 3.42%；2015 年、2016 年和 2017 年分别为 207 家、319 家和 401 家，分别占比 4.04%、3.14% 和 3.45%。由此可见，新三板挂牌公司的股东数量有限，股权集中在少数股东手中。另外，有

从表 4 可以看出，2013—2018 年新三板的投资者结构并无显著变化。个人投资者占比较高，始终维持在 88.00% 左右（上下浮动不超过 2%），而机构投资者占比一直维持在 11% 左右（上下浮动不超过 2%）。因此，新三板需要完善投资者结构，实现投资者结构的多元化和机构投资者化，引导机构投资者参

表 4 2013—2018 年新三板挂牌公司投资者数量和结构

指标名称		2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
机构 投资者	数量（万户）	5.63	5.12	3.85	2.27	0.47	0.11
	占比（%）	12.98	12.53	11.52	10.26	9.65	12.94
个人 投资者	数量（万户）	37.75	35.74	29.57	19.86	4.40	0.74
	占比（%）	87.02	87.47	88.48	89.74	90.35	87.06
投资者合计（万户）		43.38	40.86	33.42	22.13	4.87	0.85

数据来源：新三板。

表 5 统计了 2013—2018 年新三板挂牌公司的股东户数、大股东持股比例和股权分散度。如表 5 所示，挂牌公司历年的平均股东户数维持在 20~82 户，股东数量有限，而投资者数量不足导致新三板挂牌公司的股权分散度低。从大股东持股比例来看，2013—2018 年，历年第一大股东持股比例均维持在 50% 以上，历年前十大股东持股比例均维持在 88% 以上，股权高度集中。虽然大股东

2014年12月20日，公司召开2014年第二次临时股东大会，审议通过《关于公司申请在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让的议案》。

2015年1月15日，公司召开2015年第一次临时股东大会，审议通过《关于公司申请在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让的议案》、《关于授权董事会办理公司申请在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让相关事宜的议案》、《关于修改公司章程的议案》、《关于修改股东大会议事规则的议案》、《关于修改董事会议事规则的议案》、《关于修改监事会议事规则的议案》、《关于修改关联交易决策制度的议案》、《关于修改对外担保决策制度的议案》、《关于修改募集资金管理制度的议案》、《关于修改投资者关系管理制度的议案》、《关于修改信息披露管理制度的议案》、《关于修改内幕信息管理制度》、《关于修改控股子公司管理制度》、《关于修改控股子公司财务管理制度》、《关于修改控股子公司人事管理制度》、《关于修改控股子公司安全生产管理制度》、《关于修改控股子公司环境保护管理制度》、《关于修改控股子公司劳动管理制度》、《关于修改控股子公司薪酬管理制度》、《关于修改控股子公司绩效考核制度》、《关于修改控股子公司内部审计制度》、《关于修改控股子公司风险管理制度的议案》、《关于修改控股子公司法律事务管理制度的议案》、《关于修改控股子公司档案管理制度的议案》、《关于修改控股子公司信息安全管理制度的议案》、《关于修改控股子公司保密管理制度的议案》、《关于修改控股子公司印章管理制度的议案》、《关于修改控股子公司合同管理制度的议案》、《关于修改控股子公司采购管理制度的议案》、《关于修改控股子公司销售管理制度的议案》、《关于修改控股子公司生产管理制度的议案》、《关于修改控股子公司质量管理制度的议案》、《关于修改控股子公司环境管理制度的议案》、《关于修改控股子公司职业健康安全管理制度的议案》、《关于修改控股子公司其他管理制度的议案》。

2015年1月22日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了挂牌申请材料。

2015年1月23日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年1月24日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年1月25日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年1月26日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年1月27日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年1月28日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年1月29日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年1月30日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年1月31日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月1日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月2日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月3日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月4日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月5日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月6日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月7日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月8日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月9日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月10日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月11日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月12日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月13日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月14日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月15日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月16日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

2015年2月17日，公司向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了《挂牌申请书》。

2015年2月18日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《受理通知书》。

和高达 97.62%，导致其前十大股东的 HHI 较之前两大股东的 HHI 有明显差异。

取样本内公司总资产的中位数 98200000 元，公司规模可以按次中位数分为两类，总资产小于等于 98200000 元的挂牌公司（以下简称较大规模公司）和总资产大于 98200000 元的挂牌公司（以下简称较小规模公司）。如表 7 所示，较大规模公司的平均股东户数为 93 户，比较小规模公司多 79 户。但是，相比于小规模公司，较大规模公司的大股东持股比例和 HHI 均较小。

表 7

变量	较大规模公司	较小规模公司
平均股东户数	93	14
大股东持股比例	15.2%	28.5%
HHI	0.002	0.008

表 7 2013—2018 年新三板挂牌公司股东户数、大股东持股比例
和股权分散度：按公司规模

公司规模	股东 户数	第一大股东 持股比例 (%)	前十大股东 持股比例 (%)	HHI 前十大股东	HHI 前五大股东	HHI 前两大股东
总资产小于等于 98200000 元 (中位数)	14	53.73	94.69	0.38	0.38	0.36
总资产大于 98200000 元 (中位 数)	93	48.64	88.42	0.32	0.32	0.31

表 8 2013—2018 年新三板挂牌公司股东户数、大股东持股比例
和股权分散度：按公司性质

公司性质	股东 户数	第一大股东 持股比例 (%)	前十大股东 持股比例 (%)	HHI 前十大股东	HHI 前五大股东	HHI 前两大股东
国有企业	58	58.24	93.97	0.44	0.44	0.43
民营企业	49	51.29	91.78	0.36	0.35	0.34
集体企业	130	47.78	82.81	0.31	0.31	0.30
外资企业	30	58.78	94.42	0.43	0.43	0.42
其他企业	129	37.61	81.24	0.25	0.24	0.22

从董事会规模来看，如表 9 所示，历年挂牌公司董事会人数的均值维持在 5 人，但是独立董事均值不足 1 人。历年没有设立独立董事的挂牌公司的比例均达 87% 以上，并且该比例呈逐年上升趋势，从 2013 年的 87.92% 增长到 2018 年的 94.08%。在董事会中，执行董事占比高，维持在 95% 以上，且呈增长趋势。2018 年，执行董事占比为 98.07%，较 2017 年上升 0.32 个百分点，较 2013 年上升 1.77 个百分点。然而，历年独立董事占比均值维持在 4.5% 以下。2018 年，独立董事占比均值仅为 1.93%。从董事长、总经理和实际控制人三者的重合度来看，2013—2018 年半数以上挂牌公司中的董事长和总经理职位由同一自然人担任，86% 以上的挂牌公司的实际控制人担任董事长一职，64% 以上的挂牌公司的实际控制人担任总经理一职。另外，52% 以上的挂牌公司存在实际控制人、董事长与总经理三者为同一自然人的现象，即实际控制人、董事长与总经理三者合一。值得注意的是，有些挂牌公司有多名共同实际控制人，这

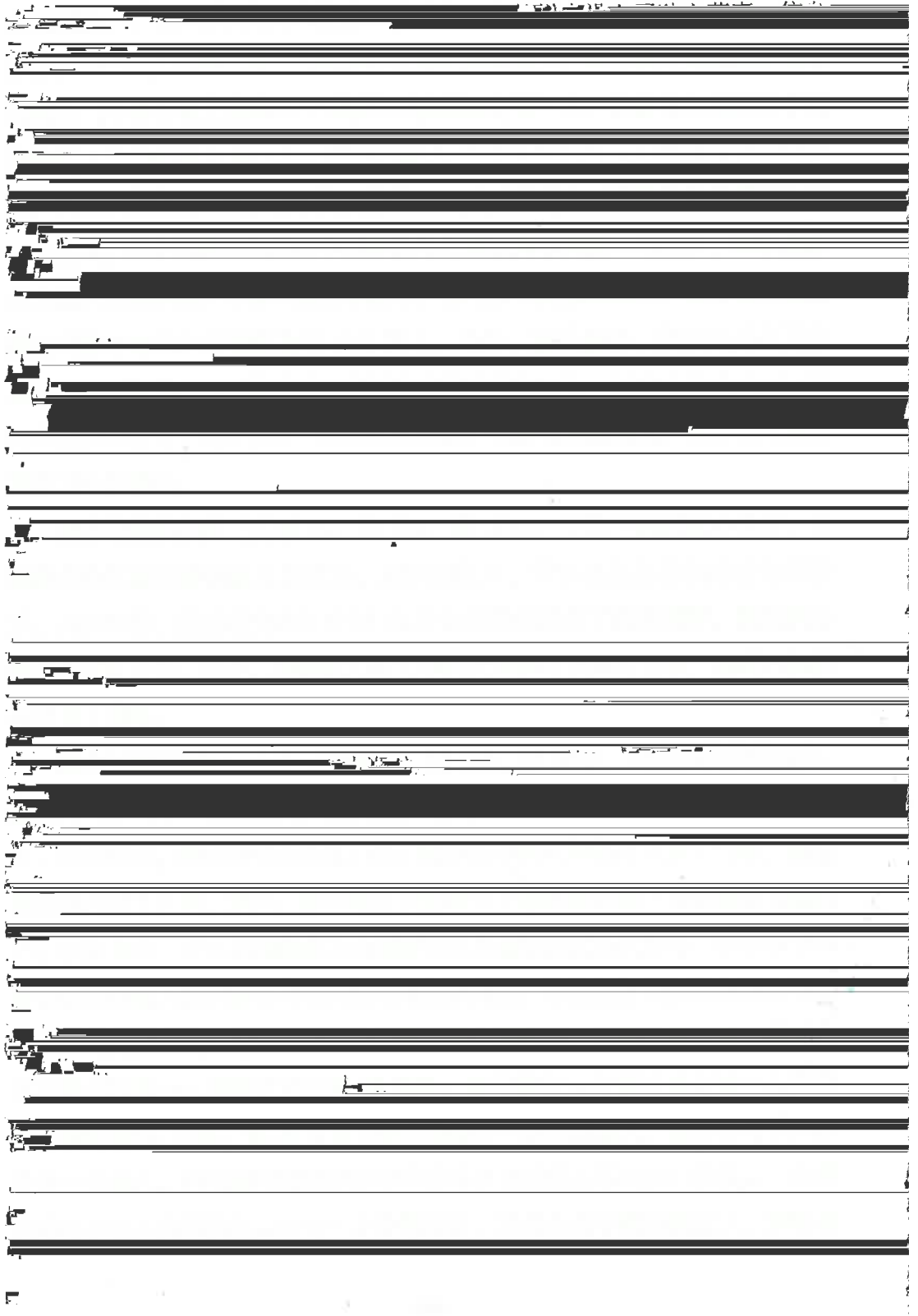
2014	317	66.51	733	35.74
2015	3120	64.24	1737	35.76
2016	6303	64.41	3483	35.59
2017	7208	64.09	4039	35.91
2018	6468	62.78	3834	37.22

数据来源：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。

按行业分析（见表 10、表 11A、表 11B），综合行业和金融业挂牌公司的

董事公	例依相为较八，为为为八相八。	然自十有五得不超十		

立董事，金融业和采矿业行业挂牌公司董事会的独立性相对较高。具体来说，在金融业中设立独立董事的样本达 17% 以上，16% 以上的采矿业样本设立了



据上来看，国有企业中实际控制人与董事长和总经理重合的样本数量和比例均非常小，但是并不能充分说明其实际控制人与董事长和总经理的重合度低。大部分国有企业的实际控制人为非自然人法律实体，董事长与总经理被这类实际控制人委派的可能性非常高。

表 16 统计了 2013—2018 年情况。如表 16 所示，挂牌公司年度股东大会每年不足 1 次，临时股东大会平均 1~3 次每年。

表 10 2013—2018 年新三板挂牌公司董事会规模、

结构和独立性：按行业分析								
证监会一级 行业分类	董事会 人数	独立董事 人数	独立董事 占比	执行董事 占比	公司是否设立独立董事			
					是		否	
					样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
农、林、牧、渔业	5	0.28	3.52	96.48	78	9.90	710	90.10
采矿业	5	0.38	4.95	95.05	27	16.27	139	83.73
制造业	5	0.21	2.74	97.26	1597	8.05	18252	91.95
电力、热力、燃气及 水生产和供应业	5	0.17	2.27	97.73	30	7.35	378	92.65
建筑业	5	0.21	2.80	97.20	115	9.03	1158	90.97
批发和零售业	5	0.09	1.30	98.70	64	3.76	1639	96.24
交通运输、仓储和邮 政业	5	0.14	2.05	97.95	33	5.25	596	94.75
住宿和餐饮业	5	0.12	1.99	98.01	6	5.26	108	94.74
信息传输、软件和信 息技术服务业	5	0.14	1.87	98.13	467	5.91	7431	94.09
金融业	6	0.40	4.21	95.79	95	17.46	449	82.54
房地产业	5	0.04	0.64	99.36	8	2.87	271	97.13
租赁和商务服务业	5	0.08	1.01	98.99	70	3.61	1871	96.39
科学研究和技术服 务业	5	0.11	1.36	98.64	73	4.21	1663	95.79
水利、环境和公共设 施管理业	5	0.34	4.31	95.69	90	13.35	584	86.65

续表

证监会一级 行业分类	董事会 人数	独立董事 人数	独立董事 占比	执行董事 占比	公司是否设立独立董事			
					是		否	
					样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
居民服务、修理和其他服务业	5	0.07	0.76	99.24	3	2.29	128	97.71
教育	5	0.10	1.33	98.67	11	3.83	276	96.17
卫生和社会工作	5	0.07	0.94	99.06	4	2.08	188	97.92
文化、体育和娱乐业	5	0.19	2.55	97.45	67	7.42	836	92.58
综合	7	1	14.29	85.71	2	100.00	0	0.00

数据来源：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。

表 11A 2013—2018 年新三板挂牌公司实际控制人、
董事长和总经理的重合度：按行业分析

证监会一级 行业分类	公司董事长与总经理 是否为同一人				实际控制人与董事长 是否为同一人				实际控制人与总经理 是否为同一人			
	是		否		是		否		是		否	
	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
农、林、牧 渔业	451	57.53	333	42.47	617	81.40	141	18.60	457	60.37	300	39.63
采矿业	72	43.64	93	56.36	128	85.91	21	14.09	77	52.03	71	47.97
制造业	10958	55.71	8710	44.29	17241	90.15	1884	9.85	12569	65.73	6554	34.27
电力、热力、燃 气及水生产和供 应业	181	44.69	224	55.31	280	72.16	108	27.84	173	44.94	212	55.06
建筑业	657	51.73	613	48.27	1098	87.49	157	12.51	759	60.48	496	39.52
批发和零售业	977	57.67	717	42.33	1437	87.09	213	12.91	1092	66.26	556	33.74
交通运输、仓储 和邮政业	295	47.05	332	52.95	514	83.99	98	16.01	335	54.74	277	45.26
住宿和餐饮业	57	50.00	57	50.00	90	81.08	21	18.92	65	58.56	46	41.44
信息传输、软件 和信息技术服 务业	4954	63.17	2888	36.83	6967	90.83	703	9.17	5468	71.51	2178	28.49
金融业	125	23.41	409	76.59	256	60.95	164	39.05	135	67.47	280	32.53

续表

证监会一级 行业分类	公司董事长与总经理 是否为同一人				实际控制人与董事长 是否为同一人				实际控制人与总经理 是否为同一人			
	是		否		是		否		是		否	
	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
房地产业	111	39.93	167	60.07	161	58.97	112	41.03	110	40.15	164	59.85
租赁和商务服 务业	1094	56.63	838	43.37	1629	85.38	279	14.62	1209	63.30	701	36.70
科学研究和技术 服务业	925	53.56	802	46.44	1460	87.43	210	12.57	1068	64.14	597	35.86
水利、环境和公 共设施管理业	344	51.81	320	48.19	528	81.61	119	18.39	372	58.22	267	41.78
居民服务、修理 和其他服务业	85	64.89	46	35.11	122	93.13	9	6.87	95	72.52	36	27.48
教育	164	57.34	122	42.66	254	90.07	28	9.93	190	67.14	93	32.86
卫生和社会工作	95	50.00	95	50.00	158	86.34	25	13.66	98	52.97	87	47.03
文化、体育和娱 乐业	473	53.21	416	46.79	757	86.61	117	13.39	541	62.04	331	37.96
综合	0	0.00	2	100.00	0	0.00	2	100.00	0	0.00	2	100.00

数据来源：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。

表 11B 2013—2018 年新三板挂牌公司实际控制人、
董事长和总经理的重合度：按行业分析

证监会一级 行业分类	实际控制人、董事长与 总经理三者是否为同一人 ^a				董事长与总经理二者是否 均为实际控制人 ^b			
	是		否		是		否	
	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
农、林、牧、渔业	442	50.73	315	49.27	384	58.39	373	41.61
采矿业	73	43.24	75	56.76	64	49.32	84	50.68
制造业	12348	53.86	6739	46.14	10280	64.69	8807	35.31
电力、热力、燃气及 水生产和供应业	173	35.32	212	64.68	136	44.94	249	55.06
建筑业	740	48.69	515	51.31	611	58.96	644	41.04
批发和零售业	1062	54.53	583	45.47	897	64.56	748	35.44

续表

证监会一级 行业分类	实际控制人、董事长与 总经理三者是否为同一人 ^a				董事长与总经理二者是否 均为实际控制人 ^b			
	是		否		是		否	
	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
交通运输、仓储和邮政业	328	43.04	283	56.96	263	53.68	348	46.32
住宿和餐饮业	64	42.34	47	57.66	47	57.66	64	42.34
信息传输、软件和信息技术服务业	5349	60.69	2292	39.31	4637	70.00	3004	30.00
金融业	127	21.74	287	78.26	90	30.68	324	69.32
房地产业	104	29.30	169	70.70	80	38.10	193	61.90
租赁和商务服务业	1184	52.91	722	47.09	1008	62.15	898	37.85
科学研究和技术服务业	1048	50.57	615	49.43	841	63.02	822	36.98
水利、环境和公共设施管理业	363	47.89	276	52.11	306	56.81	333	43.19
居民服务、修理和其他服务业	95	62.60	36	37.40	82	72.52	49	27.48
教育	187	55.67	95	44.33	157	66.31	125	33.69
卫生和社会工作	96	45.90	87	54.10	84	52.46	99	47.54
文化、体育和娱乐业	531	50.69	337	49.31	440	61.18	428	38.82
综合	0	0.00	2	100	0	0.00	2	100.00

注：a. 是，即实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一自然人。

b. 是，即董事长与总经理是同一自然人实际控制人或当实际控制人为多名自然人时，董事长与总经理虽不是同一自然人，却都是多名自然人实际控制人中的一员。

数据来源：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。

续表

公司规模	实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人 ^a				董事长与总经理二者是否均为实际控制人 ^b			
	是		否		是		否	
	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
总资产大于 98200000 元 (中位数)	8548	49.33	8781	50.67	10310	59.50	7019	40.50

注：a. 是，即实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一自然人。

b. 是，即董事长与总经理是同一自然人实际控制人或当实际控制人为多名自然人时，董事长与总经理虽不是同一自然人，却都是多名自然人实际控制人中的一员。

数据来源：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。

表 14 2013—2018 年新三板挂牌公司董事会规模、结构和独立性：按公司属性分析

公司属性	董事会人数	独立董事人数	独立董事占比	执行董事占比	公司是否设立独立董事			
					是		否	
					样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
国有企业	6	0.40	4.50	95.50	223	14.79	1285	85.21
民营企业	5	0.17	2.22	97.78	2397	6.63	33749	93.37
集体企业	6	0.65	7.71	92.29	62	25.00	15	75.00
外资企业	5	0.28	3.70	96.30	5	10.93	505	89.07
其他企业	5	0.28	3.57	96.43	149	11.75	1110	88.24

数据来源：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。

表 15B 2013—2018 年新三板挂牌公司实际控制人、
董事长和总经理的重合度：按公司属性分析

公司属性	实际控制人、董事长与总经理三者 是否为同一人 ^a				董事长与总经理二者是否 均为实际控制人 ^b			
	是		否		是		否	
	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)	样本数	占比 (%)
国有企业	2	0.14	1471	99.86	2	0.14	1471	99.86
民营企业	20133	56.21	15688	43.79	24011	67.03	11810	32.97
集体企业	0	0.00	20	100.00	0	0.00	20	100.00
外资企业	265	47.58	292	52.42	294	52.78	263	47.22
其他企业	6	4.76	120	95.24	6	4.76	120	95.24

注：a. 是，即实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一自然人。

b. 是，即董事长与总经理是同一自然人实际控制人或当实际控制人为多名自然人时，董事长与总经理虽不是同一自然人，却都是多名自然人实际控制人中的一员。

数据来源：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。

表 16 2013—2018 年新三板挂牌公司股东大会召开情况

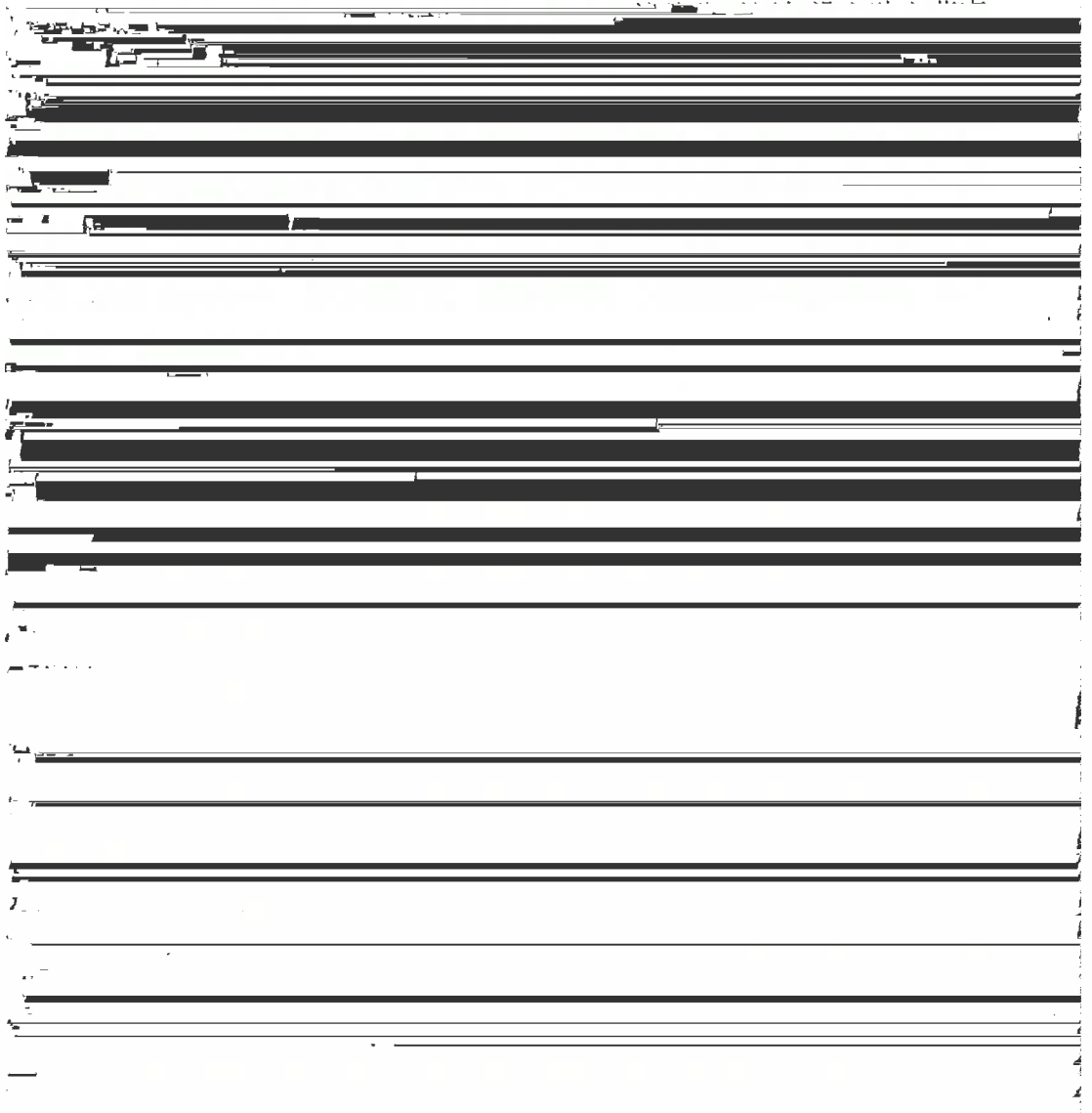
年份	年度股东大会召开情况 (次数)	临时股东大会召开情况 (次数)	股东大会召开综合情况 (次数)
2013	0.78 不足 1 次	2.32	3.10
2014	0.70 不足 1 次	1.71	2.41
2015	0.72 不足 1 次	2.11	2.83
2016	0.83 不足 1 次	2.97	3.80
2017	0.95 不足 1 次	3.13	4.08
2018	0.99 不足 1 次	1.94	2.93

数据来源：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。

第三节 公司治理的统计比较：基础层挂牌公司 vs. 创新层挂牌公司

表 17 和表 18 的统计数据显示，基础层挂牌公司历年股东户数均少于创新层，历年创新层挂牌公司的股东户数约为基础层挂牌公司的 5~6 倍，同时基础层挂牌公司历年第一大股东持股比例、前十大股东持股比例以及 HHI 均高于创新层。由此可见，基础层挂牌公司的股权集中度较创新层更高。但是，历年

基础层挂牌公司的年平均换手率均高于创新层挂牌公司，如表 22 所示。表 19



的挂牌公司比例较低，独立董事人数和占比较小，但在实际控制人与董事长和总经理的重合度方面差别不大。表 21 的统计数据显示，与创新层相比，基础层挂牌公司历年股东大会的召开次数较少。为了检验基础层挂牌公司和创新层挂牌公司在以上几方面的差异是否显著，本文针对以上几方面的变量分别建立零假设（Null Hypothesis，以下简称 N）和备择假设（Alternative Hypothesis，以下简称 A），具体假设如下。

前五大股东 HHI

H_{05} : 基础层挂牌公司前五大股东 HHI = 创新层挂牌公司前五大股东 HHI
(N)

H_{15} : 基础层挂牌公司前五大股东 HHI \neq 创新层挂牌公司前五大股东 HHI
(A)

前两大股东 HHI

H_{06} : 基础层挂牌公司前两大股东 HHI = 创新层挂牌公司前两大股东 HHI
(N)

H_{16} : 基础层挂牌公司前两大股东 HHI \neq 创新层挂牌公司前两大股东 HHI
(A)

董事会人数

H_{07} : 基础层挂牌公司董事会人数 = 创新层挂牌公司董事会人数 (N)

H_{17} : 基础层挂牌公司董事会人数 \neq 创新层挂牌公司董事会人数 (A)

独立董事人数

H_{08} : 基础层挂牌公司独立董事人数 = 创新层挂牌公司独立董事人数 (N)

H_{18} : 基础层挂牌公司独立董事人数 \neq 创新层挂牌公司独立董事人数 (A)

独立董事占比

H_{09} : 基础层挂牌公司独立董事占比 = 创新层挂牌公司独立董事占比 (N)

H_{19} : 基础层挂牌公司独立董事占比 \neq 创新层挂牌公司独立董事占比 (A)

独立董事设立

H_{010} : 基础层挂牌公司独立董事设立 = 创新层挂牌公司独立董事设立 (N)

H_{110} : 基础层挂牌公司独立董事设立 \neq 创新层挂牌公司独立董事设立 (A)

董事长与总经理的重合度

H_{011} : 基础层挂牌公司董事长与总经理的重合度 = 创新层挂牌公司董事长与总经理的重合度 (N)

H_{111} : 基础层挂牌公司董事长与总经理的重合度 \neq 创新层挂牌公司董事长与总经理的重合度 (A)

实际控制人与董事长的重合度

H_{012} : 基础层挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 = 创新层挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 (N)

H_{112} : 基础层挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 \neq 创新层挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 (A)

实际控制人与总经理的重合度

H_{013} : 基础层挂牌公司实际控制人与总经理的重合度 = 创新层挂牌公司实

H_{113} : 基础层挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 \neq 创新层挂牌公司实

实际控制人、董事长与总经理三者的重合度

H_{014} : 基础层挂牌公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 = 创新层挂牌公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 (N)

H_{114} : 基础层挂牌公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 \neq 创新层挂牌公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 (A)

年度股东大会召开次数

H_{015} : 基础层挂牌公司年度股东大会召开次数 = 创新层挂牌公司年度股东

假设 (A)。双总体 T 检验和 PR 检验结果如表 23 所示。

表 23 中 T 检验结果显示, 基础层挂牌公司和创新层挂牌公司在股东户数、股权集中度、董事会规模和独立性、年度股东大会召开情况以及流动性几方面变量差值的 p 值均小于给定显著性水平 $\alpha = 0.01$, 表明基础层挂牌公司和创新层挂牌公司在以上几方面均有统计学意义的显著差异。第一, 对于股东户数来说, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 -134.00 , 接受备择假设 H_{11} , 基础层挂牌

公司股东户数在 0.01 显著性水平上低于创新层挂牌公司。第二, 第一大股东持股比例, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 9.76%, 接受备择假设 H_{12} , 基础层挂牌公司第一大股东持股比例在 0.01 显著性水平上高于创新层挂牌公司。第三, 前十大股东持股比例, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 6.60%, 接受备择假设 H_{13} , 基础层挂牌公司前十大股东持股比例在 0.01 显著性水平上高于创新层挂牌公司。第四, 前十大股东 HHI, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 0.11, 接受备择假设 H_{14} , 基础层挂牌公司前十大股东 HHI 在 0.01 显著性水平上高于创新层挂牌公司。第五, 前五大股东 HHI, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 0.12, 接受备择假设 H_{15} , 基础层挂牌公司前五大股东 HHI 在 0.01 显著性水平上高于创新层挂牌公司。第六, 前两大股东 HHI, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 0.11, 接受备择假设 H_{15} , 基础层挂牌公司前两大股东 HHI 在 0.01 显著性水平上高于创新层挂牌公司。第七, 董事会人数, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差

值为 -0.57 ，接受备择假设 H_{17} ，基础层挂牌公司董事会人数在 0.01 显著性水

平上小于创新层挂牌公司。第八，独立董事人数，T 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差

值为 -0.38 ，接受备择假设 H_{18} ，基础层挂牌公司独立董事人数在 0.01 显著性

水平上低于创新层挂牌公司。第九，独立董事占比，T 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，

差值为 -4.79% ，接受备择假设 H_{19} ，基础层挂牌公司独立董事占比在 0.01 显

著性水平上低于创新层挂牌公司。第十，年度股东大会召开次数，T 检验 $p =$

$0.000 < 0.01$ ，差值为 -0.07 ，接受备择假设 H_{115} ，基础层挂牌公司年度股东大

会召开次数在 0.01 显著性水平上低于创新层挂牌公司。第十一，年平均换手

2018	29	170	51.71	42.11	89.29	84.86
综合	29	163	51.89	42.13	91.59	84.99

表 18 2016—2018 年新三板挂牌公司 HHI：基础层 vs. 创新层

年份	HHI：前十大股东		HHI：前五大股东		HHI：前两大股东	
	基础层	创新层	基础层	创新层	基础层	创新层
2016	0.37	0.25	0.37	0.25	0.35	0.23
2017	0.37	0.26	0.37	0.26	0.35	0.24
2018	0.37	0.25	0.37	0.25	0.35	0.24
综合	0.37	0.26	0.37	0.25	0.35	0.24

数据来源：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。

表 19 2016—2018 年新三板挂牌公司独立董事设立情况：
基础层 vs. 创新层

年份	公司是否设立独立董事					独立董事占比 (%)		独立董事人数	
		基础层		创新层		基础层	创新层	基础层	创新层
		是	否	是	否				
2016	家数	535	8738	139	545	1.86	7.06	0.14 (不足 1 人)	0.54 (不足 1 人)
	占比 (%)	5.77	94.23	20.32	79.68				
2017	家数	567	9474	172	779	1.83	6.19	0.14 (不足 1 人)	0.48 (不足 1 人)
	占比 (%)	5.65	94.35	18.09	81.91				

续表

年份	公司是否设立独立董事				独立董事占比 (%)		独立董事人数		
	基础层		创新层		基础层	创新层	基础层	创新层	
	是	否	是	否					
2018	家数	413	8461	165	698	1.50	6.47	0.11	0.52
	占比 (%)	4.65	95.35	19.12	80.88			(不足1人)	(不足1人)
综合	家数	1515	26673	476	2022	1.73	6.52	0.13	0.51
	占比 (%)	5.37	94.63	19.06	80.94			(不足1人)	(不足1人)

数据来源：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。

表 20 2016—2018 年新三板挂牌公司董事长、

年份		公司董事长与总经理 是否为同一人				实际控制人 与董事长 是否为同一人				实际控制人与总经理 是否为同一人			
		基础层		创新层		基础层		创新层		基础层		创新层	
		是	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是	否
2016	家数	5142	4072	376	300	8027	927	588	73	5877	3067	430	230
	占比 (%)	55.81	44.19	55.62	44.38	89.65	10.35	88.96	11.04	65.71	34.29	65.15	34.85
2017	家数	5608	4396	536	408	8581	1141	814	112	6314	3403	606	317
	占比 (%)	56.06	43.94	56.78	43.22	88.26	11.74	87.9	12.1	64.98	35.02	65.66	34.34
2018	家数	4975	3850	463	396	7404	1177	725	112	5497	3063	521	313
	占比 (%)	56.37	43.63	53.9	46.1	86.28	13.72	86.62	13.38	64.22	35.78	62.47	37.53
综合	家数	15725	12318	1375	1104	24012	3245	2127	297	17688	9533	1557	860
	占比 (%)	56.07	43.93	55.47	44.53	88.09	11.91	87.75	12.25	64.98	35.02	64.42	35.58
年份		实际控制人、董事长与总经理三者 是否为同一人 ^a				董事长与总经理二者是否均为 实际控制人 ^b							
		基础层		创新层		基础层		创新层					
		是	否	是	否	是	否	是	否				
2016	家数	4815	4122	350	309	5759	3178	421	238				
	占比 (%)	53.88	46.12	53.11	46.89	64.44	35.56	63.88	36.12				

一自然人，却都是多名自然人实际控制人中的一员。

数据来源：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。

表 21 2016—2018 年新三板挂牌公司股东大会召开情况：
基础层 vs. 创新层

年份	股东大会召开次数		临时股东大会召开次数		股东大会召开次数总计	
	基础层	创新层	基础层	创新层	基础层	创新层
2016	(不足 1 次)	(不足 1 次)	2.83	4.47	3.65	5.44
2017	0.94 (不足 1 次)	0.99 (不足 1 次)	3.02	4.07	3.97	5.06
2018	0.99 (不足 1 次)	0.997 (不足 1 次)	1.87	2.47	2.86	3.47

数据来源：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。

表 22 2016—2018 年新三板挂牌公司年平均换手率：
基础层 vs. 创新层

年份	年平均换手率 (%)	
	基础层	创新层
2016	4.44	1.12
2017	3.71	0.83
2018	0.76	0.11

数据来源：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。

表 23 差异性检验：基础层 vs. 创新层
双总体 T 检验/PR 检验结果

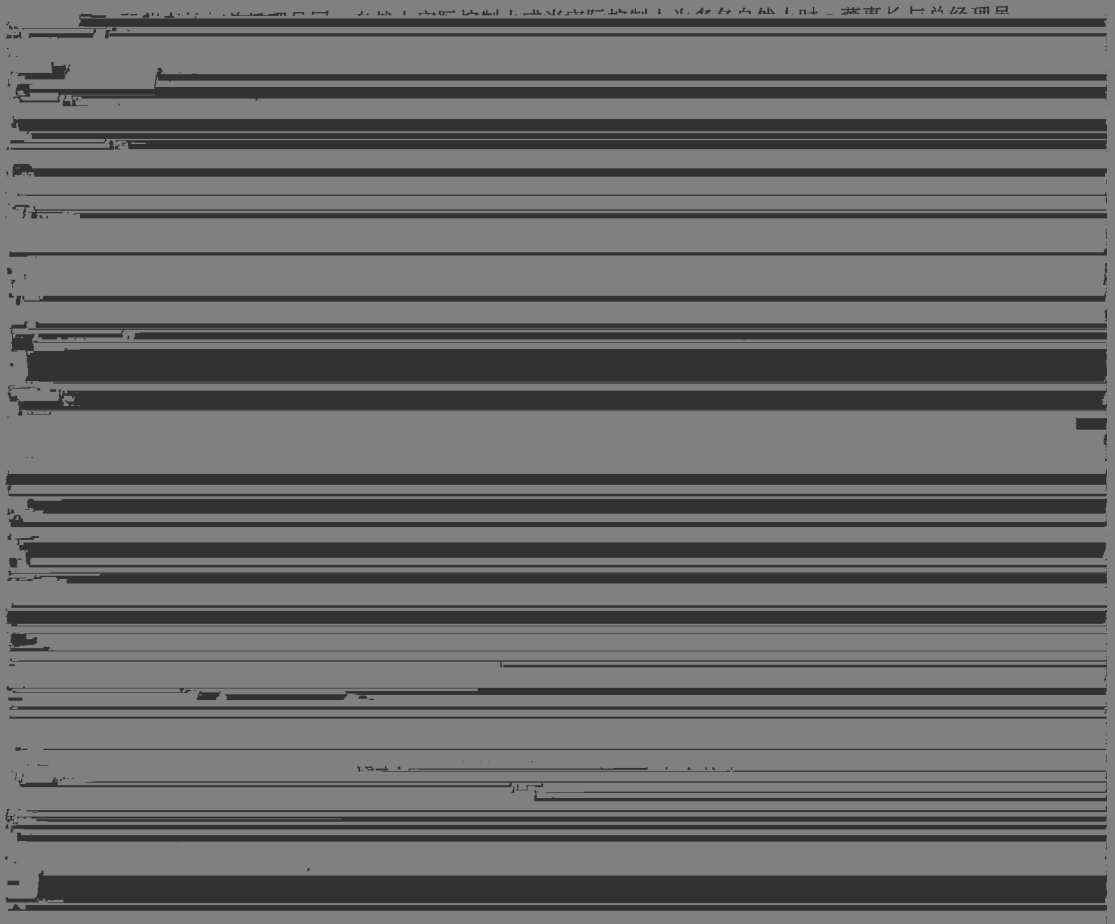
	基础层	创新层	T 检验	PR 检验
	平均值	平均值	差值	p 值
股东户数和股权集中度				
股东户数 (T 检验)	29.00	163.00	-134.00***	0.000
第一大股东持股比例 (%) (T 检验)	51.89	42.13	9.76***	0.000
前十大股东持股比例 (%) (T 检验)	91.59	84.99	6.60***	0.000
HHI: 前十大股东 (T 检验)	0.37	0.26	0.11***	0.000
HHI: 前五大股东 (T 检验)	0.37	0.25	0.12***	0.000
HHI: 前两大股东 (T 检验)	0.35	0.24	0.11***	0.000
董事会独立性	平均值	平均值	差值	p 值
董事会人数 (T 检验)	5.44	6.01	-0.57***	0.000
独立董事人数 (T 检验)	0.13	0.51	0.05***	0.000

续表

		基础层	创新层	T 检验/ PR 检验	
独立董事占比 (%) (T 检验)		1.73	6.52	0.05 ***	0.000
虚拟变量 (是, 值为 0; 否, 值 为 1) (PR 检验)	是否设立独立董事	0.05	0.19	-0.14 ***	0.000
	公司董事长与总经理是否为同一人	0.56	0.56	-0.00	0.558
	实际控制人与董事长是否为同一人	0.88	0.88	0.003	0.613
	实际控制人与总经理是否为同一人	0.65	0.64	0.00	0.580
	实际控制人、董事长与总经理三者是否 为同一人 ^a	0.53	0.53	0.00	0.823
	董事长与总经理二者是否均为实际控制人 ^b	0.64	0.63	0.01	0.368
股东大会召开情况		平均值	平均值	差值	p 值
股东大会召开次数 (T 检验)		0.92	0.99	-0.07 ***	0.000
流动性		平均值	平均值	差值	p 值
年平均换手率 (%) (T 检验)		2.96	0.63	2.33 ***	0.000

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$ 。

a. 是, 即实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一自然人。



1102A: 挂牌公司前十大股东持股比例 \neq A 股上市公司前十大股东持股比例

(N)

H_{12A} : 挂牌公司前十大股东持股比例 \neq A 股上市公司前十大股东持股比例

(A)

前十大股东持股比例

H_{03A} : 挂牌公司前十大股东持股比例 = A 股上市公司前十大股东持股比例

(N)

H_{13A} : 挂牌公司前十大股东持股比例 \neq A 股上市公司前十大股东持股比例

(A)

前十大股东 HHI

H_{04A} : 挂牌公司前十大股东 HHI = A 股上市公司前十大股东 HHI (N)

H_{14A} : 挂牌公司前十大股东 HHI \neq A 股上市公司前十大股东 HHI (A)

前五大股东 HHI

H_{05A} : 挂牌公司前五大股东 HHI = A 股上市公司前五大股东 HHI (N)

H_{15A} : 挂牌公司前五大股东 HHI \neq A 股上市公司前五大股东 HHI (A)

前两大股东 HHI

H_{06A} : 挂牌公司前两大股东 HHI = A 股上市公司前两大股东 HHI (N)

H_{16A} : 挂牌公司前两大股东 HHI \neq A 股上市公司前两大股东 HHI (A)

董事会人数

H_{07A} : 挂牌公司董事会人数 = A 股上市公司董事会人数 (N)

H_{17A} : 挂牌公司董事会人数 \neq A 股上市公司董事会人数 (A)

独立董事人数

H_{08A} : 挂牌公司独立董事人数 = A 股上市公司独立董事人数 (N)

H_{18A} : 挂牌公司独立董事人数 \neq A 股上市公司独立董事人数 (A)

独立董事占比

H_{09A} : 挂牌公司独立董事占比 = A 股上市公司独立董事占比 (N)

H_{19A} : 挂牌公司独立董事占比 \neq A 股上市公司独立董事占比 (A)

独立董事设立

H_{010A} : 挂牌公司独立董事设立 = A 股上市公司独立董事设立 (N)

H_{110A} : 挂牌公司独立董事设立 \neq A 股上市公司独立董事设立 (A)

董事长与总经理的重合度

H_{011A} : 挂牌公司董事长与总经理的重合度 = A 股上市公司董事长与总经理的重合度 (N)

H_{111A} : 挂牌公司董事长与总经理的重合度 \neq A 股上市公司董事长与总经理的重合度 (A)

实际控制人与董事长的重合度

H_{012A} : 挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 = A 股上市公司实际控制人与董事长的重合度 (N)

H_{112A} : 挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 \neq A 股上市公司实际控制人与董事长的重合度 (A)

实际控制人与总经理的重合度

H_{013A} : 挂牌公司实际控制人与总经理的重合度 = A 股上市公司实际控制人与总经理的重合度 (N)

H_{113A} : 挂牌公司实际控制人与董事长的重合度 \neq A 股上市公司实际控制人与总经理的重合度 (A)

实际控制人、董事长与总经理三者的重合度

H_{014A} : 挂牌公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 = A 股上市公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 (N)

H_{114A} : 挂牌公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 \neq A 股上市公司实际控制人、董事长与总经理三者的重合度 (A)

年度股东大会召开次数

H_{015A} : 挂牌公司年度股东大会召开次数 = A 股上市公司年度股东大会召开次数 (N)

变量，采用PR检验（PR-test）。T检验和PR检验完成后，分别观察检验结果中各个变量的平均值差异的显著水平，以确定是接受零假设（N）还是接受备择假设（A）。双总体T检验和PR检验结果如表24所示。

表 24 差异性检验：新三板挂牌公司 vs. A 股上市公司
双总体 T 检验/PR 检验结果

	NEEQ	A 股	T 检验/ PR 检验	
	平均值	平均值	差值	p 值
股权集中度				
股东户数 (T 检验)	52.26	52458.27	-52406.01***	0.000
第一大股东持股比例 (%) (T 检验)	51.23	34.22	17.01***	0.000
前十大股东持股比例 (%) (T 检验)	91.56	58.70	32.86***	0.000
HHI: 前十大股东 (T 检验)	0.36	0.16	0.20***	0.000
HHI: 前五大股东 (T 检验)	0.35	0.16	0.19***	0.000
HHI: 前两大股东 (T 检验)	0.34	0.15	0.19***	0.000
董事会独立性				
董事会人数 (T 检验)	5.50	8.62	-3.12***	0.000
独立董事人数 (T 检验)	0.18	3.18	-3.00***	0.000
独立董事占比 (%) (T 检验)	2.37	37.44	-35.1***	0.000

续表

		NEEQ	A 股	T 检验/ PR 检验	
虚拟变量 (是, 值为 0; 否, 值 为 1) (PR 检验)	是否设立独立董事	0.07	1.00	-0.93 ***	0.000
	董事长与总经理是否为同一人	0.57	0.29	0.28 ***	0.000
	实际控制人与董事长是否为同一人	0.88	0.48	0.40 ***	0.000
	实际控制人与总经理是否为同一人	0.65	0.26	0.39 ***	0.000
	实际控制人、董事长与总经理三者是否 为同一人 ^a	0.54	0.20	0.34 ***	0.000
	董事长与总经理二者是否均为实际控 制人 ^b	0.64	0.25	0.39 ***	0.000
股东大会召开情况		平均值	平均值	差值	p 值
股东大会召开次数 (T 检验)		0.90	0.97	-0.07 ***	0.000
流动性		平均值	平均值	差值	p 值
年平均换手率 (%) (T 检验)		2.87	3.31	-0.44 ***	0.000

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$ 。

a. 是 即实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一自然人。

b. 是 即董事长与总经理是同一自然人实际控制人或当实际控制人为多名自然人时, 董事长与总经理虽不是同一自然人, 却都是多名自然人实际控制人中的一员。

数据来源: 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。

表 24 中 T 检验和 PR 结果显示, 挂牌公司和 A 股上市公司在股东户数、股权集中度、董事会规模和独立性、实际控制人与董事长和/或总经理的重合度、年度股东大会召开情况以及流动性几方面变量差值的 p 值均小于给定显著性水

检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差值为 -0.29 ，接受备择假设 H_{111A} ，董事长与总经理为同一人的挂牌公司比例在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第十二，实际控制人与董事长是否为同一人，PR 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差值为 0.40 ，接受备择假设 H_{112A} ，实际控制人与董事长为同一人的挂牌公司比例在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第十三，实际控制人与总经理是否为同一人，PR 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差值为 0.39 ，接受备择假设 H_{113A} ，实际控制人与总经理为同一自然人的挂牌公司比例在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第十四，针对实际控制人与董事长和总经理重合度的两个变量“实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人”和“董事长与总经理二者是否均为实际控制人”，PR 检验均显示 $p = 0.000 < 0.01$ ，接受备择假设 H_{114A} ，实际控制人、董事长与总经理三者合一的挂牌公司比例在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第十五，年度股东大会召开次数，T 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差值为 -0.07 ，接

受备择假设 H_{115A} ，挂牌公司年度股东大会召开次数在 0.01 显著性水平上低于 A 股上市公司。第十六，年平均换手率，T 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差值为 -0.44% ，接受备择假设 H_{116A} ，挂牌公司年平均换手率在 0.01 显著性水平上

低于 A 股上市公司。

为了检验以上差异是否受行业和所有制属性的影响，分别按照不同行业（表 25A、表 25B、表 25C、表 25D）和不同所有制（见表 26）对挂牌公司和上

市公司进行了 T 检验/PR 检验。总体来看，除去新三板样本比较少的两个行业（居民服务、修理和其他服务业和综合行业）在其他各行业中，新三板挂牌

表 25A 新三板挂牌公司 vs. A 股上市公司：按行业分类对比 (T 检验/PR 检验)

变量	行业			制造业			电力、热力、燃气及 水生产和供应业			建筑业		
	农、林、牧、渔业	采矿业	制造业	差值	p 值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值
T 检验												
股东户数	44422	0.000	-107077 ***	0.000	0.000	0.000	-82415 ***	0.000	-8149 ***	0.000	0.000	
第一大股东持股比例 (%)	15.50 ***	0.000		0.000	0.000	0.000	19.22 ***	0.000	16.95	0.000	0.000	
前十大股东持股比例 (%)	34.38 ***	0.000	25.18 ***	0.000	0.000	0.000	32.28 ***	0.000	32.56	0.000	0.000	
HHI: 前十大股东		0.000		0.000	0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
HHI: 前五大股东		0.000		0.000	0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
HHI: 前两大股东	-	0.000		0.19 ***	0.000	0.000	0.20 ***	0.000	0.19	0.000	0.000	
董事会人数		0.000	-3.57 ***	0.000	0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
独立董事人数	-2.86 ***	0.000		-2.93 ***	0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
独立董事占比 (%)	0.17 ***	0.000	0.09 ***	0.000	0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
股东大会召开次数	0.17 ***	0.000	0.09 ***	0.000	0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
年平均换手率 (%)	0.16	0.276	0.08 ***	-0.98 ***	0.000	0.000	0.46	-0.302	-1.01	0.000	0.000	
PR 检验	-2.61 ***											
是否设立独立董事		0.000	-3.00 ***	-0.92 ***	0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
董事长与总经理是否为一 人	-0.34 ***	0.000	0.31 ***	0.25 ***	0.000	0.000	0.32 ***	0.000		0.000	0.000	
实际控制人 与董事长是否为一 人	-0.10 ***	0.000	-0.11 ***		0.000	0.000	0.61 ***	0.000	0.47	0.000	0.000	
实际控制人 与总经理是否为一 人		0.000	0.46 ***		0.000	0.000		0.000		0.000	0.000	
	-0.90 ***		-0.84 ***									
	0.33 ***											
	0.41 ***		0.68 ***									

变量	行业	批发和零售业	住宿和餐饮业
股东大会召开次数		-0.11*** 0.000	-0.09* 0.000
年平均换手率 (%)		1.23*** -0.002	10.58* -0.012
PR 检验			
是否设立独立董事		-0.96*** 0.000	0.000
董事长与总经理是否为一		0.35*** 0.000	-0.83*** -0.392
实际控制人		0.61*** 0.000	0.000
与董事长是否为一		0.32*** 0.000	0.07
实际控制人与总经理是否		0.76*** 0.000	0.000
为一		0.54*** 0.000	0.000
实际控制人、董事长与总		0.46*** 0.000	0.000
经理三者是否为一		0.38*** 0.000	0.000
董事长与总经理二者是否		0.52*** 0.000	0.000
均为实际控制人		0.47*** 0.000	0.000

注：*表示 $p < 0.1$ ，**表示 $p < 0.05$ ，***表示 $p < 0.01$ 。

数据来源：清华大学国家金融研究院上市公司研究中心课题组。

算、制表。

	居民服务、修理和其他服务业	
	差值	P 值
	0	-11977
	0	18.20
	0	19.99
	0	0.18
	0	0.18
	0	0.16
	0	0.38
	0	-1.93
	0	-0.39
	0	-0.15
	25	-10.50
	10	-0.98***
	10	-0.35
	10	-0.07
	10	-0.27
		0.000
		-0.463
		-0.786
		-0.539

变量	房地产业	租赁和商务服
实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人	0.24***	0.26***
董事长与总经理二者是否均为实际控制人	0.000	0.33***

注：*表示 $p < 0.1$ ，**表示 $p < 0.05$ ，***表示 $p < 0.01$ 。
数据来源：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

表 25D 新三板挂牌公司 vs. A 股上市公司

变量	行业	教育
T 检验	差值	p 值
股东户数	-20947***	0.000
第一大股东持股比例 (%)	25.97***	0.000
前十大股东持股比例 (%)	34.91***	0.000
HHI: 前十大股东		0.000
HHI: 前五大股东		0.000
HHI: 前两大股东		0.000
董事会人数	-3.14***	0.000
独立董事人数		0.000
独立董事占比 (%)		0.000
股东大会召开次数		-0.005

变量	行业
HHI: 前两大股东	
董事会人数	
独立董事人数	
独立董事占比 (%)	
股东大会召开次数	
年平均换手率 (%)	
PR 检验	
是否设立独立董事	
董事长与总经理是否为同一人	
实际控制人与董事长是否为同一人	
实际控制人	
实际控制人与总经理是否为同一人	
实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人	
董事长与总经理二者是否均为实际控制人	

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$
 数据来源: 清华大学国家金融研究

第三章 新三板挂牌公司违规分析

第一节 挂牌公司违规情况统计

挂牌公司违规情况统计

年份	违规次数	违规类型
2015	12	信息披露违规
2016	15	信息披露违规
2017	18	信息披露违规
2018	20	信息披露违规
2019	22	信息披露违规
2020	25	信息披露违规
2021	28	信息披露违规
2022	30	信息披露违规

年份	违规次数	违规类型
2015	10	公司治理违规
2016	12	公司治理违规
2017	15	公司治理违规
2018	18	公司治理违规
2019	20	公司治理违规
2020	22	公司治理违规
2021	25	公司治理违规
2022	28	公司治理违规

年份	违规次数	违规类型
2015	8	财务造假
2016	10	财务造假
2017	12	财务造假
2018	15	财务造假
2019	18	财务造假
2020	20	财务造假
2021	22	财务造假
2022	25	财务造假

年份	违规次数	违规类型
2015	5	关联交易
2016	7	关联交易
2017	9	关联交易
2018	11	关联交易
2019	13	关联交易
2020	15	关联交易
2021	17	关联交易
2022	19	关联交易

年份	违规次数	违规类型
2015	3	内幕交易
2016	4	内幕交易
2017	5	内幕交易
2018	6	内幕交易
2019	7	内幕交易
2020	8	内幕交易
2021	9	内幕交易
2022	10	内幕交易

年份	违规次数	违规类型
2015	2	其他
2016	3	其他
2017	4	其他
2018	5	其他
2019	6	其他
2020	7	其他
2021	8	其他
2022	9	其他

年份	违规次数	违规类型
2015	1	其他
2016	2	其他
2017	3	其他
2018	4	其他
2019	5	其他
2020	6	其他
2021	7	其他
2022	8	其他

年份	违规次数	违规类型
2015	0	其他
2016	1	其他
2017	2	其他
2018	3	其他
2019	4	其他
2020	5	其他
2021	6	其他
2022	7	其他

年份	违规次数	违规类型
2015	0	其他
2016	0	其他
2017	1	其他
2018	2	其他
2019	3	其他
2020	4	其他
2021	5	其他
2022	6	其他

年份	违规次数	违规类型
2015	0	其他
2016	0	其他
2017	0	其他
2018	1	其他
2019	2	其他
2020	3	其他
2021	4	其他
2022	5	其他

年份	违规次数	违规类型
2015	0	其他
2016	0	其他
2017	0	其他
2018	0	其他
2019	1	其他
2020	2	其他
2021	3	其他
2022	4	其他

注：a. 样本期内，存在单家挂牌公司在多个会计年度重复发生某一类违规或在单个会计年度内同时发生多类违规的情况，因此有重复计算。

资料来源：新三板。

数据来源：新三板。

为。剔除由于部分挂牌公司在多个会计年度内发生违规而引起的重复计算，在样本周期内发生过违规的挂牌公司共计 1488 家。值得注意的是，违规挂牌公司的数量和占比呈增长趋势。2017 年，有 271 家挂牌公司发生违规，占当年挂牌公司总数的 2.33%。2018 年，违规挂牌公司的数量增至 756 家，占当年挂牌公

司总数的 7.07%。截至 2019 年 8 月，已有 743 家挂牌公司发生违规行为，占当时挂牌公司总数的 7.99%。在累计的 1770 家违规挂牌公司中，在一个会计年度内仅涉及一项违规的挂牌公司占比 89.83%，有 10.17% 的违规挂牌公司在一个会计年度内涉及两类或两类以上违规。其中，有两家挂牌公司分别在一个会计年度涉及 5 类违规。另外，累计的 1770 家违规挂牌公司中，违规主体涉及控股股东、实际控制人或/和董监高的挂牌公司达 1465 家，占比 82.77%。

从行业分布来看，半数以上违规挂牌公司来自制造业和信息传输、软件和信息技术服务业。在 1488 家发生违规的挂牌公司中，715 家来自制造业，占比 48.05%。255 家违规挂牌公司来自信息传输、软件和信息技术服务业，占违规挂牌公司总数的 17.14%。

表 28 2017—2019 年新三板挂牌公司违规概况

年份	违规的挂牌公司	
	家数 ^a	占比 ^b (%)
2017	271	2.33
2018	756	7.07
2019 年 8 月	743	7.99
总计 ^c	1770 家，剔除重复后 1488 家	
涉及的违规类别数 ^d	违规的挂牌公司	
	家数 ^e	占比 ^f (%)
涉及 1 类违规	1590	89.83
涉及 2 类违规	137	7.74
涉及 3 类违规	33	1.86
涉及 4 类违规	8	0.45
涉及 5 类违规	2	0.11
总计	1770 家	100
违规主体涉及控股股东、 实际控制人或/和董监高的 挂牌公司	家数	
	1465 (有重复) ^g	82.77 ^h
	1273 (剔除重复)	85.55 ⁱ

注：^a 一个会计年度内被新三板认定违规的挂牌公司家数，每个会计年度内无重复计算，即若单家挂牌

的情况，因此有重复计算。

h. 占违规总样本 1770 家挂牌公司比重。

i. 占剔除重复计算后全部 1488 家违规挂牌公司比重。

数据来源：新三板。

表 29 新三板违规挂牌公司行业分布 (2017 年至 2019 年 8 月)

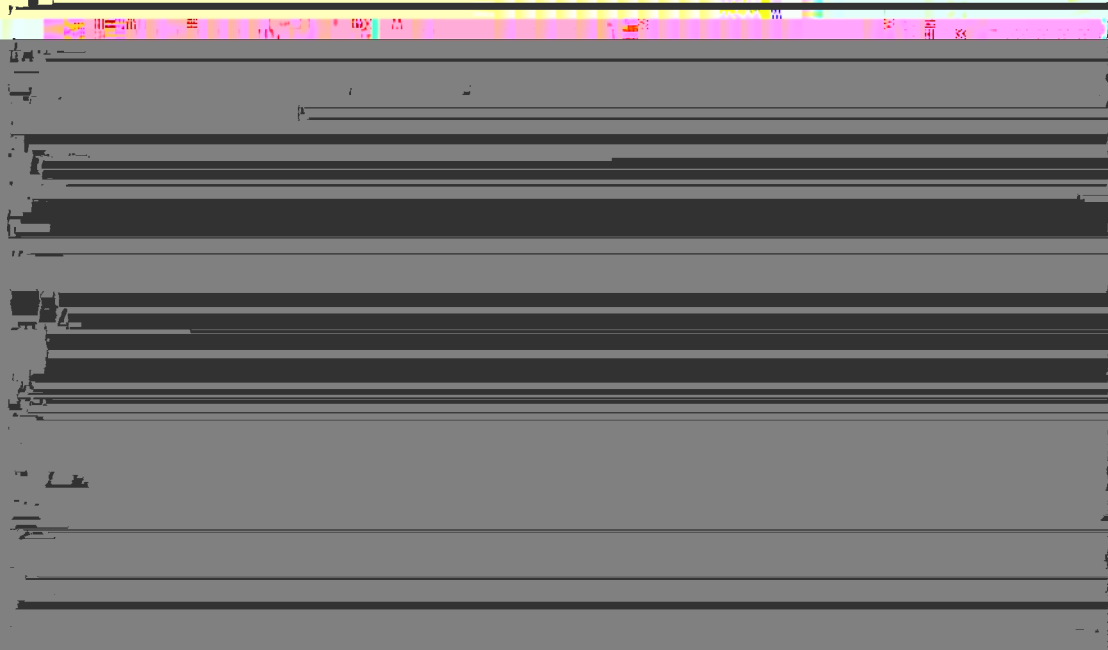
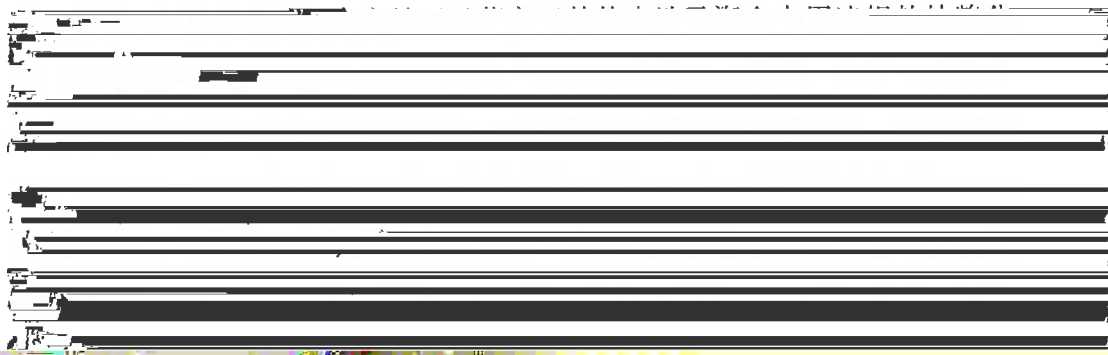
证监会一级行业	违规的挂牌公司	
	家数	占比 ^a (%)
制造业	715	48.05
批发和零售业	95	6.38
租赁和商务服务业	88	5.91
科学研究和技术服务业	54	3.63
建筑业	51	3.43
农、林、牧、渔业	44	2.96
文化、体育和娱乐业	40	2.69
金融业	36	2.42
交通运输、仓储和邮政业	27	1.81
水利、环境和公共设施管理业	21	1.41
电力、热力、燃气及水生产和供应业	17	1.14
教育	12	0.81
居民服务、修理和其他服务业	9	0.6
房地产业	7	0.47
采矿业	7	0.47
住宿和餐饮业	6	0.4
卫生和社会工作	4	0.27
总计	1488	100

注：a. 占剔除重复计算后全部 1488 家违规挂牌公司比重。

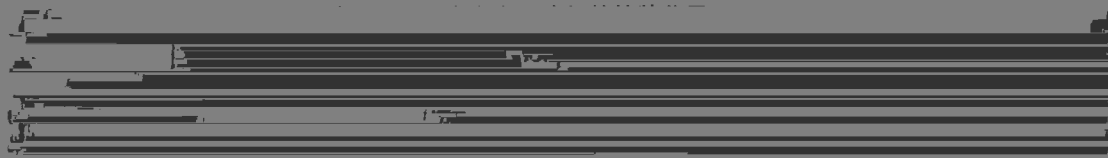
数据来源：新三板。

资金占用违规涉及控股股东、实际控制人占用挂牌公司资金，侵占其他股

东的利益。为了观察涉及资金占用违规的挂牌公司的股权集中度以及实际控制



司，本文将所有违规挂牌公司分为资金占用组和非资金占用组，并用 T 检验和 PR 检验检测这两组违规挂牌公司在上述几方面是否存在显著差异。检验结果如表 30 所示。两组挂牌公司的股权集中度及实际控制人与董事长和总经理的重合度都很高，但资金占用组挂牌公司的前十大股东持股比例合计、前十大股东 HHI、前五大股东 HHI、前两大股东 HHI 均显著高于非资金占用组。另外，两组挂牌公司在实际控制人与董事长和总经理的重合度方面并没有显著差异。



第二节 新三板挂牌公司违规行为的影响因素

如上文所述，涉及违规的新三板挂牌公司的数量呈持续增长趋势，并且违规主体涉及控股股东、实际控制人或/和董监高的挂牌公司达 80% 以上。挂牌公司的违规不仅会损害投资者的利益，而且会扰乱市场秩序，降低投资者的投资热情，阻碍资本市场的健康发展。公司的违规行为不仅是衡量公司治理质量

通过将理论和实证检验相结合来剖析影响新三板挂牌公司违规行为的主要因素。

一、理论基础和研究假设

英国经济学家亚当·斯密（Adam Smith）在其著作《国民财富的性质和原因的研究》（以下简称《国富论》）中提出了“经济人”假设。“经济人”假设指出，人的本性是利己的，在经济活动中，利己本性的人们以追求个人利益最大化为唯一目的，而不会顾及他人的利益。^① 在利己本性的驱动下，控股股东和实际控制人对公司的控制权激发了其以非控股股东为代价来寻求私人利益的

^① 参见亚当·斯密．国民财富的性质和原因的研究 [M]．北京：商务印书馆，1974。

机会主义动机和能力,^① 导致控股股东与非控股股东之间的利益冲突, 即第二类代理人问题。^② 他们可能会为了自身利益利用各种合法或非法手段直接或间接将资产和利润转移出公司, 这种利益输送行为被称为隧道掏空效应 (Tunneling)。^③ 当股权集中度越高^④、控股股东通过拥有具有优越投票权的股权、金字塔结构或者交叉持股使他们的控制权明显超过现金流权^⑤、控股股东或实际控制人直接担任或委派公司的高级管理人员或是法律保护较薄弱时^⑥, 他们为牟取私利而侵害公司和中小股东的行为更加严重。^⑦ 实际控制人或控股股东为了掩盖其利益侵占行为, 必然会隐瞒或者虚假披露相关信息, 降低信息披露的透明度和质量。^⑧ La Porta、Lopez - De - Silanes、Shleifer 和 Vishny (1998) 指出, 股权集中度越高, 公司的信息透明度越低。以东亚地区上市公司为样本, Fan 和 Wong (2002) 发现, 随着实际控制人控制权的增加, 上市公司所披露的信息的可靠性下降。马忠和吴翔宇 (2007) 发现, 实际控制人的控制权比例越高、控制权与现金流权分离程度越大, 公司自愿性信息披露的程度越低。^⑨ 基于以上分析, 本文提出如下假设。

① 参见 Bebchuk, L. A., Weisbach, M. S. The State of Corporate Governance Research [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23 (3): 939 - 961。

② 参见 Shleifer, A., Vishny, R. W. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94 (3): 461 - 488。

③ 参见 Johnson, S., La Porta, R., Florencio, L. - d. - S., Shleifer, A. Tunneling [J]. The American Economic Review, 2000, 90 (2): 22 - 27。

④ 参见白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005 (2): 81 - 91。

⑤ 参见 Bebchuk, L. A., Kraakman, R., Triantis, G. G. Stock Pyramids, Cross - Ownership, and the Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights [Z]. NBER Working Papers, 2000, 295 - 318; Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (12): 81 - 112。

⑥ 参见 Friedman, E., Johnson, S., Mitton, T. Propping and tunneling [J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31 (4): 732 - 750。

⑦ 参见 La Porta, R., Lopez - De - Silanes, F., Shleifer, A. Corporate Ownership Around the World [J]. Journal of Finance, 1999, 54 (2): 471 - 517。

⑧ 参见白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005 (2): 81 - 91。

⑨ 参见白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005 (2): 81 - 91。

能性。^① 因此，本文提出如下假设。

假设 2：董事长和总经理为同一人的挂牌公司发生违规行为的可能性更大

假设 3：实际控制人、董事长和总经理为同一人的挂牌公司发生违规行为的可能性更大

公司内部治理机制在缓解代理人问题、保护全体股东的利益方面发挥着重

要的作用，^② 而独立董事在改善公司内部治理机制方面扮演着重要角色。独立董事的存在能够增强董事会的监督职能，降低违规行为发生的可能性。Beasley (1996) 发现，独立董事比例越高，公司发生财务舞弊的可能性越小。叶康涛、陆正飞和张志华发现，独立董事比例和大股东占款之间显著负相关。^③ 因此，本文提出如下假设。

假设 4：相比没有设立独立董事的挂牌公司，设立独立董事的挂牌公司发生违规的可能性更小

股票的流动性能够影响公司治理，进而影响公司的违规行为。学界认为，流动性对公司治理有正、负双向影响。首先，流动性的提高可以降低股票的交

① 参见 Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems [J]. The Journal of Finance, 1993, 48 (3): 831-880; Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC [J]. Contemporary Accounting Research, 1996, 13.

② 参见 Hölmstrom, B. Moral Hazard and Observability [J]. The Bell Journal of Economics, 1979, 10 (1): 74-91.

③ 参见叶康涛，陆正飞，张志华．独立董事能否抑制大股东的“掏空”？[J]．经济研究，2007（4）：101-111。

易成本，使外部投资者更容易持有额外的股份。^①其次，流动性可以提高股价中包含的信息含量及其有效性，降低信息不对称。^②交易成本的降低和股价信息含量及有效性的提升会进一步增强外部投资者参与公司治理、监督、约束公司的能力和积极性，减少小股东的搭便车问题（Free-riding Problem），从而提

降低会使大股东卖出股票更容易，从而减少大股东监管的激励，削弱公司的内部监管。^④另外，交易成本的降低会导致投资者的短期主义投机行为，这些外部投资者不关心公司治理，不会“用手投票”，从而降低公司治理的有效性。

创新层挂牌公司或当 ROE 越高时，挂牌公司发生违规的可能性越小。

由于因变量违规（Violation）为虚拟变量，取值 0 或 1，本文采用 logistic

公司层面的聚类稳健标准差（Robust Standard Errors Clustered at the Firm Level），以允许组内存在自相关。

信息计算

十大股东持

十大股东持

董监事人数

长和总经理

控制人、董
算

与换手率计算

公司所属层

续表

变量名称及缩写	定义	数据来源
(11) 民营企业 (Private)	虚拟变量；如果挂牌公司第 t 个会计年度内的所有制属性为民营企业，当年值为 1，否则为 0	根据 Wind 提供的公司所有制属性信息计算
(12) 公司规模 (Size)	连续变量；挂牌公司第 t 个会计年度内总资产的自然对数	根据 Wind 提供的总资产数据计算
(13) 资产负债率 (Liability)	连续变量；挂牌公司 t 个会计年度内负债占总资产比例	Wind
(14) 净资产收益率 (ROE)	连续变量；ROE = $\frac{\text{归属母公司股东净利润}}{[(\text{期初归属母公司股东的权益} + \text{期末归属母公司股东}) / 2]}$	Wind
(15) 行业 (Industry)	证监会—行业分类	Wind Wind 数据有缺失的，通过查询新三板官网每月更新的《挂牌公司行业分类结果》补充缺失值
(16) 年份 (Year)	样本周期 2016—2018 年	Wind

表 32

变量相关矩阵

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Violation	1											
Top1	0.015	1										
HHH10	0.010	0.959***	1									
Indep	-0.005	-0.109		1								
Chair_CEO	0.003	0.106***	0.080***		1							
Ultimate_Chair_CEO	-0.009		0.067***	-0.017*	0.933***	1						
Private	0.027***			-0.010**	0.117***	0.174***	1					
Turnover	0.004	0.074***	0.108***		-0.013	0.016*	1					
Innovation				0.150***	-0.015*	-0.007	-0.103**	1				
Size	-0.005			0.318***			-0.181	0.330***	1			
Liability	0.118***	0.072***	0.072***	-0.009	-0.021	-0.020**	0.017*			0.084***	1	
ROE		0.012	0.010	0.0002	-0.011	-0.006	-0.010	-0.005	0.035***			1

注：*表示 $p < 0.1$ ，**表示 $p < 0.05$ ，***表示 $p < 0.01$ 。

董事长和总经理为同一人时违规行为更严重，表明实际在制人、董事长和总经理为同一人的挂牌公司发生违规的可能性更小，与假设 3 相反。究其原因，根据利益协同效应理论，当实际控制人持股比例较高时，其利益与公司整体的利益高度相关，其对公司的监管积极性更强。实际控制人较高的控制权赋予了其对公司监管的能力，特别是当实际控制人兼任董事长和总经理时，信息优势使其对公司的监管能力增强，进而降低了发生违规的可能性。但是，根据模型 1 的结果，是否设立独立董事对违规行为无显著影响，假设 4 不成立。独立董事在挂牌公司治理中未发挥有效职能。究其原因，与英、美等国股权相对分散的上市公司相比，新三板市场缺乏独立董事的相关制度，挂牌公司自主设立的独立董事并不能真正监督和约束由控股股东主导的董事会，从而不能真正发挥维护少数公众股东利益的职能。

模型 1 的结果还显示，相比其他挂牌公司，民营挂牌公司发生违规行为的可能性更大。究其原因，为降低融资成本，民营挂牌公司的控股股东和实际控制人可能通过金字塔结构和交叉持股建立内部资本市场，在内部配置资源，并可能通过降低信息披露的透明度来掩盖其资金占用、关联交易等行为。另外，相比民营企业，国有企业董事长和高级管理人员多为委派，仕途激励更强，违规的可能性较小。杜兴强和温日光（2007）发现，实际控制人属性为国有的上市公司的会计信息质量显著高于非国有上市公司。^①根据模型 1 的回归结果，创新层挂牌公司或是盈利能力好的挂牌公司发生违规的可能性更小，而资产负债率高的挂牌公司发生违规的可能性更大。作为补充检验，只保留所有变量均无

^① 参见杜兴强，温日光，公司治理与会计信息质量：一项经验研究 [J]．财经研究，2007（11）。

缺失值的样本进行回归（如模型 2 所示，样本数减至 24939），回归结果与模型 1 结果无明显差异。

为检验流动性与违规行为之间是否存在 U 形关系，在回归模型中引入变量年平均换手率和年平均换手率的平方（见模型 3），由于变量存在缺失值，样本数量减至 12697。结果显示，平均换手率的平方与违规行为显著正相关，而平

均换手率与违规行为显著负相关，表明流动性与违规行为之间存在 U 形关系，与假设 5 一致。流动性的提高会降低发生违规行为的可能性，但过高的流动性会产生消极影响，增加违规行为的可能性。作为补充检验，只保留所有变量均无缺失值的样本进行回归（见模型 4，样本数减至 10689），回归结果与模型 3 结果无明显差异。为了进一步验证股权集中度与违规的关系，用前十大股东 HHI 替代第一大股东持股比例，并加入前十大股东 HHI 的平方（见模型 5）。

表 33 实证分析结果

变量	$Violation_{i,t} = \alpha + \beta_1 Top1_{i,t-1} + \beta_2 HHI10_{i,t-1} + \beta_3 HHI10^2_{i,t-1} + \beta_4 Chair_CEO_{i,t-1} + \beta_5 Ultimate_Chair_CEO_{i,t-1} + \beta_6 Private_{i,t-1} + \beta_7 Turnover_{i,t-1} + \beta_8 Turnover^2_{i,t-1} + \beta_9 Innovation_{i,t-1} + \beta_{10} Size_{i,t-1} + \beta_{11} Liability_{i,t-1} + \beta_{12} ROE_{i,t-1}$									
	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4		p 值	相关性
	相关系数	β	相关系数	β	相关系数	β	相关系数	β		
Top1	1.35***	0.000	0.000	0.82**	-0.050	0.79*	-0.072			
HHI10	-1.51***	0.000	0.000		-0.048	-0.81*	-0.075			
HHI10 ²	—	—	—						0.49	
Indep	0.09	-0.156	0.15**	0.05	-0.539	0.104	-0.230		0.01	
Chair_CEO	0.33***	0.000	0.000		-0.003		-0.002		0.01	
Ultimate_Chair_CEO	-0.36***	0.000	0.000		-0.001		-0.001		0.000	
Private	0.42***	0.000	0.000		0.000		0.000		0.000	
Turnover	—	—			-0.006		-0.001		0.000	
Turnover ²	—	—			-0.001	1.95	0.000		0.000	
Innovation	-0.20***	-0.002	0.000		0.000		-0.556		0.000	
Size	0.03	-0.391	-0.420	-0.02	-0.732	-0.03	-0.000		0.000	
Liability	0.81***	0.000	0.000	0.000	0.000	0.94	0.000		0.000	
ROE	-0.01**	-0.016	-0.02	-0.01	-0.283	-0.01	-0.351		0.000	
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制		已控制	
Year	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制		已控制	
常数项	-2.72***	0.000	0.000	28387	0.000	25912	0.000		0.000	
样本数	27167	24939	12692	10689	28387	25912	25912		25912	
Pseudo R ²	0.052	0.053	0.058	0.054	0.046	0.043	0.043		0.043	

注：*表示 $p < 0.1$ ，**表示 $p < 0.05$ ，***表示 $p < 0.01$ 。

第四章 信息披露与公司治理要求对比： 新三板市场 vs. 境内外其他市场^①

台湾证券交易所、台湾证券柜台买卖中心上柜市场（以下简称上柜市场）和台湾证券柜台买卖中心兴柜市场（以下简称兴柜市场）是台湾的三层级股票

证券法》(Securities Act of 1933)、《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)和《2002年萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act of

2002) 对的信息披露的严格要求。在 2000 年之前,由于《1934年证券交易法》对 OTC 市场信息披露的要求低于对交易所的要求,纳斯达克被豁免披露董事的任职资格、提名、高管薪酬、公司和高管人员、董事之间交易的信息以及董事、高管的持股状况变动表。^③

1964 年证券法修正案立法通过,规定资产超过 100 万美元且股东人数超过 500 名的 OTC 公司与 NYSE 的上市公司一样必须遵从《1934 年证券交易法》的

披露规则。2002 年 7 月,美国《2002 年萨班斯—奥克斯利法案》通过实施,对公众公司的信息披露要求增加。但完全执行该法案的信息披露要求会导致挂牌公司的信息披露成本显著提高^④,因而,SEC 作出决定市值在 7500 万美元以下的中小企业可以暂不执行萨班斯—奥克斯利法案。因而,纳斯达克在由场外交易市场转变为交易所之前,其挂牌公司中市值在 7500 万美元以上的公司,已

① 参见“财团法人中华民国证券柜台买卖中心证券商营业处所买卖兴柜股票审查准则”第十四条, <http://www.sclaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0100713>。

② 参见阮婷婷,我国证券场外交易市场法律规制研究[D],天津:天津大学,2010。

③ 参见张克菲,OTC 公司会计信息披露机制研究[D],天津:天津财经大学,2009。

④ 参见崔国静,美国场外交易法律监管机制及启示论文[D],北京:对外经贸大学,2014。

经和纽约证券交易所上市公司一致，需要遵从较为严格的信息披露要求。纳斯达克由场外交易场所演变为交易所面临的适用监管政策演化对新三板进行业务

梳理为其中，前者更严格，且除了大股东持股比例，纳斯达克要求更低，其

要求更高，独立董事会议次数要求更高)。

香港主板和创业板均为场内市场，由于创业板市场风险较高，香港联合交易所对创业板信息披露监管和公司治理上较主板更严格，体现在披露频率上：创业板公司需披露季报，创业板公司在最初的两个财年季度内，上市公司须每

要求，而主板、创业板对季报有披露要求。在重大事项披露方面，各市场一般无披露频率要求，而台湾证券柜台买卖中心兴柜市场要求主办辅导券商辅助相应公司进行每月“财务业务重大事件检查表”申报。按月披露和对主办辅导券商的要求保证了兴柜公司信息披露的持续性、规范性、及时性，高频率和流程规范化在一定程度上缓解了兴柜市场公司股权集中可能带来的信息公平性问题以及规模小带来的信息披露流程成本高的问题。

在报告披露内容方面，新三板在“年度内部控制评价报告”和“社会责任

披露方面不作要求，但在年报中要求披露内部控制评价情况，引导创新层公司在年度报告中披露社会责任的履行情况。股东权益变动的披露起点为10%，并以5%的整数倍作为变动后比例要求，此披露要求较A股主板、创业

① 参见《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》第二章第十六条，http://www.neeq.com.cn/m/important_news/200007004.html。

板和其他市场的披露要求较宽松。新修订通过的《证券法》在披露事项方面，新三板市场与主板、创业板已经相同，无实质性差异。

3. 董事会制度要求

在独立董事制度方面，新三板基础层和创新层均未强制要求。表 34 中列举的其他市场均有独立董事制度并有一定席位数量或比例的独立董事要求。例如，台湾证券柜台买卖中心兴柜 OTC 市场的独立董事数量和比例要求为至少两人和占董事会比例至少五分之一，台湾证券交易所上市市场和台湾证券柜台买

少五分之一。《挂牌公司治理规则》要求精选层设立两名以上独立董事，其中一名应当为会计专业人士^①。鼓励创新层和基础层挂牌公司建立独立董事制

① 《上市公司独立董事委员会组成及议事规则》鼓励挂牌公司根据

董事会要求、股权结构等方面已逐渐与上市公司趋同，但是基础层和创新层公司的要求相对宽松。

总结来看，新三板挂牌公司在以信息披露和董事会制度为代表的公司治理监管要求和其他列举的股票市场有一定的差距。在公司治理层面的改革中，可借鉴美国对 OTC 场外市场监管发展变化和台湾兴柜市场的监管。美国对 OTC 场外市场的监管由较宽松到逐渐严格，或是监管部门对当时资本市场环境、发行人和投资者行为的反馈；由于兴柜市场同样采取做市商制度，其对主办辅导券商的要求相比台湾其他市场更高。主办辅导券商在信息披露上承担的监督责任和违规连带责任可以帮助发行公司完善公司治理，在一定程度上通过规范化、程序化降低信息披露成本，形成对市场规范的高效、正面引导。

指标差异

公司	指标差异	新三板	香港交易所 创业板	伦敦证券交易所 主板
博证券柜台 买卖中心 兴柜市场	披露要求相对严格, 提供第一期财务数据	披露要求相对严格, 提供两年两度财务数据; 由于市场风险较高, 香港联合交易所对其信息披露监管较主板更严格	信息披露要求相对较高, 提供近三年财务数据 (标准于市场若公司成立时间较短, 可放宽至公司成立至今财务数据)	
经审计的	经审计的	披露经审计的年报; 在最初的两个财年内, 上市公司须每隔6个月将其实际业务进展与业务计划比较	披露经审计的年报	披露经审计的年报
半年报	半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报
会计师事务所	会计师事务所	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求

类别	新二板 基础层	季 报	不 要 求 披 露 季 报	不 季 报	年 度 内 部 控 制 制 度 评 价 报 告	年 度 内 部 控 制 制 度 评 价 报 告	年 度 内 部 控 制 制 度 评 价 报 告	年 度 内 部 控 制 制 度 评 价 报 告
----	------------	--------	---------------------------------	-------------	--	--	--	--

主版/ 创业板	美国纽约 证券交易所	美国全美证券 交易商协会自动 报价系统 (纳斯达克 NASDAQ交易所)	台湾证券交易所 买卖中心 上柜市场	台湾证券交易所 买卖中心 上柜市场	台湾证券柜台 买卖中心 兴柜市场	香港交易所主板
------------	---------------	--	-------------------------	-------------------------	------------------------	---------

披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	披露季报
《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估	《2002年萨班斯 —奥克斯利法案》 中规定公众 公司董事会和管 理层在控制环境、 风险评估、控制 作业、资讯与沟 通、监控作业等 方面对财务报告 进行内部控制制 度(Internal Control Over Financial Re- porting, ICFR)。 在上市一年内需 建立内部审计职 能,为管理层和 审计委员会提供 公司风险管理流 程和内部控制制 持续评估

不需要披露季报, 但已申请上市或 上柜的兴柜公司、 金融控股公司子 公司需披露季报	不 季 报	不 季 报	不 季 报	不 季 报	不 季 报	不 季 报	不 季 报	不 季 报
需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等	需在年报中披露公 司风险管理和内 部控制系统相关 内容,包括流程、 主要特征、有效 性评估等

续表

类别	新三板 基础层	新三板 创新层	主板/ 创业板	美国纽约 证券交易所	美国全球证券 交易商协会自动 报价系统 (纳斯达克 NASDAQ交易所)	台湾证券交易所	台湾证券柜台 买卖中心 兴柜市场	香港交易所主板	香港交易所 创业板	伦敦证券 交易所主板
社会责任报告	无须披露	年度报告中披露社会责任承担的情况	自愿披露社会责任报告	尚未要求披露	尚未要求披露	食品工业、化学工业、金融保险工业、餐饮收入占比50%以上或股本为50亿元新台币以上的公司需披露企业社会责任报告书	无须披露	可在年报、官网或单独披露社会责任报告	可在年报、官网或单独披露社会责任报告	尚未要求披露
定期报告要求	每半年度披露募集资金使用情况专项报告，无须注册会计师鉴证	披露年度、半年度募集资金使用情况专项报告，并由注册会计师出具鉴证报告	披露年度、半年度募集资金使用情况专项报告，并由注册会计师出具鉴证报告	仅于向SEC注册时“Form S-1”中需要披露募集资金用途，后续年报、季报不需要披露	仅于向SEC注册时“Form S-1”中需要披露募集资金用途，后续年报、季报不需要披露	每季度披露现金增资、发行公司债券、海外公司债、海外存托凭证及海外股票计划资金运用情形季报、无须注册会计师鉴证	每季度披露现金增资、发行公司债券、海外公司债、海外存托凭证及海外股票计划资金运用情形季报、无须注册会计师鉴证	需及时披露证券发行计划和目的，无须注册会计师鉴证	需及时披露证券发行计划和目的，无须注册会计师鉴证	不适用
重大事项披露要求	重大会议、关联交易及其他重大事项	包括三会决议、达到一定标准的关联交易、关联交易及其他重大事项	包括三会决议、达到一定标准的关联交易、关联交易及其他重大事项	“Form 8-K”需披露重大合同事项、破产、收购或处置重大资产、重要债务、交易所或全国性证券机构的决议通知、达到一定标准的关联交易、重大股东权益变动、关联交易等重大事项。需要披露的重大事项较多	“Form 8-K”需披露重大合同事项、破产、收购或处置重大资产、重要债务、交易所或全国性证券机构的决议通知、达到一定标准的关联交易、重大股东权益变动、关联交易等重大事项。需要披露的重大事项较多	包括向“公开资讯观测站”披露的关于管理层、证券发行、合并分割收购等重大事项。需要披露的重大事项较多	包括向柜台买卖中心、阿网网络资讯申报系统披露的关于管理层、证券发行、合并分割收购等重大事项。需要披露的重大事项较多。主办辅导推荐证券稽核师应向资讯申报系统申报“财务业务重大事件检查表”。需要披露的重大事项较多	包括向柜台买卖中心、阿网网络资讯申报系统披露的关于管理层、证券发行、合并分割收购等重大事项。需要披露的重大事项较多	包括向柜台买卖中心、阿网网络资讯申报系统披露的关于管理层、证券发行、合并分割收购等重大事项。需要披露的重大事项较多	包括需要向监管信息服务商公告或在公司网站公告的关于管理层、证券发行、关联交易、收购、清算、证券变动、董事会等重大事项。需要披露的重大事项较多

类别	股东持股比例披露要求	新三版基础层	新三版创新层	主板/创业板	美国纽约证券交易所	美国全美证券交易商协会自动报价系统 (纳斯达克 NASDAQ 交易所)	台湾证券交易所
	投资者及其一致行动人达到已发行股份的10%后, 股份变动导致权益占比达到5%的整数倍时, 应当披露权益变动报告书	同基础层	投资者及其一致行动人股份达到5%需报告增加或减少5%需报告披露	投资者及其一致行动人达到5%以上需报告增加或减少1%需报告披露	直接或间接持股5%以上的股东需向SEC提交报告, 股份增加或减少1%需重新提交报告	直接或间接持股5%以上的股东需向SEC提交报告, 股份增加或减少1%需重新提交报告	需向“公开资讯观测站”披露公司董监高、经理人及持股超过10%股东的持股变动情形与股票质押权的设定及解除情形

表	自原从 关联公 ()；独 三未 近三 业 除 或 作、董 未 董 联系； 成占 9 董占 以上

续表

类别	新三板 基础层	新三板 创新层	主板/ 创业板	美国纽约 证券交易所	美国全美证券 交易所协会自动 报价系统 (纳斯达克 NASDAQ 交易所)	台湾证券交易所	台湾证券柜台 买卖中心 上柜市场	台湾证券柜台 买卖中心 兴柜市场	香港交易所主板	香港交易所 创业板	伦敦证券 交易所主板
薪酬委员会	不强制要求, 按照股东大会决议设立	不强制要求, 按照股东大会决议设立	不强制要求, 按照股东大会决议设立; 其中独立董事应当占多数并担任召集人	要求	要求	上市公司应设置薪酬委员会, 过半数成员宜由独立董事担任	要求	要求; 委员长需为独立非执行董事且委员会大部分为独立非执行董事	要求; 委员长需为独立非执行董事且委员会大部分为独立非执行董事	高级子市场公司服从或解释 (UK Financial Reporting Council); 独立董事事宜至少三名, 若公司非富时 350 指数股, 则其中独立董事应至少两名; 董事长若非独立董事则不能担任委员长; 委员会成员至少 12 个月	高级子市场公司服从或解释 (UK Financial Reporting Council); 独立董事事宜应当多数
提名委员会	不强制要求, 按照股东大会决议设立	不强制要求, 按照股东大会决议设立	不强制要求, 按照股东大会决议设立; 其中独立董事应当占多数并担任召集人	要求	要求; 大部分由独立董事组成	不强制要求	不强制要求	不强制要求	不强制要求	要求; 委员长需为独立非执行董事且委员会大部分为独立非执行董事	高级子市场公司服从或解释 (UK Financial Reporting Council); 独立董事事宜应当多数

续表

台湾证券交易所	台湾证券柜台买卖中心 上柜市场	台湾证券柜台买卖中心 兴柜市场	香港交易所主板	香港交易所创业板	伦敦证券交易所主板
<p>上市公司，应择一设置审计委员会或监察人。审计委员会应由全体独立董事组成，其人数不得少于三人，其中一人应为召集人，且至少一人应具备会计或财务专长</p>	<p>上市公司，应择一设置审计委员会或监察人。审计委员会应由全体独立董事组成，其人数不得少于三人，其中一人应为召集人，且至少一人应具备会计或财务专长</p>	<p>不强制要求，但申请时实收资本额达新台币6亿元以上者，应设置审计委员会</p>	<p>要求：至少三人，且全部由非执行董事构成；其中应有会计专业资质或相关财务管理专长的独立非执行董事至少一名</p>	<p>要求：至少三人，且全部由非执行董事构成；其中应有会计专业资质或相关财务管理专长的独立非执行董事至少一名</p>	<p>要求 (UK Financial Conduct Authority): 要求设立, 其中大部分董事应为独立董事, 至少一人须有财务或会计经验, 委员会整体需在行业内具备竞争力 脱从或解释 (UK Financial Reporting Council): 其中独立董事应至少三名, 若公司非届时 350 指数股, 则其中独立董事至少两名; 董事长不能担任成员; 至少一人需有近期相关财务经验</p>
<p>不强制要求</p>	<p>不强制要求</p>	<p>不强制要求</p>	<p>不强制要求</p>	<p>不强制要求</p>	<p>高级子市场公司服从或解释 (UK Financial Reporting Council): 需将次级披露于年报中</p>

续表

类别	新三板 基础层	新三板 创新层	主板/ 创业板	美国纽约 证券交易所	美国全球证券 交易所自动 报价系统 (纳斯达克 NASDAQ 交易所)	台湾证券交易所	台湾证券柜台 买卖中心 上柜市场	台湾证券柜台 买卖中心 兴柜市场	香港交易所主板	香港交易所 创业板	伦敦证券 交易所主板
董事 会 秘书	不强制要求	要求	要求	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
股东 数量 要 求/ 股 权 分 配 要 求	无限制要求	要求符合基 础层投资者 适当性条件 的合格投资 者人数不少 于 50 人	上交所：持 有股票面值 达 1000 元以 上的股东人 数不少于 1000 人，向 公司公开发 行的股份占 公司股份总 数的 25% 以 上；公司股 本总额达到 4 亿元的， 公开发行的 股份的比例为 15% 以上 深交所：公 开发行的股 份达到公司 股份总数的 25% 以上； 公司股本总 额超过 4 亿 元的，公开 发行股份的比例为 10% 以上	需有 400 人以上 的股东人数，公 众持股市值至少 4000 万美元	全球精选市场、 全球市场需有 400 人以上的股 东人数，公众持 股市值至少 1500 万美元；资本市 场需有 300 人以 上的股东人数， 公众持股市值至 少 100 万美元	记名股东人数在 1000 人以上，其 中持有股份 1000 股至 5 万股的股 东人数不少于 500 人，且其所 持股份合计占发 行股 20% 以上或 清 1000 万股	公司内部分人及持 股 50% 的法人以 外，记名股东人 数不少于 300 人， 且其持有的股份 占发行股的 20% 以上或 1000 万股 以上	无限制要求	最低公众持股为 25%，三大股东 持股比例需少于 50% (即发行人 预期市值超 100 亿港元的，可酌 情降至 15% ~25%)	最低公众持股为 25%，三大股东 持股比例需少于 50% (即发行人 预期市值超 100 亿港元的，可酌 情降至 15% ~25%)	高级子市场和标准子 市场要求公众持股超 过 25%，高增长子市 场要求公众持股超 过 10%

第五章 研究结论和政策建议

第一，针对股权分散度，本文发现，与上市公司相比，新三板挂牌公司的股权集中度高，而股权集中度是影响挂牌公司违规行为的重要因素之一。与创新层相比，基础层挂牌公司的股权更集中，发生违规行为的可能性更高。尽管统计数据显示，基础层和创新层挂牌公司的股权分散度有差异，但是这两个层

挂牌公司股权分散度的差异与上市企业差异已。现有的创新层基于公开发行的制

是成行力及生的可能性取小时，股权分散度依旧个同。而只有股权达到具止息意义上的分散，才能真正对由于实际控制人/控股股东产生制衡，对挂牌公司的违规行为产生制约。因此，尽管本文从学术的角度发现了显著的 U 形关系并估算出违规发生概率最小时所对应的股权分散度，但是尚需更多的数据和研究才能为新三板规则的制定提供基础支持。

第二，流动性。本文发现，新三板挂牌公司的流动性普遍较低。公司治理既是资本市场透明度的基础，也是流动性的基础。信息披露的质量影响投资者结构，进而影响市场流动性。只有完善了公司治理，才能增强信息披露的真实

性、准确性和及时性，进而增强信息披露的真实性，使交易的多元化需求与交易制度的完善相互作用，最终改善市场流动性和效率。而流动性的改善和市场效率的提高，又可以进一步促进公司治理的完善。本文的实证分析结果显示，流动性与挂牌公司的违规行为之间存在 U 形关系，即流动性的提高会降低发生违规行为的可能性，但过高的流动性会产生消极影响，增加违规行为的可能性。因此，建议优化、细化公司治理规则中的相关指标，提高信息披露要求（如针对定期报告的内容要求，可以引入更多的公司治理方面的信息披露要求）。另外，在提高流动性、降低交易成本的同时，要警惕投资者的短期投机行为。

本文还发现，尽管统计数据显示创新层挂牌公司的股权相比基础层挂牌公司更分散，但是在交易制度改革后，基础层和创新层挂牌公司的流动性未得到

牌公司的流动性。

影响流动性的关键因素包括交易制度、股权分散度和信息的透明度。在股

其权利义务，促进独立竞争为健全公司治理及持续经营。

第四，国有控股企业、国有参股企业应有特殊的公司治理机制。与民营企

① 参见《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/ssgs/gszl/201012/t20101231_189696.html。

② 参见《二十国集团 / 经合组织公司治理原则》，<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264250574-zh.pdf?expires=1580485428&id=id&accname=guest&checksum=44F47802AF1911B37AF35E3B714E0126>。

③ 参见《上市公司治理准则》第三章第五节第三十七条，http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/zjh/201809/t20180930_344906.htm。

④ 参见《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则》第三章第二节第五十五条，http://www.neeq.com.cn/important_news/200007110.html。

业不同，国有企业主要面临的是内部人控制问题，建议参照《OECD 国有企业公司治理指引》优化国有控股企业、国有参股企业的公司治理机制。

第五，《挂牌公司治理规则》中明确了监管措施与违规处分^①。建议与激励机制相结合，如对于精选层挂牌公司，将公司治理的完善程度作为转板 IPO 的条件之一；针对基础层和创新层中公司治理较完善的挂牌公司，在申请进入更高层级时，给予适当的优惠豁免条件，或是将公司治理的完善程度作为进入更高层级的必要条件之一。

对于评价机制，建议参考南开大学公司治理研究中心课题组设立的中国上市公司治理评价系统，从股东权利与控股股东、董事与董事会、监事与监事会、经理层、信息披露以及利益相关者六个维度（含 80 多个评价指标）^②，由独立的中立机构对新三板挂牌公司治理的状况作出全面、系统的审核和评价。建议使评价指标定量化，以实现评价结果的定量表示以及对挂牌公司治理状况的定量评价^③。

第六，加强自律监管和行政监管。本文发现，大多数新三板挂牌公司是控股股东和实际控制人控制的公司，发生大股东侵占违规行为的可能性大。因

此，要积极推动新修订的《证券法》的实施，新三板是法律认定的证券交易场

准 C3，可自愿选择更高标准 C2 - A1。创新层挂牌公司在达到目前《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》中规定的分层维持标准之外，需达到最低公司治理标准 B3，可自愿选择更高标准 B2 - A1。

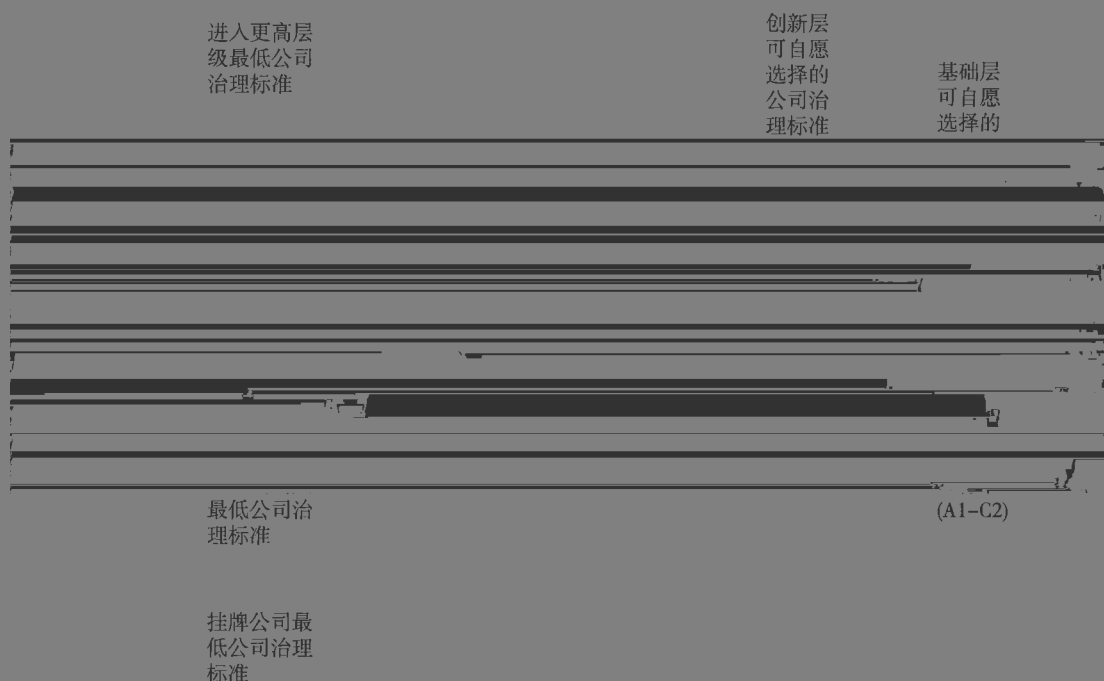


图5 分层的差异化公司治理监管政策

第七，要积极地发挥机构投资者的作用，这也是《G20/OECD 公司治理准则》所强调的^①。机构投资者持有的股权投资份额大，有能力参与公司治理，是完善公司治理、监督和制衡实际控制人和内部人控制的重要力量。另外，机构投资者有参与公司治理的信义义务，监管层要推动机构投资者积极参与完善新三板投资制度，强化对机构投资者参与公司治理的引导，并为机构投资者参与公司治理以及制衡控股股东创造更好的外部环境。还要发挥市场的力量，在形成机构投资者参与公司治理的激励的同时，强化市场对机构投资者参与公司治理的监督和制衡。

^① 参见《二十国集团 / 经合组织公司治理原则》第三章“机构投资者、证券交易所和其他中介机构”，<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264250574-zh.pdf?expires=1580485428&id=id&acname=guest&checksum=44F47802AF1911B37AF35E3B714E0126>。

第八，本文发现，Type II 代理人问题是新三板挂牌公司面临的主要问题，控股股东相对于小股东是代理人，所以应在公司治理中强化控股股东的信义义务。证监会发布的《上市公司治理准则》也强调控股股东、实际控制人对上市公司及其他股东负有诚信义务^①。对没有履行信义义务，甚至是侵害两个权利，即事前权利（投票表决）和事后权利（对高管侵害的诉讼权）应予以惩戒。

第九，纵观各地区主板与第二板、第三板市场，同一地区各层股票市场在信息披露、董事会监管标准上并无太大差异，甚至由于第二板、第三板市场上公司为处于成长期的中小企业，风险更高而监管标准更高^②，如台湾兴柜股票市场在主板辅导券商辅助信息披露上要求比场内市场上柜市场更高。在季报

[2] 《上海证券交易所股票上市规则》5.1.1条，第三章、第六章、第七章，http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/stock/c/c_20181116_4678354.shtml.

[3] 《深圳证券交易所股票上市规则》5.1.1条，第三章、第六章、第七章，<http://www.szse.cn/lawrules/rule/listed/stock/P020190228665756581243.pdf>.

[4] 《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》9.3条，<http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/ssgs/sszl/ssgsxx/201410/W020141028487360781046.pdf>.

[5] 《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》9.3条，<http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/ssgs/sszl/ssgsxx/201410/W020141028487072180332.pdf>.

[6] 《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》，<http://biz.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/flgz/rules/sserules/sseruler20080514a.htm>.

[7] （证监会第40号令）《上市公司信息披露管理办法》第二十一条，第四章，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/200702/t20070201_

68467. html.

[8] (证监会公告〔2018〕29号)《上市公司治理准则》第二十八条、第三十四条,第六节, http://www.csrc.gov.cn/pub/shanghai/xxfw/gfxwj/201904/t20190418_354493.htm.

[9] (证监会公告〔2001〕102号)《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第一条,第三条, http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/ztl/ssg-sjgxx/jgfg/sszl/201506/t20150612_278984.htm.

[10] (证监会公告〔2016〕31号)《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2016年修订)》, http://www.csrc.gov.cn/shanghai/xxfw/gfxwj/201705/t20170531_317573.htm.

[11] (财政部文告〔2008〕7号)《企业内部控制基本规范》, http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengwengao/caizhengbuwengao2008/caizhengbuwengao20087/200810/t20081030_86252.html.

[12] (股转系统公告〔2017〕662号)《全国中小企业股份转让系统挂牌

tps: //www. nyse. com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide. pdf.

[19] NYSE Initial Listing Standards (《纽约证券交易所首次上市标准》),
https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf.

[20] Sarbanes - Oxley Act of 2002 (《2002年萨班斯—奥克斯利法案》).
404 (a), https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes_Oxley_Act_of_2002.pdf.

[21] Securities Exchange Act of 1934 (《1934年证券交易法》). 13 (d)、
13 (g)、15 (d), https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes_Oxley_Act_of_2002.pdf.

[22] NASDAQ Listing Rules (《纳斯达克上市准则》). 5250 (b)、(d),
<http://nasdaq.cchwallstreet.com>.

[23] Summary of Differences between the NYSE and NASDAQ Listing Standards. (《纽约证券交易所和纳斯达克交易所上市标准差异总结》), <https://www.freewritings.law/wp-content/uploads/sites/24/2019/02/NYSE-vs-NASDAQ-Listing-Standards.pdf>.

[24] Form 8 - K, <https://www.sec.gov/about/forms/form8-k.pdf>.

[25] Continuing obligations - PLC Cross - border Capital Markets Handbook 2008/09. (《持续义务——PLC 跨境资本市场指南 2008/09》). Practical Law Company, <https://www.jonesday.com/files/Publication/942ac314-8640-46c2-bdfe-45bdf4f49280/Presentation/PublicationAttachment/53702283-45e8-4cc6-b0f0-581b57f7b0bc/Continuing%20obligations.pdf>.

[26] 《台湾证券交易所股份有限公司审查有价证券上市作业程序》第五条,

<https://twse-regulation.twse.com.tw/TW/law/DAT0201.aspx?FLCODE=FL007327>.

[27] “台湾证券交易法”第二十五条、第三十六条, <http://www.selow.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0100259&hit=1>.

[28] 台湾《上市上柜公司治理实务守则》第三条、第十四条之二、第二十四条、第二十八条之一, <http://www.selow.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0100259&hit=1>.

[29] 《公开发行公司建立内部控制制度处理准则》第六条, <http://www.selow.com.tw/LawContent.aspx?LawID=G0100200>.

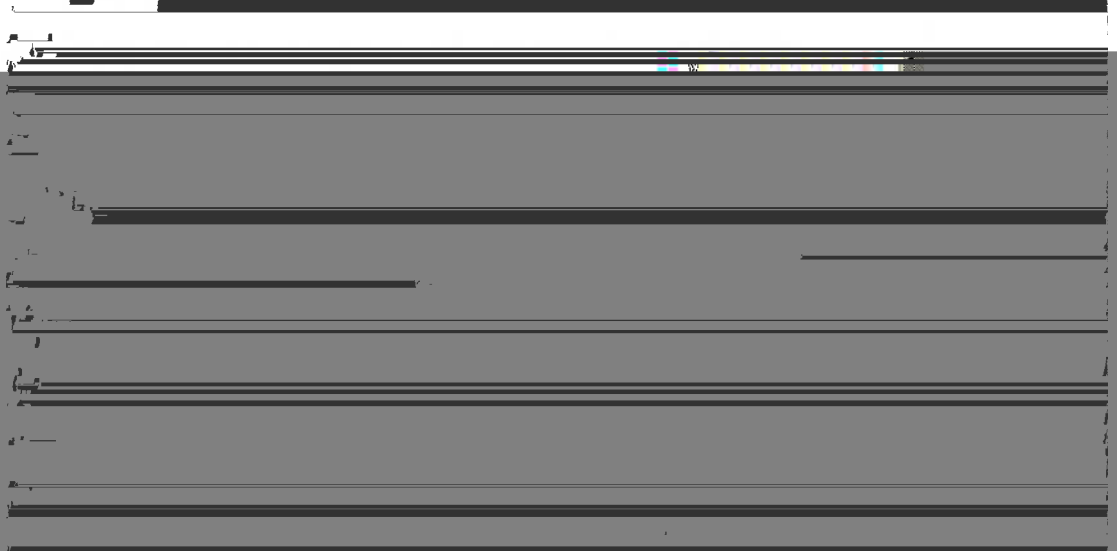
[30] 《台湾法规辑要》, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tw/Documents/audit/tw-regulations201507.pdf>.

[31] “财团法人中华民国证券柜台买卖中心证券商营业处所买卖有价证券审查准则”第三条, <http://www.selow.com.tw/LawContent.aspx?LawID=G0100651&Hit=1>.

[32] 《公司募集发行有价证券公开说明书应记载事项准则》, <https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=G0400019>.

[33] (金管证番字第 1000055872 号令) 第二条, <https://law.fsc.gov.tw/Law/NewsContent.aspx?id=3356>.

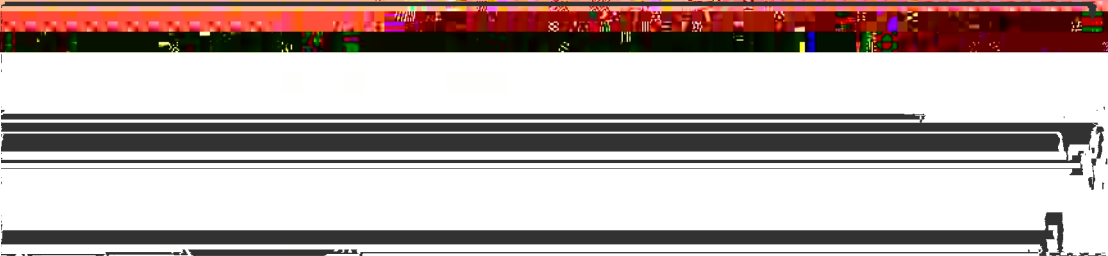
[34] “《上市公司编制与申报企业社会责任报告书作业办法》第四



la = en.

[39] Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook (《披露指南和透明规则资料集》), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>.

[40] London Stock Exchange Admission and Disclosure Standards (《伦敦证券交易所准入和披露标准》), <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/admission-and-disclosure->



[41] UK Corporate Governance Code (《英国公司治理标准》). UK Financial Reporting Council, <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/uk-corporate-governance-code>.

[42] A guide to listing on London Stock Exchange – Main Market (《伦敦股票交易所主板上市指南》), <https://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf>.