

交易场所监管法规的变迁 与股转系统的探索发展

王 娴* 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和改革历程。

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。1990年上海证

* 王娴，清华大学国家金融研究院副院长、上市公司研究中心主任。

** 叶宇辰，清华大学国家金融研究院上市公司研究中心中级研究专员。

*** 张思雨，清华大学国家金融研究院上市公司研究中心初级研究专员。

券交易所（以下简称上交所）和深圳证券交易所（以下简称深交所）成立，标志着新中国证券市场的建立和基础性制度安排的形成。1993年12月29日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过的《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和1998年12月29日第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）为证券交易场所的建立和监管提供了基本的法律框架。按照1993年版《公司法》第一百四十三条规定，“股东持有的股份可以依法转让”，第一百四十四条规定，“股东转让其股份，必须在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“新三板”，以区别于沪深交易所的主板市场（一板）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》（证监会办发〔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，大批科研人员在这里创办企业，“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，1999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〈中华人民共和国证券法〉的决定》。2005年10月27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十八次会议全国人大修订通过《证券法》，并于2006年1月1日实施。此次修订对公开发行作出了一个框架性的定义：一是向不特定对象发行；二是向特定对象发行累计超过200人。作为《证券法》的实施配套文件，国务院办公厅发布的《关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》（国办发〔2006〕99号，以下简称99号文），对禁止的“擅自公开发行股票”作出了界定，即“向不特定对象发行股票或向特定对象发行股票后股东累计超过200人的，为公开发行，应依法报经证监会核准。未经核准擅自发行的，属于非法发行股票”。该文件同时也界定了“变相公开发行股票”，即“向特定对象发行股票后股东累计不超过200人的，为非公开发行”。该文件还明确，“非公开发行股票及其股权转让，不得采用广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或变相公开方式向社会公众发行。严禁任何公司股东自行或委托他人以公开方式向社会公众转让股票。向特定对象转让股票，未依法报经证监会核准的，转让

后，公司股东累计不得超过 200 人”。修订后的《证券法》和国务院 99 号文，实际上对非上市公司的股份转让作出了规定。

据此，证监会拟定了中关村试点的基本制度安排，要求非上市股份公司的股份转让采取协议交易的方式，即投资者通过代办系统发布其买卖股份的意向，包括转让的数量和拟议价格，投资者经协商达成交易后经代办系统确认成交后由中国证券登记结算公司办理结算。中关村试点要遵守《证券法》规定的非公开发行股东人数在 200 人以下的规定，要求挂牌公司在转让后股东人数不得超过 200 人。

与此同时，中国证监会联合相关部门将中关村试点的整体方案报送国务院。国务院批准实施试点方案。同年 11 月，《国务院关于实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）〉若干配套政策》（国发〔2006〕6 号）中规定：“推进高新技术企业股份转让工作，启动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试点工作。”

中关村试点是在《公司法》《证券法》给予的法律空间内开启的利用证券公司代办股份转让系统为非公开发行股份公司提供股份转让服务的试点。作为证券业的自律组织，中国证券业协会制定转让的规制并对转让系统进行自律监管。除此之外，交易信息的发布和交易达成等服务由深圳证券交易所提供的转让报价系统提供，资金结算等服务由中国建设银行提供，股票登记、托管等服务则是由中国证券登记结算公司提供。

2006 年 1 月 16 日，证券业协会发布了《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》（以下简称《中关村试点办法》）等规则和相关协议文本^①，标志着中关村试点的正式启动。2006 年 1 月 23 日，代办系统挂牌仪式在深交所举行，第一批两家企业正式在系统挂牌。中关村试点也写入了 2005 年底召开的国家科学技术大会发布的《国家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内的非上市公司。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理念，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，证券向一般公众发行一直是州注册的方式。1929年股市大萧条后，罗斯福总统时期开始制定联邦的证券监管理念。政府对发行人及所公开信息资料进行实质审核还是实行以信息披露为核心的注册制，在当时也有激烈的争论。最终，由于信息不对称、不确定性和定价需要在市场博弈中产生等方面的原因，美国采取了以信息披露为核心的证券公开发行监管理念。

中关村试点是为未公开发行的公司提供股份转让服务的。按照当时的转让制度设计，由于挂牌公司的股东可以向不特定的投资者发布转让股份的信息，具有了一定的“公众性”，对挂牌公司信息披露的真实性、准确性、及时性需要有一些最基本的要求。为此，建立了主办券商推荐和挂牌公司在证券业协会的备案制度，这是一套以信息披露为核心的、由自律监管组织组织实施的、以“注册制”为内核的监管理念。相比而言，股票公开发行并在交易所上市，实施的是1992年确立的核准制，公司公开发行需要达到规定财务等条件并经证监会核准。这套公开发行的条件和程序不仅使大量中小企业和未能在三年连续盈利的企业不能公开发行上市，而且耗时长，成本、定价受到干预，发行节奏不可控。探索从核准制向注册制过渡一直是资本市场需要破解的难题。在这样的背景下，中关村试点的备案制力图另辟蹊径，进行一次“增量改革”。

根据《中关村试点办法》，证券业协会是证券公司自律组织，中关村试点的主办券商受证券业协会的自律监管。证券公司从事报价转让业务必须具有代办股份转让主办券商业务资格，并向协会申请取得报价转让业务资格。园区公司申请股份进入代办系统挂牌报价转让，须委托一家报价券商作为其主办报价券商，向协会推荐挂牌。申请挂牌的园区公司应与主办报价券商签订推荐挂牌

报价转让协议。主办券商要按照《主办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)
挂牌要求		(一) 存续满三年 (二) 经北京市政府批准 (三) 主营业务突出，持续经营 (四) 公司治理结构健全，运作规范 (五) 协会要求的其他条件	(一) 存续满两年 (二) 主营业务突出，具有持续经营能力 (三) 公司治理结构健全，运作规范 (四) 股份发行和转让行为合法合规 (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 (六) 协会要求的其他条件	(一) 依法设立且存续满两年 (二) 业务明确，具有持续经营能力 (三) 公司治理机制健全，合法规范经营 (四) 股权明晰，股票发行和转让行为合法合规 (五) 主办券商推荐并持续督导 (六) 全国股份转让系统公司要求的其他条件
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	协议方式、做市方式、竞价方式
	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

^① 参见《全国中小企业股份转让系统揭牌仪式在京举行》，http://www.neeq.com.cn/important_news/20000483.html。

^② 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/statisticsdata.html>。

续表

		中关村试点（2006）	中关村试点（2009）	全国股转系统（2013）	
信息披露制度	挂牌前信息披露	财会信息要求相对较低	财会信息要求有所严格： 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	披露经审计的年报
		半年报	无须披露	（有条件的）无须经审计的半年报	（有条件的）无须审计的半年报
		季报	无须披露	自愿披露	无须审计的季报
		年度内部控制评价报告	无须披露	无须披露	无须披露
		社会责任报告	无须披露	无须披露	无须披露
	信息披露渠道	代办股份转让信息披露平台	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》，明确了未公开发行的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，达到股票上市条件的，可以直接向证券交易所申请上市交易”。^①2013年1月23日，全国中小企业股份转让系统正式成立，原来在中关村试点挂牌的公司全部纳入股转系统，中关村试点的历史使命完成。从此，在股转系统开启了对非上市公司监管、转让制度的新探索。

（一）引入做市商制度

人类最早的交易活动，采用的是一对一协商交易的方式。一直到17世纪，集中竞价交易的方式才开始萌芽。20世纪，通信和计算机技术的发展为交易技术的发展提供了条件，集中电子竞价交易成为证券期货等标准化金融产品交易的主导性交易方式。1990年，沪深交易所建立，站在了全球交易技术发展的前沿，是最早实现全市场电子化证券登记托管交易的市场。交易所集中竞价交易的方式，有效地降低了交易成本，提高了市场参与度。

在中关村试点启动时，由于《证券法》及《公司法》提供的空间有限，其在转让制度选择上受到限制。由于股转系统的挂牌公司是未经公开发行的公司，如果允许未经公开发行而向一般公众公开转让股份，中关村试点就会因“公开转让”而“变相公开发行”，展开集中竞价的法律基础并不具备。因此，中关村试点阶段一直采用转让平台仅发布转让意向、由买卖双方一对一协议交易的方式。虽然这满足了一部分投资者的交易需求，但是成交却很清淡（见表2）。

^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》（国发〔2013〕49号），http://www.gov.cn/zhengce/content/2013-12/14/content_4024.htm。

表 2 股转系统历年股票成交概况 (2006—2014 年)^①

年度	成交数量 (万股)	成交金额 (万元)	成交笔数 (笔)	换手率 (%)
2006	1592.63	8340.71	251	—
2007	4420.15	23156.63	521	—
2008	5407.86	29527.82	484	—
2009	10735.76	48342.53	878	—
2010	6951.29	41872.24	644	—
2011	9562.76	56169.56	832	5.57
2012	11455.51	58431.81	638	4.47
2013	20242.52	81396.19	989	4.47
2014	228212.40	1303580.47	92654	19.67

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。

2013 年国务院《决定》对股转系统“全国性证券交易场所”地位的明确，为新的交易方式的探索奠定了法律基础。2014 年 8 月，股转系统建立了做市交易制度。

做市商是为市场的买卖双方提供流动性的专业机构，因此也被称为 Market Maker。与订单驱动 (Order Driven) 的集中竞价交易制度，即交易双方的订单经由交易所的交易主机匹配成交不同，做市商制度是一种报价驱动 (Quota 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家 (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
融资金额 (亿元)	1216.17	132.09	10.02
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
个人投资者 (户)	198625	43980	7436

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。

① 参见田静，全国中小企业股份转让系统交易制度变迁 [J]，清华金融评论，2015 (6)。

(二) 建立内部分层，实行差异性制度安排

2013年国务院《决定》对股转系统“全国性证券交易场所”地位的明确，使市场对股转系统的发展有了稳定的预期，增加了公司和投资者的信心，股转系统迎来了跨越式发展的新时期，挂牌公司数量从2012年底的200家，增加到2016年6月的7000多家。

由于从中关村试点以来一直坚持服务中小企业、不设财务指标和备案制的准入制度，挂牌公司的规模、盈利水平、股东结构差异性极大，要推进股转系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。

表4 股转系统挂牌公司统计（2016年6月至2017年12月）

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

续表

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)
2017-02	10757	6097.74	2569.16	42849.64	28.94
2017-03	11023	6294.33	2728.95	44390.92	29.54
2017-04	11113	6339.60	2775.05	44266.30	29.52
2017-05	11244	6505.14	2918.09	47863.30	27.36
2017-06	11314	6651.01	3035.08	48798.40	27.90
2017-07	11284	6658.65	3114.43	48727.82	28.08
2017-08	11551	6713.97	3203.30	50052.68	29.07
2017-09	11594	6811.68	3289.88	52452.60	30.65
2017-10	11619	6846.98	3344.31	51697.27	30.42
2017-11	11645	6850.72	3408.02	50948.99	30.59
2017-12	11630	6756.73	3416.92	49404.56	30.18

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。

(三) 在创新层引入集合竞价制度，实施更充分及时的信息披露制度

国务院《决定》极大地增强了股转系统的吸引力，挂牌公司数量爆发式的增长。虽然做市商制度的引入在一定程度上活跃了交易，但未能从根本上解决市场流动性不足、市场功能不足等问题。2017年之后，挂牌公司数量不增反降，一些公司主动提出摘牌。为此，股转系统从两个方面进行了改革。

一是实施更加及时充分的信息披露要求。在中关村试点阶段，出于降低中小企业信息披露成本的角度，对挂牌公司的信息披露要求作出了区别于主板市场的需要。但是，市场的流动性是以及时准确充分的信息为基础的。因此，为了增加市场透明度、吸引更多的投资者参与，就需要改进对挂牌公司的披露要求。在信息披露制度改革方面，股转系统公布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则》（以下简称《信息披露细则》）。《信息披露细则》明确了针对创新层挂牌公司与基础层挂牌公司差异化的信息披露制度，对创新层挂牌公司实行更为严格的信息披露要求（见表5）。

表 5 股转系统基础层与创新层信息披露规则对比

		股转系统基础层	股转系统创新层
挂牌前信息披露		信息披露要求相对较低，提供两年一期财务数据	同基础层
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	披露半年报，无强制审计要求	披露半年报，无强制审计要求
	季报	不要求披露季报	披露季报
	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
	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
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

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）与成交价格相同的买方或卖方至少一方全部成交。两个以上价位符合上述条件的，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

竞价、优化协议转让、巩固做市转让等措施，旨在提高挂牌公司股份的流动性，完善股转系统市场的价格发现机制。但是，实施集合竞价并没有取得预期的效果。如表6所示，集合竞价制度实施后，股转系统的股票成交数量、成交金额、成交笔数和换手率等均出现了一定程度的下降，而订单的数量和规模等会直接影响交易达成的效率。

表6 集合竞价制度实施前后流动性对比

指标名称	月度数据对比		年度数据对比	
	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

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。

究其原因，主要是由于股权高度集中、信息不对称导致价格发现机制不足和投资者结构单一，各类交易主体缺乏参与交易的积极性。一方面，由于股转系统的挂牌公司未经公开发行，企业的规模小、股东人数少。如表7所示，截至2018年末，股东人数仅2人的公司占6.18%，而股东人数在200以上的公司仅占3.42%。因为挂牌公司的股权高度集中（见表8），控股股东普遍是其“经营者”，所以挂牌公司还是“所有与控制合一”的古典公司。在此情况下，外部股东和投资者参与交易面临较大的信息不对称，投资者很难根据公开的信息作出投资决策。而在投资者数量较少、交易需求单一、订单数量不足的情况下，不具备开始订单交易的基本条件。另一方面，做市商也面临较为严重的信息不对称问题，再加上在流动性不足的情况下，管理库存的成本较高、风险大，使做市商的做市意愿不够。因此，仅仅依靠交易制度的变革难以实现流动性的改善，而流动性不足导致市场功能难以有效发挥，进而影响市场的吸引力。

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。

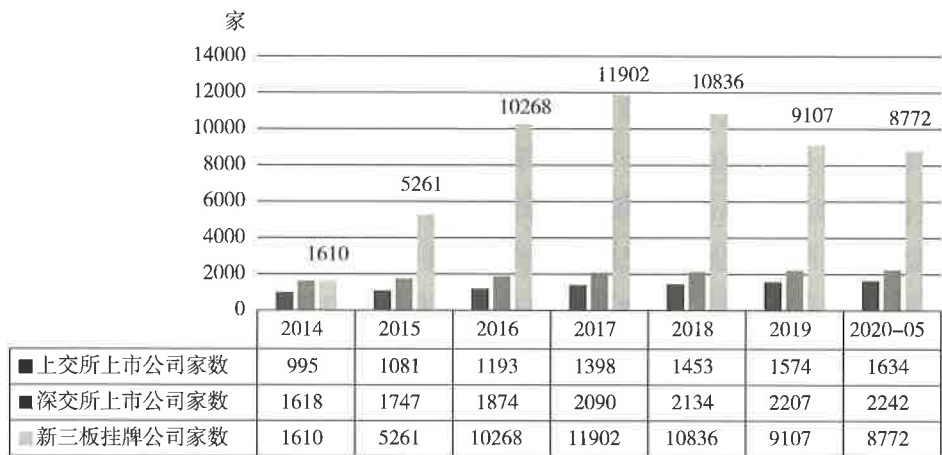


图 1 沪深交易所上市公司和股转系统挂牌公司家数（2014 年至 2020 年 5 月底）

（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）

当时，市场普遍的看法是，股转系统的问题是流动性不足，而提高流动性的办法是改革交易制度，即实行交易所市场的连续竞价机制。但是，正如前文所分析的，导致股转系统流动性不足的根本原因，并非是交易制度不够“先进”，而是挂牌公司未经公开发行直接挂牌所导致的股权高度集中和投资者结构单一。

（四）以精选层的建立实现股转系统发展的重大跨越

针对这种情况，笔者认为，只有系统性的改革才能够实现股转系统的实质性变化。在当时股转系统的万余家挂牌公司中，有 3000 多家达到了公开发行并在交易所市场上市的财务指标。如果在现有的两个分层的基础上，建立更高的精选层，并实行公开发行制度，就可以改善股转系统挂牌公司的股权结构和投资者结构。笔者曾在给有关部门的建议中提出了建立精选层的几点建议，包括：（1）试行小额公开发行制度；（2）比照公开发行并上市，提高精选层信息披露要求；（3）适当放宽投资者适当性要求；（4）完善做市商制度；（5）建立存量股份拍卖制度。

建立精选层的目的是以一个公开发行的市场，为股转系统改善挂牌公司股权结构和投资者结构，在改善市场流动性的同时，提升市场吸引力，并带

动市场对创新层和基础层公司的关注，从而完善整个股转系统的生态环境，发挥其支持企业发展的目的。同时，精选层的建立使股转系统成为与沪深交易所并行的交易场所。与两个交易所一样，它也可以提供全方位的资本市场服务，并以其差异的市场发行、交易等机制参与市场竞争，从而带动整个市场服务效率的提高和服务范围的扩大。

建立精选层的方案得到了有关部门的认可。2019年10月25日，证监会发布《证监会启动全面深化新三板改革》一文。文件肯定了股转系统改革是我国“全面深化资本市场改革的重要一环”，并根据“提高信息披露质量，防范市场风险，促进中小企业规范发展”为核心的要求提出重点推进的改革措施：“一是优化发行融资制度，按照挂牌公司不同发展阶段需求，构建多元化发行机制，改进现有定向发行制度，允许符合条件的创新层企业向不特定合格投资者公开发行股票。二是完善市场分层，设立精选层，配套形成交易、投资者适当性、信息披露、监督管理等差异化制度体系，引入公募基金等长期资金，增强新三板服务功能。三是建立挂牌公司转板上市机制，在精选层挂牌一定期限，且符合交易所上市条件和相关规定的企业，可以直接转板上市，充分发挥新三板市场承上启下的作用，实现多层次资本市场互联互通。四是加强监督管理，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。

新《证券法》不仅赋予股转系统全国性证券交易场所的法律地位，也给予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“向不特定对象发行证券”，“不特定对象”就意味着不需要对投资者提出资格要求，无须是所谓的“合格投资者”，这为股转系统的投资者扩大提供了法律基础。而注册制以信息披露为核心，不以公司的规模和盈利水平作为“准入门槛”，从而使股转系统服务中小企业融资的目标得到更好的实现。

新《证券法》正式实施前夕，国务院发布了《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》（国办发〔2020〕5号），明确指出“分步实施股票公开发行注册制改革”，证监会要会同有关方面“进一步完善科创板相关制度规则，总结科创板、创业板注册制改革经验，积极创造条件，适时提出在证券交易所其他板块和国务院批准的其他全国性证券交易场所实行股票公开发行注册制的方案”，进一步为股转系统按照注册制实施公开发行提供了制度基础。

在精选层尽快实施注册制和更为宽松的投资者适当性制度，并辅之以与之相适应的交易制度，以及以信息披露为核心的并购和再融资制度，将使股转系统与证券交易所不再具有实质性的区别了，它将与交易所一起，更好地服务于实体经济和社会经济发展。