

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
第二章 对新三板挂牌公司的统计分析	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	73
第五章 研究结论和政策建议	87
附 录 相关监管规则	94

第二篇	新三板挂牌公司终止挂牌中投资者保护机制研究	
引言		101
第一章	新三板摘牌的常态化与投资者权益保护问题	102
第一节	新三板市场摘牌现象的常态化	102
第二节	新三板挂牌公司终止挂牌的主要情形	104
第三节	主动终止挂牌时投资者保护的争议问题	108
第四节	强制终止挂牌时的投资者保护主要问题	112
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
第九节 台湾证券柜台买卖中心对上柜公司的自律监管	256
第四章 新三板自律监管的改进建议	260
第一节 进一步完善新三板的自律监管工具	260
第二节 鼓励股东崛起与自治	266

第三节	建立自律监管与行政监管的衔接机制	271
第四节	进一步厘定新三板可进行自律监管的违规行为及标准	278
第五节	结合分层实施自律监管	281
第六节	结合信用机制实施自律监管	286
第七节	对挂牌公司进行评价与激励	291
第八节	对主办券商进行评价与激励	295
第九节	探索运用大数据进行自律监管	297
第四篇	中小市值股票期货、期权产品研究	
第一章	世界股票期货、期权产品发展研究	303
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：王娴。课题组成员：闫琰、张思雨、叶宇辰、刘亚萍。

摘要

新三板市场作为我国多层次资本市场的重要组成部分，自2006年1月16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司属性的属性，加之其特殊的股权和控制结构，使其在信息披露、第二代代理人问题、流动性方面具有特殊性。

第二部分对新三板挂牌公司2013—2018年的股东数量、股权集中度、董事会独立性、实际控制人、董事长、总经理三者的重合度以及流动性进行了梳理，并就以上几方面将基础层挂牌公司和创新层挂牌公司、新三板挂牌公司与A股上市公司进行了比较和差异性检验。统计数据显示，新三板挂牌公司的股

^① 数据来源：股转系统，<http://www.neeq.com.cn/static/statisticdata.html>。

^② 股转系统挂牌公司属于非上市公司。根据中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）发布的《非上市公司监督管理办法》（第85号令），非上市公司是指有下列情形之一的且其股票未在证券交易所上市交易的股份有限公司：（一）股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人；（二）股票公开转让。中国证监会于2013年1月31日颁布的《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》（第89号令）明确表示，股票在全国股份转让系统挂牌的公司为非上市公司。

东数量有限，股权集中度高，实际控制人、董事长、总经理三者的重合度高。相比创新层挂牌公司，基础层挂牌公司的股东户数更有限，股权集中度更高，表明信息不对称和对内部人缺乏监督制衡的问题在基础层挂牌公司中可能更突出。总体来看，相比上市公司，新三板挂牌公司的股东数量非常有限，股权集中度较高，实际控制人、董事长、总经理三者的重合度较高，流动性更低。

第三部分对影响挂牌公司违规行为的影响因素进行了理论和实证分析。实证分析结果显示，股权集中度与违规行为之间的关系呈U形。由于利益协同效应，股权相对集中会提高控股股东的监管积极性和能力，进而降低发生违规行为的可能性。但是，当股权过于集中时，由于控股股东的隧道掏空效应，发生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。”

经协商达成交易后经代办系统确认成交，然后由中国证券登记结算公司办理结算。2006年5月，国务院办公厅发布《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》（以下简称国办发〔2006〕99号），对擅自公开发行的股票作出界定，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^①。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，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^②。按照这个定义，中关村试点的股票转让方式就属于国办发〔2006〕99号中所指的公开转让。为此，中关村试点采取了技术措施，挂牌公司在此阶段内未发生股份向多个投资者转让后股东超过200人的情况。

在中关村试点之初，就实行了严格的投资者适当性制度，要求证券公司充分了解客户的财务状况和投资需求，向客户充分揭示股份报价转让业务的风险，对不宜参与报价转让业务的客户应尽劝阻义务。2009年，为控制市场风险，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》，http://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。

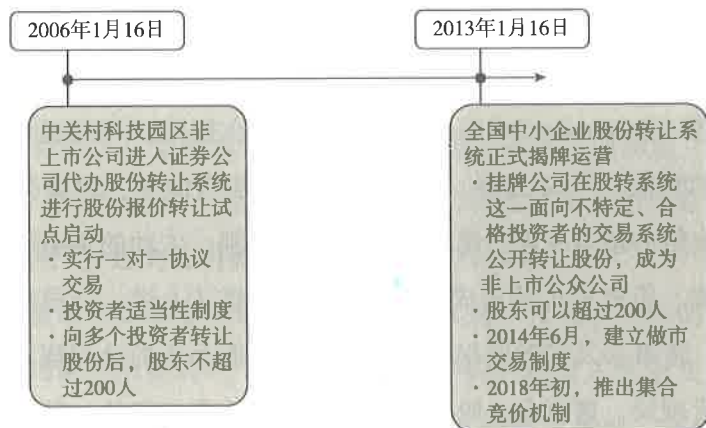


图1 新三板及其交易制度的历史沿革

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。

图 1 总结了新三板及其交易制度的历史沿革。从新三板发展的历史沿革、公司挂牌的程序以及交易制度的变迁可以看出，挂牌公司虽然未经证监会核准公开发行，但是它可以在新三板这一面向不特定、合格投资者的交易系统公开转让，使挂牌公司的属性相对挂牌前发生了实质性的变化，变为非上市公司。国发〔2013〕49 号也明确了挂牌公司的非上市公司属性，即挂牌公司依法纳入非上市公司监管，股东人数可以超过 200 人。股东人数未超过 200 人的股份公司申请在全国股份转让系统挂牌，证监会豁免核准。挂牌公司向特定对象发行证券，且发行后证券持有人累计不超过 200 人的，证监会豁免核准^①。股东人数超过 200 人的挂牌公司则需要向证监会办理核准。截至 2018 年末，366 家挂牌公司的股东数量在 200 人以上，占比 3.42%^②。

第二节 挂牌公司治理的特殊性

公司治理（Corporate Governance）的核心旨在规范公司的运作，保护公司及全体股东的利益。广义上讲，公司治理是一系列指导、约束公司管理、运行、控制及决策的基本原理、规章制度、自律机制、主动的承诺以及由一个国家特殊的环境、历史和传统形成的商业习惯^③。狭义上讲，公司治理是指明确公司股东会、董事会及管理层的权责划分和相互制衡关系的公司规章。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，当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定的规则和规章，否则任何会员、经纪人和买卖商在国内证券交易所的任何证券（豁免的证券除外）交易均属违法^①。第 12 条 g 款第 1 项规定，任何总资产规模超过 1000 万美元且股东超过 2000 人或非合格投资者超过 500 人的公司都需要向 SEC 注册^②。这类公司被称为 Reporting Company。

随着新三板做市商制度和集合竞价制度的实施，投资者发出的转让股票的订单成为具有约束力的要约^③。要约邀请以及要约的相对人作出交易决策以及达成交易，都以发行股票的挂牌公司的相关信息披露为基础。在做市商交易，尤其是在集合竞价交易机制下，交易双方并不是直接商议达成价格。在此情况下，信息披露对于保证公开交易市场的秩序和交易双方的权利至关重要。国发〔2013〕49 号提出了挂牌公司须履行信息披露义务，所披露的信息应当真实、

^① 参见 *Securities Exchange Act Section 12 (a)*, <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20of%201934.pdf>。

^② 同^①。

^③ 根据《合同法》第十四条规定，要约是希望和他人订立合同的意思表示，要约中必须表明要约经受要约人承诺，要约人即受该意思表示约束。

准确、完整^①的要求，证监会制定了《非上市公司监督管理办法》《非上市公司监管指引第1号——信息披露》等行政规范性文件，新三板也发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露规则》和《全国中小企业股份转让系统自律监管措施和纪律处分实施细则》等规则来规范和引导挂牌公司的信息披露行为^②，以强化监管，实现保障投资者利益。

第二是股权及控制结构。

公司治理的核心是缓解代理人问题（Shleifer 和 Vishny, 1997; Goergen, 2012），而对于股权结构、控制结构不同的公司来说，公司治理面临的挑战不同，主要分为两种类型：一是所有权与控制权分离（Berle 和 Means, 1932^③）所导致的所有者（委托人）与经营者（代理人）之间的利益冲突（第一类代理人问题，Type I Agency Problem^④）；二是控股股东与非控股股东之间的利益冲突（第二类代理人问题，Type II Agency Problem^⑤）。控股股东普遍拥有对公司的绝对（或相对）控制权，这种权力激发了控股股东以非控股股东为代价来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《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，http://www.nceq.com.cn/law_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。他们可以通过多种方式, 如关联交易、向自己支付特殊的红利、选择私人利益最大化而非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, 即所有权与经营权合一。因为挂牌公司是未经公开发行直接挂牌的, 所以挂牌时, 除一些公司将股份转让给做市商以外, 股权结构并无太大变化。如果仅从公司的所有与控制结构看, 挂牌公司应该还没有出现 Berle 和 Means (1932)^⑤ 所说的所有权与控制权分离的问题。虽然在新三板进行股票公开转让后, 一些挂牌公司的股权结构趋于多元化, 但是现阶段股东数量有限, 股权依然高度集中在企业家手中。新三板最新披露的挂牌公司股东数据^⑥显示, 截至 2018 年末, 在 10691 家挂牌

① 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。

② 参见 Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (12), 81 - 112。

③ 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。

④ 参见 Johnson, S., La Porta, R., Florencio, L. - d. - S., & Shleifer, A. Tunneling [J]. The American Economic Review, 2000, 90 (2), 22 - 27。

⑤ 参见 Berle A. A., Means G. C. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Macmillan, 1932。

⑥ 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>。

公司中，股东数量在 3 ~ 50 人（不包括 50 人）的公司占比最高。其中，4138 家挂牌公司的股东数量在 10 ~ 50 人（不包括 50 人），占比 38.71%；股东数量在 3 ~ 10 人（不包括 10 人）的挂牌公司达 3957 家，占比 37.01%。仅有 366 家挂牌公司的股东数量在 200 人以上，占比 3.42%。另外，根据 2018 年的统计数据，在统计的 9283 家挂牌公司中，前十大股东持股比例达到 50% 以上的共计 9145 家，占比 98.51%。其中，持有股权比例在 70% 以上的有 8376 家，占比 90.23%；90% 以上的共计 5486 家，占比 59.10%^①。

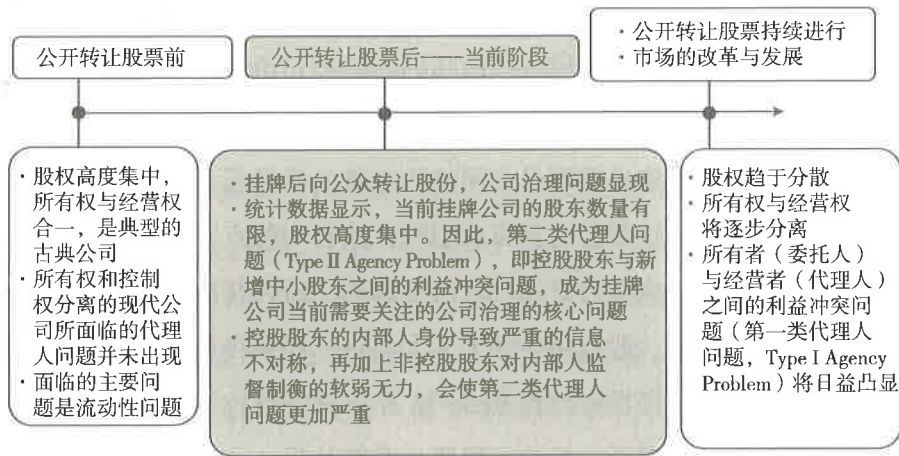


图 2 新三板挂牌公司不同阶段面临的不同公司治理问题

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。

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。

第三是流动性与市场约束的缺乏。

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。

资本市场的投资是基于信息的决策，流动性也与信息披露的质量密切相关。Fama（1970）^③指出，在资本市场上，如果证券价格能够充分而准确地反映全部相关信息，便称该市场是有效率的。有效市场理论有以下4个假设：一是市场信息是被充分披露的，每个市场参与者在同一时间内得到等量等质的信息，信息的发布在时间上不存在前后相关性；二是信息的获取是没有成本或几乎没有成本的；三是存在大量的理性投资者^④，他们为了追逐最大的利润，积极参与到市场中来，理性地对证券进行分析、定价和交易；四是投资者对新

① 参见青木昌彦，对内部人控制的控制：转轨经济中的公司治理结构的若干问题[M]//青木昌彦，钱颖一，转轨经济中的公司治理结构。北京：中国经济出版社，1995。

② 数据来源：股转系统，<http://www.neeq.com.cn/static/statisticdata.html>。

③ 参见Fama, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work [J]. Journal of Finance, 1970, 25 (2), 383-417。

④ 这其中又包括三点：第一，假设投资者是理性的，因此投资者可以理性评估资产价值；第二，即使有些投资者不是理性的，但由于他们的交易随机产生，交易相互抵消，不至于影响资产的价格；第三，即使投资者的非理性行为并非随机而是具有相关性，他们在市场中将遇到理性的套期保值者，后者将消除前者对价格的影响。参见Fama, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work [J]. Journal of Finance, 1970, 25 (2), 383-417。

信息会作出全面、迅速的反应，从而使股价发生相应变化。这4个前提假设，在新三板无法完全成立。首先是获取信息的时间不同，其次是信息获取的成本不同。信息的获得需要支付经济成本或者信息成本。如前文所述，股权、控制机构和投资者结构使外部投资者在获取信息方面具有极大的劣势，即使是做市商也因为这种信息劣势而面临较大的风险。最后，流动性不足使交易价格不能对新信息作出全面、迅速的反应，导致投资者的决策面临信息不充分，从而影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	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

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。

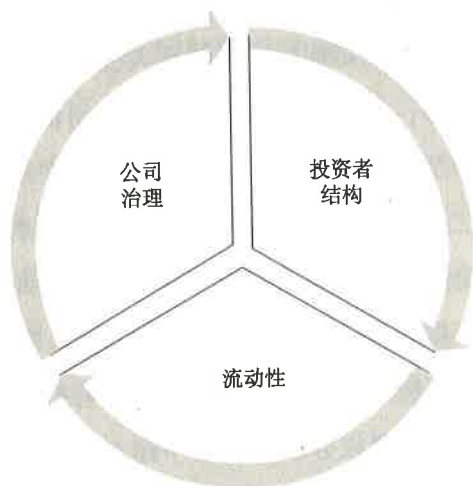


图3 流动性、公司治理和投资者结构的关系

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，市场上投资者的投资决策将对公司经营产生影响，从而使资本市场成为影响公司治理、约束管理层行为的重要力量。虽然法律和监管机构是必不可少的，但是在适当的透明度和问责机制下，资本市场最终可以奖励好的公司治理或者惩罚糟糕的

^① 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>。

^② 同^①。

公司治理 (Drobtz 等, 2004^①)。由于市场约束的缺乏, 再加上前面所述股权和控制结构的问题, 新三板的流动性改善与公司治理密切相关。公司治理、投资者结构、流动性之间是相辅相成、相互促进的, 如图 3 所示, 它们三者的协同改善是提高市场效率的必要前提。一方面, 只有完善了公司治理, 才能增强信息披露的真实、准确、完整与及时, 进而增强各类投资者参与交易的积极性, 使交易的多元化需求与交易制度的完善相互作用, 最终改善市场的流动性和效率。另一方面, 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。

综上所述, 新三板挂牌公司从挂牌前的私人公司转为挂牌后的非上市公众公司, 面向公众转让股票, 涉及公众利益。完善公司治理, 一是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。

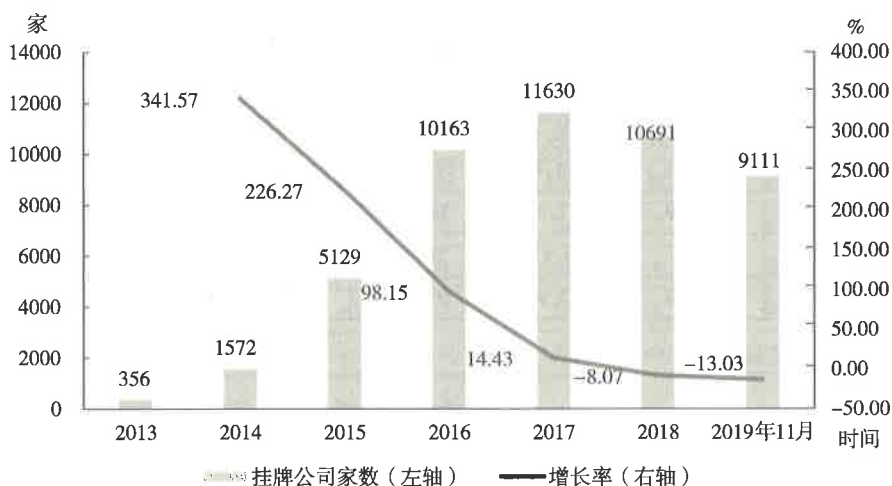
总之, 挂牌公司的公司治理是新三板健康发展的基础。应当结合新三板在整个资本市场中的地位和改革发展方向, 根据挂牌公司的属性、股权结构特征以及发展阶段, 针对我国资本市场的法治环境和公司治理原则的实施环境, 建立健全新三板的公司治理机制, 促进市场发展。

^① 参见 Drobtz, 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%。



数据来源：新三板。

图 4 2013 年至 2019 年 11 月新三板挂牌公司数量变化

表 2 从挂牌规模、股票发行、股票转让以及投资者账户数量四方面对新三

板进行了梳理。如表 2 所示，2018 年，新三板在挂牌规模、股票发行、股票转让三方面的数量较 2017 年均有所减少。截至 2018 年末，新三板 10691 家挂牌公司的总股本达 6324.53 亿股，较 2017 年减少 432.20 亿股；总市值为 34487.26 亿元，较 2017 年减少 14917.30 亿元。挂牌公司在 2018 年共完成股票发行 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	2271.80	1912.29	1910.62	130.36	8.14
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，股东人数大于 200 人的挂牌公司占比最小。2018 年，10691 家挂牌公司中仅有 366 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，有限的股东数量使绝大多数挂牌公司依照国发〔2013〕49 号获得证监会豁免核准^①。因此，在信息披露要求和监管相对宽松的前提下，完善的公司治理是保证这些挂牌公司信息披露质量的基础。

表 3 2015—2018 年新三板挂牌公司股东人数分布 单位：人、%

股东人数	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	占比	数量	占比	数量	占比	数量	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。

数据来源：新三板。

^① 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。股东人数未超过 200 人的股份公司申请在全国股份转让系统挂牌，证监会豁免核准。挂牌公司向特定对象发行证券，且发行后证券持有人累计不超过 200 人的，证监会豁免核准。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。

表4对2013—2018年新三板投资者的数量和结构进行了统计。如表4所示,2013—2018年新三板的投资者数量持续上涨。与机构投资者相比,个人投资者的数量增长显著。截至2018年末,投资者总数达43.38万户,比2017年增加2.52万户,比2013年增加42.53万户;其中,机构投资者占比12.98%,数量为5.63万户,比2017年增加0.51万户,比2013年增加4.29万户;个人投资者占比87.02%,数量为37.75万户,相比2017年增加2.01万户,相比2013年增加37.01万户。但是,相比挂牌公司数量,当前投资者的数量微不足道。2018年的43.38万户投资者,匹配10691家挂牌公司,平均到每家挂牌公司远不足41户。如此小的投资者规模必然影响交易需求,从而对市场的流动性产生消极影响。

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,引导机构投资者参与公司治理,以提高公司治理质量和市场流动性。

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

持股比例在 2013—2018 年呈下降趋势，但下降幅度有限，股权依旧高度集中。2018 年，新三板挂牌公司第一大股东持股比例的均值为 50.96%，相比样本周期内最高值 2014 年的 53.41% 下降 2.45 个百分点，比 2013 年下降 6.84 个百分点；前十大股东持股比例的均值为 88.82%，比 2014 年下降 6.63 个百分点，比 2013 年下降 6.52 个百分点。

除了大股东持股比例，赫芬达尔—赫希曼指数（Herfindahl - Hirschman Index, HHI）也是在公司治理研究中被广泛应用的衡量股权集中度的重要指标。HHI 最初被用于产业集中度，通过计量市场份额的变化来反映市场中厂商规模的离散度，其等于一个行业中各市场竞争主体所占行业总收入或总资产百分比的平方和。与以往公司治理研究中 HHI 的计算一致，在本文中，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。如式（1）所示。

$$HHI = \sum_{i=1}^N (X_i/X)^2 = \sum_{i=1}^N S_i^2 \quad (1)$$

其中， S_i 表示第 i 大股东的持股比例，其等于第 i 大股东的持股数量除以该挂牌公司的总股本， N 表示该挂牌公司的股东数。因此，当计算前十大股东的 HHI 时， N 等于 10。^① HHI 值越大表示股权越集中，HHI 值越小表示股权越分散。由于挂牌公司股东户数普遍有限，本文还分别计算了前五大股东的 HHI^② 和前两大股东的 HHI。如表 5 所示，样本周期内挂牌公司前十大股东的 HHI 始终维持在 0.30 以上，表明挂牌公司股权集中。另外，前十大股东的 HHI 与前五大股东的 HHI 和前两大股东的 HHI 相比差别不大，说明第三到第十大股东持股比例较小，对 HHI 的影响较弱，进一步表明挂牌公司大股东控制的现象严重。因此，前文所述的第二类代理人问题，即控股股东与新增中小股东的利益冲突，是新三板挂牌公司当前需要重视的首要公司治理问题。

① 当单个挂牌公司在单个会计年度内股东数量 n 不足 10 时， N 等于 n ，即 HHI 等于挂牌公司在单个会计年度内 n 个大股东持股比例的平方和。

② 当单个挂牌公司在单个会计年度内大股东数量 n 不足 5 时， N 等于 n ，HHI 等于挂牌公司在单个会计年度内 n 个大股东持股比例的平方和。

表 5 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

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

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。

按证监会一级行业分类分析（见表 6），金融业和信息传输、软件和信息技术服务业挂牌公司的平均股东户数相对其他行业较多，分别为 154 户和 94 户，但是金融业的大股东持股比例和 HHI 比其他行业低。居民服务、修理和其他服务业的平均股东户数在所有行业中最少，仅为 15 户。电力、热力、燃气及水生产和供应业挂牌公司的第一大股东持股比例高达 57.60%。虽然综合行业挂牌公司的第一大股东持股比例最小，为 24.28%，但是其前十大股东持股比例之和高达 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。

挂牌公司按实际控制人属性可以分为国有企业、民营企业、集体企业、外

资企业和其他企业，其中其他企业包括实际控制人属性为大学、职工持股会和其他或是没有实际控制人的挂牌公司。如表 8 所示，集体企业的股东户数最多为 130 户。虽然外资企业、国有企业和民营企业的股东户数较少，但其大股东持股比例和 HHI 均较高。外资企业、国有企业和民营企业第一大股东持股比例分别为 58.78%、58.24% 和 51.29%，前十大股东持股比例合计分别为 94.42%、93.97% 和 91.78%。

表 6 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：按行业分析

证监会一级行业分类	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
农、林、牧、渔业	54	49.66	88.45	0.33	0.33	0.31
采矿业	36	50.51	88.61	0.33	0.33	0.31
制造业	41	51.29	91.35	0.36	0.35	0.34
电力、热力、燃气及水生产和供应业	30	57.60	93.61	0.41	0.41	0.40
建筑业	37	54.00	92.44	0.38	0.38	0.36
批发和零售业	40	53.95	93.26	0.39	0.39	0.37
交通运输、仓储和邮政业	77	54.74	93.72	0.41	0.41	0.39
住宿和餐饮业	22	53.50	93.71	0.38	0.38	0.37
信息传输、软件和信息技术服务业	94	48.81	91.17	0.33	0.33	0.31
金融业	154	45.39	86.71	0.31	0.30	0.28
房地产业	18	56.72	94.02	0.43	0.43	0.42
租赁和商务服务业	27	53.74	93.41	0.39	0.38	0.37
科学研究和技术服务业	27	52.28	91.64	0.37	0.37	0.35
水利、环境和公共设施管理业	32	52.50	92.23	0.37	0.37	0.35
居民服务、修理和其他服务业	15	49.28	93.60	0.34	0.34	0.32
教育	22	53.12	93.05	0.37	0.37	0.35
卫生和社会工作	35	50.47	91.92	0.35	0.35	0.33
文化、体育和娱乐业	37	51.30	92.40	0.35	0.35	0.33
综合	17	24.18	97.62	0.14	0.13	0.09

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：按公司属性

公司属性	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

些挂牌公司中的董事长与总经理虽不是同一自然人，却都是共同实际控制人中的一员。当此类挂牌公司与上述存在实际控制人、董事长与总经理三者合一的挂牌公司合并在一起时，存在董事长与总经理二者均为实际控制人的挂牌公司比例达 62% 以上。挂牌公司执行董事占比和独立董事占比的失衡以及实际控制人与董事长和总经理的重合会导致严重的信息不对称和对内部人监督制衡的匮乏，从而加剧控股股东的道德风险，使第二类代理人问题相对突出。

表 9 2013—2018 年新三板挂牌公司董事会规模、结构和独立性

年份	董事会人数 (人) (平均值)		独立董事占比 (%)		执行董事占比 (%)			
2013	5		3.70		96.30			
2014	5		4.21		95.79			
2015	5		3.16		96.84			
2016	5		2.25		97.75			
2017	5		2.25		97.75			
2018	5		1.93		98.07			
年份	独立董事人数 (人)							
	平均值	最小值	25%	中位数	75%	最大值		
2013	不足 1 人	0	0	0	0	4		
2014	不足 1 人	0	0	0	0	5		
2015	不足 1 人	0	0	0	0	7		
2016	不足 1 人	0	0	0	0	7		
2017	不足 1 人	0	0	0	0	7		
2018	不足 1 人	0	0	0	0	6		
年份	公司是否设立独立董事				公司董事长与总经理是否为同一人			
	是		否		是		否	
	公司家数	占比 (%)	公司家数	占比 (%)	公司家数	占比 (%)	公司家数	占比 (%)
2013	43	12.08	313	87.92	222	64.16	124	35.84
2014	191	12.17	1378	87.83	861	56.50	663	43.50
2015	480	9.38	4637	90.62	2795	55.47	2244	44.53
2016	698	6.87	9461	93.13	5632	55.82	4458	44.18
2017	795	6.84	10833	93.16	6523	56.32	5060	43.68
2018	633	5.92	10055	94.08	5985	56.36	4635	43.64

续表

年份	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	
	公司 家数	占比 (%)	公司 家数	占比 (%)	公司 家数	占比 (%)	公司 家数	占比 (%)
2013	297	87.10	44	12.90	245	72.49	93	27.51
2014	1333	90.07	147	9.93	1005	67.81	477	32.19
2015	4375	89.82	496	10.18	3188	65.39	1687	34.61
2016	8789	89.64	1016	10.36	6431	65.66	3364	34.34
2017	9958	88.38	1309	11.62	7337	65.17	3921	34.83
2018	8945	86.48	1399	13.52	6609	64.08	3704	35.92
年份	实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人							
	是				否			
	家数		占比 (%)		家数		占比 (%)	
2013	208		61.72		129		38.28	
2014	816		55.43		656		44.57	
2015	2614		53.82		2243		46.18	
2016	5272		53.87		4514		46.13	
2017	6040		53.70		5207		46.30	
2018	5457		52.97		4845		47.03	
年份	董事长与总经理二者是否均为实际控制人							
	是				否			
	家数		占比 (%)		家数		占比 (%)	
2013	236		70.03		101		29.97	
2014	979		66.51		493		33.49	
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会规模相对较大，分别为 7 人和 6 人。虽然各个行业均未达到平均 1 名独立董事，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

独立董事，而卫生和社会工作行业中仅有 2.08% 的样本设立了独立董事。信息传输、软件和信息技术服务业挂牌公司的实际控制人、董事长及总经理的重合度较高，其 60% 以上的样本中董事长与总经理为同一人，70% 以上的样本中实际控制人与总经理为同一人，实际控制人与董事长为同一人的样本比例高达 90% 以上。在该行业中，60% 以上的样本中实际控制人、董事长与总经理为同一自然人。当考虑到有些样本中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的情况时，该行业中实际控制人、董事长与总经理三者重合的样本比例提高到 70% 以上。此外，居民服务、修理和其他服务业、教育行业以及样本数量最多的制造业的实际控制人、董事长与总经理三者重合度也非常高。相对而言，金融业和房地产业的实际控制人、董事长及总经理的重合度较低。

按公司规模分析（见表 12、表 13A、表 13B），相比于规模较小公司，规模较大公司的董事会独立性较高，实际控制人、董事长及总经理的重合度较低。具体来说，规模较大公司中有 12.29% 的样本设立了独立董事，接近较小规模公司的 6 倍。另外，规模较大公司中独立董事占比达 4.10%，是较小规模公司的 6 倍多。

按公司所有制属性分析（见表 14、表 15A、表 15B），相比其他类型企业，集体企业的董事会规模较大并且独立性较高。在集体企业中，有 25% 的样本设立了独立董事，接近民营企业的 4 倍；董事会中独立董事占比为 7.71%，接近民营企业的 3.5 倍。此外，集体企业中董事长与总经理为同一人的样本比例较小，仅为 30%，并且实际控制人与董事长和总经理的重合度为零，即样本中不存在实际控制人任职董事长和/或总经理的现象。民营企业的董事会独立性较小，并且实际控制人与董事长和总经理的重合度较高。民营企业中实际控制人与总经理为同一人的样本比例达 68.30%，实际控制人与董事长为同一人的样本比例高达 92.58%。56.21% 的民营企业样本中实际控制人、董事长与总经理为同一自然人。当考虑到有些样本中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的情况时，民营企业中实际控制人、董事长

与总经理三者重合的样本比例提高到 67.03%。值得注意的是，虽然从统计数据上来看，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。

表 12 2013—2018 年新三板挂牌公司董事会规模、结构和独立性：按公司规模分析

公司规模	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 (%)
总资产小于等于 98200000 元 (中位数)	5	0.05	0.66	99.34	391	2.15	17815	97.85
总资产大于 98200000 元 (中位数)	5	0.31	4.10	95.90	2238	12.29	15966	87.71

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 13A 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：按公司规模分析

公司规模	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 (%)
总资产小于等于 98200000 元 (中位数)	10908	60.23	7202	39.77	16061	90.67	1652	9.33	12298	69.49	5399	30.51
总资产大于 98200000 元 (中位数)	9321	51.73	8698	48.27	14931	85.89	2452	14.11	10528	60.64	6834	39.36

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 13B 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：按公司规模分析

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 (%)
总资产小于等于 98200000 元 (中位数)	10179	57.59	7497	42.41	12041	68.12	5635	31.88

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 15A 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	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 (%)
国有企业	264	17.73	1225	82.27	2	0.13	1483	99.87	2	0.14	1476	99.86
民营企业	21051	58.67	14832	41.33	33247	92.58	2664	7.42	24502	68.30	11371	31.70
集体企业	6	30.00	14	70.00	0	0.00	20	100.00	0	0.00	20	100.00
外资企业	299	53.30	262	46.70	436	78.00	123	22.00	303	54.30	255	45.70
其他企业	394	31.95	840	68.05	10	7.75	119	92.25	6	4.69	122	95.31

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 和表 20 的统计数据显示，与创新层相比，基础层挂牌公司历年设立独立董事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。

股东户数

H_{01} : 基础层挂牌公司股东户数 = 创新层挂牌公司股东户数 (N)

H_{11} : 基础层挂牌公司股东户数 \neq 创新层挂牌公司股东户数 (A)

第一大股东持股比例

H_{02} : 基础层挂牌公司第一大股东持股比例 = 创新层挂牌公司第一大股东持股比例 (N)

H_{12} : 基础层挂牌公司第一大股东持股比例 \neq 创新层挂牌公司第一大股东持股比例 (A)

前十大股东持股比例

H_{03} : 基础层挂牌公司前十大股东持股比例 = 创新层挂牌公司前十大股东持股比例 (N)

H_{13} : 基础层挂牌公司前十大股东持股比例 \neq 创新层挂牌公司前十大股东持股比例 (A)

前十大股东 HHI

H_{04} : 基础层挂牌公司前十大股东 HHI = 创新层挂牌公司前十大股东 HHI (N)

H_{14} : 基础层挂牌公司前十大股东 HHI \neq 创新层挂牌公司前十大股东 HHI (A)

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 = 创新层挂牌公司实际控制人与总经理的重合度 (N)

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_{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大会召开次数 (N)

H_{115} : 基础层挂牌公司年度股东大会召开次数 \neq 创新层挂牌公司年度股东大会召开次数 (A)

年平均换手率

H_{016} : 基础层挂牌公司年平均换手率 = 创新层挂牌公司年平均换手率 (N)

H_{116} : 基础层挂牌公司年平均换手率 \neq 创新层挂牌公司年平均换手率 (A)

为检验以上假设, 本文针对以上假设中涉及的非虚拟变量对基础层挂牌公司和创新层挂牌公司两组数据进行双总体 T 检验, 以检测两组样本数据的均值相等性。以上假设还涉及包括“是否设立独立董事”“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”“实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人”以及“董事长与总经理二者是否均为实际控制人”在内的虚拟变量。这些虚拟变量取值均为0或1，平均值均在(0, 1)区间内，并且单个虚拟变量平均值的统计意义可以用比例来解释。例如，对于样本中的创新层挂牌公司来说，变量“是否设立独立董事”的均值为0.19，表示该样本中19%的创新层挂牌公司已经设立独立董事。针对这些虚拟变量，PR检验(PR-test)可以通过使用大样本统计信息检验两组数据的比例相等性。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 显著性水平上少于创新层挂牌公司。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，年平均换手率，T 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差值为 2.33%，接受备择假设 H_{116} ，基础层挂牌公司年平均换手率在 0.01 显著性水平上高于创新层挂牌公司。

另外，PR 检验结果显示，对于变量“是否设立独立董事”，PR 检验 $p = 0.000 < 0.01$ ，差值为 -0.14，接受备择假设 H_{110} ，基础层设立独立董事的挂牌公司比例在 0.01 显著性水平上低于创新层挂牌公司。但是，针对董事长与总经理的重合度以及实际控制人与董事长或/和总经理重合度的变量，PR 检验结果未显示出显著差异。

总结来看，相比于创新层挂牌公司，基础层挂牌公司的股东户数相对有限，股权集中度较高，董事会规模较小，董事会独立性较低，年度股东大会召开更不规范，表明信息不对称和对内部人缺乏监督制衡的问题在基础层挂牌公司中可能更突出。由此可见，基础层挂牌公司较创新层可能面临更加严重的第二类代理人问题。另外，与基础层相比，创新层挂牌公司的流动性不足问题更突出，而流动性不足的问题与公司治理和投资者结构密切相关。只有完善了公司治理，才能增强信息披露的真实、完整与及时，进而增强各类投资者参与交易的积极性，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，因此在新三板内部建立有针对性的、差异化的公司治理制度和实施机制以缓解第二类代理人问题和流动性不足问题尤为必要，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。

表 22 显示，与 2017 年相比，2018 年基础层和创新层挂牌公司的年平均换

手率均显著降低，表明在股权高度集中、信息不对称、投资者结构和交易需求单一、市场约束不足的现实情况下，单纯依靠改革交易制度、引入订单驱动的集合竞价机制或者连续竞价交易制度不仅不能改善流动性，反而可能带来流动性的降低。

表 17 2016—2018 年新三板挂牌公司大股东持股比例：
基础层 vs. 创新层

年份	股东户数		第一大股东持股比例 (%)		前十大股东持股比例 (%)	
	基础层	创新层	基础层	创新层	基础层	创新层
2016	28	169	52.17	41.76	95.60	84.81
2017	29	152	51.80	42.42	89.94	85.25
2018	29	170	51.71	42.11	89.29	84.86
综合	29	163	51.89	42.13	91.59	84.99

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 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、
总经理及实际控制人的重合度：基础层 vs. 创新层

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				
2017	家数	5179	4527	503	420	6198	3508	594	329				
	占比	53.36	46.64	54.50	45.50	63.86	36.14	64.36	35.64				
2018	家数	4523	4028	431	403	5379	3172	503	331				
	占比(%)	52.89	47.11	51.68	48.32	62.90	37.10	60.31	39.69				
综合	家数	14517	12677	1284	1132	17336	9858	1518	898				
	占比(%)	53.38	46.62	53.15	46.85	63.75	36.25	62.83	37.17				

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 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	0.82 (不足 1 次)	0.97 (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				
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。

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。

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

与检验基础层和创新层挂牌公司的公司治理差异性一致, 为检验新三板挂牌公司与 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总经理的重合度、股东大会召开情况以及流动性几方面是否存在显著不同, 本文针对以上几方面的相关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。

股东户数

H_{01A} : 挂牌公司股东户数 = A 股上市公司股东户数 (N)

H_{11A} : 挂牌公司股东户数 \neq A 股上市公司股东户数 (A)

第一大股东持股比例

H_{02A} : 挂牌公司第一大股东持股比例 = A 股上市公司第一大股东持股比例
(N)

H_{12A} : 挂牌公司第一大股东持股比例 \neq A 股上市公司第一大股东持股比例
(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)

H_{115A} : 挂牌公司年度股东大会召开次数 \neq A 股上市公司年度股东大会召开次数 (A)

年平均换手率

H_{016A} : 挂牌公司年平均换手率 = A 股上市公司年平均换手率 (N)

H_{116A} : 挂牌公司年平均换手率 \neq A 股上市公司年平均换手率 (A)

为检验以上假设, 本文针对以上假设中涉及的非虚拟变量对挂牌公司和 A 股上市公司两组数据进行双总体 T 检验, 以检测两组样本数据的均值相等性。与检验基础层和创新层挂牌公司的公司治理差异性一致, 针对“是否设立独立董事”“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”“实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人”以及“董事长与总经理二者是否均为实际控制人”这几个虚拟变量, 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	平均值	平均值	差值	p 值
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平 $\alpha = 0.01$, 表明挂牌公司和 A 股上市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 -52406.00, 接受备择假设 H_{11A} , 挂牌公司股东户数在 0.01 显著性水平上低于 A 股上市公司。第二, 第一大股东持股比例, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 17.01%, 接受备择假设 H_{12A} , 挂牌公司第一大股东持股比例在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第三, 前十大股东持股比例, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 32.86%, 接受备择假设 H_{13A} , 挂牌公司前十大股东持股比例在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第四, 前十大股东 HHI, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 0.20, 接受备择假设 H_{14A} , 挂牌公司前十大股东 HHI 在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第五, 前五大股东 HHI, T 检验 $p =$

0.000 < 0.01, 差值为 0.19, 接受备择假设 H_{15A} , 挂牌公司前五大股东 HHI 在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第六, 前两大股东 HHI, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 0.19, 接受备择假设 H_{15A} , 挂牌公司前两大股东 HHI 在 0.01 显著性水平上高于 A 股上市公司。第七, 董事会人数, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 -3, 接受备择假设 H_{17A} , 挂牌公司董事会人数在 0.01 显著性水平上少于 A 股上市公司。第八, 独立董事人数, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 -3, 接受备择假设 H_{18A} , 挂牌公司独立董事人数在 0.01 显著性水平上低于 A 股上市公司。第九, 独立董事占比, T 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 -35.07%, 接受备择假设 H_{19A} , 挂牌公司独立董事占比在 0.01 显著性水平上低于 A 股上市公司。第十, 是否设立独立董事, PR 检验 $p = 0.000 < 0.01$, 差值为 -0.93, 接受备择假设 H_{110A} , 设立独立董事的挂牌公司比例在 0.01 显著性水平上低于 A 股上市公司。第十一, 公司董事长与总经理是否为同一人, PR 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，新三板挂牌公司的股权集中度显著高于上市公司，董事会独立性显著低于上市公司，实际控制人、董事长和总经理的重合度显著高于上市公司。就换手率而言，在制造业、建筑业、信息传输、软件和信息技术服务业以及科学研究和技术服务业，新三板挂牌公司的流动性显著低于上市公司，而在批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业、住宿和餐饮业以及房地产业，新三板挂牌公司的流动性显著高于上市公司。按所有制属性检验后的结果与总样本的检验结果一致，只有一项例外的是，国有挂牌公司和国有上市公司在实际控制人、董事长和总经理的重合度方面没有显著差异。究其原因，大部分国有企业的实际控制人是非自然人法律实体，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 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		农、林、牧、渔业		采矿业		制造业		电力、热力、燃气及 水生产和供应业		建筑业	
	差值	p 值	差值	p 值	差值	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	-44154 ***	0.000	-82415 ***	0.000	-81494 ***	0.000	-81494 ***	0.000
第一大股东持股比例 (%)	15.50 ***	0.000	7.79 ***	0.000	17.50 ***	0.000	19.22 ***	0.000	16.95 ***	0.000	16.95 ***	0.000
前十大股东持股比例 (%)	34.38 ***	0.000	25.18 ***	0.000	32.72 ***	0.000	32.28 ***	0.000	32.56 ***	0.000	32.56 ***	0.000
HHI: 前十大股东	0.17 ***	0.000	0.09 ***	0.000	0.20 ***	0.000	0.21 ***	0.000	0.20 ***	0.000	0.20 ***	0.000
HHI: 前五大股东	0.17 ***	0.000	0.09 ***	0.000	0.20 ***	0.000	0.21 ***	0.000	0.20 ***	0.000	0.20 ***	0.000
HHI: 前两大股东	0.16 ***	0.000	0.08 ***	0.000	0.19 ***	0.000	0.20 ***	0.000	0.19 ***	0.000	0.19 ***	0.000
董事会人数	-2.61 ***	0.000	-3.57 ***	0.000	-2.93 ***	0.000	-4.11 ***	0.000	-2.83 ***	0.000	-2.83 ***	0.000
独立董事人数	-2.86 ***	0.000	-3.00 ***	0.000	-2.91 ***	0.000	-3.34 ***	0.000	-3.01 ***	0.000	-3.01 ***	0.000
独立董事占比 (%)	-0.34 ***	0.000	-0.32 ***	0.000	-0.35 ***	0.000	-0.34 ***	0.000	-0.37 ***	0.000	-0.37 ***	0.000
股东大会召开次数	-0.10 ***	0.000	-0.11 ***	0.000	-0.06 ***	0.000	-0.12 ***	0.000	-0.07 ***	0.000	-0.07 ***	0.000
年平均换手率 (%)	-0.63	0.276	0.92	-0.207	-0.98 ***	0.000	0.46	-0.302	-1.02 **	0.000	-1.02 **	0.000
PR 检验												
是否设立独立董事	-0.90 ***	0.000	-0.84 ***	0.000	-0.92 ***	0.000	-0.95 ***	0.000	-0.91 ***	0.000	-0.91 ***	0.000
董事长与总经理是否为同一人	0.33 ***	0.000	0.31 ***	0.000	0.25 ***	0.000	0.32 ***	0.000	0.32 ***	0.000	0.32 ***	0.000
实际控制人 与董事长 是否为同一人	0.41 ***	0.000	0.68 ***	0.000	0.35 ***	0.000	0.61 ***	0.000	0.47 ***	0.000	0.47 ***	0.000
实际控制人 与总经理 是否为同一人	0.44 ***	0.000	0.46 ***	0.000	0.35 ***	0.000	0.42 ***	0.000	0.49 ***	0.000	0.49 ***	0.000

续表

变量	行业		农、林、牧、渔业		采矿业		制造业		电力、热力、燃气及 水生产和供应业		建筑业	
	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	0.35***	0.000	0.39***	0.000	0.30***	0.000	0.35***	0.000	0.41***	0.000
			0.42***	0.000	0.44***	0.000	0.34***	0.000	0.42***	0.000	0.48***	-0.008

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 数据计算、制表。

表 25B 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		批发和零售业		交通运输、 仓储和邮政业		住宿和餐饮业		信息传输、软件和 信息技术服务业		金融业	
	T 检验	股东户数	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值
			-45135***	0.000	-89565***	0.000	-34341***	0.000	-40560***	0.000	-165797***	0.000
			19.81***	0.000	11.89***	0.000	19.20***	0.000	20.91***	0.000	14.58***	0.000
			37.42***	0.000	28.89***	0.000	40.04***	0.000	35.53***	0.000	24.09***	0.000
			0.23***	0.000	0.17***	0.000	0.23***	0.000	0.22***	0.000	0.15***	0.000
			0.23***	0.000	0.17***	0.000	0.23***	0.000	0.22***	0.000	0.15***	0.000
			0.22***	0.000	0.16***	0.000	0.22***	0.000	0.21***	0.000	0.14***	0.000
			-3.31***	0.000	-4.11***	0.000	-3.49***	0.000	-2.83***	0.000	-4.90***	0.000
			-3.07***	0.000	-3.28***	0.000	-3.29***	0.000	-2.96***	0.000	-3.64***	0.000
			-0.36***	0.000	-0.34***	0.000	-0.37***	0.000	-0.36***	0.000	-0.33***	0.000

续表

变量	行业	批发和零售业		交通运输、 仓储和邮政业		住宿和餐饮业		信息传输、软件和 信息技术服务业		金融业	
股东大会召开次数		-0.11***	0.000	-0.09***	0.000	-0.09*	-0.019	-0.06***	0.000	-0.10***	0.000
年平均换手率 (%)		1.23**	-0.002	1.13*	-0.025	10.58*	-0.012	-1.14***	0.000	-0.46	-0.157
PR 检验											
是否设立独立董事		-0.96***	0.000	-0.95***	0.000	-0.95***	0.000	-0.94***	0.000	-0.83***	0.000
董事长与总经理是否为一 人		0.35***	0.000	0.32***	0.000	0.07	-0.392	0.25***	0.000	0.08**	-0.003
实际控制人 与董事长是否同 一人		0.61***	0.000	0.68***	0.000	0.76***	0.000	0.21***	0.000	0.47***	0.000
实际控制人 与总经理是否同 一人		0.54***	0.000	0.48***	0.000	0.54***	0.000	0.30***	0.000	0.28***	0.000
实际控制人、董事长与总 经理三者是否同 一人		0.46***	0.000	0.38***	0.000	0.38***	0.000	0.28***	0.000	0.19***	0.000
董事长与总经理二者是否 均为实际控制人		0.52***	0.000	0.47***	0.000	0.54***	0.000	0.29***	0.000	0.27***	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根据 Wind 数据计算、制表。

表 25C 新三板掛牌公司 vs. A 股上市公司：按行業分類對比 (T 檢驗/PR 檢驗)

變量	行業		房地產		租賃和商務服務業		科學研究和技術服務業		水利、環境和公共設施管理業		居民服務、修理和其他服務業	
	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值
T 檢驗												
股東戶數	-63967***	0.000	-40197***	0.000	-22298***	0.000	-29524***	0.000	-11977	—	—	—
第一大股東持股比例 (%)	18.01***	0.000	19.56***	0.000	21.00***	0.000	17.28***	0.000	18.20	—	—	—
前十大股東持股比例 (%)	36.10***	0.000	31.90***	0.000	33.15***	0.000	33.22***	0.000	19.99	—	—	—
HHI: 前十大股東	0.24***	0.000	0.22***	0.000	0.23***	0.000	0.21***	0.000	0.18	—	—	—
HHI: 前五大股東	0.24***	0.000	0.22***	0.000	0.23***	0.000	0.21***	0.000	0.18	—	—	—
HHI: 前兩大股東	0.23***	0.000	0.21***	0.000	0.21***	0.000	0.20***	0.000	0.16	—	—	—
董事會人數	-3.34***	0.000	-3.11***	0.000	-3.11***	0.000	-3.17***	0.000	0.38	—	—	—
獨立董事人數	-3.18***	0.000	-3.06***	0.000	-3.00***	0.000	-2.88***	0.000	-1.93	—	—	—
獨立董事占比 (%)	-0.37***	0.000	-0.36***	0.000	-0.36***	0.000	-0.33***	0.000	-0.39	—	—	—
股東大會召開次數	-0.14***	0.000	-0.07***	0.000	-0.00	0.000	-0.08***	0.000	-0.15	—	—	—
年平均換手率 (%)	2.06***	0.000	0.30	-0.675	-1.75*	-0.011	-0.56	-0.425	-10.50	—	—	—
PR 檢驗												
是否設立獨立董事	-0.97***	0.000	-0.96***	0.000	-0.96***	0.000	-0.87***	0.000	-0.98***	0.000	0.000	0.000
董事長與總經理是否為同一人	0.21***	0.000	0.21***	0.000	0.25***	0.000	0.32***	0.000	-0.35	-0.463	-0.463	-0.463
實際控制人與董事長是否為同一人	0.34***	0.000	0.34***	0.000	0.21***	0.000	0.28***	0.000	-0.07	-0.786	-0.786	-0.786
實際控制人與總經理是否為同一人	0.34***	0.000	0.35***	0.000	0.23***	0.000	0.37***	0.000	-0.27	-0.539	-0.539	-0.539

续表

变量	行业	房地产业		租赁和商务服务业		科学研究和技术服务业		水利、环境和公共设施管理业		居民服务、修理和其他服务业	
		差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值
实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人		0.24***	0.000	0.26***	0.000	0.23***	0.000	0.32***	0.000	-0.37	-0.441
董事长与总经理二者是否均为实际控制人		0.32***	0.000	0.33***	0.000	0.22***	0.000	0.36***	0.000	-0.27	-0.539

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 数据计算、制表。

表 25D 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	教育		卫生和社会工作		文化、体育和娱乐业		综合	
		差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值
T 检验		-20947***	0.000	-28315***	0.000	-37313***	0.000	-60076*	-0.036
股东户数		25.97***	0.000	20.27***	0.000	11.09***	0.000	0.45	-0.963
第一大股东持股比例 (%)		34.91***	0.000	35.72***	0.000	27.76***	0.000	54.95	-
前十大股东持股比例 (%)		0.26***	0.000	0.24***	0.000	0.13***	0.000	0.06	-0.422
HHI：前十大股东		0.26***	0.000	0.24***	0.000	0.13***	0.000	0.05	-0.525
HHI：前五大股东		0.25***	0.000	0.22***	0.000	0.12***	0.000	0.01	-0.897
HHI：前两大股东		-3.14***	0.000	-2.86***	0.000	-2.92***	0.000	-1.83	-0.207
董事会人数		-3.07***	0.000	-3.15***	0.000	-2.93***	0.000	-2.27***	0.000
独立董事占比 (%)		-0.36***	0.000	-0.40***	0.000	-0.35***	0.000	-0.23***	0.000
股东大会召开次数		-0.15**	-0.005	-0.06	-0.064	-0.09***	0.000	-0.51***	0.000

续表

变量	行业		教育		卫生和社会工作		文化、体育和娱乐业		综合	
	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值
年平均换手率 (%)		-0.35		-0.811	1.26	-0.220	1.23	-0.128	-1.81	-0.187
PR 检验										
是否设立独立董事		-0.96***		0.000	-0.98***	0.000	-0.93***	0.000	0.00	无差别
董事长与总经理是否为同一人		0.46***		0.000	0.09	-0.185	0.30***	0.000	-0.20	-0.476
实际控制人与董事长是否为同一人		0.43***		0.000	0.22***	0.000	0.53***	0.000	-0.28	-0.377
实际控制人与总经理是否为同一人		0.54***		0.000	0.20**	-0.006	0.39***	0.000	0.91***	0.000
实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人		0.53***		0.000	0.16*	-0.028	0.35***	0.000	-0.09	-0.649
董事长与总经理二者是否均为实际控制人		0.53***		0.000	0.22**	-0.002	0.39***	0.000	-0.09	-0.649

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 数据计算、制表。

表 26 新三板挂牌公司 vs. A 股上市公司：按所有制属性分类对比 (T 检验/PR 检验)

变量	国有企业		民营企业		集体企业		外资企业		其他企业	
	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值	差值	p 值
T 检验										
股东户数	-77383***	0.000	-34929***	0.000	-42249***	0.000	-33651***	0.000	-93580***	0.000
第一大股东持股比例 (%)	18.90***	0.000	19.16***	0.000	15.06***	0.000	18.29***	0.000	15.96***	0.000
前十大股东持股比例 (%)	35.58***	0.000	32.40***	0.000	28.56***	0.000	30.83***	0.000	29.88***	0.000
HHI: 前十大股东	0.25***	0.000	0.21***	0.000	0.17***	0.000	0.22***	0.000	0.16***	0.000
HHI: 前五大股东	0.25***	0.000	0.21***	0.000	0.17***	0.000	0.22***	0.000	0.16***	0.000

续表

变量	行业		国有企业		民营企业		集体企业		外资企业		其他企业	
HHI: 前两大股东	0.24***	0.000	0.20***	0.000	0.16***	0.000	0.21***	0.000	0.000	0.14***	0.000	0.000
董事会人数	-3.15***	0.000	-2.73***	0.000	-2.54***	0.000	-2.75***	0.000	0.000	-3.61***	0.000	0.000
独立董事人数	-2.98***	0.000	-2.87***	0.000	-2.64***	0.000	-2.77***	0.000	0.000	-3.26***	0.000	0.000
独立董事占比 (%)	-0.33***	0.000	-0.35***	0.000	-0.28***	0.000	-0.34***	0.000	0.000	-0.34***	0.000	0.000
股东大会召开次数	-0.07***	0.000	-0.06***	0.000	-0.19***	0.000	-0.07***	0.000	0.000	-0.08***	0.000	0.000
年平均换手率 (%)	0.25	-0.122	-1.07***	0.000	-2.89*	-0.023	-0.55	-0.230	-0.87***	-0.001		
PR 检验												
是否设立独立董事	-0.85***	0.000	-0.93***	0.000	-0.75***	0.000	-0.89***	0.000	0.000	-0.88***	0.000	0.000
董事长与总经理是否为同一人	0.07***	0.000	0.21***	0.000	-0.28***	0.000	0.22***	0.000	0.09***	0.000	0.000	0.000
实际控制人 & 董事长是否为一 人	0.0002	-0.865	0.16***	0.000	-0.40***	0.000	0.22***	0.000	0.08***	0.000	0.000	0.000
实际控制人与总经理是否为一 人	0.0002	-0.876	0.27***	0.000	-0.39***	0.000	0.30***	0.000	0.05**	-0.002	0.000	0.000
实际控制人、董事长与总经理三 者是否为一 人	0.0002	-0.877	0.24***	0.000	-0.34***	0.000	0.27***	0.000	0.05**	-0.002	0.000	0.000
董事长与总经理二者是否均为实 际控制人	0.0002	-0.877	0.26***	0.000	-0.39***	0.000	0.27***	0.000	0.05**	-0.002	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根据 Wind 数据计算、制表。

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

根据新三板提供的相关数据，本文将挂牌公司的违规行为分为信息披露违规、资金占用、股票发行违规、违规担保、关联交易、重大资产重组违规、违规交易、主办券商违规、公司治理、募集资金违规以及其他违规十一类（见表27）。其中，信息披露违规主要包括未按时披露定期报告、信息披露虚假或严重误导性陈述、未及时披露公司重大事件（如未在申请挂牌文件中披露关联担保及关联借款，未及时披露股权司法冻结信息，未披露权益分派相关的通知，未披露决议、方案、公告、重大涉诉，以及未披露董事、监事、高级管理人员变动等）等；资金占用主要指挂牌公司控股股东、实际控制人占用挂牌公司资金；股票发行违规主要是指股票发行长期无进展；违规担保主要是指挂牌公司为实际控制人或其他实体借款担保未经内部审议决策程序，一般同时未履行信息披露义务；违规交易主要是指公司股东持股比例变动触发权益披露要求后未暂停股票交易，并未履行信息披露义务；关联交易违规主要是指挂牌公司与控股股东、实际控制人、高管或其控股的企业发生交易，未经内部审议决策程序，一般同时未履行信息披露义务；重大资产重组违规主要是指挂牌公司签订股权协议或购买土地、房产等资产，构成重大资产重组未履行重组审议程序，一般同时未履行信息披露义务；主办券商违规主要是指主办券商未勤勉尽责；公司治理违规主要包括其他公司治理规范运作违规，反映公司内控机制和财务

制度不健全，如公司名称变更或拆入拆出资金未及时履行审议程序及信息披露义务；董事长、总经理、董事会秘书被纳入失信被执行人，公司未组织改选或另聘等；募集资金违规主要包括挂牌公司提前使用募集资金、违规变更募集资金用途等违规情形；除上述违规行为外的违规行为统一归为其他违规，如未依法履行其他职责、虚增收入、公司业务运作、市场操纵等其他程序违规。如表 27 所示，信息披露违规发生次数最多，共计 1517 次。另外是涉及控股股东、实际控制人占用挂牌公司资金的资金占用违规，共计 111 次。

表 27 新三板挂牌公司违规分类汇总（2017 年至 2019 年 8 月）

违规类别	违规的挂牌公司	
	频数 ^a （次）	占比 ^b （%）
信息披露违规	1517	75.70
资金占用	111	5.54
其他违规	102	5.09
股票发行违规	77	3.84
违规担保	65	3.24
违规交易	53	2.64
关联交易	45	2.25
重大资产重组违规	23	1.15
主办券商违规	7	0.35
公司治理	3	0.15
募集资金违规	1	0.05
总计	2004	100

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。

b. 占违规总频数（2004 次）的比重。

数据来源：新三板。

表 28 显示，2017 年至 2019 年 8 月，累计共有 1770 家挂牌公司发生违规行为。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，即若单家挂牌公司在在一个会计年度内发生多次违规，计为一家。

b. 占当年挂牌公司总数比重。

c. 样本期内，存在单家挂牌公司在多个会计年度内均有违规的情况，因此有重复计算；在多个会计年度

内均发生违规的挂牌公司共有 261 家，其中在两个会计年度内均发生违规的挂牌公司有 240 家，在 3 个会计年度内均发生违规的挂牌公司有 20 家，有 1 家挂牌公司连续在 4 个会计年度内均发生违规；剔除重复计算后共有 1488 家挂牌公司。

d. 一个会计年度内涉及的违规类别数；样本期内，存在单家挂牌公司在多个会计年度内均有一项或多项违规的情况，因此有重复计算；剔除重复计算后共有 1488 家挂牌公司。

e. 单家挂牌公司在在一个会计年度内涉及违规种类（见表 27）的项数。

f. 占违规总样本 1770 家挂牌公司比重。

g. 样本期内，存在单家挂牌公司在多个会计年度内违规主体均涉及控股股东、实际控制人或/和董监高的情况，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
信息传输、软件和信息技术服务业	255	17.14
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人与董事长和总经理的重合度是否显著高于其他未涉及资金占用违规的挂牌公司，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。

表 30 差异性检验：有资金占用违规的挂牌公司 vs. 有其他非资金占用违规的挂牌公司双总体 T 检验/PR 检验结果

		资金占用	非资金占用	T 检验/ PR 检验	
股权集中度		平均值	平均值	差值	p 值
股东户数 (T 检验)		51.00	71.00	-20.00	0.733
第一大股东持股比例 (%) (T 检验)		55.18	50.34	4.84 *	0.010
前十大股东持股比例 (%) (T 检验)		90.39	88.52	1.88	0.208
HHI: 前十大股东 (T 检验)		0.39	0.34	0.05 *	0.010
HHI: 前五大股东 (T 检验)		0.39	0.34	0.05 *	0.010
HHI: 前两大股东 (T 检验)		0.38	0.32	0.06 **	0.007
董事会独立性				差值	p 值
董事会人数 (T 检验)		5.00	5.00	0.00	0.479
独立董事人数 (T 检验)		0.16	0.13	0.03	0.607
独立董事占比 (%) (T 检验)		2.32	1.72	0.60	0.411
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	0.06	0.01	0.481
	董事长与总经理是否为同一人	0.44	0.40	0.04	0.394
	实际控制人与董事长是否为同一人	0.86	0.86	0.00	0.940
	实际控制人与总经理是否为同一人	0.61	0.64	-0.03	0.476
	实际控制人、董事长与总经理三者是否为同一人 ^a	0.52	0.55	-0.03	0.504
	董事长与总经理二者是否均为实际控制人 ^b	0.58	0.63	-0.05	0.328

续表

	资金占用	非资金占用	T 检验/ PR 检验	
	平均值	平均值	差值	p 值
股东大会召开情况				
股东大会召开次数 (T 检验)	0.99	0.97	-0.02	0.225
流动性				
年平均换手率 (%) (T 检验)	1.97	2.56	-0.59	0.652

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。

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的重要指标，也反映了实际控制人和大股东在公司治理中的作用和角色。本节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 参见徐向艺, 宋理升. 上市公司实际控制人与信息披露透明度研究 [J]. 经济管理, 2019 (11)。

⑨ 参见马忠, 吴翔宇. 金字塔结构对自愿性信息披露程度的影响: 来自家族控股上市公司的经验验证 [J]. 会计研究, 2007 (1): 44 - 50。

假设 1：股权集中度越高，挂牌公司发生违规行为的可能性越高

当实际控制人或控股股东既掌握着公司的重大决策权又作为经营者负责公司的日常运营时，其对公司内部经营和风险等方面相比外部投资者享有极大的信息优势。严重的信息不对称会导致控股股东的道德风险加剧，进一步增加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。另外，以往研究发现，总经理兼任董事长会降低董事会监督职能的有效性，增加公司违规的可能性。^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),从而提高公司治理的有效性。^③但是,另一种观点认为,流动性所导致的交易成本的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。基于以上观点,本文提出如下假设。

假设5:挂牌公司违规行为与流动性之间呈U形关系

二、样本选择、变量及回归模型

本文通过整理新三板的相关数据得到违规样本1770个。然后将1770个样本与Wind收录的2016—2018年的新三板挂牌公司数据整合,将整合后的样本分为违规组和非违规组。违规数据与Wind数据整合后,得到初始总样本32487。在回归分析中,由于部分变量的数据缺失样本总数减少到27167个观测值;在回归分析中加入换手率变量后,由于数据缺失,样本总数减少到12692个观测值。值得注意的是,在选取Wind数据时,若某一挂牌公司在某一会计年度摘牌,则剔除该公司在当年的数据。另外,为了避免自变量与因变量的内生性对检验结果造成误差,针对2017—2019年的违规数据(因变量数据),本文选取滞后1年的自变量数据,因此Wind数据的样本周期为2016—2018年。本文采用以下回归方程来检验以上研究假设:

① 参见 Bhidé, A. . The hidden costs of stock market liquidity [J] . Journal of Financial Economics, 1993, 34 (1): 31 - 51。

② 参见孔东民,孔高文,刘莎莎.机构投资者、流动性与信息效率[J].管理科学学报,2015(3):1-15。

③ 参见 Norli, O. , Ostergaard, C. , Schindele, I. Liquidity and Shareholder Activism [J] . Review of Financial Studies, 2015, 28 (2): 486 - 520。

④ 参见 Maug, E. Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade - Off Between Liquidity and Control [J]. Journal of Finance, 1998, 53 (1): 65 - 98。

$$\begin{aligned}
 Violation_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Top1_{i,t-1} + \beta_2 HHI10_{i,t-1} + \beta_3 HHI10^2_{i,t-1} + \beta_4 Indep_{i,t-1} + \\
 & \beta_5 Chair_CEO_{i,t-1} \\
 & + \beta_6 Ultimat_Chair_CEO_{i,t-1} + \beta_7 Turnover_{i,t-1} + \beta_8 Turnover^2_{i,t-1} + \beta_9 Private_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} Innovation_{i,t-1} + \beta_{11} Size_{i,t-1} + \beta_{12} Liability_{i,t-1} + \beta_{13} ROE_{i,t-1} + Industry + \\
 & Year + \varepsilon
 \end{aligned}$$

各个变量的定义如表 31 所示。因变量违规（Violation）为虚拟变量，如果挂牌公司在第 t 个会计年度内存在违规行为，当年值为 1，否则为 0。股权集中度分别用第一大股东持股比例（Top1）和前十大股东的 HHI 来衡量（HHI）。设立独立董事（Indep）为虚拟变量，如果挂牌公司第 t 个会计年度内设立了独立董事，当年值为 1，否则为 0。董事长和总经理为同一人（Chair_CEO）是虚拟变量，如果挂牌公司第 t 个会计年度内的董事长和总经理为同一人，当年值为 1，否则为 0。实际控制人、董事长和总经理为同一人（Ultimate_Chair_CEO）是虚拟变量，如果挂牌公司第 t 个会计年度内的实际控制人、董事长和总经理为同一人，当年值为 1，否则为 0。流动性用年平均换手率（Turnover）来衡量。除去控制公司规模（Size），负债率（Liability），净资产收益率（ROE），所有制属性（民营企业，Private）以及所属层级（创新层，Innovation）的影响，还对行业和年份效应进行了控制。各变量的相关性如表 32 所示。与违规存在显著正相关关系的变量包括第一大股东持股比例、民营企业和资产负债率，而创新层和 ROE 与违规存在负相关关系。说明当第一大股东持股比例越大时、当为民营企业时或当资产负债率越高时，挂牌公司发生违规的可能性越大，而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 方法进行回归。另外，由于样本为公司层面的面板数据，对标准差的估计采用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。

表 31 变量描述

因变量	变量名称及缩写	定义	数据来源
自变量	(1) 违规 (Violation)	虚拟变量; 如果挂牌公司在第 t 个会计年度内存在违规行为, 当年值为 1, 否则为 0	根据新三板提供的违规信息计算
	(2) 第一大股东持股比例 (Top1)	连续变量 (%); 挂牌公司第 t 个会计年度内第一大股东持股数量/当年挂牌公司总股本	Wind
	(3) 前十大股东 HHI (HHI10)	连续变量; 挂牌公司在第 t 个会计年度内前十大股东持股比例的平方和; $HHI = \sum_{i=1}^N (X_i/X)^2 = \sum_{i=1}^N S_i^2$	根据 Wind 提供的各前十大股东持股比例计算
	(4) 前十大股东 HHI 平方 (HHI10 ²)	前十大股东 HHI 的平方	根据 Wind 提供的各前十大股东持股比例计算
	(5) 设立独立董事 (Indep)	虚拟变量; 如果挂牌公司第 t 个会计年度内设立了独立董事, 当年值为 1, 否则为 0	根据 Wind 提供的独立董事人数计算
	(6) 董事长和总经理为同一人 (Chair_CEO)	虚拟变量; 如果挂牌公司第 t 个会计年度内的董事长和总经理为同一人, 当年值为 1, 否则为 0	根据 Wind 提供的董事长和总经理的信息计算
	(7) 实际控制人、董事长和总经理为同一人 (Ultimate_Chair_CEO)	虚拟变量; 如果挂牌公司第 t 个会计年度内的实际控制人、董事长和总经理为同一人, 当年值为 1, 否则为 0	根据 Wind 提供的实际控制人的信息计算
	(8) 年平均换手率 (Turnover)	连续变量; 年平均换手率 = $\frac{\sum (\frac{\text{单个交易日成交量}}{\text{当日股票流通总股数}})}{\text{区间交易日数}}$	Wind
	(9) 年平均换手率平方 (Turnover ²)	年平均换手率的平方	根据 Wind 提供的年平均换手率计算
	(10) 创新层 (Innovation)	虚拟变量; 如果挂牌公司第 t 个会计年度内属于创新层, 当年值为 1, 否则为 0	根据 Wind 提供的挂牌公司所属层级的信息计算

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 = $\frac{\text{归属母公司股东净利润}}{[\frac{\text{期初归属母公司股东的权益} + \text{期末归属母公司股东的权益}}{2}]}$	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

自变量

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										
HH10	0.010	0.959***	1									
Indep	-0.005	-0.109***	-0.124***	1								
Chair_CEO	0.003	0.106***	0.080***	-0.022**	1							
Ultimate_Chair_CEO	-0.009	0.096***	0.067***	-0.017*	0.933***	1						
Private	0.027***	-0.059***	-0.056***	-0.010***	0.117***	0.174***	1					
Turnover	0.004	0.074***	0.108***	-0.060***	-0.013	-0.030***	0.016*	1				
Innovation	-0.049***	-0.115***	-0.134***	0.150***	-0.015*	-0.007	-0.040***	-0.103***	1			
Size	-0.005	-0.158***	-0.193***	0.318***	-0.105***	-0.091***	-0.178***	-0.181***	0.330***	1		
Liability	0.118***	0.072***	0.072***	-0.009	-0.021**	-0.020**	-0.020**	0.017*	-0.037***	0.084***	1	
ROE	-0.038***	0.012	0.010	0.0002	-0.011	-0.006	-0.010	-0.005	0.035***	0.104***	-0.116***	1

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

三、实证分析结果

实证分析结果如表 33 所示。模型 1 的回归结果显示，第一大股东持股比例与违规显著正相关，表明股权越集中，挂牌公司发生违规的可能性越大，同假设 1 一致。董事长和总经理为同一人与违规显著正相关，表明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，与假设 2 一致。实际控制人、董事长和总经理为同一人与违规显著负相关，表明实际控制人、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，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（1）。

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 12692。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）。结果显示，前十大股东 HHI 的平方与违规行为显著正相关，而前十大股东 HHI 与违规行为显著负相关，股权集中度与违规行为之间的关系呈 U 形。由于利益协同效应，股权相对集中会提高控股股东的监管积极性和能力，进而降低发生违规行为的可能性。但是，当股权过于集中时，由于控股股东的隧道掏空效应，发生违规行为的可能性增加。只选择民营企业为样本时（见模型 6），股权集中度与违规行为之间的 U 形关系仍然成立。

表 33 实证分析结果

变量	$Violation_{i,t} = \alpha + \beta_1 Top1_{i,t-1} + \beta_2 HH10_{i,t-1} + \beta_3 HH10^2_{i,t-1} + \beta_4 Chair_CEO_{i,t-1} + \beta_5 Ultimat_Chair_CEO_{i,t-1} + \beta_6 Turnover_{i,t-1} + \beta_7 Turnover^2_{i,t-1} + \beta_8 Private_{i,t-1} + \beta_9 Innovation_{i,t-1} + \beta_{10} Size_{i,t-1} + \beta_{11} Liability_{i,t-1} + \beta_{12} ROE_{i,t-1} + Industry + Year + \varepsilon$											
	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4		模型 5		模型 6	
	相关系数	β	相关系数	β	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	1.35***	0.000	0.82**	-0.050	0.79*	-0.072	—	—	—	—
HH10	-1.51***	0.000	-1.50***	0.000	-0.86**	-0.048	-0.81*	-0.075	-0.75***	0.007	-0.80***	0.006
HH10 ²	—	—	—	—	—	—	—	—	0.49*	0.093	0.68**	0.049
Indep	0.09	-0.156	0.15**	-0.038	0.05	-0.539	0.104	-0.230	0.05	0.432	0.05	0.483
Chair_CEO	0.33***	0.000	0.32***	0.000	0.29***	-0.003	0.31***	-0.002	0.02	0.537	0.00	0.926
Ultimate_Chair_CEO	-0.36***	0.000	-0.35***	0.000	-0.32***	-0.001	-0.34***	-0.001	—	—	—	—
Private	0.42***	0.000	0.42***	0.000	0.54***	0.000	0.57***	0.000	0.25***	0.000	—	—
Turnover	—	—	—	—	-1.28***	-0.006	-1.64***	-0.001	—	—	—	—
Turnover ²	—	—	—	—	1.61***	-0.001	1.95***	0.000	—	—	—	—
Innovation	-0.20***	-0.002	—	—	-0.32***	0.000	—	—	-0.16**	0.011	-0.18***	0.004
Size	0.03	-0.391	0.03	-0.420	-0.02	-0.732	-0.03	-0.556	0.00	0.978	0.03	0.464
Liability	0.81***	0.000	0.82***	0.000	0.92***	0.000	0.94***	0.000	0.81***	0.000	0.78***	0.000
ROE	-0.01**	-0.016	-0.01**	-0.02	-0.01	-0.283	-0.01	-0.351	-0.01**	0.000	-0.02**	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	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	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	-2.72***	0.000	-2.68***	0.000	-2.32***	0.000	-2.22***	0.000	-1.94***	0.000	-1.84***	0.000
样本数	27167	24939	12692	10689	28387	25912						
Pseudo R ²	0.052	0.053	0.058	0.054	0.046	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资本市场。台湾证券柜台买卖中心兴柜市场和上柜市场均为 OTC 场外市场。台湾兴柜市场为台湾证券交易所市场和台湾证券柜台买卖中心上柜市场的预备市场。目前，台湾规定除公益事业外，初次申请上市、上柜的台湾岛内股票都必须先在兴柜股票市场挂牌交易满 6 个月，然后经过相对简便的审批程序，进而上市或上柜。上市和上柜市场采取竞价交易模式，兴柜市场采取做市商（台湾称为推荐证券商）报价驱动市场交易。

值得注意的是，台湾的上柜市场虽为 OTC 场外市场，但是信息披露、董事会等公司治理指标和上市公司市场一致，均需遵守《上市上柜公司治理实务守则》规则要求。上柜市场在股权分散程度要求略宽松。兴柜市场对定期报告的披露要求与场内交易市场一致，只是对需要提交临时报告的信息披露要求较场内交易市场稍微宽松。由于采用推荐证券商制度，对主办辅导券商的信息披露监管要求较高。主办辅导推荐证券商应确实落实辅导作业，按月执行相关查核程序及取具受评估当月财务报表，并参与该公司董事会，每月依照“财务业务重大事件检查表”向柜买中心申报重大事件，并于申报日起五日内完成查核，

^① 本章涉及的法律法规、监管规则等，见附录。

进行财务业务状况及营运周转分析并将查核结果申报。^①较严格和频繁的信息披露要求一方面规范了挂牌公司治理行为，保护了投资者利益，另一方面为挂牌公司转板上市上柜打好了基础，体现了台湾市场独特的多层次资本市场监管架构。

全美证券交易商协会电子报价系统（纳斯达克 NASDAQ）于 1971 年成立。成立初期为 OTC 场外市场，1990 年成为纽约证券交易所和美国证券交易所之外的三大证券交易市场之一^②，从场外市场转变为交易所，并设立内部分层为全球精选市场、全球市场和资本市场。其受监管层次相比美国场外柜台交易系统（Over the Counter Bulletin Board, OTCBB）更高。所以现在纳斯达克市场上市公司在信息披露层面，和美国纽约证券交易所（NYSE）一样，遵循《1933 年证券法》（*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*）等对信息披露的法律规定。在 2006 年前，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规则改革有一定参考意义。目前除了在股权分散程度上纳斯达克要求更低，其他公司治理标准上相对纽约证券交易所的要求基本一致或更严格（提名委员会要求更高，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，上市公司须每隔6个月，将其实际业务进展与业务计划比较。主板公司不需要进行季报和业务计划比较披露。另外，创业板公司对提名委员会有要求，而主板未有此项要求。

英国主板市场主要分为3个子市场：高级子市场（Premium Segment）、标准子市场（Standard Segment）和高增长子市场（High Growth Segment），高级子市场的上市标准较标准子市场高，而高增长子市场开放给不满足前两个市场上市条件，但是增长较快（三年复合增长率大于或等于20%）的公司申请上市。高增长子市场10%的公众持股要求低于另外两个市场25%的公众持股要求。仅高级子市场有披露内部控制评价报告要求^①，且只有高级子市场的公司治理层面要求更高：除了英国金融行为监管局（UK Financial Conduct Authority）对审计委员会构成有强制要求^②，主板仅有高级子市场上市公司对《英国公司治理标准》（UK Corporate Governance Code）服从或解释（Comply or Explain）^{③④}。

① 参见 High Growth Segment FAQs（高增长子市场问答）。London Stock Exchange Website, <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/hgs/hgsfaqs.htm>。

② 参见 Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook（《披露指南和透明规则资料集》）。UK Financial Conduct Authority. p. 70, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>。

③ 参见 Corporate Governance for Main Market and AIM Companies（《伦敦证券交易所主板和另类投资市场公司治理规则》），<https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/corpgov.pdf>。

④ 参见 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-standards-new2018.pdf>。

表 34 将新三板（基础层和创新层）与台湾兴柜市场及其他市场、主板、创业板，美国、中国香港、英国中主要股票市场的信息披露、董事会制度、股权分散程度等监管标准的对比进行了总结，再结合新三板新发布的《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》），差异主要体现在以下几方面。

1. 股权分散要求

股权分散程度对提高外部股东的约束，改善公司治理有重要作用。新三板对基础层和创新层的挂牌公司股权分散未有具体要求，仅创新层要求 50 人的合格投资者，而各国市场上市公司和 OTC 市场台湾证券柜台买卖中心上柜市场均对公众持股有一定要求。《分层管理办法》已将股权分散度引入精选层的进入条件，主要从股本规模、股东人数、公众股东持股比例等方面规定了企业通过公开发行应当达到的股权分散度^①。

2. 信息披露要求

首先在定期报告披露频率方面，新三板基础层、创新层对季报披露无强制要求，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“社会责任报告”方面未作要求，但是在年度报告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卖中心上柜 OTC 市场的独立董事数量和比例要求为至少三人和占董事会比例至少五分之一。《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度^②。针对董事会专门委员会的设立，《挂牌公司治理规则》鼓励挂牌公司根据需要设立审计、战略、提名、薪酬与考核等相关专门委员会^③。

将境内相关法律的监管对象作对比。我国《公司法》明确规定对上市、拟上市的公司的信息披露实行强制信息披露制度，新修订通过的《证券法》中“国务院批准的其他全国性的证券交易场所”^④将新三板市场纳入《证券法》的范畴，并对“股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司”^⑤的定期报告、重大事件临时报告等提出信息披露要求和监管要求^⑥。2013 年 12 月 26 日，证监会发布的《非上市公众公司监督管理办法》将信息披露、公司治理等层面列入证监会监管，并于 2019 年 12 月 20 日修订完善了相关内容。目前，新三板市场采取行政监管和自律监管相结合的监管模式，并在新三板内部采取基础层、创新层和精选层的分层监管安排。精选层挂牌公司在信息披露、

^① 参见《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则》第二章第二节第三十一条，http://www.neeq.com.cn/important_news/200007110.html。

^② 同^①。

^③ 同^①。

^④ 参见《中华人民共和国证券法》（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第二次修订），http://www.chinalaw.gov.cn/Department/content/2019-12/30/592_3238998.html。

^⑤ 同^④。

^⑥ 同^④。

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。

表 34 新三板市場與 A 股、其他國家股票市場公司治理指標差異

類別	新三板 基礎層	新三板 創新層	主版/ 創業板	美國紐約 證券交易所	美國全美證券 交易所協會自動 報價系統 (納斯達克 NASDAQ 交易所)	台灣證券交易所	台灣證券櫃台 買賣中心 上櫃市場	台灣證券櫃台 買賣中心 興櫃市場	香港交易所主版	香港交易所 創業板	倫敦證券 交易所主版
註 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	信息披露要求较为严格，提供三年一期财务数据	信息披露要求较为严格，提供两年一期财务数据	信息披露要求较为严格，提供两年一期财务数据	信息披露要求较为严格，提供两年一期财务数据	信息披露要求较为严格，提供两年一期财务数据	信息披露要求较为严格，提供两年一期财务数据	信息披露要求较为严格，提供两年一期财务数据	信息披露要求较为严格，提供两年一期财务数据	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）	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）
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	披露经审计的年报	披露经审计的年报	披露经审计的年报	披露经审计的年报	披露经审计的年报	披露经审计的年报	披露经审计的年报	披露经审计的年报
	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报	披露半年报
定 期 报 告 要 求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求
	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求	无强制审计要求

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 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	
季报	不要求披露季报	不要求披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	披露季报	不要求披露季报, 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	季报自愿披露	披露季报	不要求披露季报	
年度报告	年度报告中对内部控制制度进行评价	年度报告中对内部控制制度进行评价	年度报告中披露内部控制评价报告	《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表内部控制 (Internal Control Over Financial Reporting, 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表内部控制 (Internal Control Over Financial Reporting, 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持续评估	上市公司应依公开发行公司内部控制制度规定, 考量本公司及其子公司整体营运活动, 设计并确实执行其内部控制制度, 且应随公司内外环境变化, 确保该制度的设计及执行持续有效。上市公司除应确实办理内部控制作业外, 董事会及管理阶层应至少每年检讨各部门自行评估结果及按季稽核稽核单位的稽核报告, 审计委员会或监察人并应关注及监督	上市公司应依公开发行公司内部控制制度规定, 考量本公司及其子公司整体营运活动, 设计并确实执行其内部控制制度, 且应随公司内外环境变化, 确保该制度的设计及执行持续有效。上市公司除应确实办理内部控制作业外, 董事会及管理阶层应至少每年检讨各部门自行评估结果及按季稽核稽核单位的稽核报告, 审计委员会或监察人并应关注及监督	《证券交易法》: 公开发行公司应以书面制定内部控制制度, 含内部控制制度, 并由董事会、经理及其他员工执行管理过程。规定公众公司董事会和管理层在控制环境、风险评估、资讯与沟通、监控作业等方面对财务报表进行内部控制	需在年报中披露公司风险管理相关内部控制制度相关内容, 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相关内部控制制度相关内容, 包括流程、主要特征、有效性评估等	对高级别子市场要求, 其他子市场不要求	
年度内部控制评价报告	年度报告中对内部控制制度进行评价	年度报告中对内部控制制度进行评价	单独披露年度内部控制评价报告									

续表

类别	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	美国全球证券 交易所协会自动 报价系统 (纳斯达克 NASDAQ交易所)	台湾证交所 交易所	台湾证交所 买卖中心 上柜市场	台湾证交所 买卖中心 兴柜市场	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的承担情况	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、季报不需披露	每季披露现金增资及发行公司债券、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（预定效益达成情形），无须注册会计师鉴证	每季披露现金增资及发行公司债券、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（预定效益达成情形），无须注册会计师鉴证	每季披露现金增资、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目的，无须注册会计师鉴证	不适用
临时报告要求	重大事件披露要求	包括三会决议，达到一定标准的交易、关联交易及其他重大事件	包括三会决议，达到一定标准的交易、关联交易及其他重大事件	“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、关联交易等重大项目。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、关联交易等重大项目。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、合并收购等重大项目。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、合并收购等重大项目。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、合并收购等重大项目。需要披露的重大事项较多。主办辅导推荐证券分析师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	包括向港交所网站披露的关于关联交易、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	包括需要向监管机构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、证券变动、关联交易、关联交易等重大项目。需要披露的重大事项较多

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	台湾证券交易所 买卖中心 上柜市场	台湾证券交易所 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
股东持股比例披露要求	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达到5%需报告增加或减少5%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”披露公司董监事、经理人及持股超过10%股东的持股变动情形与股票质权的设定及解除情形	需向“公开资讯观测站”披露公司董监事、经理人及持股超过10%股东的持股变动情形与股票质权的设定及解除情形	需向“公开资讯观测站”披露公司董监事、经理人及持股超过10%股东的持股变动情形与股票质权的设定及解除情形	需披露持股5%以上的股东信息，股东权益跨越5%以上的整数或权益下降至5%以下需申报披露	需披露持股5%以上的股东信息，股东权益跨越5%以上的整数或权益下降至5%以下需申报披露	需披露持股3%以上的股东信息，持股3%以上的股东权益跨越3%的整数或权益下降至3%以下需申报披露；非英国发行人以5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%和75%为跨越披露标准

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	台湾证交所 买卖中心 上柜市场	台湾证交所 买卖中心 兴柜市场	香港交易所 创业板	伦敦证券 交易所主板	
独立董事制度	不强制要求	不强制要求	上市公司董 事会成员中 应当至少包 括三分之一 的独立董 事,其中至 少包括一名 会计专业人 士。独立董 事原则上最 多在5家上 市公司兼任 独立董事, 并确保有足 够的时间和 精力有效地 履行独立董 事的职责。 如果上市公 司董事会下 设薪酬、审 计、提名等 委员会的, 独立董事应 当在委员会 成员中占有 二分之一以 上的比例	独立董事需近三 年来在上市公 司任职,非公司 管人员直系亲 属,且过去三 年和公司毛 利润超过100 万美元或公 司的2%	独立董事需近三 年来在上市公 司任职,非公司 管人员直系亲 属,且过去三 年和公司毛 利润超过20 万美元或公 司的5%;独 立董事占董 事会席位一 半以上	上市公司应 依章程规定 设置二以 上独立董 事,且不得 少于三分 之一。独立 董事应具 备专业知 识,其持股 应予以限 制,除依 相关法令 规定外,不 宜同时担 任超过五 家上市公 司之董事 (含独立 董事)或监 事人,且于 执行行业 业务范围内 应保持独 立性,不得 与公司有 直接或间 接的利益关 系。上市公 司及其子 公司、其 集团企业 及子公司 之间,与他 公司及其 集团企业 及子公司 之间,有互 相提名、 一方方的 董事、监 事人或经 理人作为 独立董 事候选人	上市公司应 依章程规定 设置二以 上独立董 事,且不得 少于三分 之一。独立 董事应具 备专业知 识,其持股 应予以限 制,除依 相关法令 规定外,不 宜同时担 任超过五 家上市公 司之董事 (含独立 董事)或监 事人,且于 执行行业 业务范围内 应保持独 立性,不得 与公司有 直接或间 接的利益关 系。上市公 司及其子 公司、其 集团企业 及子公司 之间,与他 公司及其 集团企业 及子公司 之间,有互 相提名、 一方方的 董事、监 事人或经 理人作为 独立董 事候选人	发行公司章 程应规定 独立董事 的人数,且 不得少于 董事席次 的五分之 一。独立董 事应具备 专业知识, 其持股应 予以限制, 除依相关 法令规定 外,不宜 同时担任 超过五家 上市公司 之董事(含 独立董事) 或监事人, 且于执行 行业业务 范围内应 保持独立 性,不得与 公司有直 接或间接 的利益关系	至少三名独立非执 行董事,并至少占 董事会三分之一席 位,至少有一名独 立非执行董事有合 适的会计专业资格 或财务管理专长。 交易所评估董事 独立性,并在以下 情况有可能质疑董 事独立性:持股比 例超过1%;作为 礼物或财务资助接 受过上市公司或相 关人员的利益;两 年内担任过公司董 事、合伙人、或公 司顾问员工;控制 公司子公司或关联 方;为公司控股股 东或两年内曾担任 过CEO或非独立 董事;一年内在公 司商业活动中有重 大利益或参与过重 大商业交易;目的 为保护和股东利益 不一致的实体;两 年内和董事、 CEO、重大股东有 关联;财务上依赖 上市公司、其子公 司或关联方	至少三名独立非执 行董事,并至少占 董事会三分之一席 位,至少有一名独 立非执行董事有合 适的会计专业资格 或财务管理专长。 交易所评估董事 独立性,并在以下 情况有可能质疑董 事独立性:持股比 例超过1%;作为 礼物或财务资助接 受过上市公司或相 关人员的利益;两 年内担任过公司董 事、合伙人、或公 司顾问员工;控制 公司子公司或关联 方;为公司控股股 东或两年内曾担任 过CEO或非独立 董事;一年内在公 司商业活动中有重 大利益或参与过重 大商业交易;目的 为保护和股东利益 不一致的实体;两 年内和董事、 CEO、重大股东有 关联;财务上依赖 上市公司、其子公 司或关联方	高级子市场公司服从 或解释(DK Financial Reporting Council);独 立董事需近五年未在 上市公司任职;近三 年与公司无重大商业 关系;未接受公司除 董事薪金外的报酬或 养老金安排;非董 事、高管亲属;未在 关联公司担任董事或 与其董事有重要联系; 未在董事会担任成员9 年以上。独立董事占 董事会席位一半以上

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	台湾证交所 上柜市场	台湾证交所 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	上市上柜公司应设置薪酬报酬委员会, 过半数成员宜由独立董事担任	上市上柜公司应设置薪酬报酬委员会, 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); 独立董事至少三名, 若公司非富时 350 指数股, 则其中独立董事至少两名; 董事长若非独立董事则不能担任委员长; 委员长需已担任薪酬委员会成员至少 12 个月
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); 独立董事应当占多数

续表

类别	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	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
审计委员会	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	要求; 其中独立董事应当占多数; 召集人应为独立董事, 且为会计专业人士	至少三人; 至少一人需有会计或相关专业金融知识	至少三人, 均需受过金融相关教育; 至少一人需有在金融或会计从业经验或已获得会计专业证书; 均未参与过公司过去三年的财务报表制作工作	上市上柜公司, 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, 其中一人为召集人, 且至少一人应具备会计或财务专长	上市上柜公司, 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, 其中一人为召集人, 且至少一人应具备会计或财务专长	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	要求; 至少三人, 且全部由非执行董事构成; 其中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	要求; 至少三人, 且全部由非执行董事构成; 其中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	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有竞争力 服从或解释 (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
独立董事会议	不强制要求	不强制要求	不强制要求	至少一年一次	至少两年一次	不强制要求	不强制要求	不强制要求	不强制要求	不强制要求	高级子市场公司服从或解释 (UK Financial Reporting Council): 需将次数披露于年报中

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 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
	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
董 事 会 秘 书											
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 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 满 1000 万股	公司内外部人及持 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%（如发行人 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%（如发行人 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，但是这两个层次挂牌公司的股权结构在本质上没有显著差异。现有的创新层缺乏公开发行制度，通过设定指标将股权相对分散、规模相对较大和盈利记录相对好的挂牌公司集中到一起，导致基础层和创新层挂牌公司在股权分散度和股权结构方面没有本质上的差异。因此，对于新设立的精选层，通过试行信息披露为核心的公开发行制度，使挂牌公司的投资者结构和股权分散度相比创新层和基础层从本质上发生改善，从而使精选层成为整个新三板市场改革的催化剂。在制度设计上，建议通过降低投资者适当性来丰富新三板的投资者群体，而交易者需求的多元化是改善流动性的重要基础。统计数据显示，2016—2018年创新层挂牌公司的平均股东户数均在150~200户，但是挂牌公司的流动性并未得到改善。因此，建议可以通过评估市场在一段时间内的运行情况，提高精选层挂牌公司股东人数的要求，如由200人^①上调至500人，以提高股权分散度和流动性。

^① 2019年12月27日发布的《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》）将股权分散度引入精选层的进入条件，主要从股本规模、股东人数、公众股东持股比例等方面规定了企业通过公开发行应当达到的股权分散度。《分层管理办法》第二章第十六条（四）规定，公开发行后，公司股东人数不少于200人，公众股东持股比例不低于公司股本总额的25%；公司股本总额超过4亿元的，公众股东持股比例不低于公司股本总额的10%。参见全国中小企业股份转让系统有限责任公司，《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。

本文还发现，股权集中度与违规行为之间呈 U 形关系，即由于利益协同效应，股权相对集中会提高控股股东的监管积极性和能力，进而降低发生违规行为的可能性。但是，当股权过于集中时，由于控股股东的隧道掏空效应，发生违规行为的可能性增加。基于现有样本，根据模型 5 可以计算出，当股权分散度 HHI_{10} 值为 0.77 ($= -\frac{\beta_2}{2\beta_3} = -\frac{-0.75}{2 \times 0.49}$) 时，发生违规的可能性最小。根据模型 6 可以计算出，对于民营企业而言，当股权分散度 HHI_{10} 值达到 0.59 ($= -\frac{\beta_2}{2\beta_3} = -\frac{-0.80}{2 \times 0.68}$) 时，发生违规的可能性最小。但是，影响违规行为的因素有多种，股权分散度只是其中一个因素，更重要的是，目前的新三板挂牌公司属于股权高度集中、所有权与经营权合一的古典公司。可以看出，当违规行为发生的可能性最小时，股权分散度依旧不高。而只有股权达到真正意义上的分散，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、完整性与及时性，进而增强各类投资者参与交易的积极性，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改善，表明在股权结构没有发生本质改变的情况下，单纯通过外力无法改变挂牌公司的流动性。

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。在股权高度集中、信息不对称、投资者结构和交易需求单一、市场约束不足的现实情况下，单纯依靠改革交易制度、引入订单驱动的集合竞价机制或者连续竞价交易制度不仅不能改善流动性，反而在一定程度上可能带来流动性的降低。而在信息透明、执法严格、公平、公正、充分体现价格的发现机制的交易环境下，能有效改善投资者结构和短期投机主义行为。

第三，独立董事和董事会结构。统计数据显示，与上市公司相比，新三板挂牌公司中设立独立董事的公司比例低（只有约7%的挂牌公司设立了独立董事），董事会中独立董事的人数和比例少，实际控制人、总经理和董事长三者的重合度高。这种执行董事占比和独立董事占比的严重失衡以及实际控制人与董事长和总经理的重合会导致严重的信息不对称和对内部人监督制衡的匮乏，从而加剧控股股东的道德风险，使第二类代理人问题更加严重。实证分析结果显示，独立董事未能对挂牌公司的违规行为起到有效的监督和约束，且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高。究其原因，与英、美等国股权相对分散的上市公司相比，新三板市场尚未制定专门的独立董事规则，挂牌公司自愿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，不能真正发挥维护少数公众股东利益的职能。

《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》）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，但是尚未明确独立董事制度的具体内容。另外，鼓励创新层和基础层挂牌公司建立独立董事制度，而未强制要求。台湾证券柜台买卖中心兴柜OTC市

^① 参见全国中小企业股份转让系统有限责任公司，《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则》第二章第二节第三十一条，http://www.neeq.com.cn/important_news/200007110.html。

场对独立董事有明确定义，且要求独立董事至少为两人，占董事会比例至少五分之一。

建议新三板从以下几方面对《挂牌公司治理规则》进一步完善，以提高独立董事的职能。首先，参考《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》^①明确精选层挂牌公司独立董事的比例要求和职能要求，并加入对独立董事独立性的要求。其次，提高独立董事的专业性。再次，规范独立董事的职业操守。最后，正确引导和进一步规范独立董事对全体股东的忠诚义务（Duty of Loyalty）和受信义务（A Fiduciary Responsibility）。根据《二十国集团 / 经合组织公司治理原则》，董事会成员要对公司和包括中小股东在内的所有股东负有忠诚义务（Duty of Loyalty）和受信义务（A Fiduciary Responsibility）^②。证监会《上市公司治理准则》（2018年修订）也明确规定，独立董事应当依法履行董事义务，充分了解公司经营运作情况和董事会议题内容，维护上市公司和全体股东的利益，尤其关注中小股东的合法权益保护^③。最新发布的《挂牌公司治理规则》第五十五条也指出，董事、监事、高级管理人员应当遵守法律法规、业务规则 and 公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务，严格履行其作出的公开承诺，不得损害公司利益^④。但是，对于股权高度集中、所有权与经营权合一的新三板挂牌公司来说，其独立董事受实际控制人和控股股东的制约更大，很难为维护中小股东的利益而真正履行对实际控制人和控股股东的监督制衡。在此背景下，建议新三板市场进一步提高股权分散度，制定专门的独立董事规则，明确其权利义务，促进独立董事为健全公司治理发挥积极作用。

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/zjhpublic/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所（Trading Venue），在使其具备自律监管组织职责的同时，强化行政监管和刑事处罚。另外，建议精准层引入外部审计制度，保证挂牌公司信息披露的质量，以强化外部监督。

建议通过做加法的方式，建立具有弹性、差异性和引导性的制度安排及监管。核心原则是在不打破现有基础层和创新层的前提下，以信息披露为最低标准，向上逐层做加法（逐层提高公司治理标准），同时允许挂牌公司在满足相应层级最低标准的情况下，自愿选择更高治理标准并披露其选择的原因。

^① 参见全国中小企业股份转让系统有限责任公司，《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则》第十章，http://www.neeq.com.cn/important_news/200007110.html。

^② 参见南开大学公司治理研究中心课题组，中国上市公司治理评价系统研究[J]，南开管理评论，2003，6（3）：4-12。

^③ 同^③。

如图 5 所示，对于挂牌公司的治理水平给予评级。治理标准大致分为 A、B、C 三个大的层级，将基础层纳入 C 层，创新层纳入 B 层，精选层纳入 A 层；每层再细分为 3 层，对挂牌公司治理水平的要求从低到高分别为 C3、C2、C1、B3、B2、B1、A3、A2、A1（见图 5）。基础层挂牌公司需达到最低公司治理标准 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。

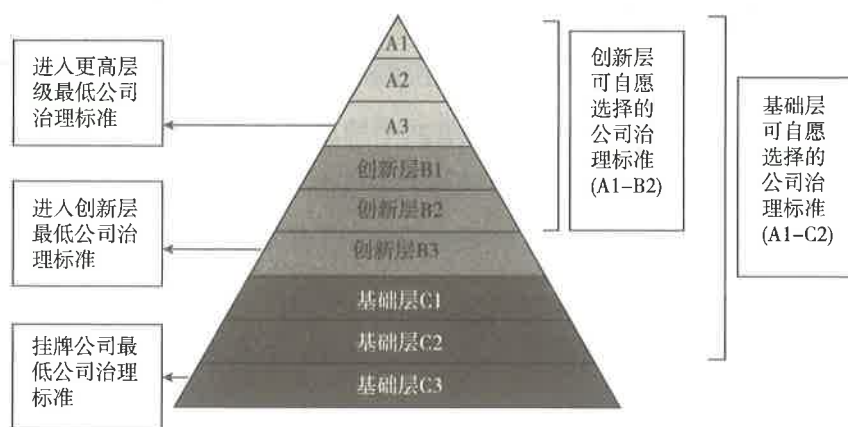


图 5 分层的差异化公司治理监管政策

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&accname=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，在季报披露和提名委员会要求上香港创业板比主板更严格。另外，伦敦证券交易所主板的三级子市场采用不同的公司治理标准，在一定程度上缓解了一刀切抬高监管标准后大幅提高公司治理成本、降低市场资金效率的不良影响。因此，建议新三板挂牌公司治理监管向更高标准、更系统的自律加行政监管的分层监管改革。

^① 参见中国证券监督管理委员会，《上市公司治理准则》第六章第一节第六十三条，http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201809/t20180930_344906.htm。

^② 参见王刚，台湾兴柜股票市场探析[J]．经济前沿，2004（21）：46-49。

附录 相关监管规则

[1] 《证券法》第八十六条, 第八十八条, <http://www.sipf.com.cn/zqjfdj/flfg/2019/04/12192.shtml>.

[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/P0201_90228665756581243.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/tzzsyd/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/tzzsyd/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/ztlz/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公司分层管理办法》, http://www.neeq.com.cn/hierarchy_base_news/200006416.html.

[13] (股转系统公告〔2017〕664号)《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则》第九条,第三章, http://www.neeq.com.cn/important_news/200003540.html.

[14] (股转系统公告〔2016〕63号)《挂牌公司股票发行常见问题解答(三)——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》, http://www.neeq.com.cn/important_news/3108.html.

[15] (股转系统公告〔2018〕1232号)《挂牌公司权益变动与收购业务问答》, http://www.neeq.com.cn/class_c2/200005154.html.

[16] (股转系统公告〔2016〕670号)《全国中小企业股份转让系统创新层挂牌公司年度报告内容与格式指引》第五十三条, http://www.neeq.com.cn/important_news/200003580.html.

[17] U. S. CODE OF FEDERAL REGULATIONS (《美国联邦法规》). 17 CFR § 229.504, https://www.govregs.com/regulations/title17_chapterII_part229_subpart229.500_section229.504.

[18] NYSE IPO Guide (《纽约证券交易所首次公开发行指南》). 7.3, https://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.selaw.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.selaw.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.selaw.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.selaw.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] 《上柜公司编制与申报企业社会责任报告书作业办法问答集》第四条, <https://www.tpex.org.tw/web/csr/content/introduction.php>.

[35] 《上(兴)柜申请标准及流程》, https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/apply_way/standard/standard.php?l=zh-tw.

[36] 《证券及期货条例》第XV部, <http://www.sywg.com/Attach/Attaches/201408/201408131202573849.pdf>.

[37] HKEX - Main Board Listing Rules (《香港交易所主板上市规则》), http://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/new_rulebooks/c/o/consol_mb.pdf.

[38] HKEX – GEM listing rules (《香港交易所创业板上市规则》), [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX – Market/Listing/Rules – and – Guidance/Listing – Rules/Consolidated – PDFs/GEM – Listing – Rules/consol_gem.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules/Consolidated-PDFs/GEM-Listing-Rules/consol_gem.pdf?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 – standards – new2018.pdf](https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/admission-and-disclosure-standards-new2018.pdf).

[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](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](https://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf).