

试论我国证券场外交易市场 监管制度的完善

李响玲*

摘要:场外交易市场,是多层次资本市场体系中一个重要的组成部分。有效的市场监管,对于场外交易市场的发展壮大和安全运行至关重要。本文回顾了我国场外交易市场的发展历程,并分析了场外交易市场的监管现状及存在的问题。在总结境外场外交易市场主要监管模式的基础上,提出我国宜采用自律管理为主、政府监管为辅的综合监管模式。最后,本文提出应该以市场准入监管、交易行为监管、信息披露监管等基本内容为支柱,构建中国的场外交易市场监管制度。

关键词:场外交易市场 监管制度 监管模式

场外交易市场(Over the Counter Market, OTC Market),又称柜台市场、店头市场,是场内交易市场或者证券交易所市场的对称。广义上的场外交易市场,是一个涵盖范围极广的概念,泛指证券交易所市场之外的各种证券交易活动的场所。目前我国学界对场外交易市场的概念尚未形成定论,国

* 华东政法大学博士研究生,现供职于上海证券交易所。

内已有的相关文献对于场外交易市场的概念和内涵,并没有统一的、清晰的表述。有学者认为,场外交易市场是指在证券交易所之外的、为满足特定融资主体的融资需求和投资主体的流动性需要,根据一定的制度安排进行的证券发行与证券买卖活动的所有证券交易市场的通称。^①

场外交易市场,是多层次资本市场体系中一个重要的组成部分,其在完善资本市场功能方面起着关键性的作用,对一国的经济发展有着巨大的推动作用。随着世界经济一体化和金融全球化趋势发展速度的逐渐加快,中国的资本市场正面临着由目前的单一化扁平式市场,发展为立体化多层次资本市场体系的艰巨任务。随着我国主板市场已经日趋完善,创业板市场亦初具规模,场外交易市场的发展逐步成为关注的焦点。与主板市场相比,场外交易市场由于企业上市门槛低、交易分散、市场流动性不够、信息透明度差等原因使得其风险更加突出。为确保场外交易市场的高效安全运行,对市场进行有效监管显得尤为重要。建立完善的市场监管制度,是发展中国场外交易市场的重要内容。

本文首先回顾了我国场外交易市场的发展历程,并分析了场外交易市场的监管现状及存在的问题。在总结了境外场外交易市场主要监管模式的基础上,提出我国宜采用自律管理为主、政府监管为辅的综合监管模式。最后,本文提出应该以市场准入监管、交易行为监管、信息披露监管等基本内容为支柱,构建中国的场外交易市场监管制度。

一、我国场外交易市场的发展历程及现状

(一) 我国场外交易市场的发展历程

环顾世界各地,场外交易市场已经有了三四百年的历史。而我国

^① 参见李学峰、刘洋:“场外交易市场、私募股权基金与中小企业融资——基于博弈论的分析”,载《南方金融》2009年第6期,第29页;另参见李学峰、秦庆刚、解学成:“场外交易市场运行模式的国际比较及其对我国的启示”,载《学习与实践》2009年第6期,第32页。

的场外交易市场,是20世纪80年代中期以来,随着企业股份制改造逐步形成和发展起来的。20多年间,场外交易市场在我国经历了萌芽起步阶段、压抑成长阶段,并在1988年和1996年两次出现了短暂的发展高潮。中央政府对自发形成的场外交易市场一直持谨慎态度,中国场外交易市场在20多年中经历了四个大的发展阶段,也随之迎来了四次清理整顿。

1. 20世纪80年代至90年代初的发展及1993年第一次清理整顿

20世纪80年代,改革开放政策的实行使我国出现了股份制企业,产生了股票交易的需求,出现了地区性的柜台交易市场。早在1986年8月,沈阳就开设了股票柜台市场;同年9月,中国工商银行上海信托投资公司静安证券部也开设了股票柜台交易市场。在20世纪80年代中后期的第一轮企业股份制改造浪潮中,武汉市和四川乐山市于1988年率先成立了首批产权交易所。1992年邓小平南巡讲话后,经济出现了跨越式的发展。一些企业突破批准发行的限制,向社会发行更多的股票,市场上出现了大量违法违规及恶性投机的问题。同时在沪深柜台交易市场转为证券交易所市场之后,内部职工股转让市场没有补充建立,内部职工股地下交易泛滥,潜在的危机随时可能一触即发。针对这种情况,政府监管部门迅速采取了措施,1993年4月,国务院办公厅转发了国家体改委等部门《关于立即制止发行内部职工股不规范做法意见的紧急通知》,各监管部门也制定了相关文件,对内部职工股发行及交易市场进行清理整顿。

2. 1994~1996年的发展及1997~1998年第二次清理整顿

1994~1996年短短的三年时间里,我国股市呈现迅猛发展的态势。在新一轮企业股份制改造和产权交易的热潮中,全国各地设立了大批省级和地市级的产权交易所,其中相当一部分产权交易所除配合地方财政、国资和经贸委等部门办理国有企业大宗资产和产权交易外,还涉足非上市股份有限公司的股权托管和股权交易业务。当时,山东淄博柜台市场、四川乐山柜台市场、武汉证券交易中心、沈阳证券交易中心、天津证券交易中心都是很活跃的场外交易市场。到1998年清理整顿前,全国18个省市已设立股票(股权证)交易场所41家,挂牌公司

520家,投资者人数约340万人,市值约300亿元。^②1997年亚洲金融危机爆发后,出于防范金融风险的考虑,1998年证监会对场外交易市场进行了清理整顿。^③天津、武汉、淄博的证券交易中心及成都、郑州、乐山等地涉嫌从事“场外非法股票交易”的产权市场被关闭。STAQ和NET两家法人股市场^④也于1999年9月被责令停止交易。

3. 2000年之后的发展及2006年第三次清理整顿

2002年至2005年四年间,中国股指在漫漫熊市中步履蹒跚。股市的低迷,不仅导致了场内资金的流出,也使得场外资金流入其他市场,如非上市企业的股权交易市场。非上市企业的股份流通又“悄悄地”在各地出现并来发起来。随之,各地股权交易市场出现了一些问题,一些地方非法证券的发行和交易大量出现。为遏制这些非法活动在全国范围内蔓延,2006年12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》。这次清理整顿虽然规模不大,但力度却超过以往。与前两次整顿不同的是,此次整顿对各地股权交易市场进行了“差别对待”,一些规范经营的股权交易市场得到了保留。

4. 2007年后的快速发展与2011年后的第四次清理整顿

2007年后,我国场外交易市场随着证券市场的活跃得到了极大发展,各类交易所、尤其是有着衍生品性质的交易所数量迎来了一次爆炸式增长。据不完全统计,目前全国省、市级都建立了产权市场,散落于全国各地的交易所已超过300家,甚至一些较大的县也设立了产权交易中心,交易标的物从油画、大蒜、丝绸、辣椒、鸡蛋到玉米、稻米、稀有金属、煤

^② 具体数据可参见“亲历中国证券市场十年风云,周正庆回顾过去展望未来”,载 <http://news1.jrj.com.cn/news/2006-10-16/000001707152.html>, 2010年3月22日访问,原载《中国证券报》2003年8月13日,第一版。

^③ 主要文件有《国务院办公厅转发证监会关于〈清理整顿场外非法股票交易方案〉的通知》(1998年3月25日,国办发[1998]10号),《国务院办公厅转发证监会清理整顿证券经营机构方案的通知》(国办发[1998]78号),《国务院办公厅转发证监会清理整顿证券交易中心方案的通知》(1998年9月30日,国办发[1998]135号)等。

^④ 为了促进股份制改造和证券市场的完善,中国证券市场研究设计中心和中国证券交易系统有限公司先后于1992年7月和1993年4月在北京开办了全国证券交易自动报价系统(Scurities Trading Automated Quotations System, STAQ)和全国电子交易系统(National Electronic Trading System, NET),进行法人股流通的试点工作,从而形成了法人股的交易市场。

炭、食糖等无奇不有,交易制度十分混乱。为了防范金融和社会风险,国务院于2011年11月24日下发《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(以下简称《决定》),对清理整顿各类交易所作出明确部署。《决定》明确规定,除依法设立的证券交易所或国务院批准的从事金融产品交易的交易场所外,任何交易场所均不得将任何权益拆分为均等份额公开发行,不得采取集中竞价、做市商等集中交易方式进行交易;不得将权益按照标准化交易单位持续挂牌交易,任何投资者买入后卖出或卖出后买入同一交易品种的时间间隔不得少于5个交易日;除法律、行政法规另有规定外,权益持有人累计不得超过200人。这一次的清理整顿,规模和力度空前,具体效果如何,尚待进一步关注。

(二) 我国场外交易市场的现状

虽然历经多次清理与整顿,监管部门一再强调场外交易市场的“非法性”,^⑤但是地下的场外交易市场依然屡禁不止,当原有市场被关闭之后,新的替代形式的市场也开始了其探索与创新的过程。在获得国家层面正式认可之前,场外交易市场以各种迂回方式发展,争取各级地方政府对企业股权托管和股权交易的认可。近年来,在国家政策层面,场外交易市场逐步获得了认可,场外市场建设作为解决中小企业融资的一个重要途径已被列为重点工作。2011年5月,国务院批转发展改革委关于2011年深化经济体制改革重点工作意见,提出要推进场外交易市场建设,进一步完善多层次资本市场体系;11月初,科技部、证监会等八部委联合发文要加快推进全国场外交易市场建设。^⑥

经过多年的发展,现有的场外交易市场主体资源,主要有代办股份转让系统、各地地方产权交易市场以及天津、重庆等为代表的场外交易试点市场。

^⑤ 例如2001年证监会下发《关于加强对上市公司非流通股协议转让活动规范管理的通知》(2001年9月30日,证监发[2001]119号),2003年证监会办公厅下发《关于处理非法代理买卖未上市公司股票有关问题的紧急通知》(2003年5月29日,证监发[2003]15号),严厉打击沪、深交易所以外的地下场外交易活动。

^⑥ 参见科技部、财政部、中国人民银行、国务院国资委、国家税务总局、中国银监会、中国证监会、中国保监会:《关于促进科技和金融结合加快实施自主创新战略的若干意见》(国科发财[2011]540号),2011年10月20日。

1. 代办股权转让系统

代办股份转让系统,俗称“三板”,是证券公司以其自有或租用的业务设施,为非上市股份公司提供股份转让服务,它是独立于证券交易所之外的一个系统。为解决 STAQ 和 NET 系统历史遗留问题公司的股份流通问题,2001 年 6 月 12 日,经中国证监会批准,中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》,指定申银万国等 6 家证券公司代办原 STAQ 和 NET 系统挂牌公司的股份转让业务,委托它们采取定期、非连续、设定最高涨幅(5%)限制方式,对 11 只原 STAQ 和 NET 系统挂牌公司的股票进行集合竞价交易。2001 年 7 月 16 日,代办股份转让系统正式开办。2001 年年底,从主板退市的“水仙电器股份有限公司”登陆代办股份转让系统,代办股份转让系统开始承担完善中国退市机制的历史重任。2002 年下半年该市场对自然人投资者开放,2003 年年初,该市场曾出现短暂的繁荣期。

2006 年 1 月 16 日,中关村科技园区非上市股份有限公司进入代办股份转让系统进行股份转让试点,“新三板”成立。2008 年后,相关机构筹划对“新三板”进行大力改革,“新三板”作为场外市场建设的重要组成部分,扩容的步伐正在加快。截至 2011 年 12 月底,中国证券业协会已审批通过的代办系统主办券商达到 60 家,总数已经超过全部 106 家证券公司的半数。^⑦ 据相关媒体报道,目前“新三板”建设仍在继续推进过程中,中关村的试点一直没有停止,一直在运行和积累经验,但是“新三板”扩容的具体制度细节尚待进一步确定。^⑧

2. 地方产权交易市场

我国各地的产权交易市场成立于 20 世纪 90 年代,这些产权交易市场由原体改、财政、国资系统组建的产权交易所和由科委系统组建的技术产权交易所两大部分组成。2000 年后,我国产权交易市场出现了许多令人关注的新动向。一是许多地方恢复、规范、重建产权交易市场,河南、厦门、青岛、深圳、成都等地的产权交易所(中心)又开始积极

^⑦ 具体数据可参见中国证券业协会网站:<http://www.sac.net.cn/newcn/home/forward.jsp?cateid=81183690929100>,2012 年 3 月 1 日最后访问。

^⑧ 参见“郭树清表态继续发展新三板 场外模式仍待明确”,载《第一财经日报》2012 年 3 月 7 日。

探索恢复和规范非上市股份有限公司的股权托管和股权交易业务；二是实质上具有产权交易性质的技术产权交易市场在各地蓬勃兴起，上海、深圳、成都、西安、重庆等地新成立一大批的地方性技术产权交易所；三是风险投资公司和因债转股政策接收了大量国有资产的国有资产经营公司，纷纷将“退出机制”瞄向各地的产权交易市场；四是产权交易市场呈现统一化趋势，长江流域产权交易共同市场、北方产权交易共同市场、黄河流域产权交易共同市场相继成立。^⑨

截至2008年年底，全国共有产权交易机构约200家，形成了五大区域性产权交易共同市场。^⑩ 产权交易所做市商或会员代理制交易为特征，进行产权、股权转让，资产并购、重组等。从产权市场的交易内容与市场功能来看，它具有资本市场的特征，但它是非公开权益性资本市场，是初级资本市场。

3. 场外交易试点

近年来，我国天津、重庆等地出现了一些新的股权交易市场试点。以天津为例，2008年3月《滨海新区综合配套改革试验方案》获得国务院正式批复后，天津市政府于2008年5月正式批准天津股权交易所作为“两高两非”公司股权和私募股权投资基金^⑪交易试点市场。当年9月，天津股权交易所成立，并提出建立全国市场和地方分市场的基本构架。在市场结构方面，天交所的目标是打造双层次、多板块的市场体系。^⑫ 它

^⑨ 参见闰海：“论产权交易市场发展与法律规制”，载 <http://www.economiclaws.net/list.asp?id=1179>，2010年3月23日访问，原载《沈阳工程学院学报》（社会科学版）2005年第4期。

^⑩ 数据参见徐洪才：“对中国场外交易市场建设的理性思考”，载《中国科技财富》2009年第9期，第86页。

^⑪ “两高两非”公司，指高科技高成长型企业、非上市非公众股份公司；私募股权基金，指合伙型基金、信托型基金和公司制的创业风险投资基金等。

^⑫ 双层次，即天交所将场外交易市场区分为全国市场和区域市场两个层次：第一层次是全国市场，以天交所为交易平台，面向全国企业和投资者，是场外交易市场与主板市场连通的节点；第二层次为区域市场，在统一业务模式、统一市场准入、统一交易系统、统一信息披露、统一监管制度的前提下，挂牌本地企业，主要面向本地投资者，成为场外交易市场的区域性层级。多板块，即天交所除交易非上市公司股权外，还将积极探索基金、债券、信托凭证、理财产品等其他交易板块。参见天交所课题组：“为在天津滨海新区设立全国性非上市公司股权交易市场创造条件——天津股权交易所创新、发展报告”，载高彦主编：《中国场外交易市场发展报告》（2009~2010），社会科学文献出版社2009年版，第392页。

实行做市商双向报价为主、集合竞价与协商定价为辅的混合型交易制度。^⑬

除天津外,重庆、上海等地也在紧锣密鼓地开办场外交易市场。2010年10月27日,重庆股份转让中心鸣锣开市,首批七家企业在此挂牌。重庆股份转让中心是按国务院国发〔2009〕3号文关于“加快发展多层次的资本市场,适时将重庆纳入全国场外交易市场体系”的要求,在重庆市人民政府与证监会沟通和协商的基础上,经重庆市政府批准设立的事业法人,由重庆市金融工作办公室直接管理。该中心的主要职责是为企业在新三板挂牌服务,构建场外市场交易监管平台,并代理市政府授权或委托的其他业务。^⑭与此同时,上海也在筹建地方性场外交易市场。2010年7月19日,上海股权托管交易中心正式揭牌成立。2012年2月15日,上海股权托管交易市场正式启动,首批19家企业成功在上海股权托管交易中心挂牌。^⑮

2011年年底开始的新一轮场外交易市场的清理整顿,有可能加速场外交易市场的洗牌。目前场外市场建设相关实施方案的推出时间尚未确定,场外交易市场发展模式与新三板的定位问题,目前尚待具体明确。^⑯有市场分析认为,未来的发展格局,有可能是“新三板”一统江湖,也有可能形成“新三板”、以天津和重庆等为代表的场外交易试点市场与各地的股权交易机构三足鼎立的局面。^⑰

^⑬ 混合型交易制度,即通过不同的定价机制在不同的时间对同一种股权进行交易,具体做法是:(1)9:15-9:25由投资人第一次集合竞价产生开盘价;(2)9:25-9:30做市商根据开盘价在一定价格浮动区间内进行盘前双向报价;(3)9:30-11:30和13:30-14:00做市商在有效报价区间内提供双向报价,投资人可根据做市商的报价选择委托价格和数量;(4)14:00-14:15投资人进行第二次集合竞价;(5)14:15-15:00协商定价。参见<http://www.tjsoc.com/web/about05.aspx?name=2>;天交所课题组:“中国场外交易市场的市场结构设计”,载高彦主编:《中国场外交易市场发展报告》(2009~2010),社会科学文献出版社2009年版,第312页。

^⑭ 参见重庆股权转让中心网站:<http://www.cqotc.gov.cn/>。

^⑮ 参见张飒:“沪版OTC正式启动 首批19家企业将正式挂牌”,载《东方早报》2012年2月16日。

^⑯ 参见“郭树清表态继续发展新三板 场外模式仍待明确”,载《第一财经日报》2012年3月7日。

^⑰ 参见钟志敏:“OTC加速洗牌:三足鼎立还是一统江湖”,载《中国证券报》2011年11月27日。

二、我国场外交易市场的监管现状及存在的问题

(一) 我国场外交易市场的监管体系

一个成熟完善的证券市场监管体系,应该实行全面监管体制,其中包括对各层次市场的监管,也包括对市场各参与方、各环节的监管。从1986年静安柜台交易市场设立,到2008年天津股权交易所诞生,20多年以来,中国证券市场监管制度及机构设置主要是围绕场内交易市场进行的,场外交易市场则是比照其制度进行管理。从监管系统的发展来看,场外交易市场的监管大体可分为三个时期。^⑩

1. 1986~1992年,中国人民银行主导、国家体制改革委员会(简称国家体改委)发挥重要作用的时期

中国人民银行及其下设机构在相当长一段时间内,作为中国唯一的金融机构,承担了金融系统的全部职责。在早期资本市场发展中,中国人民银行被确定为主监管机构。^⑪ 1982年国家体改委成立,它是规划、组织、指导、协调国家经济体制改革的综合型专门机构,是股份制试点的审判部门、理论研究机构,其后成为证券市场重要的监管机构。1992年之前,一直由这两个机构共同监管证券市场,这一时期先后成立的上海静安柜台交易市场、上海证券交易所、深圳证券交易所、STAQ与NET系统,都是由这两个机构及其下设系统设计并监督管理的。这一时期,除中国人民银行和国家体改委外,国家计划委员会、国家外汇管理局外资管理司和国家资产管理局也在其职能范围内对证券及证券市场行为进行分工管理。

2. 1992~1998年,国务院证券委员会主管、证监会具体执行的时期

^⑩ 三个时期的划分,主要参见邓向荣、赵培、李伟:“中国早期场外交易市场的监管”,载高彦主编:《中国场外交易市场发展报告》(2009~2010),社会科学文献出版社2009年版,第137~144页。

^⑪ 1986年1月7日,国务院发布《中华人民共和国银行管理暂行条例》,其中第5条第11款明确规定,中国人民银行的职责之一是“管理企业股票、债券等有价证券,管理金融市场”。

1992年12月17日,国务院发布了《国务院关于进一步加强对证券市场宏观管理的通知》,确定1992年10月成立的国务院证券委员会(以下简称证券委)为最高证券管理权力机关。这一时期,证券委是国家对全国证券市场进行统一宏观管理的主管机构,是证券市场最高决策机构;1992年成立的中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)是证券委的具体执行机构,是证券市场的实际监管者;其他的监管部门,也依国务院法规分工进行管理。

3. 1998年至今,中国证监会主导时期

1998年国务院机构调整,证券委与证监会合并,组成新的证监会。同年12月29日,我国证券市场的根本大法——《证券法》正式颁布,该法第一章第七条规定“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理”。这里的“国务院证券监督管理机构”,即是指中国证监会。至此,中国基本形成了由中国证监会监管证券期货市场的垂直监管格局,证监会真正成为证券市场监管机构、主导者。

自律组织是中国场外交易市场监管的另一只重要力量。从现有资料来看,中国场外交易市场最早的自律组织出现在上海。1988年,八家从事证券柜台交易的机构,发起设立“周六碰头会”。“周六碰头会”逐渐发展成为类似市场联盟的组织,更多地承担起行业协调的责任并成为具有一定自律性质的非正式机构。1990年,由深圳的证券商共同发起成立了“证券商联席会议”,它比上海的“周六碰头会”组织更规范,不仅每周定期举行联席会议,还设定了会议组织规定,各证券商之间享有平等的权利并承担相应的义务与责任。1991年8月28日,我国第一个全国性的证券行业自律组织——中国证券业协会成立。它是非营利性社团组织,采取会员制组织形式。目前证券业协会制定并执行的行业自律制度主要包括从业人员管理、会员机构管理、业务规范和代办股份转让规则等。

(二)我国场外交易市场的监管现状

场外交易市场监管是证券市场监管的一部分,但我国场外交易市场长期未纳入国家监管体系,也缺乏相应的监管制度。由于国家监管体系在场外交易市场上介入不足,无论是早期出现的STAQ与NET系统,还是现在的代办股份转让系统,各场外交易市场长期以来都是以自

律管理为主。

目前各产权交易市场还很不规范,不仅没有形成统一的交易模式,也没有统一的管理部门。各产权交易中心(所)大多数是在地方政府的支持下发展,依附于各地的金融办或者国资委,尚未纳入证监会的有效监管范围。

我国代办股份转让系统的监管,是以证券业协会为主导的自律监管为主。证券业协会制定了20多项业务规则和管理办法,如《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》(2001年)、《股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的中关村科技园区非上市股份有限公司信息披露规则》(2009年)等。中国证券业协会对代理报价的证券公司及相关股份转让行为进行自律性监管,证券公司负责对其推荐挂牌的公司信息披露的督导。此外,为了更好地履行监管职责,中国证券业协会委托深圳证券交易所对股份转让行为进行实时监控。由此可见,代办股份转让系统的监管职能分配主要是这样的:公司注册地的地方政府对公司实行持续监管,证券业协会对主办券商及市场上的股份转让行为进行自律性监管,挂牌公司的信息披露由证券公司负责督导。^②

另外,一些场外交易场所,如天津股权交易所,在市场自律监管的制度建设方面,进行了一些探索与实践。在其所设计的相关制度中,强化了市场内部自律监管制度的有效性。首先,它强调市场本身是最重要的自律监管主体,并强调通过与市场参与者缔约的方式,对其行为进行自律监管。其次,它设计了一系列标准化的契约,解决制度化的自律管理有效问题,包括做市商、保荐人、合格投资人、专业中介服务机构的《注册管理办法》,以及《登记托管办法》、《资金清算管理办法》等多项制度。最后,在市场交易流程的管理上,针对市场的定位及未来开展的业务,对定价机制、保荐制度、风险管理等方面进行了较大创新,行成了《专业中介机构注册指引》、《尽职调查指引》、《年度报告指引》等相关

^② 参见戴坚:“我国三板市场法制制度研究”,对外经济贸易大学2006硕士学位论文,第19~20页。

可操作性文件。^①

2008年3月,经中央机构编制委员会办公室批复同意,证监会成立了“非上市公众公司监管部”。该部门的职责主要包括四个方面:一是拟定股份有限公司公开发行不上市股票的规则、实施细则,审核股份有限公司公开发行不上市股票的申报材料并监管其发行活动;二是核准以公开募集方式设立股份有限公司的申请;三是拟定公开发行不上市股份有限公司的信息披露规则、实施细则并对信息披露情况进行监管;四是负责非法发行证券和非法证券经营活动的认定、查处及相关组织协调工作等。^②证监会非上市公众公司监管部的成立,解决了组织系统缺位的问题,但相关的法规体系至今没有建立,与依法设立、依法监管的目标存在一定距离。

(三)我国场外交易市场监管的主要问题

目前,我国场外交易市场在监管制度设计上主要存在的问题如下:^③

1. 尚未明确监管主体及其监管权限

就场外交易市场进行股份转让的公司而言,虽然其不是上市公司,不需要像上市公司那样受到严格的监管,但其股份仍然在流通转让,仍有可能从事虚假信息披露、操纵市场等行为。因此,需要有相应的监管者对其实施监管以保护投资者的权益。在现有的法律制度中,场外交易市场的法律地位和定位并不明确,法律定位的不明确导致了在现实中无法依法确定相应的监管主体,更遑论各监管主体之间监管权限的划分。

以代办股份转让系统为例,虽然中国证券业协会在事实上承担着对其进行管理的功能,但其是否有对在系统内进行股份转让的公司进行监管的权力并不是十分明确。根据《证券法》第7条“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理”的规定,只

^① 天交所有关制度设计方面的论述,参见邓向荣、赵培、李伟:“中国早期场外交易市场的监管”,载高彦主编:《中国场外交易市场发展报告》(2009~2010),社会科学文献出版社2009年版,第147页。

^② 证监会非上市公众公司监管部的有关职责,参见http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306215/200804/t20080430_23240.htm,2011年6月28日访问。

^③ 有关场外交易市场存在问题的论述,部分观点参见戴坚:“我国三板市场法制制度研究”,对外经济贸易大学2006年硕士学位论文,第21~22页。

有作为法定监管机构的中国证监会才有权对全国证券市场进行监管。但现实情况却是自律组织性质的中国证券业协会自行制定《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》，并在该办法中授予自己享有管理权，从而主管着股份代办转让系统。证券业协会并不是通过行政法规或规章取得行政行为的授权，若严格依照《证券法》的规定，目前证券业协会行使的监管权是没有法律依据的。

2. 监管力度不够

正是由于监管主体权力来源不明、监管权限有限，导致目前对场外交易市场的监管的力度不足。在场外交易市场发展的各个时期，场外交易市场的监管都是以证券业协会和各场外交易市场的自律管理为主。自律管理相较于行政监管，其监管权限和监管力度等都将受到极大的限制，监管效果也会大打折扣。

还是以代办股份转让系统为例，证券业协会并非行政机构，股份转让公司也不是其会员，因此，证券业协会根本无法对股份代办转让公司进行实质性的监督。根据《股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的中关村科技园区非上市股份有限公司信息披露规则》，挂牌公司违反信息披露义务，由推荐主办券商要求其进行更正或补充；未在规定时间内披露年度报告的，推荐主办券商对其股份实行特别处理。而挂牌公司及其董事违反该规则规定的，推荐主办券商应责令其改正；情节严重的，由中国证券业协会报告有关主管部门给予处罚。由此可见，即使股份转让公司违反了协会的相关规定，协会也无权处罚。同样地，证券业协会对作为代办股份转让的主办券商违反《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）》的处罚力度也不够。证券业协会在责令其改正外，只有谈话提醒、通报批评、暂停受理其推荐挂牌备案文件等有限的处罚手段。

三、场外交易市场监管模式的选择

（一）境外场外交易市场主要监管模式

改善我国场外交易市场的监管制度，首先要确定采取何种监管模

式。目前国际上的证券市场监管模式,主要有政府主导型和自律管理型两种,分别以美国和英国为代表。

1. 政府主导型监管模式

美国经过惨痛的证券市场崩溃的教训而设立了以美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)监管为主导的集中统一的证券监管体系。SEC根据1934年《证券交易法》成立,其主要职能包括:解释联邦证券相关法律,制定发布新的规定并修改已有规定,监管证券公司、经纪人、投资顾问及代理机构,监管证券、会计、审计领域的私人组织,协调联邦、州及外国有关当局与证券监管组织之间的关系。^④ SEC授权自律组织负有市场管理责任,而SEC则保留监督管理的权利,具体而言:SEC对自律组织及部分证券商进行直接监管,以了解法令与实务配合的程度,并确保自律组织对证券商的检查质量;SEC有权审核自律组织的会员管理流程及其制定的法规,以确保后者的允当、适用及合法性。^⑤ 这种层层监督的管理结构即解决了SEC人力不足,无法事事监管的问题,又避免了自律监管者由于自我监督而带来的问题。

美国场外交易市场的监管,采用的是政府统一指导下的自律监管模式,即在SEC的统一指导下,实行由行业协会全美证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)自我监管的模式。其中,SEC是最终监管者,NASD是直接监管者。NASD是根据《1938年美隆尼修正案》(Maloney Act Amendments)成立的美国最大的自律团体,负责监管在纳斯达克股票市场(Nasdaq Stock Market)交易以及其他在柜台市场交易的证券商,其会员包括所有在美国公开从事证券业务的证券商。2006年,纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)和NASD将双方的会员监管、执行和仲裁职能合并,美国金融行业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)成立。全美大约5000多家证券公司、17万多分支分支机构及67万多证券经纪从

^④ 参见 <http://www.sec.gov/about.shtml>, 2010年4月22日访问。

^⑤ 参见北京大学光华管理学院、上海证券有限责任公司联合课题组:“证券交易所管理市场职能的法律性质研究”,载《上证研究》2003年法制专辑,复旦大学出版社2003年版,第37页。

业人员,在向 SEC 注册登记的同时,也成为 FINRA 的成员,接受 FINRA 的监管。FINRA 不仅负责对纳斯达克股票市场、美国证券交易所(America Stock Exchange)上市证券交易的监管,也负责监管证券交易商在场外交易市场的行为。^⑥

2. 自律管理型监管模式

英国对资本市场的监管是一个包括政府、行业协会和交易所在内的三级监管体制。长期以来,英国形成了自律监管的传统,政府采用非直接手段对证券市场进行宏观调控,行业协会和证券交易所根据政府的法规政策,制定各自的管理条例和业务规则,对证券市场进行微观管理。根据 1986 年颁布的金融服务业法案,证券市场管理权属于贸易工业大臣,这个管理权于 1992 年转移给财政部。^⑦ 依照 1986 年 SFA 的规定,政府得将其大部分的法定管理权委托指定的代理机构。财政部于是将部分管理权委托证券投资委员会(Securities and Investments Board, SIB),使其成为第一个政府指定代理机构。1998 年 6 月 1 日起,英国金融管理体系重新整合,成立新的单一管理机构即金融服务管理局(Financial Services Authority, FSA),掌管全部金融业务。全国的三大自律组织:投资管理监管组织(Investment Management Regulatory Organisation, IMRO)、证券及期货管理局(Securities and Futures Authority, SFA)和个人投资管理局(Personal Investment Authority, PIA)全部整合并入 FSA。FSA 是一个独立的非政府机构,其性质属于政府依法授权执行监管任务的自律团体,根据《2000 年金融服务与市场法》,负责金融服务行业的监管。

1995 年,为满足处于成长期、尚未达到主板市场上市标准的公司的需要,拓宽其融资渠道,伦敦证券交易所的另类投资市场(Alternative Investments Market, AIM)成立。AIM 依附于伦敦证券交易所,由交易所对其进行管理,但 AIM 尤其独立的运作规则。目前 AIM 已经成长为全球瞩目的中小型企业上市地之一,已经成功培育出一批核心企业,

^⑥ 参见 <http://www.finra.org/index.htm>, 2010 年 4 月 20 日访问。

^⑦ The Transfer of Functions (Financial Services) Order 1992, SI 1992/1315. 转引自戴坚:“我国三板市场法制制度研究”,对外经济贸易大学 2006 年硕士学位论文,第 27~29 页。

促进了英国经济的发展。对于 AIM,主要是强调其行业自律的作用,政府对于 AIM 市场的影响是极其微弱的。政府主要通过制定法律法规和采取非直接手段对场外交易市场进行监管,基本不直接干预市场。AIM 实行的是以“终身保荐人”为核心的监管制度,对 AIM 上市公司负责的主要责任人,不是监管机构,而是保荐人。AIM 上市公司必须始终聘请保荐人,保荐人通过指派保荐代表人对公司进行指导,使这些公司的行为能够符合 AIM 的各项规则制度,防范损害 AIM 声誉、稳定和完整的违规行为。^②

(二)我国场外交易市场监管模式的选择

证券监管的总体目标是提高市场有效性,建立一个低风险、高效率的市场,充分发挥市场机制配置资源作用。因此,无论选择何种监管模式,其都应契合国情,确保证券市场运行有序、信息透明、交易活跃、合理竞争。中国的证券市场实行的是集中统一监管体制,在这种体制下,自律组织独立性不足,自律管理的功能无从发挥。中国没有长期发展场外证券市场的历史,对证券监管部门而言,场外证券市场是一个全新的课题。对场外市场的监管,我们应该将其纳入资本市场监管的范围,也应该兼顾其多层次的特点,针对不同的市场应该有相对灵活的监管模式。

本文认为,在构建和发展场外市场的具体实践过程中,要充分发挥出政府和市场两方面的作用。我国场外交易市场应当构建政府统一监管下的综合监管模式,政府对场外交易市场实行间接管理,证券业协会、证券交易所等自律组织进行直接管理,其中自律管理为主,政府监管为辅。具体来说:

1. 减少政府直接干预

场外交易活动是非常复杂、灵活多样的市场活动,如若对数量众多、分布广泛的场外交易市场施加过多的直接行政干预,不仅是监管资源的浪费,而且也是无效率的。首先,中国地域辽阔,中小企业分布范围大,随着场外证券市场中交易品种和规模的扩大,有效监管和管理成本之间的矛盾会越来越突出。由于场外交易市场的服务对象是不具备

^② 参见李博:“英国场外交易市场的发展及特点”,载高彦主编:《中国场外交易市场发展报告》(2009~2010),社会科学文献出版社2009年版,第220页。

上市条件、规模较小的非上市公司,过于严格的行政监管将会给挂牌公司带来高昂的成本负担。在一段时期内,统一的行政监管必然会加大人力成本,由此带来的是中小企业融资成本的增加和效率的降低。其次,虽然场外交易市场的风险较高,但其面对的也主要是有风险投资偏好的成熟投资者。此类投资者经验丰富,抗风险能力较强,亦不需行政监管给予过高保护。

行政监管职能是中国证监会及其派出机构的职责,但证监会不应对外场交易市场直接进行监管,其监管职能主要是通过如下措施实现的:(1)制定、批准相应的场外交易市场规则,从法律层面规范场外交易市场上各主体的行为;(2)监管场外交易市场的主管机关的自律监管;(3)监管场外交易市场上的中介机构,如对券商、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、资信评估机构等的监管。^②

2. 加强行业组织和场外交易场所的自律管理

减少政府直接干预,并不意味着对市场主体的任意放任。在放松行政监管的同时,政府机构应支持自律性组织对市场交易进行严格的自律监管。自律是证券业的基石,有其天然的优势。自律监管特有的弹性与机动,既能免去行政干预下监管资源的浪费,又能及时调节、均衡市场的发展轨迹,在取得良好的市场监督效果的同时,又不至于影响市场对金融资源的优化配置功能。

因此,一是可以考虑进一步放宽证券业协会的权限,证监会可将部分权限转让给证券业协会行使。证券业协会通过协调、管理、监督会员,建立对保荐人、做市商、券商等主体的各种有效管理制度,引导场外交易的有序化。二是可以考虑强化和落实证券交易场所的自律管理职能。证券交易场所作为市场的组织者,直接面对上市公司、投资者、券商和广大中介机构,能够对证券交易进行实时监控,这种特殊的角色、职能和优势,客观上要求证券交易场所承担起对证券交易的一线监管责任。因此,在修改《证券法》时,应明确授予证券交易场所监管的权限,保证其自律管理的权威性。

^② 参见李天博:“中国场外交易市场构建研究”,中国政法大学2009年硕士学位论文,第35~36页。

四、场外交易市场监管制度的基本内容

场外交易市场的核心功能是提高全社会的资金配置效率,促使资金向最有效率、最有竞争力的企业流动。为了实现这一目标,场外交易市场发展战略、市场组织和市场结构、市场运行规则以及监管体制,都应以培育规范的、无歧视性的、高度竞争和高效率的资本市场为目标。场外交易市场监管制度的设计,对场外交易市场的运作具有决定性的意义。境外主要场外交易市场大都设计了区别于主板市场的监管制度,其中以市场准入监管、交易行为监管、信息披露监管等内容为支柱。

(一) 市场准入监管

市场准入监管是对场外交易市场中各类当事人进入市场的资格进行审查和批准,明确市场准入条件,包括挂牌公司准入、投资者准入、做市商准入、保荐人准入、中介服务机构准入等。^⑨ 市场准入制度历来被认为是利益分配机制的集中体现,因此,部门之间、机构之间甚至地区之间都一直表现出对抗竞争的特征。其结果,就是“市场成为政府利益平衡与协调的杠杆,成为权力博弈的砝码,成为政府设计市场最具刚性的理由”。^⑩

笔者认为,市场准入制度要从政府权力配置转为市场选择配置。目前场外交易市场发展尚处于初级阶段,而且该市场主要是为达不到上市条件而又具有融资需求的公司提供证券交易平台,因此在挂牌公司市场准入方面设定的门槛不宜过高,否则市场的发展将会比较迟缓。

在市场准入监管方面,应该注重发挥保荐人的作用。如前文所述,英国 AIM 实行的是以“终身保荐人”为核心的监管制度,保荐人扮演着“保姆+保镖”的双重角色:公司每年要向保荐人交纳 5 万美元的持续

^⑨ 刘忠燕、钟冠华、晏钊影等:“中国场外交易市场监管模式研究”,载高彦主编:《中国场外交易市场发展报告》(2009~2010),社会科学文献出版社 2009 年版,第 373 页。

^⑩ 周密、邓向荣、鄯圆圆:“探索与创新:2000 年后场外交易市场考察”,载高彦主编:《中国场外交易市场发展报告》(2009~2010),社会科学文献出版社 2009 年版,第 121 页。

保荐费用,保荐人为公司提供一系列的增值服务,包括帮助公司寻找两名独立董事、为公司撰写研究报告、安排路演等。同时,AIM还把对公司的监管交给保荐人,保荐人是终身制,对上市公司负100%的责任,保荐的企业若有问题,保荐人也会受到处罚。^②我国也可以借鉴上述制度,在调整保荐人结构组成、明确保荐人角色功能定位的前提和基础上,延长保荐人任期。对于履行监督、审核职责的保荐机构,实行保荐人任期终身制,让保荐人对挂牌公司的市场准入把关,并负责持续督导,使挂牌公司一直处于保荐人的监督、审核和辅导之下。

(二) 交易行为监管

交易行为监管包括多个方面:一是交易规则的制定,以确定各市场参与者的权利和义务;二是依据相关法律法规及交易规则,对交易参与者的交易行为进行监控和跟踪;三是有关机关对涉嫌违法违规的行为及异常交易行为进行调查和处理等。交易行为监管和采取的交易制度有着密切的联系,本文所述交易行为的监管侧重于第二方面。

场外交易市场的风险远高于交易所市场,而且信息隐蔽性强,交易所在一线监管方面也存在很大困难。由于做市商制度有利于增强市场流动性和价格稳定性,适用于低流动性、高风险的市场,目前被很多场外交易所普遍采用。做市商制度下,做市商在场外交易中具备独特地位和作用,因此,境外很多发达资本市场都将监管的重点放在做市商上。如美国纳斯达克市场主要由NASD负责监管,除对上市公司有一定的要求之外,监管侧重于做市商;OTCBB也主要对做市商的报价信息和交易活动进行监管。

目前,我国各地场外交易市场尚未建立统一的交易制度。本文认为,如果我国场外交易市场采用做市商制度,在市场交易行为监管方面,一方面要注重发挥做市商的积极作用,震慑和防范市场操纵等违法违规行。做市商市场参与程度高,比其他监管主体更及时观察到市场交易的异常情况,建立做市商的定期报告和及时报告制度,对于监管

^② 参见郭蕾:“英国AIM:保荐人终身制确保适度监管——访伦敦交所亚太区总裁祝晓健”,载<http://www.zjoi.com.cn/07stock/system/2009/06/01/015554511.shtml>,2011年7月25日访问,原载《证券时报》2009年6月1日。

市场运行状况大有裨益。另一方面做市商本身存在资金优势、持股优势和信息优势,为了避免做市商不当利用其优势非法影响市场,应建立专门针对做市商的监管制度。可以借鉴境外经验,建立针对做市商的成交报告制度、报价监管制度、卖空交易监管制度、交易信息披露制度等。

(三) 信息披露监管

信息披露制度,也称公示制度、公开披露制度。从信息披露法律制度的主体上看,它是以发行人为主线、由多方主体共同参加的制度。信息披露的主体大体分为四类:第一类是证券市场的监管机构和政府有关部门,它们所发布的信息往往是有关证券市场大政方针,因而也是较为重要的信息。特别是证券市场的监管机构,它们在信息披露制度中既是信息披露的重要主体,也是有关信息披露的规定得以实施的监管机关,因此它们在披露制度中处于极为重要的地位。第二类是信息披露的一般主体,即证券发行人,它们依法承担披露义务,所披露的主要是关于公司及与公司有关的信息,是证券市场信息的主要披露人。第三类是信息披露的特定主体,它们是证券市场的投资者,一般没有信息披露的义务,而是在特定情况下,它们才履行披露义务,比如持股5%以上的股东。第四类主体是其他机构,如证券交易所等自律组织、各类证券中介机构,它们制定市场交易规则,有时也发布极为重要的信息,如交易制度的改革等,因此也应按照有关规定履行相应职责。

场外交易市场上市门槛低,企业在资金实力、发展前景、经营效益、内部管理等方面存在诸多不确定性,投资风险较大。因此,成熟的场外交易市场都建立了比较完善的信息披露制度,并强调证券中介服务机构在信息披露中的责任,以提高市场透明度,降低风险。我国目前对于场外交易市场尚无规范的信息披露制度,场外交易市场信息披露制度存在信息披露范围狭窄、信息披露的真实性难以保证、信息披露不完整等问题,并且各个市场的信息披露规定在内容、形式、范围等方面标准不一,也无法做到信息共享。要建立公开、透明的场外交易市场,切实保护投资者利益,信息披露制度的完善势在必行。

本文认为,场外交易市场信息披露监管的重点,是对挂牌公司的信息披露进行监管。挂牌公司必须依照法律规定将其自身的财务变化、

经营状况等信息和资料向证券管理部门和证券交易场所报告,并向社会公开或公告,以便使投资者充分了解情况,保护投资者的利益。挂牌公司的信息披露,既包括挂牌前的披露,也包括挂牌后的持续信息公开,它主要由申请挂牌制度、定期报告制度和临时报告制度等组成。目前我国场外交易市场信息披露监管制度尚未建立,今后尚需充分吸收和借鉴目前沪深交易所的信息披露管理方面的经验,对场外市场挂牌交易的公司实行严格、规范的信息披露监管。

总之,场外交易市场是多层次资本市场体系中的基础性市场,我们应该充分认识到场外交易市场建设的重要性和必要性。目前,推进场外交易市场建设的关键在于政府。政府宜站在中国经济、社会发展的全局和长远利益角度上,设计出场外交易市场的科学构架,并采取有效的市场推进措施。在建立和完善中国场外交易市场的过程中,应尽快完善相应的法律法规,采取适合中国国情的监管模式,并尽快确立有关监管制度,以促进场外交易市场的规范化和制度化建设,促进中国多层次资本市场体系的形成和发展。