

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: X2011156158

UDC\_\_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

我国券商参与 OTC 市场建设的定位  
和路径研究

Chinese Security Firms Participate in the Research on  
Localization and Path of Development of OTC Market

魏东晞

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专业名称: 工商管理 (EMBA)

论文提交日期: 2014 年 7 月

论文答辩日期: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2014 年 7 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日



## 中文摘要

在目前发达的市场经济国家与地区，资本市场作为市场经济的一个重要组成部分，业已蓬勃发展，并呈现出多层次的特点。然而，我国目前由主板、创业板、中小板、三板（新三板）以及区域股权与产权交易场所五层次组成的多层次资本市场，却呈现“倒金字塔”形的市场结构；资金主要集中于主板市场，而场外市场发展较为滞后，导致资本市场无法满足不同规模企业和不同层次投资者的投融资需求。

本文围绕我国证券公司参与 OTC 市场建设的定位和路径进行系统性地研究，在梳理我国场外交易市场发展的历史和成熟的市场经济地区构建 OTC 市场的经验的基础上，从实现我国场外交易市场服务市场经济的功能角度出发，为我国证券公司参与乃至主导 OTC 市场的建设的定位与具体路径提供建议。

本文从新的角度详尽分析了原三板（新三板）没有实现我国 OTC 市场预期功能的原因，也指明了当下各地不断升温的区域性股权交易场所可能存在的问题。参照美国与台湾地区的做市商经验，为我国证券公司在 OTC 市场中发挥做市作用和实现证券公司在资本市场中新业务的扩宽和功能的回归，提供了详尽的建议。与此同时，课题从一种新的思路出发论证了证券公司以参与 OTC 市场为契机，完善其托管功能的可行性。并从证券公司同业间和区域间股权交易所间合作两个角度，对证券公司在今后参与乃至主导我国 OTC 市场建设提出了构想。

本文分为四个章节：

第一章从实践角度论证课题的研究意义、范围和思路，以及使用的方法和本文创新点，明确研究框架。

第二章通过介绍我国场外市场的发展历程，明确我国场外资本市场的发展现状及特点，找出发展过程中存在的问题，对三板和新三板脱离初衷规划进行反思，避免重蹈覆辙。

第三章对成熟资本市场的 OTC 发展路径进行研究，主要集中于美国和台湾经验的总结，为我国场外市场的发展做出前瞻性和借鉴性分析。

第四章回归到我国证券公司参与 OTC 市场建设和定位的本源性分析。具体探讨我国证券公司在过去如何参与 OTC 市场，借鉴美国、台湾经验，证券公司在 OTC 市场发挥的作用以及未来具体的参与形式。

**关键词：**证券公司；OTC 市场建设；路径选择。



## **Abstract**

As one of the most important parts of economy, the capital market has been booming with the characteristic of multi-level among all the developed market-oriented states or areas. However, the structure of our state's multi-level capital market which consists of the Main Board, the Growth Enterprise Market, the Third Board (including the New Third Board) and the Regional Equity and Property Trading Places presents the image of an inverted pyramid. The fund of our capital market mainly concentrates in the Main Board, therefore, the development of the Over-the-counter market lags behind which leads to the market failure of satisfying investment and financing needs from different scale enterprises or investors.

This thesis project does systematic research on what is the best path and position for securities companies to take effective roles in establishing the Over-the-counter market. On the basis of reviewing the history of the OTC market in mainland and the reference to the developed capital markets, we offer specific suggestions on how securities companies can participate in and even lead the constructing of the Over-the-counter market from the point to achieve the anticipant functions of the Over-the-counter market in our state.

The thesis analyses the reasons why the Third Board and the New Third Board were not able to achieve the target of being the effective OTC market in a totally new view. At the meantime, we point out the problems probably existing in the Regional Equity and Property Trading Places which grow vigorously in recent days. According to the United States and Taiwan area's Market-making experience, we propose our view on how securities companies can be the effective Market-makers. Meanwhile, our project proves the feasibility for securities companies to complete their trusteeship function and offer one-package service to the market under the opportunity to be an important part of the newborn Over-the-counter market. Besides, our research findings also offer a new train of thoughts on how securities companies can join hands with others and the Regional Equity and Property Trading Places in order to break new ground in the Over-the-counter market of our state.

This thesis mainly consists of four parts:

In the first chapter, we determine the research framework and then confirm the significance, train of thoughts and the range of this study from the perspectives of the experience from practice. At the meantime, we give an outline of the innovation points and the research technique which we used in our study.

In the second chapter, by reviewing the development history of the Over-the-counter market in mainland, we understand the current situation and characteristic of the OTC market. On these foundations, it is not difficult for us to point out the problems probably existing in the developing path. Moreover, the study rethinks the reasons why we failed to achieve our original aim of establishing the Third Board(including the New Third Board) profoundly in order to avoid making the same mistake in the establishment of the OTC market again.

In the third chapter, we concentrate on the development path of the developed market-oriented states or areas nowadays. And then we do a few proactive and useful researches on this so that we can offer specific suggestions on what we can do to achieve the anticipant functions of the Over-the-counter market in our state.

Last but not least, we analyze what is the original purpose of the path and position for securities companies to take roles in establishing the Over-the-counter market. On the basis of the United States and Taiwan area's Market-making experience, we discuss how securities companies can participate in and even lead the establishment of the OTC market of our state effectively and successfully in the future.

**Key words:** Securities company; The construction of OTC market; Path



# 目 录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>第一章 引言</b> .....                       | <b>1</b>  |
| <b>第一节 选题背景</b> .....                     | <b>1</b>  |
| <b>第二节 研究范围和研究意义</b> .....                | <b>2</b>  |
| <b>第三节 研究思路</b> .....                     | <b>3</b>  |
| <b>第四节 研究方法与创新</b> .....                  | <b>4</b>  |
| <b>第二章 我国 OTC 市场发展现状与问题</b> .....         | <b>6</b>  |
| <b>第一节 我国 OTC 市场发展现状</b> .....            | <b>6</b>  |
| 一、我国 OTC 市场发展历程的阶段.....                   | 6         |
| 二、三板与新三板偏离原 OTC 设想的原因.....                | 9         |
| 三、我国 OTC 交易平台发展现状.....                    | 11        |
| <b>第二节 我国 OTC 市场中存在的问题</b> .....          | <b>15</b> |
| 一、现行的制度设置机制对我国场外交易市场有较大的制约.....           | 15        |
| 二、当前我国区域性的场外交易市场的市场效率远未充分释放.....          | 16        |
| 三、新三板与区域性 OTC 市场的差别应当引起关注.....            | 17        |
| 四、证券公司参与 OTC 市场缺失.....                    | 17        |
| <b>第三章 成熟资本市场 OTC 市场发展现状及证券公司角色</b> ..... | <b>19</b> |
| <b>第一节 美国 OTC 市场发展路径及现状</b> .....         | <b>19</b> |
| 一、美国资本市场结构.....                           | 19        |
| 二、美国 OTC 市场的发展历程.....                     | 20        |
| 三、美国 OTC 做市商制度及证券公司参与角色.....              | 22        |
| <b>第二节 台湾 OTC 市场发展路径及现状</b> .....         | <b>26</b> |
| 一、台湾资本市场层次.....                           | 26        |
| 二、台湾传统场外交易市场发展历程.....                     | 27        |
| 三、台湾兴柜市场.....                             | 29        |
| 四、台湾兴柜市场做市商制度.....                        | 30        |
| 五、台湾证券公司参与兴柜市场.....                       | 31        |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>第四章 我国证券公司参与和主导 OTC 市场的定位及路径选择 .....</b> | <b>33</b> |
| <b>第一节 我国证券公司参与 OTC 市场发展现状.....</b>         | <b>33</b> |
| <b>第二节 从功能视角看证券公司场外市场的定位 .....</b>          | <b>36</b> |
| 一、做市功能.....                                 | 36        |
| 二、托管功能.....                                 | 38        |
| <b>第三节 证券公司柜台市场的建设思路 .....</b>              | <b>41</b> |
| 一、柜台建设框架规范化.....                            | 42        |
| 二、交易制度具体化——做市商功能.....                       | 44        |
| 三、托管功能具体化.....                              | 53        |
| <b>第四节 证券公司机构间的战略合作 .....</b>               | <b>58</b> |
| 一、证券公司与证券公司间的合作.....                        | 58        |
| 二、证券公司与创业投资间的合作.....                        | 59        |
| 三、证券公司与银行间的合作.....                          | 59        |
| <b>第五节 证券公司与区域性股权市场的合作 .....</b>            | <b>60</b> |
| 一、合作实现 OTC 市场的私募融资功能.....                   | 60        |
| 二、合作实现 OTC 市场的投资配置功能.....                   | 61        |
| 三、合作实现 OTC 市场的转板上市功能.....                   | 62        |
| 四、合作实现 OTC 市场的承接退市功能.....                   | 62        |
| <b>第五章 结论与启示 .....</b>                      | <b>63</b> |
| <b>参考文献.....</b>                            | <b>64</b> |

## 第一章 引言

### 第一节 选题背景

OTC 是传统场外市场的简称，又称为柜台交易市场（以下统称“场外交易市场”），是英文 Over the Counter 的缩写，指交易商私下直接议价的交易方式，以区分透过交易所的集中市场进行买卖的交易方式。与传统交易所不同的是，场外市场没有向其他市场参与者自动披露交易价格的机制，对企业上市要求较低，并且可进行非标准化的交易。由于我国有严格的 IPO 审批制度，场外交易市场建设是指有别于现有主板、中小板、创业板的低层次资本市场的建设。在证监会颁布的《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见(试行)》中这样阐述了发展场外交易市场的必要性：

*区域性股权交易市场是多层次资本市场的重要组成部分,对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资,鼓励科技创新和激活民间资本,加强对实体经济薄弱环节的支持,具有不可替代的作用。*

从以上阐述中可以看出，场外市场可以为广大中小微企业提供融资服务，而目前困扰我国经济发展的一个重大问题就是中小企业融资难。随着民营经济的快速发展，中小企业贷款需求增速不断提升，但总体存量比例仍非常有限，可见单单依赖已有的主板、中小板和创业板市场，还远远不能满足全国不同层次中小企业股票投融资的多样化需求。

在成熟市场经济国家和地区，资本市场作为市场经济的一个重要组成部分，均已形成了一个多层次结构。而在我国，由于起步晚、监管严等原因，目前场外市场还处于萌芽状态，我们比较熟知的有天津股权交易中心、重庆、上海等，这些交易中心目前普遍的特征是挂牌企业少、交易还不活跃、制度尚不完善。场外交易市场发展远满足不了中小企业融资的需求，因此，如何更快更好的发展我国场外交易市场成为一个重大的课题。

对于证券公司而言，既可以参与场外交易市场的建设，比如投资入股，又可以从场外交易市场的发展中找到新的盈利来源，比如佣金收入、承销等。从

美国 2001-2010 年间场外市场比重和场外市场股票交易对佣金收入的贡献看，场外市场已经成为美国证券公司股票佣金收入的重要组成部分，目前占股票佣金收入的比重约三分之一。此外，证券公司还可以获取做市商交易收入、为企业客户提供并购融资服务收入、直接投资收入、在场外市场发售入股权证等衍生品相关收入等，从境外市场情形看，这些收入远高于佣金和投行收入，场外市场对证券公司业绩的贡献率超过 20%，并且为证券公司提供了丰富的企业资源和机构客户资源。场外市场的发展将为证券公司开辟全新的市场，促进经营模式的转变，有助于权益乘数和盈利能力的提升。

场外市场发展潜力巨大，对于证券公司而言既有机遇又有挑战，因此把握好证券公司在这其中发挥的作用和扮演的角色，以及明确具体的路径，都具有现实意义。

## 第二节 研究范围和研究意义

随着我国证券行业的不断发展，业务范围的不拓宽，多层次资本市场建设的现实意义在不断深化，当前我国实体经济经常出现“供血不足”的情况，这就要求我国融资渠道局限于间接融资和主板市场的直接融资的规模远远不能满足现实的资金需求，场外市场的建设已经刻不容缓。2012 年 9 月份全国中小企业股份转让系统有限责任公司注册成立，标志着全国性场外市场初具雏形，上海、广州、深圳和浙江先后成立区域股权交易市场则进一步完善了国内多层次资本市场链条。并且，证券公司柜台市场的建设也在去年取得了长足的进步，2012 年底《证券公司柜台交易业务规范》正式颁布，正式启动柜台交易业务试点，到 2013 年 2 月底已经有 15 家试点证券公司，场外市场发展得到了官方的政策支持。

目前，我国多层次资本市场由主板、创业板、中小板、三板（新三板）以及产权交易所五层次组成，其中三板和新三板带有场外市场的色彩，但并非严格意义上的场外交易市场。借鉴国际经验，国外发达资本市场的多层次资本市场结构一般呈正金字塔形状，其场外交易市场是其资本市场的主要组成部分，反观我国资本市场主要集中于主板市场，场外市场发展较为滞后，场外市场的

层次性丰富程度严重不足，导致资本市场无法满足不同规模企业和不同层次投资者的投融资需求，无法释放场外资本市场服务实体经济的作用。我国目前场外市场建设处于起步阶段，挂牌公司数量较少，交易活跃度不足，这主要与我国证券公司交易功能和柜台市场发展滞后密切相关，因此厘清证券公司柜台市场建设以及证券公司场外市场建设扮演角色的思路至关重要。对于解决证券公司参与 OTC 市场建设的定位和路径研究，具有以下重要意义：

首先，有助于我国多层次市场的建设和完善。我国目前资本市场结构单一、效率较低、多层次性不足，是制约我国实体经济融资的重要因素。OTC 市场是多层次资本市场主要组成部分，能为无法在主板、中小板或创业板上市上板的企业提供更为宽松、标准更低、形式更灵活的融资方式，有助于解决中小企业的融资难问题，促进有潜力企业的发展和壮大；同时，为投资者提供更多的投资渠道，疏通了投融资双方的阻碍。

其次，场外市场的发展离不开证券公司的参与。OTC 市场的建设涉及多个主体：监管层、投资者、证券公司等相关参与机构，从美国发展经验来看，证券公司在其中扮演着重要的角色，包括做市商功能、托管功能的一系列作用的发挥，都对 OTC 市场的发展起到积极推动的作用。证券公司柜台市场的建设更是 OTC 市场的重要组成部分，这些都离不开证券公司的参与。

再次，有助于证券公司尝试新业务、开拓新利源。目前，我国证券公司的业务还主要集中于传统的经纪、咨询、自营等传统性较强的业务，由于监管等原因，无法充分地发挥出其交易、组织市场、托管等实质性的功能。场外市场的建设将有助于证券公司在资本市场中新业务的扩宽和功能的回归，完善盈利模式。

### 第三节 研究思路

本课题围绕证券公司参与 OTC 市场建设的定位和路径进行系统性地研究，具体而言，分为四大部分展开：

第一部分从实践角度论证课题的研究意义，范围和思路，以及使用的方法和本文创新点，明确研究框架。

第二部分通过介绍我国场外市场的发展历程，明确我国场外资本市场的发展现状及特点，找出发展过程中存在的问题，对三板和新三板脱离初衷规划进行反思，避免重蹈覆辙。

第三部分对成熟资本市场的 OTC 发展路径进行研究，主要集中于美国和台湾经验的总结，为我国场外市场的发展做出前瞻性和借鉴性分析。

第四部分回归到我国证券公司参与 OTC 市场建设和定位的本源性分析。具体探讨我国证券公司过去如何参与 OTC 市场，借鉴美国、台湾经验，证券公司在 OTC 市场发挥的作用以及未来具体的参与形式。

#### 第四节 研究方法与创新

本文在对我国现有场外交易市场历史和现状的概括和其它发达资本市场场外交易市场的描述中综合运用文献研究法与经验总结法。通过以往国内外学者对 OTC 市场发展的探讨和其它证券公司对我国 OTC 市场发展的观点，较为全面地认识了国内外 OTC 市场发展的历史和现状，帮助我们对证券公司在今后参与乃至主导 OTC 市场的定位和路径设计奠定认知基础。

在探究我国三板、新三板乃至当下场外交易市场发展中存在的问题时，采用研究社会科学问题常用的定性分析法：对研究对象的“本质”进行分析。具体地说是运用归纳和演绎、分析与综合以及抽象与概括等方法，对获得的各种材料进行思维加工，从而由此及彼、由表及里，揭示 OTC 市场发展的内在规律；从而引出我们后来对证券公司参与的 OTC 市场的定位及发展路径的总体构想。

在对证券公司参与 OTC 的具体路径构想中，我们运用功能分析法。从我国日益发展的经济对多层次资本市场的需求和我国众多的中小企业的融资需求中，我们对“合理的”OTC 市场所应具备的功能进行一般性的界定。通过说明证券公司参与乃至主导的 OTC 市场应当从哪些方面满足社会经济发展的需要，来提出我们的政策构想和目标。

在以往的论文及证券公司报告中，大多数仅只是对 OTC 市场发展的历史和现状一个简单的描述与概括，并没有深入挖掘三板及新三板发展中出现的问题及我国区域性股权交易市场在近些年呈蓬勃发展之势的原因。本文在概括我国

场外交易市场和总结其它发展资本市场的 OTC 市场发展经验之上，对场外市场发展现状所存在的问题做了较为全面的梳理。与此同时，在客观可行的基础上，我们提出了证券公司当下参与 OTC 市场，并在今后主导 OTC 市场健康发展的政策目标和可行路线。对证券公司实行的“做市商”制度，和证券公司同业以及与区域间股权交易市场的合作进行了可行性分析。对今后一段时间，证券公司参与我国 OTC 市场的构建，恢复证券公司托管、支付和交易等方面的功能具有指导意义。

## 第二章 我国 OTC 市场发展现状与问题

### 第一节 我国 OTC 市场发展现状

#### 一、我国 OTC 市场发展历程的阶段

如果按照 1987 年中国人民银行所颁布的《证券柜台交易暂行规定》中“柜台交易是指在证券交易所以外的场所进行证券交易买卖的活动”作为对我国场外交易市场的定义的话，那么中国证券交易场外市场的历史可以追溯到新中国成立前期。早在十九世纪七十年代，在中国已出现了买卖外商企业股票的经纪人。而这段由洋行代理买卖股票的历史一直延续到 1891 年上海股份公所的成立。然而，计划经济时期，我国的证券交易全面停滞，场外交易市场自然也就不复存在。

#### 第一阶段：自发性场外交易市场

我国具有实质性意义的场外交易市场则始于上世纪八十年代初，随着我国企业股份制改造开始，股份有限公司随之诞生并蓬勃发展起来；随着股票发行的增多和投资者队伍的扩大，对于股票交易的需求随之增加。在此基础上，不少地方信托投资公司推出了代办证券交易业务，股票的柜台交易陆续在全国各个地区显现雏形。1986 年 8 月，沈阳市信托投资公司开办代客买卖股票和企业债券的窗口交易，便成为我国第一家柜台交易市场。在标的的需求与供给较为集中的地区，还形成了如成都红庙子交易市场<sup>①</sup>的自发性场外交易市场。

由于这些场外市场交易的股票价格受到金融当局的严格监管（如根据当时中国银行的交易方法，股票持有者拟转让股票时，必须自己寻找转让对象，而转让价格亦被统一规定所锁定。）逐利的股票持有人有更大的动机选择在黑市进行交易，这种未纳入监管体制的行为自然为金融监管当局日后通过各种措施试图清除黑市的股票交易埋下了伏笔。

<sup>①</sup> 成都红庙子交易市场：三板市场的前身，是各地自发的股票交易市场。而成都红庙子自发的股票交易市场规模最大，堪称代表。在这个所谓的“一级半”市场上，每天有数万人次出入买卖，最高潮时能达十万人次，高达 250 种股票处于未受监管的情形下流通。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫