

## 多层次资本市场及证券交易 场所法律制度完善研究

中央财经大学课题组\*

**摘要:**多层次资本市场法律制度的构建和完善,应当明确各证券交易场所之间的功能和定位,包括明确各证券交易所之间的竞争性定位和内部板块的划分,还包括明确其他证券交易场所的法律地位,完善其基本法律制度,合理配置其功能。完善多层次资本市场结构体系的另一重要内容是促进发行市场与交易市场之间的合理区隔,引入介绍上市、转板制度等。证券交易所的设立制度、组织形式和自律管理职能的履行方式也应进行相应改革。

**关键词:**多层次资本市场 其他证券交易场所  
介绍上市 转板 证券交易所

发展多层次证券交易场所体系,是为了满足不同生命周期企业融资和证券交易的不同需求。市场经济的核心是交易,有交易才能形成市场经济,市场建设是为了满足交易的需要。交易因商品、交

---

\* 课题组负责人为中央财经大学郭峰教授,课题组成员包括邢会强、杜晶、缪因之、董新义、张国磊。

易额、交易者、交易方式的不同而分成不同的层次,市场也因此需要分成多样化的市场。从境外发达资本市场发展的经验可以看出,成功的多层次资本市场体系都包括场内市场与场外市场的协调发展,且无论场内市场还是场外市场都针对不同生命周期的企业设定多元化的上市(或挂牌)标准,针对不同企业的不同融资需求设定不同的条件。此外,定位准确、分工合理的资本市场层次设计,以及各层次市场之间合理有效的衔接机制(即转板机制),亦是多层次资本市场生成和发展的重要条件。本文立足国情,对多层次证券市场结构(证券交易所和其他证券交易场所)的发展提出微调、废除或改革的建议,以服务于我们正在进行的《证券法》修改进程。

## 一、多层次资本市场协调发展基本框架法律问题研究

### (一)多层次资本市场协调发展的理论

从主流观点来看,场内市场就是指由证券交易所组织的集中交易市场,一般有固定的交易场所和交易活动时间。在我国语境下就是指上海证券交易所和深圳证券交易所。<sup>[1]</sup> 场外市场,又称为 OTC 市场(over-the-counter market),在国外又多被称为柜台交易市场或店头市场,通常是指在证券交易所外进行证券交易的场所。在我国语境下,场外市场即在上海证券交易所和深圳证券交易所外进行证券交易的场所。现在,“场外市场是指除证券交易所以外的一切证券交易场所,包括券商的营业柜台及以此为基础发展起来的各种阶段、交易和清算系统等”。<sup>[2]</sup> 目前,绝大多数观点都认为场内市场和场外市场的划分仅为物理层面的划分。

随着信息产业的发展,场外市场得到了迅猛的发展,场外市场已经发展成为泛指所有证券交易所以外的进行证券交易的场所,其概念的

---

[1] 从交易商品期货的场内市场来看,我国又有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所。从金融期货的场内市场来看,我国有在上海设立的中国金融期货交易所。

[2] 李东方:《证券监管法律制度研究》,北京大学出版社 2002 年版。

内涵得到了扩展,场内市场与场外市场的概念也变得极为模糊。国际证监会组织(以下简称 IOSCO)就认为,场外市场通常被称为一个分散化的市场,其中交易通过交易商以电话或其他电子途径达成,通过高定制化或结构化的产品来满足不同风险偏好的投资者或交易商的投资需求。<sup>[3]</sup> 美国 NASDAQ 认为,OTC 市场是一个分散化市场(相对于交易所市场),在这个市场中,在地理上分散的交易商通过电话和电脑连结在一起。它是非上市股票或衍生产品进行交易的场所。<sup>[4]</sup> 可见,新时期背景下我们在定义场外市场时,必须考虑到信息科技的发展对之前基于证券交易场所这个物理基准的定义的改变,借鉴 IOSCO 和美国 NASDAQ 对场外市场的定义,将场外市场定义为:是指不同于证券交易所的、分散化的证券交易市场,其交易多通过电话或其他电子方式来进行的场所。

在资本市场发展过程中,场内市场与场外市场的协调发展是多层次资本市场体系构建的当然内容和重大命题。在资本市场体系构建过程中,同时需要场内市场和场外市场这两个不同层次的市场,这也是得到相关理论证明的。二十世纪七八十年代,刘易斯和丘吉尔等人从企业规模和管理因素两个维度描述了企业发展的各个阶段,并由此提出了企业成长的生命周期理论。<sup>[5]</sup> 该理论最早以企业成长周期分为创立期、生存期、发展期和成熟期为开端,期间不断经过修正和完善,目前,企业生命周期理论认为,企业的发展可分为初创期、成长期、成熟

---

[3] OTC markets are usually defined as decentralized markets where trading is done by market actors using telephone or other electronic means which provide the opportunity for investors/dealers who have different risk appetites and needs to engage in highly tailored/structured transactions.

[4] A decentralized market (as opposed to an exchange market) where geographically dispersed dealers are linked by telephones and computers. The market is for securities not listed on a stock or derivatives exchange, 载 <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/o.o.t.c.>, 2013年7月18日访问。

[5] 除了企业生命周期理论来论证多层次资本市场的必要性,在理论界还有哈里·马克维茨的投资者风险偏好理论(现代资产组合理论)、金融协调理论以及提升国际竞争力理论。

期、衰退期或重组期。<sup>[6]</sup> 处于不同生长周期的企业需要相应的通过场内市场或者场外市场或者通过场内市场和场外市场的组合来解决融资需求,而且即使是在同种类的所谓的场内市场,主板市场、中小板和创业板市场满足不同成长周期的企业的融资需求也是不同的;同为场外市场服务的企业的融资需求也是不同的。因此,为满足不同企业在生命周期里的不同阶段的不同融资需求而设立的多层次、差异化的多层次市场,正是场内市场和场外市场协调发展、和谐共存的理论基础和现实条件。

## (二)我国证券场内市场与场外市场体系的现状与评述

目前,我国已经形成了主板市场(包括上海、深圳证券交易所)、二板市场(又称为创业板市场)、场外交易市场(包括全国中小企业股份转让系统、天津股权交易所、上海股权托管交易中心、重庆股权转让中心等)在内的多层次资本市场的雏形。

### 1. 主板、中小企业板和创业板的现状与问题

我国的证券交易场所体系已存在一定的层次性,但证券交易所明显出现了“独大”的局面,其他证券交易场所还处在边缘化、为对证券交易所“拾遗”的局面,甚至还常常面临着被“清理整顿”之虞,缺乏法律保障。同时,即使两个交易所市场已成并行的结构,但2000年后深交所停止主板新上市公司,2004年转型为面向中小企业和后来的创业企业(2009年开始)证券上市的专门场所后,在制度设计上,两家交易所之间已经出现了错位格局,从形式上看,潜在的竞争性也大为减弱。<sup>[7]</sup> 不过,耐人寻味的是,尽管主板、中小企业板、创业板的上市条件和上市规则在经济指标(如上市和退市标准)略有不同,但都沿用了证监会核准公开发行然后在交易所上市的联动模式,监管架构也基本

[6] 关于企业生命周期理论和处于不同生命周期的企业的融资需求相关研究,参见王炳成:“企业生命周期研究述评”,载《技术经济与管理研究》2011年第4期;宋福铁、梁新颖:“企业生命周期理论与上市公司现金股利分配实证研究”,载《财经研究》2010年第9期;张捷、王霄:“中小企业金融成长周期与融资结构变化”,载《世界经济》2002年第9期。

[7] 详见缪因知:“论证券交易所竞争与监管的关系及其定位”,载《时代法学》2008年第6期。

雷同。

目前证券交易所市场存在的主要问题是：

第一，主板和中小企业板几乎无本质区别。实践中，主板和中小企业板在一个流程、一个标准下进行公开发行审核，区别只在于规模较小的企业会被纳入深圳中小企业板而非上海主板，其各种权利义务、接受的监管标准都一样。而且，由于上市门槛较高，能达到“中小企业板”标准的，已经是现实中的大公司了。上市公司最初也是来自于原来在主板排队的拟上市公司。<sup>〔8〕</sup>

第二，创业板和主板、中小企业板的上市和监管标准略有区别，但区分度不大。虽然《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》对新设的创业板之上市标准作出了不同的规定，创业板的法定宗旨是“促进自主创新企业及其他成长型创业企业的发展”，创业板放松了发行人发行前的连续盈利年度、净利润、营业收入、发行前股本总额要求，并通过增加净资产要求来“对冲”风险，但仍未完全从创业企业特点和融资需求角度厘清其在功能定位上与其他板块的差异。另外，创业板标榜挂牌企业的“两高六新”，<sup>〔9〕</sup>但实际上符合这些要求的“两高六新”企业寥寥无几，上市公司大都已进入成长期或成熟期，早已过了创业期。<sup>〔10〕</sup>

## 2. 全国中小企业股份转让系统的运作与监管

我国现行《证券法》第39条规定：“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券，应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院

〔8〕 “主板内的中小企业板”，载《中国财富》2004年7月15日。

〔9〕 《中国证监会新闻发言人就发布创业板申请文件准则和招股说明书准则并受理创业板发行申请答记者问》（2009年7月20日）指出：“多数市场人士认为，创业板应突出市场定位和板块特色，多吸纳新能源、新材料、生物医药、电子信息、环保节能、现代服务等领域的企业及其他领域成长性特别突出的企业，以及在技术、业务模式上创新性比较强、行业排名靠前和市场占有率较高的企业上市。对此我会将予以关注。”参见中国证监会网站，[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/200907/20090727\\_119086.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/200907/20090727_119086.htm)，2013年7月21日访问。

〔10〕 如首批招股的10家创业板公司的业绩均达到了中小板的标准，如乐普医疗3年净利润高达4.15亿元；首批招股的10家创业板公司的募资额也均达到了中小板的标准，平均每家公司融资约7亿元，其中神州泰岳募资额高达18.33亿元。参见李燕娜：“聚焦创业板致富路线 创业板企业的四不像”，载《投资快报》2009年9月29日。

批准的其他证券交易场所转让。”但实践中,并不允许公开发行的证券在非交易所上市。而且证监会通过证券登记结算公司限制股票过户,在技术上最后排除了场外自发组建柜台交易市场的可能性。除了大宗收购非流通股之外,所有上市股票只能在“场内”交易。<sup>[11]</sup>但是,随着退市公司的出现,自然也出现了不在交易所上市的公开发行人公司。从2002年开始,它们逐渐进入所谓代办股份转让试点范围,形成了证券公司代办股份转让市场,俗称“三板市场”。2006年开始,中国证券业协会在此基础上为北京中关村科技园区非上市股份有限公司股份开设了报价转让服务。由于这些公司股份相对价值较高,而不像之前只是退市公司的“回收站”,所以代办转让市场也被称为“新三板市场”。2012年8月国务院批准扩大非上市股份公司转让试点,除中关村科技园区外,新增上海张江高新区、武汉东湖高新区、天津滨海高新区3处园区。<sup>[12]</sup>

2013年1月1日,证监会《非上市公众公司监督管理办法》施行,初步建立了公开发行不上市制度。1月16日,在证监会支持下,由证券公司代办股份转让系统升级而来的全国中小企业股份转让系统(以下简称全国股转系统)在北京揭牌,开始形成非上市公司股份转让的全国性证券交易场所。2012年9月成立的全国中小企业股份转让系统有限责任公司是这个转让系统的运营管理机构,也取代了证券业协会成为了系统的市场自律管理主体,公司股东涵盖了国内主要的全国性交易所。2013年2月颁布的《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》和证监会批准的《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》(以下简称《业务规则》)规定,经中国证监会核准挂牌的非上市公众公司股东可以超过200人。<sup>[13]</sup>6月20日,国务院常务会

[11] 方流芳:“证券交易所的法律地位——反思‘与国际惯例接轨’”,载《政法论坛》2007年第1期。

[12] 据报道,下一步是覆盖国家级高新区符合条件的企业,待逐渐发展成熟之后,再突破园区概念,扩展到全国范围内符合条件的股份公司。参见龙飞:“北京交易所待出承接新三板7000亿市场”,载《中国经营报》2013年5月11日。

[13] 截至2013年5月28日,全国股转系统实有挂牌公司212家,总股本达58.19亿股。参见“全国股份转让系统首批企业挂牌仪式在京举行”,载全国中小企业股份转让系统,[http://www.neeq.com.cn/xwdt/xwdt/201305/20130528\\_445576.htm](http://www.neeq.com.cn/xwdt/xwdt/201305/20130528_445576.htm)。

议决定将中小企业股份转让系统试点扩大至全国,以鼓励创新、创业型中小企业融资发展。

从现有的规则体系来看,全国股转系统主要从七个方面确立了运作机制:一是挂牌。《业务规则》2.1 规定了六项挂牌条件。二是定向发行。2013 年《非上市公众公司监督管理办法》第 41 条对定向发行作了非常详细的规定。三是转让。《业务规则》3.1.2 规定了股票转让可以采取协议方式、做市方式、竞价方式或其他中国证监会批准的转让方式等。经全国股份转让系统公司同意,挂牌股票可以转换转让方式。挂牌股票采取做市转让方式的,须有 2 家以上从事做市业务的主办券商(以下简称做市商)为其提供做市报价服务。四是转板。《业务规则》明确许可挂牌公司可以向中国证监会申请首次公开发行股票并上市,或向证券交易所申请股票上市,期间暂停转让。五是弱化信息披露要求。全国股转系统不再要求参照主板年度报告要求披露,而是制定了年度报告内容与格式指引,突出投资者需求,将投资需求作为重要性判断,对年报内容重新排列。六是摘牌。《业务规则》4.5.1 规定了应予摘牌的六种情形。七是主办券商管理。主要是全国股转系统取消对主办券商业务资格的事前审批,凡具有证监会批准的相应业务资格并在人员、技术上符合有关要求的证券公司均可向全国股转系统提交业务申请,备案后即可开展相关业务,但需强化过程监管与行为监管。

### 3. 区域性股权交易市场的现行法律框架、运行与监管

由于地方性资本市场能够促进当地企业融资和经济发展、增强地方形象,所以长期以来各地官商都颇热衷于兴办地方性的各类交易场所,中央也是屡禁不止,旋灭旋起。尽管经过了 2011 年年底以来的又一轮清理整顿风暴,但实际上中央政府还是在一定程度上承认了区域性股权交易场所的存在。

在过去一段时期,我们相继有“38 号文件”、<sup>[14]</sup>“37 号文件”<sup>[15]</sup>以

[14] 即 2011 年 11 月《国务院关于清理整顿各类交易场所、切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38 号)。

[15] 2012 年 7 月国务院办公厅发布《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37 号)。该文除了重申 38 号文件外,重点是细化了有关规定。

及“清理整顿各类交易场所部际联席会议制度”<sup>[16]</sup>对区域性股权交易市场的发展和限制作出了规定。目前,为了更好地动员利用地方力量,中央开始允许地方参与资本市场的低层次部分的监督管理。对此,主要的规范性文件包括:一是2012年7月国务院办公厅颁布的《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》;二是2012年5月证监会发布的《关于规范区域性股权交易市场的指导意见(试行)》(征求意见稿);三是2013年证监会制定的《非上市公众公司监督管理办法》第46条的规定;四是证监会2012年8月颁布的《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)》。

#### 4. 区域性股权交易市场的运作与监管

目前绝大多数区域性股权交易市场是由省级政府批准和控制,主要包括天津股权交易所、上海股权托管交易中心(Shanghai Equity Exchange)<sup>[17]</sup>深圳前海股权交易中心(Qianhai Equity Exchange)<sup>[18]</sup>重庆股份转让中心、北京产权交易所(China Beijing Equity Exchange)等。新三板和主要区域性股权交易市场对比如表1所示:

表1 新三板和主要区域性股权交易市场对比表

	所有区域	挂牌数量 (家)	市场规模	市场地域分布
天津股权交易所	天津	292	总市值 245.36 亿元	挂牌企业覆盖全国 26 个省、市地区
新三板	北京	212	总股本 60.19 亿股	中关村科技园区、天津滨海新区、上海张江高科开发区、武汉东湖开发区

[16] 这是为贯彻落实38号文件,2012年1月国务院同意建立由证监会牵头的清理整顿各类交易场所部际联席会议的制度。

[17] 详细情况可参见“上海股交中心市场影响力不断扩大”,载上海股权交易托管中心网站,[http://www.china-see.com/my\\_con.jsp?aid=1572&cid=146&fid=134](http://www.china-see.com/my_con.jsp?aid=1572&cid=146&fid=134),2013年9月29日访问。

[18] 该中心为区域性股权交易市场,为广东非上市股份公司实现转主板、中小板、创业板。参见曹磊:“深圳前海股权交易中心揭牌 郭树清上月曾否认”,载新浪财经,<http://finance.sina.com.cn/stock/y/20120515/233012071620.shtml>,2013年9月29日访问。

续表

	所有区域	挂牌数量 (家)	市场规模	市场地域分布
重庆股份 转让中心	重庆	97	总市值 98.8 亿元 总股本 35.87 亿股	重庆区域挂牌企业
齐鲁股权 托管交易中心	山东	140	总市值 112 亿元	山东区域挂牌企业
浙江股权 交易中心	浙江	72	总市值 182.25 亿元	浙江区域挂牌企业
上海股权 托管交易中心	上海	59	总市值 33 亿元 总股本 11.45 亿股	上海地区挂牌企业

资料来源:《前进中的天交所》2013 年第 6 期,第 23 页。 数据更新至 2013 年 6 月

数据统计:杨东峰

但是,从全国股转系统和区域性股权交易市场的发展关系来看,前者由于得到了国家政策和证监会的支持而明显后来居上,还颇有统率区域性市场的打算。一方面,全国股转系统是“经国务院批准设立的第三家全国性证券交易场所”,而各区域股权交易市场仅是由省级政府批准设立的非公开市场,申请在新三板挂牌的公司须先停止其在区域股权市场的转让、发行等行为,完成摘牌手续。另一方面,由于处在发展初期,全国股转系统又在积极谋求与区域性场外市场的合作对接。

另外,按照证监会相关规定,股东人数累计超过 200 人的非上市公司要么在新三板挂牌,要么不在任何市场挂牌,但就是不能在地方性证券交易场所挂牌,这导致地方市场受到了两方面的挤压,不甚合理。因为在一个交易场所挂牌,一般情况下能接受更多的监督,有利于加强公司治理。况且新三板再如何扩容,也不可能涵盖所有的非上市公众公司和非上市普通股份有限公司,仍然有大量非上市公司的融资需求无法得到满足。

### (三) 现行场内、场外市场体系及其法律制度存在的问题

总结如上,从我国目前关于场内市场与场外市场的立法、监管和运

行现状情况来看,场内市场体系及其法律制度相对完善,场外市场体系及其法律制度则极为落后,两者的法律制度存在严重失衡:

1. 场外市场缺乏明确的定位。

长期以来,在资本市场建设中,我国存在“重场内、轻场外”的倾向,即对场内市场的建设非常重视,对场外市场的建设和发展却处于平时忽视、但出现问题时又非常关注的状态。由于场内市场在上市交易制度以及组织形式上容易模仿发达国家证券交易所的发展经验和先进制度成果,因此,从我国政府在发展资本市场的轨迹来看,明显采取了优先发展交易所市场的政策。这导致了我国对场外市场长期实行以“禁”为主的政策,影响了我国多层次资本市场的发展。<sup>[19]</sup>

2. 场外市场法律制度缺失。

我国在场外市场法律制度建设上很长时期处于一种滞后状态,之前的证券法律和公司法律都未明确规定场外市场。2005年《证券法》、《公司法》间接、原则性、笼统地规定了场外交易场所,但我国目前仍缺乏对场外市场体系及构建的相应具体法律制度。虽然《证券法》第39条似乎为发展场外市场开拓了法律空间,但该条也只是原则性规定,并未使用“场外市场”术语,未明确“国务院规定的其他证券交易场所”就是指场外市场。因此,场外市场的法律地位、功能定位、市场形态、相关法律制度安排(如市场准入、信息披露、风险管理、投资者保护等)等仍然处于模糊状态,场外市场建设缺乏法律层面的依据。现实中存在的场外市场与场内市场的功能定位区分并不明确。

3. 缺乏统一成熟的交易规则和监管制度。

由于对场外市场予以规制的基本法律缺位,我国目前并无对场外市场规制的高位阶的、明确的交易规则和监管制度,影响了场外交易的发展。无论全国股转系统还是各区域交易市场,在部门监管、市场准入、交易规则等方面各自为政、条款分离、各行其是,交易市场分散独立,跨区域转让很难成行,缺乏统一监管,侵害投资者利益的现象时有发生,容易引起系统性金融风险。

---

[19] 参见洪锦:“完善我国证券场外交易市场体系的法律思考”,载《湖北社会科学》2010年第4期。

#### (四)多层次资本市场的合理定位、功能重构及其法律完善

##### 1. 场内市场地位、功能的重构

应对现有场内市场进行重构,确立既合作又竞争的发展格局。

##### (1)沪、深主板市场功能的共同定位

针对沪、深两市的主板市场,应整合现行A股和B股市场格局,通过由国务院或证监会制定渐进措施,逐步促使B股退出市场,适时推出国际板。将其定位为大型、<sup>[20]</sup>处于生命成熟期的企业提供融资和证券转让服务的市场,这些企业主要包括国有企业、民营企业甚至国外企业。

##### (2)解决沪、深两市主板功能重复、竞争不足问题

目前,我国沪、深两个证券交易所均有主板市场,面临功能重复的问题。对此提出如下可供参考的解决方案:

①可以考虑将两大交易所进行合并为“中国证券交易所”(CSE)。交易所合并可以增强交易所的规模经济优势和国际竞争力。在此基础上,还可以允许沪、深两市以不同的板块形式相对独立的存在。板块之间也可以在监管标准上有所差异,并且上市公司可以选择在板块之间进行迁移;或者

② 真实赋予沪、深交易所更多的自律权限。允许二者得以设立不同的板块,从上市标准、监管程度和公司治理等方面体现出各自以及自身各板块之间的差异性,增强竞争;又或者

③ 通过登记结算改革促进交易所竞争。目前两个交易所各自对口中国证券登记结算有限公司的上海和深圳分公司,方流芳教授据此指出:如果在上交所和深交所之间建立类似美国的“市场串联系统”(Inter-market Trading System, ITS,是纽约股票交易所连接美国其他9家交易市场的电子通讯网络,其会员券商凭借ITS和美国其他交易市场的券商

---

[20] 例如,可以坚持和完善现有主板上市的财务指标,包括:发行前公司股本总额不少于人民币3000万元;最近3个会计年度扣除非经常性损益和不能合并会计报表的投资收益后的净利润均为正数且累计超过人民币3000万元,最近1个会计年度该净利润超过人民币1000万元;最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额均为正数且累计超过人民币5000万元;或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元等。

联络),则券商即使继续在两个交易所分别租用入场通道,两个交易所之间也会在服务方面进行激烈竞争。也就是说,通过登记结算公司的单一化,一种证券就有了在两个交易所上市的可能,券商可以选择向哪一个交易所租用入场通道,从而推动两个交易所之间的竞争。

(3)解决深圳证券交易所主板、中小企业板和创业板区分不明显的问题

对于目前深圳证券交易所形成的表面上看起来“多层次”、其实“名不副实”的主板、中小企业板、创业板,可以考虑如下解决方案:

①将深圳证券交易所主板和中小企业板合并。取消叠床架屋、体现虚假多样化的中小企业板;

②将创业板独立出深圳证券交易所,建立深圳创业板市场,明确其必须只吸纳成立年限较短的创新科技型企业,以增强其服务创新型企业的激励。

## 2. 场外市场法律地位和功能的明确

场外市场应实现以下功能:一是要为场内市场培育上市资源。“场外交易市场应定位于解决处于初创阶段中后期和幼稚阶段初期的高科技企业和中小企业融资问题。”<sup>[21]</sup>二是要承接场内市场退市的企业,使“场外市场在整个证券市场体系中就起到了纳故吐新的作用,既是证券交易所上市公司的孵化器,也是退市公司的回收站”。<sup>[22]</sup>三是要解决多种投融资需求。主要是为资本市场提供种类更多的交易对象。场外市场不仅要为上市公司的股权和非上市企业的股权的转让提供流通平台,以弥补场内市场无法提供与之相配套的流通制度;同时,它还应当具有证券融资的功能,以便为不能满足场内市场上市条件的企业和虽满足上市条件但不愿去场内市场上市的企业提供更加广泛的融资和退出渠道。在此功能指导下,应对其法律地位、结构配置作如下调整:

### (1)改造、升级全国股转系统。

应通过修改《证券法》,明确将全国股转系统纳入证券法律法规的

[21] 李响玲、周庆丰:“试论我国场外交易市场法律制度的完善”,载《证券市场导报》2010年第9期。

[22] 洪锦:“完善我国证券场外交易市场体系的法律思考”,载《湖北社会科学》2010年第4期。

调整范围,将其定位于我国的全国性证券交易场外市场,并规定其属于第三层次的资本市场。在《证券法》中授权国务院证券监督管理机构制定全国股份转让系统管理的行政性法规,如对其设立、解散和运行规则作出原则性的规定。应吸取我国“老三板”、“新三板”的发展经验教训,将全国股份转让系统的功能明确为未达到场内市场上市条件的公司、虽符合场内市场上市条件但不愿在场内市场上市交易的公司(以赋予这些公司的自由选择权,体现民法的意思自治基本原则)以及从场内市场退市的公司提供证券转让和融资服务。全国股转系统服务对象的公司应包括从证券交易所中退市的公司、非上市公众公司、非公众公司,甚至还包括部分有限责任公司(针对其股权),<sup>[23]</sup>其交易的证券包括《证券法》所许可的全部金融商品。全国性场外市场的全国股转系统应考虑设置四个板块:退市公司和历史遗留问题公司板块;科技型、高成长型企业板块;非上市公众公司板块;非公众公司(包括非公众股份有限公司和有限责任公司)板块。

由于全国股转系统是全国性场外市场,也应设立一定的挂牌标准(可在现行《全国中小企业转让系统有限责任公司管理暂行办法》、《非上市公众公司监督管理办法》、《非上市公司监管指引》以及全国中小企业转让系统有限责任公司的相关业务规则的基础上加以完善),确定一定的(有门槛),又显著低于场内市场上市交易的标准(非高门槛),并根据中小企业的特点设计科学审核和运用监督规则,设立适当的监管制度和信息披露制度。

## (2) 拆分现有地方交易所市场并建立相应的交易规则。

地方性交易所市场为我国资本市场的第四层次。应立足我国国情,在保留现有格局的基础上,将现有地方交易所市场拆分为证券场外交易市场和非证券产权交易市场两部分,并分阶段、逐步地将地方证券场外交易市场合并入全国股份转让系统。而从长远发展目标来看,则将地方产权交易市场培育为非证券性产权交易市场。对于证券场外交易市场

---

[23] 对于有限责任公司的股权交易,亦可在场外市场交易的问题,可参见周友苏、郑钰:“非上市公司股权交易市场构建论纲”,载《公司法律评论》2010年卷。

和地方非证券产权交易市场,二者的功能和服务范围可参见表2。<sup>[24]</sup>

表2 证券场外交易市场和地方非证券产权交易市场的功能和服务范围

	功能	服务范围
证券场外交易市场	为下列公司(公众公司;非公众公司;不满足交易所上市条件或者虽满足交易所上市条件但不愿意在交易所上市的公司)证券转让和融资提供服务	公司类型:非上市公众公司板块;非公众公司(科技型、高成长型)公司板块;部分有限责任公司板块;从场内市场退市的公司和历史遗留问题公司板块
		产品类型:股票、债券、认股权证等《证券法》规定的所有证券产品
地方产权交易市场(不含证券交易、融资部分)	为各类国有产权、公共服务类国有产权、公共产权流转服务	逐步将目前国有产权进场交易的制度和机制应用到其他拥有公司产权的部分和领域。金融企业国有产权、部门监管企业国有产权、知识产权、非上市公司债权
		国有矿权、国有地权、林权、水权、环境权益、公共媒体版面权、时段权等;政府招商引资、涉诉企业国有产权、行政事业性资产处置等
	为地方中小型非公众公司的股权转让服务	产权登记服务、股权托管服务、权益质押中介、担保贷款中介、并购贷款中介、信息服务、结算服务、增值服务等
	吸引股权投资的平台	为当地民营企业与私募股权投资提供投融资需求信息,促进区域内民营企业向现代企业制度转化

该市场应设置比全国股转系统更低的挂牌交易门槛,且应赋予一定的融资功能。在区域性场外市场建设方面,应全面评估现有分散的各地地方交易所的管理法规、规章和办法等,吸收其中的合理成分,分别制定统一的地方证券场外交易市场和地方产权交易市场管理法规,明确地方证

[24] 参见刘洁:“地方产权交易市场未来与场外市场交易关系探讨”,载《中国资本市场战略性问题研究》,中信出版社2009年版。笔者在此基础上根据前述研究结论重新予以了整理。

券场外交易市场和地方产权交易市场的法律地位和功能,明确市场参与者的职责,完善交易制度和风险控制制度,促进其有序、规范发展,属于证券场外交易的最终纳入修订后的《证券法》调整范围,实施与全国股份转让系统同样的法律监管规则。对于地方产权交易市场,在国务院授权下,由国务院法制办和证监会联合制定意见,并交付国务院制定专门的行政法规,对全国的地方产权交易市场的基本法律规则予以统一。地方政府也要在国务院制定的关于产权交易市场的行政法规的规制下,做好产权交易所挂牌公司的培育,建立严格、严密的挂牌公司和投资者准入制度,强化对产权交易、结算、托管等业务的日常监督,构建危机防范机制,要与证监会做好工作协调,建设证券场外市场的监督和产权交易市场协调发展的机制。

## 二、发行与上市分离、介绍上市及转板机制制度研究

### (一)多层次资本市场条件下发行与上市的分离

我国目前的资本市场制度下,发行<sup>[25]</sup>与上市制度往往是相挂钩的,发行就意味着一定能上市,上市则必须有发行,因此,“发行”与“上市”往往连在一起,称为“发行上市”。其实,这是对发行与上市制度的误用和误解。其实,发行后不一定非得上市,上市前也不一定非得发行。发行后可以上市,也可以不上市;上市之前,可以有发行,也可以没有发行。“发行”与“上市”进行脱钩、分离,才符合资本市场的自由精神,才能更好地保护投资者,满足不同层次的资本市场需求。

“公开发行”与“上市”之所以要脱离,这是因为:第一,“公开发行”与“上市”属于不同性质的行为,二者没有必然联系。第二,“公开发行”与“上市”的申请权都属于民事权利,属于私法自治范畴,虽公开发行涉及公众利益,但若没有市场失灵,应遵循自愿原则,监管者不应干预。第三,“公开发行”与“上市”的捆绑实际上是剥夺了一部分企业(尤其是不

---

[25] 这里所说的发行其实是公开发行,本文简称发行。下文如无特别说明(如定向发行、私募发行、非公开发行等)则发行即公开发行。

符合主板、创业板发行、上市条件的企业)的公开发行(申请)权。第四,“公开发行”与“上市”的捆绑还助长了发行造假和发行欺诈。第五,“公开发行”与“上市”的捆绑加剧了市场的波动,也不利于交易所之间的竞争。

我们建议在本次《证券法》修改时,将第39条修改为:

依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,可以在依法设立的证券交易所上市交易,可以在国务院批准的其他证券交易场所挂牌交易,可以在证券公司的柜台进行买卖,也可以既不上市交易也不挂牌也不在证券公司柜台买卖。

公开发行在证券公司的柜台进行买卖的股票,或者公开发行既不上市交易也不挂牌交易的股票,发行人应当在招股说明书显著位置对投资者予以提示。

依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在证券登记结算机构进行登记。

将第48条修改为:

申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意,并由双方签订上市协议。

申请证券挂牌交易,应当向国务院批准的其他证券交易场所提出申请,由后者依法审核同意,并由双方签订挂牌协议。

申请证券在证券公司柜台买卖,应当向有经营资格的证券公司提出申请,由后者依法审核同意,并由双方签订柜台买卖协议。

证券交易所根据国务院授权部门的决定安排政府债券上市交易。

条文说明及修改理由如下:

1. 明确了发行与上市的分离,明确了依法公开发行的股票、公司债券及其他证券的四种选择:可以在依法设立的证券交易所上市交易,可以在国务院批准的其他证券交易场所挂牌交易,可以在证券公司的柜台进行买卖,也可以既不上市交易也不挂牌也不在证券公司柜台买卖。

2. 为了保护投资者,充分进行信息披露,增加规定:“公开发行在证券公司的柜台进行买卖的股票,或者公开发行既不上市交易也不挂牌交易的股票,发行人应当在招股说明书显著位置对投资者予以提示。”

3. 无论是否上市或挂牌,均需进行股权登记,因此增加规定:“依法

公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在证券登记结算机构进行登记。”

4. 增加了申请证券挂牌交易与申请证券在证券公司柜台买卖的程序规定,明确了挂牌审核权、柜台买卖审核权的归属。

## (二) 多层次资本市场与介绍上市制度

### 1. 介绍上市的基本规则

在英国、新加坡、中国香港、菲律宾等境外资本市场上,通常都有介绍上市(listing by way of introduction, LBI)模式,其规则基本一致。

关于介绍上市的定义,香港联交所《证券上市规则》第7.13条规定:“介绍(introduction)是已发行证券申请上市所采用的方式,该方式毋须作任何销售安排,因为寻求上市的证券已有相当数量,且被广泛持有,故可推断其在上市后有足够市场流通量。”

申请以介绍形式上市的公司,上市的股份都是已发行股份,而涉及的股份有一定数量,并通过在其他交易所上市而广为投资者持有,因此有关股份已具备条件在公开的市场进行交易,而有关上市活动亦无须再作任何市场推广。

由于以介绍形式上市的股份为公司的已发行股份,因此公司不会发行新股,亦不会筹集新的资金。

一般而言,在以下的情况下,公司会选择以介绍形式上市:(1)该公司的股份已在另一家交易所上市;(2)公司股份由一家交易所转到另一家交易所上市。

香港联交所《证券上市规则》第7.15条以及《新加坡上市手册》第236条均规定,下列情况,一般可采用介绍方式上市:

- (1) 寻求上市的证券已在另一家证券交易所上市;
- (2) 发行人的证券由一名上市发行人以实物方式分派予其股东或另一上市发行人的股东;
- (3) 控股公司成立后,发行证券以交换一名或多名上市发行人的证券。<sup>[26]</sup>

---

[26] 参见新加坡证券交易所主编:《新加坡上市手册》,中国财政经济出版社2006年版,第20页。

## 2. 介绍上市的四种形式

### (1) 转板

在这种方式下,公司股份由一家交易所转到另一家交易所上市,即公司从原来的交易所退市,转到另一家交易所上市,或者在同一个交易所的一个板块退市,转到该交易所的另一个板块。

### (2) 以介绍方式实现第二上市

在这种方式下,公司股份在一家交易所上市的同时,将一部分已上市股份在另一家交易所上市交易,从而实现公司在两个交易所同时上市的目标。

### (3) 分拆后介绍上市

在这种形式下,公司(母公司)股份已在另一家交易所上市,然后通过实物分派的形式,将该公司持有的另一家公司(子公司)的股份分配给其股东,然后将子公司通过介绍上市的方式在交易所上市,母公司仍然保留在原交易所的上市地位。

实物分派,这种做法在外国公司比较常见。一家公司通常在其资产多于债务的时候可向其股东进行股息分派,公司也可在其会计年度内任何时刻作特殊分派。分派形式可以是分派现金或该公司所拥有的其他资产。实物分派就是以实物(而非现金)形式进行的股息分派,所分派的实物可以是该公司的任何资产(包括该公司持有的另一家公司的股份)。

### (4) 换股后介绍上市

换股后介绍上市是指成立一家控股公司,然后发行证券,与一家或多家上市公司的证券相交换,从而使控股公司实现上市的一种上市方式。

与分拆后介绍上市相比较,换股后介绍上市主要有以下三点不同:一是分拆后介绍上市方式下,上市的公司是原来的子公司,而换股后介绍上市的公司往往是控股公司,即母公司;二是分拆后介绍上市方式下重组的核心手段是实物分派,而换股后介绍上市方式下重组的核心手段是换股;三是分拆后介绍上市方式下,原来母公司的上市地位一般保持不变,分拆后介绍上市完成,旗下又多了一家上市公司;而换股后介绍上市方式下,原来的子公司往往要撤销上市地位(退市),换股后介绍上市

完成,旗下上市公司的数量不变。

### 3. 介绍上市过程中的投资者保护

#### (1) 上市申请审阅及批准程序

以香港联交所为例,申请介绍上市与申请 IPO 并上市的程序基本相同,以在香港联合交易所(以下简称联交所)为例,无论是申请以介绍形式上市还是首次公开招股,都要通过同样的审阅及批准程序。根据联交所《上市规则》,联交所上市科负责审阅上市数据以及执行上市程序。上市科认为申请人符合所有上市规定后,便建议上市委员会批准有关申请。根据“双重存档”(dual filing)制度,证券及期货事务监察委员会(证监会)亦会与联交所同步审阅上市申请,而证监会亦可以行使法定权力,否决任何上市申请。

#### (2) 信息披露

介绍上市虽没有募集资金,但从上市文件提交和信息披露的角度看,介绍上市与公开募集资金的区别是很小的,只不过介绍上市不需要披露股份销售、承销费用等而已。<sup>[27]</sup> 伦交所规定,尽管没有“招股”,但介绍上市亦需要按照欧盟《招股说明书指引》(Prospectus Directive)制作“招股说明书”。香港联交所《证券上市规则》第 7.17 条规定:“采用介绍方式上市,必须刊发上市文件,而该上市文件须符合第十一章所述的有关规定。”《新加坡上市手册》第 238 条则规定,申请人采用介绍上市方式的,必须发行介绍上市书。<sup>[28]</sup>

#### (3) 锁定期规则

介绍上市与其他上市方式的锁定期一般是相同的,但也有交易所附加了更长的锁定期。例如,菲律宾证券交易所规定,介绍上市的原股东至少应将证券总额的 10% 锁定至公开发行后满 180 日。<sup>[29]</sup> 如果是第二上市,上述时间则延长至 365 日;如果是在中小企业板(SME

[27] London Stock Exchange, A Guide to Listing on the London Stock Exchange, p. 106.

[28] 参见新加坡证券交易所主编:《新加坡上市手册》,中国财政经济出版社 2006 年版,第 20 页。

[29] Philippine Stock Exchange, Amended Rules on Listing by Way of Introduction, 2011, Section 5.

Board)上市,则延长至2年。<sup>[30]</sup>

#### (4) 股东表决规则

换股后介绍上市会导致已经上市的公司上市地位被撤销,这关涉中小股东的利益,因此需要对中小股东予以特别保护。为此,香港联交所《证券上市规则》第7.14条规定,在换股后介绍上市下,“任何通过债务偿还安排及/或其他形式的重组安排计划(scheme of arrangement),或以其他方式进行的重组(借以使一名海外发行人发行证券,以交换一名或多名香港上市发行人的证券,而香港发行人的上市地位,会在海外发行人的证券上市时被撤销),必须事先经香港上市发行人的股东以特别决议批准”。这一特别决议,即是保护投资者的制度安排。

#### 4. 我国有必要引入介绍上市方式

目前,国内A股还没有介绍上市的案例。无论是《证券法》,还是沪深两个证券交易所的股票上市规则,都还没有明确规定介绍上市这一方式。其实,这一上市方式还是有必要引入的。理由如下:

第一,随着中国多层次资本市场的建立,各个板块之间的互联互通是非常必要的。因此,转板形式的介绍上市是非常必要的。

第二,随着证券市场国际化的推进,应允许一家上市公司在多家证券交易所上市,上市公司谋求第二上市不一定非得先行在当地IPO。因此,以介绍上市为形式的第二上市是非常必要的。

第三,由于一些公司是多元化经营,各附属公司业务可能完全不同,不存在同业竞争,也不存在关联交易。因此,分拆上市是适合其需要的,未必都必须整体上市。分拆上市也未必非得IPO。因此,分拆后介绍上市也很有必要。

第四,整体上市为当前中国证监会鼓励的上市和重组政策,有利于消除同业竞争,减少关联交易。但整体上市未必非得以定向增发、吸收合并等形式进行,换股后介绍上市也应该成为其可选项。

总之,引入介绍上市,有利于证券交易所扩大业务和上市公司数量,增加市值和流动性,吸引不同需求的投资者入场,也有利于公司通过资

---

[30] PSE Revives Listing by Way of Introduction, www. abs - cbnNEWS. com, Posted at 03/09/2011.

本市场实现不同的上市需求,更有利于企业和中介机构在弱市中进行资本运作,进行金融创新,增强市场活力。

当然,介绍上市制度并非与转板机制一一对应,只是介绍上市的第一种形式中的一部分与转板有关。

### 5. 介绍上市与《证券法》修改

我国《证券法》第10条第1款规定:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。”第50条规定,股份有限公司申请股票上市,前提条件之一是“股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行”。但在境外上市公司来境内介绍上市、分拆后介绍上市和换股后介绍上市的情况下,发行人的股东都已经突破了200人,且未经中国证监会核准。因此,这对介绍上市构成了法律障碍。引入介绍上市,则须对《证券法》进行以下两点修订:

第一,在境内公司分拆后介绍上市和换股后介绍上市的情况下,须经中国证监会核准。

第二,删除第50条第1款第1项中关于股份有限公司申请股票上市前提条件之一是“股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行”的规定。

### (三)多层次资本市场中的转板机制的构建

#### 1. 转板机制的含义

转板是指根据信息披露质量、财务规模、股份构成等情况,公司可以在不同证券市场或同一证券市场不同层次市场之间转换上市或挂牌进行股份交易或转让。

不同市场之间的转板,称为外向转板。如纳斯达克上市公司转到纽约证券交易所上市,上海证券交易所上市公司的B股转到香港联交所上市。

同一证券市场不同层次市场之间的转板,称为内向转板。例如,香港联交所创业板上市公司转到香港联交所主板上市,纳斯达克市场不同板块之间的转板,等等。

从低层次市场向高层次市场转板,称为升级转板。从高层次市场向低层次市场转板,称为降级转板。在同一层次市场之间进行转板,则称

为平级转板。

## 2. 为什么需要转板机制?

之所以要在不同交易市场之间建立转板机制,最根本的原因还在于企业的发行自由、上市自由,以及交易(场)所之间的竞争自由。在发行与上市彻底脱钩的情况下,由于交易(场)所之间的竞争自由,他们会推出不同的市场板块来满足发行人差异化的上市需求和挂牌需求;由于上市和挂牌自由,监管机构也不必剥夺达不到上市门槛的企业的发行自由,因为其可以在发行之后挂牌,或者在证券公司柜台买卖,或者既不上市交易也不挂牌也不在证券公司柜台买卖,只要发行人愿卖,投资者愿买,监管者没有干预的必要。这样,能最大限度地实现风险错配,解决中小企业的融资难问题。

## 3. 多层次资本市场条件下我国转板机制的构建

### (1) 转板原则设计

一般转板机制的设计原则是,升板转板、平级转板采取自愿原则,由企业申请,拟转入的交易(场)所审核,拟转出的交易(场)所不得阻拦。而对于降级转板,一般采取强制与自愿相结合的原则。强制原则是指,交易(场)所有权强令不符合其上市、挂牌的条件的公司退至更低层次的板块。自愿原则是指,企业可自主选择从较高板块退市,到较低板块上市或挂牌,就像金融危机中一些在纽交所上市的公司出于节省上市费用的考虑而转板至纳斯达克那样。

### (2) 转板的条件

转板的条件即是各交易(场)所上市挂牌的条件,只要符合该交易(场)所上市挂牌的条件,企业即可向该交易(场)所提出上市挂牌申请,由该交易(场)所按照其上市挂牌条件进行审核,审核同意后,双方签订上市挂牌协议,再安排挂牌上市。各交易(场)所上市挂牌的条件,由各交易(场)所自己制定,证券法可以规定上市挂牌的最低条件,然后由各交易(场)所根据自己的情况再制定具体的条件。

### (3) 转板的内部决策程序

公司转板,尤其是自愿地从高级市场转板到低级市场,股价一般会有大幅度的下跌,这对于中小投资者来讲,无疑是一项风险极大的公司决策。为了防止公司利用“降板—退市—再上市”的策略来损害中小投

投资者的利益,有必要要求转板的内部决策程序必须召开类别股东大会,由中小股东以半数以上表决通过。当然,监管机构和交易所也应该加强监管,防止企业隐匿业绩,故意制造业绩下滑或亏损。

#### (4) 转板的外部审核程序

在我国台湾地区,目前,简化程序已被废止,上柜公司转上市比照一般初次申请上市办理,即须经实地查核及上市审议委员会审议。在我国香港地区,无论是申请以介绍形式上市还是首次公开招股,都要通过同样的审阅及批准程序。根据联交所《上市规则》,联交所上市科负责审阅上市数据以及执行上市程序。上市科认为申请人符合所有上市规定后,便会建议上市委员会批准有关申请。根据“双重存档”(dual filing)制度,证券及期货事务监察委员会(证监会)亦会与联交所的程序同步进行审阅上市申请的程序,而证监会亦可以行使法定权力,否决任何上市申请。

我国内地也应该将直接上市与转板上市的程序同等对待。不过,由于现在上市申请权从属于上市审核权,上市审核较为简单,未来有必要增加上市审核的内容与程序。

#### (5) 转板过程中的信息披露

不同市场的信息披露标准是不同的。因此,转板企业需按照拟上市挂牌的交易(场)所的要求披露信息。在实行介绍上市的国家 and 地区,转板(尤其是升板)采取的是介绍上市程序,申请人需要制作招股章程或招股说明书。例如,伦交所规定,介绍上市亦需要按照欧盟《招股说明书指引》(Prospectus Directive)制作“招股说明书”。香港联交所《证券上市规则》第7.17条规定:“采用介绍方式上市,必须刊发上市文件,而该上市文件须符合第十一章所述的有关规定。”《新加坡上市手册》第238条则规定,申请人采用介绍上市方式的,必须发行介绍上市书。<sup>[31]</sup>而在没有实行介绍上市的国家 and 地区,例如我国台湾地区,企业从低级市场转板到高级市场,需要填报“转上市申请书”,经交易所审核同意后,公布公开说明书(英文亦为 prospectus,即招股说明书)。总之,之所以要制作招股书,是因为申请人此前从未如此细致系统地公布过企业的信息,揭示

---

[31] 参见新加坡证券交易所主编:《新加坡上市手册》,中国财政经济出版社2006年版,第20页。

股票的风险。如不制作招股书,则对于直接上市的企业是不公平的。因此,除了退市外,企业转板要制作招股说明书,即使没有“招股”。

#### 4. 转板机制与《证券法》修改

我国《证券法》目前对于转板没有任何规定,转板也存在着一一定的法律障碍,即《证券法》第50条规定:“股份有限公司申请股票上市,应当符合下列条件:(一)股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行;(二)公司股本总额不少于人民币三千万元;(三)公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上;公司股本总额超过人民币四亿元的,公开发行股份的比例为百分之十以上;(四)公司最近三年无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载。证券交易所可以规定高于前款规定的上市条件,并报国务院证券监督管理机构批准。”对于全国股转系统挂牌公司到证券交易所的转板,挂牌公司转板的关键在于第一项和第三项条件。

对于第一项条件,根据《证券法》第10条第1款的规定,向特定对象发行证券累计超过200人的,为公开发行。企业可以按照《非上市公众公司监督管理办法》第39条、第40条的规定,申请中国证监会予以“核准”。这样的公司,自可按照《证券法》第50条的规定,向证券交易所申请股票上市。从这个意义上说,那些已经经过了中国证监会的“核准”的,向特定对象发行证券累计超过200人的挂牌公司,从全国股份转让系统转板到上海或深圳证券交易所,是没有法律障碍的。但这并不意味着所有挂牌公司的直接转板都没有法律障碍。那些未经中国证监会“核准”的挂牌公司,在目前的法律环境下直接转板还是有法律障碍的。

对于第三项条件,即“公开发行”的股份至少应达到25%或10%,一部分挂牌公司还是可以达到的,但大部分公司难以达到。为便于挂牌公司转板,应将《证券法》第50条第一款第三项修改为“社会公众持有的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上;公司股本总额超过人民币四亿元的,社会公众持有的股份的比例为百分之十以上”。另外,还需要增加对社会公众股东的定义:“社会公众股股东指不包括下列股东的其他股东:(一)持有公司百分之十以上股份的股东及其一致行动人;(二)公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。”<sup>[32]</sup>

---

[32] 这是借鉴两个交易所的股票上市规则的有关规定。

鉴于实际操作中还不允许转板,不利于多层次资本市场的建设,也不利于交易(场)所之间的竞争,因此,建议在本次修改《证券法》时增加转板的规定:

公众公司可以在不同的交易场所以及同一交易场所内的不同板块之间转板。

公众公司从高层次的交易场所转板到低层次的交易场所,或者从同一交易场所内的高层次板块转板到低层次的板块时,应召开类别股东大会,由全体公众股东过半数通过。

转板申请由拟转板企业向拟转入的交易场所提出,经拟转入的交易场所审核同意后,双方签订上市协议或挂牌协议。

主板、中小企业板、创业板上市公司不符合上市条件的,由该交易所勒令其退至全国股份转让系统。

当然,转板制度属于上市制度的一部分,只要公司证券符合交易场所的上市或挂牌条件,都可以向交易场所提出上市或挂牌申请。从境外来看,也多通过交易场所的上市规则规定转板问题。因此,有人认为,转板机制未必需要写入《证券法》中,只需要修改完善上市制度就可以解决转板问题。这一观点是从境外经验中总结出来的观点,虽有一定道理,但并不符合我国目前的实际,因为《证券法》第50条对转板构成了法律障碍,必须加以修改才能排除这一障碍。另外,鉴于实际操作中还不允许转板,不利于多层次资本市场的建设,也不利于交易(场)所之间的竞争,因此,也有必要通过在《证券法》中增加有关规定,来推动转板机制的建立。所以,我们建议在本次修改《证券法》时增加转板的规定。

### 三、证券交易所的组织形式和法律地位的制度改革研究

#### (一) 证券交易所组织形式的改革

##### 1. 会员制与公司制

根据证券交易所的组织形式的不同,可以将证券交易所分为公司制和会员制。“会员制”可以说是证券交易所最初始的组织形态。一般而言,会员制证券交易所具有如下特征:第一,属于“会员所有”。第二,属

于非营利性法人。交易所也会收取一些费用,但是这些费用的收取都不以营利为目的也不向会员分派盈余。第三,属于自律管理组织。

相对于“会员制”,公司制证券交易所具有如下特征:第一,由股东出资设立。第二,属于以营利为目的的企业法人。第三,内部组织机构与一般公司组织结构类似。第四,仍然带有自律管理性,虽然不一定履行全部或部分的自律管理职能。

目前各国证券交易所风起云涌一股“非互助化”的浪潮,以致公司制成为主流的证券交易所组织形式。虽然这并不意味着会员制必然劣于公司制,但从如下几个方面考虑,公司制确有其比较优势:

第一,有利于完善交易所的治理结构。各国在设立公司制证券交易所时,除了要求其遵守相关证券法律规范外,一般还要求其遵守本国公司法中的相关规定。这就意味着,交易所需要按照公司法中的相关规定完善其内部治理。

第二,更有利于保护公众投资者的利益。就世界各国的公司制交易所来看,其内部治理的特点在于要求董事会成员中除了有代表股东利益的董事外,还要有代表其他利害关系人的董事,以及维护公众利益的独立董事。相反,传统上被认为是交易所“所有者”的券商,逐渐被排除在交易所治理结构之外。

第三,有利于实现交易所价值的“非锁定(unlocking)”,并且明晰交易所财产所有权。

会员制交易所不以营利为目的,即使收取费用且有财产积累也不得进行盈余分配。换言之,会员名义上虽然享有对交易所的“所有权”,但这种权益(equity)价值被“锁定”了,在交易所存续期间不具可实现性。而在“非互助化”的过程中,会员权益现实地被转化成股东权利、现金或两者的结合。如果交易所公司化后进而上市,则被转化的股东权益就能得到最大化体现。

第四,更有利于(跨地区、跨国别)交易所之间的合并,形成竞争优势。

与“非互助化”、公司制相伴相生的是全球证券交易所跨地区、跨国别之间的兼并浪潮。当然,在法律没有明确禁止的情况下,一国国内的会员制证券交易所应该也可以进行合并。例如,日本《金融商品和交易

法》第136条就明确规定了会员制交易所和公司制交易所可以分别合并,也可以混合合并。但是,当这种合并拟发生于不同法域甚至不同国家时,会员制交易所基本上就难以实现合并目的。

## 2. 我国证券交易所的组织形式及其改革

### (1) 对我国证券交易所现有组织形式的认识

我国证券交易所的组织形式是会员制。但我国的证券交易所发展至今,一直保留着一定的“行政”色彩,使得我国的“会员制”与境外传统会员制有着明显区别:

第一,从建立上看,与境外传统会员的会员发起设立不同,我国交易所的组建从根本上源于地方政府的推动、中央政府的批准。

第二,从出资上看,并非完全来源于会员的出资设立。上海证券交易所成立时,国家未投入任何资金,交易所以会员缴纳席位费的一部分作为注册资金来源,所以交易所资产负债表所有者权益中无“实收资本”一栏,但在工商登记时注册资金为3亿元;深圳证券交易所注册资金为政府借款,后以历年盈余归还,目前以全部席位费作为实收资本。<sup>[33]</sup>

第三,从法人登记上看,我国的两个证券交易所均登记为国有性质的事业法人单位。

第四,从财产归属看,由于从设立到运营的整个过程都充满了公权力色彩,因此我国证券交易所的财产和盈利部分,很难说在事实上是“归会员所有”。

### (2) 改革的现实需要

第一,交易所实行会员制的组织模式、治理机构不合理;监管机关与交易所之间的关系实为行政主管关系而非真正意义上的行政监管关系。

第二,交易所的国际竞争力和发展动力有待提升。尽管我国沪、深两市目前就股票成交金额而言跻身于全球排名前十的证券交易所,但整体来看,交易所的国际竞争力和发展动力仍有待提升。

第三,交易所现有产权结构不够清晰,留有隐患。我国证券交易所的现有产权在事实层面与法律层面存在矛盾:事实上并非会员所有(因

---

[33] 参见杨大楷、刘伟:“论我国证券交易所的公司化战略”,载《财经论丛》2003年第6期。

为事实上不可能在交易所解散后将交易所财产完全在会员中进行分配;另外,交易所现行累积财产除了业务收入外,席位费是主要的一块,而席位费相当于通道费,并不等同于会员费<sup>[34]</sup>,又不好说是国有(法律层面无此依据),当然更无法律依据说是交易所自有。这种具有矛盾的产权结构显然留有隐患。

### (3)改革的原则

第一,考虑到改革的维度、难度和时间长度的原则。在引入公司制、允许证券交易所进行合并乃至上市的改革中,我们要考虑到改革的维度、难度和时间长度。不妨保留现有会员制,并在立法上允许会员制交易所向公司制交易所进行组织形式的变更,无论我国交易所是否最终改制、改制是否成功,都先行留足法律依据。

第二,政府支持并主导改革的原则。我国现行交易所体制属于政府主导性的,证券交易所在人事任免、产权结构、资源配置等方面,主要由政府进行管理。交易所的公司化就是要对这些方面进行较大的变革,没有政府的支持是不可能实现的。

政府支持交易所改革的另一层意思是,在处理与交易所的关系中,证券行政监管部门应继续强化其专业的法定行政监督管理职责,淡化并逐渐去除行政主管色彩。从市场发展的角度来说,场内市场应受到监管,却不应有所谓的上级行政部门的主管,这也是市场经济的应有之义。

第三,合理分配股权的原则。考虑到我国国有企业股份化改制的经验和教训,可以将部分国有产权根据会员在交易所发展过程中的贡献大小,在会员之间进行分配和置换,既保证了国有产权,又顾及了交易所会员的利益,未尝不是一种解决方案。

第四,进一步明晰交易所自律管理职能的原则。证券交易所如果公司化并上市,将导致其追逐自身利益和股东利益最大化与自律管理职能之间的利益冲突。为此,应首先明确证监会行政监管和交易所自律监管各自的职责范围,同时将可能产生的利益冲突最小化,或者考虑将交易所的部分甚至全部的自律管理职能予以让渡。

---

[34] 参见朱慈蘊:“论证券交易所与会员公司的法律关系——两者关系法律构造的问题点”,载《法商研究》2001年第3期。

### 3.《证券法》修改建议

(1)在组织形式上,保留会员制,同时引入公司制,包括有限责任公司和股份有限公司的形式。

(2)在立法上允许会员制与公司制之间进行组织形式的变更;允许有限责任公司形式的交易所改制为股份有限公司形式的交易所。

(3)在立法上不限制证券交易所进行合并。

(4)在立法上不限制证券交易所上市。但要同时解决证券交易所(尤其是自我上市时)的自律监管职责与其逐利性之间可能出现的利益冲突问题。

具体在法律条文上,可作如下修改及增加:

第 条 证券交易所的组织形式采用会员制或公司制。

第 条 经国务院证券监督管理机构批准,会员制证券交易所可以转换为公司制证券交易所。

第 条 证券交易所进行合并须经国务院证券监督管理部门批准。合并的条件和程序,由国务院证券监督管理部门规定。

第 条 会员制证券交易所,是以非营利为目的、实行自律管理的法人。

第 条 会员制证券交易所可以自行支配的各项费用收入,应当首先用于保证其证券交易场所和设施的正常运行并逐步改善。

会员制证券交易所的财产积累归会员所有,其权益由会员共同享有,在其存续期间,不得将其财产积累分配给会员。

第 条 会员制证券交易所的章程应当载明下列事项:(一)设立目的;(二)名称;(三)主要办公及交易场所和设施所在地;(四)职能范围;(五)会员的资格和加入、退出程序;(六)会员的权利和义务;(七)对会员的纪律处分;(八)组织机构及其职权;(九)高级管理人员的产生、任免及其职责;(十)制定、变更和废止交易所规则的相关事项;(十一)区分主板市场及其他板块市场、证券市场和衍生品市场等相关事项;(十二)资本和财务事项;(十三)解散的条件和程序;(十四)解散后剩余财产的处理事项;(十五)其他需要在章程中规定的事项。

第 条 会员有下列情形之一的应退会:(一)丧失会员资格。(二)会员公司解散或撤销。(三)其他事项。

会员可以按照章程的规定向证券交易所请求退会。

第 条 会员制证券交易所设会员大会、理事会和专门委员会。

会员大会是会员制证券交易所的权力机构。会员大会的职权,由国务院证券监督管理机构规定。

理事会是会员制证券交易所的决策机构。理事会的职责,由国务院证券监督管理机构规定。

第 条 除本法另有规定外,公司制证券交易所的设立、组织形式、股份的发行,应符合《中华人民共和国公司法》中的相关规定。

第 条 公司制证券交易所的章程应当符合《中华人民共和国公司法》第二十五条、第八十二条的规定,同时还载明下列事项:(一)在交易所参与集中交易的会员的资格条件;(二)区分主板市场及其他板块市场、证券市场和衍生品市场等相关事项;(三)制定、变更和废止交易所规则的相关事项;(四)建立自律管理委员会,或按本法规定授权他人履行部分或全部自律管理职能的相关事项。

第 条 未经证券监督管理委员会批准,任何人不得受让或持有公司制证券交易所百分之五以上股份。法律另有规定的除外。

第 条 证券交易所的董事、监事或总经理,不得为其他证券交易所之董事、监事或总经理。

## (二) 证券交易所的法定自律地位及相关调整

### 1. 交易所自律管理职能范围的法定化

#### (1) 证券交易所的自律管理地位

自律管理按其主体不同可分为交易所自律管理和独立自律管理组织(通常为证券商同业协会)的自律管理。而在交易所自律管理中,按照交易所自律管理权限的不同,又可以分为:

第一,交易所有限自律管理。与交易所有限自律管理相辅的通常是由独立的自律管理组织或行政监管机构承担了本应由交易所进行自律管理的某些市场监管职能,前者如美国的 NYSE,后者如香港交易所(HKEx)和新加坡证券交易所(SGX)。

第二,交易所强自律管理模式。在交易所强自律管理模式下,由于其职责范围基本涵盖了传统意义上交易所作为市场“一线”管理者所应具备的那些职能,甚至还有扩大化的趋势。为了廓清其职责范围并提升

自律管理的效力和执行力,在有些国家的趋势是将交易所自律管理进行法定化,即不仅法定其自律管理组织的地位,亦法定其自律管理的职能范围。

我国《证券法》第102条第1款规定:“证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人。”此条明确了证券交易所自律管理组织的法律地位,是2005年《证券法》修改时亮点之一。同时,根据我国《证券交易所管理办法》第11条的规定,可以看出我国现有的证券交易所自律基本上是一种交易所强自律模式。在交易所强自律模式下,明确交易所的地位,可以为其职能履行提供法律基础。因此《证券法》第102条“自律管理”的立法目的要予以保留。然而,鉴于我国证券交易所在不久的将来可能进行公司制改革,甚至可能“自我上市”,要考虑交易所利益冲突的解决。因此,直接把证券交易所在概念上界定为“实行自律管理的法人”并不合适。因为在公司制乃至“自我上市”的情况下,证券交易所可能需要将本应由它履行的自律管理职责予以让渡、转让或“外包”。换言之,在立法技术上应该表现出一种远见性和“圆滑性”,不妨将《证券法》第102条中的“实行自律管理”去掉,再另加一款规定“证券交易所依照本法规定履行自律管理职能”,同时表明在法律规定的情况下证券交易所应该(或可以)将部分或全部的自律管理职能予以让渡、转让或“外包”。

## (2)明确证券交易所的法定自律管理职能范围

交易所的自律管理职能范围通常包括:①对会员券商的监管;②对市场的监管;③对上市与交易活动的监管;④制裁或执行措施。这些都是交易所在强自律监管模式下应承担的职能。另外,如果证券交易所同时兼营结算所业务或结算交割机构业务(CSD),则证券交易所还负责结算交割系统相关业务。

我国《证券法》第102条虽然明确了证券交易所是“实行自律管理的法人”,但却并未在法律中系统地明确其自律管理职责范围,仅在不同的条款中规定了交易所的不同职责。这些规定所涉及的职能权限基本上已涵盖交易所强自律模式下的自律管理职能,但是有如下缺陷:第一,规定过于分散,不利于明确交易所自律管理职能范围。第二,有些职能属于交易所强自律管理模式中的基本职能,应明确于法律条文中,但却

被规定在了部门规章中。第三,有些权限属于基本职能的应有之义,但却被单独规定于法律条文中。因此,应在《证券法》中明确交易所的自律管理职责范围。

## 2. “自我上市”证券交易所自律管理职能履行方式的调整

### (1) “自我上市”与证券交易所自律管理职能之间的冲突

当一个交易所进行“自我上市”时,有如下两方面突出的利益冲突体现:<sup>[35]</sup>一是交易所衡量自己或其母公司是否符合自己所拟定的上市标准;二是交易所对自己或母公司股票的交易行为进行监督,并决定何种情况下进行审查或调查。

### (2) 境外主要解决模式

从世界范围来看,授权、让渡或转移交易所部分或全部的自律监管职能成为最直接、有效的解决方案,主要表现为如下三种模式:

第一,由交易所于内部成立一个相对独立的法人机构专司承担监管职责。这种模式是交易所通过内部的结构调整,建立一个非营利的法人机构并由交易所授权其专司自律监管职责,将其营业职能和自律管理职能分开,在未涉及“自我上市”的情况下可以相对解决可能发生的利益冲突。

第二,交易所将其自律管理职能部分或全部地让渡或“外包”给外部独立的第三方来履行,通常这种第三方也是一个自律管理组织。采用这种模式的优势在于,由独立的第三方履行交易所让渡的自律管理职能,可能在制度和执行规则时更为中立和公正。而且,由于第三方组织本身也是自律管理组织,其也要受到证券主管机关的行政监管。另外,就证券监管体制而言,这种模式仍然保证了行政监管与自律监管的区分。

第三,交易所将其自律管理职能部分或全部地移转给证券主管机关,由证券主管机关直接负责监管。

这种模式的优势在于完全消除了实际或可能发生的利益冲突。但与此同时,既加大了监管机构的监管成本,又减少或抹杀了自律管理的

---

[35] John Carson, *Self-Regulation in Securities Markets*, The World Bank Policy Research Working Paper 554, January 2011, p. 17.

余地。因此,采用这种模式的国家或地区自律管理作用有限或甚微。

### (3)对我国法律修改的启示

相对来说,在上文提到的交易所解决利益冲突的模式中,第一、二种模式比较可取,即或者在交易所内部成立一个相对独立的机构专门负责自律管理,或者将自律管理职能部分或全部地让渡或“外包”给外部独立的自律管理组织。这两种模式可以都体现在立法中,为证券交易所公司化后的上市留有解决利益冲突问题的余地。

第三种模式对我国来说相对不可取,主要是考虑到自律管理在我国证券监管体制中具有不可或缺的作用。与国外在自律环境下发展起来的证券业不同,我国的证券交易所从建立伊始、发展至今一直是行政主导,支持、鼓励业界自律有着剥离行政影响市场、减轻监管成本的重要意义。如果采用第三种模式,无疑又回到行政监管全面抓的老路。

### 3.《证券法》修改建议

(1)考虑到我国实行交易所强自律管理的现实需要,应保留《证券法》第102条中“自律管理”的立法目的,但以“证券交易所依照本法规定履行自律管理职能”代之。

(2)在立法上进一步明确自律管理职能的范围。

(3)同时,要在立法上考虑公司制证券交易所可能产生的利益冲突,鼓励其建立相对独立的自律管理委员会或类似机构专门、统一负责自律管理事项。

(4)同时,要在立法上考虑“自我上市”证券交易所可能产生的利益冲突,为证券所让渡或“外包”其部分或全部自律管理权限留有法律依据。

具体在法律条文上,可作如下修改:

**第 条** 证券交易所为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易的法人。

证券交易所依照本法规定履行自律管理职能。

**第 条** 证券交易所的职能包括:(一)提供证券交易的场所和设施;(二)制定证券交易所的业务规则,包括上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则,并报国务院证券监督管理机构批准;(三)接受上市申请、安排证券上市;(四)组织、监督证券交易;(五)对会员进行监

管;(六)对上市公司进行监管;(七)管理和公布市场信息;(八)根据法律、法规、部门规章的规定,行使对会员、上市公司及其他人员的纪律处分权和其他自律管理措施;(九)国务院证券监督管理机构规定的其他职能。

第 条 公司制证券交易所的章程应当符合《中华人民共和国公司法》第八十二条的规定,同时还载明下列事项:

(一)在交易所参与集中交易的会员的资格条件;

(二)区分主板市场及其他板块市场、证券市场和衍生品市场等相关事项;

(三)制定、变更和废止交易所规则的相关事项;

(四)建立自律管理委员会,或按本法规定授权他人履行部分或全部自律管理职能的相关事项。

第 条 公司制证券交易所可以根据章程规定设立自律管理委员会,行使自律管理职能。

第 条 公司制证券交易所可以申请上市。申请上市的条件和程序,由国务院证券监督管理委员会决定。

在本交易所申请上市的,其相关自律管理权限的让渡,由国务院证券监督管理委员会决定。