

多层次证券市场体系的完善 及《证券法》修改建议

缪因知*

摘要:我国的证券市场体系的层次性还不够明显,初级证券市场的发展受到了一定的限制,高级市场的挂牌公司质量也因此受到了影响。但行政法规、证监会规章已经为区域性股权交易场所颁布了一些规则,可以适当升级为证券法律规则。配套的改革包括促进交易所内部的竞争性和板块区分化、充分赋予地方发展初级证券交易场所的空间、贯通各交易场所之间的层次和转板机制、完善充实对场外交易市场的法律规定、培育其场外证券交易市场的自律监管能力等。

关键词:证券市场 证券交易所 证券交易场所 证券法

一、全国性证券交易场所之现状

主要市场经济国家的证券市场体系大都为自发形成,所以其历史发展逻辑是从简单到复杂,从

* 中央财经大学法学院讲师。

低级到高级,随着经济和金融发展自然形成、逐步复杂化。在交易场所设立较自由的国家如英国、美国,不同的证券交易场所在不同的时空下先后浮现,功能各不相同,逐渐形成了错落有致、可满足不同层次融资需求的格局。但当代中国的证券交易场所由政府直接兴建管理,且一开始就自上而下地以最高级别的证券交易所主板为中心,再推行到中小板、创业板。期间各种场外市场此起彼伏,但一直处于被“清理整顿”的状态。这造成了许多不利于证券市场治理的问题。

(一) 证券交易所主板、中小企业板、创业板:区分不明晰

我国现存沪深两个证券交易所,两者初为不同的地方政府所设立,1997年后被中央收管,形成并行的结构,经过中国证监会批准和核准公开发行的企业基本上是轮流到两地上市。2000年后深交所停止在主板挂牌新的上市公司,2004年转型为面向中小企业板和后来的创业板(2009年开始)公司上市的专门场所。^[1]

不过,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,但是沿用了证监会核准公开发行然后上市的联动模式,监管架构也基本雷同。

到主板和中小企业板上市的企业完全在一个流程、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、接受的监管标准基本一样,如法定的最低上市财务标准。能达到中小企业板的上市门槛的,已经是现实中的大公司了,上市公司的最初来源也是直接来自已经在主板排队的拟上市公司。^[2]

创业板2009年成立,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”,基于此类企业在发展初期的利润和管理者的不稳定性,创业板放松了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。但这种放松的依据并非交易所的自主行为、场之动态竞争产生的结果,而是政府监

[1] 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。

[2] “主板内的中小企业板”,载《中国财富》2004年7月15日。

管者有意开的一个口子。在实践中也成为了一些不良现象的渊源所在,如大量低质量的中小公司通过财务造假上市。

创业板本来表示关注挂牌企业的“两高六新”,即成长性高、科技含量高,新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式。^[3]但实际上,其上市公司大都已进入成长期或成熟期,有不少是在传统行业,研发投入比例也较低。

此外,上市后,无论公司规模业绩有何变化,也基本不存在退出并转到另一个板块或交易所上市的可能性。当然,由于中小企业板、创业板实际上只是统一的全国性大主板中的一部分,而非成熟市场中的所谓二板,转板必要性也不大。

(二) 全国性非上市公司股份转让市场

2001年开始逐渐有退市公司通过证券公司代办股份转让,形成所谓“三板市场”(尽管当时和现在,中国都没有明确的二板市场)。2006年开始,中国证券业协会在此基础上为中关村科技园区开设了报价转让服务。因为这些公司股份相对价值较高,代办转让市场也由此被称为“新三板”。2013年1月证券公司代办股份转让系统升级为全国中小企业股份转让系统并揭牌。这个市场又被称为“新三板”。在这个市场上,非上市公众公司经证监会核准挂牌的,股东可以超过200人。股票在挂牌前集中登记在中国证券登记结算有限责任公司,挂牌后可以公开转让和定向发行,实现标准化流通和连续交易。5月,首批新增公司挂牌。6月20日,国务院决定将中小企业股份转让系统试点扩大至全国,以支持创新创业型中小企业。

新三板与交易所在运作机制上存在一定的区别,突出点包括:

(1) 挂牌标准取消了具体的财务指标要求,甚至放弃了原先证券公司代办股份转让系统的“主营业务突出”之要求,较之《证券法》中申请上市的公司必须“最近三年无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载”的规定,新三板将相关事项放宽为两年内。

[3] 参见“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),载证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/200907/t20090727_119086.htm。

(2)不再要求参照主板年度报告要求披露,而是根据投资需求对年报内容重新排列、作了针对性调整,突出了与公开转让说明书或者前期年度报告有重大变化的有效信息,减少了披露成本。

(3)股票转让可以采取协议、做市、竞价或其他转让方式,不设涨跌幅限制。明确允许做市,令其特别契合高科技企业、商业模式创新企业、文化创意企业。因为它们业绩波动激烈,仅凭信息披露很难估值。

二、地方性证券市场的现状及与全国性市场的关系:法律与监管的视角

(一) 现行相关中央法规规章:《证券法》修改的素材

地方性资本市场能够促进当地企业融资和经济发展,所以长期以来各地都颇热衷于兴办各类交易场所,中央也是屡禁不止,旋灭旋起。最近的一轮清理整顿即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)、2012年7月《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37号,重申并细化了38号文的有关规定)后,当前的格局是中央监管者在相当程度内承认了地方性证券市场(主要以“区域性股权交易场所”的形式)的存在。

38号文为非全国性证券交易场所划定了一些“红线”,虽然其规定本身未尝不可再作探讨,但却明确反映了国务院在一定时期内的监管思路,可以为下一阶段的《证券法》吸收。其具体包括:除经批准外,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;不得将权益按照标准化单位持续挂牌交易,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(即业界所谓“非公众、非标准、非连续”标准)。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。除经期货监管机构批准外,任何单位一律不得以集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易。从事保险、信贷、黄金等金融产品交易的交易场所,必须经国务院相关部门批准设立。

证监会2012年8月《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)》(以下简称《证券公司指导意见》)是目前为数不多的正面对地方性证券交易市场进行规定的部委规章。之前,2012年5月证监会颁布了《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)(以下简称《征求意见稿》)。前者是后者限缩后的生效规范性文件,但后者更为全面地反映了证监会的立场,也可能会在日后的立法中出台。《证券公司指导意见》明确提出:“区域性股权交易市场”(以下简称区域性市场)是为本省级行政区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场,功能在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,接受省级政府监管。

(二)省级政府对区域性股权市场现有的监管权

在现行体制下,省级政府已经从中央监管部门处让渡的权力可以进一步地为《证券法》或相关行政法规明确,它们包括:

(1)设立普通交易场所。37号文提出:名称中未使用交易所字样的各类交易场所的监管办法,由各省级政府制定;各省级政府可按照“总量控制、合理布局、审慎审批”的原则,统筹规划各类交易场所的数量规模和区域分布及制定交易场所品种结构规划和审查标准。在审慎批准设立时,要求交易场所的设立与监管能力及实体经济发展水平相协调。

(2)提议设立交易所。省级政府可以建议批准设立使用“交易所”名称的交易场所,但应提供交易所章程、出资人概况、交易品种、业务规则等说明材料和设立文件,证监会汇总联席会议相关成员单位意见后出具反馈意见。

(3)规则制定和监管。省级政府参与负责建立对交易场所和交易产品的规范管理制度,对属地交易场所承担监督管理、统计监测、违规处理、风险处置等工作职能。

(4)对违法活动认定提出疑义。省级政府对证监会做出的区域性交易场所涉嫌从事证券期货交易活动的性质认定存疑的,可提交联席会议认定,由证监会在征求成员单位意见的基础上依法出具认定意见;有关部门存疑的,可提交联席会议认定,由证监会在征求相关成员单位

意见的基础上出具认定意见,并通报省级政府。

(5)批准和监管跨区域性交易场。跨区域开展业务的股权交易场所分别经区域性市场所在地省级政府及拟跨区域的省级政府批准,并由市场所在地省级政府负责监管。

此外,《征求意见稿》明确提出省级政府负责对区域性市场进行监督管理,并可指定专门机构负责日常监管。证监会及其派出机构提供业务指导和服务。2013年证监会《非上市公众公司监督管理办法》第四十六条则规定:证监会会同国务院有关部门、地方政府,各司其职,分工协作,对公众公司进行持续监管,防范风险。

(三)区域性股权交易市场的运作与监管

目前大多数区域性股权交易市场由省级政府批准和控制,多自我定位为柜台市场(即证券不以集中竞价方式买卖,而在证券商的营业柜台以议价方式进行)、只服务本行政区域企业,如重庆股份转让中心、深圳前海股权交易中心(Qianhai Equity Exchange)、北京产权交易所(China Beijing Equity Exchange)。但它们的英文名直接用了“交易所”,颇显雄心。而证监会对它们的态度则颇为消极。前海股权交易中心2012年5月成立,广东省副省长到会祝贺,但一个月前证监会主席还否认了此信息。^[4]

这些场所不引进做市商,投资者同一品种买卖时间间隔不少于五个交易日。主要交易产品为非上市公司股权、债权及相关理财产品,提供股权托管、登记、交易、定向增资、清算、交割和其他金融增值服务。

不过也有一些地方市场实施了跨区域经营和集合竞价、连续竞价。如截至2013年4月底,上海股权托管交易中心(Shanghai Equity Exchange)挂牌企业来自11个省。^[5]天津股权交易所则更为突出。作为综合金融配套改革的试点,国务院2008年提出“要为在天津滨海新区设立全国性非上市公众公司股权交易市场创造条件”,这实际上和新三板的定位重合。同年天津股权交易所成立。截至2013年7月10

[4] 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>。

[5] “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。

日,挂牌企业来自 27 个省市。^[6] 天交所实行“集合竞价 + 做市商双向报价 + 协商定价”的混合交易定价模式,还设置了“拆细股权、连续交易”等制度,具备传统行业、科技创新和矿业三个企业板块,志在做小主板。天交所本身具有门槛较低的区域市场层次(在各地的营运中心)和门槛较高的全国市场层次,前者由区域投资者和全国性机构投资者投资,而后者可由全国各种投资者投资。传统行业和科技创新企业能转板到不同市场层次。^[7]

(四) 全国中小企业股份转让系统和区域性股权市场的关系

全国中小企业股份转让系统明显后来居上。该系统一方面强调自身的“高级性”,是“经国务院批准设立的第三家全国性证券交易场所”,申请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。另一方面该全国系统积极谋求与区域性场外市场的合作对接,提出对于“资源培育的对接,各地应早谋划、早着手、早准备”;^[8]并在天津股权交易所的重点区域市场中心山东潍坊、北京中关村积极进行了宣讲,且得到了当地政府的大力支持。

中小企业股份转让系统成立后,对地方交易场所的政策性压制又似乎有所抬头。例如,作为主流证券市场中介的证券公司长期不参与地方性证券交易场所的活动。在 2012 年春上海股权交易中心挂牌仪式前夕,多家许诺参与的券商突然从推荐会员名单中消失。^[9]而中小企业股份转让系统成立伊始就有数十家证券公司申请成为主办券商。凡具有业务资格并在人员、技术上符合有关要求的证券公司无须经过审批,在全国股转系统备案后即可开展相关业务。

另外,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。因为在一个交易所挂

[6] “关于本所”,载天津股权交易所网站, <http://www.tjsoc.com/web/date.aspx>。

[7] 同上。

[8] “杨晓嘉调研三地 动员各方积极准备扩大试点”,载全国中小企业股份转让系统网站, http://www.neeq.com.cn/xwdt/xwdt/201305/t20130529_446130.htm。

[9] 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。

牌,总能带来更多的监督,增强公司治理和投资者保护。非上市公众公司数量在不断增加,这未必只能通过新三板扩容来解决。

三、改革我国多层次证券市场体系的法律建议

近年来,我国建立起了全国性的公众公司场外股份转让系统,初步确立了区域性证券交易场所的设立和管理体制。但多层次市场“形似神不似”,目前的交易场所的所谓层次性是建立在政府的高度行政管制和基于政策限制的“排座次”之上。有效的多层次证券交易场所实际上没有建成。

这首先自然是不利于中小企业和创新企业的融资和发展。时至今日,由于实体经济的日益丰满,大小企业对资本市场的需求更趋旺盛,沪深交易所体系不堪重负。初级证券交易场所的合法化规范化,既可以满足企业需要,也能减轻场内市场的压力,证券发行人亦不至于为了勉强达标而去大肆财务造假。在此值得注意的是,寻求股权和其他形式的证券的流动性,不仅是上市公司的需要,即使有限责任公司也有充分的理由去寻求之。^[10]而要满足它们的需求,更现实的做法自然是建设更多的初级证券市场。

其次,有效的多层次证券市场的缺失不利于形成金字塔形、层层筛选的挂牌和上市公司体系,切实实现监管的灵活性、成本适宜性和挂牌公司质量之间的动态平衡。在证券市场体系缺乏贯通性和流动性的背景下,能在何种证券市场挂牌,对企业来说,俨然成了“中大奖”和“中小奖”的区别。而对交易场所来说,既有的一些层次性也只是行政认定的结构,而非市场竞争的产物,并不能够真正有效地激励挂牌企业通过改进治理力争上游。

另外,竞争性的多层次证券交易场所体系不仅能够从直接融资的角度满足不同层次的企业的需求,也能促进间接融资业的健康发展。因为企业即使在初级证券市场挂牌,也能提高财务和运作透明度、改善

[10] 参见周友苏:“非上市公司股权交易论纲”,载《公司法律评论》2010年卷。

公司治理、提高股份变现能力、担保能力和私募资本的退出能力,减少信贷机构向这些企业及其股东放贷时的信用风险。

为了构建更有效率的多层次证券交易场所体系,建议在修订《证券法》时考虑进行如下配套证券市场体系改革:

(一) 促进证券交易所主板之间的竞争性和内部板块的区分化

1. 将深圳证券交易所的主板、中小企业板合并,取消名不副实、叠床架屋、体现了虚假的资本市场多样化的中小企业板,因为二者的企业在财务和监管层面均无本质性的不同。

深交所主板和中小企业板现有的上市规则和其他监管、公司治理规则中的少许不同之处,可由深交所统一进行整理,按照从严的标准统一制定。

2. 将创业板独立出深圳证券交易所,明确其必须只吸纳成立实际运营年限不满五年的创新科技型企业,以增强其服务创新型企业的激励。当创业板身份“高贵”、上市机会供不应求之际,其必然会为了降低风险而选择盈利更为稳健的传统企业。在实现了自身利益最大化的同时,却减损了其承担的社会功能。

3. 更多地赋予沪深交易所自律权限,如允许它们设立具有不同的上市标准、监管和公司治理方面差异的板块,增强层次性和竞争性。

4. 另一种思路是可以考虑将两大交易所进行合并,以增强交易所的规模经济优势和国际竞争力。在此基础上,还是可以允许沪深市以不同的板块的形式相对独立地存在。板块之间也可以在上市标准、监管和公司治理方面上有所差异,且上市公司可以选择在板块之间进行迁移。

(二) 充分赋予地方发展初级证券交易场所的空间

除了天津股权交易所等特例外,目前区域性股权交易市场基本上定位于省内“四板”市场,主要功能是满足企业的融资需求和一定程度上的股权流动性需求。这其中,新证券的发行和证券的可交易性都是较为敏感的话题,但实际上,企业的融资需求并不完全依赖于斯。因为公司挂牌后,随着信息透明度、治理程度和受监管程度的提高,其融资需求可以通过股权质押、定向发行、私募债等多种方式进行,资本提供者不必完全依赖于一个可以方便转让股份的市场。

所以,应当尽量允许省级政府根据地方实际需求和监管能力,推进

初级的证券交易场所的建设,履行较低但可由执法水平确保的挂牌、治理、监管和信息披露标准,来为当地实体经济与中小微型企业服务。在“非标准、不连续”的层面即不构成对证券交易所的模仿的层面应当尽量放开,在市场复杂度逐级而上的时候逐步加大挂牌和监管标准。对天津股权交易所等已经获得的政策突破予以保留。这样,地方性证券交易市场既可以成为新三板在一省区域内的后备挂牌资源提供者,可以成为新三板的跨区域竞争者,也可以只是为企业提供存量股份的流动性和信息服务。中国证券业协会副会长葛伟平提出的“避免因过早过细的原则限制区域性市场的发展”、“恪守底线基础上的差异化发展原则”^[11]值得推广。

这并不必然会带来太多风险。一方面,我们要相信地方政府合理权衡本区域经济发展和金融风险的能力。吴志攀教授曾经提出中国证券市场的特点是“无法有天”,即通过行政治理在法律并不很健全的情况下维持市场秩序和促进发展。现在国家领导者对维持社会稳定十分重视,区域性证券交易场所受政府高度控制、地方政府必须对区域证券交易场所的稳定负责(甚至对新三板挂牌公司,根据证监会与省级政府签署的监管合作备忘录,后者也已经对公司具有了后续监管及风险处置中的责任),无须过分担忧区域性证券交易场所因为挂牌证券质量低下和市场违法活动而造成的风险。事实上,不少地方性证券交易场所都有一定的、不低的财务准入标准,这已经在名义上高于新三板的不设具体财务指标的挂牌标准。退一步说,就算出现了问题也不必因噎废食。毕竟二十年来,正式的上市公司中也出现了很多严重的弊案。

另一方面,证监会可以扮演专业“警察”的角色,维护市场秩序。特别是在核准权限下放、淡出后,证监会的工作重心应当后移。本文赞同《征求意见稿》提出的省级政府负责对区域性市场进行监督管理并可指定专门机构负责日常监管、证监会及其派出机构提供业务指导和服务的框架。证监会为了降低风险,可以通过整顿清理交易场所部际会议的相关运作,提出设置必要的一般性风险控制、信息披露和报备要

[11] 匡志勇:“逐鹿区域性市场:三大券商控股前海股交中心”,载《第一财经日报》2012年9月25日。

求,并与区域性交易场所的主管部门达成监管合作协议,以实现规范与发展的平衡。例如,鉴于较低层次资本市场挂牌公司进入门槛低、投资者进入门槛高的结构性特点,以及挂牌企业经营情况相对不稳定,触及终止挂牌条件可能性较大的体质性特点,可不设暂停挂牌的程序,而是和新三板一样直接进入摘牌程序。被摘牌公司必须通过重新申请来恢复挂牌,从而增强公司在申请挂牌时的审慎性。

考虑到中国总体上的制度性的金融压抑状态,以及沪深证券交易所远远不能满足符合基本财务标准的公司的融资需求,以至于出现严重的“IPO 排队”现象的现状,我们更应该防范简单吁请压制区域性证券交易场所的做法。

而且,为了防止区域性证券交易场所“一哄而上”的最好的办法恰恰是放松管制,让实践中出现的领跑者如天津、深圳等地的股权交易场所通过市场竞争力来自然“吸附”其他省域的挂牌证券,这才能根本上避免出现一省一个、一省多个小而散的区域性证券交易场所。

(三) 贯通各交易场所之间的层次和转板机制

多层次证券交易场所体系要形成整体性的活力,就必须有贯通的、由市场主体自身选择的转板机制。当企业和交易场所一方希望依照协议解除挂牌服务后,企业应当有权和其他交易场所进行双向选择,而不一定遵守交易所—新三板—地方性证券交易场所之间的层级。

例如,2013年2月全国中小企业股转系统规定:对证券公司代办股份转让系统的原STAQ、NET系统挂牌公司和退市公司设置单独交易板块,暂沿用原交易结算和信息披露制度,显然有将之“打入另册”甚至歧视待遇的意味。在退市公司质量相对较差的现实下,这固然无可厚非,但是,退市公司以及原STAQ、NET系统挂牌公司同样也应当有权通过与地方性证券交易场所的双向谈判,而选择在天津股权交易所等其他市场挂牌(《征求意见稿》已经对此有所涉及)。

此外,在未来,如果交易所主板和创业板差别化明显化,或者说在设计主板和创业板的区别时,应当考虑到主板上市公司退到创业板的可能性(如果仍然满足创业板的上市标准且被创业板经营者接受)。

(四) 完善充实对场外交易市场的法律规定

目前《证券法》只对证券交易所做了一些具体规定,应尽快整合梳

理当前的法规规章条文,通过修订出台相关法律法规,对场外交易市场的法律性质、监管归属、交易方式、功能定位、上市标准、监管制度等问题做出明确规定。

未来应当明确当前《证券法》相关规定是否适用于或参照适用于法条中的“其他证券交易场所”。例如,《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》规定:挂牌公司、相关信息披露义务人和其他知情人不得泄露内幕信息。则《证券法》关于内幕交易的相关认定标准和内幕信息知情人范围是否能适用于该市场,应当明确。《非上市公众公司监督管理办法》虽然规定“公众公司内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人,在对公众公司股票价格有重大影响的信息公开前,泄露该信息、买卖或者建议他人买卖该股票的,依照《证券法》第二百零二条的规定进行处罚”,但这只涉及罚则,在行为认定标准上有关规定还付诸阙如,从而增加了法律的不确定性和风险。

(五) 培育场外证券交易市场的自律监管能力

场外证券交易活动非常复杂、分散,市场主体却是以合格投资者为主,故强调自律监管更为重要。在现阶段,政府监管应该集中在证券交易所和新三板层次。对其他证券交易场所应主要通过立法与对自律监管者的再监管进行间接监管。过度的监管与过严的信息披露既会压制市场活力,也会导致监管资源的浪费。

在自律监管者中,较之在实践中容易成为政府部门延伸的行业协会,市场化、企业化的自律主体更值得培育。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取代了证券业协会成为了新三板的市场自律管理主体,值得推广。地方性证券交易场所也要走向以交易场所的自律监管为“内环”,地方政府和证券业协会为“中环”,证监会为“外环”的监管框架。

自律监管者应充分重视并发挥以证券公司为核心的金融机构作为保荐商、做市商的作用。保荐机构同挂牌融资企业利益相关,对企业有更深入的了解,掌握着更多的内部信息。做市商是市场交易的主导者和发动者,它们应当成为自律监管的重要节点与着力点。可通过建立系统的券商培训、考核与资格管理制度,强化它们对挂牌企业与市场交易进行有效尽职调查、持续督导、实时监控的能力。

附录 对《证券法》多层次证券交易场所体系部分的增修建议

《证券法》原文	建议修改后的条文/建议新增的条文
第三十九条 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批准的其他证券交易场所转让。	依法公开发行股票股份有限公司、依法公开发行公司债券及其他证券的公司,经股东会或股东大会决议,可以选择在依法设立的证券交易所上市或者在依法设立的其他证券交易场所挂牌。 申请上市或挂牌的公司应当业务独立,治理结构健全,运作规范,并承诺履行相关信息披露义务。
无	【新增:证券交易场所的管理】各类证券交易场所要建立健全管理制度和业务规则并公示;严格遵守信息披露、公平交易和风险管理等各项规定;建立规范的会员管理制度,公示会员名单和相关资料,建立诚信档案;采取有效的投资者权益保护措施,建立风险防控和应急处理机制、发现风险隐患时的报告机制。
无	【新增:投资者管理制度】各类证券交易场所要建立与风险承受能力、投资知识和经验相适应的投资者管理制度,提高投资者风险意识和辨别能力。 各类证券交易场所为投资者开立账户时,应当了解投资者的基本情况和风险承受能力,确定投资者满足适当性管理要求,向投资者充分揭示风险,要求投资者签署风险揭示书。 合格机构投资者可以是具备一定条件的法人、私募股权投资基金、合伙企业,或经监管部门许可或备案的、由金融机构面向特定投资者发行的理财产品。 合格个人投资者应当具备较强的风险承受能力,接受风险测评,并书面承诺自担投资风险。
无	【新增:全国性证券交易场所的设立】国务院和其他法律授权的部门依法决定设立不同层次的全国性证券交易场所,以满足不同层次的融资和证券流通需求。 全国性证券交易所主板主要提供一般企业的证券上市服务。 全国性证券交易所创业板主要提供创新性、成长性企业的证券上市服务。 全国性证券转让系统主要为不能满足全国性证券交易所上市要求的证券发行人提供挂牌服务。 上述交易场所应当有明显的不同的挂牌与监管标准。

续表

《证券法》原条文	建议修改后的条文/建议新增的条文
<p>第一百零四条 证券交易所必须 在其名称中标明 证券交易所字样。 其他任何单位或 者个人不得使用 证券交易所或者 近似的名称。</p>	<p>删除</p>
<p>无</p>	<p>【新增:区域性证券交易场所的设立】省级政府有权批准区域性证券交易场所,并承担监督管理、统计监测、违规处理、风险处置等工作职能。 如果该区域性证券交易场所名称中带有“交易所”字样或该证券交易场所拟对本省级行政区域以外的证券发行人提供挂牌服务的,应当同时获得国务院证券监督管理机构的批准。</p>
<p>无</p>	<p>【新增:区域性证券交易场所的从业人员】区域性证券交易场所设总经理一人,由省级政府或其授权的部门任免。 国务院证券监督管理机构可以对区域性证券交易场所的工作人员设立行业准入资格标准。</p>
<p>无</p>	<p>【新增:区域性证券交易场所的运作】区域性证券交易场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。</p>
<p>无</p>	<p>【新增:区域性证券交易场所的治理】区域性证券交易所章程的制定和修改,经省级政府批准;涉及跨区域经营事项的,相关事项应当获得国务院证券监督管理机构批准。 区域性证券交易所依照证券法律、行政法规自行制定挂牌规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则,并报省级政府批准。</p>

续表

《证券法》原条文	建议修改后的条文/建议新增的条文
无	<p>【新增:区域性证券交易场所的运行】未经国务院证券监督管理机构批准,区域性证券交易场所不得将任何权益拆分为均等份额公开发行;不得采取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;不得以集中交易方式进行标准化合约交易;未经国务院相关金融管理部门批准,不得设立从事保险、信贷、黄金等金融产品交易的交易场所。</p> <p>商业银行、证券公司、期货公司、保险公司、信托公司等金融机构不得为违反上述规定的交易场所提供承销、开户、托管、资产划转、代理买卖、投资咨询、保险等服务。</p> <p>其他类型的交易场所提供的交易服务依法应当被视为证券交易的,在提供该交易服务前,应当获得国务院证券监督管理机构的同意。</p>
无	<p>【新增:参照条款】关于证券交易所以外的其他证券交易场所的运行,以及在其他证券交易场所发生的侵害市场投资者和其他交易者的行为之处理,如其他法律、行政法规无明文规定,可参照适用本法的相关规定。</p>
无	<p>【新增:交易场所的内部板块】证券交易所和其他证券交易场所可以在内部设置具有不同的挂牌、监管、公司治理、信息披露等标准的板块。公司可以在挂牌时对之进行选择,已挂牌公司也可以在不同板块间转板。</p> <p>国务院证券监督管理机构可以对前述事项做出规定。</p>