

谁需要证券交易所? *

——中国证交所上市主体/产品的结构性改革

蒋大兴**

摘要:谁需要证交所?——长期以来,我们很少谨慎、仔细地思考这一问题。仿佛这是不言自明、无须解释的生活/交易常识。证交所的意义,在于可为公开交易的权利,提供集中竞价的机会。当我们将证交所还原为一套权利交易的工具体系时,我们就知道,证交所可以、事实上也应当为多元主体而存在。首先,在全球竞争社会,国家需要依托证交所展开全球资本竞争。为此,中国的证交所将面临公司化改造的问题;其次,证交所不是公开发行的公司的专利。中国的证交所应进一步对有限公司等闭锁性权利的交易开放、为非营利事业服务、打破上市公司垄断证交所的状况;再次,不仅是长期投资者需要证交所,短期投机者也需要证交所。证券市场应考虑到投资者分层的现实,在产品设计及制度建构方面,为短期投机者提供了更多套利机会。最后,中国证券市场存在太多人为区隔,应当

* 在本文中,除文章主标题、个别法规引用和原文引用外,“证券交易所”一律简称为“证交所”。

** 北京大学法学院研究员、博士生导师,北京大学中国企业法律风险管理研究中心主任。

进行整合性购并,以顺应经济实践的需要。20年来,中国资本市场的建设未能公平而有效地考虑所有多元利益主体的需求,没有充分考虑到国际资本市场的竞争格局,也未能系统关注/设计中国资本市场的特殊功能。未来中国资本市场以及证交所的发展,尤需考虑小公司、非企业对证交所的需求——闭锁性股权可以在证交所挂牌交易、非营利组织也可借助资本市场,实现公益性资源效益的重组。并且,在证交所内部实现多层次资本市场的目标。果真如此,则全球资本市场的重心迅速转移到中国,并不仅仅是一个猜想。

关键词:公司 证交所 股权 上市 交易

是时候了,我说
让欲望开始它的神圣使命。
——埃利蒂斯:《另一个诺亚》
明星和仕女出现了,
混杂在贫贱的民众之中,
买呀,卖呀,瞧呀,听呀,
犹太人和异教徒吵个不停,
优越的贵妇人坐着马车每日来往,
拿珠宝换金钱,
在交易小巷投资下注。
——18世纪关于咖啡屋证券交易的歌谣

一、证交所的功能:被忽视的历史事实

亨瑞·福特曾经说过,“历史是一派胡言”。但是,如果你真的相信历史,那么股市则在所有明智投资中居于核心地位。^①在中国证券市场建设20余年之际,我想追问一个原初问题:谁需要证交所,以及中

^① 参见科林·查普曼:《股市的奥秘——国际股票市场指南》,上海证券交易所发展研究中心译,上海人民出版社1999年版,第237页。

国证交所未来的功能定位？在今天，一些现代国家的证交所已经集中演变成“公开公司进行资本筹集的场所”，交易所的“融资功能”不断强化，而“权利交易功能”^②则在不同程度地被淡化——似乎证交所就是资本筹集的场所。这样的观念已经在一定程度上成为金融世界甚至法律界的“社会共识”。^③然而，这种认识是“唯一正确”的吗？在这个“资本饥渴”的时代，也许我们有必要思考：证交所这种“注重融资”的“功能简化”是怎样形成的？为什么交易所最原初的权益交换功能被淡化，以及这种淡化会否一直延续下去？基于此，我们或许需要重思中国资本市场以及证交所的功能定位。

我们往往习惯将证交所与资本市场联结讨论，似乎证交所与资本市场在某种意义上具有“等同效果”，属于等值或者至少是密不可分的关系。在很多资本紧张、透过证交所来发展资本市场的国家，这样的判断也许具有常识理性——在现实生活中，证交所的确主要承担了“资本筹集”的功能，证券法以及证券监管机构的主要任务在于如何安全有效地实现资本筹集，公司借助证交所也主要是为了进行资金筹集而非其他——公司精英们往往热衷于将公司在证交所“挂牌上市”简化理解为“上市融资”，仿佛证交所就是为企业“上市融资”而存在——“企业为自己筹措资金，这就是证交所的首要职能”。^④如此理解，使得通过证交所进行活动的权利主体简化为“股份发行人 + 股份购买人（投资者）”的结构（参见图 1）。这样的判断，并不符合证交所诞生的

② 虽然在广义上，筹资也是一种交易：发行公司出售股票，投资者买入股票。但本文所谓的交易，是特指资本发行之外的、某一主体所持有的发行人的权利之转让，例如，股份的转让、股权的转让，等等。也即与“资本发行”相对称的“已发行资本之交易”。

③ 这一点，甚至可以从证券法的名称中显现出来，一些国家的证券法律名称被设计为“证券法”而非“证券交易所法”。

④ 贝尔纳·贝勒唐特：《证券交易所——投机的天堂还是金融市场》，夏永安等译，世界知识出版社 1992 年版，第 127 页。再如，美国 FD 金融公司董事长兼 CEO Rudy 在接受“中国网”采访时提到：一个公司想上市最主要的原因是因为它们本身的目的就是要融资，可以根据自己公司不同的情况来决定你想要融多少资，根据公司的规模来决定在哪个地方上市，在几个地方上市，可以达到在不同的地方都有自己的股市，如果一个公司在几个国家上市的话，无论在公司的国际形象上还是宣传方面，都是很有竞争力的。参见“美国 FD 金融公司董事长兼 CEO Rudy：上市不是企业发展的最终目标”，http://cn.china.cn/article/d38534_b821d8_d1162_3057_1.html，2010 年 10 月 2 日访问。

历史事实。用现代语言描述,只是观察到了证交所在一级市场上的特别角色,忽略了证交所在“交易——既存权利的转让——市场”上的特殊功能。

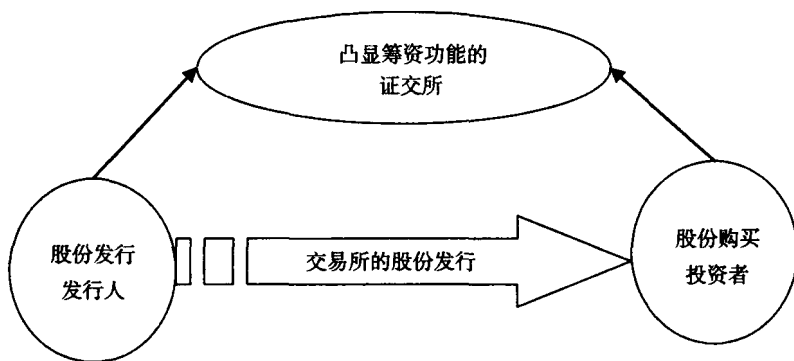


图1 凸显筹资功能的证交所主体结构简化图

当我们过于关注证交所的“筹资功能”时,我们所关注的其实是资本市场中的“资本/股份发行”,而非证交所本身的问题。毫无疑问,证交所具备资本筹集功能,但其最核心的功能其实并非资本筹集,而是“权利交易”——尤其是“既存权利的交易”。如此理解,使得通过证交所进行活动的主体可以简化为“股份发行人的股东+股份购买人(投资者)”的结构(参见图2)。

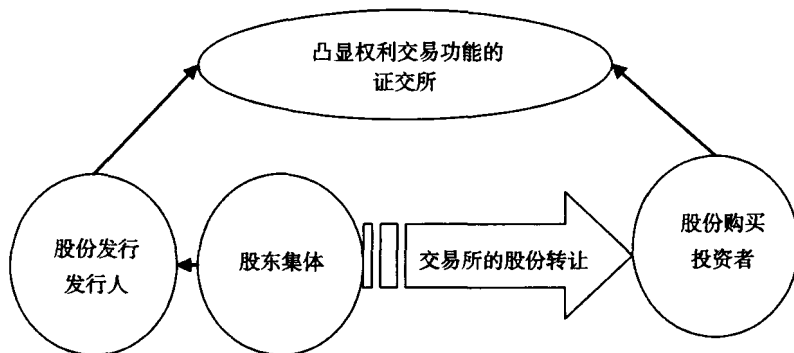


图2 凸显权利交易功能的证交所主体结构简化图

历史证明了上述判断。最初的交易所并不是用来为发行公司筹

资的,而是帮助已发行股票公司之股东转让其权益的。因此,证交所是与证券交易密切相关的——“证交所是证券交易发展到一定程度的产物。”^⑤尽管在广义上,证券发行也是一种交易,但几乎没有疑问的是,历史上的证交所主要是为证券转让、而非证券发行的目的存在。股份公司的发展史也证明:资本筹集功能不是由证交所的诞生来解决的,而是由公司(或者更准确地说股份公司)的诞生来解决的。^⑥所以,日本著名公司史学者大塚久雄教授认为,“应该将股份公司形成史作为资本集中史或者说集中形态的变迁史,尤其是作为这种历史中公司形态发展史的一个阶段来理解”,这是关于股份公司形成史的基本界定。离开这一界定,无论怎样堆砌史料,设计框架,都只能以无意义而告终。^⑦

关于证交所发展史的记载,也能从侧面证明交易所的最初功能在于促进“权利交易”。以英国为例,在17世纪末,合股公司发行的各种各样的股票大量交易。W. R. 斯科特估计,到1695年,共有140家合股公司,总市值450万英镑。大部分交易习惯在靠近交易小巷(科恩希尔大街和线针大街间的狭长地带)的两家咖啡屋——盖拉维和乔纳森进行。你可在那会见商人和贸易商同行,探讨最新投资,以及买卖股票。你也可以对一张写有商品和少数股票价格的纸张瞄上几眼,这张纸被称作“交易和其他物品的报价单”,后来发展成证交所每日市场行列表。^⑧经纪人和其他货币交易商在交易小巷的潮湿席位的上交易了很长时间,咖啡屋不仅变得拥挤不堪,就连被更有成就的行家们称为“下层大众”的需要也无法满足。当乔纳森咖啡屋于1748年遭受一系列火灾焚毁后,经纪人行业迁到了在线针大街重建的新乔纳森咖啡屋,该地每日入场费为6便士,足以使那些原来经常光顾乔纳森咖啡屋的闲荡者、

⑤ 参见屠光绍:《证券交易所:现实与挑战》,上海人民出版社2000年版,第1页。

⑥ 对于股份公司作为资本筹集工具的历史研究,可以参见大塚久雄:《股份公司发展史论》,胡企林等译,中国人民大学出版社2002年版。

⑦ 大塚久雄:《股份公司发展史论》,胡企林等译,中国人民大学出版社2002年版,第7页。

⑧ 科林·查普曼:《股市的奥秘——国际股票市场指南》,上海证券交易所发展研究中心译,上海人民出版社1999年版,第9页。

借款者和其他食客止步。不久,他们在门上贴上了标记:证交所。^⑨该交易所后来发展成为伦敦证交所。可见,从历史发展来看,证交所最原初的功能不是资本筹集,而是权利交易。

因此,虽然现代的股份公司往往通过证交所实现其资本筹集的目的,但当我们把证交所主要/或者仅仅理解为资金筹集场所,我们就将证交所与股份公司混为一谈了。当我们忽略了证交所的“权利交易”功能时,我们就埋没了证交所的最初历史及其生存理性。

二、谁需要证交所

回顾证交所产生的历史,我们发现——“筹资”并非证交所最初的核心功能。相反,“交易”才是证交所的核心功能。可是,在现代社会,为何交易所的“筹资功能”超越了其“权利交易功能”?当我们把证交所还原为一套权利交易的工具体系时,上述问题实际上转换为“证交所为谁而存在”或者说“谁需要证交所”?如果说,证交所是一套工具体系,那么,不同的工具目的将导致对证交所的不同功能定位,以及不同的规则体系。若考查证交所的最初功能,则其无非是为撮合公司股东及潜在投资者的交易而存在,充其量,还为发行公司而存在。可是,从证交所的发展历史和存在实况观察,证交所可能基于以下需求而存在:其一,国家发展的需要;其二,企业发展的需要;其三,投资者投资的需要(参见图3)。

(一) 国家需要

历史告诉我们,最初的证交所是基于权利交易的需要而自发形成的,证交所有自我发展、自然演化的能力。但证交所并不仅仅是在私人利益主体的催化下自我演化的结果。与其他市场经济的组织形式一样,证交所的诞生也有两种方式:一为私人力量的方式,例如股票/权利交易的发展催生出证交所;二为公共权力的方式,例如在股票/权利交

^⑨ 科林·查普曼:《股市的奥秘——国际股票市场指南》,上海证券交易所发展研究中心译,上海人民出版社1999年版,第15页。

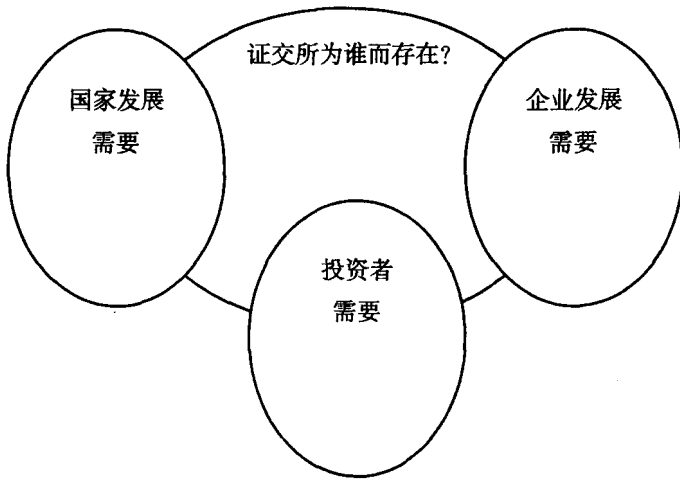


图3 证交所为谁而存在——主体结构示意图

易尚不活跃、需求不足的情况下，国家前瞻性地主动筹建证交所。

在一些长期盛行“实物交易”的国家，证交所的市场需求并不强烈——企业也好、投资者也好，并不十分需要甚至不知道需要证交所。在这些国家，证交所往往是基于国家经济发展需要，从上到下筹建的，具有明显的“国家目的性”。“建立任何证交所都是一种巨大的结构性努力”(a massive structural effort)，尽管面临很多困难，“近30年来，一些发展中国家的经验表明建立证交所不仅可能，而且的确能刺激经济的发展”。^⑩“世界上许多发展中国家用证券市场作为向其停滞工业注入资本的方法，或者作为更有效率地分配资源的方式，或者只是作为其推行私有化的一种辩护和工具”。^⑪例如，东欧国家在20世纪80年代市场并不发达、股票交易需求不足的情况下，仍重建证交所，显属典型

^⑩ See Jason Gottlieb, *Launching the Phnom Penh Stock Exchange: Toward a Legal Framework for Launching a Stock Exchange in an Underdeveloped Country*, 14 Colum. J. Asian L. 235, Spring, 2000.

^⑪ See Jason Gottlieb, *Launching the Phnom Penh Stock Exchange: Toward a Legal Framework for Launching a Stock Exchange in an Underdeveloped Country*, 14 Colum. J. Asian L. 235, Spring, 2000.

的国家强制变迁制度的行动。^⑫再如,在中国等后发经济国家,证交所的设立通常也都是企业需求不足时,“国家/政府计划/强制安排”的结果。^⑬在这些国家,为融入全球资本竞争体系,或者为给某些特殊/重要企业(例如国企)提供金融集机会,集中全社会力量促进部分企业竞争力的提升,国家往往从“大局”出发,强制设立证交所。^⑭这样的选择,是因为很多人相信,“发展中国家证券市场的发展会促进经济增长和消除贫困”。尽管阿吉·辛在1997年5月的经济杂志上撰文指出,证券市场有可能对国家经济发展起着阻碍作用,^⑮但发展中国家仍然“为了国家利益”而对证交所趋之若鹜。

如果证交所的设立取决于“国家需要”,则证交所的功能也取决于——国家需要证交所实现何种目标?一旦该目标明确,则证券法以及证券监管规则都会促使证交所往该方向前进。^⑯对此,中国上海证交所的发展的确较有代表性。因为国家经济发展的需要,尤其是为国企改制融资的需要,^⑰中国建立了上海、深圳证交所,并让其在前期主

^⑫ 例如,贝尔格莱德证券交易所于1989年恢复设立,1990年2月28日开始首次交易,但直到1994年年底,仅有上市公司2家,到1998年年底上市公司数达到36家,这显然并非企业股票交易的发展需要证券交易所,而是国家经济的发展需要强制设立证交所。参见屠光绍:《证券交易所:现实与挑战》,上海人民出版社2000年版,第14-17页。

^⑬ 例如在上海证交所开业之初,也只有8只股票上市交易。

^⑭ 例如,1990年中国人民银行上海市分行就“进一步发展上海金融业”的问题代上海市政府拟稿向国务院进行请示,请示中提出“完善证券市场,建立证券交易所”的建议。建议认为,成立上海证交所“有利于促进证券的发行,有利于进一步搞活金融”,并提出“证券交易所建立初期,拟以国债交易为主,同时继续扩大股份制试点,以‘三资’企业和企业集团股份有限公司为主,逐步增加股票的上市量。”参见龚浩成等主编:《上海证券市场十年》,上海财经大学出版社2001年版,第45页。

^⑮ 参见科林·查普曼:《股市的奥秘——国际股票市场指南》,上海证券交易所发展研究中心译,上海人民出版社1999年版,第115页。

^⑯ 这从江泽民、李鹏等在视察上海证交所时的题词中可窥一斑,即要“发展和完善有中国特色的证券交易市场”、“证券交易为社会主义建设服务”,这些题词无形当中影响到中国证交所的发展方向。参见龚浩成等主编:《上海证券市场十年》,上海财经大学出版社2001年版,第44页。

^⑰ 例如,上海证交所的有关人员认为“我国目前正处于经济改革的攻坚时期,证券市场的意义尤为重要。一方面,证券市场拓宽了企业融资渠道,为解决国有企业资本金不足问题开辟了一条重要途径。”参见屠光绍:《证券交易所:现实与挑战》,上海人民出版社2000年版,第21页。

要承担了国企资金筹集的功能。尽管当时上海之所以建立证交所,在很大程度上是因为证券交易已经比较活跃,证交所的建立理论上首先应当是为了解决交易场所的不统一、不规范问题,但在“国家需要”的背景下,上海证交所仍以“筹措资金,为社会主义建设服务”为其主旨。这导致在中国,证交所在某种意义上与“上市筹资的工具”等同。的确,在金融相对不发达的后发国家,证交所主要承担了国内市场的融资功能——这种融资功能的定位,显然是为了满足国家需要,具有明显的“政治正确性”。Jason Gottlieb 认为,所有建立了证交所的相对欠发达的国家都有一些共同特征:强力的政府支持(不仅仅是其自身的政府)(the backing of a strong government);一个相对稳定的政府(a relatively stable government);渴求资本的工业基础(an extant industrial base thirsting for capital);以及待投资资本(the capital to invest)。这些条件是必要条件,但并非充分条件。^⑩

基于理性原因,人是有特定目的的动物,因此,人之行为也都是特定目的之产物。有法律人格的交易组织也不例外——当证交所是因“国家需要”而存在时,证交所的功能定位及其发展,势必与国家宏观经济政策、经济目标相一致。以中国为例,历史上曾经存在的某些行业、某些企业“优先/优待上市”的政策,就是非常明显的例子。企业上市必须与国家宏观经济政策一致,鼓励与国家宏观经济政策一致的行业及企业借助证交所上市筹资,^⑪而对与国家宏观经济政策不一致的行业或企业,则在上市筹资方面进行“指标限制”。^⑫在很长一段时期内,中国资本市场只是鼓励国企上市筹资,压抑民营企业上市筹资,将

^⑩ See Jason Gottlieb, *Launching the Phnom Penh Stock Exchange: Toward a Legal Framework for Launching a Stock Exchange in an Underdeveloped Country*, 14 Colum. J. Asian L. 235, Spring, 2000.

^⑪ 例如,《证券法》第 51 条规定:“国家鼓励符合产业政策并符合上市条件的公司股票上市交易。”

^⑫ 参见 1992 年 12 月 17 日《国务院关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》(国务院国发[1992]68 号发布)。

证交所乃至资本市场视为国企专利。^② 同样,在以经济建设为中心的背景下,上市融资成为“经济领域”特有的事情,只有企业才可透过证交所上市融资,非企业上市尽管未被法律禁止,但几乎完全被排除在上市融资之外。^③ 对企业筹资的重视,对非企业筹资的压抑,显然与以经济建设为中心的国家基本路线一致。正是因为上市公司与国家经济发展的密切关系,我们说证券市场是国家经济的“晴雨表”,上市公司是国家“经济运行中最具发展优势的群体,是资本市场投资价值的源泉”。^④

在一些欠缺资金的国家或地区,上市仿佛成了企业发展的主要目标。经济发达程度往往与上市公司数量成正比,地方政府也以拥有多少上市公司为荣或者追求每年发展若干上市公司,甚至一度公司上市的指标下达都与地域相关。以中国各省份上市公司分布数量为例,我们可以清晰地发现上市公司与地方经济发展之间的关联(参见表1)。

表1 各省/自治区/直辖市上市公司分布数量一览表

排名	省/自治区/直辖市 名称	上市公司数量 (单位:家)
第一梯队 (100家以上,6省)	广东	231
	上海	154
	浙江	141
	北京	128
	江苏	126
	山东	101

^② 有历史文献这样写道:“上海证券市场是政府推动型的经济体制改革的产物,当时是在国家计划指导下,根据总体经济目标,运用市场机制进行资金融通的工具,是对计划调控的补充手段。主要表现在不仅每年发行的债券、股票数量要严格控制在国家批准的计划之内,各种证券上市须经过证券主管部门批准许可,而且所筹资金也主要用于国家计划之内的项目建设和国有大中型企业的生产和技术改造等。”参见龚浩成等主编:《上海证券市场十年》,上海财经大学出版社2001年版,第119页。

^③ 而实际上《证券法》中所谓的证券,是很弹性的概念,并不完全等同于“企业证券”。

^④ 参见《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》(国发[2005]34号)。

续表

排名	省/自治区/直辖市 名称	上市公司数量 (单位:家)
第二梯队 (40 家以上,7 省)	四川	72
	湖北	66
	安徽	61
	福建	57
	辽宁	51
	湖南	49
	河南	40
第三梯队 (20 家以上,14 省)	河北	36
	吉林	35
	新疆	34
	天津	32
	陕西	30
	重庆	28
	云南	27
	山西	27
	广西	26
	黑龙江	26
	江西	25
	海南	22
	内蒙古	20
甘肃	20	
第四梯队 (20 家以下,4 省)	贵州	18
	宁夏	11
	青海	10
	西藏	9

从表 1 中可以发现,上市公司数量基本与所在区域经济发达程度成对应关系。例如,凡上市公司数量超过 100 家的,都位于当前国内经济发展最好的东南沿海与东部地区;上市公司数量在 40 ~ 100 家之间的,也多位于目前经济发展增速较快的中部及部分沿海区域;上市公司数量在 40 家以下的,多位于边疆欠发展地区及内陆发展较慢或地域较小的区域。其中,贵州、宁夏、青海、西藏拥有的上市公司数量最少,均少于 20 家。

然而,即便以“国家需要”的观念衡量,仍有一个“需求发展”的问

题——以此衡量,中国今日之证交所仍过于保守,不足以满足中国参与全球经济竞争的需要。由于今天我们所面对的市场不再是一个封闭自足的市场,而是一个全球竞争的市场。因此,所谓“国家需要”,首先是如何推动国家参与全球市场/社会竞争的需要,而不仅仅是如何满足国家调控国内市场的需要——这不仅仅是证交所要为国企、为特定行业、为宏观经济政策目标服务等“国内性”问题,更主要的是,我们要考虑证交所的国际发展,要考虑如何通过证交所的发展,提升中国企业的整体竞争力的问题。在全球竞争社会,是“所有中国企业”在与“所有外国企业”之间展开竞争,因此,证交所发展的“国家立场”意味着——中国证交所的制度建设,应当尽可能地考量如何有助于所有中国企业参与全球竞争,证所在满足国家需要方面,应当有更开放、更国际的眼光。就此而言,恐怕证交所必须面对——如何迅速、安全地走向公司制、如何有效地进行国内以及全球购并,如何增加上市主体结构、开发多元性交易品种等问题。

(二) 企业需要

如果证交所的核心功能之一是融资,则无疑最渴求融通资金的企业最需要证交所。因此,在全球证券市场上,附着于证券交易的主体中,最为活跃的是企业。若无企业参与,就不会有今天的证券市场。由于凸显了证交所的筹资功能,尤其在一级市场上,最需资本的企业,顺理成章地成为证交所市场中最活跃的参与者。《公司法》以及《证券法》为此专门形成了“发行人”、“上市公司”的概念。因此,没有人会否定,企业需要或者说最需要证交所。当我们坦然接受“企业需要证交所”的判断时,有两个问题尚需进一步讨论:其一,是否只有企业中的公开公司才需要证交所?其二,是否非企业就不需要证交所?

1. 公开公司

尽管没有人会否定,企业需要证交所。但企业的世界是复杂的,问题显然不应也无法停留于此——企业本身有诸多类型,是否所有企业都需要证交所呢?规则演化的常识告诉我们,只有公开性公司才能依托或利用证交所,数量众多的非公开性公司因被排除在交易所上市交易之外,似与证交所无关。的确,在设立了证交所的国家,这甚至成为其《公司法》、《证券法》的惯例。为维持所谓公开性的底线,一些国家立法对公开发行证券的公司之股东人数做出要求,当公司股东人数低于该法定

最低要求时,会被暂停上市、终止上市或者遭受惩罚。我国也曾坚持这种“维持公开性”的标准,只有特定的股份公司,其股票才能上市交易。^{②③} 在一个不规范的市场,持有较大面值股份的股东人数的变化往往与股价操纵有关,^{②④}因此,通过这种公开性的要求,很容易发现股价操纵行为,使企业因股份交易导致丧失公开性而遭受处罚。比如,中国亿安科技操纵股价案。问题是,为什么只有符合条件的股份公司才可以上市交易?

公开公司(public company/corporation, public limited company)与封闭公司(closed held company/corporation, limited company)的划分是英美法系的做法,大体上分别相当于大陆法系的上市公司与有限公司。但是,对于两者的区分标准,一直众说纷纭。例如,在美国,有的州按照股东人数区分公开公司与非公开公司;有的州按照公司发行的股票能否进入公开的证券市场进行区分。在英国,公开公司一般有最低授权资本的要求,非公开公司则没有该要求;而且,公开公司因为进入证券市场,受到较多强行法限制;公开公司通常应在其名称中标明“Plc”字样,而非公开公司则需标明“Ltd”字样,等等。^{②⑤} 比较一致的见解似乎认为,封闭/

^{②③} 如我国《公司法》(1993年)第152、157、158条的相关规定。但上述条款在2005年《公司法》、《证券法》修订时做了修改,不再强调公开公司的“人数要件”,例如现行《证券法》第50条规定。

^{②④} 参见刘元海、陈伟忠:“市场操纵过程的实证分析”,载《经济科学》2003年第5期。

^{②⑤} 在英国,公共公司与私人公司的主要区别有三点:其一,最低注册资本的要求不同。公共公司的最低注册资本必须不少于5万英镑,其中在其注册并开始营业之前必须至少缴清25%。其二,公司名称不同。按照1980年公司条例,公共公司名称结尾必须加上后缀“public limited company”或者同义的威尔士语“cwmni cyhoeddus cyfyngedig”或者缩略语“plc”或“ccc”。私人公司名称要么以“limited”或者威尔士语“cyfyngedig”或“ltd”或“cyf”结尾,要么应以“unlimited”或者“anghyfyngedig”结尾。其三,筹集资金方式的区别。私人公司不得通过发售股份或债券的方式向公众募集资金,而且,广告宣传其股份是一种犯罪行为。相反,公共公司可以采用此种方式募集资金。此外两者还有以下次要区别:(1)私人公司只需要有一个董事,公共公司必须至少有两个。(2)私人公司只需要有一个股东;公共公司必须至少有两个。(3)公共公司的公司秘书必须具备认可的职业任职资格;私人公司则无此要求。(4)公共公司在支付股息之前,必须保证,不仅其营业利润而且其资本资产的价值,都至少维持在认购股份资本加上不可分配储备的价值上。对私人公司则不必强加这种成文法规则。(5)公共公司发行股份以交换财产之前,必须取得一个独立的专家对该财产的估价;私人公司则无此要求。(6)公共公司不能发行股份以交换一项对价,如果对该对价包括了一项事业,其完成时间从配发股份之日起可能超过五年;私人公司无此限制。以上参见涂文译:《公司法》,武汉大学出版社2003年版,第9~10页。

非公开公司其股权/股票不能在证交所公开上市交易,^②该类公司也不能通过证交所筹集资本。^③然而,很少有人继续追问:为什么小型的或者说封闭型公司被排除在证交所之外,不能享受证交所的“融资功能”,也不能利用证交所的“交易功能”?这种“法律阉割”的根据是什么?

一些看似明显的理由是:其一,“证交所是邪恶的地方”,^④封闭公司规模较小,所需资金有限,许可其公开上市筹资,容易形成发行欺诈,故不能借助证交所融资;其二,封闭公司股东人数较少,股权结构简单,股权转让限制较多,无法/也没有必要借助证交所公开交易股权。该理由的隐含逻辑是,上市公司必须股东人数众多,而封闭公司股东人数有限,难以形成交易市场,故不必借助证交所上市交易。可是,上述两点理由,似乎都不能成立。

(1)小公司的融资模型

规模较小的公司,也有通过证交所融资的需求。大公司并非一天长成,欧洲以及美国很多大公司都是昔日的家族/小企业。甚至,摩根斯坦利也曾是很小的合伙公司。即使在美国,家族拥有的公司也创造了80%~90%的国民财富(family-owned companies make up between 80% and 90% of the nation's wealth)^⑤。一些国家也已认识到小公司对资本市场的需求,不断开发多层次资本市场,以满足中小公司公开上市筹资的需要。正如法国贝尔纳·贝勒唐特所说:企业的证券要在巴黎证交所上市必须具备若干条件,其中有一些涉及企业规模的最低标准。大企业符合条件,那么其他企业呢?有些企业不具备进入巴黎证交所的条件,难道能因此阻止它们参加金融市场吗?当然不能。因此同时存在好几种交易所。企业应该了解参加各种交易所的活动要具备的不同条件和

^② 参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第90页。

^③ 参见涂文译:《公司法》,武汉大学出版社2003年版,第10页。

^④ 参见科林·查普曼:《股市的奥秘——国际股票市场指南》,上海证券交易所发展研究中心译,上海人民出版社1999年版,第16页。

^⑤ See Astrachan, J. H., and M. C. Shanker, *Family businesses contribution of the U. S. economy: A closer look*, *Family Business Review* 2003, pp. 1 - 10. Quoted from James A. Di Gabriele, *An Empirical Walk Down Valuation Way: Are the Valuation Methods of Closely Held Companies Chosen by the Courts a Function of the Type of Case and Level of Court?*, 13 *J. Legal Econ.* 39, Sept. 2006.

因此要承担的风险。基于上述理由，法国证券交易所所有三种类型的市场：正式交易市场、二级交易市场和场外交易市场。^④

在美国，也存在适合不同类型企业筹资的多层次资本市场。^⑤ 尽管如此，将封闭性的小公司拒绝在上市筹资大门之外，依然是一种“看起来很理性”的惯常做法。小公司大多只能通过证交所之外的市场渠道进行筹资。

(2) 公开发行 vs. 公开交易

股东人数较少、不公开发行股份的封闭公司，也有通过证交所公开转让其股权的需求。为何上市公司一定要股东人数众多？为何较少的股东，其权益就不需要或者不可以借助证交所进行集中竞价交易？

法律上要求上市公司股东人数众多，实则期望达成“卖者众多”的状态，进而与“买者众多”形成交互市场。然而，一则，因为交易自由，市场的主体构成是流动的，实际上无法对“卖者众多”及其维持规定某种数量要求。否则，公司就可能一直在“可以上市”与“不可以上市”之间不断摆动。因此，“卖者众多”的数量限制在 2005 年《证券法》修订时，已经取消。该法只要求公开发行的股份数额达到一定比例，并不对一定比例的公开持股股东的人数做最低要求。二则，任何一个市场总是可以区分为“买方”和“卖方”两类结构的。这两者之间的力量并非总是达致均衡，也并非买方与卖方双方都必须达到“数量众多”才可形成交易市场。卖者与买者同时众多而达致“交易均衡”的状况，毕竟是少数。多数情形下，卖者和买者数量处于不均衡状况，“供求主体”不均衡并不意味着不能形成市场，只是意味着市场交易双方的价格谈判力量有差异。易言之，无论是“卖者众多”，还是“买者众多”，只要有供给和需求，都可形成交易市场，差别只在于市场的“活跃性”程度不同。例如，古董市

^④ 参见贝尔纳·贝勒唐特：《证券交易所——投机的天堂还是金融市场》，夏永安等译，世界知识出版社 1992 年版，第 29～30 页。

^⑤ 对美国多层次资本市场的体系，理论上存在诸多见解，有认为分为四个层次，也有认为分为五个层次。参见江西省产权交易所课题组：“产权市场在多层次资本市场中的功能定位”，资料来源：<http://gov.finance.sina.com.cn/chanquan/2009-06-18/78032.html>，2010 年 10 月 3 日最后访问；“多层次资本市场体系——中国和美国的比较”，<http://liyufeng9505.blog.163.com/blog/static/32707749200812525534635/>，2010 年 10 月 3 日访问。

场,卖者不多,买者可能也不多,但市场仍可维持其存在。而且,市场交易乃针对某种标的物——商品,而非针对商品的持有者——交易主体。因此,能否形成市场以及市场的活跃性程度关键在于交易标的物的供求状况,与买者或卖者的数量之间并无一一对应关系。也即,虽然“卖者较少”,但若其持有的标的物数量众多,或者虽然“买者较少”,但若其需求量巨大,同样可能形成活跃的市场(参见表2)。

表2 交易主体数量与交易商品数量对市场结构类型的影响

序号	市场的结构类型	卖者数量	买者数量
1	买方市场	卖者众多(供大于求)	买者较少
2	卖方市场	卖者较少(供不应求)	买者众多
3	均衡市场	卖者较多(供求平衡)	买者较多
4	市场贫弱	卖者较少(供求不足)	买者较少
5	市场活跃	卖者较少(供应充足)	买者较少(需求充足)

上述市场结构类型,同样适用于证券市场。“卖者众多”可以形成公开的交易市场,“买者众多”同样也可形成公开的交易市场。在证交所内交易之证券,有可能出现“卖者众多而买者较少”的现象(例如,公司经营不好或出现丑闻,证券持有者抛售股票),也可能出现“买者众多而卖者较少”的现象(例如,公司业绩优良、前景看好,潜在投资者争购股票或超额认购发行的新股)。

表3 证券交易市场的结构类型

序号	市场的结构类型	卖者数量	买者数量
1	买方市场	卖者众多 股东众多(供大于求)	买者较少 投资者较少
2	卖方市场	卖者较少 股东较少(供不应求)	买者众多 投资者众多
3	均衡市场	卖者较多 股东较多(供求平衡)	买者较多 投资者较多
4	市场贫弱	卖者较少 股东较少(供求不足)	买者较少 投资者较少
5	市场活跃	卖者较少 股东较少(供应充足)	买者较少 投资者较少(需求充足)

因此,从交易角度而言,股东人数之多少并不构成其所发行证券/股

权是否可通过证交所公开交易的标准。公司是否已公开发行股份,是否已有大量公众股东,也不应是该公司所发行之证券/股权能否公开上市交易的标准——无论是否属“公开发行”公司,其股权都可“公开交易”,都可能形成公开交易之市场,甚至都可能通过证交所公开竞价交易。因此,“公开发行”与“公开交易”,以及“在证交所公开竞价交易”之间不应有一一对应关系。证交所并非神秘之所,只是一个“机遇市场”,是有价证券(或者某种有公开出售需求的权益)的持有者和想得到这类证券或者权益的购买者相遇的市场。^③《公司法》或《证券法》要求公司申请其股票上市,须已属公开发行公司^④,显属对上市的误解。上市,不仅是指上市发行(筹资)——让潜在投资者可买入公司拟发行的权益,而且,主要还指上市交易——即卖出公司股东所持有的权益。实际上,《证券法》在论及上市时,也是指已发行证券之“上市交易”。^⑤与此相适应,公开公司至少可以区分为两类:一为公开发行公司,二为公开交易公司。这两者可能重合,也可能不重合。公开发行公司所发行之证券通常可以公开交易,但也可选择不公开交易;而公开交易公司,虽通常可公开发行证券,但若不符合公开发行条件或不选择公开发行,则也可只公开交易其闭锁发行的证券或权益。此外,公开交易有两种形式:一种是在证交所内公开挂牌交易,另一种则是在证交所外公开交易。证交所外的公开交易,可能是集中的(例如,产权交易中心的交易),也可能是分散的(例如,不依托组织性交易场所,私下进行的自治交易)。

以中国为例,就股票发行与交易而言,今天的上市公司,都是公开发行股票的公司,同时,也是公开交易其股票的公司;而股份公司,则可为公开发行股票、但未必在证交所公开交易其股票的公司;有限公司,则

^③ 参见贝尔纳·贝勒唐特:《证券交易所——投机的天堂还是金融市场》,夏永安等译,世界知识出版社1992年版,第174-175页。

^④ 例如,《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:……股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行”。

^⑤ 因此,在《证券法》第三章“证券交易”之第二节“证券上市”中,即将“证券上市”理解为“证券上市交易”,从该节内容来看,主要是指已发行之证券如何在证券交易所挂牌交易的问题,而非指公司如何发行证券的问题。例如,《证券法》第48条规定:“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。证券交易所根据国务院授权的部门的决定安排政府债券上市交易。”

均属不可公开发行股票、但可选择公开交易其股权(例如,在产权交易中心挂牌交易),也可选择不公开交易其股权(例如,公司章程禁止对外转让股权)的公司。因此,不公开发行股票,只是意味着公众股东人数较少,并不意味着不能形成公开交易市场。事实上,闭锁性有限公司或不公开发行的股份公司,也可能存在众多潜在购买者,中国现行法律并未完全禁止这些相对闭锁的股东权益之“公开交易”,^⑤只是限定了“公开发行股票”的交易场所,以及非公开发行的股份公司之股份转让场所。即其一,“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交所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让”;^⑥其二,“股份公司股东持有的股份可以依法转让,股东转让其股份,应当在依法设立的证券交易场所进行或者按照国务院规定的其他方式进行”。^⑦可见,上述条款规制的重点是“公开发行股票之交易”,是对公开发行股票之“公开交易场所”的“积极规范”,但该规定并未完全禁止“非公开发行权益之公开交易”,甚至并未禁止其在证交所上市交易。例如,有限公司股权之“公开交易”及其“公开交易的场所”,均无明确限制。再如,对不上市股份公司,也只是对其“公开交易的场所”有积极要求,规定其“应当在依法设立的证券交易场所进行或者按照国务院规定的其他方式进行”,这一规定同样也不禁止其“公开交易”。因此,非公开发行公司的股东权益,仍可以某种方式公开转让或交易。例如,有限公司的股权可以通过拍卖机构进行拍卖,或者通过媒体广告、产权交易所公开挂牌交易,均属公开交易之一种。同样,不上市的股份公司,其股份也只是不可通过证交所交易,但并不意味着不能公开转让。的确,在实务中,不上市之股票仍可通过产权交易市场、证券托管机构之柜台或者拍卖机构公开转让(参见表4)。因此,公开转让,应指购买者不受限制或者购买者众多之转让,并等同于在证交所内公开转让,还包括在其他法定的交易场所公开转让,甚至以私法自治的方式,私下公开转让。

⑤ 参见《公司法》第72条。

⑥ 在《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批准的其他证券交易场所转让。”

⑦ 参见《公司法》第139条。

表4 公开公司与非公开公司的区分表

公司类型	公开发行	公开交易	对应市场	例示之企业
公开公司	公开发行	在交易所内公开交易	主板市场 创业板市场 代办转让系统	上市公司
		在交易所外公开交易	产权交易市场/拍卖	募集设立、 不上市股份公司
	不公开发行	在交易所外公开交易	产权交易市场/拍卖	发起设立、 不上市股份公司
		在交易所外公开交易	产权交易市场/拍卖	有限公司
		在交易所外公开交易	产权交易市场/拍卖	合伙企业
非公开公司	不公开发行	在交易所内、 外均不公开交易	内部市场	限制外部转让 股权的有限 公司、合伙企业

然而,非公开发行的股份公司之股东通过产权交易市场或拍卖机构转让其股份,是否构成合法转让,实务上仍有争议。《公司法》只是规定,股份公司股东持有的股份可以依法转让,^③但股东转让其股份,应在依法设立的证券交易场所进行或按照国务院规定的其他方式进行。^④产权交易所或拍卖机构是否属于依法设立的证券交易场所,或者是否属于国务院规定的其他方式,实务中充满疑问。有人认为,非法出售未上市公司股票行为的性质应属《证券法》规定的擅自公开发行证券行为,未上市公司是发行人,销售者是承销人。根据案件的具体事实和证据,可分别认定为集资诈骗罪、非法经营罪和擅自发行股票罪。^⑤监管部门长期以来对场外交易也是持否定态度。早在1998年,有关监管部门就明文禁止场外交易。按照证监会关于《清理整顿场外非法股票交易

^③ 参见《公司法》第138条。

^④ 参见《公司法》第139条。

^⑤ 参见吴卫军：“非法出售未上市公司股权行为的性质和刑事责任”，载《上海政法学院学报：法治论丛》第22卷，2007年第1期。

方案》的规定,未经国务院批准擅自设立的产权交易所(中心)、证券交易中心和证券交易自动报价系统等机构,所从事的非上市公司股票、股权证等股权类证券的交易活动均属非法股票交易^{④②}。其后,监管部门多次重申这样的立场,^{④③}法院也支持这样的判断,向不特定公众转让股份可能被视为变相公开发行股份。^{④④}对于非公开发行的股票,监管部门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。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,否则,均认定构成变相公开发行股票。^{④⑤}由此,“不公开发行”衍生出了“禁止公开转让”的规则。严格来说,“公开转让”是否当然构成“变相公开发行”,理论上仍值得研究。若无公开发行之意图,仅以公开转让之事实,即认定构成“变相公开发行”,甚至给予刑事处罚,这样的管制政策无疑过于严苛,显属不当损害当事人之私人财产权。因此,在法理解释上,对非上市股份公司的股权公开转让,应坚持更开放的政策,不宜将“不公开发行=禁止公开转让”,如此划“等号”,应属对《公司法》与《证券法》相关条文的误解。

以上讨论的仅是股票或股权之公开发行与交易。若论及债券等其他证券,则如何界定“上市公司”将变得更加复杂。中国目前的立法,仅将上市公司理解为“股票上市公司”,这一界定过于狭窄,致使我们无法

^{④②} 参见1998年3月25日《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》(国办发[1998]10号)。

^{④③} 例如,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》(国办发[2006]99号)规定:“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。”

^{④④} 例如,在最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证券监督管理委员会《关于整治非法证券活动有关问题的通知》(证监发[2008]1号)中,在论及公司及其股东向社会公众擅自转让股票行为的性质认定时,这样规定,《证券法》第10条第3款规定:“非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”国办发99号文规定:“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。”公司、公司股东违反上述规定,擅自向社会公众转让股票,应当追究其擅自发行股票的责任。公司与其股东合谋,实施上述行为的,公司与其股东共同承担责任。

^{④⑤} 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》(国办发[2006]99号)。

称呼“有债券上市的公司”。例如,按照《公司法》规定,该法所称上市公司,是指“其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司”。^⑥而同样使用“上市公司”概念的《证券法》却并未对该法所称上市公司进行界定。在《证券法》中,所谓证券上市,至少包括股票上市、债券(公司债券、政府债券)上市以及其他证券上市三类,但从体系解释角度而言,该法所称上市公司,应当维持了《公司法》的界定,^⑦仅指股票上市公司,至少不包括债券上市公司。所以,《证券法》规定“上市公司和公司债券上市交易的公司,应当在每一会计年度的上半年结束之日起二个月内,向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送记载以下内容的中期报告,并予公告”,^⑧该法将“上市公司”与“公司债券上市交易的公司”相并称,显然表明其所称“上市公司”不包括“公司债券上市交易的公司”。在《证券法》中,不仅股份公司,有限公司也可以发行公司债券,而且也可申请其公司债券在证交所上市交易。因此,就证券之公开发行与公开交易之实质而言,在中国,规模较大的有限公司也可能属于“公开公司”,存在其公开性的一面——即“债券公开发行与公开上市的有限公司”,这也应属一种上市公司。如果《证券法》之立法目的,确为统一“规范证券发行和交易行为”,^⑨那么,没有理由对“债券之公开发行与公开交易”主体另眼相对,没有必要仅将上市公司局限为“股票上市交易的公司”。《公司法》与《证券法》要修正目前这种“优待股票”的立场,所有可公开发行证券或者其证券/权益可以通过证交所公开交易的公司,都可以称为上市公司。甚至,公开发行债券的政府机构,我们也可以将其称为上市公司,只不过,当政府机构上市时,其属于非盈利公司——国家机关作为民事主体的特殊形式。

综上,也许我们应该改革目前关于公司类型的立法构造。无论是

⑥ 参见《公司法》第121条。

⑦ 《证券法》第2条规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规有特别规定的,适用其规定。”

⑧ 参见《公司法》第65条。

⑨ 参见《证券法》第1条。

限公司,还是股份公司,都可以区分为上市公司(公开公司)与不上市公司(非公开公司),而前者又可区分为上市发行公司(公开发行公司)与上市交易公司(公开交易公司)。只要该公司符合上市发行或者上市交易之任一情形,我们均可将其称为上市公司,也无论其公开上市的产品到底是股票、债券还是股权,我们也都可以将其称为上市公司(参见下表5):

表5 上市公司的重新构造分类表

公司类型	法律公司类型	公开发行	公开交易	公开性公司类型
上市公司	股份公司	是	是	公开公司
		是	否	
		否	是	
	有限公司	否	是	
不上市公司	股份公司	否	否	非公开公司
	有限公司	否	否	

(3) 公开交易之定价优势

立法上要求“卖者众多”,进而将“证交所之使用”视为“公开发行公司之专利”可能还有一个理由:在股东人数众多时,集中竞价有助于形成公平价格,也有助于形成有效率的交易结构。而在股东人数较少时,通过私人谈判即可形成公平价格,似无集中竞价交易之必要和可能。该判断预设了一个前提,非公开公司不可能也不需要借助公开市场形成公平价格。此一判断若非错误,至少也不全面。在国外,有关闭锁性股权的

估价存在诸多争议。^⑤ 在我国，闭锁性股权的定价机制也存在很多问题：

其一，流行的闭锁性股权交易定价机制欠缺公平性。的确，在今天，闭锁性权益的交易主要是“私法自治”的结果，不能以“强制性制度安排”予以限制^⑥。但是，根据闭锁性股权交易之定价惯例，实务中多以企业净资产值作为衡量其股权交易价格的标准，^⑦这一约定俗成的衡量标准并未精确地反映出企业的真实价值。因为，盛行的企业价值评估体系诞生于工业经济时代，偏重于对企业历史的评价，忽略了企业中的某些

^⑤ 在美国，实务中运用的闭锁性股权之定价方法存在很大争议。案例表明，法庭会根据不同情形选择不同估价方法。其一，在以下情形法庭更可能使用资本化的利润方法（the capitalized earnings method）：（1）通胀率高（inflation was high）；（2）涉案公司包括生产性公司（the case involved a manufacturing company）；以及（3）夫妻离婚的案件（a marital dissolution case）。其二，当涉案公司包括生产性公司，或者是不动产税收案件（an estate tax case）时，法庭也更倾向于使用收入方法（the income method）估价。其三，在非不动产税收案件中，法院更倾向于使用净现金流（the discounted cash flow）的估价方法。其四，在以下情形，法庭更倾向于使用超额收益法（the excess earnings method）估价：（1）案件未包括一个服务行业的公司（a service company）；以及（2）案件是一个夫妻离婚的案件。其五，当国内生产总值增长大时（when increases in gross domestic product were large），法庭更倾向于使用市场方法（the market method）。其六，当评估规模较大的公司时，法庭更倾向于使用EBITDA多重法（the EBITDA multiple method）。其七，这些多样性的评估方法都没有表明，法庭会偏向于公司净资产（net asset）或者可比性的销售价格（comparable sales），或者指引公司（guideline company）的方法。See James A. Di Gabriele, *An Empirical Walk Down Valuation Way: Are the Valuation Methods of Closely Held Companies Chosen by the Courts a Function of the Type of Case and Level of Court?*, 13 J. Legal Econ. 39, Sept. 2006.

^⑥ 参见蒋大兴：“私法自治与国家强制——闭锁性股权收购中的定价困境”，载《法制与社会发展》2005年第3期；蒋大兴：“私法正义缘何而来？——闭锁性股权收购定价原则的再解释”，载《当代法学》2005年第6期。

^⑦ 在美国，对于闭锁性股权之定价，法院曾经采用特拉华分段法（Delaware Block Method），一般在决定股权的实际价值时，会考虑公司利润（earnings）、股利（dividends）、市场价格（market price）、资产（assets）以及任何其他相关因素（any other pertinent factors）。这一方法允许法官在链接诸种称量因素时，有很大的自主权。See Yee, K, *Judicial valuation and the rise of the discounted cash flow method*, Public Digest II 2, 2002. pp. 766-784. Quoted from James A. Di Gabriele, *An Empirical Walk Down Valuation Way: Are the Valuation Methods of Closely Held Companies Chosen by the Courts a Function of the Type of Case and Level of Court?*, 13 J. Legal Econ. 39, Sept. 2006.

重要价值因素(无形资产),不能恰当度量企业的真实价值。^{⑤③}尤其是,未能关照企业的前景判断,未能融入买方对企业的合理预期。如同凡勃伦在《企业论》中指出的那样:任何一项资本的价值,关键在于它的收益力,即资本的价值是它的收益力的一个函数。供作市场上资本估值所依据的,并不是过去的实际收益力,而是未来的假定收益力。因此,在资本市场的变动中,所集中注意的是想象的未来事件。这样,就使参加市场交易的一切资本处于估值、重估值——也就是资本价格不断变化的一个无止境的过程中,变动的依据是资本的假定收益力。对假定收益力的变化影响最集中的是商誉。^{⑤④}

由于假定收益力是对未来收益等方面许多臆测的结果,而这种臆测因人而异——投资者在臆测时所依据的是各自对公司当前收益力不完整的、猜度性的了解,是对商品市场和公司政策未来趋向的估测。因此,证券市场上的买进和卖出往往很频繁。^{⑤⑤}总之,股权转让乃私法交易,而私法交易中的正义是一种交换正义、过程正义,其中体现的交易公平是“主观等价型”公平。无论如何理解,私法正义最终都将归结为“私法自治”。因此,James A. Di Gabriele 在评价特拉华法院使用的 Delaware Block Method 时指出,该方法假定,市场价格并不一定反应股权的公平价格(market price does not necessarily reflect fair value),股权估价与其说是一门科学,不如说是一门艺术(valuation is an art rather than a science)。^{⑤⑥}故,要求某类企业的股权转让必须按照净资产值衡量转让价格的做法,欠缺正当性。股权收购定价应回归私法自治,定价过程应更多考量企业未来,由“买方决定”。^{⑤⑦}公共机构只需要为买方创造可资比较、可以竞价、可以自我决定的公平交易机会。

^{⑤③} 参见蒋大兴:“私法自治与国家强制——闭锁性股权收购中的定价困境”,载《法制与社会发展》2005年第3期。

^{⑤④} 参见凡勃伦:《企业论》,商务印书馆1959年版,第86~87页。

^{⑤⑤} 参见邹进文:《公司理论变迁研究》,湖南人民出版社2000年版,第71页。

^{⑤⑥} See James A. Di Gabriele, *An Empirical Walk Down Valuation Way: Are the Valuation Methods of Closely Held Companies Chosen by the Courts a Function of the Type of Case and Level of Court?*, 13 J. Legal Econ. 39, Sept. 2006.

^{⑤⑦} 参见蒋大兴:“私法正义缘何而来?——闭锁性股权收购定价原则的再解释”,载《当代法学》2005年第6期。

其二，闭锁性股权交易欠缺统一市场，使私人谈判缺乏行业、地域等价格参照系统。定价机制中的“私法自治”是一种主观性定价，但任何主观性定价都不是漫天要价，而是建立在一系列可资比较的客观参数基础上。统一、公开的市场，有助于形成这种参数系统，方便买卖双方自行定价。就闭锁性股权交易而言，不同行业、不同区域、不同规模、甚至不同历史、有不同发展规划的公司都可能有不同的价格基数，因此，企业构成因素不同的闭锁性股权，其交易定价必然会存在差别。公开市场是一种非常好的价格传导机制，如果非公开发行公司之股权能进入公开市场交易，就有助于形成一种“比较的价格系统”，并且，有助于价格参数迅速传播，从而使股权定价中的“私法自治”能尽可能地接近“市场标准”。

其三，证交所内公开交易可为闭锁性股权提供流动性。证交所被称为“流动性提供者”，“交易所与流动性共存亡”，⁵⁸“流动性是交易所的一切”，⁵⁹交易所市场将众多投资者的买卖意愿集中起来，可以降低交易成本，快速、有效地执行交易指令。事实上，提供流动性既是交易所的核心经济功能，也是其安身立命、参与并赢得竞争的根本。⁶⁰借助交易所的流动性可增强闭锁性权益的流动性，在流动过程中更好地实现权益交换价值，维持公司的稳定性——出现经营管理困难的有限公司，可因其股权保持了流动性，而不必最终走向解散。

因此，在中国目前股权交易实践中，困扰实务界的关键问题恰恰不是公开发行公司的股权定价，而是闭锁性公司的股权定价问题，非公开发行公司的股权交易难以形成公平、有效的价格机制，进而在很大程度上影响了此类公司股权的流动及内部纠纷的解决——可见，并不仅仅是大型公开发行公司、小公司也需借助公开资本市场形成公平价格，⁶¹内涵竞价结构的拍卖市场之所以能为小公司所用，即是显例。

⁵⁸ See Amihud and Mendelson, *Liquidity, Volatility and Exchange Automation*, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 3, 1988, pp. 369 - 395. 转引自卢文道：《证券交易所自律管理论》，北京大学出版社2008年版，第10页。

⁵⁹ See Adam C. Pritchard, *Self-Regulation and Securities Markets*, Regulation, Spring (2003). 转引自卢文道：《证券交易所自律管理论》，北京大学出版社2008年版，第10页。

⁶⁰ 参见卢文道：《证券交易所自律管理论》，北京大学出版社2008年版，第9~10页。

⁶¹ 参见蒋大兴：“私法自治与国家强制——闭锁性股权收购中的定价困境”，载《法制与社会发展》2005年第3期。

(4) 公开交易企业的结构性反思

如果回顾历史,在证交所诞生初期,证交所并不仅仅为大公司而存在,也为小公司提供权益交易的机会。那时,交易所的核心功能是名副其实的“证券交易”。发展到今天,在一切追求“大即是好”的理念下,小公司已被排除在证交所之外,这一点甚至还得到了广泛的规则支持。

我们今天需要反思这种“以大欺小”的制度结构。证交所仅为大公司而存在,^②或者仅为公开发行人而存在,是一种落后的观念。企业本身是在动态发展的,现在的大公司,可能曾经是小公司;现在的公开发行人,也可能曾经是非公开发行人。大公司不一定就是道德的楷模,大公司也不一定增加了证券市场的安全性。相反,现今流行的制度结构,属于人为制造了不公平的竞争起点,不利于企业在全球展开竞争,证交所没有充分理由仅为大公司而存在,更无理由仅为公开发行人而存在。在全球化的资本市场中,为数众多的中国小企业尤需证交所的支持。融入全球化,并不否定中国资本市场可以有自己的道路。目前所谓多层次资本市场建设,虽然为小公司提供了一定融资渠道,但仍未脱离“市场歧视主义”,未能给小公司真正的“资本国民待遇”。未来中国资本市场的发展,不仅要超越“倚重大公司”的固有思维,也要超越目前此种“多层次资本市场”思维——小公司不仅可借助证交所进行资本筹集,更可借助证交所进行权益交易。例如,有限公司甚至合伙企业的股权交易,都可统一纳入证交所进行,避免目前依托拍卖机构、产权交易所转让,因“定价临时性”、“定价产品单一”、“定价缺乏长期可比性”等而产生“定价不公平”的问题。如果这样的设想成为现实,则将在中国引发一场非公开性公司的“公开化浪潮”,有限公司等人合企业将进一步资合化。当然,公司是否选择申请公开交易,与其是否选择申请公开发行一样,有各自利益的衡量,应尊重公司之决定,法律不宜过多强制介入。^③

值得一提的是,有些国家已开始为小企业提供证交所公开发行或公

^② 《证券法》要求公司申请上市必须符合一定的资本规模,即是此种理念的反应。

^③ 参见曾宛如:“资本市场与公开发行——从亚太电网检视公开发行法制规范”,载曾宛如:《公司管理与资本市场法制专论》(二),台湾元照出版公司2008年版,第71页。

开交易的渠道。其中，一种方法是通过扩张证券的定义来实现的。例如，在美国，证券的定义非常宽泛，甚至合伙企业的合伙权益也可能是证券，可能公开发行和交易。学者认为，可自由转让的有限合伙权益的公开发行，从功能上相当于优先股的公开发行。因此，有限合伙权益在证交所交易，并不意外。即使没有公众因素，就有关欺诈的规定而言，对此权益也一直按照证券处理。风险企业即使是法律上的一般合伙，若事实上以有限合伙方式运行，则其权益也可能是证券。但若有限合伙权益的所有人积极参与企业经营，则该合伙权益不是证券。总之，在此起作用的是内容而不是形式。正如时任 SEC 主席的弗兰克法官所言，问题是要在展示为“有限合伙”的证券之公开发行与“汉堡摊一半权益之发行”间进行区分。^④ 虽然不必言称美国，但其在“证券定义”方面的开放性思维，显然值得我们重视。^⑤

2. 非企业组织

中国资本市场的扩容不仅面临从大企业到小公司的转移，还面临向企业外转移的问题。我们必须反思资本市场的功能取向——资本市场是否仅为营利性组织/事业服务？非营利性组织/事业可否利用资本市场？换言之，是否政府以外的非企业组织（例如律师事务所、公立学校、慈善组织等）不可利用证交所？如果证交所主要承担了筹资功能，同样具有筹资需求的非营利组织，为何不可通过证交所上市筹资？

仅仅将交易所提供给企业使用，实际上内涵了这样一个假设：投资人都是唯利是图者，他们只对赚钱的企业感兴趣，也唯有具备稳定的营利模式、能赚钱的企业才可满足投资者的营利需求。因此，只能允许作为企业的组织上市筹资或上市交易。这样的判断早已过时。

其一，一些非企业组织已利用证交所筹资或上市交易。在中国，政府可以通过证交所发行证券，并申请该证券上市交易。因此，“证交所的使用”并非企业专利，证交所可能服务于非营利目的。《证券法》允许发

^④ 参见路易斯·罗思等：《美国证券监管法基础》，张路等译，法律出版社2008年版，第209~211页。

^⑤ 美国《证券法》关于证券之定义相当宽泛，参见美国《1933年证券法》第2章(a)1条。

行非公司的证券产品^⑥,事实上,也有一些非纯粹营利性的证券产品在证交所交易。以上海证交所上市交易的债券品种为例,截至2010年9月30日,上海证交所共上市债券485只,其中,大量是国债或地方政府债券——地方政府债、国债现货和买断式回购累计上市215只(参见表6)。

表6 上海证交所2009年9月30日债券品种上市情况^⑦

债券品种	上市(只)	发行总额 (万元)	成交笔数	成交额 (万元)	占债券总成交 额的比例(%)
地方政府债	58	3693	—	—	—
公司债现货	49	949.9	0.0585	6603.33	0.28
国债买断式回购	27	—	—	—	—
国债现货	130	35,120.8	0.0789	63,983.99	2.75
可分离债	18	861.65	0.0582	7236.19	0.31
可转债	7	707.16	0.342	90,774.76	3.91
企业债回购	3	—	—	—	—
企业债现货	170	2872.7	0.0735	18,357.91	0.79
新质押式债券回购	9	—	0.9797	1,726,710	74.3
债券合计	485	44,205.21	2.2364	2,324,046.37	100

其二,证交所的确也可促进非营利事业的发展。不可否认,经济人的假设在多数情况下是符合实际的,但人之本性十分复杂——人既有自私的一面,也有利人的一面。“慈善”之所以成为可能,在一定程度上印证了此点。非营利组织能否运用交易所筹资,取决其“需一求”能否形成市场。慈善捐赠是一个市场,但因未能很好地关照捐赠人的心理需求,未能充分运用市场机制,因应捐赠人需求而设计慈善产品,中国慈善市场运行效果并不理想。如同有关媒体总结的那样:公益慈善事业的客户包括两种核心人群:一是受益人,二是捐赠人。在过去20多年,中国公益慈善组织主要瞄准受益人的需求;对捐赠人的需求、动机、内心感受没有足够的关照,捐赠人常常被忽略,知情权、监督权被剥夺。只需要

^⑥ 参见《证券法》第2条。

^⑦ 根据上海证券交易所9月30日债券交易情况统计, http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/SSENewBondTradingOverAllCmd_1?searchDate=&tab_flag=1, 2010年10月5日访问。

你捐钱,至于善款的使用情况,大部分时候捐赠人无从知晓。我们应该纠正一个误区,做慈善不仅仅是道德高尚者奉献爱心,同时它也是一种消费行为。当人均GDP超过3000美元时,消费开始转向享受型,个体会渴望通过帮助他人来完善自己,获得快乐和成就感,或者把做慈善当做教育子女的方式。因此,通过慈善产品的设计做好服务,满足受益人和捐赠人的需求,从以受益人为中心转向以捐赠人为中心,让捐赠人看到捐出善款后的实际效果——善款到达受助者手中,并帮助他改变命运,成为社会正向力量捐赠人感到满意,才能长期进行慈善消费,俗话说就是有了“回头客”,激励越来越多的人进行慈善消费。^⑧

在中国,慈善捐赠受限可能有很多原因。例如,宗教信仰、经济发展水平、文化传统、甚至法律、税收等,但其中很重要的一点是:资金运用不透明,不同慈善组织间缺乏公开性竞争机制。证券市场集中了大量有“慈善能力”的投资人,若能许可上市公司及非营利组织通过证交所公开发行人“慈善证券”,并许可该慈善证券通过证交所公开交易,让慈善证券的发行者同时接受强制性信息披露规则的约束,则有慈善捐赠意图的“投资人”可借助证交所的“高流动性”、“高透明度”进行慈善投资,依托证交所严格的信息披露制度,掌握慈善资金的运作情况,并有机会转让丧失兴趣的慈善证券,退出运行欠佳或者信誉不良的慈善项目,则一定有助于中国慈善事业的发展。

如果所有慈善行为都可通过证交所展开,无疑会形成一个集中的市场,有助于实现慈善业的优胜劣汰——表现良好的公司/慈善组织可发行更多慈善证券,募集更多慈善资金;而表现不好的公司/慈善组织,则可能被淘汰。是故,证交所不仅应对营利性公司开放,还应对非营利组织开放;不仅应向非营利的政府组织开放,也应向非营利的非政府组织开放——这才是中国证交所上市主体结构改革的发展方向。中华民族是很重实利的民族,强调因果报应,重视善款运用,若能将证交所的机制扩展到慈善业,则无疑有助于推动公司社会责任的承担。与此同时,律师事务所、高校等非营利组织也可通过证交所发行相应证券,取得发展

^⑧ 参见李强等:“广东立法促慈善市场化 捐赠人可对慈善组织问责”,<http://finance.qq.com/a/20100609/002895.htm>,2010年10月5日访问。

资金,从而可以解决这些行业资金匮乏、难以参与国际竞争的问题。果真如此,则证券的概念需要重新界定,证交所无非就是资金融通、权利交易的场所。值得进一步研究的问题是,通过证交所发行或交易慈善证券,是否有法律障碍?对此,可分两个层次探讨:

其一,非营利组织是否可以发行慈善证券?按照现行《证券法》规定,非营利组织发行慈善证券,并通过交易所进行交易,是存在合法空间的。《证券法》并未限定证券的发行主体只能是政府和公司。相反,在该法中还规定,在我国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用该法;该法未规定的,适用《公司法》和其他法律、行政法规的规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照该法原则规定。^⑥因此,只要经过“国务院依法认定”,非营利组织就可发行慈善证券。而且,“国务院依法认定”可以理解为一种“行政程序”,而非必须由国务院进行新的立法。

其二,营利组织是否可以发行慈善证券?若公司发行慈善证券,在《公司法》、《证券法》中也不存在明文禁止。理由如下:首先,发行慈善证券与公司的营利目的并不冲突,相反,这是公司履行社会责任的一种表现。^⑦按照《公司法》第5条的规定,承担社会责任是公司的义务,但法律不限制公司承担社会责任的具体方式,因此,若通过发行慈善证券,筹集慈善资金,并投入到相应的慈善项目,应属公司承担社会责任的表现。甚至,若干知名公司可联合发行慈善证券,展开所谓“社会责任投资”。一旦知名公司介入慈善领域,则势必大大促进慈善事业的发展。其次,若公司发行慈善证券,购买该种证券的投资者仍为公司股东,但其是否可以毫无差别地与营利性投资之股东一样,享有各种股东权利,可作研究。由于目前法律上只允许境内上市公司发行普通股,不允许类别股份之存在,对境内上市公司而言,慈善证券持有者恐仍得享有一般股东权利,不致因该笔资金募集用途为非营利使用,就剥夺其投资分红等股东权。因为,公司行为乃一整体,无论是公司实施营利性行为,还是非营利性行为,其最终结果都由全体公司股东承担。例如,不能因甲股东

^⑥ 参见《证券法》第2条。

^⑦ 参见《公司法》第5条。

是乃因 A 项目招股而加入公司,就禁止其参与分配 B 项目招股运营获得的利益。既然在营利性项目中,对股东权利的分配不依其投资项目而作区分。同理,在非营利性项目中,也不应作此区分。因此,慈善证券的投资者仍可一般性地享有分红等股东权,只是该笔资金的募集用途为慈善。现行法律只要求公司在发行新股时,应在招股说明书上“载明资金用途”,并按照该用途使用,^①并未言明公司所募资金只能进行“营利性使用”。结合《公司法》第 5 条解释,《公司法》当未完全否定募集资金的非营利性使用。只是对发行公司债券,有特定用途要求,例如,《证券法》要求,公开发行人公司债券,筹集资金投向应符合国家产业政策。公开发行人公司债券筹集的资金,必须用于核准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。^②可见,似乎发行公司债券募集的资金只能用于公司产业的发展。因此,发行慈善债券可能在法律操作上有一定的难度,但发行慈善股票的可能性是存在的。一旦公司在招股说明书上表明慈善目的,则其发行的股票可理解为慈善证券。若该慈善项目不被看好,无人购买,则属发行失败。因此,完全可在现行法的空间下,由上市公司申请发行慈善股票。

所以,资本市场以及证交所不仅为企业而存在。律师事务所、学校、公益基金等非营利组织都可借助资本市场寻求发展,而不需要像今天一样先必须造一个“公司壳”,才能实现上市筹资的梦想。

(三) 投资者需要

证交所为投资者提供投资产品,因此,投资者需要证交所乃不言而喻之事。但我们必须清楚地知道,如同生活世界总是充满复杂性一样,^③投资者也是多样化的群体组合。按照《现代汉语词典》的解释,“投

^① 参见《证券法》第 15 条规定:“公司对公开发行股票所募集资金,必须按照招股说明书所列资金用途使用。改变招股说明书所列资金用途,必须经股东大会作出决议。擅自改变用途而未作纠正的,或者未经股东大会认可的,不得公开发行新股,上市公司也不得非公开发行新股。”

^② 参见《证券法》第 16 条。

^③ 参见李恒威:《“生活世界”复杂性及其认知动力模式》,中国社会科学出版社 2007 年版,导论部分。

资”是一个中性词,是指“为达到一定目的而投入资金”。^⑭也即某人将金钱或者某种利益投入某个实体以获得回报。然而,长期以来,我们一直狭隘地理解了“回报”的含义,我们将回报局限于“经济回报”。其实,投资行为只是为了达到某种目的,而人之目的具有高度复杂性。例如结婚,有人是因为相爱,有人是接受父母安排,有人是为延续后代,还有人是为能“合法”地愉悦生理……投资目的之复杂性如同结婚:有人是为获取经济利益,有人是为消磨时间,也有人是为学习某种技能……总之,投资者除了考量“经济回报”,至少还可能有“精神回报”的需求。尽管在这个资源稀缺的自私世界,多数投资者仍会追求经济利益回报,但确有一些“高尚投资者”,他们看中的是精神回报;也确有不少投资者,他们在经济回报得到满足后,会“仓廩实知礼节”——追求精神需求。复杂世界的真理总是相对的,因此,永远不要把复杂的投资者假想成单面、“线性”的形象。人类世界的矛盾无处不在,投资者偏好也可区分为很多矛盾类型:例如,有偏好营利性回报的,也有偏好非营利性回报的;有偏好长期回报的,也有偏好短期回报的;有偏好公开性证券投资的,也有偏好闭锁性权益投资的;等等。如果所有投资都可用证券表达,那么,《证券法》以及证交所需要关注的是——如何为投资者构建“良性市场”?既然投资者有如此多的种类和层次,那么,理想的资本世界就应照顾到投资者形形色色的差别性需求,为其设计相应产品,并使市场信息能迅速传递到潜在投资者手中,如此方能促成交易活跃。尤其是,证交所作为多方博弈的场所,中华民族喜好赌,而每个人的嗜赌需求以及能力差异很大——例如,有人赌球、有人买彩票、有人打麻将、有人打牌;有人在国内赌,有人在国外赌;有人豪赌,有人小赌,不一而足……因此,提供多样化的投资品种,乃中国证券市场未来的发展方向。^⑮为此,我们必须反思今日“失衡的投资者保护政策”。

中国传统的资本市场长期以来是仅仅立足于发行公司的资本市场,法律制度的设计也主要考虑迎合发行人的需求,投资者的利益需求长期

^⑭ 参见中国社会科学院语言研究所词典编辑室编:《现代汉语词典》(第5版),商务印书馆2008年版,第1376页。

^⑮ 参见蒋大兴:“国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的‘好赌性’与市场调控法则”,载《北方法学》2009年第1期。

被忽略。如果我们将视角转向投资者,公开型资本市场至少应在以下两种功能方面予以强化:其一,投资功能的强化。即证券市场应致力于为长期投资者提供投资渠道。同时,利用投资品种的多元化,建立市场内部的风险规避机制,为投资者提供充分的退出渠道;其二,投机功能的强化。即证券市场应考虑到投资者分层的现实,在产品设计以及制度建构方面,为短期投机者提供套利机会。

(1) 多样化投资功能的强化^⑥

如果考虑到资本市场有大量的长期“投资者”,要实现市场的投资功能,至少提供给投资者选择的金融品种应是多种多样的,要确保公开资本市场中交易品种的可选择性。^⑦ 对此,至少有两项工作要做:

其一,在证交所增加商业性交易品种。在大部分成熟市场和一些新兴市场上,商业性证券产品除了股票、债券等现货交易产品以外,还有大量的衍生产品及其他类型的金融创新产品。目前,中国证交所中的商业性交易品种仍然较少(参见表7)^⑧。

表7 证交所交易产品国际(地区)对比

产品类型	中国	德国	美国	英国	日本	印度	韩国	香港
本国股票	√	√	√	√	√	√	√	√
外国股票		√	√	√	√	√	√	√
国债	√	√	√	√	√	√	√	√
可转债	√	√			√			√
公司债券	√	√	√	√	√	√	√	√
资产抵押债券	√							
共同基金	√							√
房地产投资基金		√	√	√	√		√	√
交易所交易基金(ETF)	√	√	√		√	√	√	√

^⑥ 参见蒋大兴:“国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的‘好赌性’与市场调控法则”,载《北方法学》2009年第1期。

^⑦ 早在2001年,吴敬琏教授就曾指出:资本市场要扩大,应该吸引越来越多的人进行直接投资,这是件好事。但是,现在发展到全民炒股,这就不正常了。这说明我们没有为大众提供一个良好的投资机会和投资场所。参见《著名经济学家吴敬琏指出:全民炒股不正常》,http://finance.sina.com.cn,载北京青年报2001年1月14日。

^⑧ 中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第88页。

产品类型	中国	德国	美国	英国	日本	印度	韩国	香港
权证	√	√	√			√	√	√
商业票据			√					
期货 ^⑨		√			√	√	√	√
股票期货		√				√		√
期权		√	√	√	√	√	√	√
股票期权		√	√	√	√	√	√	√
ETF 期权		√						
结构化衍生品			√					√

注:1.“√”表示相关市场有该产品;2. 美国只包括纽约证交所和纳斯达克证券市场。
资料来源:中国证监会、世界银行、上海证交所、深圳证交所。

不仅证交所的交易品种单一,就已开发的单项交易品种而言,中国资本市场的交易品种规模也偏小。以债券市场为例,2007年年底,中国债券市场资产总量为8.7万亿元,仅相当于当年GDP的35.3%,远低于境外成熟市场的水平(参见图4)。^⑩而且,债券内部的品种结构、交易场所、投资人结构均存在严重不均衡现象。就品种结构(发行人结构)来说,仍然表现为很浓厚的“官债优先”痕迹。2007年年底,中国债券市场总量中90.3%为国债、政策性金融债及普通金融债,企业债规模仅为4507亿元,约占债券市场总量的5.2%,短期融资券、资产支持证券、可转债、上市公司债等产品累计仅占债券市场总量的4.6%。^⑪就债券交易场所来说,目前债券市场仍然存在证交所市场、银行间市场、银行柜台市场(OTC)相互分割的问题,^⑫债券交易价格互联体系并未形成,在很大程度上影响了债券交易成本。就投资人结构来说,债券市场投资者同质化现象较为严重,2006年年底,银行系统投资者持有债券总额高达整

^⑨ 当然,按照中国目前的交易所建制,期货交易的任务也许不由证券交易所来承担,但在理论上,证券交易所并非不能承担期货交易的支持功能。

^⑩ 中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第90页。

^⑪ 中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第90~91页。

^⑫ 中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第92页。

个债券市场的 79%，投资者结构极不合理。^③

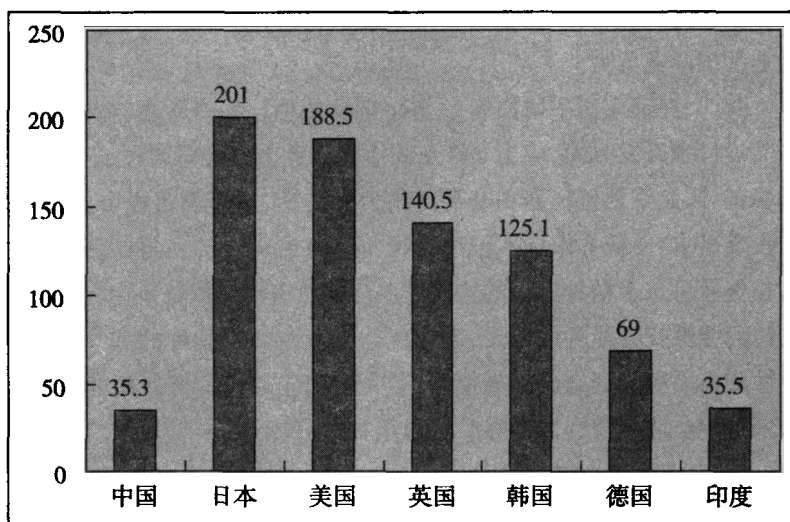


图 4 各国债券市场规模与 GDP 的比值

注：图中上海和深圳的数据截至 2007 年年底，其他截至 2006 年年底。

数据来源：中国证监会、中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)、世界银行。

因此，考虑到长期投资者的投资需求，中国证券市场必须增加商业性交易品种，在金融产品创新方面有实质行动，形成资本市场内部风险消化力、转移（规避）风险的能力，避免目前“股市萧条转房市”，“房市萧条转股市”的非此即彼的“类市场联动”现象。详言之，应进一步大力发展债券产品、改革债券市场构成，加快商品期货、各种金融衍生品的发展及其市场建设。^④ 尽管《证券法》已在金融产品创新方面有所松动，但不要让法律长期成为“悬挂的饰品”，更不要总担心市场有太大风险而裹足不前。尤其是，证交所应当为闭锁性权益的上市交易提供合法渠道。

^③ 中国证券监督管理委员会：《中国资本市场发展报告》，中国金融出版社 2008 年版，第 92 页。

^④ 2006 年，全球期货、期权成交量为 118.6 亿手，其中美国 45.7 亿手，而中国 3 家期货交易所共成交 2.2 亿手，约占全球总成交量的 1.9%，低于中国 GDP 占全球 GDP 总额 5.5% 的比例。参见中国证券监督管理委员会：《中国资本市场发展报告》，中国金融出版社 2008 年版，第 93 页。

中国大量的公司为中小企业,如果证交所能在产品设计方面,为大量的中小企业的权益转让、甚至资金筹集提供渠道,则一定有利于增强中国企业的国际竞争力。

其二,在证交所中增加非商业性交易品种。如前所述,在证券交易产品设计和开发方面,应当允许慈善组织或者上市公司通过证交所发行慈善证券,允许慈善证券在交易所内公开转让,从而满足投资者多样化的投资需求,使证券市场不仅成为投资者可追求经济回报的场所,也成为投资者可追求精神回报的场所。在全球性资本市场竞争中,各国比较关注商业性交易品种的开发,而忽视非商业性交易品种的开发,但非商业性交易品种的资金流动规模并不小,中国应通过证交所的建设,在该领域引导全球非营利性投资产品的开发。

(2) 短期投机功能的强化^⑤

中国公开型资本市场充满了投机性。这从个人投资者比例偏高,证券交易较为频繁中可窥一斑。长期以来,中国资本市场一直以中小投资者为主。例如,至2007年年底,股票市场投资者累计开户数量已经达到1.4亿户,但在上海证交所市场上,2007年1月至3月现金及持股市值在100万元以下的个人投资者的持股账户数量占总数的98.8%,持股市值占总市值的40.9%。^⑥2007年10月的《深圳证券交易所投资者结构和行为分析报告》也表明:在深圳证交所市场上,2007年1月至8月现金及持股市值在100万元以下的个人投资者的持股账户数量占实际持有股票账户数量的99.3%,参与交易的账户数量占总数的99.3%,交易金额占总交易金额的73.6%,持股市值占总市值的45.9%,分布情况与上海证交所基本相同。^⑦

而且,在中国公开型资本市场中,各类投资者的持股期限都很短,

^⑤ 参见蒋大兴:“国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的‘好赌性’与市场调控法则”,载《北方法学》2009年第1期。

^⑥ 数据来源:上海证券交易所;转引自中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第111~112页。

^⑦ 数据来源:《深圳证券交易所投资者结构和行为分析报告》(2007年10月);转引自中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第112~113页。

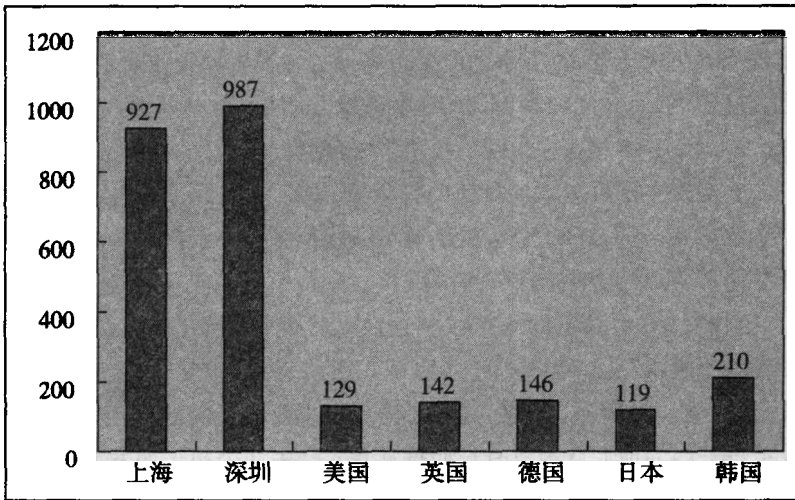


图5 股票市场换手率国际比较

注:上海和深圳的数据为2007年,其他国家数据为2005年。

数据来源:中国证监会、世界银行。

交易行为比较频繁。据上海证交所统计,2007年前3个月,持股期限小于3个月的账户占总数的85.6%。^⑧根据深圳证交所统计,2006年和2007年前8个月,各类投资者平均持股期限主要集中在3个月内。2006年持股期限小于3个月的账户占总数的68.7%,2007年前8个月,持股期限小于3个月的账户占总数的77%,与上海证交所市场情况类似。^⑨而且,目前中国股票市场投资者平均换手率都很高(参见图5),其中个人投资者的资金周转率是机构投资者的两倍以上,100万元以下的个人投资者资金周转率更高,且在2005年、2006年和2007年呈递增趋势。^⑩上述统计数据表明,中国目前股票市场投资者仍以短线投资为主,长线

^⑧ 数据来源:上海证券交易所;转引自中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第113页。

^⑨ 数据来源:《深圳证券交易所投资者结构和行为分析报告》(2007年10月);转引自中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第113~114页。

^⑩ 中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第114页。

投资意识不强,长期投资者无论在数量或规模上都有很大发展空间。与境外成熟市场比较,甚至中国股票市场上的各类机构投资者的持股期限也普遍较短,交易比较频繁,短期投资特征明显。^①这也从一个侧面反映出中国证券市场存在很强的投机性、好赌性。

立足于中国资本市场目前的投资者结构,一方面,国家要考虑培育机构投资者;另一方面,有关立法政策必须照顾投资者构成的基本事实,理性地对待不同类型的投资者保护。然而,中国目前各项立法改革为“保护投资者”而设定的股东权利存在立法偏颇现象。现有规定在“投资者角色假定”上,自觉不自觉地将其简单、片面地定位为“长期投资者”这一单一类型了。有关“立法保护”也主要是针对“长期投资者”来设定——因为他们认为只有长期投资者才会关注公司长期发展、关注公司经营实态和管理性股东权的行使。而股市的“投机性投资者”往往只是盯住市场变动,不会持续关注某一公司。市场变动虽与公司经营相关,但也往往并不相关。

因此,在立法政策上,对投资者的保护应采取区别化、平衡化思维,对个别投资者的保护不宜过度。目前厘定的少数股东保护政策,实质上有将少数股东假定为中小型的长期投资者倾向,《公司法》也正是按照这一角色假定改革少数股东的权利,例如,采取累积投票制、明确股东的提案权和质询权、赋予少数股东自行召集和主持股东大会的权利、强化提议召集权、赋予股东公司解散请求权,以及上市公司治理中兼采独董制和监事制,等等。这些权利和机制都以假定所谓少数股东是长期投资者,对公司的长期经营足够关心、对管理层的行为足够关注为前提的。偏颇的少数股东保护将损害资本市场的其他功能,而且不足以诞生一个有效的证券市场。如同学者 Siny 所言:“少数股东的保护是必需的,但还不是一个有效的证券市场产生的充分条件。”^②

目前的投资者保护政策未能充分关注现有资本市场上投资者构成的基本事实。以股东代表诉讼为例,公司法要求股份有限公司提诉股东

^① 中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第115页。

^② 参见小约翰·科菲:“证券市场失败的教训:私有化、少数股东权利保护和投资者信心”,张华薇译,载《经济社会体制比较》2001年第2期。

必须是“连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东”。^⑤ 而如前所述，中国股票市场的投资者持股期限都很短，主要集中在3个月之内，这样的要求，实际上使得中小投资者基本无法提起股东代表诉讼，或者为提起股东代表诉讼，只能进行“持股等待”。显然，代表诉讼提起权并非仅为长期投资者而设，短期投机者也有利用的可能性。因此，这一提诉股东资格的期限要求无疑忽视了中国资本市场投资者交易频繁的构成实况，在上市公司中，小股东利用率不会太高，倒是大股东有利用的可能性。所以，该条预设的小股东利益保护宗旨无异于空中楼阁。^⑥

总之，今日之投资者保护，是一种“消极的”、“劣后的”投资者保护计划，法律制度的建设，主要致力于为受到伤害的投资者提供救济保护。这对投资者而言，极不充分。投资者的保护，不仅是要使其能避免加害行为的侵害，以及一旦侵害发生时能迅速获得救济。更主要的一面是，要能充分满足投资者的多样化投资需求，要提供丰富多样的证券品种，要允许多种股权产品能通过证交所进行公开交易，当务之急是要允许闭锁性权益能通过证交所公开挂牌交易。对投资者保护的最为重要的一个渠道，是为投资者供给足够的信息，而促使闭锁性公司借助证交所使其股权交易公开化，这是公开信息最为简便、有效的渠道。实际上，一些国家也在财务公开方面为达到一定规模的非公开公司设置披露义务，以保护投资者的信息需求。例如，按照美国《1934年证券交易法》12(g)规定，即使公司未曾公开发行，但当其总资产及股东人数达一定标准时，该公司与公开发行公司一样，均有定期且继续公开资讯之义务。若该公司欲在全国性的交易所挂牌交易时，应同时向该交易所及证监会注册并提供特定资讯；此时，公司也成为具有报告义务的公司。^⑦ 按照这一设计，公开公司就可区分为公开发行公司及具有公开报告义务的公司。

^⑤ 参见《公司法》第152条第1款。

^⑥ 参见蒋大兴：“国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的‘好赌性’与市场调控法则”，载《北方法学》2009年第1期。

^⑦ 参见曾宛如：“资本市场与公开发行——从亚太固网检视公开发行法制规范”，载曾宛如：《公司管理与资本市场法制专论》（二），台湾元照出版公司2008年版，第59页。

三、证交所抑或替代市场

如果我们已达成共识,中国资本市场的发展,应当考量不同主体的多元性利益诉求,应当推动闭锁性权益的公开竞价交易,应当为小公司的发展以及非营利组织的资金筹措提供支持。那么,接下来的问题是,这些利益需求的满足,是否一定要依托证交所实现?是否还有其他更好的替代市场——换言之,闭锁性权益在哪里公开交易,小公司在哪里公开筹资,以及非营利组织在哪里公开发行为和交易慈善证券?必须在证交所,还是证交所以外的其他市场更为合适?这涉及证交所未来的结构性改革。

(一)多层次 vs. 多区域市场

发展中国家在资本市场发展中需要从发达国家获得巨大的帮助,既包括资本投资,也包括法律和规则架构(legal and regulatory frameworks)的建设。^⑥中国今天似乎已经习惯了学习美国。在资本市场的发展上,我们也十分推崇美国历史上偶然形成的“多层次”道路。美国的多层次资本市场,是“全国市场+区域市场”的道路,是“交易所集中交易+场外交易的道路”。在“中国资本市场发展的战略措施(2008—2020年)”中,证监会提出要“大力推进多层次股票市场体系建设,满足多元化的投融资需求”,资本市场的基本架构包括“主板市场+中小企业板+创业板+全国性场外交易市场”。^⑦其中,主板市场主要是上海、深圳证交所,中小企业板和创业板在深圳证交所,而全国性场外交易市场,仍在建设当中。然而,“在为证券交易设计法律结构(实际上也是在启动重要的经济革新)时,外国起草者和设计者必须谨慎考虑他们试图帮助的国

^⑥ See Jason Gottlieb, *Launching the Phnom Penh Stock Exchange: Toward a Legal Framework for Launching a Stock Exchange in an Underdeveloped Country*, 14 Colum. J. Asian L. 235, Spring, 2000.

^⑦ 参见中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第115页。

家的特殊性”，^⑧尤其是地方市场的细节和巨大的文化差异。^⑨因此，在借鉴美国经验时，我们也迫切需要反思：“多层次资本市场”是否等同于“多区域资本市场”？换言之，资本市场的多层次性，是在一个“统一的区域市场内”反映出来，还是在“多样化的区域市场内”分别反映出来？对此，比较法上有不同的处理模式。

在英国，这种多层次性，是在一个证交所市场内部反映出来。例如，英国目前只有伦敦交易所，但为满足各种不同类型企业筹资的需要，伦敦证交所在其内部设立了多层次股票市场。^⑩在美国，这种多层次性，似乎是通过多区域反映出来的，不同层次的资本市场并不都集中在同一个证交所内部。中国今天多层次资本市场的发展，似乎正走在第二条道路上——在一定意义上，我们已将“多层次资本市场”误解为/或事实上建设成了“多区域、多层次”的资本市场”。中国资本市场建设存在十分严重的按地域人为分层、分类区割的现象。公平竞争以统一市场为前提，人为区分割裂的现象使中国资本市场的统一发展以及公平价格形成机制受到严重的影响。

中国是一个地域庞大、资源有限且地方经济发展极不平衡的国家，国家内部的区域竞争十分激烈，这同样也表现在资本市场/证交所的设立竞争中——例如，上海、深圳先后设立两家证交所，曾从事几乎完全相同的证券交易业务，即为明证。甚至，还不断有提议建立新的地方性证交所的呼声甚至行动。例如，1994年，曾有人大代表提议，在上海、深圳证交所外，另设地方证交所，被国务院证券委否决。^⑪可在2008年，天津却成立了天津股权交易所（简称天交所），主要为“两高两非”（指国家级高新技术产业园区内的高新技术企业、非上市非公众股份公司）和私募

^⑧ See Jason Gottlieb, *Launching the Phnom Penh Stock Exchange: Toward a Legal Framework for Launching a Stock Exchange in an Underdeveloped Country*, 14 Colum. J. Asian L. 235, Spring, 2000.

^⑨ See Jason Gottlieb, *Launching the Phnom Penh Stock Exchange: Toward a Legal Framework for Launching a Stock Exchange in an Underdeveloped Country*, 14 Colum. J. Asian L. 235, Spring, 2000.

^⑩ 参见胡继之主编：《海外主要证券市场发行制度》，中国金融出版社2001年版，第97页。

^⑪ 参见1994年6月8日《国务院证券委员会关于全国人大代表第2688号提案的复函》（证委函[1994]28号）。

股权基金^⑭提供融资、交易平台。^⑮ 2009年,据媒体报道,中关村设立了100亿元的北京股权投资发展基金,国家发改委支持中关村股权投资机构进行备案,北京市副市长苟仲文表示,2010年北京将扩大和完善中关村代办股份试点,在此基础上争取在北京建设全国场外交易市场,^⑯这被称为“新三板市场”。^⑰ 此外,中国还存在大量林立的产权交易所(中心)。例如,自2005年国家选定上海、天津、北京三家产权交易所作为央企国有资产产权交易市场以来,到2006年年底,全国共有65个产权交易市场被省级以上政府选定,从事相应级别的企业国有产权转让业务,分别采取拍卖、招投标、协议转让以及国家法律、行政法规规定的其他方式进行。^⑱ 自天交所成立后,一些地方的产权交易所也纷纷转换为股权交易所或股权交易中心。例如,贵州、浙江、齐鲁股权交易中心等。可以说,中国目前的股权性交易机构遍地开花。

(二) 证交所 vs. 替代市场

在证交所与替代市场的竞争中,分散的区域性交易体系存在较大劣势。这些劣势,同时也可能是证交所集中交易体系的优势。中国目前这种多区域、多层次、混乱的资本市场体系会带来诸多的问题:

(1) 交易定价机制不统一

多区域、多层次的资本市场体系,导致针对同类交易品种的多种价格形成机制并存,不利于统一市场的达成。例如,就非上市股份公司的股权交易而言,天交所实行不连续竞价的混合型交易制度,即集合竞价+做市商双向报价+协商定价。^⑲ 而浙江省股权交易中心,则实行连续竞价。第一笔成交价为当天开盘价。连续竞价中,每笔符合条件的成交,其成交价

^⑭ 私募股权基金指的是合伙型基金、信托型基金和公司制的创业风险投资基金等。

^⑮ 参见肖渔:《天津股权交易所获批成立》, <http://finance.qq.com/a/20080923/001369.htm>, 2010年10月8日访问。

^⑯ 参见程志云:《中关村拟建设全国场外交易市场》, http://www.chinadaily.com.cn/hqgj/zgj/2010-04-22/content_200521.html, 2010年10月8日访问。

^⑰ 参见胡中彬:“证券业协会发文 新三板即将推出”, <http://www.sina.com.cn>, 来源:经济观察网, 2010年9月22日访问。

^⑱ 参见王保树:“上市公司法制总论”, 载王保树、王文字主编:《公司法理论与实践——两岸三地观点》, 法律出版社2010年版, 第4页。

^⑲ 参见郑智等:“天津股权交易所推行做市商模式”, <http://tech.sina.com.cn/chuangye/hg/2009-05-12/12043084468.shtml>, 2010年10月9日访问。

由先申报者的申报价格决定。实行 T+0 交收制度,允许当天回转交易。^⑨有些产权交易所在价格形成机制中,引入做市商机制,例如,天交所、中关村新三板市场等,而有些产权交易所则遵守传统禁令,未采做市商机制。做市商制度的引入,使产权交易所进行股权交易“不得拆细,不得连续交易,不得标准化”三条禁令(1998年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)被部分突破。^⑩虽然可能活跃了交易,却导致“令行禁止”。而若不采做市商机制,又可能面临参与投资者有限,流动性难以解决的问题。^⑪因此,虽然证交所对不同交易品种可实行不同定价机制,但对于同类交易产品只能实行同类定价机制,有利于形成公平价格和全国市场。例如,对有限公司股权,若交由上海证交所统一挂牌交易,则无疑可能形成更为公平的股权交易价格。

(2) 交易的系统性成本增加

由分散在各地的各种替代市场进行非上市公司及非公开闭锁公司的股权交易,导致交易系统重复建设,交易管理以及监督成本都大大增加。若能借助证交所形成统一市场,则相应交易成本会大幅降低。当然,多区域资本市场也可能因“接近申请上市的公司”而节省“上市申请成本”,但如同海外贸易可能增加交易成本的担心一样,基于交通、通讯以及代理制度的发达,地域因素对交易成本的影响,已日渐减弱。同理,地域因素对企业申请上市成本的影响,也已不是阻挠企业申请上市的主导因素,海外上市盛行就是证明。因此,在中国建设集中的、但可能“远离某些上市公司”的交易所,在节省系统性成本的同时,不会因此增加太多地域交易成本。

在中国,经过 20 年建设,证交所已形成比较完善的交易系统,由证交所统一进行股权性交易品种的挂牌交易,可以节省交易系统的重置成本。以上海证交所为例,经过 20 年的发展,在交易系统、通讯系统、实时

^⑨ 参见《浙江省股权交易中心业务规则》(浙江省人民政府证券委[1996]浙证委第 1 号)第 42 条。

^⑩ 参见郑智等:“天津股权交易所推行做市商模式”,<http://tech.sina.com.cn/chuangye/hg/2009-05-12/12043084468.shtml>,2010 年 10 月 9 日访问。

^⑪ 参见郑智等:“天津股权交易所推行做市商模式”,<http://tech.sina.com.cn/chuangye/hg/2009-05-12/12043084468.shtml>,2010 年 10 月 9 日访问。

交易监控系统、信息集成系统等方面都有相当优势。^⑩而且,证交所也积累了较多一线监管经验,在证交所统一进行集中竞价交易,可以规范非上市公司股权交易的监管,节省监管成本。此外,对闭锁性股权交易而言,集中挂牌交易的最大好处在于,可以节省买家的“寻找成本”。那些拟对挂牌公司进行投资的买家,只需到证交所查询就可十分便利地找到潜在的购买对象。而且,由于形成了集中竞价市场,很方便投资人对挂牌公司进行比较,只需花费较小成本,就可觅得投资对象。

(3)可能衍生地方性不当竞争

区域性的资本市场的设立,会为特定区域带来竞争性利益,在财政分权体制下,多层次、多区域的资本市场体系,容易导致地方之间运用政治权力展开不当竞争。西方国家资本市场的多区域化,往往是市场竞争的结果或者历史原因形成,而中国的多区域性资本市场,则往往是“亲近政治权利”或者“政治均衡”的结果,背离了资本市场的设置应坚持市场规则的原则,容易使地方之间为争夺经济资源而衍生恶性竞争。

在中国,场外交易问题之所以“剪不断,理还乱”,^⑪不仅仅是因为证券持有者需要合法的交易渠道,更主要的是地方经济竞争的需要。很多场外交易场所是在地方政府的支持下筹建和运行的。以证交所替代地方市场,实行场外交易场内化,不仅可以规范股权性权益的流通,而且可以淡化地方性不正当竞争。

(4)影响了交投的活跃性

多区域资本市场的形成,实际上人为分割了交易品种,在交易品种有限的情况下,容易导致交投不活跃。以天交所为例,截止到2010年10月18日,上市交易之公司股权产品也才51家,而且,均为非公开发行的股份公司,没有闭锁性的有限公司申请挂牌交易(参见表8)。

^⑩ 参见“上海证券交易所的优势”,<http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/sjs/nszsl/shzqjyeds.shtml#1>,2010年10月11日访问。

^⑪ 参见王媛:“证监会加大场外交易打击力度”,载《南方周末》2004年4月22日。

表8 天交所公司股权挂牌交易数据^⑬

项目	数据
挂牌企业(家)	51
挂牌基金(个)	40
注册做市商(家)	80
注册投资人(人)	10,240
总市值(百万元)	8423.15
平均市盈率(倍)	15.21

在允许场外交易的国家或地区,因场外交易成本相对低廉,监管不如场内交易严格,实际上也吸引了大量投资者。的确,在现代证券交易中,场外交易占据了很大比例。以香港地区2010年1至4月证券交易统计数据为例,无论在主板还是创业板市场上,无论是从交易额,还是交易宗数而言,场外交易都占据90%以上的交易量(参见表9-1、表9-2)。

表9-1 香港主板+非上市可交易股份场内交易及场外交易情况

年份/月份	成交金额(港币百万元)				交易宗数					
	场内交易	场外交易	总数	场内交易	场外交易	总数				
2010年1月	13,746	0.89%	1,535,671	99.11%	1,549,417	154,865	0.88%	17,423,184	99.12%	17,578,049
2010年2月	6173	0.61%	1,000,471	99.39%	1,006,644	76,454	0.65%	11,693,788	99.35%	11,770,242
2010年3月	11,314	0.83%	1,351,736	99.17%	1,363,050	132,603	0.81%	16,151,588	99.19%	16,284,191
2010年4月	9398	0.72%	1,298,414	99.28%	1,307,812	119,484	0.77%	15,472,378	99.23%	15,591,862

表9-2 香港创业板场内交易及场外交易情况

年份/月份	成交金额(港币百万元)			交易宗数						
	场内交易	场外交易	总数	场内交易	场外交易	总数				
2010年1月	272	2.73%	9697	97.27%	9969	4809	2.00%	236,227	98.00%	241,036
2010年2月	146	2.15%	6652	97.85%	6798	2469	1.49%	163,241	98.51%	165,710
2010年3月	270	1.83%	14,467	98.17%	14,737	6072	1.71%	349,834	98.29%	355,906
2010年4月	827	4.06%	19,551	95.94%	20,378	15,085	3.12%	467,774	96.88%	482,859

注:表9-1以及表9-2中所谓场内交易,指通过交易大堂内的终端机(即场内终端机)达成的交易。场外交易指通过交易所参与者办公室内的交易设备(即场外终端机、多工作站系统及经纪自设系统)达成的交易。上表数据包括以外币达成的成交。^⑭

鉴于场外交易的发达性,有人主张应当迅速发展场外交易市场;还有人主张,交易场所作为证券交易制度的一个要素,正在逐渐失去它原

^⑬ 根据天交所市场数据整理,资料来源:<http://www.tjsoc.com/market/marketdata.jsp>,2010年10月19日访问。

^⑭ 数据来源:香港交易所,<http://stock.sohu.com/20100506/n271961990.shtml>,2010年10月19日访问。

有的意义,特别是近二三十年来,通讯技术的发展,更使得交易场所在交易制度诸要素中显得越来越无足轻重。这也使得场内交易市场和场外交易市场这样的区分变得原来越没有意义。^⑩ 是以场外交易取代交易所集中交易,还是以交易所集中交易取代场外交易,抑或两者共同并存,或者仍然禁止场外交易?这样的问题已经变得十分尖锐。

在笔者看来,通讯技术的发展也可以理解为并非否定集中交易的意义,相反,正好在一定程度上说明了,那种照顾到区域差异而形成的场外交易制度,日益丧失其独立存在的价值。而且,历史实践也证明,采取证交所与场外交易并行的体制,在中国很容易形成“场内交易场外化”的现象。甚至一些上市股票也倾向于通过场外交易进行。因此,对于证券市场上的后发国家而言,鉴于场内交易的优越性,为维持场内交易的活跃性,同时也为去除不规范的场外交易现象,通过证交所来统一“证券性权利”的交易市场,并非没有可能。当然,这同时可能还涉及《公司法》与《证券法》的修改。

(三) 证交所的合并 vs. 多元

中国文化向来主张中庸,现今这种证交所分立状况,本质上是政治平衡的结果。从长远来看,这种平衡需要付出昂贵的“效率代价”。从全球证券市场竞争来看,中国证交所的最佳安排模式是国内合并、国际扩张。至少,上海、深圳证交所以及各地林立的产权交易所是可以合并的。证交所只是给买卖双方提供交易平台,尤其是现今之证券交易大量借助电子化技术,并无实体交易之进行,在中国国内市场中,证交所间实无太多竞争必要。相反,两家证交所并列,反而不仅使交易系统的运行、监管成本大增,还会影响到统一、公平的交易价格的形成。

事实上,在统一市场的需求下,证交所林立的现象可能真会成为历史。证交所全球并购日益成为潮流,各国都在整合国内证交所的基础上开展跨国并购,追求证交所全球一体化。例如,美国在 19 世纪曾有 250 余家交易所,到 2006 年已整合为 2 家全国性交易所和 6 家地区性交易所;1973 年,伦敦交易所并购了 11 家英国和爱尔兰的股票交易所,形成了现在的伦敦交易所;1986 年,香港原有 4 家证交所正式合并组成香港

^⑩ 参见吴林祥:《证券交易制度分析》,上海财经大学出版社 2002 年版,第 30~31 页。

联交所；1999年，由前新加坡股票交易所（SES）和前新加坡国际金融交易所（SIMEX）合并而成新加坡交易所（SGX），并于2000年成为亚太地区首家通过公开募股和私募配售方式上市的交易所；2005年，韩国合并原韩国证交所（KSE）、韩国期货交易所（KOFEX）及韩国创业板市场（KOSDAQ），正式更名为韩国证券期货交易所（KRX）；2005年，德意志证交所和荷兰泛欧交易所展开磋商，讨论双方合并的可能性；^⑩2007年，伦敦证交所与意大利证交所磋商合并问题；^⑪自2000年以来，伦敦证交所先后受到德国证交所、澳大利亚麦格理集团、纳斯达克、纽约证交所的收购压力；^⑫2007年，纳斯达克购买了伦敦证交所31%股份，成为其第一大股东，伦敦证交所也在该年收购了意大利证交所。^⑬同年，纽约证交所和巴黎泛欧证交所成功合并，成为全球第一个跨大西洋股票交易市场。^⑭此外，在威廉·唐纳森（William Donaldson）的领导下，美国SEC也向纽约证交所和其他股票交易所施加压力，要求其进行改革，促使交易所之间联系更加紧密，这样在一家交易所进行交易的投资者能得到全国最好的价格。^⑮总之，2000年以来，尤其是2006年之后，先行完成公司制改造的证交所，在对本土交易所进行整合的基础上，基于国际业务竞争和利润获取的考量，纷纷进行海外扩张，国际知名证交所之间通过收购合并

^⑩ 参见谭雪莱：“德交所有意与泛欧交易所‘结亲’”，<http://finance.stockstar.com/QJ2005122010120855.shtml>，2010年10月6日访问。

^⑪ 参见“伦敦证券交易所与意大利证交所磋商合并问题”，<http://stock.stockstar.com/JL2007062200069922.shtml>，2010年10月6日访问。

^⑫ 德国德交所5年来也一直希望收购伦敦证交所、美国纳斯达克股票市场公司也试图“敌意收购”伦敦证交所。参见参见谭雪莱：“德交所有意与泛欧交易所‘结亲’”，<http://finance.stockstar.com/QJ2005122010120855.shtml>，2010年10月6日访问；《伦敦证券交易所与意大利证交所磋商合并问题》，<http://stock.stockstar.com/JL2007062200069922.shtml>，2010年10月6日访问。

^⑬ 参见“证券交易所的全球整合与中国的对策”，<http://china.findlaw.cn/falvchangshi/zhengquan/zqjy/smszjy/13585.html>，2010年10月6日访问。

^⑭ Roberta S. Karmel, *The Once and Future New York Stock Exchange: The Regulation of Global Exchanges*, 1 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 355, 2007.

^⑮ 参见“纽约证券交易所的合并会对投资者带来什么影响？”，<http://www.knowledgeatwharton.com.cn/index.cfm?fa=viewArticle&Articleid=1146>，2010年10月6日访问。

和建立战略联盟的方式进行整合,证交所并购风潮如火如荼(参见表9)。^②

表9 全球证交所的全球购并整合简表

时间	全球证交所并购整合事件
1986年	香港原有4家证交所正式合并组成香港联交所
1999年	前新加坡股票交易所(SSE)、国际金融交易所(SIMEX)合并成立新加坡交易所(SGX),并于2000年成为亚太地区首家通过公开募股和私募配售方式上市交易所
2000年	巴黎证交所、阿姆斯特丹证交所、布鲁塞尔证交所合并成立泛欧证交所(Euronext)
2002年	泛欧证交所收购葡萄牙里斯本证交所和伦敦国际金融期交所(LIFF)
2005年	韩国证交所(KSE)、韩国期货交易(KOFEX)及韩国创业板市场(KOSDAQ)合并,更名为韩国证券期货交易所(KRX) 德意志证交所和荷兰泛欧交易所展开磋商,讨论双方合并的可能性
2006年	纽约商业交易所与迪拜政府各出资50%组建一家位于迪拜的能源期货交易交易所
	纽约证交所的母公司纽交所集团收购了Aechipelago交易所,后者拥有美国第五大股票期权交易所太平洋交易所
	瑞典斯德哥尔摩交易所兼并冰岛股票交易所,并且购买了挪威奥斯陆交易所10%的股份
	澳大利亚股票交易所与悉尼期货交易交易所合并组建了澳大利亚证交所
	洲际交易所用1030万份股票外加4亿美元现金收购了纽约期货交易交易所(NYBOT),并将NYBOT的产品移至自己的电子交易平台上交易
	洲际交易所出资3600万美元购买了印度国家商品与衍生品交易所8%的股份
2006年	Nasdaq从其他股东手中购买了伦敦股票交易所30%的股份,但未达兼并该交易所的目标
	芝加哥期货交易(CBOT)与新加坡交易所(SGX)各出资50%组建联合亚洲衍生品交易所(JADE),主要进行商品期货交易,CBOT提供交易平台,SGX提供清算
	东京证交所和韩国证交所宣布,将考虑在进行合并或者交叉持股,以增强双方在金融交易市场中的竞争力,同时东京证交所与包括纽约证交所、泛欧证交所在内的13家证交所建立了松散联盟

^② 参见“证券交易所的全球整合与中国的对策”,<http://china.findlaw.cn/falvchangshi/zhengquan/zqjy/smszjy/13585.html>,2010年10月6日访问。

2007 年	东京证交所与纽约证交所正式进行全面合作
	纽约证交所与泛欧证交所合并组成纽约—泛欧证交所,由来自 5 个国家的 6 家货币股权交易所以及 6 家衍生产品交易所共同组成,成为全球最大的证交所
	伦敦证交所与意大利证交所磋商合并
	美国纳斯达克股票市场公司试图“敌意收购”伦敦证交所
	洲际交易所耗资 5000 万美元购买了温尼伯商品交易所,并将温尼伯的农产品期货和期权产品移入自己的交易平台
	纽交所集团购买印度国家股票交易所 5% 的股份
	德意志证交所与新加坡交易所各自购买了孟买股票交易所 5% 的股份
	纽约商业交易所购买了蒙特利尔交易所 10% 的股份,两家交易所达成协议,建立位于卡尔加里的合资交易所用于加拿大能源衍生品交易
	洲际交易所与专注于加拿大电力与天然气衍生品交易的多伦多证交所(TSX)建立合作关系,TSX 的附属机构天然气交易所为 ICE 电子平台上进行的衍生品交易提供清算服务
	纽交所集团与泛欧证交所合并组建一家控股公司,该公司在 5 个国家内运营股票市场,在 6 个国家内运营衍生品市场
	CME 和 CBOT 同意合并,催生出美国占据绝对主导地位的期货交易。为完成该笔交易,CME 将其要约报价提高至 116 亿美元,最终战胜了竞争对手洲际交易所
	德意志证交所斥资 28 亿美元收购了美国最大的股票期权交易所——国际证交所
	国际证交所与 TSX 集团组建合资的交易所,用于交易以加拿大证券为标的的期货和期权
	纽交所—泛欧证交所公司在圣保罗证交所(BOVESPA)首次公开上市中购买了其 1% 的股份,BOVESPA 是拉丁美洲最大的股票交易所,也是世界第三大股票期权交易所
	Nasdaq 宣布一项复杂的协议:斥资 50 亿美元收购 OMX,并将它持有的伦敦证交所股票卖给迪拜交易所,作为回报,迪拜交易所获得 OMX28% 的股份
	伦敦证交所出资 16 亿欧元收购意大利证交所,意大利证交所通过期权行权获得了纽交所—泛欧证交所公司持有的 MTS 公司的股份,MTS 公司是欧洲债券交易平台
	CME 和 CBOT 合并组建的控股公司 CME 集团同意用自己 2% 的股票交换巴西期货交易所 10% 的股份,价值约 7 亿美元
Nasdaq 出资 6100 万美元收购波士顿股票交易所(BSE),作为回应,蒙特利尔交易所宣布将寻求获得 BSE 持有的波士顿期权交易所(BOX)的股份,目前蒙特利尔交易所持有 BOX31.4% 的股份	
Nasdaq 出资 6.5 亿美元收购美国第三大股票期权交易所——费城股票交易所	

*注:本表根据以下资料整理:(1)JamesDoran:“联姻游戏:全球交易所整合浪潮风起云涌”,http://finance.stockstar.com/JL2008022100312932_1.shtml,2010年10月6日访问。(2)《证券交易所的全球整合与中国的对策》,<http://china.findlaw.cn/falvchangshi/zhengquan/zqjy/smszqjy/13585.html>,2010年10月6日访问。(3)谭雪莱:“德交所有意与泛欧交易所‘结亲’”,<http://finance.stockstar.com/QJ2005122010120855.shtml>,2010年10月6日访问。

经过并购与结盟,2006年全球十大证交所已合并成八家,证交所呈现出全球化趋势——其所控制的资源更加集中,有的证交所跨时区经营,业务遍布全球,加速了全球证券市场24小时不间断交易模式的实现(如纽约—泛欧证交所)。全球证交所间日益激烈的竞争正推动各国证交所采取各种举措提升市场占有率,关注海外市场、积极实施并购,寄望于通过并购扩大规模,提升竞争优势,促进业务增长。全球证交所并购热潮仍将持续,并将改变全球证券交易行业的格局。^②中国未来资本市场的发展和设计,无疑不能忽略此种证交所“多元整合、海外扩张”的趋势。如同学者所言:由放松管制、科技发展、全球化等原因而日益增长的竞争,使证交所的组织形式正处于十字路口(crossroads)。在传统上,证交所被组织成由经纪人以及交易商建立和拥有的非盈利组织(not-for-profit organizations),“他们的”证交所像一个排他性的俱乐部(exclusive club),对新的参赛者有很高障碍、带有地域性、甚至由国家垄断,堪比中世纪的行会。今天,国内和国际竞争日益迫使证交所放弃其排他性,走向重组、股份化(demutualization),^③变成公共的营利性公司。证交所自己发行股份,乍一看来像乱伦(seem incestuous),但实际上,这一发展带来了一种正常化:公共公司——为大企业准备的最有效率的组

^② 参见“证券交易所的全球整合与中国的对策”,<http://china.findlaw.cn/falvchangshi/zhengquan/zqjy/smszqjy/13585.html>,2010年10月6日访问。

^③ 这一“股份化”(demutualization)的过程有时也被称为“公司化”(companization)。See Ruben Lee, *What is an Exchange?* pp. 35 - 36 (1998) [hereinafter Lee, *What is an Exchange?*]; Ruben Lee, *The Future of Securities Exchanges*, in Brookings - Wharton Papers on Financial Services I, 18 (Robert E. Litan & Richard Herring eds., 2002) [hereinafter Lee, *The Future of Securities Exchanges*]. 然而,近年来,股份化或者非股份化(demutualisation)已经成为正规术语(standard term)。以上内容请参考 Andreas M. Fleckner, *Stock Exchanges at Crossroads*, 74 *Fordham L. Rev.* 2541, April, 2006, note2。

织形式——将帮助证交所赶上国内以及国际的竞争者。^⑤

综上,中国未来资本市场的发展,应当用证交所统合资本市场的交易。证交所统合资本市场,有助于公平价格机制的形成,也有助于节省交易成本,避免国内不同区域的不正当竞争,也符合全球证交所的发展趋势,有助于中国证交所形成合力,展开海外竞争。至于证交所的具体合并方案,尚可进一步评估。其中,香港证交所因为适用法律的差异,可能合并存在问题,但至少上海、深圳证交所以及大陆相关期货交易所、产权交易所等均有合并可能,这也有助于将中国证交所打造成全球有竞争力的交易所。总之,多层次资本市场,并不意味着相互分离的、多区域的资本市场,完全可以在证交所内部统一实现多层次的资本市场目标。所谓主板市场、创业板市场、中小企业板、非公开发行公司的股权交易、期货交易等,都可以也应当合并并在某一证交所内部进行。

四、结论

谁需要证交所?——长期以来,我们很少谨慎、仔细地思考这一问题。仿佛这是不言自明、无须解释的生活/交易常识。可是,人类总是很容易掉入“常识的圈套”,对一些需要进一步思考的现象熟视无睹。

到底谁需要证交所/谁可以利用证交所?——对这一问题的回答,取决于我们对证交所功能的理解。证交所虽然可以实现“筹资功能”,但“发行筹资”并非证交所最初的核心功能,甚至并非证交所的主导功能。“公开交易”才是证交所的核心功能——证交所的意义,在于可以为公开交易的权利,提供集中竞价的机会或场所。在一个处于“经济起飞”阶段、总是缺乏资本的国家,证交所的“权利交易功能”很容易被忽略。例如,中国的证交所,总被视作企业筹资工具。无论是国家,还是企业,都将公司上市简化地理解为“上市筹资”。但如果只是认为,只有国家或上市公司需要证交所,我们就片面地理解了证交所的功能。当我们

^⑤ See Andreas M. Fleckner, Stock Exchanges at Crossroads, 74 Fordham L. Rev. 2541, April, 2006.

将证交所还原为一套权利交易的工具体系时,我们就知道,证交所可以、事实上也应当为多元主体而存在。

首先,不仅仅是国家在国内市场竞争中需要证交所实现国家宏观经济政策目标,为特定企业、特定行业提供竞争支持。而且,在全球竞争社会,国家更需依托证交所展开全球资本竞争。就此而言,中国证交所应当进行结构性改革。服务于全球竞争需要,证交所将首先面临公司制改造的问题,公司制可能是实现海外扩张的最佳模式。Roberta S. Karmel认为,正因为实行了公司制,证交所不仅要取悦于客户,也要取悦于股东(They need to please their shareholders as well as their customers),当交易所从非营利组织改变为公共公司(Public company)以后,它们不再被视为国家冠军,而是一个普通公司,它们必须在全球市场取得商业胜利。^②

其次,证交所不是公开发行公司的专利。不仅公开发行公司需要证交所,闭锁性公司的权利交易以及非营利事业慈善证券的发行,都可运用证交所。中国证交所应进一步对有限公司等闭锁性公司的权利交易开放,尝试运用证交所为非营利事业服务,进一步打破上市公司垄断证交所的局面。因此,面对一个全球、多元竞争的市场,中国证交所的上市主体/上市产品应当进行结构性改革。

再次,不仅仅是长期投资者需要证交所,短期投机者也需要证交所。由于投资者的偏好可区分为很多类型,如果所有投资都可用证券形式表现出来,理想的资本世界就应照顾投资者形形色色的差别性需求,为其设计相应产品,并使市场信息能迅速传递到潜在投资者手里。只有这样,才能促成交易活跃。中国传统资本市场长期以来是仅仅立足于发行公司的资本市场,法律制度的设计也主要考虑迎合发行人需求,投资者利益需求长期被忽略。证券市场应考虑到投资者分层的现实,在产品设计及制度建构方面,为短期投机者提供更多套利机会。

最后,如果我们已经达成共识,中国资本市场的发展,应当考量不同主体的多元性利益诉求,应当推动闭锁性权益的公开竞价交易,应当为小公司的发展以及非营利组织的资金筹措等提供更多支持,应当为多元

^② Roberta S. Karmel, *The Once and Future New York Stock Exchange: The Regulation of Global Exchanges*, 1 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 355, 2007.

投资者提供多种需求。而且,基于证交所在各方面的优越性,上述需求应在证交所内实现,而不应当通过所谓多区域、多层次资本市场,进行人为区隔。那么,今日之中国证券市场,应当停止“类似交易所”遍地开花的现象,“实质性证交场所”的合并应属大势所趋。

总之,20年间,中国资本市场以及证交所的发展考虑了国家需要、大企业需要的问题,也正在考虑投资者需要的问题,例如,所谓多层次资本市场、所谓投资者保护等。但中国资本市场的建设未能公平而有效地考虑所有多元利益主体的需求,没有充分考虑到国际资本市场的竞争格局,也未能系统关注/设计中国资本市场的特殊功能。未来中国资本市场以及证交所的发展,尤其需要立足中国实况,考虑小公司、非企业对证交所的需求——闭锁性股权可以在证交所挂牌交易、非营利组织也可借助资本市场,实现公益性资源效益的重组。并且,在统一的证交所内部实现多层次资本市场的目标。果真如此,则全球资本市场的重心迅速转移到中国,将不仅仅是一个猜想。