



中国法学会后期资助项目文丛

BOOK SERIES FUNDED BY CHINA LAW SOCIETY

非上市公司股份交易 法律问题研究

Research on Legal Issues of Share Transaction
of Non-listed Companies

黄爱学◎著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



中国法学会后期资助项目文丛

BOOK SERIES FUNDED BY CHINA LAW SOCIETY

非上市公司股份交易 法律问题研究

Research on Legal Issues of Share Transaction
of Non-listed Companies

黄爱学◎著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

非上市公司股份交易法律问题研究 / 黄爱学著. --
北京: 法律出版社, 2018
ISBN 978-7-5197-2908-0

I. ①非… II. ①黄… III. ①股份公司—股份制—公
司法—研究—中国 IV. ①D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 266734 号

非上市公司股份交易法律问题研究
FEISHANGSHI GONGSI GUFEN JIAOYI FALÜ
WENTI YANJIU

黄爱学 著

责任编辑 孙东育 王 珊
装帧设计 李 瞻

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 三河市龙大印装有限公司
责任校对 郭艳萍
责任印制 陶 松

编辑统筹 学术·对外出版分社
开本 720 毫米×960 毫米 1/16
印张 20.25
字数 250 千
版本 2018 年 11 月第 1 版
印次 2018 年 11 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/ www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/ info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/ jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-83938336

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-83938334/8335 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号: ISBN 978-7-5197-2908-0

定价: 78.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)



黄爱学，男，土家族，湖北建始人，北方民族大学法学院副教授，硕士研究生导师。2011年毕业于中国人民大学，获民商法学博士学位。主要从事民商法领域的教学和科研，发表学术论文30余篇，其中《日、韩公司代表董事制度立法比较及其借鉴》和《金融商品交易视域下的次贷危机原因及立法启示》被中国人民大学复印报刊资料全文转载。出版学术专著《金融商品交易反欺诈制度研究》（“商事法专题研究文库”），出版法学教材《民事法律诊所教程》。主持省部级项目3项，主持国家社科基金项目1项。获得宁夏回族自治区社会科学优秀成果奖1项。主要社会兼职：宁夏北民太德律师事务所兼职律师，银川仲裁委员会仲裁员，中国商法学研究会理事，宁夏回族自治区法学会常务理事。2014年入选教育部“双千计划”，并挂职担任宁夏银川市西夏区人民法院副院长。

编 辑 委 员 会

顾 问：王乐泉
主 任：陈冀平
副 主 任：鲍绍坤 张鸣起 张文显（常务） 王其江 张苏军
委 员：（按姓名拼音排序）
卞建林 蔡守秋 陈卫东 陈兴良 陈泽宪 付子堂
公丕祥 韩大元 何勤华 胡建淼 黄 进 怀效锋
贾 宇 李 浩 李 林 李 龙 李明德 李仕春
梁慧星 林 嘉 刘春田 马怀德 莫纪宏 沈国明
沈四宝 孙宪忠 王利明 王振民 吴汉东 吴志攀
应松年 赵秉志 赵旭东 郑成良 张庆福 张守文
张卫平 张新宝 朱孝清 朱 勇

编辑部主任：李仕春

编辑部副主任：李存捧 彭 伶 张 涛

编 辑：孙立军

中国法学会后期资助项目文丛

出版说明

为进一步落实中央《关于加强中国特色新型智库建设的意见》，充分发挥中国法学会作为党和政府联系法学法律界桥梁和纽带的作用，着力实现中国法学会作为国家法治建设领域核心智库的发展目标，为专家学者开展法学研究和成果转化提供支持，不断丰富和发展中国特色社会主义法治理论体系，中国法学会特决定设立后期资助项目，对具有重要理论和实践价值的优秀法学研究成果予以后期资助，纳入“中国法学会后期资助项目文丛”出版。2015年中国法学会后期资助项目设立以来，累计立项60余项成果，已交付出版40余部。今后每年我们还将评选确定一定数量的后期资助项目并予以出版。

中国法学会

2018年7月

三、证券公司的法律地位	95
四、证券公司的内控制度	103
第二节 投资者法律制度	123
一、投资与投资者概述	123
二、投资者适当性制度	140
三、投资者救济制度	158
第三章 非上市公司股份交易的客体	175
第一节 非上市公司股份与发行概述	175
一、非上市公司股份的界定	175
二、非上市公司股份发行与转售	187
第二节 非上市公司股份发行政程序	196
一、公司股份发行政程序概述	196
二、非上市公司股份定向发行政程序	216
第三节 非上市公司股份发行条件	220
一、我国公司股份发行条件概述	220
二、非上市公司股份发行条件分析	223
第四章 非上市公司股份交易的场所	226
第一节 场外交易市场概述	226
一、场外交易市场的含义	226
二、场外交易市场的意义	237
第二节 场外交易市场体系	245
一、场外交易市场体系概述	245
二、我国场外交易市场体系	251

第五章 非上市公司股份交易的方式	269
第一节 协议转让制度	269
一、协议转让的含义	269
二、我国场外市场协议转让的一般分析	272
三、国有股权场外协议转让的特别规定	274
第二节 集中竞价交易制度	279
一、集中竞价交易概述	279
二、我国场外市场的集中竞价交易制度	284
第三节 做市商交易制度	287
一、做市商交易的含义	287
二、做市商交易的功能	292
三、做市商的准入机制	297
四、做市商的权利和义务	302
参考文献	307

导 论

一、研究背景

满足投融资需求是资本市场的基本功能。股票市场和债券市场等证券市场的兴起和发展,为筹资者和投资者之间构建了桥梁和纽带,把资金的供需双方直接、紧密地联结在一起,极大地促进了筹资与投资的对接,不仅满足了融资者筹集资金和投资者投资机会的需求,而且也对优化资源配置和促进经济发展具有重要作用。一个成熟的资本市场是维系国民经济健康、持续、稳定发展的基础。资本市场的成熟与否,取决于是否构建一个全方位、多层次的结构体系,以满足不同行业和规模以及处于不同发展阶段的企业需要。作为资本市场体系的重要组成部分,股权交易市场在加速资本社会化进程、防范金融风险和推动新兴产业发展等方面发挥着不可替代的作用。2012年,全国中小企业股份转让系统有限责任公司经国务院批准设立,其经营管理的全国中小企业股份转让系统(National Equities Exchange and Quotations, NEEQ)定位于全国性证券交易场所,主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务。全国中小企业股份转让系统作为证券交易所之外的全国性市场开启了中国资本市场发展的新篇章,众多中小型企业多了一个量身打造的融资平台,企业创新和实体经济发展将获得更多的直接融资支持,并与其他区域性股权交易市场和地方性股权交

易市场构成我国多层次的非上市公司股份交易市场。事实上,我国场外市场在 20 世纪 80 年代即已存在。2005 年 10 月 27 日修订的《公司法》为建立多层次的资本市场体系扫除了法律上的障碍。2005 年修订的《公司法》第 139 条规定,“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”。立法将建立多层次资本市场体系的权力授予了国务院。

2007 年 1 月召开的第三次全国金融工作会议,将完善多层次金融市场体系确定为今后金融工作的一个主要任务。2008 年 3 月 13 日,国务院印发了《关于天津滨海新区综合配套改革试验总体方案的批复》,要求天津市政府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。同年 9 月 22 日,在天津市政府的推动下天津股权交易所正式成立,迈出我国场外市场试探性的第一步。2009 年 1 月 26 日,国务院《关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》正式发布,并明确提出适时将重庆纳入全国场外交易市场体系,支持符合条件的企业上市融资。2010 年上海股权托管交易中心完成工商登记注册,并在 2011 年《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》中得到国务院确认后正式启动运营。这些场外市场存在明显的职能分工,分别发挥不同的市场功能,体现了一定的层次性,表现为不同的挂牌标准、交易制度和监管机制。这些定位不同的股权交易市场满足了不同企业的融资需求,也为各种投资者提供了投资机会。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、地方性产权交易市场、证券公司柜台市场与主板市场、中小企业板、创业板等交易所市场共同构成了我国的多层次资本市场体系。目前,沪深证券交易所的上市公司数量已达 3000 家以上,全国中小企业股份转让系统的挂牌公司已达 1 万多家,区域性股权市场的挂牌企业超过 1.6 万家。

综观世界上证券市场发达的国家和地区,一般都具有完善的多层次的资本市场体系,既有发达的场内市场,又有丰富的场外市场,以及各个

市场的内部分层，从而满足不同企业的融资需求以及不同投资者的投资需求。证券交易所市场是采取公开、集中竞价交易方式买卖上市证券的有形证券市场，也被称为场内证券市场。场外证券市场在美国称为“over-the-counter market”（OTC），其原意是指柜台交易市场或店头市场，即证券商之间或证券商与客户之间在证券商柜台完成证券买卖，以区别于证券交易所从委托、公开集中竞价直至结算交割的系列过程。不过，今天的场外证券市场已经是一个涵盖范围极广的概念。它一般是指除证券交易所之外的一切证券交易场所，并不以在证券商营业处所柜台进行交易为限。在美国、英国等西方国家成熟、发达的证券市场体系中，场外证券市场是一个十分重要的组成部分，与场内证券市场相辅相成，相互补充，满足了不同主体多层次的市场需求。美国除了纽约证券交易所、美国证券交易所等全国性证券交易所以及芝加哥、费城、波士顿等区域性证券交易所，还包括传统上的纳斯达克市场（NASDAQ）、电子公告板市场（OTCBB）、粉红单市场（pink sheets market）、地方性交易市场、私募股票市场等多层次市场体系。2006年2月起，美国纳斯达克市场细分为“全球精选市场”、“全球市场”、“资本市场”（小型市场）三个不同层次。美国各个层次市场之间是互动的，可以通过升板和降板实现各市场或各层次之间的连接。

为了进一步打通小型公司与资本市场的通道，为小型公司提供更多的融资渠道，美国2012年颁布的《工商初创企业推动法案》（Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS）还规定，初创企业、新兴企业和小型企业可通过在美国证监会或自律监管机构注册的经纪商或集资门户（funding portal）募集资金，但总额不得超过100万美元。英国不仅有伦敦证券交易所等全国性的主板市场，还设立有专为英国和海外初创的高成长型公司提供融资服务的“另类投资市场”（AIM）以及为更为初级的中小型企业提供融资服务的附加市场（PLUS Markets）。为了鼓励中小型企业进入附加市场挂牌交易，附加市场并没有设置最低的入市门槛，即没有对拟挂牌

企业的经营业务、经营期限、盈利能力等作出限定,只需公司能保证自身的合法性、有足够的股份进行流通以及由一名推荐商为其提供申请服务即可。同时,挂牌公司还可以通过附加市场定向募集资金,满足其融资需要。我国台湾地区形成了一个集中市场、柜台市场和兴柜市场相结合的多层次资本市场体系,分别为大、中、小型等不同类型的企业提供交易场所和融资渠道。一般来说,各个国家和地区的场外交易市场发展的历程不一,或早或晚。从各自资本市场的发展历史看,资本市场经历了从场外到场内、从分散到集中、从低级到高级、从自发到规范的演进过程。这些市场定位不同,但相互对接贯通,形成了一个有机统一的整体。作为资本市场的有机组成部分,场外交易市场发展存在共性。借鉴这些国家和地区的先进经验,结合我国场外交易市场的发展规律和阶段特征,提出构建我国场外交易市场的监管模式和监管制度的一些设想和建议,既是必要的,也是可行的。

党和政府一直致力于推动多层次资本市场的建设。2003年10月召开的中共十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出:“大力发展资本和其他要素市场。积极推进资本市场的改革开放和稳定发展,扩大直接融资。建立多层次资本市场体系,完善资本市场结构,丰富资本市场产品。规范和发展主板市场,推进风险投资和创业板市场建设。积极拓展债券市场,完善和规范发程序,扩大公司债券发行规模。大力发展机构投资者,拓宽合规资金入市渠道。建立统一互联的证券市场,完善交易、登记和结算体系。加快发展土地、技术、劳动力等要素市场。规范发展产权交易。积极发展财产、人身保险和再保险市场。稳步发展期货市场。”基于上述决议,2004年1月31日国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(国发〔2004〕3号)指出:“建立多层次股票市场体系。在统筹考虑资本市场合理布局和功能定位的基础上,逐步建立满足不同类型企业融资需求的多层次资本市

场体系，研究提出相应的证券发行上市条件并建立配套的公司选择机制。继续规范和发展主板市场，逐步改善主板市场上市公司结构。分步推进创业板市场建设，完善风险投资机制，拓展中小企业融资渠道。积极探索和完善统一监管下的股份转让制度。”国务院2012年12月发布的《服务业发展“十二五”规划》明确要求，大力发展资本市场，完善多层次资本市场体系，推进建立全国性场外交易市场。2012年中国人民银行等发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》明确强调多层次资本市场建设，提出规范发展主板和中小板市场，推进创业板市场建设。同时扩大代办股份转让系统试点，加快建设覆盖全国的统一监管的场外交易市场。完善不同层次市场间的转板机制和市场退出机制，逐步建立各层次市场间的有机联系。探索建立国际板市场。健全退市制度，坚持优胜劣汰，不断提高上市公司质量，促进一级市场和二级市场协调健康发展。进一步完善上市公司再融资制度和投资者回报机制，引导和鼓励上市公司增加现金分红。

国务院2014年发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发〔2014〕17号）指出，加快多层次股权市场建设。强化证券交易所市场的主导地位，充分发挥证券交易所的自律监管职能。壮大主板、中小企业板市场，创新交易机制，丰富交易品种。加快创业板市场改革，健全适合创新型、成长型企业发展的制度安排。增加证券交易所市场内部层次。加快完善全国中小企业股份转让系统，建立小额、便捷、灵活、多元的投融资机制。在清理整顿的基础上，将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系。完善集中统一的登记结算制度。加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展。到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。2014年党的十八届四中全会通过的《中共

中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》指出,“社会主义市场经济本质上是法治经济。使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用,必须以保护产权、维护契约、统一市场、平等交换、公平竞争、有效监管为基本导向,完善社会主义市场经济法律制度”。2015年12月国务院常务会议审议通过的《关于进一步显著提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》明确了发展直接融资的指导思想、基本原则、总体目标和基本任务,按照坚持服务实体经济,坚持市场化、法治化导向,坚持金融改革开放创新,坚持防范金融风险的原则,大力发展直接融资,加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场,积极培育公开透明、健康发展的多层次资本市场。到2020年,基本建成市场化、广覆盖、多渠道、低成本、高效率、严监管的直接融资体系,直接融资比重显著提高。2016年7月中共中央、国务院发布的《关于深化投融资体制改革的意见》明确提出,“依托多层次资本市场体系,拓宽投资项目融资渠道,支持有真实经济活动支撑的资产证券化,盘活存量资产,优化金融资源配置,更好地服务投资兴业”。

我国经济经过三十多年的高速发展,目前已到了经济转型的关键时期。从成熟和发达的资本市场的成功经验和失败教训来看,大力发展多层次资本市场,有助于尽快提高直接融资比例,从而分散间接金融导致的市场风险,有助于实现资源有效配置和生产要素合理流动,推动经济转型,促进实体经济的发展。我国国民经济目前正处于快速发展阶段,各个行业和企业都需要资金支持,而上海和深圳两个证券交易所的挂牌门槛高,容纳能力有限,资本市场的供血和造血功能不足,这势必要通过场外证券交易市场解决这些问题。场外市场作为多层次资本市场的重要组成部分,对于促进中小企业进行股权交易,以及满足其融资需求、鼓励科技创新和激活民间资本、加强对实体经济的支持,具有重要的战略意义。目前,我国对场外交易市场存在巨大的社会需求。各类企业在市场准入、资产规模、

技术水平、创新能力、财务状况、盈利能力等方面各有不同，因而有不同的融资需求。股份公司中的众多中小型企业因其自身的规模未能达到公开发行和挂牌交易的条件和标准，但其又在我国经济发展中发挥着重要的地位和作用，因而这些中小型企业需要能够满足其需要的证券交易场所。我国现有的金融体制问题造成了中小型企业获得间接融资的难度。虽然国务院 2005 年发布的《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（国发〔2005〕3 号）明确指出“在投资核准、融资服务、财税政策、土地使用、对外贸易和经济技术合作等方面，对非公有制企业与其他所有制企业一视同仁，实行同等待遇”。但一些地方部门和金融机构在执行中对民营企业 and 国有企业实行差异化政策，民营企业通常存在贷款难、成本高、期限短的现象。没有金融机构的大力支持，企业在经营中往往出现流动资金的困难，而流动资金出现问题直接影响了企业的生存和发展。

显然，单一的资本市场结构制约了企业的融资渠道，减少了企业的融资选择机会，不能满足企业不同阶段的融资需求。而且，单一的市场结构对处于非成熟期的企业影响较大，在企业最需要启动资金的时候，往往筹集不到资金。这些中小型企业往往是经济中最具有活力的部分，它们的融资受到限制，在一定程度上会阻碍经济的发展。因此迫切需要建立多层次的资本市场体系，满足企业在不同阶段的融资需求，解决中小型企业的融资难题，进而促进经济增长。我国 2002 年颁布的《中小企业促进法》第 16 条明确提出，“国家采取措施拓宽中小企业的直接融资渠道，积极引导中小企业创造条件，通过法律、行政法规允许的各种方式直接融资”。多层次资本市场的建立会扩大中小型企业的融资选择，不仅可以增加备选融资市场和产品的数量，缩小中小型企业的融资缺口，增加中小企业融资总量，而且由于在多层次资本市场上筹集资金，要接受来自多方面的审查，降低信息不对称程度，有利于中小企业的信息披露和资产特征识别，从而提高银行对中小企业可贷资金的比例。多层次资本市场的

建立,能够使中小型企业的资本结构进一步优化,减少债务风险和借贷成本,提高企业的预期收益。我国作为一个发展中大国,不仅东部、中部和西部三个区域的经济发展水平差别很大,而且不同产业和企业之间因国家发展战略、优惠政策、融资途径、行业特性以及国际市场等因素导致彼此间的发展程度和市场需求差别较大。此背景下,必须改变过往我国单一层次资本市场体系,面对质量、规模、风险程度不同的企业,企业融资由信贷市场驱动转为资本市场驱动,改革产业结构、投资结构和区域结构,满足多样化市场主体的不同投融资需求,建立健全多层次资本市场体系。

国务院 2009 年 9 月出台的《关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发〔2009〕36 号)指出,“中小企业是我国国民经济和社会发展的主要力量,促进中小企业发展,是保持国民经济平稳较快发展的重要基础,是关系民生和社会稳定的重大战略任务”。并要求,“加快创业板市场建设,完善中小企业上市育成机制,扩大中小企业上市规模,增加直接融资”,“稳步扩大中小企业集合债券和短期融资券的发行规模,积极培育和规范发展产权交易市场,为中小企业产权和股权交易提供服务”。2012 年 8 月中国证监会发布的《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)》指出,区域性股权交易市场是多层次资本市场的重要组成部分,对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资,鼓励科技创新和激活民间资本,加强对实体经济薄弱环节的支持,具有不可替代的作用。国务院 2014 年 5 月发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发〔2014〕17 号)指出,“进一步促进资本市场健康发展,健全多层次资本市场体系,对于加快完善现代市场体系、拓宽企业和居民投融资渠道、优化资源配置、促进经济转型升级具有重要意义。20 多年来,我国资本市场快速发展,初步形成了涵盖股票、债券、期货的市场体系,为促进改革开放和经济社会发展作出了重要贡献”。2017 年 1 月,国务院办公厅发布的《关于规范发展区域性股权市场的通知》(国办发〔2017〕11

号)指出,“规范发展区域性股权市场是完善多层次资本市场体系的重要举措,在推进供给侧结构性改革、促进大众创业万众创新、服务创新驱动发展战略、降低企业杠杆率等方面具有重要意义”。2017年3月5日,国务院总理李克强在政府工作报告中提出,“深化多层次资本市场改革,完善主板市场基础性制度,积极发展创业板、新三板,规范发展区域性股权市场”。但总体上看,我国资本市场仍不成熟,规模不大、容量有限,体制障碍较多,不仅场内市场与场外市场发展不平衡,而且各地的股权交易市场的发展也存在较大差异。就功能而言,显然债券市场和期货市场并不能取代股票市场,场内股票交易也不能替代场外股票交易。场外股票市场如何发展,既需要总结历史经验,也需要借鉴境外成功的做法,不断探索创新。但我国目前场外股票市场的创新发展却面临诸多制约因素。根据我国场外市场的建设和发展情况来看,区域性股权市场的顶层设计和战略性规划缺乏,国家对场外市场的培育不够,主要存在如下几个方面的问题:

第一,场外市场的法制不健全。西方发达国家的场外交易市场不仅起步早、发展快,而且相对健全和完善,其市场运行和制度设计都比较成熟。我国的场外交易市场建设,起步晚、限制多,探索过程中出现过诸多不确定性。而且,场外交易市场法律制度不完善,场外市场的形式、种类、条件、监管等都难以满足市场发展的需要。长期以来,我国立法没有对场外股权交易市场的明确规定,多运用政策方式和行政手段对场外市场进行清理整顿。区域市场总体上处于管理无序状态,业务较为单一,主要局限于股权转让、资金募集、并购重组等,综合性业务缺乏,市场服务能力差,造血功能不强。我国2005年修订的《证券法》才对建立场外市场做了原则性规定,但仍存在许多法律空白。一方面,场内市场与场外市场之间、场外市场与场外市场之间欠缺升板和降板制度,不能为挂牌公司提供一个有效的转板通道,不能发挥场外市场的“孵化器”功能或者预备市场的功能;另一方面,我国《公司法》的主要规则是突出对公众性股份公