



21世纪法学系列教材

民商法系列

证券法原理

董安生 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



21世纪法学系列教材

民商法系列

证券法原理

主 编 董安生

撰稿人 (以参与撰写章节先后为序)

董安生 何 以 杨明宇

朱 宁 张 瑞 翟彦杰

陆紫薇 陈 洁 杨 巍

吴建丽 安邦坤



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

证券法原理/董安生主编. —北京:北京大学出版社, 2018. 1

(21 世纪法学系列教材·民商法系列)

ISBN 978-7-301-29074-3

I. ①证… II. ①董… III. ①证券法—中国—高等学校—教材 IV. ①D922.287

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 328574 号

- 书 名 证券法原理
ZHENGQUANFA YUANLI
- 著作责任者 董安生 主编
- 责任编辑 邓丽华
- 标准书号 ISBN 978-7-301-29074-3
- 出版发行 北京大学出版社
- 地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址 <http://www.pup.cn>
- 电子信箱 law@pup.pku.edu.cn
- 新浪微博 @北京大学出版社 @北大出版社法律图书
- 电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027
- 印 刷 者 北京大学印刷厂
- 经 销 者 新华书店
- 730 毫米×980 毫米 16 开本 13 印张 248 千字
- 2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷
- 定 价 30.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

主 编 简 介

董安生 中国人民大学法学院教授、博士生导师；兼任中国人民大学民商法律研究中心副主任、财政与金融政策研究中心研究员、金融与证券研究所研究员；曾任中国证券法研究会副会长、中国比较法学会理事、中国国际私法学会理事。1951年12月21日生于西安，1983年毕业于西北政法学院法律系，1987年研究生毕业于中国人民大学法律系，1992年博士生毕业于中国人民大学法学院。曾在中国人民大学、香港城市大学、台湾东华大学、芬兰拉普兰大学从事民法、商法、证券法、公司法的教学与研究；曾受聘担任中国早期的A股上市公司、B股上市公司、H股上市公司、红筹股上市公司的中国法律顾问；已出版著作有《民事法律行为》《中国商法总论》《票据法》《证券发行与交易》《证券发行与承销》《证券上市与交易》《国际货币金融法》等。

前 言

证券法制度及其相关的理论关系到现实生活中经济的发展与繁荣,关系到社会公众的财富与福祉,也关系到法制社会的正义与公平。但是,在我国市场经济的发展过程中,我国的证券法律制度却长期处于不完善的初期发展阶段,我国的证券法理论也长期处于诠释法律与阐述交易表象的初级水平;这显然是与我国市场经济发展的内在要求不相适应的。推动我国的证券法制健康发展是每个证券法学者的基本责任。

证券法的基本制度主要分为证券发行制度与证券交易制度两部分,前者主要用于规范证券发行企业及相关辅助当事人的发行行为,给投资者提供一透明公平的投资环境;后者主要用于规范不同层次投资者的投资行为,给投资者提供一便利快捷且信息披露真实的交易环境,以实现其意思表示一致的成交原则。而其他诸如证券监管体制、证券服务机构制度、证券经营机构制度、证券违法行为及其责任等制度仅仅在证券法的基本制度中起到辅助性作用;其行政立法与行政责任特征是显而易见的。在我国证券立法过程中,不自觉地忽视证券法的民商特别法本质,而过分强调其行政立法特征的现象是普遍存在的,这只能起到削弱证券法的本质内容而强化证券法的行政管制色彩的不良作用。

由于证券法在我国是一新法域,其内容又广泛涉及原有企业的重组、资产评估、财务审计、盈利预测、公司股份、交易变动、信用结算交割、上市监管等复杂的技术问题,这使得我国证券法规的完善不能不受到法律规则系统性维持的制约,使得我国证券法规修改调整得极度频繁;这些实际上是证券法发展过程中必须经历的基本阶段。可以预见,在我国未来将进行的证券发行注册制改革过程中,我国原有的证券法体系、制度与规则还会发生巨大的变化;不仅如此,随着我国交易制度发展和变革,我国相应的市场撮合制度、经纪人制度、结算交割制度、多重证券市场的交易格局也会发生根本性的变化。理论上通常认为,证券法规则具有明显的技术性和创新性,其法律规则的发展过程不能简单地套用传统民商法理论的原有制度模式,证券法学者应当在传统民商法理论的基础上,研究和推动证券法规则和理论的完善和发展。

本书是在中国人民大学法学院二十年来为培养民商法专业证券法方向博士研究生而使用的教材基础上编写而成的,全书在内容上力求简单易懂,在体系上力求系统完整,对于与证券法制度、与教学无关的内容均予割舍。本书由董安生

主笔撰写,参与编写的还有何以、杨明宇、朱宁、张瑞(第一至三章),翟彦杰、陆紫薇、陈洁(第四章、第六章),杨巍、吴建丽、安邦坤(第五章、第七章);全书由董安生统稿完成。鉴于证券法理论在我国处于初创阶段,而其所涉及的原理又跨越法律与会计等多个专业,本书的写作难免挂一漏万,有不当之处敬请读者原谅。

中国人民大学

董安生

2017年9月1日

目 录

第一章 证券法基本原理·····	(1)
第一节 证券·····	(1)
一、证券的概念与特征·····	(1)
二、证券的类型·····	(3)
三、证券上权利保护·····	(4)
第二节 证券市场·····	(5)
一、证券市场的结构·····	(5)
二、证券市场的监管·····	(9)
三、证券服务机构·····	(11)
第三节 证券法概述·····	(14)
一、证券法的概念与宗旨·····	(14)
二、证券法的体系·····	(15)
三、证券法的调整范围·····	(17)
四、证券法的基本原则·····	(18)
第二章 证券发行制度·····	(22)
第一节 证券发行的原理·····	(22)
一、证券发行的概念与性质·····	(22)
二、证券公开发行与私募发行·····	(23)
三、证券发行的审核·····	(24)
四、证券发行当事人的法定责任·····	(27)
第二节 股票发行制度的基本内容·····	(29)
一、股票发行的基本前提·····	(29)
二、股票发行准备·····	(31)
三、股票发行的审核·····	(33)
四、股票承销·····	(35)
五、股票发行上市保荐制度·····	(39)
第三节 债券发行制度的基本内容·····	(43)
一、债券发行的基本条件·····	(43)
二、债券发行的流程与中介机构·····	(46)

三、债券发行审核	(48)
四、债券持有人权益保护	(53)
第三章 国际股票发行与上市	(60)
第一节 国际股票融资概述	(60)
一、国际股票融资的概念与特征	(60)
二、国际股票融资的结构与类型	(62)
三、国际股票融资的基础	(67)
四、国际股票融资的程序	(69)
五、国际股票融资的国内法管制	(71)
第二节 境外股票发行与上市中的问题	(73)
一、国际股票发行人的主体资格	(73)
二、国际股票发行准备	(76)
三、国际股票发行注册与上市审核	(79)
四、国际股票承销与超额配售选择权	(83)
五、股票国际上市与第二上市	(87)
第四章 证券交易制度	(92)
第一节 证券交易原理	(92)
一、证券交易的概念	(92)
二、证券市场的地位与功能	(93)
三、证券类产品的交易类型	(95)
四、证券交易法律关系	(98)
五、证券交易的限制性规则	(99)
第二节 证券上市规则	(100)
一、上市审核机构	(100)
二、上市审核条件	(101)
三、证券上市程序	(103)
四、停牌与复牌	(106)
五、暂停上市、恢复上市与终止上市	(107)
第三节 证券现货交易规则	(110)
一、集中竞价交易原则	(110)
二、集中竞价交易程序	(111)
三、大宗交易制度	(113)
四、场外证券市场交易	(114)

第四节 证券衍生品交易制度	(115)
一、证券信用交易	(115)
二、证券期货交易	(117)
三、证券期权交易	(121)
第五章 证券信息披露制度	(125)
第一节 信息披露制度概述	(125)
一、信息披露的基本原理	(125)
二、信息披露的原则	(126)
三、信息披露的类型	(128)
四、两种性质不同的信息披露	(129)
第二节 证券发行信息披露制度	(130)
一、IPO 股票公开发行的信息披露	(130)
二、股票配股或增发时的信息披露	(132)
三、债券募集中的信息披露	(134)
第三节 持续性信息披露制度	(136)
一、持续性责任问题	(136)
二、持续性信息披露的范围和类型	(137)
三、持续性信息披露的方式	(139)
四、预测性信息披露问题	(140)
五、债券交易之持续性信息披露	(141)
第六章 上市公司收购制度	(144)
第一节 上市公司收购概述	(144)
一、上市公司收购的概念与特征	(144)
二、上市公司收购制度的立法宗旨	(145)
三、上市公司收购的分类	(147)
四、权益公开规则与慢走规则	(148)
第二节 要约收购制度	(150)
一、要约收购的基本概念	(150)
二、要约收购的法定程序	(151)
三、强制性要约收购规则	(154)
四、要约收购的豁免规则	(155)
第三节 协议收购法律制度	(158)
一、协议收购的概念与特征	(158)
二、协议收购的条件与程序	(159)

三、协议收购中的信息披露问题	(160)
四、上市公司控制权转让的特殊形式	(161)
第七章 证券违法行为之责任	(164)
第一节 证券违法行为之概述	(164)
一、证券违法行为的概念与特征	(164)
二、证券违法行为之法律责任	(166)
三、三大证券违法行为及其民事责任性质	(167)
四、关于其他证券违法行为的简要分析	(168)
第二节 证券发行中的虚假陈述	(170)
一、证券发行中虚假陈述的概念与特征	(170)
二、证券发行中虚假陈述的构成要件	(171)
三、证券发行虚假陈述中的共同行为	(176)
四、证券发行中虚假陈述的法律责任	(177)
五、持续性信息披露虚假陈述处罚中的吸收原则	(178)
第三节 操纵市场行为	(178)
一、操纵市场行为的概念与特征	(178)
二、操纵市场的危害分析	(179)
三、操纵市场行为的分类	(180)
四、操纵市场行为的一般构成要件	(181)
五、操纵市场行为的行为态样要件	(183)
六、操纵市场与安定操作	(190)
第四节 内幕交易行为	(194)
一、内幕交易的概念与相关的理论	(194)
二、内幕人员	(195)
三、内幕信息	(195)
四、非法利用内幕信息之禁止	(197)
五、内幕交易的因果关系问题	(197)

第一章 证券法基本原理

第一节 证 券

一、证券的概念与特征

证券的定义或概念涉及多重因素,一方面它与特定国家的法律有关,另一方面它又与其社会实践的时代变化有关。在大陆法国家中证券被称为“有价证券”,它是指代表一定民事财产权利,依法可以自由流转的证书,证券上权利的发生、移转和行使均以持有该证书为必要。^①在现代证券法实践中,证券往往仅指资本证券,例如债券、股票、基金受益人证券、期货投资合同、票据、提单等。但在英美法系中证券则被称为“流通证券”,英美法国家对于证券的含义多不采取演绎概括的方式,而采取外延列举的方式,其流通证券的类型复杂而多样。^②例如美国1934年《证券交易法》第三节第10条明确规定,“证券”泛指任何票据、股票、国库券、债券、公司债券、利润分享协议和石油、天然气或其他矿产特许或租赁协议下的权益证书或参与证书,任何关于证券的抵押信托证、组建前证书或认购证、可转让股份、投资合同、投资信托证、存单,任何关于证券、存单或证券指数的卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权(包括其权益或由其价值所生之权益),任何在国家证券交易所达成的外汇卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权,或一般意义上被认为“证券”的任何票据,或者前述之各证券的权益证书、参与证书、暂时或临时证书、收据、认购或购买的担保或权利。但不包括货币或自出票期起有效期不超过9个月的任何票据、汇票或银行承兑书(有宽限期的情况除外),也不包括有效期相当有限的更新的票据、汇票或银行承兑书。英美法对证券的此种外延列举虽不能有效地概括出证券的本质特征,但却合理地克服了证券社会实践不断发展变化带来的困难。

大陆法国家的法学理论认为,有价证券的上述内涵概括反映了其具有以下基本特征^③:

① 参见李文莉:《证券发行注册制改革:法理基础与实现路径》,载《法商研究》2014年第5期。

② 参见蓝寿荣、李成:《美国证券法之证券含义探讨》,载《光华法学》2009年第2期。

③ 杨东、刘磊:《证券法的转型:从传统有价证券到金融商品——日韩两国给我们的启示》,载《证券法苑》2011年第2期。

(1) 有价性。证券是代表一定民事财产权利的证书,其权利内容具有一定的财产价值,而不具有人身关系内容。因此某些代表人身权或行政权的权利证书不属于证券,如结婚证、专利权证书、中国过去的粮票、布票,等等。

(2) 证券上权利具有独立性。大陆法系商法认为证券不同于其他民事财产权证书的基本特征在于证券上权利与证券持有人身份无关,证券上权利与证券不可分,因此凡持有证券者或提示证券者即可依法推定为证券上权利的享有人,这以无记名证券体现得最为明显。在许多国家的债券发行实践中,债券上往往载明本券或息票持有人的推定权利。在商事交易行为中,往往难以简单地适用传统民法中关于认定合同无效、返还原物等处理方式。英美法中,也存在类似的表面推定证据规则。因此,需要证明身份方可行使权利的权利证书不属于证券,如中国目前的银行存折。

(3) 具有自由流转性。证券是仅依行为人意志即可依法自由流转的权利证书,其转让无须得到证券上义务人或第三人的同意,也不适用相应的合同法规则。而合同的转让涉及通知对方当事人及经其同意。因此,仅可依合同法转让权利的合同文件以及有限责任公司股东持有的出资证明也不属于证券。由此意言之,中国证券法实践中的定向募集公司股权证书和凭证式国债证书,因法律禁止其流转,也不属于严格意义上的证券,它们与有限公司的股东出资凭证和民法上的借据并没有本质差别。这也是英美法国家将证券称为“流通证券”的根本原因。

由上可见,证券概念或权利证券化之概念本身依存于法律制度,而不取决于对特定的民事财产权利证书冠之以何种名称。某种财产权利证书依一国法律具有证券性质,但依另一国法律则可能不具有证券之性质。应当说,证券的可流转性表明了证券的本质特征,从法制实践来看,证券的有价性依存于其可流转性(市场决定价值),而证券上权利的独立性则是证券可流转性的必然结果。同时,从某种意义上说,证券的概念并非是纯粹的法律问题,还有赖于市场制度设施的建设情况,它是一个市场化的概念。在市场和交易制度不发达的条件下,证券只具有有限的意义。

通常所说的资产证券化,即是使文据性资产权利在法律上可自由流转,例如在国际金融交易中,安排使合同权利可流转、使房产权利可流转、使债权可流转等,其目的在于提高资产之质量。资产证券化中所称的“资产”是会计语言,其法律实质是请求权的证券化,或称合同权利的证券化。

证券不同于合同性财产权证书,如前所述,合同权利与证券权利有着明确的界限,在市场交易中应严格区别合同性产品和证券性产品。现实交易中,投资者往往遭受合同性产品的损害而无法得到足够的救济。

在近十年来某些国家的证券法制变革中,英国、韩国、日本的法律试图在证

券概念的基础上建立“金融投资商品”的概念,并试图将证券法的传统调整方式贯彻于整个金融投资商品。依据这一变革,证券法将被金融商品法所取代,证券概念将被金融投资商品概念所取代,不仅具备有价性或投资性的高流动性产品属于金融投资商品,而且具备投资性的低流动性合同产品也属于金融投资商品。此类金融投资商品在发行与交易问题上均适用与传统证券法相类似的基本控制规则。在理论上,金融投资商品法制所面临的重大难题在于:尽管纳入金融投资商品的合同性产品可以通过私募规则、柜台交易规则、合同条款约定来改变该类产品的流动性条件,使之不再适用合同法的硬性约束规则;但对于大陆法系制度来说,在合同性产品与证券性产品之间作一界分是十分重要的,如果允许当事人在任何类型的合同中均以特约来改变合同权利变动条件(例如约定不再适用合同权利转让的通知规则或协议变更规则),显然将会对合同法秩序造成实质伤害。相信这将是金融投资商品法制所面临的重大问题。各国对金融投资商品法律规制所遇到的这一难题实际上也是其证券监管中始终面临的难题;在以美国为代表的证券监管体系中,始终将金融期货、金融期权、其他金融衍生品与证券列为大体相同的法律规范与监管对象。

二、证券的类型

对于证券,依不同的分类标准可以作不同的分类。例如依证券上记名与否,可将其分为记名证券和不记名证券;依证券上权利的法律性质,可将其分为债权证券、物权证券和社员权证券等。但是,对于理解证券本质最有意义的,是依据证券上权利的功能进行的分类。依此可将其分为资本证券、货币证券和商品证券三类。^①

(1) 资本证券,是指代表一定资本权益的有价证券,例如股票、长期债券等。资本证券本质上是一种长期投资工具,具有生息或增值功能。实践中,许多国家仅将资本证券称为证券。

(2) 货币证券,是指代表定额货币的有价证券,它又称为票据,例如汇票、支票、本票等。货币证券本质上是一种短期信用工具,具有到期支付功能和提前贴现力,其流转多依背书规则。中国目前尚无确定的票据贴现市场。

(3) 商品证券,是指代表特定货物或商品所有权的有价证券,例如可流转的提单、仓单、期货合约等。商品证券本质上是某种商品交易特别是期货交易的工具,具有到期交割的功能。

应当说明的是,将上述权利证书称为证券,不仅意味着法律已经为其提供了可流转之规则,而且意味着它已经取得了市场化条件。在非市场化条件下,不仅

^① 参见姚海放:《论证券概念的扩大及对金融监管的意义》,载《政治与法律》2012年第8期。

提单、仓单不能称为证券,就是票据和股权凭证也不具有证券之性质。在现代社会中,由于各国交易法制的长足发展,多数权利证书已经取得了市场化的交易条件。不仅传统的资本证券、货币证券和商品证券均已取得市场化的交易条件,而且层出不穷的金融投资合同、期货交易合同、结构性投资合同也都不同程度地取得了市场化的交易条件。

三、证券上权利保护

证券上权利的保护这一命题包含着双重含义。其一是证券上所载明的权利须得到法律保护。证券具有价值首先是由于它代表着一定的民事财产权利,如债权、股权、请求支付权、商品交割权,如果该权利得不到保护或法律保护不充分,就无所谓权利证书,证券就丧失了其存在的基础。其二是证券的公平流转权须得到法律保护。证券之所以不同于传统的民事权利证书,之所以具有吸引力,就在于其流转权受到交易法制的保护,如果该权利得不到保护或得不到公平保护,证券也将丧失其存在的基础。现代各国的民商法通常对证券提供以下两类保护:

(1) 基础性法律保护

基础性法律保护是指法律对于证券上所记载权利的保护,它是证券上权利保护制度的基础。任何有价证券首先须得到基础性法律的保护,例如公司法对于股票上股东权利的保护,债法和公司法对于债券上权利的保护,票据法对于票据上权利的保护,合同法对于商品证券权利的保护等。离开了这些权利保护制度,就不可能维持证券上权利义务关系所要求的基本法律秩序。根据大陆法系民商法的观念,对证券上权利提供基础性保护的法律制度并不属于证券法。但从实践来看,为实现此种基础性法律保护并使之与证券法相衔接,许多国家又不能不对其传统的公司法、债法、合同法、票据法进行相应的修订。

基础性法律保护就其内容而言,主要须解决证券上权利义务确定的问题、对于违反该权利义务行为的责任制裁问题、相关的司法制度和行政审查制度等。

(2) 证券交易法保护

证券交易法保护是指法律对于证券交易权利和交易条件的保护,它是证券权利保护制度中重要的内容。在现代各国的法律发展中往往受到特别的重视。证券交易法保护主要是为解决证券交易规则、交易市场与中介机构监管规则、证券交易信息披露规则等,以保障证券交易得以公平、公开、迅捷、便利地进行。

从理论上说,证券交易法制对于证券权利的保护是间接的,它求助于市场的作用。但从实践来看,证券持有人往往更重视此类法律手段,多数证券持有人在证券上权利难于实现或有风险时,虽然可以求助于公司法、债法或票据法,但通常更希望通过交易市场迅速转手,从而使法律风险转变为商业风险。

从整体上看,基础性法律保护的作用更为根本,而证券交易法制的完善有赖于前者的健全,在信用低劣、三角债成灾的条件下,证券交易法制是难以发展的。中国证券监管部门目前对于证券发行人的规范化要求是十分必要的。

第二节 证券市场

一、证券市场的结构

狭义的证券市场主要指证券交易的场所,既包括有形的交易市场,也包括无形的证券交易系统,既包括场内的证券交易市场,也包括场外柜台市场。从功能角度,也可将证券市场分为发行市场(或称一级市场)与交易市场(或称二级市场)。^①

国外证券市场的产生可以追溯到 15 世纪,世界上第一个股票交易所于 17 世纪初在阿姆斯特丹成立。相较而言,我国证券市场起步很晚,虽然在 20 世纪初叶的旧中国就出现了由外商开办的证券交易机构“上海股份公所”和“上海众业公所”,但其主要交易对象为外国证券。北洋政府时期颁布的《证券交易所法》推动了北平证券交易所、上海证券物品交易所等中国人自己创办的证券交易所的成立和发展,逐渐形成了当时的证券市场。

新中国的证券市场萌芽于 20 世纪 80 年代的经济改革大潮中。1982 年,股票和债券的柜台交易陆续在全国各地出现。1987 年,中国成立了第一家专业证券公司——深圳特区证券公司。1990 年末,上海证券交易所与深圳证券交易所相继成立,这是我国证券市场建设中的标志性事件。^② 随后,股票占据了证券市场的主导地位。不可否认,我国证券市场取得了举世瞩目的成就,在短时间内发展成为世界上的重要市场之一。然而,我国股票市场自其伊始就并非完全市场化,长期被人分为两个市场、两类股份和两种定价机制。同时,由于缺乏监管经验和整体制度框架的不完善,20 世纪 90 年代初期就曾出现“8·10”“327 国债”等重大事件。另外,由于法律对交易场所、交易品种和交易制度进行了严格的限制,使得众多场外交易、其他品种的交易形式无法获得合法的地位,单一现货交易观念和单一集中竞价交易观念成为证券市场健康发展的大敌,造成了我国证券市场中坐庄横行、市场暴涨暴跌的不良现象。我国市场还存在其他一些影响其健康发展的障碍,包括上市公司改制不彻底,治理结构混乱,股权过于集中;证券商规模小,运作不规范;交易产品结构畸形,缺乏适合机构投资者的证券

① 参见唐佳祺:《我国证券市场结构风险及应对措施》,载《中国外资》2012 年第 14 期。

② 杨昱星:《中国债券市场的历史性选择》,载《特区经济》2003 年第 7 期。

品种和避险工具,等等。

我国证券市场的法制化过程始于 20 世纪 90 年代,1992 年 10 月我国成立了国务院证券委和中国证监会;1993 年 4 月,国务院颁布了具有重要意义的《股票发行与交易暂行条例》,与之相关的大量证券法规其后纷纷出台;1993 年 12 月全国人大常委会审议通过了最初的《公司法》;1998 年 12 月,全国人大常委会又审议通过了我国首部《证券法》;国务院于 2004 年 1 月发布了著名的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(下称“国九条”),为中国证券市场的发展和改革指明了市场化的方向。2005 年 10 月,全国人大常委会修订颁布了《证券法》和《公司法》,为证券市场的顺利发展铺平道路。2005 年开始,我国进行了影响深远的股权分置改革,逐步实现全流通,意图扫清阻止证券市场进一步发展的障碍。2009 年创业板的推出和 2010 年融资融券业务、股指期货交易品种的运行都标志着我国证券市场在现代化、市场化的进程中迈出了坚实步伐。^①

一般认为,健康成熟的证券市场能够实现筹措资本、发现价格、资源配置和创造投资渠道的功能,而我国证券市场同时还肩负着国有企业脱困、改制和促进公司治理的特殊使命。我国证券市场发展的特殊背景是导致其诸多问题的深层次原因。

“国九条”指出,要在“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”。这标志着我国关于资本市场的政策层面已经将发展多层次资本市场作为战略性的目标。建设多层次资本市场体系已经上升到日程高度,限制多层次资本市场建设的法律障碍逐渐在清除。

在全球范围内,美国的多层次资本市场体系最为健全,机制和功能发挥最为完善。其发达程度在市场规模、横向多元化以及纵向多层次化方面都得以充分体现。美国多层次资本市场体系主要包括:主板市场(纽约证券交易所)、创业板市场(纳斯达克市场)、三板市场(OTCBB 和粉单市场)、区域性交易所及私募股票交易市场。^②

英国证券市场包括伦敦证券交易所与交易所外市场两个层次。伦敦证券交易所内部又分为若干层次,第一层次是主板市场,为英国金融服务局批准正式上市的国内外公司提供交易服务;第二层次是选择性投资市场(AIM),在该市场挂牌的证券不需要金融服务局审批,属于未上市证券;第三层次是全国性的三板

^① 2013 年和 2014 年,全国人大常委会先后对《公司法》《证券法》进行了再次修正。

^② 参见刘文娟:《多层次资本市场建设的国际比较与经验总结》,载《哈尔滨商业大学学报》2010 年第 4 期。

市场(未上市证券市场)。英国的资本市场中,除了由伦敦证券交易所创办的、为中小企业进行股权融资服务的选择投资市场外,还有为更初级的中小企业融资服务的场外市场。

在日本,以创业板市场(JASDAQ)及多个中小企业市场的成立为标志,建立起了比较完善的多层次资本市场体系。日本证券市场包括交易所市场及店头市场两大层次,其内部又进一步分为若干层次。日本的证券交易所内部一般认为分为三个层次:第一层次是市场一部,即主板市场,具有较高的上市标准,主要为本国大型成熟企业服务;第二层次是市场二部,上市标准低于第一部市场,为具有一定规模和经营年限的本国企业服务;第三层次是外国部。市场一部、市场二部均以日本国内的公司为主要的上市对象,但市场一部的上市标准比市场二部的标准高许多,因此,大多数日本公司通常先在市场二部上市,待发展壮大后再到市场一部上市。外国部主要为创业板市场,又称 JASDAQ 市场,内部分为两个层次:第一层次为第一款登记标准市场;第二层次为第二款登记标准市场,指为未上市、上柜的公司,但经券商推荐具有成长发展前景的新兴事业的股票提供交易平台的市場。近年来,日本业界普遍认识到多层次资本市场合理构建的重要性,开设了包括 MOTHERS、TOKYO AIM 等针对创业型企业的市场。

我国证券市场经过近三十年的发展,在股票市场方面,初步形成了由沪深交易所的主板市场、以创业板市场为代表的二板市场、以全国中小企业股份转让系统为代表的全国性的三板市场和区域性股权交易市场所组成的多层次市场体系。

具体而言,主板市场是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所,其对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求标准较高,上市企业多为大型成熟企业,具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。我国主板市场集中于上海证券交易所和深圳证券交易所。2004年5月,经国务院批准,中国证监会批复同意深圳证券交易所设立中小企业板块,从资本市场架构上也属于主板市场。沪深证券交易所主板市场在组织体系、上市标准、交易方式和监管结构方面几乎完全一致。我国创业板市场设立于深圳证券交易所,在上市门槛、监管制度、信息披露、投资风险等方面和主板市场有较大区别,其目的主要是扶持中小企业,尤其是高成长性企业,为风险投资和创投企业建立正常的退出机制。由于创业板基本上延续了主板的规则,其大部分上市条件和运行规则与主板相同,所以实质的上市门槛仍然不低。我国三板市场起源于代办股份转让系统,为解决主板市场退市公司及停止交易的法人股市场公司的股份转让问题而设立。全国中小企业股份转让系统,是经国务院批准设立的全国性证券交易场所,全国中小企业股份转让系统有限责任公司为其运营管理机构,2012年9月注册成立,又被称为“新三板”。其宗旨在于为非上市股份公司股份的公开转