



商法学专题研究书系

ZHONGGUO DUOCHONG ZIBEN SHICHANG JIANSHE
FAZHI CHUANGXIN YANJIU

中国多重资本市场建设 法制创新研究

刘道远 王艳萍 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

——民商法学专题研究书系——

本书为董安生教授主持的教育部人文社会科学重点研究基地2007年度重大项目
“多层次资本市场体系相关法律问题研究”（课题号：07JJD820169）相关成果

本成果由北京市属高等学校科学技术与研究生教育创新工程建设项目
“学科与研究生教育——法学研究生教育”（项目号：201042）资助

ZHONGGUO DUOCHONG ZIBEN SHICHANG JIANSHE
FAZHI CHUANGXIN YANJIU

中国多重资本市场建设 法制创新研究

刘道远 王艳萍 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

内容提要

目前,我国资本市场发展的方针和政策已经为多层次资本市场的形成和发展提供了良好的契机,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、丰富资本市场产品已经成目前资本市场建设的根本性指针。与此同时,多层次资本市场的法律制度的创新要求也日益紧迫。本书立足于投资者保护理念,从中国资本市场发展的现实状况出发,就证券登记结算制度、主板市场发行和交易制度、创业板市场发行和交易制度等问题进行探讨,并对多重资本市场的体系化建设进行了前瞻性研究,具有较高的理论意义和实践价值。

责任编辑:彭小华

责任校对:董志英

特约编辑:张兴伟

责任出版:卢运霞

图书在版编目(CIP)数据

中国多重资本市场建设法制创新研究 / 刘道远, 王艳萍著.
—北京:知识产权出版社, 2011.6

ISBN 978-7-5130-0537-1

I. ①中… II. ①刘…②王… III. ①资本市场-法律-研究-中国 IV. ①D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 077164 号

中国多重资本市场建设法制创新研究

刘道远 王艳萍 著

出版发行: 知识产权出版社

社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号

邮 编: 100088

网 址: <http://www.ipph.cn>

邮 箱: bjb@cnipr.com

发行电话: 010-82000860 转 8101/8102

传 真: 010-82005070/82000893

责编电话: 010-82000860 转 8115

责编邮箱: pengxiaohua@cnipr.com

印 刷: 知识产权出版社电子制印中心

经 销: 新华书店及相关销售网点

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 12

版 次: 2011 年 7 月第 1 版

印 次: 2011 年 7 月第 1 次印刷

字 数: 334 千字

定 价: 29.00 元

ISBN 978-7-5130-0537-1/D · 1203(3431)

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 交易制度是多层次资本市场法律制度改革核心	(2)
一、我国证券市场演进中的问题	(2)
二、交易制度是多层次资本市场法制建构的核心	(4)
第二节 以交易制度改革为核心的多重资本市场法制 构建	(8)
一、以无纸化为特征的证券权利结构	(8)
二、建立适合多层次资本市场要求的证券交易制度	(10)
三、多层次资本市场转板交易制度的科学建构	(12)
第三节 建立适合国际化需求的中国多重资本市场	(14)
一、资本市场国际化的内涵解读	(14)
二、资本市场国际化对中国资本市场法制发展的 挑战	(18)
三、我国外汇管制政策下的资本市场国际化措施	(19)
第四节 加快中国的国际板建设	(23)
一、世界主要发达国家和地区国际板建设立法例	(23)
二、国际板的重要意义	(24)
三、外汇管制背景下的国际板上市模式选择	(27)
第二章 多层次证券市场法制与现代资本市场建设	(31)
第一节 多层次证券市场建设是发展现代资本市场的 必然要求	(31)
一、证券市场的发展历史	(31)
二、市场经济建设对资本市场的依赖性	(33)
三、中国经济结构的调整需要多层次证券市场支持	(36)
第二节 我国证券市场结构述评	(37)

一、中国证券市场结构形成的历史演进	(37)
二、我国资本市场结构、发展现状及其存在的问题	(42)
三、企业发展的不同阶段与证券市场支持	(51)
四、投资人结构与证券市场支持	(54)
第三节 我国多重资本市场建设的基本框架	(60)
一、我国多重证券市场构建原则及其格局	(60)
二、多重证券市场对未来市场和法制的挑战	(66)
三、法律制度设计是多层次资本市场建设的核心	(70)
第三章 多层次资本市场建设进程中证券持有模式变革	(75)
第一节 证券持有模式的法律体系及其评述	(75)
一、证券持有的基本法律框架	(75)
二、证券持有模式的分类标准	(81)
三、证券持有模式的历史演进	(87)
第二节 直接持有模式及其法律关系	(96)
一、直接持有的几种实践	(96)
二、直接持有模式下的法律关系	(106)
第三节 间接持有模式及其法律关系	(112)
一、间接持有模式的样态及特征	(112)
二、间接持有模式下的投资者权利	(120)
三、间接持有模式下中介人的义务	(135)
四、间接持有模式下 CSD 的职责	(141)
第四节 中国的证券持有模式及其改进	(144)
一、我国直接持有模式的实践	(144)
二、我国间接持有模式的发展	(159)
三、我国证券持有模式法律制度的改进	(163)
第四章 股指期货法律问题研究	(174)
第一节 股指期货金融产品基本理论	(174)
一、引言	(174)
二、股指期货交易的市场功能	(175)

三、制度体系中的困惑：股指期货 VS. 融资融券	(180)
第二节 股指期货交易风险防范具体制度规定	(188)
一、基本交易规则	(189)
二、结算会员规则	(192)
三、特殊情况下的风险控制规则	(197)
四、风险规制规则制度体系的缺陷及其克服	(199)
第三节 中国股指期货实践中的问题及其解决	(209)
一、中国股指期货实践中存在争论的问题	(209)
二、中国股指期货未来的制度改进	(213)
第五章 融资融券法律问题研究	(216)
第一节 融资融券交易概述	(216)
一、融资融券概念界定	(217)
二、融资融券的功能	(217)
三、融资融券与信托登记	(223)
四、证券融资交易与无纸化证券质权	(227)
五、融资融券交易的特征分析	(232)
第二节 融资融券交易的比较法研究	(235)
一、日本的融资融券法律制度	(236)
二、美国融资融券法律制度	(238)
三、融资融券的业务模式的比较分析	(242)
第三节 我国融资融券交易实践及其法律制度改进	(244)
一、我国融资融券交易制度体系梳理	(244)
二、我国融资融券交易法律制度改进	(245)
三、合理设计转融通机制中的法律结构	(248)
第六章 创业板市场法律制度研究	(249)
第一节 创业板市场构建的基本问题梳理	(250)
一、创业板市场的定位	(250)
二、创业板市场的功能	(251)
三、中国创业板市场实践中存在的问题反思	(253)

第二节 创业板市场发行制度	(261)
一、创业板发行的概念界定	(261)
二、其他国家和地区创业企业创业板发行条件	(263)
三、中国创业企业创业板发行条件	(269)
四、中国创业板企业发行制度改革	(281)
第三节 创业板交易制度创新研究	(292)
一、创业板交易制度的基本问题	(292)
二、中国创业板市场交易制度的未来改进	(304)
第七章 三板市场与场外交易市场法律制度	(316)
第一节 三板市场的发展与建设	(317)
一、三板市场的功能	(317)
二、三板市场的基本格局——全国联网交易与各 地方柜台交易衔接	(327)
第二节 三板市场的上柜审核	(333)
一、三板市场的审核体制	(333)
二、三板市场的上柜条件	(337)
第三节 三板市场交易制度研究	(344)
一、券商报价制度与非强制性做市商制度	(344)
二、证券报价制度对我国经纪人制度的冲击	(349)
三、三板市场的交割结算制度	(351)
结语 自由和创新是中国资本市场制度变革的内在力量 ..	(353)
一、金融产品自由创新对中国资本市场的发展 的作用	(353)
二、对质疑期货套期保值功能的质疑：兼论完善 股指期货法制必要性	(356)
三、创业板市场的法制完善需要股指期货法律制度完善 ..	(358)
四、转型语境下中国资本市场法制构建反思及 重塑	(360)
参考文献	(366)

第一章 绪 论

证券市场是证券发行和交易的机制，其目的是为市场主体提供融资的渠道。市场经济发展到一定阶段，资本供需和资本结构需要频繁调整的矛盾十分突出。证券市场改革正是为了化解上述矛盾，它以证券发行实现筹资和投资对接，以证券交易解决证券及其代表的权利和风险的流动性问题。近两年来，关于多层次资本市场的呼声越来越高，其原因是中国证券市场融资能力萎缩，单一的、行政管制的主板市场不能满足多层次的企业融资需求等。从理论上说，多层次资本市场能够最大限度地满足多样化的市场主体对资本的供给与需求，有效实现供求的均衡。而从国际社会资本市场结构改革实践来看，建立多层次资本市场体系、完善资本市场结构、提高资本市场容纳多层级企业能力、提高资本市场效率成为国际社会发达国家资本市场改革的根本宗旨。所以，加快我国资本市场改革、完善我国的多层次资本市场法律体系已经迫在眉睫。而完善中国多层次资本市场法律制度，其核心在于建立和完善证券交易制度。因此，国务院在2004年1月发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（以下简称“国九条”），为中国证券市场的发展和改革指明了市场化方向。这一意见在2005年的证券法修改中得到原则性规定。这一规定改变了旧法中的单一证券市场集中交易的强制性规则，确立了多层次资本市场原则。但是从现实来看，我国发展多层次资本市场仅仅有一个原则性规定，它需要具体的市场规则，尤其是交易规则。本书基于多层次资本市场改革的现实需要，结合我国立法实际，主要提出未来交易制度完善的设想，其他问题限于篇幅而不予详细论述。

第一节 交易制度是多层次资本市场法律制度改革核心

一、我国证券市场演进中的问题

中国证券市场存在的主要问题之一就是交易市场单一。这不仅导致证券市场缺乏良好的融资功能的原因，也是证券交易制度不健全的根本原因。主要表现在：

（一）证券市场以主板市场为主体，其他市场萎缩或者缺位

从整体来看，目前我国证券市场仍然相对单一。一般而言，根据上市公司的规模、披露义务、财务要求和监管要求等的差异，可以把证券市场的层次划分为主板、二板和三板。通常情况下，主板上市的公司的规模、财务要求要高于二板和三板。我国目前以主板市场为主体。首先，我国创业板市场虽然开市一年有余，但是出现的问题已经令人触目惊心。法律制度建设方面存在很多问题。尽管2009年通过的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》起到了一定的规范作用，但是从长远来看仍然不容乐观，不仅因为相应的交易制度尚待完善，而且由于股指期货推出后预期的市场功能还没有发挥，创业板市场会分流主板市场资金，造成主主板市场的股价大幅波动而无相应的熨平机制。目前的深圳证券交易所的中小企业板块，其上市标准与主板的上市标准基本没有区别，性质上类似于主板。同时，由于创业板制度具体规则的缺位，可能会导致第二个类主板，这已经为现实实践所证实。其次，我国目前没有严格意义上的三板市场。很多人把我国的“代办股份转让系统”当成是三板。这种说法不尽准确。“代办股份转让系统”是经中国证券业协会批准于2001年7月16日正式开办的，主要为退市后的上市公司股份和原全国证券交易自动报价系统（Securities Trading Automated Quotations System，以下简称STAQ）、国家交易系统（Na-

tional Exchange and Trading System, 以下简称 NET) 历史遗留的数家公司的法人股提供继续流通的场所。现有代办股份转让系统依然依托证券交易所系统, 并且交易的企业很少, 不包括众多的不能在主板上市的非上市公司, 显然不是真正的三板。最后, 各地的产权交易中心、托管中心也不是三板。原因有三: (1) 各种证券交易场所的设立都未经国务院依法批准, 其合法性值得怀疑。(2) 各种证券交易场所达 200 多个, 条块分割。而未来的三板应当是全国性、统一性、电子化的场外交易市场。(3) 各地的产权交易中心的交易对象以实物产权为主, 而未来的三板市场交易对象应当是作为无形资产的证券。

单层市场造成了证券上市标准的同一化, 基本剥夺了中小企业和不成熟企业通过证券市场直接融资的机会, 违反了为所有企业都要创造融资机会的原则。而且, 不同企业的上市条件、披露要求不但导致市场效率的降低, 而且会降低市场的流动性。

(二) 以现货交易为主体的单一产品市场格局

资本市场化条件下, 证券交易品种必须有不同标准、不同类型、不同品质的证券, 否则就会出现劣币驱逐良币现象。我国目前证券交易品种表面上有股票、债券、基金和金融衍生品, 但实质上非常单一。我国交易品种以股票为主体。其他交易品种要么没有, 要么规模很小。首先, 对于债券, 一是规模小, 二是债券品种也十分单一。我国大多数的债券是风险极低、同时收益也极低的国债和金融债券, 具有中间风险特征的企业债券与国债和金融债券规模无法相比。这些根本无法满足市场需要。因为从融资需要来说, 企业更需要企业债券; 从投资需求来说, 投资者也需要企业债券这种交易品种以平衡收益和风险。其次, 基金的规模也非常小。尽管近几年来, 我国加大了基金的发行规模, 但相对于发达国家, 我国基金市场的规模仍然很小。发达的股市应当以共同基金这种机构投资者为主, 这样的市场才理性、成熟。最后, 金融衍生品缺失。目前, 我国除权证外, 其他金融衍生品尚不存在。股指期货等金融衍生品

有利于规避市场风险、发现价格、配置资源和促进交易功能，其将为我国以后的利率及汇率市场化打下基础。但是，到目前为止制度建设十分简陋，不敷所需。总之，交易品种的极度单一使得我国证券市场既不能为不同企业提供不同用途的筹资工具，也不能为不同偏好的投资人提供不同风险和收益的交易品种。投资人投资渠道十分狭窄。

造成交易品种单一的原因各种各样，但其中最根本的原因还是由于我国单一的证券市场不能为各种交易品种提供方便而又快捷的交易场所。有很多学者认为，发行市场决定交易市场，发行制度决定了交易制度。笔者认为，这种观点值得商榷。从实践来看，一级市场和二级市场是相辅相成的：没有一级市场，就不可能有二级市场；但反过来，没有二级市场，一级市场发行的证券没有灵活变现的渠道，一级市场需求就会萎缩，一级市场就很难长久存在。本质上，交易市场决定发行市场的活跃程度和规模。一个健康成熟的交易市场必然促进发行市场的发展。强调证券市场同一化并不能反映复杂多样的证券交易品种的交易要求。证券市场必须为不同的投资者提供不同类型的投资品种。同时，法律也必须为不同类型、不同品种证券交易创造不同的交易制度和交易场所。

单一的金融产品格局不仅缺乏避险工具，市场坐庄行为得不到有效抑制，境外针对中国股指期货的推出对中国市场形成了巨大压力，而且，对证券市场的交易制度的演进和创新构成巨大的障碍。

二、交易制度是多层次资本市场法制建构的核心

（一）2005年修订后的《证券法》对证券交易制度的原则性改革

2005年修订后的《证券法》较为大胆地改变了我国原有《证券法》中的某些强制性规则，尽管它们实际上仅仅还是原则性规定，尽管它们还需要复杂的具体性规则加以补充完善，但这些原则

为我国未来的证券交易制度的健康发展奠定了基础，它们对于我国未来的证券交易制度之完善具有重要作用，可以说它们是本次《证券法》修改中最重要的制度变革：

(1) 确立变单一市场为多重市场原则。我国原有的《证券法》采取单一的集中证券交易市场原则，原有的市场政策采取了限制法人股市场（NET 市场与 STAQ 市场）发展、禁止各省分散的证券交易柜台存在的僵硬做法。但随着证券业务的发展、此种单一市场政策的弊端逐渐显露；自 2004 年发布“国九条”以来，建立包括主板、中小板、创业板和柜台交易三板市场的呼声日益高涨。所以，多重证券市场的发展将成为某种必然。我国《证券法》第 39 条的规定大胆纠正了我国长期以来实行的保守的证券市场政策，显然具有重大意义。从现实来看，我国发展多重证券市场目前仍然仅仅是一政策原则，它需要具体的市场建设，需要具体的不同的市场规则对该原则加以完善；但无论如何，《证券法》第 39 条的规定为我国未来的多重证券市场之发展铺平了道路。

(2) 变单一现货交易制度为现货与期货多品种交易原则。我国《证券法》第 42 条的规定实际上成为我国双边资本市场建设的重要起点。我国原有的《证券法》采取单一现货交易原则，法律禁止证券期货交易、禁止信用交易与透支交易、禁止融资融券。但随着我国证券市场的发展，此种单一品种交易原则的弊端逐渐显露。应当说，我国新《证券法》中的这一原则规定目前仅仅解决了我国双边证券市场建设中的法律障碍；在此基础上，我国未来还将面临着金融期货交易所的建立与完善、金融期货交易规则的建立与完善、金融期货交易结算会员制的建立与完善、金融衍生交易品种的发展与完善等多个发展阶段。从长远来看，我国在股指期货推出后，必然还要推出股票期权、利率期货、汇率期货等一系列对我国极端重要而又急需的基本品种。

(3) 变单一集中竞价交易制度为多种交易制度原则。我国原有的《证券法》采取单一的集中竞价交易制度，法律禁止在集中

竞价交易规则外发展其他的交易制度；这与世界各国的证券市场规则均有所不同。从理论上讲，不同投资者的交易需求根本不同，法律不应当要求不同证券投资人在交易中去适应单一的僵硬的集中竞价交易规则，而应当适应证券投资人的不同交易需求发展集中竞价交易规则、大宗交易规则、控制权转让交易规则。实际上，世界各国的证券交易所均无一例外地采取多种交易制度，以提高自己的竞争力。从这个意义上讲，我国证券市场中多种交易制度的发展将有很长的路要走；这不仅仅是证券技术问题，更主要的是我国国资部门为了提高国有股交易价格，不惜否定各国证券市场中公认的意思自治原则，否定各国证券市场中普遍采取的协议定价原则，甚至否定市场经济中对所有主体均公平适用基本市场原则。

（二）交易制度改革是多层次资本市场法制建构的关键

多层次资本市场的改革目的是为不同层次企业提供融资渠道和交易场所，交易制度是多层次资本市场法律制度建设的核心。证券的本质在于其具有可流转性，在于其可以合法、便利地交易转让。而权利证券化形式仅仅是实现其可流转功能的手段。这是证券区别于债权契约、区别于合同文件、区别于不动产证书、区别于其他非证券化财产权证书的根本性特征。证券反映的是市场化的资本关系，反映的是特定的财产权利交易关系；脱离了证券交易市场，脱离了证券交易制度，就不可能存在现代意义上的证券概念。从这个意义上讲，在任何社会中，要想实现权利证券化的过程、要想利用证券这一工具的资本市场化功能，以实现市场经济关系的深层次发展，就必须健全和完善证券交易制度，就必须发展和完善证券交易市场。具体来说：

第一，科学、健全的证券交易制度是高效组织市场、有效进行资源配置的制度基础。资本市场是资源配置的市场，但是这一功能的发挥不仅需要一批规模大、盈利能力强的上市公司，而且需要合理的市场结构的发育和科学的交易制度的规范。从理论上讲，市场配置资源是最有效率的，但是并非当然地具有有序性，它需要公平

的法制及其良好的实施。这才能够保证效率的实现。从这个意义上说, 证券交易制度的科学安排在证券市场制度的完善中具有根本性地位。

第二, 证券交易制度的本质在于对投资者权利、义务进行合理配置, 并对市场风险进行制度性规避的制度设计。所以, 系统、科学的交易制度不仅能够对投资者利益进行有效的保护、贯彻投资者至上的资本市场基本理念, 而且能够真正践行证券市场的“三公”原则。在我国新《证券法》的格局下, 一旦支持多层次资本市场的证券交易制度的具体规则得到科学的设计并能够健康有效地发展, 不仅可以乐观地预期我国未来证券市场的规模和趋势, 而且困扰我国证券监管部门的证券交易规律与投资人的观念也会根本改观。实际上, 我国过去证券市场中形成的单一现货交易观念和单一集中竞价交易观念是证券市场健康发展的桎梏, 也是我国前期证券市场中坐庄横行、市场巨幅波动的制度基础。遗憾的是, 这一问题始终未得到立法者和市场监管者应有的重视。

第三, 证券发行市场对证券交易市场具有明显的依存性, 发达的证券交易制度对证券市场的发行和证券交易市场的活络程度具有决定性影响。证券市场有发行市场与交易市场之分, 两者相互依存。从表面看, 证券交易市场以证券发行市场为基础, 但实质上证券发行市场对证券交易市场有明显的依存性。交易市场的发展和供不应求创造着发行市场的需求; 交易市场的价格水平决定着发行市场的一般价格水平和发行条件; 交易市场的容量和流动性, 决定着发行市场的基本规模。从世界各国证券市场的发展来看, 证券交易市场往往具有广泛的含义: 它既包括集中交易的证券交易所, 如纽约证券交易所、东京证券交易所、伦敦证券交易所, 也包括仅对机构投资人开放的无形交易市场如全美证券商协会自动报价系统 (National Association of Securities Dealers Automated Quotations, 以下简称 NASDAQ)、英国股票交易自动报价系统 (Stock Exchange Automated Quotation, 以下简称 SEAQ) 等, 还包括店头市场 (Over-

The-Counter, OTC) 等场外市场。此外, 欧洲近年来发展迅速的债券交易系统和某些发展中国家近年来出现的国际金融市场也极为重要。这种多层次的证券交易市场为公募证券、私募证券、无记名证券、各种类型的债券和各种类型的交易方式提供了交易条件, 给地区繁荣提供了强大支持。

因此, 证券交易制度的变革在整个证券市场发展过程中始终具有基础性意义。它不仅决定着证券发行市场的规模 and 价格水平, 而且决定着证券交易的规律, 还决定着整个市场的观念。但是, 从我国目前情况来看, 证券交易市场仍处于初级发育阶段, 交易制度也不完善。结果导致可交易证券被限于狭窄的范围之内, 人们所说的证券往往并不具有准确的含义。实际上, 在此种非市场化条件下, 大量定向募集股份有限公司所发行的股权证书与有限责任公司授予股东的资产权益证明并无本质差别, 而我国证券发行市场曾经尝试发行的记名式不可转让债券在性质上与定额存单和债权契约也并无差别。允许此种有名而无实的“证券”利用证券发行市场不仅会引起对投资者的误导, 而且会严重影响投资公众的投资信心, 并对我国证券市场的健康发展产生负面影响。

第二节 以交易制度改革为核心的 多重资本市场法制构建

证券交易制度的改革涉及证券市场各类主体之间的权利义务的合理设计, 因此系统整合绝非易事。本书拟从多层次资本市场证券交易制度中一些重要的、具有共性的方面加以研究。

一、以无纸化为特征的证券权利结构

当今是信息时代, 信息技术的发展也极大地推动了证券市场的发展, 其最直接的表现就是证券的无纸化。尽管无纸化证券与公司股东名册和纸质证券皆为证券权利的表征形式, 但是, 我国现行

《证券法》是以传统有纸化证券为基础设计的制度形式，并以有纸化证券作为制度构建的基础建立了权利的确认、公示、变动规则。而市场实践已经从有纸化向无纸化发生根本性的改变，这些制度并未基于这种根本性改变而加以改革，同时由于制度生成本身的惯性特征而深刻影响当下的制度生成，所以，现行的交易制度改革必须正视无纸化这一事实，合理设计证券交易中的权利公示、变动规则和安全、便利、迅捷的交易与清算条件，以及迅速、便利、可靠的过户登记制度。具体可以从以下几个方面来加以设计：

（1）认识证券账户的法律人格属性，明确其表彰证券权利的功能。从民法主体理论视角分析，证券账户具有主体性特征，从而具有法律人格属性。申言之，证券账户是一个权利的集合，或者说是一个权利的连接点。笔者认为，出于交易的便捷性要求，为了交易成本的降低，任何自然人、法人、其他组织，甚至一种财产、一个账户、一个符号乃至权利本身等，都可以成为某一种权利、义务、责任或法律地位等的连接点，都可成为法律关系的主体。这些主体由于是权利的集合体，就决定了它们既是权利的主体又是权利的客体。

（2）明确无纸化条件下证券和证券账户之间的关系。如何确定证券与证券账户的关系？《中介持有证券统一实体法公约（草案）》第1章第1条规定，“证券”是指任何能够贷记到证券账户，并依照本公约规定取得、处分的股票、债券、其他金融工具或者金融资产（现金除外）。该草案在许多方面发展了传统的证券法理论：它缓和了对证券权利性质的表述，扩张了证券的传统外延，体现了未来金融服务法的思想和发展方向，也开始构造新型的金融监管体系。对于我国证券法来说，该草案带来的首要冲击，就是采用“账户定义法”确定证券的含义。按照草案的定义，凡以证券账户加以表彰的金融资产，皆为证券；至于该种金融资产属于何种类别或者采取何种表现形式，在所不问。而在证券无纸化环境下，金融资产存储于证券账户，该证券账户可分为多种类型，而且证券账户

的类型不同，证券账户反映的投资者权益也将有所差别。而证券无纸化发展促生了纸质凭证向证券账户的转变。因为这种转变，法律出于对权益享有者的权益保护之考虑，强制要求投资者必须将全部拟交易证券存入特定的证券账户，账户管理者只需要提供证券的存管证明，就可证明投资者的股东或者债权人身份，即确定股东和债券持有人获得公司法和证券法保护的基础。尽管如此，纸质证券的一些特殊功能为其所独具，如纸质证券的质押功能。因此，赋予证券账户的人格属性，无纸化必须坚持与有纸化功能等同原则，实为必要。

(3) 无纸化与投资者的权利保护。基于证券账户的人格属性和财产属性的统一性特征，我们不仅要认识到投资者权利的公示的独特性，而且要明确证券公司、证券登记结算公司与证券账户之间的法律关系。这就要求我们既要坚持传统的证券权利保护原则，又要适应证券权利现代化条件下的实际情况。而准确把握无纸化条件下的证券账户的特殊性，就成为构建新型的证券交易制度的重要基础。值得注意的是，在多层次资本市场改革条件下，证券公司和客户之间的关系既不能简单地概括为代理关系，也不能存而不论地认为是信托关系，在不同的证券市场中投资者和证券公司的关系并不相同。

二、建立适合多层次资本市场要求的证券交易制度

基于多种交易制度改革要求确立适合多层次资本市场特征的交易制度是现代资本市场交易制度改革的必然趋势。这就提出了以下两项要求：

(1) 完善证券市场价格形成机制的法律体系。依价格形成的主导力量不同，可将证券价格的形成机制分为指令驱动制和报价驱动制两类。在指令驱动制下，交易者提交指令并等待在拍卖过程中执行指令，交易系统根据一定的指令匹配规则来决定成交价格。因此，指令驱动制最本质的特征在于通过交易者提交指令来向市场提