
多层次资本市场改革视域下 证券法制重构论纲

An Outline Concerning the Reconstruction of the Securities Legal System
from the Perspective of Multi-level Capital Markets Reform

钟洪明 ◎ 著



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

多层次资本市场改革视域下 证券法制重构论纲

An Outline Concerning the Reconstruction of the Securities Legal System
from the Perspective of Multi-level Capital Markets Reform

钟洪明 ○ 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

多层次资本市场改革视域下证券法制重构论纲 /
钟洪明著. —北京: 中国法制出版社, 2017. 7

ISBN 978 - 7 - 5093 - 8707 - 8

I. ①多… II. ①钟… III. ①证券法 - 研究 - 中国
IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 165563 号

策划编辑 唐 鸥

责任编辑 唐 鸥

封面设计 杨泽江

多层次资本市场改革视域下证券法制重构论纲

DUOCENGCI ZIBEN SHICHANG GAIGE SHIYUXIA ZHENGQUAN FAZHI
CHONGGOU LUNGAN

著者/钟洪明

经销/新华书店

印刷/北京京华虎彩印刷有限公司

开本/880 毫米 × 1230 毫米 32 开

版次/2017 年 8 月第 1 版

印张/10.5 字数/243 千

2017 年 8 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 8707 - 8

定价: 39.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 010 - 66033393

值班电话: 010 - 66026508

传真: 010 - 66031119

编辑部电话: 010 - 66066820

邮购部电话: 010 - 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

序

呈现在读者诸君面前的是钟洪明博士的新著《多层次资本市场改革视域下证券法制重构论纲》(以下简称《证券法制重构论纲》),该书是作者从事证券市场监管实践以及研究教学工作十多年来的首部专著,是作者参与资本市场实践和科研工作积累的一次系统凝练与总结。

本书的构思源于我和西南政法大学赵万一教授与作者合作开展的博士后研究课题。众所周知,《公司法》和《证券法》是我国市场经济法律体系的核心构成,而《证券法》又是我国资本市场的基本大法。2005年底“两法”修订后,我国资本市场实现了快速发展,但也逐渐积累了不少问题。从资本市场大国向资本市场强国的蜕变需要不断深化改革方可实现,而改革需要在法治轨道内进行。尽管我国资本市场改革发展之市场化、法治化和国际化方向已经确立,但是对于改革的路线图、步骤以及具体制度的构建等诸多问题,各界仍然存在较大的认识分歧。十二届全国人大常委会将《证券法》的修订正式列入立法规划后,于2015年4月对《证券法(修订草案)》进行了首次审议。在此背景下,我们商量确定了以《证券法》修订为视角完善多层次资本市场法制体系的研究方向。经过2年多的不懈努力,钟洪明博士初步完成了上述课题。

在我看来,《证券法制重构论纲》一书具有强烈的问题意识和鲜明的问题导向,作者在研究论证中准确提炼了我国多层次资本市场

发展和改革中存在的各类“真问题”。事实上，举凡证券定义及《证券法》调整范围的重构、证券市场体系的健全、证券发行上市体制改革以及证券交易的多元化，莫不是资本市场深化改革和《证券法》修订中的大问题，但是无论学界还是实务界对相关问题均未形成普遍共识。欲顺利推进资本市场各项重大改革、健全多层次资本市场体系，需要包括学界在内的各方持续深入研究并逐步凝聚共识。本书在资本市场亟须更加深入的理论争鸣之际面世，实可谓恰逢其时。从本书内容来看，作者在充分掌握最新研究成果和境内外资本市场最新发展的基础上，结合自己对资本市场的独到理解，深入剖析问题并提出富有建设性和操作性的意见与建议，文中不时闪现精彩论证和独到见解。

作为本书作者的合作导师之一，我对钟博士有较深的了解。他对科研教学工作的情感和孜孜不倦，独立思考、不人云亦云、严谨治学的精神，尤其令人印象深刻。值钟洪明博士新著付梓之际，我欣然作此序，在预祝作者未来取得更多高质量研究成果的同时，也郑重地向各位读者推荐本书。

中国商法学研究会副会长
中国证券法学研究会副会长
四川省社会科学院学术顾问



二〇一七年五月 于成都百花潭畔

目 录

Contents

第一章 多层次证券市场及其法律体系之界定	1
一、金融市场、资本市场和证券市场的基本界定	2
二、多层次资本市场的顶层设计及理论争议	3
(一) 我国多层次资本市场发展的主要脉络及其特点	3
(二) 关于多层次资本市场体系的理论争议	5
三、完善多层次资本市场法律制度的现实意义	7
四、多层次资本市场法律体系的构成及其完善路径	10
(一) 证券基本法的完善方向	11
(二) 《公司法》与《证券法》的同步修订	14
(三) 其他配套法律制度的完善	17
(四) 行政法规及政策文件的完善	18
(五) 监管规章和规则的重构	20
(六) 自律组织业务规则及其效力界定	23
第二章 境外典型证券市场及其立法的新近发展与启示	26
一、美国多层次资本市场的特点和发展近况	27
(一) 美国多维分层的资本市场体系与立法	27

(二) 美国场内市场最新发展状况及特点	30
(三) 美国金融改革及最新立法	32
二、英国多层次资本市场的新近发展与金融改革	39
(一) 英国传统资本市场的体系构成与发展状况	39
(二) 英国替代性金融的发展与立法	41
(三) 英国金融改革及法律制度的修订	42
三、日本金融市场的发展与变革	43
四、我国台湾地区多层次资本市场的最新发展	47
五、我国香港特别行政区资本市场的发展及立法	49
六、小结：境外多层次证券市场制度演变的启示	52
第三章 证券定义及其范围的制度重构	55
一、有价证券及证券定义之界定	56
(一) 美国证券立法的证券定义	57
(二) 日本和韩国统合立法的证券界定	58
(三) 我国台湾地区证券定义之界定	60
(四) 我国香港地区的证券定义及范围	62
二、我国《证券法》及市场实践中的证券定义及其范围	64
(一) 1998 年《证券法》之证券定义	64
(二) 2005 年《证券法》证券定义之修订	66
(三) 我国证券市场实践中的证券种类	67
三、完善我国证券定义及范围的构想与建议	79
(一) 构建证券定义的一般性条款	79
(二) 合理扩展证券范围	81

(三) 小结:我国《证券法》证券定义的建议条款	90
第四章 多层次证券市场体系及其联通机制	91
一、我国多层次证券市场体系的主要层次及问题	92
二、我国场内证券市场的发展状况及其制度完善	94
(一) 证券交易所的法律地位及组织形式的制度完善	95
(二) 证券交易所内部分层的制度构建	99
(三) 证券交易所现行各板块功能的重新定位	102
三、我国证券场外市场的制度构建与完善	108
(一) 场外市场概念界定及我国场外市场的发展	108
(二) 现阶段促进场外市场规范发展的意义	120
(三) 场外市场政策及制度安排存在的主要问题	125
(四) 构建我国场外市场体系之管见	133
(五) 区域场外市场规范发展的具体制度完善	140
(六) 新三板市场的制度创新及其改革完善	145
(七) 小结:完善证券场外市场立法之建议	152
四、转板机制及我国证券市场转板制度的构建	157
(一) 转板机制的本源及概念界定	158
(二) 境外典型市场转板机制得失及其启示	160
(三) 我国证券市场的转板机制及其主要问题	169
(四) 完善我国资本市场转板机制的构想与建议	180
第五章 证券发行上市体制改革及其制度重构	191
一、证券公开发行审核体制改革之方向与路径	191
(一) 证券公开发行定义之界定	191

(二) 证券发行审核体制的概念辨析	197
(三) 我国股票发行注册制改革的实现路径	206
(四) 我国股票发行审核体制改革的主要制度构建	209
二、我国证券公开发行方式的多层次化及制度完善	227
(一) 改革和完善公开发行准入机制	229
(二) 首次公开发行中存量发行制度之完善	233
(三) 我国股权众筹融资的制度建构路径	239
(四) 豁免注册发行制度构建之设想	246
三、上市公司再融资制度的改革与完善	253
(一) 上市公司再融资制度的现状及其问题	254
(二) 再融资改革的政策方向	256
(三) 完善再融资储架发行制度的建议	257
四、证券上市制度体系之完善	260
(一) 证券上市条件的设定及完善	261
(二) 证券上市方式多元化的制度构建	263
第六章 证券交易机制的多层次化及其完善	269
一、场内市场证券交易机制及其完善方向	270
(一) 证券交易所交易机制之现状	271
(二) 完善证券交易所交易机制的建议	273
二、全国股份转让系统交易机制的完善构想	277
(一) 全国股转系统交易机制存在的主要问题	278
(二) 全国股转系统交易机制之完善方向	279
三、区域性股权市场交易制度的构建	280

四、证券交易异常情况处置的制度构建与完善	283
(一) 证券交易异常的概念及其规制体系	284
(二) 完善我国证券交易异常情况处置制度的建议	285
第七章 结 论	293
一、多层次资本市场法律体系之完善方向	294
二、拓宽证券定义及《证券法》的适用范围	295
三、完善多层次证券市场体系及构建其联通机制	296
四、推进证券发行上市体制改革及其制度重构	298
五、促进证券交易机制的多元化和基础制度的完善	301
参考文献	304
后 记	319

第一章

多层次证券市场及其法律体系之界定

多层次资本市场在我国资本市场的政策顶层设计、制度安排及学术研究诸领域被广泛使用，然而相关政策文件及规范性文件对于何谓多层次资本市场并无明确界定，学界关于其内涵及构成也是仁智互见。为此，实有必要在既有研究的基础上，对于多层次资本市场形成相对统一的认识和界定。

在研究领域，国内最早提出建设多层次资本市场的概念可上溯到2001年^①，而首次明确提出“要建立多层次资本市场”体系的政策文件则为2003年10月党的十六届三中全会通过的《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》。自2005年《公司法》和《证券法》修订以来，我国证券市场获得了高速发展，其在国民经济发展中的作用日益突出。随着证券市场的发展，我国经济学、金融学及法学界对发展和完善多层次资本市场体系的关注和研究日益深入，并积累了相应的研究成果。

^① 参见刘世庆：“中国需要多层次的资本市场”，载《成都行政学院学报》2001年第2期。

一、金融市场、资本市场和证券市场的基本界定

欲界定多层次资本市场的内涵，首先需要明确金融市场、资本市场和证券市场的定义及其关系。金融市场是指资金供求双方借助金融工具进行各种资金交易活动的场所，通常可以分为货币市场（短期资金市场）和资本市场（长期资金市场），其中前者指期限在1年以下的短期资金的融通市场，如票据贴现、短期债券等，后者指期限在1年以上的各种资金借贷和证券交易的场所。资本市场中的交易对象是1年以上的长期证券，由于在长期金融活动中涉及资金期限长、风险大，类似于资本投入，故将其发行和交易场所称为资本市场。证券市场是股票、债券、投资基金等有偿证券发行和交易的场所，是资本市场的主要组成部分和典型形态。有学者认为，广义的资本市场指1年以上的金融市场，包括股票市场、债券市场、基金市场、中长期信贷市场和衍生品市场，狭义的资本市场主要指证券市场。^① 综上可知，资本市场上承金融市场，下接证券市场，是金融市场的核心，而证券市场又是资本市场的核心（其关系结构图见下图1-1）。

从制度安排的视角来看，证券法律规范体系主要围绕证券市场展开。鉴于此，本书以证券市场为主要研究对象，同时由于证券市场实为狭义之资本市场且既有研究成果和政策文件普遍采用资本市场之称谓，因此，除需要特别区分外，本书将交替使用资本市场与证券市场之表述。

^① 参见徐洪才著：《中国多层次资本市场体系与监管研究》，经济管理出版社2009年版，第1页。

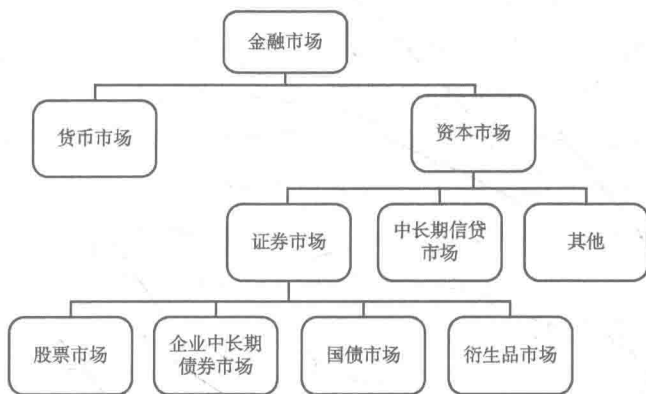


图 1-1: 金融市场、资本市场与证券市场

二、多层次资本市场的顶层设计及理论争议

资本市场是连接投资者与融资者的重要场所，投资者与融资者是资本市场最重要的两类参与主体。在资本市场中，不同的投资者与融资者均有不同的规模与主体特征，对资本市场金融服务存在着不同需求。投资者与融资者对投融资金融服务的多样化需求，决定了资本市场应该是一个多层次的市场体系。因此，多层次实为资本市场基本属性之一。一个完善和健全的资本市场理应能够较好满足各类融资者的融资需求和不同投资者的投资需求，非如此即有必要建立健全相应的市场体系。

（一）我国多层次资本市场发展的主要脉络及其特点

自党的十一届三中全会确立改革开放的基本国策开始，源于中国经济转轨过程中企业的内生需求，中国资本市场开始萌生，其中包括股份制改革、柜台市场的出现和证券交易所的设立，而柜台市

场的实践可以被认为系我国资本市场的开端。^①然而,我国资本市场发展初期处于一种自我演进、缺乏规范和监管的状态,并且以分隔的区域性试点为主,^②其中存在较为明显的弊端。最终,各地柜台交易市场在政府干预下逐渐被取缔,^③我国资本市场过渡到以上海、深圳证券交易所为主、实施集中统一监管的发展模式上。

自沪深证券交易所成立以来的很长时间内,我国资本市场的结构以场内和主板市场为主。为健全资本市场的基本功能,自2003年起,中央和国务院关于资本市场发展的顶层设计明确了建立和健全多层次资本市场体系的战略任务,并且随着证券市场的发展相关认识逐步深化。党的十六届三中全会决议要求,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,完善资本市场结构,丰富资本市场产品。

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》(以下简称“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”。为贯彻党的十八大和十八届二中、三中全会精神,落实党中央和国务院关于资本市场改革开放和稳定发展的决策部署,2014年5月9日,国务院发布《关于进

① 有学者指出,柜台交易是一种古老的有价证券交易形式,也是世界公认的制止黑市交易的最有效的手段,中国乃至世界各国的证券市场无不发轫于此。参见王连洲、李诚编著:《风风雨雨证券法》,上海三联书店2000年版,第21页。

② 参见中国证监会编:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第9页。

③ 这一过程历时漫长,到1998年3月国务院转发中国证监会《清理整顿证券交易中心方案》,中国证监会按照“先停止扩容、再清理业务、最后关闭场所”的步骤,对41家场外非法股票交易和证券交易中心进行了清理整顿。参见中国证监会编:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第15页。

一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称“新国九条”),再次提出健全多层次资本市场体系和发展多层次股权市场等战略目标,其中特别明确: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。

从上述相关政策文件及市场实践可知,我国多层次资本市场是在较为明显的顶层设计情况下发展起来的,无论是沪深证券交易所主板市场还是2004年深市中小企业板以及2009年创业板市场的成立,乃至其后新三板、区域性股权市场等场外市场的发展以及明确纳入多层次资本市场体系,均非常明显地体现了国家意志,而市场自发色彩则相对较弱。

(二) 关于多层次资本市场体系的理论争议

多层次资本市场的发展是个渐进和动态的过程,我国关于多层次资本市场体系的顶层设计则是在逐步深化认识并紧密结合自身发展实际的情况下所进行的。因此,要促进多层次资本市场的健康发展,需要不断对境内外市场的历史、现状及发展趋势深入分析和研判,并根据发展需要适时对资本市场的政策和制度安排进行调整和完善。

多层次资本市场历来是理论界关注之重点,但是学术界关于多层次资本市场体系的应有之义一直存在不同认识。周放生提出“金字塔式多层次资本市场模式”,即由柜台交易、二板、主板三个市场构成的完整协调、可升可降的互动式多层次资本市场体系。王国刚提出,所谓多层次应包括主板市场、创业板市场和场外交易市场;既包括全国性市场,也包括地方性市场。吴晓求则认为,多层次资本市场是指面对质量、规模和风险程度不同的企业,为满足多样化的市场主体的资本要求而建立起来的分层次的产权交易市场。根据资产的存在形式,资本市场可以划分为证券资本市场和非证券

资本市场。^①徐洪才认为,多层次资本市场是指面对资产质量、资本规模、风险程度各异的企业,为满足不同市场主体的投融资要求而建立起来的分层次的股票交易市场。^②董安生教授等则提出,成熟的资本市场是多层次、多元化、功能多样化的市场,不同层次市场之间拉开档次、分工协作,形成覆盖面广、风险分散、结构科学而又互相连通的无缝市场体系。具体而言,应强调市场的层次性、不同市场间具有流动性以及与多种交易制度密不可分。^③

与理论界不同,实务界更加侧重于从微观视角来界定多层次资本市场的架构和体系。例如,戴文华指出,中国多层次资本市场应该是一种二维结构,一维是产品要素,如证券、商品期货、金融衍生品等;另一维是结构要素,即市场的深度与广度。^④祁斌认为,中国多层次资本市场框架蓝图为:上层为主板、中小板、创业板和新三板,中层为区域性股权市场、券商柜台市场,基础是为数众多的VC、PE和天使投资者。^⑤

综上,目前学界和实务界关于多层次资本市场体系主要从不同层次交易市场之视角展开研究和进行界定。笔者认为,市场层次无疑是多层次资本市场体系的起点和核心,不同市场层次共同搭建了多层次资本市场的体系框架。但需要指出,在重视市场层次和广度

① 参见徐洪才著:《中国多层次资本市场体系与监管研究》,经济管理出版社2009年版,第11—12页。

② 参见徐洪才著:《中国多层次资本市场体系与监管研究》,经济管理出版社2009年版,第12页。

③ 参见董安生等著:《多层次资本市场法律问题研究》,北京大学出版社2013年版,第236—237页。

④ 参见戴文华:“关注多层次资本市场的结构问题”,载《证券市场导报》2013年第3期,卷首语。

⑤ 参见祁斌:“关于多层次资本市场体系的十点思考”,载《清华金融评论》2014年第3期。

的同时，还应当看到构成各市场共同支撑的外在要素及各市场内在要素对于健全市场体系的重要作用。事实上，目前我国除了需要进一步健全资本市场的层次体系外，还存在证券交易品种、交易制度单一等问题，各市场的定位、内部分层和不同层次市场的衔接等相关制度安排或者付诸阙如或者仍不尽科学。因此，本书认为，需要从多维度、多视角来界定和健全多层次资本市场体系。

三、完善多层次资本市场法律制度的现实意义

二十世纪九十年代中后期以来，Rafael La Porta、Florencio Lopez-de-Silanes、Andrei Shleifer 和 Robert W. Vishny 等四位美国经济学家（学界简称 LLSV 组合）采用法与金融学的研究范式，对不同国别和地区的法律制度与金融市场的关系比较研究后发现，法律制度是一国和地区金融发展水平的直接决定因素，法治更加健全的国家 and 地区给予投资者及潜在投资者更加有效的保护，受此影响其资本市场呈现出更好、更快的发展。^① 反之，在缺乏证券市场法律制度的情形下，单纯依靠市场力量无法促进证券市场的繁荣发展。^②

市场与法治是现代文明的基石、市场经济是法治经济的基本论断在我国已经成为各界普遍共识。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》明确指出“社会主义市场经济本质上是法治经济”，再一次深化了上述认识和论述。基于此，在多层次资本市场发展的顶层设计中，我们确立了市场化、法治化的治理和发展路径。证券市场是市场经济的重要组成

① Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Law and Finance*, 106 *J. Pol. Econ.* 1113-55 (1998).

② Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *What Works in Securities Law*, 61 *Journal of Finance* (2006), pp. 1-31.