

建立我国场外交易市场与《证券法》的立法完善

万金波

(厦门大学法学院 福建 厦门 361005)

摘要 一个成熟的证券市场体系应当包括场外交易市场,而我国目前对场外交易市场的规范却处于缺失状态。分析了建立我国场外交易市场的必要性,提出了对我国《证券法》进行立法完善的相关建议,希望对我国《证券法》的修改工作有所帮助。

关键词 场外交易市场 证券法 立法完善

1 导言

证券交易市场一般分为证券交易所市场与场外交易市场两类。据 Prof. Louis Loss 的说法,二者不同之处在于前者为集中之中央“拍卖”市场,后者则为分散之“谈判”市场。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交易市场,也被称为场内交易市场。场外交易市场在美国称为“Over-the-Counter Market”(简称“OTC Market”),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,今天的场外交易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。

我国的情况则有些相反,是一个倒金字塔的结构。居于顶端的是由上海证券交易所和深圳证券交易所构成的主板市场,上市公司达 1 300 多家,处于中间的是 2004 年在深圳交易所新开办的小企业板市场,上市公司约 40 余家,位于底端的则是 2001 年启动的代办股份转让市场,也就是俗称的“三板市场”,目前三板的股票主要来源于原 STAQ、NET 系统中转移过来的股票公司和从沪深证券交易所主板市场退市的公司,约 30 多家,其中主板和小企业板市场属于场内交易市场,三板市场则属于场外交易

市场,与场内交易市场相比,场外交易市场的规模和影响都显得非常弱小。由于我国《证券法》全文未有对场外交易的规范条款,使场外交易无法可循,场外交易行为也不能得到法律保护。2001 年 6 月及其后分别制定的《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》和《关于改进代办股份转让工作的通知》,虽然规定了场外交易的形式,却因为只是证券业协会发布的办法和通知,法规层次太低。并且《试点办法》和《通知》也因规定的交易对象范围过窄,而限制了三板市场向场外交易市场的发展。这种倒金字塔的状况无论对资本市场的健康发展,还是对整个社会经济发展都是极为不利的。一个成熟的证券市场体系,必须包括完善的场外交易市场的存在,以使其满足不同证券的流通要求和不同企业的融资要求,这就对我国场外交易市场的建立提出了迫切要求,法律同样需要照顾到证券市场的各个层次。

2 建立我国场外交易市场的必要性分析

2.1 场外交易市场的建立是完善资本市场的必然要求

市场经济非常强调资本市场对资源合理配置的作用,而要充分发挥资本市场的这种作用,就必须建立多层次的证券市场体系。完整的证券市场体系是一个包括场内交易市场和场外交易市场的具有不同层次的证券市场体系。各

个层次的市场之间,功能分工明确,具有明显的递进性,由此形成一个体系健全的“梯级市场”。

2.2 现代企业制度的建立和完善以及股份制改革的推进需要场外交易市场

现代产权制度是现代企业制度的核心,而产权的可交易性则是现代产权制度的重要组成部分。可以说,产权若不能交易,社会资源就不可能高效益配置,企业就不可能有活力。而产权要能够交易,就需要有交易市场,这种交易市场既包括场内交易也应包括场外交易,离开场外交易的产权交易是不完整的,从而也就不可能形成现代产权制度。

2.3 建立场外交易市场,有利于建立上市公司的“升级”、“降级”机制,提高资本市场的客观约束力

在场内上市的公司一旦经营状况恶化不再符合上市标准时,可以“降级”到上市标准较为宽松的场外市场交易。如果经营继续恶化可以就此退出资本市场,如果通过自身努力提高业绩或寻找到购并和重组的机会,重新恢复了上市条件,则可以再回到场内市场。这种有序的“升级”、“降级”机制不仅有利于打破上市公司的终身制,减少上市公司在退出场内市场时引起的震动,而且有利于提高资本市场对上市公司的客观约束力,使之始终面临着“升级”的希望和“降级”的压力,增强其改善经营的动力。这对减少中小投资者的损失、分散其风险、保护其利益和发挥证券市场优化资源配置的功能都具有积极意义。

2.4 场外交易市场能够稳定资本市场秩序并有效铲除“壳资源腐败”滋生的土壤

场内交易市场严格的上市标准决定了能够在证券交易所上市的股票毕竟只是少数,其容量的有限性也决定了不可能让所有合格的股份公司的股票都在场内市场上市交易。因而,非上市公司股票对流通渠道会产生巨大的社会需求,人为封堵其流通既是违背了股权自由转让原则,也对场内市场构成了巨大的扩容压力。

2.5 场外交易市场能够支持中小企业的发展和促进我国经济的转型

我国目前正处于经济转型期,即劳动力密集型向资金密集和技术密集型转变期,在这种转型过程中中小企业具有不可忽视的重要作用,它们不仅能够提供大量就业岗位、支持大企业的发展,而且能够促进技术创新和保持经济活力。特别是在知识经济的背景下,更加需要大批中小型高新技术企业来为新技术的扩散提供载体,从而使一国的产业结构和经济结构得到升级。

2.6 区域经济的平衡发展需要发展场外交易市场

区域布局合理、多层次的证券市场体系,是培育完善的证券市场体系和满足不同地域经济健康发展的必要条件。在我国,各地区的经济发展很不平衡,由于种种原因,在沪深两家证券交易所上市的大都是沿海地区公司,而中西部地区的公司为数相对较少,这就使得资金大都流向那些发达的地区,从而使地区间经济的发展更加不平衡。通过发展场外交易市场,特别是发展各地区区域性证券交易中心和交易系统,能够使全社会资金的分布和流动更加均衡,从而大大推动各地区的股份制改革和经济发展。

3 《证券法》关于建立场外交易市场的立法完善

3.1 打破法律上的禁区,允许建立和发展场外交易市场

现行《证券法》第32条规定:“经依法核准的上市交易的股票、公司债券及其他证券,应当在证券交易所挂牌交易。”其调整范围仅限于沪深交易所为基础的场内交易市场,换言之,《证券法》关于发行、上市、交易等方面的规定实际上

仅适合一个高层次市场,对于层次较低的场外交易市场,则缺乏明确的法律支持,而且在实践中往往为法律所禁止。而在另一部与《证券法》互补的重要法律《公司法》中,场外交易市场可在其中找到其依据。第144条规定:“股东转让其股份,必须在依法设立的证券交易场所进行。”第151条规定:“本法所称上市公司是指所发行的股票经国务院或者国务院授权证券管理部门批准在证券交易所上市交易的股份有限公司。”对照这两条规定可以发现,“证券交易场所”与“证券交易所”并非同一法律概念,非上市公司股份的转让可以在证券交易所以外的其他依法设立的场所进行。然而,作为规范证券交易行为的《证券法》回避了对证券交易所之外的其他交易场所作出规范,使股票场外交易无法可依。因此,为保持《证券法》与《公司法》的协调,也需要《证券法》明确规定我国可以建立和发展证券交易所以外的其他证券交易场所,即场外交易市场。

3.2 明确场外交易市场的法律性质和功能定位

在法律性质上,明确场外交易市场是我国多层次证券市场体系的组成部分,与证券交易所市场相辅相成、互相补充,共同构成完整的证券市场体系。并可授权国务院根据证券市场的发展、根据国家经济发展的状况,对场外交易市场的形式、种类、条件和监管作出具体规定。在功能定位上,明确场外交易市场的融资功能,对公开发行的证券和非公开发行的证券都能允许在场外交易市场挂牌交易。为此,一方面,要从法律上将“公开发行”与“在证券交易所上市”严格分开,公开发行的证券既可在证券交易所上市,也可以在场外交易市场上市交易,证券交易所和场外交易市场在上市标准方面应当既存在层次递进关系,又可以相互补充、适度竞争。另一方面,要对私募发行方式作出明确规定,将非公开发行的证券纳入场外交易范围,建议将《证券法》相关内容修改表述为,公开发行须遵循证券监管部门规定的披露信息的内容和方式发行,未经有关部门核准任何人不得以公开或非公开方式发行证券。对公开发行的证券和非公开发行的证券明确予以区分,从而确认私募发行方式

存在的合法性,并授权证监会制定相关的场外交易管理办法和操作细则。

3.3 赋予场外交易方式合法地位

现行《证券法》在第33条中,只规定了证券交易所应当采取公开的集中竞价交易方式,而没有规定其他证券交易场所可以采取什么交易方式。因此,在法律上确立场外交易市场的同时,也必须认可场外交易方式的法律地位,允许非集中竞价交易方式的存在。

3.4 在《证券法》中规定做市商制度

所谓做市商,是指以盈利为目的、用自己的资金购买并且持有特定公司股票,并承诺维持这些证券的买卖双方交易的证券公司。做市商制度对于场外交易市场的形成具有重要作用,能够帮助提高上柜公司的知名度,提高上柜证券的流通性,使场外交易具有较高的透明度,并具有价格发现功能,是建立场外交易市场必不可少的一项制度。

3.5 在《证券法》中确立场外交易市场自律管理体系

为保证投资者的合法利益和场外交易的安全,我国对场外交易市场应采取自律监管与政府监管相结合的监管模式,即采取政府对场外交易市场实行间接管理,自律性组织的证券业协会、证券交易场所直接管理场外交易市场的管理模式。在《证券法》中应该进一步放宽证券业协会的权限,证监会可将部分权限转让给证券业协会行使。证券业协会除了协调、管理、监督会员外,还有权对场外交易的内容和证券报价格式做出规定,建立对证券商、场外交易活动的各种有效管理制度,引导场外交易的有序化。要强化和落实证券交易场所的自律管理职能。证券交易场所作为市场的组织者,直接面对上市公司、投资者、证券商和广大中介机构,能够对证券交易进行实时监控,这种特殊的角色、职能和优势,客观上要求证券交易场所承担起对证券交易的一线监管责任。因此,在修改《证券法》时,应明确授予证券交易场所监管的权限,保证其自律管理的权威性。

参考文献

- 1 王连洲,李诚编.《证券法》[M].上海:上海三联书店,2000
- 2 文宗瑜.《证券场外交易的理论与实务》[M].北京:人民出版社,1998

(责任编辑 高平)