



您的位置: [首页](#) >> [阅读文章](#)

阅读文章

Selected Articles

作者授权 本网首发

为场外交易正名: 《证券法》第32条亟待修改

廖凡

阅读次数: 2107

使用大字体察看本文

更多▲

特聘专家

法学所导航

走进法学所

机构设置

《法学研究》

《环球法律评论》

科研项目

系列丛书

最新著作

法学图书馆

研究中心

法学系

博士后流动站

学友之家

考分查询

专题研究

五四宪法和全国人大五十周年
周年纪念专栏

最新宪法修正案学习与思考

公法研究

电信市场竞争政策

证券投资基金法

从1998年颁布至今,《证券法》已经走过了五个年头。五年时间不算太长,然而在中国证券业这个瞬息万变的领域,却已足以造成很多改变。“世易时移,变法宜矣”,《证券法》的修改已只是时间问题。角度决定一切,一千个观众就有一千个哈姆莱特,对《证券法》的修改意见也是见仁见智,众说纷纭;而在笔者看来,关键是要做到一个加强,一个削弱。

所谓加强,是指加强对投资者的保护。证券法的首要目的和宗旨是保护证券投资者的合法权益,这是各国证券立法的共有准则。尽管在路径和力度上有所区别,【1】但成功的证券法律体系无疑都有强有力的投资者保护机制。反观我国的《证券法》,由于负载了过多的期望和承担了过多的任务,尤其帮助国有企业脱困这一“政治任务”,【2】投资者保护这一根本目的反倒相形见绌。尽管《证券法》第一条即开宗明义的指出,“为了规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展,制定本法”,将投资者保护置于显赫的地位,但通观全法,由于缺乏相应的实施和保障机制,这句话多少像是望梅止渴的美丽口号。在这方面,最明显的例子莫过于民事诉讼和赔偿机制的缺位。在笔者看来,投资者保护中最重要的便是投资者能够诉诸法庭获得应有的民事赔偿,这远比几个典型违规任务被判刑入狱更有助于完善证券市场和重塑投资者信心。【3】最高人民法院先后出台的《关于受理虚假陈述的证券民事纠纷的通知》(2002年1月15日)和《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003年1月9日)对此已有所突破,但在广度和力度上都还有所欠缺。通过修改《证券法》,在立法层面确立证券民事诉讼和赔偿机制,已是刻不容缓。

所谓削弱,则是指放松管制,变更乃至取消一些过于笼统和严厉的限制措施,增加资本市场的效率。除了保护投资者这一首要目标外,方便上市公司筹资,提高资本运作效率和流动性,促进资本市场发展等也是证券法必须考虑的内容。尽管放松管制可能增大证券市场的系统性风险,但解决这一问题的正途应该是通过制衡性的机制设计(财务、法律、信用评价等)来加以制约,而不是一味的限制和禁止。我国《证券法》出台之时正值亚洲金融风暴肆虐,控制金融风险、保障金融安全这一理念成为立法者奉为圭臬,在整部法律中处处闪现。银证分业、禁止信用交易、取缔场外交易等条款都与此有莫大关系。这些限制虽有其合理性,但在当时就已有过于笼统、缺乏弹性之嫌,时至今日更加不能适应证券市场发展的现实,必须加以修改。

《证券法》之修改所涉极广,浮光掠影、面面俱到既非所能,亦非所愿。故此,在提出上述基本思路后,下文将集中探讨修改第32条,为场外交易正名的问题。

我国《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。”这一条款有两层含义:第一,上市证券的唯一合法交易场所是上海和深圳两家证券交易所;第二,未公司证券的交易不属于本条的适用范围。从现有法律、法规看,未上市股票和债券的场外交易并不被禁止。《公司法》第144条规定:“[股份有限公司的]股东转让其股份,必须在依法设立的证券

交易场所进行。”《企业债券管理条例》第22条规定：“企业债券的转让，应当在经批准的可以进行债券交易的场所进行。”“依法设立”或“经批准”的交易场所，显然不限于证券交易所。然而，事实是，目前我国不仅上市公司股票和债券不能进行场外交易，而且未上市公司的股票和债券也无法进行场外交易，因为根本不存在合法的场外交易市场。【4】

所谓“场外交易”是相对于“场内交易”而言，以证券交易所作为划分的界限。一般而言，证券的场外交易是指在证券交易所外由买卖双方当面议价成交的交易方式，又称柜台交易或店头交易（OTC）。在证券业发展的早期，场内交易（交易所交易）和场外交易（柜台交易）的区别表现为是否在有形的证券交易所内集中进行交易，但随着计算机技术的发达，交易所交易和柜台交易都日益通过计算机网络来进行，物理意义上的交易所已不再能体现二者的本质区别。从市场的组织方式着眼也许能更好的理解这一问题。

交易所交易主要采取竞价（auction）方式，交易双方通过公开竞争喊价的方式来确定成交价格，即在某一特定时刻，在买入喊价的最高价与卖出喊价的最低价之间达成交易。尽管买方群体与卖方群体并不直接参与交易过程，须委托各自的经纪商（broker）代理证券买卖，但是经纪商有义务按照委托人指定的条件，以尽可能有利的价格成交。因此，竞价市场的驱动系统是指令驱动系统（order-driven system），指令中包含了有关价格、数量等的信息，对指令的处理就是形成交易的过程。在计算机技术运用于证券交易后，大多数交易所的竞价过程都由计算机处理，表现为计算机的自动撮合系统：喊价过程可由计算机处理，交易者通过计算机终端输入要价并查看整个市场的价格情况。

柜台交易原指早期在证券公司的柜台上与客户直接进行的交易，历经多年演变，其包含的本质特征并未改变。柜台交易不是通过交易所（有形或无形）将众多的交易集中起来，以竞价方式确定交易价格，而是由证券自营商（dealer）作为市场的组织者和参与者，分别同实际买卖双方进行交易。证券自营商根据市场行情和供求关系自行确定报价，交易对方则可以进行议价。因此，柜台交易市场的驱动系统被称为报价驱动系统（quota-driven system）。对某一种交易的证券，证券自营商面对一个交易群体，同时推出买入价格（bid price）和卖出价格（ask price），宣布愿以该买入价格买入该种证券，以该卖出价格卖出该种证券。【5】由此，证券自营商将证券交易分为两个相对分离的市场，分别在买入和卖出过程中作为市场组织者和交易中的一方。在这个意义上，组织柜台交易的证券自营商又被称为“做市商”（market maker）。【6】计算机技术的发展使得经营同一品种的不同证券自营商的报价同时显示在系统中，交易者可以选择其满意的报价，与相应的证券自营商联系交易。建立于1971年的“全国证券交易商协会自动报价系统”（NASDAQ）就是一个电子化场外交易系统，也是全球场外交易的代表形式，其完善的做市商制度堪称典范。

尽管柜台交易方式历史悠久，但随着证券交易所的产生与发展，场外市场曾一度式微，直到上个世纪60年代才再次显示出强大的生命力。在其复兴过程中，三个因素至关重要，即机构投资者的崛起、信息及交易系统的技术革新以及风险投资的快速发展。【7】作为场外交易市场的代表，NASDAQ系统在1998年合并了美国证券交易所，目前的总市值已经超过纽约证券交易所，成为全球最大的证券交易系统。

与交易所集中交易相比，柜台交易具有三点优势：其一，连续性优势。在集中竞价方式下，交易价格是通过投资者下达的买卖指令驱动并通过竞价产生的，存在因报价不易或缺少交易对手而无法成交的可能，大宗交易尤其会费时良久。因此竞价市场一般流动性较差。相反，在柜台交易/做市商制度下，做市商不断向市场报出买卖价格，同时对投资者在自己所报价位上的指令不予拒绝，从而保证了交易的连续进行和市场的流动性。其二，波动性优势。竞价市场由于流动性较低，同时个人投资者也会因为信息不完全或预期不合理而无法报出真正反映投资价值和供求关系的市场价格，从而是价格波动频繁。相反，在柜台市场上，做市商在很大程度上参与了价格决定过程。双边报价有助于改善投资者预期，也有助于稳定市场情绪。其三，融资成本优势。交易所交易的一个前提是证券发行人上市，但是上市本身就意味着成本，如公司治理成本、信息披露成本、时间延误成本等，这些都使得公司的融资成本大为增加。相比之下，柜台市场的“门槛”就要低一些。可见，柜台交易是有其存在的必要性和合理性的。柜台交易相较于交易所交易的主要缺点则在于风险更高，监管难度也更大，但如上所述，解决这一问题的正途应该是通过制衡性的机制设计，而不是一味的限制和禁止。

竞价方式和柜台交易近年来处于不断融合的过程之中，这也使得交易所交易和场外交易的界限趋向模糊。典型的例子是纽约证券交易所作为一个竞价市场而引入了“专家经纪人”（specialist），【8】而NASDAQ在1997年引入ECNs系统后，【9】其价格决定方式已经由单纯的报价驱动走向“报价与指令联合驱动”。

我国的证券市场在80年代后期起步时只有场外交易，【10】这一点同国外证券市场的发展过程是一致的。1990年12月19日和1991年7月3日，上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立，证券交易开始在交易所内集中进行。与此同时，场外交易市场继续发展，出现了很多地方证券交易中心。【11】1992年7月和1993年4月，又分别设立了“全国电子交易系统”（NET）和“全国证券交易自动报价系统”（STAQ）两个全国性证券交易网络，主要进行法人股交易。至此，我国形成了深圳、上海两个证券交易所、25家地方区域证券交易中心和两个证券交易网络相互补充、相互配合的多层次证券交易市场体系。但是，由于证券交易中心和交易网络建立比较仓促、运行不够规范，1998年以来，有关方面逐步对其进行清理。先是证券交易中心被逐一取缔；1999年9月，NET和STAQ也停止交易，标志着股票合法场外交易市场的最终关闭。【12】至此全国的股票交易只剩下上海和深圳两个交易所市场。

债券市场的情况则有所不同：对于国债和金融债券，目前允许进行场外交易。对于国债而言，《证券

法》第2条规定：“在中国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法。……政府债券的发行和交易，由法律、行政法规另行规定。”据此，《证券法》的条款不适用于国债，其中自然也包括关于已上市证券的交易必须在交易所集中进行的第32条。尽管《国库券条例》要求国债的转让“应当在国家批准的交易场所办理”，但“国家批准的交易场所”显然不限于证券交易所。目前，国债交易市场分为三块，即深沪交易所市场、全国银行间债券市场和记帐式国债柜台交易市场，后两者均属场外交易市场。银行间债券市场形成于1997年。1997年6月6日，人民银行发布《关于禁止银行资金违规流入股票市场的通知》，禁止商业银行在证券交易所和各地证券交易中心进行证券交易，其证券现券和回购业务从即日起在全国银行间同业拆借系统中进行，银行间债券市场由此形成。人民银行于2000年4月30日颁布的《全国银行间债券市场债券交易管理办法》对此作了更为细致的规定。根据该办法，银行间债券市场的参与者包括具有独立法人资格的商业银行、非银行金融机构和非金融机构，交易品种限于国债和金融债券，交易方式包括现券交易和回购交易，交易场所和托管、计算机构分别为全国银行间同业拆借中心和中央国债登记结算有限责任公司。【13】记帐式国债柜台交易市场的形成更晚。2002年4月，人民银行颁布《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》，允许取得柜台交易承办银行资格的商业银行通过其营业网点与投资者进行现券交易，买卖由财政部指定、经中国人民银行批准可在商业银行柜台进行交易的记账式国债，并规定金融机构不得通过商业银行营业网点买卖上述债券。【14】对于金融债券而言，其交易市场分为两块，即深沪交易所市场和全国银行间债券市场，后者为场外交易市场。但是，《证券法》第32条有可能构成已上市金融证券在银行间债券市场进行交易的障碍。由于《证券法》第2条并未将金融债券排除在其适用范围之外，因此第32条的限制是否适用取决于金融债券是否属于第2条所称的“国务院依法认定的其他证券”。这又有赖于证监会和法院在执行和适用中的解释。

场外交易的起起落落反映了我国证券市场发展和规制中存在的问题。在20世纪90年代早期，我国对场外交易基本持放任态度；而在市场出现问题，加之受到金融危机的震慑后，又转而在“控制风险”上走极端，对场外交易施加过于严厉的限制。时至今日，在场外交易的问题上，股票和债券市场被人为割裂，本应作为融资方式主力军的股票和公司债券只能竞争为数不多的上市名额，不能利用资源丰富的场外交易市场吸纳资金。现有的以“代办股份转让”方式存在的股票局部柜台交易为场外交易市场留下了一丝空间，在此基础上扩大场外交易的准入范围和交易品种，并逐步建立和完善做市商制度，形成交易所交易和场外交易以及不同层次的外场交易市场之间相互配合、相得益彰的证券市场体系，应当是我们追求的目标。

作为远较交易所交易为早，并自20世纪60年代以来再度辉煌的证券交易方式，场外交易有其不可忽视的合理性和生命力，是不应也无法一概禁止的；即使其在操作中存在缺陷和弊端，也只能采取“疏”而非“堵”的应对策略。在证券市场日益成熟，法规体系日渐完善，监管能力日趋强大的今天，建立完整的证券场外交易市场已是势在必行。综上所述，笔者建议将《证券法》第32条修改为：“股票、公司债券及其他证券，应当在证券交易所及法律、行政法规允许的其他交易场所进行交易。”这一条款具有三层含义：其一，上市证券可以在证券交易所进行交易；其二，上市证券也可以在场外进行交易；其三，未上市证券可以也只能进行场外交易。

注释：

【1】总的看来，普通法系国家证券立法对投资者的保护力度要高于大陆法系国家。参见《WTO条件下中国证券市场法律体系面临的挑战与完善建议》（上证联合研究计划第五期课题报告），专栏1.8。

【2】这一任务也许是造成《证券法》对中小股东的保护机制缺位的最重要原因。由于绝大多数上市公司是国有企业，国家是最大的股东，如果给予中小股东充分的权利及畅通的权利行使途径，无疑会削弱国家对国有企业的控制，并影响脱困进程。

【3】美国证券法是一个很好的例子。在笔者看来，民事诉讼和民事赔偿机制可以说是美国证券法中最有特色和最有活力的部分。其最为著名、运用也最为广泛的第10节b款和第10b-5号规则下的证券欺诈诉讼，从寥寥几句法律条文中推演出庞大而严密的判例规则体系，令人叹为观止。参见黄永庆：《证券民事救济案中赔偿额计算的不同规则及其政策原因》和《美国证券交易法第10条（b）款下的民事诉权的确立》，载于《金融法苑》总第45、46期。

【4】目前，面向国债和金融债券的银行间债券市场及只针对国债的商业银行记帐式国债柜台交易是仅有的两个场外交易市场。请注意，笔者所指的是“合法”的场外交易，在产权交易中心或以其他方式进行的地下场外交易不在此列。

【5】证券公司推出的双价中，买入价格低于卖出价格，其差额为价差（spread），是证券公司的主要利润来源。

【6】在这种交易中，券商通常需要先垫入一笔资金建立某种证券的足够库存，并承诺维持这些证券的双向买卖交易，然后挂出牌价。投资者可以根据做市商的报价从/向其买入/卖出一定数量的证券，后者则通过买卖差价来赚取利润。做市商用自己的资金连接证券买卖双方，组织市场活动，为有价证券创造转手交易市场，这就是“做市”的含义。

【7】低风险是竞价市场（交易所交易）的特点，有较为严格的市场准入标准。相对而言，柜台市场不是一味的抗拒风险，而是考虑到不同投资者的需求，因此支持企业成长是其一项重要功能。20世纪70年代前后，伴随发展高新技术企业的融资需求，风险资本经历了一个飞速扩张的过程，从而直接推动了柜台市场的发展。

【8】在纽约证交所，每个专家经纪人固定经营几种证券，既可作为自营商自己买卖证券，也可接受经纪商和其它自营商的委托代理买卖证券，但不与场外的客户直接发生委托关系。专家经纪人的纽约证交所内最重要的经纪人，其主要作用在于保证证券交易的连续性和流动性：当买卖双方喊价相差较大，供需出现暂时不一致时，专家经纪人有义务用自有资金以稍高的买价或稍低的卖价买卖其经营的证券，以维持交易的持续进行。由此，专家经纪人又被称为“场内做市商”。

【9】即“电子通讯网络”，Electronic Communication Networks。SEC要求NASDAQ的做市商和经纪商将客户的交易指令直接输入到ECNs中，由ECNs为其自动寻找对手撮合交易，其报价也作为ECNs报价显示在计算机终端上。对于做市商而言，在收到客户的委托指令时，而该指令与其报价不符时，他有两种选择：或者改变其报价而与客户成交，或者将该指令输入ECNs并从而形成与其报价相竞争的ECNs报价。

【10】1986年9月，中国工商银行上海静安信托投资分公司在上海西康路设立了全国第一个股票交易柜台。

【11】90年代初，上海和深圳两家证券交易所为当地带来的巨大经济效益使其他地方也跃跃欲试，但并未得到作为当时证券市场管理者的人民银行的首肯。各地名为“证券交易中心”的集中交易场所的建立很大程度上是对此政策的规避和变通。它们基本上是有地方政府和人民银行的地方分行批准设立的，虽然不是真正的交易所，却基本照搬两家交易所的格局。在其建立后，地方上的很多小型股票在此挂牌交易。从1993年开始，根据中国证监会的要求，这些证券交易中心开始与两家交易所联网运作，实际上成为前者的异地交易厅。

【12】根据中国证券业协会《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》（2001年）的规定，原NET和STAQ系统挂牌公司可以委托证券业协会指定的六家证券公司“代办股份转让”；交易需在周一至周五的指定时段进行，涨跌幅限制为5%。这实质上是有条件的局部柜台交易。

【13】《全国银行间债券市场债券交易管理办法》，第3、4、6、8、13条。

【14】《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》，第2、4、5条。

相关文章：

[金融监管协调的两种路径——兼论我国的制度选择](#)

[美国反向刺破公司面纱的理论与实践：基于案例的考察](#)

[构建更加公平的国际贸易体制——对WTO互惠原则的再思考](#)

[香港证监会执法机制评介](#)

[美国新破产法金融合约例外条款评析](#)

[论证券公司的破产清算特别程序——以中美比较为视角](#)

[Recent Revision of the Securities Act and Its Implications](#)

[萨—奥法网开一面，A+N有望成行](#)

[间接持有证券的权益性质与法律适用初探](#)

[我国金融混业监管的模式选择与协调机制](#)

[更多>>](#)

网络版权：中国法学网www.iolaw.org.cn “学者专栏”

[返回](#)

[网站简介](#) | [招聘信息](#) | [投稿热线](#) | [意见反馈](#) | [联系我们](#)

Copyright © 2003 All rights reserved 中国社会科学院法学研究所版权所有 请勿侵权

地址：北京市东城区沙滩北街15号 邮编：100720

[RSS](#)