

# 新三板市场的法律适用与 “新三板监管法”的制定

邢会强

(中央财经大学 法学院 北京 100081)

**摘 要:** 新三板是经国务院批准,依据《证券法》设立的全国性证券交易场所。但是,除《证券法》第 39 条提到了“其他证券交易场所”外,《证券法》对新三板并没有具体规定。我国现行《证券法》遵循了“主板逻辑”和“公开发行逻辑”,而新三板市场不是主板,它具有特殊性。因此,新三板市场难以适用《证券法》,甚至一旦适用了《证券法》的某些条款,可能会阻碍新三板市场的正常发展。《证券法》对新三板市场的某些制度(尤其是做市商制度)的运行还存在一定的法律障碍,这是行政法规或规章克服不了的。我国应该通过修改《证券法》以及制定一部单行的证券法特别法——《全国股转系统监督管理法》,为新三板市场的相关制度运行提供法律依据。但从长远看,我国《证券法》应以“多层次资本市场逻辑”和“交易逻辑”取代主板逻辑和“公开发行逻辑”,以实现逻辑的转换。

**关键词:** 全国股转系统; 做市商; 多层次资本市场; 证券法

中图分类号: DF438.7 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2018.01.07

全国中小企业股份转让系统(简称全国股转系统或新三板)是经国务院批准,依据《证券法》设立的全国性证券交易场所,是我国多层次资本市场的重要组成部分。虽然说新三板是依据《证券法》设立的,但其实除第 39 条提到了“其他证券交易场所”<sup>①</sup>外,《证券法》对新三板并没有具体规定,这导

致新三板难以适用《证券法》。甚至可以说,一旦新三板适用了《证券法》的某些条款,可能会阻碍新三板的正常发展,这是一种“法律漏洞”。“任何法律秩序都有漏洞……在变化迅捷的社会中不断地出现亟待解决的新的法律问题,而其中有许多都是法律没有作出规定的。”<sup>[1]</sup>对于法律漏洞,可以通过立法予以填补,也可以通过司法裁判过程中的法官续造进行填补<sup>[2]</sup>。但是,新三板的很多纠纷都不是通过法院来解决的,同时由于我国法官没有法律续造权,因此,我国的法律漏洞大都通过“立法”(包括立法机关的立法和行政机关的法规或规章)来填补。为了新三板的健康发展,我国有必要创制新

收稿日期: 2017-08-20

基金项目: 北京市社会科学基金重点项目“民间融资的法律规制研究”(15FXA008); 中央财经大学 2016 年度“青年英才”培育支持计划; 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目

作者简介: 邢会强(1976),男,河南漯河人,中央财经大学法学院教授,博士生导师,法学博士。

致谢: 感谢谢庚、郭锋、伍云、时晋、杨微波等领导和师长的点拨和启发。当然,文责自负。

① 《证券法》第 39 条规定“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。”

的、专门的法律为新三板的运行提供法律保障。

新三板之所以难以适用《证券法》,是因为我国现行《证券法》遵循了“主板逻辑”和“公开发行逻辑”,而新三板市场不是主板,它具有特殊性,新三板挂牌公司也不能公开发行。《证券法》对新三板的某些制度(尤其是做市商制度)的运行存在一定的法律障碍,需要修改《证券法》甚至制定一部单行的证券法特别法——《全国股转系统监督管理法》(暂简称“新三板监管法”),为新三板市场的相关制度运行提供法律依据。因此,本文第一部分论述新三板市场的特殊性,第二、三部分论述现行《证券法》的“主板逻辑”和“公开发行逻辑”及其对三板市场的不适用性,第四部分提出以“多层次资本市场逻辑”和“交易逻辑”取代“主板逻辑”和“公开发行逻辑”的对策建议,第五部分论述“新三板监管法”的主要任务和内容。

### 一、新三板市场的特殊性

新三板市场不是主板市场,也不是创业板市场。人们将新三板比喻为“中国的纳斯达克”,但纳斯达克市场已不再是创业板,而是成了主板,因此,新三板不是“纳斯达克”<sup>①</sup>。新三板就是新三板。新三板的模式是独特的,在全世界范围内找不到先例,这是我国资本市场的重大创新、自主创新,因为新三板市场是一个不同于现有沪深证券交易所市场的特殊市场。

与欧美国家证券交易市场的自发演进不同,我国新三板市场的建立和发展,不是自发演进的诱致性制度变迁,而是政府主导下的强制性制度变迁<sup>②</sup>。新三板市场的主要服务对象是“创新型、创业型、成长型”的中小微企业,它们具有规模小、资产轻、盈利弱、风险高的特点,得不到以银行贷款为代表的传统融资渠道的支持,只能借助于资本市场,通过风险投资(VC)、创业投资(PE)等方式完成融资。“证券法的一个经久不衰的难题是,如何公平对待小企业。”<sup>[3]288</sup>遗憾的是,我国的主板和创业板都没有很好地解决中小微企业的融资难问题,但新三板市场却为中小微企业提供了挂牌的机会、融资的平台和股权投资退出的渠道。基于服务对象的特点,

新三板建立了很多特殊的管理制度,不同于现有的沪深证券交易所。这些特殊制度主要有:较高的合格投资者准入制度、包容性的挂牌准入制度、能上能下的挂牌公司分层管理制度、包括做市商制度在内的多元交易制度等。

基于挂牌的中小微企业整体发展的不确定性相对较大,风险较高,客观上要求投资者必须具备较高的风险识别和承受能力。为此,新三板规定了较高的合格投资者准入制度,排除了部分投资者——主要是中小散户参与新三板交易的可能,这是一种对投资者进行监管的思路<sup>③</sup>。它既是为了保护投资者,又是吸取了沪深证券交易所的教训,拟打造一个以机构为主的市场。股市不缺资金,缺乏的是信心。在较高的合格投资者准入门槛的基础上,新三板可以进行很多创新<sup>④</sup>,这是新三板创新基因的基础。

虽然是政府主导下的强制性制度变迁,但新三

① 全国中小企业股份转让系统公司副总经理隋强也不是特别认同“新三板是中国的纳斯达克”这种说法。隋强认为“新三板就是新三板,在未来的发展路径上不是任何市场的预备。新三板属于一个新兴市场,它没有太多的历史负担,这意味着后续的创新空间很大,我们从它的名字就可以看出,没有叫做一个交易所或者交易市场。所以从这个意义上讲它兼具了交易所和交易市场的功能。”(参见:刘永刚,全国中小企业股份转让系统公司副总经理隋强:不要把新三板当成中国的“纳斯达克”[N]. 中国经济周刊 2015-07-27.) 此前,市场上曾经流行一个说法“新三板是中国真正的‘纳斯达克’。”笔者也曾这么说过。对此的正确理解应该是,说新三板是中国真正的“纳斯达克”仅仅是一个比喻,这并不意味着新三板建设的目标是美国的纳斯达克,或者跟着后者亦步亦趋,而是说新三板与美国纳斯达克的“创新基因”是一样的。我们不能用主板的思路来办新三板,甚至不能被《公司法》《证券法》的传统思维所固化。要站在更高的高度看待金融创新,要敢于跳出既有的框架进行金融创新。

② 诱致性制度变迁指的是一群(个)人在响应由制度不均衡引致的获利机会时所进行的自发性变迁;强制性制度变迁指的是由政府法令引起的变迁。(参见:林毅夫,关于制度变迁的经济学理论:诱致性变迁与强制性变迁[G]//科斯、阿尔钦、诺斯,等,财产权利与制度变迁,刘守英,译,上海:上海三联书店,1996:374.)

③ Stephen Choi 采取逆向思维方法,认为应转换监管思维,不是对证券发行人进行监管,而是应该在对投资者进行分类的基础上,对投资者颁发不同的执照,并根据投资者的具体类别加以监管。(参见:Stephen Choi, Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal[J]. California Law Review, 2000 88:279.)

④ 当然,新三板的合格投资者的高财务门槛也不是一成不变的,新三板的合格投资者标准也可以采取多种维度来衡量,而不一定非得采取财务指标这一单一因素或硬性指标。

板市场自创立伊始就具有市场化的基因和包容性的特点。新三板市场一开始其实就是“注册制”。在挂牌实质条件上,《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》第2.1条规定了股份公司申请挂牌的六项条件。这六项挂牌条件,力求增强市场的包容度,要求企业如实披露过往经营业绩,便于市场和投资者自主判断,而不是由全国股转公司作实质判断。在挂牌准入的程序制度上,全国股转系统实行主办券商推荐并终身持续督导制度。全国股转公司不设发审委,其挂牌部门对申请材料进行形式审核。在融资机制上,立足小微企业特点,新三板市场创设了“小额、快速、按需”的融资制度,挂牌与发行不作捆绑安排,将融资方式、融资时点、融资规模、融资过程、融资价格的决定权都交给市场,由市场主体自主协商,体现出市场化特征和新三板的包容性。总之,新三板市场准入的实质条件、程序制度以及融资机制,都不同于沪深证券交易所,充分体现了市场对资源配置的决定性作用。

立足于服务“创新型、创业型、成长型”中小微企业的市场定位,根据市场发展的现状和需求,新三板暂将市场分为基础层与创新层,挂牌公司可在市场内部不同层次之间升降转板。内部分层具有信号显示的功能,有助于揭示公司质量差异,缓解由于信息不对称导致的逆向选择问题。新三板市场挂牌准入门槛低,挂牌公司数量庞大,这扭转了我国多层次资本市场的“倒金字塔”结构。但是,当新三板市场挂牌公司数量庞大时,投资者甄别挂牌公司质量的成本就会加大。如果投资者无法确定市场上挂牌公司的质量,并根据挂牌公司的平均质量进行评估和定价,便会产生逆向选择或“次品”问题<sup>[4]</sup>。新三板市场的分层制度可以为投资者提供一套衡量不同层次挂牌公司的质量或风险的基准,缓解“次品”问题。在沪深证券交易所,目前还未实现能上能下、相互贯通的分层制度。尽管深圳证券交易所内部设立了主板、中小企业板和创业板,但相互之间并未连通,不能在内部不同板块之间转板。

新三板市场实施包括做市商制度在内的交易制度。由于流动性充足,沪深证券交易所未实施做市交易方式,但也导致了定价的非理性——盲目追

涨杀跌,跟风炒作严重,特别是在“炒新股”“炒小股”“炒差股”方面,股市“三高”(高市盈率、高发行价、超高募集资金)现象严重,ST公司疯涨,严重背离价值,导致股市资源错配严重。因此,竞价机制是有弊端的,相比之下,做市转让方式更有利于维持股价的稳定性。当然,新三板的交易制度仍在改革,这些探索对于我国资本市场的进一步完善提供了宝贵的实践经验。

总之,新三板市场是一个市场化程度高、包容性与创新性强、交易方式多样的特殊资本市场,借助于分层管理制度,新三板能实现多元化的制度供给,满足投融资双方的多元化需求。

## 二、现行《证券法》的“主板逻辑”及其对三板市场的不适用性

一方面,新三板挂牌公司属于非上市公众公司,其股票属于“证券”,新三板市场又是依据《证券法》而设立的,新三板市场接受中国证监会的监管,因此,新三板市场应适用《证券法》,尤其是《证券法》的基本精神和原则,如公开、公平、公正的基本原则(简称“三公”原则)、保护投资者合法权益的基本原则、反证券欺诈的基本原则、“卖者尽责,买者自负”的基本原则等<sup>①</sup>。但另一方面,新三板市场又是一个独特的创新性资本市场,它不同于现有的沪深证券交易所,遵循“主板逻辑”的现行《证券法》对三板市场有诸多的不适应之处。

我国现行《证券法》在1998年制定时以及2006年修订时的时代背景是“主板时代”,当时连创业板也没有,不太可能考虑到新三板,导致《证券法》的很多具体规定不能适用于新三板市场。现行《证券法》的“主板逻辑”具体表现在:

第一,《证券法》在公开发行规定上的“主板逻辑”。从《证券法》第2章关于公开发行的规定看,它以传统工业化为背景,以大型企业、重资产企业、资本密集型企业为服务目标,因此,这一章规定了公开发行较高的门槛(如第13条规定公开发行股票的公司应当“具有持续盈利能力,财务状况良好”;第16条规定公开发行债券的,“股份有限公司

① 参见《证券法》第1章第3条、第4条、第5条、第27条。

的净资产不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元”,且“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”)和复杂的程序(如发审委员会制度等)。

但是,在大众创新、万众创业的背景下,中国正在从工业化初期向工业化中后期转变,甚至开始进入“工业4.0”时代。这个时代的特点是出现了大量的技术密集型、人才密集型和轻资产企业。它们在创业初期,长期处于亏损状态,却有可能是一家投资者认可和追捧的企业。它们达不到《证券法》规定的公开发行证券的条件,得不到以沪深证券交易所为代表的传统资本市场的支持,但能够在新三板市场挂牌和多轮融资。新三板市场上已经有非常多的新经济、新业态、新型商业模式的企业。

第二,《证券法》在证券上市相关规定上的“主板逻辑”。从规范分析的角度看,《证券法》第3章第2节规定的是公开发行股票和债券在证券交易所上市时的基本条件和程序:上市审核(第48条)、签订上市协议(第48条)、保荐(第49条)、上市条件(第50条、第57条)、上市申请文件(第52条、第58条)、上市公告(第53条、第54条、第59条)、暂停或终止上市(第56条、第60条、第61条、第62条)。无论是在上市程序方面,还是在上市条件方面,都针对传统大型企业,因此,其程序比较繁杂,条件比较高。此外,由于全国股转系统被定位于“证券交易场所”而不是“证券交易所”,股票在证券交易场所的“挂牌”不被称为“上市”,且这些股票没有“公开发行”,也不需要保荐人的“保荐”,因此,不能适用也无法适用《证券法》第3章第2节规定的公开发行股票在证券交易所上市时的基本条件和程序的规定。

第三,《证券法》在信息披露相关规定上的“主板逻辑”。从价值分析的角度看,《证券法》第3章第3节关于持续信息公开的义务在制度设计上主要以实力雄厚的大型公司为背景,对于广大的初创型挂牌公司来说,信息披露负担过重,可能会导致其不堪重负。从规范分析的角度看,《证券法》第3章第3节关于持续信息公开的义务是针对上市公司的,因此,对于新三板挂牌公司不适用。

第四,《证券法》在禁止操纵市场相关规定上的

“主板逻辑”。由于我国沪深证券交易所主板和创业板的流动性强,其股票交易实行的是以集合竞价交易为主的交易制度。在这样的交易制度背景下,现行《证券法》第77条和第203条规定了禁止操纵市场的手段和罚则。但是,《证券法》第77条并没有对操纵市场下定义。学理上一般认为,所谓操纵市场行为,一般是操纵者利用其资金、信息等优势或者滥用职权影响证券市场价格,诱使他人跟进买卖证券,扰乱证券市场秩序的行为<sup>[5-7]</sup>。总之,操纵市场在客观上有两个意图:一是影响、扭曲证券市场价格;二是诱使他人跟进买卖证券,待他人跟进后,操纵者再进行相反方向的交易,低价吸进证券,或以高价将其手中持有的证券抛给跟风而来的“接盘者”。

日前,证券执法部门查处了一些所谓的“做市商操纵市场案”,理由是这些做市商利用“资金优势”和“持股优势”进行“拉升股价”,并意欲利用《证券法》第77条和第203条关于禁止操纵市场的规定和罚则处罚之。这使做市商面临极大的法律风险。持仓做市并且进行连续双向报价是做市商的义务。做市商较之于一般的投资者,当然具有资金和持股优势,并且是市场上证券的合法垄断供给者,做市商固然不能“单独或者合谋,以串通报价或相互买卖方式制造异常价格波动,损害投资者利益”<sup>①</sup>,但做市商的抬价和降价行为,一般也不应简单认定为操纵市场——除非有其他明显证据证明做市商故意通过抬价和降价,扭曲市场价格,诱使他人跟进。这是因为,做市商要履行持续的双向报价义务,买卖价差不得超过5%,并在该价位和数量范围内无条件接受投资者的买卖要求。如果做市商抬价过多,则其买入价格也会提高,如果高于该只股票的内在价值,投资者就会将其持有的股票卖给做市商,做市商就会亏损。相反,如果做市商降价过多,则其卖出价格也会降低,如果低于该只股票的内在价值,投资者就从做市商手中买入股票,做市商也会亏损。因此,双向报价义务对做市商形成了制约,使其报价不能太高,也不能太低,而是尽

① 参见《全国中小企业股份转让系统主办券商管理细则(试行)》(股转系统公告[2013]3号)第46条。

量反映该只股票的内在价值,否则就会亏损。因此,对做市商的操纵市场行为不宜轻易套用《证券法》第77条,而应该通过另行制定法律的方式予以更为详细的规定,且不应适用客观推定和举证责任倒置的规则要求做市商自证清白,而应实行控方举证的一般原则。

第五,《证券法》在收购制度上的“主板逻辑”。从规范分析的角度看,《证券法》第4章规定的“上市公司的收购”对于新三板挂牌公司是不适用的。从价值分析的角度看,《证券法》第4章规定的“上市公司的收购”规则对于挂牌公司过于苛刻:一方面,投资者收购上市公司的股份达到5%就应该停下来进行公告(《证券法》第86条),这个比例作为起点对于股本庞大的上市公司是合适的,但对于股本普遍比较小的挂牌公司却显得起点过低,因此,全国股转系统的相关规则规定的是10%<sup>[8]</sup>。另一方面,《证券法》第88条规定了强制要约制度。这样规定的理由在于,上市公司的股权分散度较高,投资者收购了上市公司30%的股份,通常就已经是第一大股东和实际控制人了。如果不是第一大股东和实际控制人,也至少对公司的控制权构成了严重威胁。这时法律给予公众投资者一个重新决定是否继续持股的机会,强制性地要求收购者向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约,以保护公众投资者的利益。但是,这一规定对于规模普遍较小的新三板挂牌公司却是方枘圆凿。这是因为,新三板挂牌公司股本普遍较小,股本集中度高、分散度低,投资者收购了挂牌公司30%的股份,成为第一大股东和实际控制人、威胁控制权稳定的可能性大大降低,因此,《非上市公司公众公司收购管理办法》规定,非上市公司应当在公司章程中约定公司被收购时收购人是否需要向公司全体股东发出全面要约收购,并明确全面要约收购的触发条件以及相应制度安排。换言之,新三板将这个权利赋予了公司自治,不作统一要求。

第六,《证券法》在证券交易场所的地位和组织构成相关规定上的“主板逻辑”。《证券法》第5章只规定了证券交易所,包括其组织形式、设立与解散(第102条)、章程的制定和修改(第103条)、名称保护(第104条)、财产归属(第105条)、治理结

构与组成人员(第106-109条)、会员制(第110条)等,但对其他证券交易场所没有规定,也没有规定公司制的证券交易(场)所。之所以如此,一方面是因为《证券法》主要规定的是证券交易所市场、公开发行与上市的市场,对场外市场、其他证券交易场所考虑不够;另一方面,由于其他证券交易场所的实践还不成熟,不宜在《证券法》中加以规定,因此,立法者故意留下了立法空白,这是一种“事前漏洞”<sup>[9]</sup>。

### 三、现行《证券法》的“公开发行逻辑”与新三板市场法律适用的立法空白

鉴于“为国有企业和国有经济筹集资金”的市场定位<sup>[10]</sup>,几乎从创建伊始,新中国的证券市场就是围绕“公开发行、上市公司”进行设计的,这一点从早期的《股票发行与交易暂行管理条例》到之后的《证券法》体现得都相当明显<sup>[11]</sup>。在当时的背景下,融资的手段是公开发行。因此,《股票发行与交易暂行管理条例》定义条款中仅有“公开发行”而无“发行”,《证券法》第2章的章名虽然名为“证券发行”,但除了第10条第3款规定了“非公开发行证券不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”外,并未规定“非公开发行”的条件与程序,其余条文几乎都是规定公开发行的。再往后面的条文看,我国《证券法》将证券公开发行作为制度设计的逻辑起点。当然,我国《证券法》之所以如此,也和我们对美国证券法(尤其是对美国私募发行制度)的理解和学习、借鉴不足有关。美国私募发行制度主要体现在美国的判例法和美国证监会的规章之中,且变动性强,这为我们的学习、借鉴带来了困难。

根据我国《证券法》第3章关于“证券交易”的规定,在实践中,普遍将公开发行与上市挂钩,公开发行之后就要上市交易,公开发行就意味着一定能上市,上市之前则必须有公开发行,因此,“公开发行”与“上市”往往连在一起,称为“发行上市”。因此,提起首次公开发行(IPO),人们必定联想起上市。因此,在中国当下的语境中,IPO就等于上市,上市就等于在证券交易所挂牌交易<sup>[12]</sup>。在这一逻辑之下,第3章第2节只规定了证券上市,未规定证券挂牌。第4章规定了“上市公司的收购”规定的

是投资者收购上市公司时应尽的义务,本质上还是证券交易。

其实,根据《证券法》的规定和境内外的相关实践,发行与上市是可以而且应该是分开的。公开发售后不一定非得上市,上市前也不一定非得公开发行。境外流行的介绍上市<sup>①</sup>即是没有公开发行而上市。公开发行后可以上市,也可以不上市。根据《证券法》第39条的规定,公开发行的证券除了可在证券交易所上市外,还可在“国务院批准的其他证券交易场所转让”,即公开发行之后,可以不上市。

从境外自然演进的历史经验看,证券市场——无论是场外市场还是场内市场,其形成的目的都是为了交易而不是发行。阿姆斯特丹证券交易所、伦敦证券交易所和纽约证券交易所这些最早自发形成的证券交易所都是如此,它们并不是用来为公司筹资的,而是帮助已发行的证券进行交易。尽管从广义上理解,证券发行也是一种交易,但几乎没有疑问的是,从证券市场的起源看,它主要是为了证券转让而非证券发行的目的而存在<sup>[13]</sup>。为了实现对证券市场的全面监管,美国《1934年证券交易法》从一开始就规定了三大主题:对交易所和场外交易市场的监管;预防欺诈和市场操纵;联邦储备系统管理委员会对证券信用进行控制<sup>[3]33</sup>。

总之,《证券法》的“公开发行逻辑”与新三板不大契合。尽管笔者认为新三板挂牌公司可以公开发行,但由于其规模较小,盈利能力较弱,很多公司不能公开发行。不能公开发行的公司也可以在新三板挂牌,这种挂牌行为在现行《证券法》中是找不到法律依据的。

#### 四、《证券法》的逻辑转换

在当前建设和完善多层次资本市场的背景下,《证券法》应该以“多层次资本市场逻辑”取代“主板逻辑”,以“交易逻辑”取代“公开发行逻辑”。

(一)以“多层次资本市场逻辑”取代“主板逻辑”

之所以要建设多层次资本市场,是基于差异性原理。这一原理认为,在现实生活中,各类主体存

在各种各样的差异。随着经济、社会的发展,差异问题越来越突出。传统法律以主体的均质性和无差异性为前提,因此在制度功能上不能有效解决这些差异问题,需要有新兴的法律制度来弥补传统法律的不足<sup>[14]</sup>。具体到证券法领域,由于我国现行《证券法》以主板上市公司为服务和规制对象,以股票为规制目标,对中小微企业和其他形式的证券(如债券、优先股、资产证券化产品等)考虑不足,主板和中小板、创业板功能定位差异化不大,界限并不清晰。为弥补这一不足,应以“多层次资本市场逻辑”取代“主板逻辑”。这就意味着,《证券法》应充分考虑中小微企业的融资需求,建立差异化的不同层次的资本市场,尤其要大力发展新三板市场;要扩大“证券”的定义和范围,扩大《证券法》和证券监管机构的监管与管辖范围。

首先,要建立多层次的资本市场。由于企业的大小不同,特点各异,适合其自身特点的融资工具以及这些工具的交易方式各异,因此,其对应的资本市场也应该是有差异的,而不能仅仅有适合大型企业融资和上市交易的主板市场。按照服务企业的成熟度不同,一国资本市场可以分为主板市场、二板市场、三板市场,甚至是四板市场或其他市场,这些市场的融资方式、交易方式、信息披露要求、公司治理要求等都不尽相同,这就是一国资本市场的“多层次性”。“多层次性”是成熟市场经济国家资本市场的主要特征,也是我国目前进行资本市场建设的主要目标。

其次,要扩大“证券”的定义和范围。“近几十年来,工业化国家金融体系的一个重要变化是,资本市场已经取代商业银行成为金融体系的核心。”<sup>②</sup>资本市场的体量和地位在提升,“证券”的范围在扩大。美国《1933年证券法》对“证券”作出了一个比较宽泛的定义,其中包括股票、债券、票据、投资合同等。美国还不断通过修正法律将更多的金融产品涵括在证券法之下,如“证券期货”(security fu-

① 关于“介绍上市”,详见:邢会强.新三板市场建设法律问题研究[M].北京:中国法制出版社,2015:151-159.

② 这是招商银行前行长马蔚华的话。(转引自:亨利·英格勒,詹姆斯·埃森格.银行业的未来[M].李婉欣,覃东海,译.北京:中国金融出版社,2005:2.)

ture)、“以证券为基础的互换”(security-based swap)等金融衍生品和“资产支持证券”(asset-backed security)等证券化产品。美国法院还通过1946年Howey案<sup>①</sup>创立的测试标准来判定某项产品是否属于“投资合同”,从而将大多数直接融资工具归属为“证券”。甚至,在我国当下流行的各种“非法集资”,归中国银监会管辖的P2P网贷,也被美国证券法视为“证券”,从而归美国证监会管辖。在日本,从法律发展史来看,伴随着每一次《证券交易法》的修改,证券的范围都在扩大。证券范围的扩大代表了全球金融发展的基本趋势——由间接金融向直接金融转变,由关系主导(银行主导型)向市场主导转变。一切有形资产和无形资产都开始证券化了。“证券化最大的好处之一,就是使得那些本来无法进入资本市场的公司能够进入低成本的资本市场。”<sup>[15]</sup>证券化增强了金融的可获性、普惠性,增强了金融深化。在当前多层次资本市场日益发展,证券化的金融创新层出不穷,金融业边界日益模糊的背景下,我国应扩大“证券”的概念,使其能够涵盖各类债券、资产证券化产品、各类直接融资工具,将它们纳入《证券法》的调整范围,不仅仅有利于提高法律的科学性,也有利于消除监管漏洞,更好地保护相关各方的利益,促进资本形成,提升资本市场的效率,促进多层次资本市场的发展,进而促进我国经济的转型升级<sup>②</sup>。

最后,要扩大《证券法》和证券监管机构的监管与管辖范围。我国《证券法》和证券监管机构的监管与管辖范围主要在于主板和创业板市场,尽管后来扩展至新三板,但管辖范围依然有限。随着证券概念的扩大,《证券法》和证券监管机构的监管与管辖范围应延伸到所有证券产品领域,包括私募产品领域。传统上,由于受1953年罗尔顿案(SEC v. Ralston Purina Co.)<sup>③</sup>的影响,认为私募市场的投资者都是有能力自我保护的投资者,因此,证券监管机构对此领域采取了不予干预的基本立场。但是,这一假设其实是不成立的,私募市场的投资者面临着与散户投资者一样的问题。在意思自治的情况下,成熟投资者并没有得到最有利的合同条款,PE基金市场并没有想象中那么有效率,成熟投资者仍然需要证券法的保护<sup>[16]</sup>。再加上由于通货膨胀的

影响,符合合格投资者财务门槛的投资者越来越大众化,以及金融创新的发展、养老基金的壮大,私募基金公募化和散户化的问题在中外都越来越普遍,私募市场同样存在着如公募市场一样的信息不对称问题,且如单凭私主体的力量予以克服,存在极大的困难和滞后性,需要公权力的介入。因此,对私募市场加强公权干预也成了全球趋势。美国2010年制定的《多德—弗兰克法案》第4章为“2010年私募基金投资顾问注册法”,建立了私募投资基金管理人的注册登记制度。伴随着注册登记,美国证监会对注册登记的私募基金管理人建立了一整套检查、监测体系,包括以非现场监测为主的PF报表体系和每年检查10%私募基金管理人的现场检查制度<sup>[17]</sup>。欧盟于2011年6月通过的《另类投资基金管理人指令》(Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers, AIFMD)以“抓大放小”为原则,对大型基金规定了非常严格的监管,而对小型基金的监管则比较宽松,对大型基金的监管力度甚至远远超过了美国<sup>[18]</sup>。2017年8月,我国国务院法制办公开了《私募投资基金管理暂行条例(征求意见稿)》,拟对私募投资基金进行更加严厉和全面的行政监管,监管机构为中国证监会。

## (二) 以“交易逻辑”取代“公开发行逻辑”

以证券交易为证券市场和证券法制度设计的逻辑起点,可以发现,不同的交易制度对应不同的证券市场形态和证券法制。

第一,直接搜寻市场。在这种市场形态下,无中介、无平台,买卖双方互相寻找,见面后直接进行谈判、成交,这是最早的封闭公司股权转让市场。

第二,经纪人市场。当证券交易的需求大量存在且日益增多以后,经纪人群体诞生。经纪人一方面对股票比较熟悉,另一方面对投资者的需求比较熟悉,他将双方连接起来,进而促成交易,并从中抽

① 参见:SEC v. W. J. Howey Co. 328 U. S. 293(1946)。

② 关于我国《证券法》中“证券”定义的扩张,许多学者已有论述,参见:彭冰,《非法集资活动规制研究》[J],《中国法学》2008(4):43-55;李有星,《论非法集资的证券化趋势与新调整方案》[J],《政法论丛》2011(2):35-40;华东政法大学课题组,《证券法的调整范围与立法体例研究》[J],《证券法苑》2014(10):134-174;陈洁,《金融投资商品统一立法趋势下“证券”的界定》[J],《证券法苑》2011(5):1-23。

③ 参见:SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119(1953)。

取佣金。经纪人驱动了市场交易,制定了交易规则,确定了交易佣金,甚至成立了会员制的证券交易所。

第三,做市商市场。经纪人在经纪的过程中发现,有一些质地优良的证券倍受追捧,他们不甘于仅仅作为中介赚取佣金,而是开始以自己的账户买进这种证券然后加价卖出进而赚取价差,这就是做市商交易。

第四,集中竞价交易市场。当做市商发展到一定阶段后,此时信息对称、投资者多元、价格趋于稳定,不再需要经纪人的中介作用和做市商在交投清淡时的双向报价,而是按照统一的规则进行集中竞价交易,由交易撮合系统按照价格优先和时间优先的规则进行自动撮合。

以上四种交易形态和交易市场,呈现出由初级到高级、由简单到复杂的变化规律,分别对应不同的交易场所:直接搜寻市场对应的是最初的场外市场,适合那些交易很不活跃的小公司和质量很差的公司进行证券交易;经纪人市场和做市商市场对应的是中间层次的场外市场和场内市场,适合那些交易不够活跃、价格波动性大的初创型公司进行证券交易;集中竞价市场对应的是最高级形态的场内市场,适合那些交易活跃的大型公司和价格稳定性强的证券交易。这些差异决定了交易服务的提供者是否可以提供标准化的服务:场外交易由于交易的偶发性而导致交易场所难以提供标准化的服务,场内交易由于交易的连续性有利于交易场所提供标准化的服务。

当然,以上四种交易形态和交易市场只是理论上的划分。具体到实践中,则可能出现两种或两种以上交易形态的混合,尤其是集中竞价与做市商制度的混合,这被称为“混合做市商制度”,而仅实施做市交易的制度被称为“传统做市商制度”。

实践验证了以上交易形态和交易市场的划分。以美国为例,纽约证券交易所采取的是集中竞价交易制度,辅之以专家制度(类似于做市商)。纳斯达克采取的是做市交易与集中竞价交易并存的混合交易制度,某只股票既有做市商,又有竞价交易,做市商与普通投资者均参与集中竞价。OTCBB初期不具有交易撮合功能,实行纯粹的做市商制度,

2001年开始引入了交易撮合系统,演变为混合交易制度。粉单市场则以做市商交易为主。PORTAL市场则仅仅是一个协议转让市场,在该系统中,机构投资者和经纪商可通过终端与Portal系统相连,进行私募证券的交易<sup>[19]</sup>。日本《金融商品交易法》则将流动性比较高的证券规定为“第一款有价证券”,将流动性比较低的证券规定为“第二款有价证券”,并且规定了不同的登记标准,以便其在不同的市场上进行流通<sup>①</sup>。

价格形成机制是证券交易制度的核心,证券交易制度关乎证券市场基本功能的发挥,所谓“无流动性则无市场”。交易制度主要解决证券的流动性和股价稳定性问题。发展多层次资本市场,就必须发展多种交易制度,以适应不同板块、不同交易品、不同投资群体的需要<sup>[20]</sup>。多层次的股票市场应依多层次的交易规则来划分,单一的交易规则只能形成单一的市场<sup>[21]</sup>。以股票发行方式划分多层次资本市场是一个理论上的误区。从世界历史经验看,企业筹资功能的实现主要是通过有限责任制度和股份制公司制度的发明而实现的,设立股份制公司即可发行股票,而不需要该公司有营运记录和盈利业绩,最初需要的是获得皇家颁发的设立股份公司的“特许状”。后来,随着管制的放松,“特许状”被废除,股份制公司可以自由设立,其募集股份只须登记备案<sup>②</sup>。实施股票发行注册制是1933年“大危机”之后的事。由此可见,在发行与上市分离的机制下,证券发行市场的监管和划分是一回事,证券交易市场的监管和划分是另一回事,前者主要由公司制度、发行制度来解决,后者主要由交易制度来解决。

从公司制度、发行制度的角度看,发行可以分为公开发行和非公开发行,无论是小公司还是大公司,无论是盈利的公司还是亏损的公司,无论是处于初创期的公司还是处于成熟期的公司,在理论上,都有公开发行的权利——只要投资者愿意认

① 参见:日本《金融商品交易法》第2条、第28条。

② 传统上,英国证券市场主要依靠市场本身的自律机制运作,没有过多的市场干预。在此机制下,公司欲公开发行,须向英国贸易部(Department of Trade and Industry)下设的公司注册管理处(Companies House)申请注册登记即可。

购,只要履行了注册登记或核准审批程序,只要真实、准确、完整地披露了有关信息等。当然,这些公司也都有非公开发行的权利——只要投资者自愿认购以及符合有关的程序和信息披露条件。公司是选择公开发行方式还是非公开发行方式,取决于公司自身的基本情况,取决于投资者是否认购,而不应由法律制度强制性地规定只有大公司、盈利的公司、有一定经营历史的公司才能公开发行,并且只能公开发行后才能上市,而小公司、初创的公司、亏损的公司是不能公开发行的。换言之,这是应由市场决定的事情,不应由政府来决定。

从交易制度来看,流动性弱、波动性大的证券对应的是较低层次的市场(场外市场),流动性好、稳定性强的证券对应的是较高层次的市场(场内市场)。证券流动性和股价稳定性的衡量指标除了换手率之外,还有公司证券市值、公司社会公众股东的人数及其持有的市值、最低股价(如纳斯达克要求最低报价必须在4美元以上)等。由于公司在上市挂牌前不可能有换手率,因此,它往往不作为上市挂牌的标准。公司市值、公司社会公众股东的人数(或其持有的市值)、最低股价,甚至做市商的数量(在实行做市交易的市场)等,往往成为上市挂牌的重要标准。不满足这些标准的股票,不得进入本市场,只能进入较低层次的市场。这些上市挂牌标准制定后,不再是政府为企业选择上市场所,而是企业根据自身的状况,选择上市与挂牌的场所。公司的市值、最低的股价,做市商是否愿意做市,都由市场决定,而不由政府决定。企业是否能够成功融资,也不是政府决定的,而是市场决定的,政府并不过多干预。这是“注册制”的本质内涵<sup>[22-23]</sup>,也是我国证券法改革的方向。

### (三) 我国《证券法》逻辑转换的步骤

当今世界的证券法制是由美国人主导写成的,而美国具有不重视立法的体系化、法典化和综合化的法律传统。像美国这样,1933年制定一部《证券法》,第二年(1934年)再制定一部《证券交易法》的做法,在重视法典化和体系化的大陆法系是不可想象的。美国证券法制自1933年和1934年奠定基本版图之后,尽管经过若干次单行法的小修小补,但1933年《证券法》和1934年《证券交易法》(以下简称

“两大证券法”)的基本架构未变。美国法院也在司法实践中不断通过判例对“两大证券法”进行解释和发展,美国证监会也经常吸收司法判例的精神制定相应的规章和规则,但尽管如此,这种做法在使美国证券法具有与时俱进的品格的同时,也存在着“旧瓶难以装新酒”的巨大隐患。典型例证之一是,美国通过判例法和证监会的规章、规则,发展出了庞大的私募市场,但对于私募市场的监管,美国“两大证券法”除了规定反欺诈规则适用于私募发行的证券之外,并没有过多关注。这导致了美国规模庞大的“影子银行”通过私募豁免规则逃避监管,形成了巨大的系统性风险,并最终酿成了“次贷危机”,因此才有了2010年的《多德—弗兰克法案》规定美国证监会对大型私募基金管理人的监管,但监管仍然“头痛医头,脚痛医脚”,“两大证券法”的基本逻辑和架构未变。

我国《证券法》受美国“两大证券法”的影响很大,因此,其“公开发行逻辑”和“主板逻辑”明显。在新的形势下,我国《证券法》以“交易逻辑”和“多层次资本市场逻辑”取代“公开发行逻辑”和“主板逻辑”,这既是吸取美国证券法制教训,也是我国《证券法》自身发展的必然要求。其实,作为大陆法系国家的日本、韩国也认识到了美国证券法零星化的弊端,拟通过制定《金融商品交易法》或《资本市场法》来重构证券法的制度逻辑,但由于其迈出的步伐太大,目前看来是不够成功的。我国应更加务实地先通过“证券”定义的扩大以及证监会监管范围的扩大,先重构《证券法》的逻辑,后制定我国的《金融投资商品法》。

因此,在当前条件下,我国《证券法》逻辑的转换和重构需要分三步走:第一步,抓住我国《证券法》修改的时间窗口,尽量通过《证券法》的修改,容纳新三板的特殊性,为新三板提供法律依据。第二步,鉴于《证券法》修改的窗口期比较短,修订的内容有限,难以完全顾及新三板的特殊性,因此,我国应制定一部单行的证券法特别法——《全国股转系统监督管理法》(简称“新三板监管法”),它既可以细化《证券法》的规定,又可以作出有别于《证券法》的特殊规定,从而为新三板市场的相关制度运行提供全方位的法律依据。之所以要采用法律的形式

而不是行政法规或规章的形式,是因为《证券法》的某些法律障碍是行政法规或规章无法解决的。第三步,待“新三板监管法”制定出来并运行一段时间后,再对《证券法》进行一次大的修改和整合,将“新三板监管法”的主要内容融入新的《证券法》之中,全面实现《证券法》的逻辑转换。

五、制定“新三板监管法”,为新三板制度运行提供法律依据

当前,我们既要修改《证券法》,又要制定“新三板监管法”,即前两步都要迈出。“新三板监管法”的主要任务和内容是:

第一,明确新三板市场的法律定位。新三板是经国务院批准,依据《证券法》设立的全国性证券交易场所,是我国多层次资本市场的重要组成部分,主要为创新型、创业型和成长型中小微企业发展服务。但《证券法》对“证券交易场所”的组织形式、权利义务、职能和职责等都没有具体规定。新三板作为全国性证券交易场所,是场内市场还是场外市场,是公开市场还是非公开市场,是独立市场还是过渡市场,是独特市场还是模仿境内外资本市场中的某一市场(如纳斯达克),法律和行政法规并没有清晰的规定。新三板作为一个具有上万家挂牌公司的资本市场,亟须具体的法律依据和清晰的市场法律定位,以引领新三板的进一步创新和发展,稳定市场预期,吸引长线资金持续进场。笔者认为,新三板是一个独特市场,也是一个公开市场、场内市场、独立市场<sup>①</sup>,这些定位需要法律的肯定。

第二,肯定新三板的特殊制度,巩固新三板的创新成果。新三板在挂牌准入、投资者适当性、信息披露、收购重组、交易场所组织机制创新等方面都有特殊之处,其中行之有效的创新应为法律所肯定。新三板作为我国资本市场的独有创新,是中国资本市场创新的伟大实践,是我国资本市场改革创新试验场的功能,也是我国多层次资本市场体系建设的关键一环。新三板的成功实践,必将在世界范围内、在资本市场发展史上留下浓墨重彩的一笔。“新三板监管法”的制定,是通过法律的形式,肯定和巩固新三板的创新成果,肯定中国资本市场创新

的伟大实践,能够确保新三板的继续成功。

第三,为新三板市场的做市商制度提供法律依据。做市商制度在《证券法》中没有规定,换言之,做市商制度的运行没有法律作为依据。在实践中,证券监管机构有时会将《证券法》第3章第4节的有关条款套用在做市商身上,对做市商提出严苛的要求,这不利于做市商制度的健康发展。除了前文所述的操纵市场不能简单套用于新三板做市商身上外,内幕交易也不能简单套用。根据《证券法》第74条,持有上市公司5%以上股份的股东被界定为证券交易内幕信息的知情人。第76条规定内幕信息知情人在内幕信息公开前禁止从事证券交易。做市商作为挂牌公司的股东,如果参加股东大会,提前知道了未公开的信息,在内幕信息公开前,则不能从事证券交易,此为禁止内幕人从事证券交易的“窗口期规则”。但做市商要持续双向报价,按约完成买入卖出交易,这与禁止内幕交易的“窗口期规则”相冲突,除非做市商放弃参加股东大会的权利,但这又无异于剥夺了做市商的参会权和表决权,与法理相悖。总之,我们既不能排除做市商利用内幕信息进行内幕交易的可能性,也不能中止做市商的持续双向报价及履约义务,更不能剥夺做市商参加股东大会的权利和表决权。恰当的做法应该是:一方面,健全做市商的内控制度,在做市部门与推荐部门之间建立并执行有效的信息隔离“防火墙”,禁止做市商利用内幕信息进行内幕交易;另一方面,对做市商有效执行信息隔离“防火墙”的,予以内幕交易豁免<sup>[8]</sup>。这一豁免有必要在“新三板监管法”中予以规定。

第四,细化各类违法行为,为行政监管和处罚提供法律基础。由于新三板秉持较高的投资者准入门槛,新三板的合格投资者相当于美国的“获许投资者”(accredited investors)。根据美国证监会规章D下的规则506,向“获许投资者”发行证券,无论发行金额多少,发行对象的人数多少,都豁免向美国证监会注册。除了证券法反欺诈规则的适用

① 本文第一部分论证了新三板是一个独特市场。关于新三板是公开市场、场内市场和独立市场的判断,详见:邢会强,新三板市场的法律地位[J],证券法律评论,2017(0):113-133。

外,美国证监会对该私募市场除了私募证券的转售限制外,几乎不进行监管。如前所述,其制度逻辑在于“投资者具有自我保护能力”,这一逻辑是错误的。因此,我国的新三板市场早在2012年就通过证监会制定的《非上市公众公司监督管理办法》确立了证监会对该市场的行政监管。即使新三板市场是一个由合格投资者组成的市场,相当于美国法中的“私募市场”,也离不开证券行政监管的保驾护航。在新三板市场上,由于各类违法行为通常都获利巨大,为遏制这些违法行为,必须有严厉的法律责任和必要的行政强制。但根据《行政处罚法》第12条,规章可以设定的行政处罚种类有限,罚款的数额有限;根据《行政强制法》第10条,规章不能设定强制执行。因此,“新三板监管法”可以规定相应的行政处罚措施和必要的行政强制。此外,新三板的各类违法违规行与主板市场也不尽相同。例如,做市商的“异常转让行为”“向他人透露做市交易策略的行为”“提前使用募集资金”<sup>①</sup>等。为了给市场以明确的预期,使挂牌公司、投资者和有关中介机构明晰和知晓违法违规行与合法行为的界限,也有必要在“新三板监管法”中细化各类违法行为,为监管和处罚提供明确的法律依据。

第五 通过立法深化新三板改革。新三板改革涉及的方面很多,如挂牌准入、融资制度、交易制度、投资者适当性管理制度、分层监管制度、信息披露制度、退市制度、全国股转公司的公司治理等,都需要改革,但当务之急是引入面向全市场合格投资者的“公开发行”制度。目前,新三板拟挂牌公司在挂牌之前不能进行IPO,挂牌之后不能通过“公开发行”进行再融资(除非拟转到证券交易所上市),而只能进行定向发行和定向转让,这是和发达资本市场的通行做法相背离的<sup>[12]</sup>。为进一步便利中小企业的直接融资,建议开禁新三板的“公开发行”功能:允许企业在新三板挂牌之时进行IPO,也允许企业挂牌之后通过“公开发行”进行再融资。新三板的股票“公开发行”与主板、创业板的公开发行(含IPO和上市公司的公开增发和配股)有以下不同:第一,新三板的股票“公开发行”是面向新三板全体“合格投资者”的,而现行主板、创业板的IPO是面向普通投资者的。因此,新三板的股票公开发行类

似于美国证监会规章D下的规则506所称的“私募”。第二,新三板的股票公开发行有条件地实施注册制甚至可以豁免注册,而主板、创业板的IPO目前还是核准制。由于《证券法》第10条法律障碍的存在,因此,可利用“新三板监管法”突破这一障碍,规定新三板“公开发行”的豁免注册制度。<sup>[13]</sup>

#### 参考文献:

- [1]伯恩·魏德士.法理学[M].丁晓春,吴越,译.北京:法律出版社,2013:343.
- [2]卡尔·拉伦茨.法学方法论[M].陈爱娥,译.北京:商务印书馆,2003:246.
- [3]路易斯·罗思,乔尔·赛里格曼.美国证券监管法基础[M].张路,译.北京:法律出版社,2008.
- [4]邢会强.新三板的分层制度评述[J].国际融资,2016(7):50-54.
- [5]叶林.证券法[M].4版.北京:中国人民大学出版社,2013:228.
- [6]全国人大《证券法》起草小组.《中华人民共和国证券法》释义[M].北京:中国金融出版社,1999:132.
- [7]《〈中华人民共和国证券法〉释义及实用指南》编写组.《中华人民共和国证券法》释义及实用指南[M].北京:中国法制出版社,2012:201.
- [8]邢会强.新三板市场建设法律问题研究[M].北京:中国法制出版社,2015:115-116.
- [9]李飞.关于如何确定证券法的调整范围问题[J].中国法学,1999(2):25-28.
- [10]林义相.证券市场的第三次制度创新与国有企业改革[J].经济研究,1999(10):46-52.
- [11]郭雳.美国证券私募发行法律问题研究[M].北京:北京大学出版社,2004:254.
- [12]邢会强.论场外交易市场(拟)挂牌公司的公开发行——兼论公开发行与上市制度的分离[J].证券法苑,2013(9).
- [13]蒋大兴.谁需要证券交易所?——中国证交所上市主体/产品的结构性改革[J].证券法苑,2010(3):1-53.
- [14]张守文.经济法原理[M].北京:北京大学出版

① 参见《全国中小企业股份转让系统股票转让细则(试行)》第113条、第114条。

社 2013: 9.

[15] 斯蒂文·L·西瓦兹. 结构金融——资产证券化原理指南[M]. 李传全 龚磊 杨明秋 译. 北京: 清华大学出版社 2003: 167.

[16] Peter Morris , Ludovic Phalippou. A New Approach to Regulating Private Equity [J]. The Journal of Corporate Law Studies 2012 , 12( 1) : 59 – 84.

[17] 邓寰乐 李超. 美国证监会严查黑石基金信息披露不充分[J]. 声音 2015( 26) : 3.

[18] 邢会强. 私募股权投资基金( PE) 监管研究[J]. 金融服务法评论 2013( 5) : 56.

[19] 阙紫康. 多层次资本市场发展的理论与经验

[M]. 上海: 上海交通大学出版社. 2007: 45 – 49.

[20] 董安生 , 何以. 多层次资本市场法律问题研究[M]. 北京: 北京大学出版社 2013: 105.

[21] 王国刚. 建立多层次资本市场体系研究[M]. 北京: 人民出版社 2006: 6.

[22] 邢会强. 股票发行注册制成功实施的三个体制机制条件[J]. 财经法学 2016( 5) : 5 – 11.

[23] 李文莉. 证券发行注册制改革: 法理基础与实现路径[J]. 法商研究 2014( 5) : 115 – 123.

## Law Application in the NEEQ Market and Formulation of NEEQ Market Supervision and Regulation Law

XING Hui-qiang

( Law School of Central University of Finance and Economics , Beijing 100081 , China)

**Abstract:** The NEEQ is a national stock exchange place approved by the State Council based on the Securities Law. Except for Article 39 of the Securities Law which refers to “other securities exchange places” , the Securities Law does not specifically stipulate the NEEQ market. China’s current Securities Law followed the “main board logic” and “public offering logic” , while the NEEQ market is not the main board and it has particularity. Consequently , it’s hard to apply Securities Law in the NEEQ market. Even if certain provisions of the Securities Law are applied , it may hinder the development of the NEEQ market. The Securities Law has some legal obstacles to the operation of certain systems ( especially the market maker system) of the NEEQ market , which cannot be overcome by administrative regulations or rules. China should provide a legal basis for the operation of relevant systems in the NEEQ market by amending the Securities Law and formulating a special law of the Securities Law naming the NEEQ Market Supervision and Regulation Law. However , in the long run , Securities Law in our country should replace “main board logic” and “public offering logic” with “multi-level capital market logic” and “trading logic” in order to achieve logical conversion.

**Key Words:** NEEQ; market maker; multi-level capital market; securities law

本文责任编辑: 邵 海