

中国法学会邮件系统

用户名 密码

信息检索

包含字符 检索内容 检索字段 排序字段 排序方式

一月信息排行

Commun

法学论坛 >> 论坛专题 >> 民商法学

本层分类: | 法制史 | 行政法学 | 刑法学 | 民商法学 | 诉讼法学 | 法理学 | 宪法学 | 劳动法 | 知识产权法 | 投稿须知 | 经济法 | 探索争鸣 | 国际法

[→ 民商法学](#)

政府对证券交易所的监管论

阅读次数: 490 2006-7-31 9:01:00

政府对证券交易所的监管论

Governmental Regulation of Stock Exchanges

(谢增毅)

内容摘要：证券交易所具有公共性，且承担自律监管职能，因此，需要政府的监管。许多国家的法律都规定了政府对交易所监管的内容和手段。我国政府证券监管机构对交易所的监管存在许多不足，应当加以完善，尤其是减少对交易所人事和业务的不当干预。

关键词：证监会 证券交易所 监管 自律

Abstract: Having self-regulatory function, the stock exchange performs public role, which justifies the governmental regulation on its operation. The regulation on stock exchanges by the government has been stipulated in the laws of many jurisdictions. In China, the statutory regulator has some unnecessary interference with the exchanges, so the governmental regulator should improve its regulation on it, especially diminish the interference in human resources and business of the exchanges.

Key words: Securities Exchange Commission, Stock Exchange, Regulation, Self-regulation

一、政府对证券交易所进行监管的理论基础

根据世界交易所联合会（WFE）2003年的年度报告，截至2002

年12月，WFE统计的50名会员中，15家证券交易所已经完成公司制改制但股票还没有公开上市，10家证券交易所已经变成了公开上市的交易所；公司制交易所占统计的全部成员交易所的50%。[1]尽管越来越多的证券交易所采用公司的形式，证券交易所也面临激烈的国内外竞争，因此，证券交易所具有明显的企业组织特征。但是，证券交易所不同于一般的商事公司，交易所承载着公益职能，交易所发挥着提供流动性和证券定价（providing liquidity and setting securities prices）等经济功能，[2]这种经济功能的发挥和证券市场的繁荣和稳定甚至一国的经济发展息息相关；而且，大部分交易所都承担一线监管者的角色，对上市公司、会员公司和证券交易实行自律监管，证券交易所承担着法定的和政府监管者相同的证券监管的公共目标，因此，证券交易所的有效运作在某种程度上仍可视为公共物品（public good）。[3]证券交易所公共机构性质最典型的体现是，许多国家的法律明文规定交易所负有维护公共利益的法定义务。例如，美国《证券交易法》第6章（b）

（5）明确规定，交易所规则的制定是为了防止欺骗和操纵行为和作法，促进公正和公平（fair and equitable）的贸易原则，推动从事监管、清算、结算和信息处理的有关人员的合作与协调，排除妨碍，完善自由、开放的市场机制和全国市场体系，总而言之，保护投资者和公众的利益……。我国香港《证券及期货条例》（2002年）第21条规定了认可交易所的责任。"（1）认可交易所所有责任确保（a）在合理地确实可行的范围内—（i）（就营办证券市场的认可交易所而言）在该市场或透过该交易所的设施买卖证券；或（ii）（就营办期货市场的认可交易所而言）在该市场或透过该交易所的设施买卖期货合约，是在有秩序、信息灵通和公平的市场中进行的；……（2）认可交易所在履行（1）款所指的责任时，须—（a）以维护公众利益为原则而行事，尤其须顾及投资大众的利益；及（b）确保一旦公众利益与该交易所的利益有冲突时，优先照顾公众利益。"[4]因此，"交易所在履行它们在资本市场的角色时，通常被认为是在履行公共职能，而且通常必须接受政府法定监管部门的监督。"[5]这就是政府对交易所进行监管的基础。而且，随着越来越多的交易所变成营利性的公司，证券交易所面临商业利益和公共利益的冲突，政府对证券交易所进行监管的正当性理由更为充分。

二、政府对证券交易所监管的国际考察

总结各国的立法例和经验，政府对证券交易所的监管通常包括以下内容。

第一，规定交易所设立的条件，而且交易所的设立通常都需要经过

政府证券监管者的批准。许多国家和地区的法律都规定了交易所的设立条件和审批机关。例如，1934年《证券交易法》规定了交易所申请注册成为全国性证券交易所的条件，而且证券交易委员会（SEC）有权对申请注册成为全国性证券交易所的要求作出决定。[6]日本《证券交易法》第80条规定，有价证券市场如果没有得到内阁总理大臣的批准，不能设立。[7]在澳大利亚，证券交易所被称为金融市场（financial market）或者市场（market），公司申请成为市场获准经营者（market licensee）时必须向澳大利亚证券与投资委员会（ASIC）提交申请，并经主管的部长批准。[8]我国台湾的《证券交易法》则规定，“证券交易所之设立，应于登记前先经主管机关之特许或许可，其申请程序及必要事项，由主管机关以命令定之。”“证券交易所之设置标准，由主管机关拟定，报请‘财政部’核定之”。[9]总之，政府对交易所的设立享有监管权，交易所的设立条件也是政府对其进行监管的基础和标准。

第二，政府监管者对交易所规则的干预。在美国，SEC有权批准交易所的规则，亦可以主动增加、废除、修改交易所的规则。[10]在我国香港，交易所的规则必须经过证监会的批准，证监会亦有权要求交易所订立或者修改规则。《证券及期货条例》规定，交易所的规章或对该等规章的修订须获证监会书面批准，否则不具效力。[11]同时，《证券及期货条例》规定，证监会可藉送达书面通知予交易所，要求交易所在该要求指明的期间订立该要求指明的规章；或在该要求指明的期间内按该要求指明的方式修订该要求提述的规章。[12]我国台湾也规定了主管机关对交易所规则的监督。《证券交易法》规定，“主管机关为保护公益或投资人利益，得以命令通知交易所变更其章程、业务规则、营业细则、受托契约准则及其他章则”。[13]依《证券交易法》制定的《证券交易所管理规则》也规定，证券交易所之章程或其他规章如有变更时，应即申报主管机关核备。[14]在加拿大，多伦多证券交易所的规则必须经过安大略证券交易委员会（Ontario Securities Commission, OSC）批准。[15]在新加坡，交易所规则的修改（amends）必须提交证券监管当局新加坡货币局（MAS），MAS有权批准（allow）交易所的规则，也有权不批准、修改或者补充（disallow, alter or supplement）交易所的规则。MAS亦有权主动修改或者补充交易所的营业规则（business rule）和上市规则（listing rule）。[16]

由于交易所负有执行法律、政府规章以及交易所规则的义务，交易所的规则事关交易所所有参与者的利益，尤其对上市公司、证券商和投资者具有直接的利害关系，且交易所的规则也是交易所运行的基础和实行自律监管的依据，因此，各国或者地区的法律大都确认了政府监管者

对交易所规则的监督权力。甚至可以认为，对交易所规则的干预是政府机关对交易所进行的最直接和有利的监管；因为，政府直接干预了交易所的“游戏规则”。

第三，对交易所惩戒行为的审查。在美国，SEC有权对交易所采取的惩戒行为进行审查。[17]我国台湾也赋予证券主管机关撤销证券交易所决议和处分的权力。[18]新加坡货币局对交易所的惩戒行为也有审查的权力，MAS有权主动或者应受害人的请求对交易所的惩戒行为进行审查，有权同意、修改或者撤销交易所的决定；而且在交易所没有对会员采取惩戒措施时，MAS可以对交易所的会员主动采取制裁措施。[19]对交易所惩戒行为的干预有助于交易所公平执行法律和规则，避免对竞争对手的不公正对待，或者为了自身的商业利益放松监管。

第四，政府主管机关对交易所的调查和处罚。当政府监管机关认为交易所未能尽到法定义务时，政府监管机关有权对交易所进行调查或者对交易所进行处罚。在美国，SEC可以直接对交易所采取惩戒措施，包括暂停或者撤销交易所的注册。[20]日本《证券交易法》第154条规定，内阁总理大臣为了保护公共利益或者投资者，认为必要并适当的时候，对证券交易所或者在该证券交易所上市的有价证券的发行人，可以命令提出关于该证券交易所业务或者财产有参考价值的报告或者资料，或者可以让内阁官员检查该证券交易所的业务或者财产的情况或者帐簿文件、其他物品。我国台湾则规定，主管机关可以直接对交易所采取处分行为。《证券交易法》规定，证券交易所之行为，有违反法令或本于法令之行政处分，或妨碍公益或扰乱社会秩序时，主管机关可以采取解散证券交易所、停止或禁止证券交易所之全部或一部业务、以命令解任其董事、监事、监察人或经理人或者要求交易所纠正。[21]在我国香港，证监会享有对交易所的调查和处分权。《证券及期货条例》规定，证监会可书面通知交易所，要求交易所在指明的期间内，向该会提供相关的资料，交易所如果没有合理辩解而没有遵从证监会的通知，则构成犯罪。[22]对交易所的调查和处罚，构成了对交易所运营的事后监督，亦是颇有威力的监管手段。实践中，圣弗朗西斯科矿业交易所(the San Francisco Mining Exchange)就因为未尽到保证《证券交易法》实施的义务而在1966年被SEC注销登记。[23]

第五，政府监管者保留直接对证券市场各参与者包括上市公司、证券公司和交易过程的监管权。尽管，现在的证券监管体制通常采用双重的监管模式，即自律组织包括交易所作为一线监管组织，基于契约性的关系对上市公司、证券公司和交易过程进行监管，政府监管机关主要作为自律组织自律监管的监督者而存在，即政府监管者由于专业不足、远

离市场，主要负责监督交易所是否公正的履行自律监管的法定义务；但政府监管机关通常保留直接监管上市公司和证券公司的权力，即在上市公司和证券公司违反法律、规章或者交易所的规则时，政府监管机关有权直接对其采取惩戒措施。这一方面强化了对证券市场的监管，另一方面也构成对交易所自律监管的监督。如果政府监管者对上市公司或者证券公司采取调查或者惩戒行动，则说明交易所没有尽到监管的义务，导致了违反法律或者规则的行为的出现；而且政府监管机关对上市公司或者证券公司等交易所的会员或者上市公司采取惩戒行动，也会对交易所的声誉造成负面影响，因此，政府监管机关对证券市场保留直接的监管权力将对交易所造成压力和无形的监督。

上述政府监管机关对交易所的监管措施中，设立条件和审批程序是一种事前的监督，政府对交易所规则和惩戒行为的审查主要属于事中的监督，对交易所的调查和处罚主要是一种事后的监督；这三种监督方式直接针对交易所的行为和运营。而政府对交易所监管对象保留直接监管的权力，则体现了一种过程的监督，虽然是针对交易所的监管对象，同时也对交易所构成压力和监督，更是政府维护证券市场秩序的最后一道防线。因此，政府对交易所的监管是全方位的。相比由政府直接监管市场，这种交易所自律和政府监管交易所（主要体现为监督）的模式，能够发挥自律的优点，同时又能克服自律的缺陷，发挥政府的优势，因此，这种监管模式成为国际证券监管的流行模式。

三、我国政府证券监管机构对交易所监管的现状评析

从我国法律法规的规定以及目前实践看，我国的证券交易所已经成为政府监管机关的附属机构，交易所缺乏独立性。中国证监会对于交易所享有绝对的控制权，这些权力可以概括为对交易所的人事控制权，章程和规则的批准和要求修改权，业务的审批权以及日常的监督权等四项重大权力。

首先，从交易所重要的人事安排来看，证监会控制了交易所的人事安排。根据《证券交易所管理办法》第20条和第21条的规定，理事会是交易所的决策机构，由7人至13人组成。交易所的理事分为会员理事和非会员理事，非会员理事的人数不少于理事总人数的1/3，最多则可达理事总人数的一半。会员理事由会员选举产生，非会员理事由证监会委派。理事会设理事长，副理事长1至2人；理事长、副理事长由证监会提名，理事会选举产生。这样，在政府能够委派半数理事，且理事长和副理事长均由证监会提名的情形下，交易所的理事会处于证监会的控制之下。另外，根据《证券法》第107条及《证券交易所管理办法》第24

条和第25条的规定，证券交易所的总经理、副总经理由证监会任免，中层干部的任免须报证监会备案，财务、人事部门负责人的任免则要报证监会批准。在交易所的执行官员中，总经理、副总理由证监会任免，且总经理被规定为交易所的法定代表人[24]。总经理设置的法定化以及作为法定代表人的作法，无疑凸显了总经理的地位。作为证监会任免的人员，总经理地位的凸显显然体现了证监会强化对交易所控制的意图。可以看出，无论是理事会还是交易所的总经理、副总经理乃至交易所的中层干部，无不处于证监会的控制之下。在会员大会名存实亡的情形下，证监会控制交易所的决策机构和执行机构的背景下，交易所的独立性显然无法得到保证。

其次，从交易所的章程以及业务规则的制定、修改看，证监会具有最终的决定权。根据《证券法》第103条的规定，会员无权自主决定交易所的章程，交易所章程的制定和修改必须得到证监会的批准。根据《证券法》第118条和《证券交易所管理办法》第15条的规定，证券交易所制定和修改业务规则，由证券交易所理事会通过，报证监会批准。《证券交易所管理办法》第89条还规定，证监会有权要求证券交易所对其章程和业务规则进行修改。

再次，中国证监会对交易所的业务具有审批权。《证券交易所管理办法》第13和14条规定，证券交易所上市新的证券交易品种，应当报证监会批准；证券交易所以联网等方式为非本所上市的证券交易品种提供证券交易服务，应当报证监会批准。可见，交易所在业务的开展上并没有自主性。

最后，中国证监会对交易所的日常业务享有监督权。《证券交易所管理办法》第87条规定，证券交易所应当根据证监会的要求，向证监会提供证券市场信息、业务文件和其他的数据、资料。第90条规定，证监会有权派员监督检查证券交易所的业务、财务状况或者调查其他有关事项。此外，《证券交易所管理办法》还详细规定了交易所向证监会报告的义务。[25]

从上可以看出，交易所从人事、规则到业务无不受到政府的严格控制和监督，交易所并无多少自主性和独立性。实事求是而言，《证券法》和证券交易所的相关制度安排有些是合理的，而且符合国际惯例，例如委派理事会的部分成员；批准交易所的章程和业务规则、甚至要求交易所修改规则；对交易所保持日常的监督包括要求交易所履行报告义务。这些规定对确保交易所作为自律组织，履行监管职责，维护公益是必须的，符合国际惯例。但有些作法，则过分强化了政府监管者的权力，妨碍了交易所的独立性和创新精神，必须加以修改和完善。《证券

法》的修改扩大了交易所的自主权，但《证券法》仍有进一步完善的空间，目前，应该按照《证券法》修改的基本精神，及时修订完善《证券交易所管理办法》。

四、完善我国政府证券监管机构对交易所监管的构想

（一）减少对交易所人事安排的不当干预

证券交易所的理事长和副理事长直接由政府监管机构提名，并不符合通常的惯例。政府既然已经委派了理事会的成员，则理事长和副理事长自然应该由理事会选举，最多只是理事长、副理事长必须经过政府监管部门的同意即可，政府监管机构没有必要直接提名理事长。其次，总经理、副总理由证监会任免违背法理。通常认为经理是公司日常业务的负责人，经理应由理事会或者董事会聘任或者解聘。在交易所面临激烈竞争，且越来越进行市场化经营的背景下，经理人员理应由交易所的理事会从经理市场的合格人选中进行挑选，由政府任命总经理而且强行将总经理作为交易所的法定代表人显然违背一般的法理，不利于交易所进行市场化的经营，而且也难以处理理事会和总经理的关系。既然《证券交易所管理办法》规定理事会作为决策机构，则理事会有权对总经理、副总经理等执行机构进行监督和考核，但在总经理、副总理由政府任命的情况下，理事会显然难以对总经理、副总经理进行有效的监督和考核，理事会作为决策机构的功能显然也会大打折扣。解决这一问题的折衷的作法是由理事会聘任或者解聘总经理、副总经理，报中国证监会同意；这样一方面理顺了理事会和经理的关系，也照顾了证监会的现实态度。

（二）减少对交易所业务开展的不当干预

对于交易所的业务，尤其对于证券交易品种，没有必要规定必须经过政府监管部门的事先批准。事先的批准程序将会阻碍交易所的创新精神，限制交易所之间的竞争。合理的作法应是允许交易所不断开展新的业务品种，满足投资者和证券商的需求。允许交易所自行开展新的业务有利于交易所之间展开竞争，有利于改善交易所的服务水平和运营效率。交易所的业务包括交易品种必须经过政府事先的审批，可能影响交易所提供新产品的速度，增加成本，甚至会贻误交易所推出新业务的时机；也容易为政府监管机关提供寻租的机会，利大于弊。由于交易所的业务规则必须经过政府监管部门的同意，政府依然可以对交易所的交易品种起到间接的监督作用，过多的事先审批实在不合时宜，也不符合当前政府审批制度改革的潮流。

（三）鼓励交易所开展公平竞争

1997年之前，上海和深圳两家证券交易所之间的充分竞争格局尽管存在种种问题，但仍然带来证券市场的发展。但是，1997年以后，中国证监会逐渐减少两家交易所之间的竞争，两家交易所之间的关系也从相互竞争转向在证监会领导下的相互协调，2004年中小企业板块的建立，更大大缩小交易所之间的竞争。[26]目前可以考虑改变由《证券法》直接规定上市公司条件的作法，将公司股票的上市条件完全交由交易所自行决定。不同的交易所可以规定不同的上市条件，彼此展开竞争，甚至不同的交易所可以主要为不同类型的公司提供上市的机会。例如，在美国，NYSE主要为成熟的企业提供上市机会，Nasdaq主要为成长型的企业提供上市机会。[27]只有充分的竞争，才能促使企业改进服务，降低收费，这一市场法则对于交易所也不例外。

原文略做修改发表于《法学杂志》2006年第3期。

作者简介：谢增毅（1977—），福建人，中国社会科学院法学研究所助理研究员、法学博士。

[1] Annual Report 2003, World Federation of Exchanges.

[2] Norman S. Poser, "The Stock Exchange of the United States and Europe: Automation, Globalization, and Consolidation," *Pennsylvania Journal of International Economic Law*, vol. 22, (Fall 2001), p.501.

[3] 施东晖：《证券交易所竞争论》，上海远东出版社，2001年版，第68页。

[4] 《证券及期货条例》（2002）第III部第2分部，第19、21条。

[5] William Pearson, "Demutualization of Exchanges-The Conflicts of Interest (Hong Kong)," in Shamshad akhtar, ed. *Demutualization of Stock Exchanges—Problems, Solutions and Case Studies*, (Asian Development Bank, 2002), p.88.

[6] 6 (a) (b) ,19 (a) of Securities Exchange Act of 1934.

[7] 日本《证券交易法》（2001）第80条。

[8] Financial Services Reform Act 2001, Part 7.2, Division 4-The Australian market licence.

[9] 我国台湾《证券交易法》第93条。

[10] 19 (b) (c) of Securities Exchange Act of 1934.

[11] 香港《证券及期货条例》24 (1)。

[12] 香港《证券及期货条例》23 (3)。

[13] 我国台湾《证券交易法》第161条。

[14] 我国台湾《证券交易所管理规则》第29条。

[15] Pamela S. Huges, "Background Information on Demutualization," in Shamshad akhtar, ed. Demutualization of Stock Exchanges—Problems, Solutions and Case Studies, (Asian Development Bank, 2002), p.49.

[16] The Securities and Futures Act (2004), Section 17.

[17] Alan R. Palmiter, Securities Regulation: Examples and Explanations (Second Edition), (New York: Aspen Law and Business, 2002), p.235.

[18] 我国台湾《证券交易法》第93条。

[19] The Securities and Futures Act (2004), Section 20.

[20] David L. Ratner, Securities Regulation, West Group, 法律出版社, 1999年版, 第202页。

[21] 我国台湾《证券交易法》第163条。

[22] 香港《证券及期货条例》27。

[23] 378 F.2d 162 (9th Cir. 1967).

[24] 《证券交易所管理办法》(2001)第24条。

[25] 《证券交易所管理办法》(2001)第84、85、86条。

[26] 彭冰、曹里加:《证券交易所监管功能研究》,《中国法学》,2005年第1期,第89—90页。

[27] Karessa Cain, "Survey: New Effort to Strengthen Corporate Governance: Why Use SRO Listing Standards?" 2003 Colum. Bus. L. Rev. (2003), p.639.

(来源: 中国法学网)

【返回】

