

证券交易法:概念、历史与挑战*

安德烈斯·弗莱克纳(Andreas M. Fleckner)**

克劳斯·霍普特(Klaus J. Hopt)著***

林蔚然 曾斌 译 陈彬 曾斌 校****

由于证券交易法深受经济、社会和政治各方面因素的影响,对其以及其历史的研究成为了跨学科性的挑战:研究者必须将法学学者、法律史学者以及其他社会科学——诸如经济社会史、政治经济学和现代经济学——的研究成果结合起来。或许研究证券交易法需要的广泛的知识 and 复杂的跨学科分析方法,能够解释为什么与其本身的经济、社会、

* 论文标题为“Stock Exchange Law—Concept, History and Challenges”,发表于 Virginia Law & Business Review (VLBR), Vol. 7, No. 3, pp. 513–559, 2013。此文最初以德文写作并发表,后翻译为英语、斯洛文尼亚语与西班牙语分别发表。

** 德国(汉堡)马克斯普朗克国际私法与比较法研究所高级研究员。

*** 德国(汉堡)马克斯普朗克国际私法与比较法研究所荣休所长,欧洲著名公司法与公司治理学者。

**** 林蔚然,中国证券登记结算公司员工。
曾斌,深圳证券交易所综合研究所研究人员,法学博士,经济学博士后。
陈彬,深圳证券交易所综合研究所研究员,法学博士、博士后。

政治以及法律意义相比,学术研究对于证券交易法、资本市场或者证券法基本原理的重视程度还远远不够。

本文有两个目的:一方面,我们向读者指出目前学界在证券交易法这一概念本身以及其发展历史方面的研究空白;另一方面,我们希望通过对于该领域内最重要事件和因素的简要回顾,进而形成一个更具一般性的解释,最终推动这一领域研究的发展。基于以上这两点,我们不仅通过总结和讨论二手资料,更多地会直接使用那些在我们看来相关的一手资料。故此,本文绝非是冗长的抑或是主观性的研究,而是更具选择性且客观的。

第一部分给读者介绍了概念“市场”(Bourses)。该词在法语、德语和其他语言中是指“证券交易所”,在各国证券交易法中也是该意。第二部分描述了证券交易法发展的四个历史阶段:(1)中世纪以及近代时期;(2)专制主义和重商主义时期;(3)工业化时期;(4)国家立法和欧洲一体化时期。第三部分重点描述了现在世界范围内政策制定者面对的四个挑战:营利性导向、国际化、市场分割和自动化。第四部分表达了对于我们对于未来证券交易法发展方向的思考。

一、概念:市场(BOURSES)、交易所(EXCHANGES)以及相关的法律

探究证券交易所的概念和起源首先要搞清楚其定义。人们对于证券交易法的理解取决于他们认为什么样的交易场所可以被视为是“交易所”即(“BOURSES”或者“EXCHANGES”)以及他们将什么条款视作“证券交易所相关的法律”。

(一)早期交易所定义的几种解释^[1]

对于BOURSE和EXCHANGES两个术语或许有不同的解释方法:(1)从词源的角度看,Bourse的出现可以追溯到中世纪欧洲的第一个金融中心;(2)从概念的本身讲,他强调的是交易所的功能;(3)立法者

[1] 原标题为“BOURSES和EXCHANGES”。——译者注

试图寻找一个法律定义以区分需要政府监管和无需政府监管的市场。

1. 词源角度的解释

从词源的角度讲,对于 Bourse(法语)或者 Börse(德语)的(这两个词均为其他语言中证券交易所的意思)解释有两种可能:第一,它们可能是中世纪拉丁语 bursa 的变形。它除了其他不相关的意思以外,还有钱包的意思。第二,这个词语可以追溯到一个布鲁日的商人家族,这个家族的名字 van der Bourse,而这个词却又恰恰是来自拉丁语。

2. 交易所功能角度的解释

交易所是指这样一类交易场所,交易商可以在里面买卖高度标准化的可流通产品。该定义突出了交易所的两大特性:交易对象的可流通性(诸如股票、债券、衍生品以及最近出现的排污权等)和交易过程以及定价的标准化(只有特定的产品才能交易,交易各方需要交易许可,所有的合同都基于同样的条款进行签订)。除了提供标准化的交易,交易所还有其他的功能:形成并发布市场数据、监管其建立的市场、规定上市股票或者债券的最小份额,以及其新近拥有的功能:使其经营者成为利润最大化的逐利主体。

从更宏观的角度看,交易所使得大企业的一个主要特性成为可能,即以短期投资的形式实现长期经营。这一点是如何实现的呢?大企业一般会把一些长期项目资本化,而这往往只有在资合组织如上市公司中才可以实现。而实现这一目的的前提是机构可以组织股东将已投入的资金撤回。实现这一目的的关键就是资合组织允许其成员能够转让他们拥有的股份,如果资金永远无法变现的话,就没有人会提供资金。证券交易所就为资金的供给方和需求方提供了一个交易场所,使得此类交易可以以低交易成本进行。对于交易各方而言,市场的流动性越强,资金的吸引力就越高:因为投资者可以在任何时间卖出其拥有的股票和债券,从而能够迅速将其投资变现。故而,上市公司就可以避免资金被暂时撤回(债券)或永远撤回(股权)的风险,从而能够制定长期、稳定的计划。

3. 法律条文角度的解释

迄今为止,没有一个法域能够成功地为“Bourse”或者“Exchange”下一个准确的定义。有组织地交易可转让产品的市场有很多种,而能

够准确地界定需要政府监管与不需要政府监管的场所的标准显然是不存在的。就法律意义而言,何者能够成为交易所的问题不仅仅是证券交易法的出发点,也是一个难题。

历史上第一部商法典——1807年《法国商法典》对商品交易所作了一些规定,但也仅仅是一些粗略的定义。德国商法典草案(*the Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch*, 1861),则完全放弃了对证券交易所的监管,所以也就没有任何法律上的描述。当德国最终引入一部交易法,即1896年的《德国联交所法》时,政策制定者认为他们还没有足够的准备来界定这个概念,从而将这一问题留给了法律实践和学者。仅仅两年以后,普鲁士高级行政法院,颁布了著名的普鲁士最高行政法院决定(1898年)。该法院认为柏林的小麦和商品交易商自发成立的交易所未经授权。尽管法院列出了一长串界定交易所的标准,却没有找到一个满足实践需要的准确定义。

因此,交易所的定义被广泛认为是一个难题,并在德国法律学者之间引起了极大争议。其他的法域面对的情况与此类似。40年后,美国在其著名的1934年《证券交易法》中对交易所的定义作出了界定。尽管这个定义很是冗长,却依然是一个循环论证。该法这样定义“交易所行使着一般人理解中其应该行使的职责”。随后的20年中,尽管世界范围内对这个概念争论不休,却依然没有在这个问题上达成一致,因为科技的巨大进步使得以往人们所提出的交易所的界定标准不再成立。

大约十年前,在欧洲范围内对交易所的定义又掀起了新的争论。金融工具市场监管指令(通常被称为MiFID,2004年颁布)一开头就将“受监管的市场”定义为“由一个市场经营者经营或管理的多边系统。通过这一系统并按照其指定的强制性规则,使得买卖金融工具或权利的第三方主体集中起来,或者使得这种集中成为可能,最终在其交易规则下或者通过其系统,各方签订协约。这一系统是经授权且常规性运营并符合本指令第三款的规定”。当德国的立法者将MiFID的规定应用到德国法律中时,政策制定者首次决定将法规中对于“受监管市场”的定义作为交易所定义的蓝本,从在新证券交易法中引入了交易所的定义:“依照本条例,交易所是履行监管并监控交易系统的具有半公法

属性的机构。其交易系统旨在撮合或者帮助撮合多边的、针对允许范围内的产品或权利的交易,并最终达成合意的买卖协议。”

欧洲和德国的定义都恰当地描述了交易所的主要功能、设立条件以及对其转让可流通产品的监管。但是,这两个定义在实践中的可用性极为有限,因为二者都没有将其作为交易所的官方认可(尤其是法定身份)与其成为交易所的条件(譬如系统内签订合同)区分开。换句话说,这些定义都没有将需要监管的交易所和无需监管的交易所区分开来。鉴于此,参与交易所交易的各方均应该区分官方法定的交易所(指那些被有关部门认定为交易所的市场)和事实上的交易所(指那些满足了被认定为交易所条件的市场)。

(二) 证券交易法

现在,证券交易法是资本市场或者证券法的一个分支。其主要目的是加强公众对于金融市场的信心,同时它的监管范围有两方面:交易所组织管理以及交易所内的证券交易过程。

1. 主要目标及标志性立法

对于金融市场是否以及在多大范围内应受到监管这一问题,投资者、发行人、监管者以及学者的观点各不相同的。目前,人们只在哪些监管是必不可少这个问题上达成共识;否则,投资者就没有动力为公司提供其所需要的资金。证券交易所也进入了人们关注的视野,特别是发生在证券交易所或者与其有关的丑闻往往影响深远,因此,投资者以及一般大众要求对交易所进行更为严格的监管。

相较于其他商法分支,证券交易法还很年轻;尽管在资本市场或者证券法领域,证券交易法是立法的首要基础之一。正如上文提及的,在19世纪早期(1807年),法国商法典中提到了一些关于商品交易所的规定。尽管德国普通商法典回避了交易所监管的问题,却屡屡提及交易价格(Börsenpreis)。这是为什么德国一些州政府决定在其基础性法案中加入涉及交易的基本条款。但是,35年后德国才在联邦层面建立了一个监管体系,即1896年的《证券交易法》。下一个标志性的法律出现在15年以后,美国1934年《证券交易法》,以及距离现在仅27年的1986年英国金融服务法案。今天,几乎所有的主要法域都建立了对于证券交易的全面监管体制。2000年的《法国货币与金融服务法案》

(the Code monétaire et financier)在卷四的第二章对交易所作出了规定；2007年德国出台了新一版的《联邦交易法案》(the Börsengesetz)；英国则在2000年的金融服务和市场法案的第十八章作出了规定。

2. 交易所的组织

尽管方式和结果各不相同，世界范围内的证券交易法均对交易所的组织或者其运营者作出了相应的规定。典型的条款有运营交易所的条件、交易所的组织结构或者授予交易所的监管权限。在德国，此类条款被简洁的称为交易所组织法(Börsenorgani - sationsrecht)。绝大多数的此类条款属于公法(基于传统欧洲大陆法意义上的概念)。

相较于证券交易法的其他规定，与交易所组织相关的立法问题要更多一些，这是因为从严格意义上讲，他们都只是间接地影响投资者对金融市场的信心，而审慎的政策制定者会选择让交易所自行决定适合他们需求的组织结构，而非对其组织结构作出特别的规定。基于此，我们就不会感到诧异，德国法律对交易所组织结构的要求常常受到的尖锐批评。类似的情况在譬如美国等其他国家也有很多。

3. 证券交易

证券交易法同样对于在交易所内发生的事项作出规定。尽管不同的法域作出的规定各不相同，但均对交易过程以及交易事项和交易商的许可特别关注。德国的此类规定均在其《交易所交易法》(Börsenhandelsrecht)中进行规定。绝大多数的此类规定是公法，但是也有一些是纯粹的私法(同样是基于传统意义上的欧洲大陆法的定义)，尤其是那些关于交易所中达成的合同中具体条款的规定。

二、历史：集市、交易所、证券市场

证券交易所的发展史主要经历了四个阶段：(1)中世纪以及近代时期；(2)专制主义和重商主义时期；(3)工业化时期；(4)国家立法和欧洲一体化时期。

正如历经长期发展的监管体系一样，必须将按照时间顺序的研究和对于关键因素的历史分析结合起来，我们才能够理解证券交易法的

历史变革过程。我们将通过对相关典型性事件按时间顺序进行回顾的方式,为此类研究尽一份力。筛选过程中,我们使用了大量的研究商品交易所尤其是证券交易所发展中可能会涉及的研究方法。接下来四个部分的每一部分都会遵循一个概念以及清楚的顺序。

(一) 中世纪以及近代时期

谁是历史上第一家商品交易所?要找到这个答案,必然涉及相关的定义,不可避免地要回到究竟是什么将交易所和其他的市场、集市等概念区分开来的问题。考虑到究竟是什么界定了交易所这一概念的未定性(见第一部分),人们对于第一家交易所出现产生的争执就不令人吃惊了。

普通的交易场所和其他种类的市场是“人作为政治动物”(ζῶον πολιτικόν, zóonpolitikón)的必要手段,其历史与人类的历史一样久远。从已经发现的古代遗迹可知,在古代就已经有了普通市场、地区集市等交易场所了。这使得很多评论家相信一般意义上的商品交易所或者专门交易公司股票的场所古代已经出现。尽管这种说法广为传播,但其并未建立在一手的历史研究资料上,而是基于一些判断和猜想,尤其是这些判断还是在“交易市场”(bourse)或者“交易所”(exchange)这些术语还缺乏像现在一样的技术性含义的时候做出的。更近一些的研究显示,认为古代时期已经有了股票和商品交易所的看法是一个缺乏坚实资料支撑的猜想而已。即便是就古代经济体的发展高度而言,也不会存在一个市场可以让交易者买卖高度标准化的可流通性产品,而这一点恰恰又是交易所的主要功能(见于第一部分)。换句话讲,技术意义上并不存在所谓的古代交易市场或者交易所(“bourse” or “exchange”)。而商品交易所的历史应始于中世纪,此时第一个高度标准化的交易场所才真正产生。

1. 交易地点

早在16世纪的前期(1524年),马丁·路德(1483~1546年)称法兰克福为“金银洞”(das sylbervndgollt loch,现代德语中为“Silber - und Goldloch”),因为他认为德国的资本都通过法兰克福的著名交易集会流向了国外。

同时,第一批商品交易所已经建立或者正在筹建,包括:布鲁日

(1409年)、安特卫普(1460年)、里昂(1462年)、阿姆斯特丹(1530年)、图卢兹(1546年)、科隆(1553年)、汉堡(1558年)、纽伦堡(1560年)、鲁昂(1566年)、伦敦(皇家交易所,1570年)、法兰克福(1585年)、但泽(1593年)、吕贝克(1605年)、柯尼斯堡(1613年)、不莱梅港市(1614年)和莱比锡城(1635年)等城市。

在第一波筹建的交易所中,发起人是经纪商。因此,用现代的概念来描述,早年的交易所是由消费者控制的,同时具有行业协会的特点。

2. 交易对象

如果有更多详细的研究集中于交易所的功能,譬如交易所交易哪些商品以及在何处、以何种方式交易,而不仅仅是集中在交易所的结构或者如何设计交易所的话,对这一问题的研究会更加顺利。如此,现代学者就不会无意识地将现代意义上的概念错误地适用于古代。而这个问题却经常发生于现代概念(如“bourse”或者“exchange”)被用于描述过去的事物时。这一点对于我们研究交易现代公司发行的证券市场时显得尤为重要,否则现在股票和债券的二分法就会使得过去的投资方式变得含混不清,或被迫改变其内涵。

历史上一个重要事例就是圣乔治城银行的存款。该金融机构创建于15世纪初的意大利热那亚。很多现代学者将其视为早期的股份制公司,并将其资本提供者与现代意义上的股东相提并论。这样的假设是否成立需要另外撰文论证。而本文注意到一件很有意思的事实是:罗马的法学家 *Sigismondo Scaccia*(1619年)提及圣乔治银行曾经发行了42万股的股份。经过进一步的确认后,下一步要考虑的是这些股份能否自由转让、它们是否发生了交易以及是否有一个集中的交易地。

相信沿着这些方向,对于交易所功能的研究会产生许多与传统研究不同的成果。

3. 交易规则

交易规则的分布以及具体内容会随着时间和地点的变化而变化。在早期的日耳曼领土内就有关于市场的规则,譬如中世纪最有影响力的撒克逊法典(13世纪),或者由罗马法演变而来的欧洲共同法的次级法。从13世纪开始,交易中心开始了对经纪商的监管,譬如在16~17世纪的德国汉堡市。但是这些条款并不应被当作本文开头定义的证券交易

法,甚至并不属于更为广义的证券法的范畴。

这样的法律之所以并没有在德国得以实施,是因为德国没有出现股份或者产品可以大量交易的大型贸易公司,譬如英国的东印度公司(1600年)或者与之对应的在荷兰出现的联合东印度公司(1602年)。除了德国内部的版块割据以及不利于发展海外贸易的地理位置等原因,还有重要的社会因素阻碍了大型商业组织的出现。除了上述提及的路德关于法兰克福是“金银洞”(sylbervndgoltt loch)的说法外,还值得一提的就是他对合伙制的沮丧的谴责:“只要合伙制依然存在,正义和诚信就会灭绝。如果要正义和诚信存在,合伙制就必须灭绝。”这一判断和德国那些想要赚大钱的商人的感觉不谋而合;但使其与在外国的商人不同的是,他们想自己单干而非成为大公司中的一个螺丝钉。经常为人们引用的是汉萨同盟对于皇室要求的答复:“根据他们的传统模式,任何一个人都可以用他自己的财产试试运气,而采用股份公司的模式,通过外部监管和董事会管理,使用公司的资金和船只做生意是可恶的。”吕贝克的法学学者、市长约翰·马克(1610~1668年)在其一篇极有影响的欧洲商法论文中,将类似的言论集合起来,并作为例证引用。

(二)专制主义和重商主义时期

在专制主义和重商主义时期,州政府的管理对于交易所有着重要的影响。一个直接结果就是官方建立的新的交易所,譬如巴黎交易所(1724年),柏林交易所(1739年)和维也纳交易所(1771年)。与第一批交易所是由经纪商和自营商发起不同的是,第二批交易所是由统治者基于其经济利益而建立起来的,他们将交易所视为执行其重商主义经济政策的工具。无所不在的政府间接影响在交易所身上显现出来:几乎所有的交易对象都被政府高度标准化,譬如准公营的海外公司的股份或者被严格监管的进口产品。

1. 国际金融丑闻

发生在交易所的以及与其相关的丑闻推动了这一时期交易所的发展,并形成了现代人们对于交易所的认识。其中一些的确与政府影响无关;另外的一些却绝对是由于政府干预市场而产生的。

早在17世纪末,西班牙裔犹太人德拉维加(约1650~1692年)写了一本迄今为止最为重要的关于交易所交易活动的著作:《混乱》(1688

年)。这本书的题目无比精准。对于那些对阿姆斯特丹早年交易活动感兴趣的人来说,在德拉维加的独到描述中,当时的交易策略和模式与现代交易所完全不同。几年后,当苏格兰经济史学者亚当·安德森回顾起已经进行或将要进行的项目时,令人难以置信的是人们居然愿意投资于如下的荒诞商业创意:“变盐水为淡水”、“从铅中提取银”、“将易变形的汞转化为易锻造的精美金属”、“从西班牙引进一批驴子,从而在英国繁衍一批更大的骡子”、“买卖人类的头发”、“永动的轮子”以及“一项在适当时机公开的事业”——即便是如这样荒诞不经的项目都可以募集到资金。

18世纪初发生了两件举世闻名的丑闻:法国的密西西比泡沫事件(1720年)以及英格兰的南海泡沫事件(1720年)。两起丑闻中事件的发展过程很类似:东印度公司和南海公司都宣称有海外的高额利润为保障,公司股票对资本市场极具吸引力。股价在开始的时候迅速飙升,随着金字塔骗局被揭露,股价迅速崩溃,泡沫破裂。由于这些层出不穷的丑闻,大公司的公共形象很长时间内都受到了影响。甚至是50多年后,著名的哲学家与经济学家亚当·斯密还强烈地抨击了股份公司,尤其是南海公司:“他们(即南海公司)的巨大资本由许多人持有,愚蠢、疏忽、挥霍行为在其经营过程中不可避免的出现,股票承销过程中出现的欺诈与夸大是人所共知的……他们的商业计划并没有得以很好的实施。”

2. 政府限制

在给英国下议院的一份报告出现没多久,英国相关部门就通过颁布1696年的《限制股票经纪以及股票承销商数量和不当行为法案》,回应了广泛出现的丑闻。该法案将经纪商数量限制为100人,并将其纳入监管体系。20年后,《泡沫法案》禁止了一系列交易活动和交易方式,因为它们被认为刺激了过度投机。该法案的效果总的来说是含糊而且不确定的,但是直到一个世纪后该法案才被推翻(1825年)。法国的立法机构同样对丑闻做出了回应,但是不像英国这么激进。

尽管如此,所有这些条款都不属于上文(见第一部分)中提及的证券交易法,因为它们既没有涉及交易所的组织也没有涉及其中的交易过程。相反,它们仅仅是选择性地对交易所内部或者与其相关的违规操作作出了规定。政府干预主要是为了保护政府的财政利益,保护投资者充

其量只是这些法案的次要目标。

3. 其他地区的投机活动

在英国、法国和荷兰以外的地区,投机造成的损害更小甚至不为人所知。如德国,就没有发生像外国那样影响深且广的泡沫事件。德国之所以没有受到很大的损害,主要是其政治和经济金融各方面的发展不足或者落后导致的。腓特烈·威廉用以描述国家窘境时的言论和路德相似:“普鲁士的商业发展不尽如人意,而英国和荷兰却赚的盆满钵满,并从我的国家攫取了大量的利润。”德国政府没有建立起一个证券交易所,而直到50年后威廉·腓特烈一世(1688~1742年)才建立起一个交易所(1739年)。很长一段时间内,德国的海外贸易公司没有一家能发展壮大起来,都一个个或早或晚的破产了。甚至著名的腓特烈大帝——腓特烈二世(1712~1786年)都没有建立起一家蓬勃发展的公司。他在其政治遗嘱中不得不承认,他所创建的专门从事东方贸易的埃德蒙公司,可以实现最初设想的“为人们提供20%甚至50%的速度扩大自己资金规模的机会”这一看法显然过于乐观了。

传统上人们关注勃兰登堡和普鲁士的发展,但是这却在某种程度上扭曲了历史的真实面貌。我们尤其需要对那些与投机活动中心——譬如英国、荷兰、法国等国家有着更为密切的经济和社会联系的地区进行更为详细的研究。有趣的是德国在全球投机活动最为活跃时试图在汉堡成立两个保险公司(1720年夏天),这意味着或许德国人比后世历史学者认为的对投机更有兴趣。在建立这两家公司的计划公开后,随即就产生了活跃的买卖将来股份的活动——未公开发行的股份。几天后,汉堡的议员禁止了此类活动:“所以,尊敬的议会极其震惊以及不悦地意识到,私人是如何以保险公司为借口来径自推动所谓的股份交易,尽管还没有理由担心这一现象会对个人与社会产生许多极为不利与危险的后果。为了履行其神圣的职责,尊敬的国会不能袖手旁观,认为其必须禁止所有的股份交易活动……”一个星期后,议会否决了创建保险公司的要求,并宣布其无效。

(三) 工业化时期

工业化推动了第三批证券交易所的创建,最著名的是伦敦证券交易所(1773年)和纽约证券交易所(1792年)。这些交易所的建立伴随着

现代历史上其他的重大事件,如美国的独立(1776年)、亚当·斯密的名著《国富论》的出版(1776年)、法国大革命(1789年)以及神圣罗马帝国的终结(1806年)。

现代学者认为工业时代是“企业家精神的觉醒”,并注意到了“各式各样的大型工业组织的出现”。这些大型的工业组织的股票已经广泛地在交易所中交易,当然,现在这些组织是以股份公司的形式存在的。除了股票和债券,一种新的证券形式受到了越来越广的关注:用以为公共债务融资的政府债券。现代投资者可能不知悉政府公债的风险,直到一些国家无力偿债而投资者为此损失了大量财产时,诸如伊曼努尔·康德(1724~1804年)所告诫的“不可避免的国家破产”才被人们注意到。工业化对于股票、公司债券、政府债券这三种证券形式产生重要影响,进而对现代证券交易所的兴起起着决定性的影响。原因在于工业化的发展催生了需要大量资金的项目,如铁路和大型工厂的兴建。用亚当·斯密的话来讲,所有的大型经济体都面临着如下的挑战:兴建和运营“这些公共机构和公用设施尽管对社会大有裨益,却由于其本身的利润无法弥补个人建造其所需的大量支出,使得没有个人或者少数组成的群体会建造并运营这些机构”。

由于这段时期经济、社会、政治、法律各方面发展的复杂性和广泛性,我们对于商品交易所发展史的回顾将会以德国作为一个基本的例子。不同于上文的是,接下来的部分将会仅限于回顾法律的发展。

1. 早期的证券交易法

普鲁士对于德国法的发展有着最广泛的影响,其中对于证券交易法的影响尤为突出。在1825~1850年期间,普鲁士官方文件发布了所谓的证券交易所规则(Börsenordnungen),即对普鲁士交易所的监管条例,尤其对柏林(1825年)、柯尼斯堡(1827年)、但泽(1830年)、艾尔宾(1830年)、什切青(1832年)等地的交易所作出了规定。这些早期的规定主要是影响了交易所内部的交易过程,而非交易所的组织结构。

正如上述问题提及的,尽管德国商法典(1861年)并未对商品交易所作出一般性的规定,其还是经常会提及交易价格(Börsenpreis)。当德国各州政府引入了商法典后,拥有商品交易所的州政府就必须决定是否至少建议交易所采用其中的一些基本性规定,诸如交易所的成立、许可

和监管。普鲁士并未大规模地进行交易所相关的立法,而是在一些引导性法案中采用了一些相关的规定。有两个条款值得一提:“交易所的建立需要贸易大臣的许可”和“新的交易规则和监管条例需要贸易大臣的许可”。在开始的几年中,人们认为只有像交易所那样组织的集贸市场才需要服从这些法律。随后,德国政府将这些条款推广使用于承担着类似交易所职能的集贸市场。在这些州层面的法律中,汉堡法案(1880年)尤为引人注目:该法案授权当地商会对交易所进行监管。

直到19世纪末,联邦层面的交易所监管条款都没有出现。与监管缺位给我们的直观感觉不同的是,在交易所丑闻出现后社会上就出现了广泛的讨论,并意识到监管的必要性。作为19世纪德国最出名的法学家,弗里德里希·卡尔·冯·萨维尼(1779~1861年)将交易所交易称为赌博。作为著名的社会主义研究权威之一,古斯塔夫·施穆勒(1838~1917年)在那场著名的股市崩盘前夕写到:“股票交易和交易所交易中,商业伦理道德跌落到其低谷欺诈、伪造消息、贿赂报纸和官员以及类似的行为几乎被认为是合法的,真实和虚假交易之间的区别愈发模糊直至无法察觉。”在那场大崩盘后,爱德华·拉斯克(1829~1884年),当时比较著名的国会议员之一,在德意志帝国国会(Reichstag)将交易所形容为“一个可以熟悉所有规避法律方式的学校,是一个学习违法犯罪的学院”。

尽管出现了对于“交易所诈骗”(Börsenschwindel)的责难,人们还是花费了很长的时间才意识到交易所在防止丑闻进一步发展方面的真正贡献。即使在第二部股份公司法改革的阶段(ZweiteAktienrechtsnovelle, 1884年)——这一德国股份公司发展史上决定性一刻发生的时候,推动改革的先辈们也没有试图监管交易所:“既然社会道德对于交易所产生的扭曲不是不可容忍的,本草案……并不打算给交易所带上镣铐。”这一决定的不良的后果就是:此次改革没有对招股说明书进行要求。诚然,招股说明书曾经导致的不良后果赋予了这一决策合理性:“通过对过去危机中违法违规行为的调查,难以认定招股说明书的发布者导致了危机,尽管投资者是基于招股说明书认购股票的。”直到15年以后,在《1897年商法典》——该法典迄今为止依然有效,立法者的态度已经发生了极大的转变:“必须承认的是,迄今为止丑闻无疑是依然存在的。但

是我们应该采取的监管手段应该是相较于证券交易法更为宽松的公司法。”

在简短的回顾后,可以看到,明显直到 19 世纪末期,德国还没有建立起可以在技术上被称为是“证券交易法”的交易所监管体系。但是仅仅停留在这一点上会使得我们对历史的认识出现偏差,因为后来许多证券交易法承担的责任在此时是通过其他监管手段实现的。对于现代学者而言,这些手段看起来并不陌生,甚至与现在证券法和公司法中的条款如出一辙。如果忽略了这些监管手段,对于证券法发展功能的分析会有巨大的缺陷。接下来的部分将会首次对此作出总结。

2. 早期的证券法

长期以来,普鲁士都拒绝监管交易所以及股份制公司,而是以个案的形式打击金融市场上的违规操作和权力滥用。以现代的分类看,这些个案可以被视为早期的证券法形式。

通过对于其中大概 30 个最为重要的案例的回顾,我们发现这些监管措施没有任何连续性,并对其本身会在中长期产生的影响也是一无所知的。这一系列有问题的监管措施中,影响最坏的可能是许可铁道股票的信托证券地位。甚至普鲁士众议院随后也意识到了这一措施的恶劣影响。对于后续立法的主要驱动力,一般认为是来自于投机浪潮的影响,主要有三个方面的监管措施:首先是禁止了对于西班牙以及其他以所有者名字命名的政府债券的交易(1836 年),随后覆盖到所有的外国证券(1840 年),最后是禁止铁路公司认购证的交易(1844 年)。正如普鲁士政府在废止这些法令(1860 年)的时候所承认的,这三条措施并非“系统性立法变革的产物,而更像是非正式的立法”,这些法令针对的是“证券交易中投机风气大盛的某一群体”。

3. 早期的公司法

19 世纪的政策制定者试图通过监管那些活跃交易产品(股票和债券)的发行主体,进而打击交易所丑闻,而最重要的监管对象就是股份公司。德国立法的标志性活动是 1838 年《普鲁士铁道法案》、1843 年《普鲁士股份公司法案》、1861 年《德国一般商事法草案》和 1861 年的第一次以及 1884 年的第二次公司法改革。除了普鲁士,其他随后组成德意志帝国的州政府都没有落实执行股份公司法案。

对股份公司的监管,有两个理念发生了冲突。尽管二者实现的途径不同,但是却被证明是一个进退两难的选择,即投资者的自我保护抑或是政府监管?最为崇尚投资者自我保护的意见来自汉堡的议员代表,他在起草德国一般商事法(1857年)的会议上声称:对于当下发生的丑闻,实质上只有一种有效的打击手段:那就是使得投资者自己足够谨慎,以避免损失,而非求助于政府家长式的关怀。立法者越是采取措施保护投资者鲁莽行事产生的损失,对他们由于个人原因导致的财富损失施以援手,投资者买者自负观念就越来越难形成,也就进一步使得那些狡猾、堕落的交易商更容易操纵交易。

由于对这一基础性问题无法达成一致,与会者进行了妥协:原则上,股份公司(Aktiengesellschaft)的建立需要政府的许可(特许制度),这一点和以往的立法实践尤其是普鲁士的规定一样,但是各州政府可以选择与过去的一样,不做该规定,譬如汉堡。直到第一次公司法改革(1870年),更为自由化的理念才进入国家层面。

10年后,德国走上了一条新的社会经济道路,一直延续到今天最终形成与其他国家不同的“特殊道路”(Sonderweg)。由此而导致的后果是,在第二次股份公司法改革后,德国关于股份公司的法律(1884年)比其他国家都更为严格。潜在的父爱主义在政府改革法令的草案中显露无遗:“我们应该意识到,错误的资金流向不仅可以也应该被打击这一观点是绝对正确的。为实现这一目的,我们不仅告知其自身的利益可能受损,更应该是阻止他们走上有害自己财富的道路。对于股票的投资常常有巨大风险,一般投资要求的小额资金却往往是投资者多年工作后的储蓄,这就更要求其能够安全的投资。这些资金应该被引导投资于好的抵押贷款、政府债券、抵押和养老金债券、市政或优先公债,抑或存入银行或投资于能够很好的服务于投资者利益的商业公司的股票。对于更高利润的渴望不应该干扰到资金流动,尤其当这一渴求往往还是一个幻想的时候。”于是,就出现了这样的宣言:“我们希望一般公众能够远离股份公司”或者“我们不希望一般大众拥有股票”。

(四)国家立法和欧洲一体化时期

德意志帝国的建立使得宪法要求得以实现,同时由于政治要求使得自由主义的观点被抛弃,慢慢意识到了原有的监管手段产生的不良后

果,就产生了创设一部交易所法律的立法需求:由此产生了1896年《德国交易所法案》。

我们对于工业化后商品交易所历史的回顾会再次集中在德国这一基本的例子上面。同时,在这一时期发生的众多经济、社会、政治和法律发展的事件中,我们将重点关注在过去的120年间,《交易所法案》的产生及其发展。

1. 德国《交易所法案》(The Exchange Act)的产生

《交易所法案》立法之前经历了德国商法立法历史上最为彻底的准备:交易所调查委员会(Börsen-Enquete-Kommission)的工作。公众对于交易所研究委员会的工作给予了高度的关注。后来成为社会学和政治经济学知名学者的马克斯·韦伯,极为深入地在一系列文章中对交易所委员会主要的工作成果进行了细致的讨论(1895/1896年)。而最终实施生效的《交易所法案》并未有效利用委员会长期精心准备的材料,这主要归咎于第一草案起草时的敷衍以及在立法过程中的众多争议。这也无怪乎阿瑟·努斯鲍姆(1877~1964年),这一传奇的商法律师会在他对于交易所法案的颇具影响力的评论中称该法案为“在形式的方面,该法案是如此的失败以至于其他的更新的联邦法律无出其右”(1910年)。直到十几年之后,朱利叶斯·冯·基尔克(1875~1960年)依旧认为该法案是“一个畸形儿”(1958年)。

至少,《交易所法案》的名字起对了:该法案几乎涵盖了所有的可以在技术意义上被称之为“证券交易法”的条款(见第一部分第二节)。它的立法重点在于作为机构的交易所以及交易所的使用者,譬如经纪商和自营商以及发行人。投资者保护只是其次要目标,其首要目标是完善交易所运转以及交易过程的进行。这一点从该法案每一部分的名字我们就可以看出来:(i)交易所及其机构的一般性规定(ss. 1-28);(ii)定价以及经纪商和自营商的活动(ss. 29-35);(iii)许可交易的证券(ss. 36-47);(iv)衍生品交易(ss. 48-69);(v)经纪服务(ss. 70-74);(vi)犯罪处罚和最终条款(ss. 75-82)。

2. 《交易所法案》的发展

自其被采用后至今,《交易所法案》已经被修改了30次。相较于其他领域的法律这一频率已经很高了,但是却比德国对于股份公司

(Aktiengesellschaft)方面的法律的修改频率要低。《德国股份法》(Aktiengesetz)在过去的50年间已经被修改了70多次。立法者两次彻底地撤销了《交易所法案》并用一部新的《交易所法案》替换了它:第一次用了2002年的《第四金融市场推动法案》,第二次用了2007年的《MiFID执行法案》。此外,证券交易法的文本被更新过四次(1908年、1961年、1996年、1998年)。总体而言,《交易所法案》以全文的形式在官方公报上发布过七次,这在德国商业和商法历史上是罕见的。

这些改变和修正给“交易所监管和立法”这一大的话题提出了一系列问题:实施特定条款的原因是什么?应该由谁来起草这些法案?他们起草的依据来自哪里?议会过程有什么影响?构成这些法律的基本要件是什么?此类问题需要我们对于议会程序和政府文档有一个彻底的研究调查,而这一任务对于本文来说过于繁重。但是记住这些基本问题,对于理解后文中对交易所法案的历次修订有一定的好处。

在德国证券交易法发展过程中越来越重要的一个因素是欧洲的一体化。就证券法更为宽泛的定义而言,欧洲的立法统一化已经在许多监管手段中得以实现。德国的证券法律无一不是以欧洲层面的法律为基础,或者受其影响。证券交易法是极少数的例外之一,因为只有其中的一些监管方面是受到欧洲法律管理的。所以,后文会展现其改革的双重性:一些规定被欧洲的监管要求推动,一些则仅仅是国家层面的原因。

3.《交易所法案》的历次主要修改

在德国交易所法案实施的前120年间,世界各国本身和交易所本身已经经历了经济、社会、政治环境的主要变化。所以不出意料的是,德国《交易所法案》是针对于这些改变而改变的。下面我们将回顾几次重要的修正:

(1)1908年改革

1908年改革最著名的举措就是彻底复查了《衍生品交易法》,其最初的理念被认为完全是错误的了。

尽管1908年后几十年间的政治经济危机(包括两次世界大战)使得监管有了许多的修补,但是1986年《交易所法案》及其确立下的监管手段大体上并无变动。这或许并不能证明此次修改后的法案以及单单就

对资本市场的干预而言其质量如何,但是却说明了该法案对于这一时期交易所以及其相关环境面临的问题影响甚小。

(2) 1986年《交易所上市法案》

《交易所法案》的第一次基本性变革产生了1986年的《交易所上市法案》。该法案有两个目的:首先,它在德国法中加入了《上市指令》(1979年)、《招股书指令》(1980年)、《中期报告指令》(1982年)。其次,该法案引入了一个标准化的市场(Geregelter Markt),为小企业提供上市机会。该变革使得交易所准入规定得以实施(Börsenzulassungs-Verordnung),该规定细化了《交易所法案》中关于批准证券挂牌交易的规定。

(3) 1989年改革

1989年改革带来的最主要的变化是“凭借信息的衍生品交易”(Termingeschäftsfähigkeitkraft Information)。此外,该法案将现实中发生的交易纳入了监管范围,尤其是正在进行的自动化交易以及跨境交易的增加。最后,欧洲法再次要求一些改变以达到《招股书指令》(1987年)的要求。

(4) 1994年《第二金融市场促进法案》

《第二金融市场促进法案》催生了资本市场监管的一个核心法案——《证券交易法案》(Wertpapierhandelsgesetz, The Securities Trading Act)以及建立了国家层面的监管机构——联邦证券监管处(Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel),也就是现在的联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)。《第二金融市场促进法案》引入了《透明指令》(1988年)和《内幕交易指令》(1989年)。10年后,《透明指令》以及之前提及的三个指令(1979年、1980年和1982年)被合并为一个新的指令(2001年),并随后几乎同时被彻底地修改(2004年)。《内幕交易指令》被《市场滥用指令》(2003年)所替代。

《证券交易法案》以及联邦层面监管机构的产生对于《交易所法案》和所在州政府对其实施的关系产生了巨大的影响。诚然,《交易所法案》从未试图在一次立法活动中将股票交易活动中的所有问题都解决掉。所以,监管者对于在该法案生效11个月后就将其的一部分监管事项移出并无太大意见。可是由于1994年《第二金融市场促进法案》在

新产生的《证券交易法案》而非在既有的《交易所法案》中采用了欧洲的新规定,故而依然削弱了《交易所法案》的重要性。《第二金融市场促进法案》的确增加了《交易所法案》的监管事项,譬如在交易所中创建了一个市场监管机构,但是它也同时将一些重要事项由《交易所法案》中移交至《证券交易法案》中,譬如关于及时向公众披露相关信息的规定(Ad hoc – Publizität)。

(5) 1998年《第三金融市场促进法案》

1998年《第三金融市场促进法案》对招股说明书体系进行了修改以及其他事项。

(6) 2002年《第四金融市场促进法案》

正如上文提及的,《第四金融市场促进法案》用一个修改过的新版本替代了原有的1896年《交易所法案》。新体系中最显而易见的改变就是官方交易所经纪商(amtlicheKursmakler)的废除。衍生品交易的法律再次更新了其立法理念并借此机会并入了《证券交易法案》。一个比较显眼的另类之处是《交易所法案》中对另类交易系统的监管。

(7) 2007年《欧盟金融工具市场法规实施法案》(以下简称《MiFID实施法案》)

最后一个根本性变革是2007年《MiFID实施法案》。这一法案再次创设了一个新的法案替代了2002年《交易所法案》。最重大的改变是交易所的两个细分市场的合并和《证券交易法案》中另类交易系统条款的修订。

该法案的名字本身就说明了它产生的背景:《MiFID》实施法案旨在实施之前提及《金融工具市场法规》(2004年)。该法规继承了投资服务指令(1993年),并随后被委员会条例(2006年)和委员会指令(2006年)进一步细化。MiFID强制性的要求成员国制定管理“监管市场”的规定,而指令在其开头就对“监管市场”作了定义。同时它要求成员国建立国家层面的对于此类市场的监管机构。与之前指令不同的是,尽管其并未规定一个所有的欧洲交易所都必须采取的特定的组织架构,MiFID却也直接影响了交易所的组织形式。

三、挑战：当前面临的监管问题

当下交易所面对的环境丝毫不比过去平静。全世界的交易所、监管者和政策制定者如今至少面对着四个对于监管的挑战：(1) 营利导向；(2) 国际化；(3) 市场分割；(4) 自动化。

(一) 盈利导向

在过去的 20 年中，交易所组织结构发生了一项根本性的变化：从 20 世纪同业行会沿袭下来的非营利组织转向追求营利的国际化公司（也就是我们说的非互助化或公司化的过程）。如今，几乎所有主要的股票交易所或者其运营者都已经成为自我上市并由国际投资者持股的股份公司。一个主要的例外是东京证券交易所：其股份还未上市交易，但是该交易所最近已经宣称其不久后会公开上市并交易。

非互助化现象挑战了传统的监管体系，究其原因是产生了一系列的利益冲突。如果交易所成为逐利的公司，交易所对于他们监管权力的关注可能从监管本身转向这些权力可能产生的财务影响。这可能会导致交易所对于其可以获得大量罚金的领域进行过度监管，而对于其不能获得此类回报的领域疏于监管。交易所同样可能在监管方面对其竞争者比对其关联公司更为严厉。尽管股票交易所组织形态产生了根本性变化并产生了相关监管方面的担忧，但主要的司法体系中有关证券交易所的法律基本没有变化；如果有也只是一些细节方面的增加或调整。MiFID(2004 年)要求“受监管市场的利益发生冲突时，其所有者或运营商以及运行良好的受监管市场应该回避”，但并未规定甚至提及具体的监管措施。实施 MiFID 的国家层面的证券交易法律更是对此问题只字未提。

回过头来看的话，非互助化的产生为德国式双层交易所体系的争论引入了新的视角。该体系将交易所的运营商从交易所中分离成为一个公共机构（见前文）。美国也引起了同样的争论，尽管程度不如德国的剧烈。一方面，德国的体系并不像一些评论家说的那样累赘，否则德国交易所股份公司，即法兰克福交易所的运营商不会成为现今世界上顶尖

的几家交易所之一。另一方面,其他国家的经验也表明并不需要一个强制性的组织结构以保证交易所采用一个合适的架构。为了解决新的组织结构下产生众多的利益冲突问题,世界范围内的交易所均采用了很多方面都很像德国式双层交易所体系的解决手段。或许最好的例子就是纽交所的新组织结构。这些经验说明法律不应该规定特定的组织结构,而是要定下特定的组织目标。与现有其他国家的监管手段相比,关注组织目标的监管体系会同时获得监管和经济上的双重利益,因为在新的体系下交易所可以对于环境变化做出快速的回应而不用等待相关法律条文的修改。

尽管目前对于交易所组织架构的讨论已经趋于平静,但是在更广泛的意义上该问题依然困扰着政策制定者和学者:金融机构的公司治理问题。主要的挑战几乎是一样的:在政府管控、自律监管和竞争中寻求平衡。

(二)国际化

交易所法律的国际维度对于许多国家的法律而言都是一个新现象,譬如其域外效力。当新技术的产生允许德国或者其他地方的交易所运营者在世界各地吸收交易所会员时,美国却通过禁止外国交易屏幕进而阻止进入美国市场。或许出于对美国的愤怒,此时德国立法者才开始管理外国交易系统进入德国的渠道。从以上的案例以及其他国家的情况看,各国关于外国交易所准入问题的争论更多是出于政治因素,而不是监管因素的影响,特别是各国监管本身并没有因投资者跨国界交易的风险而受到质疑。尽管允许另类交易系统进入外国市场可能对监管提出了更高的审慎要求,但正确的策略应该是相应地区分交易所运营者和监管者。

基于美国对于外国人——如交易商、发行人以及交易所进入美国资本市场的诸多限制的大背景,这一话题依旧应该在政治议程上。早期讨论的结果推进了以下方面的改革以减轻外国发行人的负担:其中包括了从美国资本市场退出时的成本(2007年),那些需要按照国际财务报告标准准备其财务报告的公司(2007年),那些尚未在全国性交易所上市或者公开交易的公司(2008年),此外还有专门针对关于外国发行人的信息披露制度的改革(2008年)。

国际层面证券交易法的其他问题是跨国经营的交易所并购。最著名的是纽交所和泛欧交易所的合并,而后者则是比利时、法国、荷兰、葡萄牙和英国等国交易所的控股公司。政策制定者对于此类组织的监管感到愈发的不安。此外,越来越多的顶尖交易所的合并带来了严峻的反垄断问题。与每个国家监管者都倾向于扩大本国监管体系的域外效力相比,更好的监管手段或许是增强和外国监管者的合作。纽约—泛欧交易所合并的失败(2011/2012年)再一次使这一问题凸显出来。另类交易系统带来的激烈竞争会不断地促使传统交易所运营商彼此合并,以降低其运营成本。这意味着跨境的交易所合并不仅会继续成为交易所运营商关心的问题,也会成为立法者、监管者以及其他评论人士的关注重心。

(三) 市场分割

从交易所诞生之日起,交易所和其他股票、债券或者商品的交易场所之间的竞争就出现了。由于证券交易的时间和空间都集中在交易所进行,这就使得交易所和其他的交易场所实现了分离。在区分交易所和其他市场的传统难题就是交易所和其他市场的运营商之间的矛盾,无论是他们相互之间的冲突还是和官方机构的冲突。正如上文提及的普鲁士高级行政法院的决定(1898年),将交易所和其他交易场所进行区分一直被认为是一个监管难题。

直到十年前,其他交易场所还无法从传统交易所手中夺得足够的交易量。网络效应解释了原因:一个市场的流动性越强,其交易成本就越低,更低的交易成本又能够反过来增强其流动性,流动性的增加又反而使得交易所更具吸引力。在这样的背景下,进入市场会十分困难,如果没有相较于目前市场占有率的明显优势,竞争者就无法成功进入。过去的十年间,技术进步极大地减少了市场进入的障碍,因为世界各地均可以极低的成本(增强了其流动性)引入另类交易系统。此外,全世界的立法者和监管者都调整了市场体系以使得更多的竞争对手能够进入市场。因此,证券交易所失去了在许多领域的市场份额,有的甚至失去了市场领先地位。两个例子可以表明这一趋势:2005年年末,众所周知的是纽交所的证券交易量占在纽约上市交易的股票的比重跌落至75%,这是自有该记录以来的30年中的最低点。不到三年,在2008年夏,纽

交所的市场份额仅仅占25%。从2008年1月到10月,伦敦证券交易所在英国的市场份额96%跌至58%,随后该比例在2010年上升至62%左右,不过2011年又下降到50%以下。

实际上,交易商、发行人、监管者以及绝大多数其他市场组织对另类交易系统带来的竞争是持欢迎态度的,因为它极大地降低了交易成本。即便是交易所一开始也是受益的,因为总成交量的增长是大于其市场份额的减少的。直到一段时间后,市场观察者才意识到市场分割的不利影响,譬如差异定价(而非交易所的集中定价)、不透明性(由黑池与其他的私下交易形式带来的)或者不公平的交易选择(使得专业交易商对于其他投资人占据优势)。不难想象的是,监管者或许会决定再次介入市场,引入一个促进市场集中的体系。未来的改革或许会将几乎从未在交易所交易过的交易对象纳入交易所的范畴,譬如差价合约或者场外衍生品。

(四) 自动化

越来越多的交易指令由计算机通过算法程序发出而非人类。正如日常生活中的其他领域,自动化带来了巨大的便利且其本身并没有什么值得担忧的。尽管在过去的几年间,自动交易指令和自动撤销指令的占比已经在许多市场上大幅上涨,算法交易已经具有了决定性的影响,但近几年来,一系列的风险开始出现,人们也开始反思对于算法交易的监管,而它又被称为高频交易。

公众已经知道了美国声名狼藉的“闪电式崩盘”,是指许多公司的股票由于看不到的冲击而在短时间内狂跌(2010年5月)。可能我们永远不能完全了解那一天到底发生了什么,但是从许多分析报告看来算法交易在其中起到了关键的作用。至少,算法交易增加了越来越多的卖空指令致使市场无法消化。另外一个著名的案例是“BATS全球市场公司”首次公开发行失败。讽刺的是,这是一家交易所和其他交易设备的运营商, (“BATS”原意为“更好的另类交易系统”):在首日交易日, BATS的股票在几秒内就瞬间从50美元跌至将近0美分,使得交易不得不中断且IPO被迫撤回(2011年3月)。

目前来看,至少有两个监管问题需要更深一步的研究思考:第一,很多交易所运营商允许算法交易商发行并取消指令,以通过损害别的交易

商的形式来赚钱(类似于传统的提前交易,即抢帽子交易)。这和传统的证券交易法基本原则是冲突的,比如平等对待交易商或投资人。第二,算法交易经常倾向于跟风,这意味着计算机总是会买入那些疯狂上涨,并卖出或者做空正在疯狂下跌的股票。如果这成为市场上的常态,他们就会自我实现且股价就会偏离其公允价格。此外,这有违于证券法尤其是证券交易法的主要理念:降低市场的波动性和通过撮合供需双方进而定出能够反映市场利益的价格,以增强市场的可信赖性。

四、展望:证券交易法的未来

证券交易所和证券交易法处于一个互相影响的关系中。理论上,证券交易法有更大的影响力,因为政策制定者可用它来构造交易所以及其周边环境。但是历史经验却显示,实际中发生的事件往往推动着政策制定者的决策。与其他领域过分火热的立法活动不同,我们坚持稳健的立法模式,而不是像最近金融市场上丑闻频发后出现的那种匆忙的立法。

长远来看,政策制定者、监管者和学者探讨的主题可能不是证券交易所和证券交易法本身,他们更关心的可能是证券交易所或证券交易法将来是否还会存在这个问题。交易所份额的大幅减损和新兴起的极具竞争力的交易系统表明交易所的许多功能可能可以由其他交易场所来完成。相应的,当这些交易场所的监管变得越来越重要,传统意义上证券交易法的重要性在现实中就减小了很多。对于很多观察者来说,证券交易法在监管层面已经失去了其至高无上的地位,而现如今仅仅被理解为资本市场法律或者证券法的一部分。欧洲很多的法域中这一转变都很明显:法国和英国仅仅将交易所的经营作为金融服务监管对象的一个领域。德国至今还有一部《交易所法案》,但是却变成了“无本之木”:从其第一次执行始(1896年),其中的很多主要内容已经被移转到证券交易法案和其他法律之中。

四年前,我们曾怀疑证券交易法究竟是否有未来,但如今的交易实践与监管环境都已经发生了很大的变化。市场的分割程度已经大大增加,证券交易所也已不再是交易商进行交易活动的主要地方。很

多市场上,算法交易成为主要驱动力,使得交易指令的下达和取消可以在一秒钟内进行数次。市场分割和自动化这两大发展趋势挑战了传统的监管体制,因为它们威胁到了交易所的一个核心功能:将交易集中并标准化以使得供求方可以在“公允”价格上达成交易。如果政策制定者认为有必要干预交易,那么制定出的法律实际上就是“证券交易法”。即使这些法律条款会成为更为一般化的资本市场或证券法律中的一部分,不难想象的是他们也会被赋予传统意义上的“证券交易法”的头衔。不管怎样,他们都至少可以从其功能的角度被称为证券交易法。鉴于最近的发展趋势,说证券交易法的发展将进入一个全新的时代并不为过。