

网络环境下中国证券业自律 监管制度改革的路径选择

楼 晓*

摘要:随着网络技术的提高,传统证券市场即开始向另类证券市场发展,证券市场的电子化、网络化对传统证券市场的结构及其监管产生了深远的影响,并提出了新的挑战。我国基本属于传统证券市场,现行证券立法也缺乏对网络环境下的证券跨境交易监管的规定,尤其是跨境证券交易中具有明显优势地位的相应的证券业自律管理制度的建立更是处于空白,亟待建立。

关键词:证券业自律管理 另类证券市场 交易所改制

一、传统证券市场向另类证券市场的发展

(一)传统的证券市场结构及其经济环境

证券市场结构的繁简在一定程度上影响或决定着证券监管体制的选择。不同证券市场的构成及其各结构之间的量比关系在不同的国家由于其

* 法学博士,西安交通大学法学院副教授。

市场的发展程度不同形成了不同的证券监管体制。

就英、美证券市场的而言,自 18 世纪其证券市场萌生时,最初是以政府债券为主要发行和交易品种的,交易市场的形成和交易所的成立也是为满足当时因为战争而由政府发行的各种战争债券筹集资本以支付战争带来的巨额费用。证券市场萌生初期交易的品种主要是政府债券以及公司发行的股票等典型的、传统的证券。19 世纪,美国证券市场也依然保持着较为传统的、简单的市场结构特征,证券市场中交易的证券品种也多是股票、债券为传统的传统证券。尽管此阶段,在美国也存在一些区域性的证券交易所和全国性的证券交易所,但是这些交易所还保持着最初成立的交易所性质,即交易所还是非营利性的互助性的社团法人组织,交易所也依然保持着典型的私人俱乐部的特征。无论是交易的证券品种还是交易所的性质都相对单一,至 1929 年,美国证券市场股市崩盘前的一百多年的历史中,交易所保持着重要的行业自律管理组织的性质和职能。

(二) 多层次的、混业的证券市场结构及其经济环境

20 世纪中期以后,美国证券市场开始走向多层次结构的道路。除了纽约证券交易所之外,1968 年美国证券商协会(NASD)为解决场外交易市场(OTC 市场)的分割问题,创建全美证券商协会自动报价系统,即纳斯达克(NASDAQ)证券市场,成为全美证券交易商协会自动报价系统(national association of securities dealers automated quotations, NASDAQ),是一个基于电子网络的无形市场,目前有约 3200 家上市公司,是美国上市公司最多、股份交易量最大的证券市场。1971 年该交易系统正式启动。NASD 把 500 多个做市商的交易终端和数据中心连接起来,形成一个数据交换网络,并从 OTC 市场挑选出 2500 多家规模、业绩和成长性都名列前茅的股票,规定做市商把这些股票报价列示于该系统,供投资者参考。1975 年,NASD 提出了上市标准,彻底割断了与其他 OTC 股票的联系,成为一个完全独立的上市场所。

目前,就世界各国证券市场结构来看,其证券市场结构基本均已经形成全国性的证券市场和区域性的证券市场相结合的多层次的证券市场结构。在美国除了著名的美国纽约证券交易所、美国证券交易所、纳斯达克交易所外,在美国一些州还存在一些区域性的证券市场,如著名

的费城证券交易所(PHSE)、芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange)、中西部证券交易所(Nwse)、波士顿证券交易所(Bosse)等。

此外,除了有符合典型上市公司的称为主板的证券交易市场,也有针对中小企业及创业企业的创业板交易市场。如美国还设立的电子柜台市场OTCBB,OTCBB是由纳斯达克管理的股票交易系统,众多公司的股票先在此系统上市,获得最初的发展资金,通过一段时间的扩张积累,达到纳斯达克或纽约证券交易所的挂牌要求后升级到这些市场。

另外,随着证券交易场所的不同还区分了场内交易市场和场外交易市场,20世纪后期,一些证券市场发达的国家开始实行金融业的混业经营,证券市场与其他金融市场开始相互交叉,形成金融业混业交叉的市场格局。

(三)另类的证券交易市场结构

进入20世纪中期以后,随着经济的全球化和金融的自由化浪潮的推动,证券市场的结构和运行机制有了新的发展趋势和重大变化,尤其是随着计算机技术的迅猛发展和全球普及,证券电子化已成为世界各国普遍采取的主要形式,并以势不可当的面貌成为证券市场发展不可逆转的趋势。在这一趋势中,最引人注目的就是另类证券市场、另类证券交易系统的崛起和广泛运用。

另类证券市场主要是由另类交易系统组成的。另类交易系统(alternative trading systems,ATSs)主要是针对传统交易市场、传统交易系统而言的,是指在传统交易所之外,为在传统交易所上市交易的证券提供的另外一种交易方式,由此形成的另类交易市场。^[1]它既是一种金融市场的创新,也是一种金融服务方式的创新。另类交易市场属于第三层次的网上证券交易市场,是形形色色的网络场外交易系统的一种。^[2]另类交易市场是证券市场电子化、虚拟化的产物,是高速发展的计算机网络技术在金融领域中应用的结果,这种诞生于证券市场电子化背景下的新型的证券交易系统,由于电子化的无疆界的特征决定

[1] Hal McIntyre, *ECN and ATS: The Electronic Future*, *Whit Paper for Wall Street Technology Association*, Sep, 1999, <http://www.64.33.34.189/library/ecn-ats.shtml>, 2011/12/27.

[2] 曾冠:“另类交易系统的法律界定”,载《网络法律评论》2006年第1期。

了另类交易系统自其诞生之日起不仅具有与传统交易所相似的功能,同时又形成对传统交易所的替代,并对传统交易所构成强烈的冲击和挑战,并迅速成为一个全球性的现象。^[3]

由于另类交易市场的电子化特征,ATSS 突破了证券市场的时空、国界的限制,增强了证券市场的国际流动性,增加了证券交易的机会,便利证券的跨境交易,极大地提高了证券市场的效率,并具有无中介、低成本的优势。但是,在其快速发展的同时,也相应地增加了证券交易的风险,更易滋生证券市场操纵、欺诈等违法行为的发展。

由于各国证券市场的电子化、自由化程度不尽相同,故而 ATS 在各国的发展程度也有所不同。1994 年国际证监会组织 (IOSCO) 就在其《关于跨境专属屏幕交易系统监管问题的报告》中提到了这种以网络交易为基础的新型交易市场。^[4] 1997 年美国 SEC 专门针对 ATS 做出了具体的立法规定 (ATS 条例),并将其列入 SEC 的监管之中。根据美国 SEC 的规定:ATS 是指为聚合证券投资者而建立、维持或提供市场或设施,或履行 SEC《规则 3b-16》中界定的证券交易所一般发挥的与证券有关的功能,且通过制定规则规范系统认购者的行为,或通过将认购者驱逐出系统来惩罚认购者的任何组织、协会、个人或个人团体、或系统交易。^[5] 目前,关于另类交易系统的构成还存在一些不同的界定和认识,如 2000 年 9 月《欧洲 ATS 监管报告》中认为 ATS 是指不作为交易所进行监管,但是通过系统运作者制定规则,并按照确定的规则聚合投资者、形成或产生不可撤销合同的自动交易系统。^[6] 据此,欧盟根据功能分类认为 ATS 包括报价驱动系统、指令驱动系统、价格展

[3] Hal McIntyre, *ECN and ATS: The Electronic Future*, *Whitr Paper for Wall Street Technology Association*, Sep, 1999, <http://www.64.33.34.189/library/ecn-atss.html>, 2011/12/27.

[4] 孔翔:“网上证券交易与监管”,深圳证券交易所研究报告,载 <http://www.Szse.com>, 2010 年 10 月 29 日访问。

[5] See Regulation of Exchange and Alternative Trading System, US Securities Exchange Act Rule 300(b).

[6] FESCO, *The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe*, A Paper for the EU Commission, 25 Sep. 2000, at 4-5; <http://www.eurofefesco.org/vl/default.asp.2012/9/21>.

示/配对系统、活跃的公告板。^{〔7〕}而香港证监会则认为凡为证券与期货合约提供自动交易的系统都属于ATS。尽管各国有所不同,但一般而言通常认为ATS包含如下系统:电子公告板(electronic bulletin boards)、自动交易匹配系统(automated trade matching systems)、电子通信网络(electronic communication networks, ECN)、专有交易系统(proprietary trading systems PTS)及与经纪商客户自动连接系统(broker-to-client automated linkages)。

这种与传统交易所之外设立的、旨在为传统证券交易所或其他有组织市场上市的证券提供电子化、无中介交易设施、无传统交易所大厅、无传统交易所互助性组织特征的电子化自动交易系统,在当今成为传统交易所的一种替代,投资者只要进入特定的ATS,就可以相互寻找交易对手,并通过相互磋商成交证券,极大地提高了交易的效率、节约了交易成本。尤其是当机构投资者成为证券交易的主要主体后,更加便利了机构投资者的大额交易完成、缩短了交易途径。ATS在其几乎伴随着纳斯达克市场同时登上证券市场的历史舞台后,成为继交易所市场、OTC市场、非交易所会员交易上市证券的第三证券市场以后的又一市场,并被称为第四市场。^{〔8〕}

ATS的出现不仅极大地促进了证券市场的国际化,也使得证券市场结构更加的复杂化、加剧了证券投资风险。ATS与传统交易所之间的竞争与合作成为当今各国证券市场发展的一个趋势,也带来了严重的挑战。^{〔9〕}其不仅与传统证券交易所竞争业务,也为场外交易证券提供更多的交易平台。并且随着ATS的大量涌现,ATS之间的竞争也日趋激烈。例如,在ATS的发展中,电子通信网络ECN(electronic communication networks)作为ATS的一个子系统在聚集投资者执行交易方面尤为突出,并大有取代ATS之势。这种可以促使广大投资者能够直接进入这些电子交易系统,在方便投资者的投资的同时,也给投资者投资带来更大的风险。这些风险主要表现为:(1)市场分割风险。由于另类证券

〔7〕 同上注。

〔8〕 Louis Loss, *Securities Regulation*, 3rd edition, p. 617.

〔9〕 于旭刚:《交易所非互助化及其对自律的影响》,北京大学出版社2001年版,第92~95页。

交易系统的价格发现功能仅限于其自身的限价委托,故更容易导致不同的价格形成,从而产生市场的分割。(2)委托指令得不到最佳执行的风险。正是由于另类交易系统中一个委托指令不能在不同的另类交易系统中相互出现,这种相对独立的市场使得系统在对投资者买卖证券的指令在系统内进行配对时,与之相配对的指令也难以形成最佳的执行价格。(3)技术性风险、操作性风险。另类交易系统是建立在信息技术的网络化服务基础上的,但任何技术的发展和都不是完美无缺的,网络技术的安全性仍是网络服务中最大的隐患和重要课题。正是这种技术的缺陷和安全漏洞的存在,势必在另类证券交易中面临中巨大的技术风险和操作风险。(4)第三人侵权风险。网络信息技术中特有的虚拟性及易篡改、窃取特征使得网络中第三人侵权的风险无处不在。(5)技术选择风险。^[10]

另类证券交易系统作为金融创新的产物,需要的高科技技术的支撑,而技术设计上的漏洞将使另类证券交易处于竞争劣势地位,面临投资者技术选择的风险。而上述这些风险却又由于另类证券交易系统的电子化特性,使得这种风险的扩散速度更快、破坏力更强、损害更大,同时监管风险也更大。而由于另类证券交易系统并没有像传统证券市场那样存在互助性或非互助性的证券交易所,故而监管的需求也难度也更大。

由此可以看出,而随着证券市场的结构的多层次、复杂化、国际化,证券市场风险也在加大,在这种日益复杂的证券市场结构环境下,政府的监管成为一个无可回避的选择。

二、证券市场的电子化、网络化

(一) 证券交易电子化系统的确立、发展

在传统的证券交易模式下,实体的、有形的交易所、交易大厅是实

[10] Roger D, Huang, *Division of Market Regulation of SEC, Special Study: ECNs and After - hours Trading*, June, 2000, <http://mba.vanderbit.edu/fmr>. 2012/9/28.

现证券交易最重要的场所,这也是证券市场发展最初最直观的交易模式。但是,在历史进入20世纪60年代时,这种有形的标准化的交易模式随着计算机技术的发展受到了前所未有的挑战和突破。电子计算机率先在发达的证券市场国家中应用并获得了空前的发展。早在20世纪60年代以前,美国证券交易的信息主要是通过美国股票交易所和纽约股票交易所的股票行情自动报价体系发布,而地方证券交易所和场外交易市场的实时价格信息和实时成交信息则无从知晓。在20世纪60年代末以前交易指令通常都是在交易所通过叫价进行的。1964年计算机首次进入美国纽约证券交易场所。1968年,美国证券商协会(NASD)开发了一种自动报价系统,这就是著名的美国纳斯达克交易系统,它是一个通过计算机网络进行买卖的电子市场,成为继纽约证券交易所之后最发达的证券市场,并有后来者居之势。

1973年,美国纽约证券交易所市场资料系统实行完全的自动化系统。1977年英国建成市场间电子交易系统ITS。1997年英国伦敦证券交易所正式引入电子订单竞价交易方式。1986年,伦敦交易所证券交易自动报价系统SEAQ,该电子交易系统融合了竞争性报价和会员指令,专门用于交易流动性较差的股票、备兑权证、另类投资市场股票等。^[11]1977年,加拿大多伦多证券交易所也开始使用自动教育体系CATS。1982年,日本开始引入计算机辅助下的单程自动交易系统CORES。1999年,日本全部证券交易经电子交易系统进行,实现了完全的证券交易电子化改革。而随着证券市场电子交易系统的普及,网上证券经纪业务也迅猛发展起来。这种纯互联网战略形成了较低的成本,使其能够对每笔交易收取低很多的手续费。^[12]

中国于1990年及1991年成立上海证券交易所和深圳证券交易所后,很快就完成手工作业方式向电子交易形式的转变,并确立了全自动的电子交易系统。经过20多年的发展,深沪两地交易所的交易系统不断完善,已实现了从实物交易到电子无纸化交易、从人工竞价到计算机

[11] 杨志华:《证券法律制度研究》,中国政法大学出版社1995年版,第3页。

[12] 载中国证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/cn/homepage/index.jsp>2004.11.28,参见《证券时报》2004年6月21日版。

自动撮合、从有形席位到无形席位的巨大转变。目前,中国也已建立了在世界上具有领先水平的高效、安全、快捷的计算机自动交易系统和通信网络。

(二) 证券市场的网络化

20世纪90年代初期,随着现代信息技术革命的迅速发展,互联网的日益普及,使得证券的电子化交易方式具有高效、经济的优势,已日益为世界各国主要证券市场接纳并认同,并与互联网紧密联系起来,形成了证券市场的网络化,并成为当今世界证券市场发展的潮流。例如,“NASDAQ已经将自己的网络与Internet连接在一起;芝加哥期货交易所也关闭了交易大厅,全部采用网络交易方式。未来大部分公司都能在互联网上面向全世界发行它们的股票,进行全天候的交易。电子化证券交易方式对投资者来说,简化了投资过程,因此降低了投资成本;对公司来说,能够在最大的范围内聚集到尽可能多的资金”。^[13] 不仅证券交易实现了电子化、网络化,同样,网上证券经纪业务也成为一种更普遍的业务方式,网络经纪业务较之传统的证券交易、经纪而言具有更大的优势,如增加了证券信息的丰富性和流通效率,提高了资源配置效率。

传统证券表彰一定权利,在形式上也总是以一种有形的实物凭证形式存在。而随着电子信息技术的发展,有形的实物证券已向无形化转变。“证明股权关系的股票和债权关系的债券等证券不再是实物凭证,而成了电子符号或数据存在于数据库中。这种没有实物凭证的股权关系和债权关系被储存在电脑中,以电子符号或数据的形式证明发行人和持有人之间的权利义务关系,这样的证券被称为电子证券。”^[14]

证券市场的网络化使得网络化的证券与传统证券最大的区别就在于其存在形式的虚拟化,除此之外,网络化证券的虚拟化还存在有形物理状态下的证券转移交付转变为虚拟化的电子清算和交割方式所代替。投资者对这种网络化证券进行的权利转移等行为,也是通过电脑和互联网络进行的数据交换(EDI),而不再出现将股票等证券由一方

[13] 齐爱民、陈文成:《网络金融法》,湖南大学出版社2002年版,第245页。

[14] 齐爱民、陈文成:《网络金融法》,湖南大学出版社2002年版,第246页。

手中交付给另一方的手中这样直接明确的转移行为。这种虚拟化的方式虽然不会影响其固有的证券性质,但却存在电子化存储系统中固有的重要的安全性问题。

(三) 电子化、网络化对证券市场结构及监管的影响

电子化、网络化证券对证券市场及其结构的影响是深远的。这种影响首先表现为:电子化改变了证券市场的生存基础。拥有宽敞的交易大厅的证券交易所是传统证券市场最显著的特征和标志。宽大、嘈杂的交易大厅是实现纸质证券交易必备的设施和场所。但是,证券电子化后,所有证券交易程序成为各种数据、信息的传输、消化和交换,由此使传统的交易大厅失去了原本重要的意义。在全面实行电子化、网络化证券后,许多的交易大厅被关闭了。例如,1990年澳大利亚交易所在全面实行自动交易系统后,关闭了自己的交易大厅。1998年,加拿大多伦多交易大厅仍然存在,但是交易所92%的证券交易转移到电子交易平台,交易大厅几乎无交易可言。同年,巴黎期货交易所也关闭了自己的交易大厅,电子化交易以不可言喻的优势将喊价交易淘汰出局。^[15]

而且,电子化、网络化证券直接改变了证券市场的运营方式。在电子化与互联网的模式下,投资者摆脱了对证券经纪商的依赖,投资者无须再通过经纪商的中介行为即可以直接进入市场,形成了“脱媒现象”(disintermediation),^[16] 证券经纪商也失去了其身于交易大厅而拥有的信息优势,由此,建立在证券经营中介机构控制体系下的证券市场运作模式受到了极大的挑战,并逐渐消弱。^[17]

更重要的是电子化、网络化证券改变了证券市场原本交易相对简单的结构,另类交易市场正是随着证券的电子化应用而生的。另类交

[15] Henry M. Paulson, *Remarks at the SIA Annual Meeting*, Nov. 4, 1999, <http://www.gs.com/interest/sia99.html>. 2012/3/19.

[16] Domowitz Ian, *Liquidity, Transaction Costs and Reintermediation in Electronic Markets*, Paper Presented for the Financial E-Commerce Conference of the Federal Bank of New York, 2001.

[17] Craig Pirrong, *Electronic Exchange Are Inevitable and Beneficial*, Regulation, Vol. 22, No. 4, 1999.

易系统既区别于传统的交易所,但又发挥着交易所的功能,形成有别于交易所交易市场的另类交易市场。“另类交易系统”的出现,混淆了传统交易所、场外交易市场(OTC)、经纪商与交易商之间的界限,其既像一个一个交易所,又包含有传统经纪商和交易商的功能,^[18]由此带来更复杂的监管问题。

除此之外,电子化、网络化的证券形成了新的证券市场的竞争格局。长期以来,传统证券交易所在证券交易服务行业中一直处于垄断的地位,如果交易所的建立是指政府主导下生成的,这种垄断地位更非同一般。而在电子化下的交易市场中,由于其成本的低廉、交易的便捷、电子的无疆界等优势,决定了电子化、网络化下的证券交易系统和市场在与传统证券交易所市场的竞争中更具强大的竞争优势,从而挤占市场份额,容易形成新的垄断局面。

三、证券市场网络化下的证券业自律管理体制改革之路

(一) 中国证券交易所公司化改制的必然趋势

1. 提高证券市场竞争力的必然之路

经济发展总是呈其周期性波动,即从最初的经济增长,到通货膨胀、危机爆发,进而转入萧条、滞胀,然后是恢复、重新进入经济的下一轮发展的周期性循环当中。金融市场的发展似乎也不断的遵循显现这一经济周期性发展波动的规律。每一次金融危机发生都是在各种因素的成就下爆发的,无法归罪于某个原因的。但是在证券发展历史中,1929年美国的股市崩盘事件,使人们将危机引发的原因更多的直指交易所行业自律管理的缺陷,从而对交易所自律管理的有效性及其存废提出强烈的质疑。而让人们还记忆犹新的2007年美国因次贷危机爆发的金融风暴,周知的看法亦都认为这场危机主要是金融监管制度的缺失造成的,是华尔街投机者钻制度的空子、弄虚作假、欺骗公众的结

[18] 于绪纲:《交易所非互助化及其对自律的影响》,北京大学出版社2001年版,第95页。

果。但实际上,究其根源,这场危机的一个根本原因同样在于美国自20世纪80年代后近三十年来加速推行的新自由主义的经济政策。而这一根源的揭示,又使人们对新自由主义政策下的行业自律管理制度以及行业自律管理机构的自律功能效力大加指责,重新引发了自律管理制度的废除论争辩。

尤其是20世纪80年代之后,证券交易电子化、网络化的普遍实行,证券交易所非互助化的公司制改制,也彻底改变了传统交易所存在与运作的方式。另类交易市场的出现、跨境交易所的结盟、自动交易程序的广泛运用,使得传统交易所、场外交易市场的存在意义和功能模糊、弱化。这些证券市场发展的新趋势、新特点使得基于传统交易所架构起来的证券业行业自律管理体制更是受到了前所未有的挑战。尤其是在证券业自律管理“公权化”严重异化的背景下,自律管理制度的存废成为监管者、市场业者以及理论界学者广泛争议和关注的焦点。废除与保存之争持续不断,而证券业行业自律管理制度如何在这种争辩中生存、发展则成为世界各国金融监管制度改革的新课题。

尤其是在另类交易系统广泛运用所带来的证券交易全球化背景下,交易所交易大厅的弱化也使其自律管理抑制了竞争。例如,Oesterle教授认为,1998年SEC颁布的《ATS条例(另类交易系统条例)》要求ECN在自己组织自律组织和加入NASD成为其会员之间做出选择的规定毫无意义。因为ECN是通过专业化的计算机软件进行实行自动匹配交易指令的,不存在交易大厅及其所产生的问题,^[19]故而在另类交易市场中自律组织存在不仅没有意义,同时SEC的规定还存在限制竞争的问题。

证券的电子化、网络化、全球化使得交易所交易大厅存在严重弱化的背景下,放弃行业的自律管理,而由已公司制的交易所参与到市场的竞争,通过市场竞争约束其自身的行为。这种交易所之间的相互竞争会促使其提供更加有效、最诚实的交易制度。

在漫漫历史长河中会员制占据了大部分时间,而随着经济与科技

[19] Dale Arthur Oesterle, *The SEC's Assault on Electronic Trading Regulation*, Vol. 21, No. 3, 1998.

的发展,公司制交易所自登上时代的舞台后发挥越来越重要的作用。

证券交易所公司制改制的外部因素在于随着技术的进步,证券交易的电子化、无中介化、国际化使交易所面临激烈的国内外竞争,交易所必须提高运营的效率。交易所的公司制改制有助于使交易所的管理层以交易所和股东利益最大化为出发点,而不是追求某一会员或者利益团体的利益。交易所变成公司制后,由于股票流动性的加强,将为交易所的联合和并购提供便利,并且有利于实现股东的利益。成为交易所的股东之后,原来的会员享有股东的权利,可以通过转让股份或者分配盈余实现股东的价值。^[20] 由于以上的内外部原因,导致越来越多的交易所由会员制变革为公司制。

一般而言,发达国家是由市场自发演进,由于其市场机制的高度完善,金融市场发育比较成熟,交易所的市场认同度较好。因此,这些国家的交易所能够对来自外部竞争压力和内部寻求不断自我完善的双重作用产生良性反映,从会员制变革为公司制以新的组织形式和智力结构创新等安排,达到了维持其竞争力和市场地位的战略目标。^[21] 例如,澳大利亚证券交易所和纽约证券交易所的公司化改造则基本上是交易所根据自身的情况积极响应市场变化而演变而成。^[22]

然而,尽管我国金融、证券市场机制不完善,其证券市场也处于发育过程中,但是为了面对越来越激烈的市场竞争,为在证券市场国际化发展趋势中寻找应有的位置以便能够参与国际间的证券市场竞争,现实和发展均需要进行金融监管体制及交易所自律管理体制的改革。否则,要么交易所的市场效率日渐低下,要么在日益开放的世界金融市场中,本国的交易所日益被边缘化。

2. 证券网络化下我国交易所公司化改制的应然选择

电子交易技术的发展以及应用为证券业提供了巨大的发展空间,既使得证券业的消费者有更多的选择,也使得交易所与场外交易的竞争愈演愈烈,对交易所的创新能力和综合管理能力提出了更高的要

[20] 谢增毅:“证券交易所组织结构和公司治理的最新发展”,载《环球法律评论》2006年第2期。

[21] 朱相诚:“证券交易所公司化”,载《海外趋势与中国选择》2012年第6期。

[22] 朱相诚:“证券交易所公司化”,载《海外趋势与中国选择》2012年第6期。

求,而会员制的束缚严重限制了这种竞争的持续。

在信息化时代,计算机和网络技术的迅速发展,给交易所的传统交易方式形成了强大的外部压力,另类交易系统(ATS)、电子通信网络(ECNs)和互联网交易的出现挤占了传统交易所的经营空间。2000年,市场另类交易系统完成的证券成交量占全部成交量的30%以上,占成交额的40%。这些外部交易方式的竞争压力正迫使传统交易所改进他们的治理结构,形成迅速高效的决策机制,从而改变传统会员制交易所制度下实行“一员一票”的低效决策机制。因为传统会员制交易所中各会员在证券交易所有着不同的利益和优势,交易所的重大决策给不同会员带来的影响不同,出现会员各自利益的冲突,如在决策形成过程中,会员代表更多考虑决策对自己公司的影响,执行董事则更多地从交易所利益出发,而独立董事则还应从中小股东利益保护出发等均出自个体利益的角度来考虑决策的效益,这种利益多元化的考虑大大降低了决策效率。^[23]

然而,我国证券交易所的组织形式,与立法规定的性质、组织形式并不一致。事实上,我国的证券交易所既不是公司制,也不是真正的会员制,既不是政府机关,也不是事业单位,但却具有会员制、事业单位和国有企业的某些特征,正如上海证券交易所研究中心2002年5月13日所发布的一个报告所指出的那样,“我国证券交易所没有自主利益的载体,也不是自律性管理的法人,更多的是一个执行国家有关管理部门法规与行政命令的执行机构”。我国证券交易所目前的这种体制是我国从计划经济向市场经济转轨过程中的一种过渡性体制。^[24]而且,我国资本市场过于单一和集中,两大交易所之间互为分割的状况无法提升交易所的竞争力,也不利于资本市场的充分发展。面对证券交易所徒有其名的会员制、貌似科学的治理结构和空有其表的竞争环境,尤其是面临全球范围内证券交易所公司化改制浪潮以及交易所“朝底竞

[23] 匡霞:“世界证券期货交易所公司化改革对我国的启示”,载《云南财贸学院学报》2011年第4期。

[24] 郭洪俊:“证券交易所的性质、定位及相关问题研究”,载徐明主编:《证券法律制度研究》,百家出版社2002年版,第261~262页。

争”加剧的时代背景,^[25]以及证券交易的网络化及证券跨境交易的区域性联盟格局的趋势下,改革我国的证券交易所组织形式已经势在必行。实际上,证券交易所公司化的本质并不是其组织结构与经营目标,改制最具有实质意义的是其所有权结构的变化,也即交易所公司化的核心是“谁拥有交易所的所有权”。^[26]改制的事实也显现了交易所公司化后创造了更大的市场盈利份额。据国际交易所联合会(FIBV)统计,1999年,其52家会员交易所中有15家已经公司化,14家公司化方案已经获得会员大会通过,还有15家交易所在积极考虑实行公司化改革。公司制改革趋势不仅使公司制交易所在数量上占据主导地位,而且在完成的证券交易份额上,也占据了主导地位。2000年仅8家已经完成公司制改革的主要证券交易所当年完成的证券交易额达到2916万亿美元,占全球证券占全球证券交易额5118万亿美元的57%。^[27]也正是这种巨大的潜能,使公司制成为当前全球证券交易所的主导治理模式。

现代信息科学技术的快速发展改变了传统证券交易的模式,网上交易业务的兴起和证券交易的电子化使得传统的交易大厅逐渐虚拟化,失去用武之地,反而成了资源浪费与泡沫的标志。同时,证券市场网络化的普及使得投资者不再通过经纪交易商进入证券交易所,而是直接进入市场,出现“脱媒现象”。而且,证券市场的国际化和证券交易的跨境交易联盟,使得各国很难维持完全封闭的本国证券交易所,日益加强的跨国流动的趋势也使得相对封闭的会员制交易所难以面对复杂、多变的竞争压力。

实行交易所的公司化改制,转变证券交易所的治理结构,减少会员制交易所中会员对交易所的过分控制,将有助于使其能够以拥有更专业的管理以及更有效率的决策,快速地应对市场变化,参与全球资本市

[25] 冯果、李安安:“投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革”,载《法律科学》2012年第2期。

[26] Benn Steil, Cha, *Ges in Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences*, in *Brookings - Wharto Papers on Financial Services*, edited by Robert E. Litan and Anthony M. Santomero, Washington D. C. Brookings Institution Press, 2002.

[27] 冯果主编:《证券法》,武汉大学出版社2014年版,第233页。

场份额的竞争,保持创新和竞争力。^[28]尤其是在公司制后,交易所可以吸纳更多资本,因为相同的公司治理结构制度可以使交易所容易相互之间形成证券交易的跨境联盟,扩大交易所的市场占有份额,并可以通过兼并收购、资产重组等形式扩大其在资本市场的竞争力量,而会员制无论在国家证券交易所之间还是一国内部证券交易所之间都很难通过扩大会员数量来做大做强。更为重要的是,在绝大多数国家证券交易所已实行公司化改制后,在证券市场的网络化、国际化背景下,在金融资本的全球自由流动的趋势中,一国要谋求自身经济的发展就必须融入到全球经济大循环中,也必须重视证券交易所这一“资本市场神经中枢”的制度功用。特别是我国证券交易所固有的“公权化”的特色,必然阻碍其在证券市场国家化浪潮中走出国境参与世界资本市场的竞争。因此,唯有积极进行规则调适与制度变革,才能强化其时代适应性品格。

同时,完成交易所的公司制改造,在新的管理架构下,交易所可以容纳更多的中介机构加入交易所,从而提高中介服务行业的竞争,降低交易成本,促进经纪业务的发展。

(二) 网络证券跨境交易联盟下的证券业自律管理改革路径选择

进入 21 世纪,跨境证券交易在全球得到了飞速发展,一些证券市场发达国家的证券交易所开始积极参与跨境证券交易并逐步开始实行跨境证券交易联盟,证券交易的跨境交易联盟也有多方面的内部动因,其中实现规模经济(economy of scale)和范围经济(economy of scope),提高证券交易所得国际竞争力始终是构成各国证券市场竞争力的核心因素。^[29]目前,跨境证券交易中,各证券交易所在探索、尝试不同的模式:其中第一种模式是交易所主动设立市场中一个单独的跨境特别交易板,交易并没有在这个交易所上市的外国股票。例如,伦敦证券交易所的国际自动报价系统(SEAQ international)。第二种模式是轴心交易所策略。例如,美国纳斯达克交易所先后宣布建立纳斯达克日本、欧洲

[28] Jennifer Elliott, *Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective*, IMF Working Paper, 2002, p. 13.

[29] A Resolution of the President's Commission on the IOSCO MOU passed by the President's Committee, May 2002.

和德意志、巴西市场,形成了一个有股权联系的、遍布全球主要成熟和新兴市场的交易所网络。第三种模式是交易所间的战略合作。例如,全美证券商协会和新加坡及欧洲新市场。目的是致力于建立一个整合的市场,拥有共同的监管职能、会籍和交易、结算系统(如 Nordic 交易所)。第四种模式是两个或多个交易所间市场的直接连接,即直接将两个市场间的交易、结算交割和证券保管等均通过交易所的联系完成。^[30] 伴随跨境证券交易的发展,合理的证券监管体制的构架也成为证券市场有序发展中的一个关键因素。

在网络化时代,经济全球化的程度越来越高,国家和地区间的经济联系日益紧密,投资者跨境投资的行为也越来越多。为了适应网络化下证券跨境交易的变化,加强对跨境投资者在证券市场上所进行的各种行为的监督管理,就需要不同国家和地区的证券监督管理机构进行合作。为此,我国现行《证券法》第 179 条规定:“国务院证券监督管理机构可以和其他国家或者地区的证券监督管理机构建立监督管理合作机制,实施跨境监督管理。”然而,尽管我国证监会自 1993 年与香港证券暨期货事务监察委员会签署第一个监管合作备忘录起,现已与 26 个国家或地区的监管机构签署了 29 份监管合作备忘录。^[31] 但国际合作间的证券跨境交易的监管必须建立在各国的国内监管基础之上的合作。而目前我国的证券监管国际合作正是在缺乏国内监管立法基础上的合作,加之我国现行的证券法具有严格的属地性,其针对的是国内证券的国内交易行为,这使得我国现行的证券监管立法对于证券跨境交易行为的监管具有先天缺陷。这种先天缺陷也表现在我国证券监管体制的不协调、不平衡性,证券业自律管理组织严重缺乏真实有效的自律、自治管理功能和品质,交易所的政府职能附属属性以及交易所组织形式的模糊和落后性等方面。因此,我们现行的证券监管模式很难适应证券市场国际化、网络化的需求,上述监管合作备忘录形式的合作监

[30] Jurgen Basedow, Toshiyuki Kono, *Legal Aspects of Globalization: Conflicts of Law, Internet, Capital Markets and Insolvency in a Global Economy*, Boston: Kluwer Law International, 2000.

[31] <http://www.csrc.gov.cn/cn/search/search—detail.jsp?inford=11219276131000&type=CMS.STD.2014/08/21>.

管方式对于我国证券市场的作用微乎其微,其实际效果主要是为别国市场服务。从另一角度来说,我国要对外开放证券市场就必须加强、完善对证券跨境交易监管的国内立法,其中,在跨境证券交易中,具有明显优势地位的证券业自律管理相对应制度的建立即是其必然的、可行的路径选择。而在这一路径选择中,证券业自律管理组织中的证券交易所得公司化改制首当其冲。