

## 境外证券交易所一线监管的渊源 与实践分析\*

刘筱萌\*\*

**摘要:**近年来,尽管证券交易所的一线监管开始进入国内学术研究的视野,但至今对“一线监管”并没有形成普遍接受的概念界定。实际上,今天的证券交易所监管属性已经不再是传统“自律”的范围所能涵盖,证券交易所的特殊地位决定了其监管的特殊性,是兼具私属性和公共属性、商业组织和公共机构的混合体。这一混合属性也是理解证券交易所一线监管实践和其权力边界的基础。分析境外证券交易所一线监管的实践,可以发现一线监管并没有固定的范式,也并不意味着证券交易所行政附随性的增加。尽管自金融危机后全球主要资本市场的行政监管都有所加强,但证券交易所的一线监管并没有出现明显的加强或减弱趋势,仍然与本地市场保持较高的相关性。

**关键词:**证券交易所 一线监管 自律监管  
境外交易所

---

\* 感谢深圳证券交易所综合研究所陈娟博士、曾斌博士、杨梦博士、李中立博士对本文内容的贡献,感谢邱钺、冯诗婷在数据整理方面的贡献。

\*\* 深圳证券交易所综合研究所研究员,法学博士。

近年来,随着我国证券市场的快速发展和不断变化,证券交易所的一线监管开始越来越多地为国内学术研究所关注。但至今学界对“一线监管”并没有形成普遍接受的概念界定,证券交易所一线监管的含义不仅在国际上没有通行的认知,甚至在国内学界也没有形成一致的看法。

## 一、证券交易所一线监管是公共属性与自律属性的结合

从目前国内学界的研究整体来看,并没有普遍接受“一线监管”这一概念,仍然更多偏向使用“自律监管”的概念。<sup>〔1〕</sup>部分学者认为“一线监管”和“自律监管”在运用上具有一定的相似性。例如,“从西方主要交易所一线监管的实践来看,按照监管和运营分离的程度可分为由低到高三个层次。其一,交易所内部保持监管和经营的相对独立性,即自律监管和运营两个部门相互独立,共同对董事会负责;其二,监管和经营运作完全分离,即在交易所控股公司的框架下,分设自律监管和运营两个子公司;其三,交易所把部分监管权限(如对上市公司的部分或者全部监管权限)转移给国家证券监管机构”。<sup>〔2〕</sup>但也有学者认为,“一线监管”和“自律监管”并不是在描述证券交易所监管方式上互相替代的关系,例如“单纯依赖信息披露型的‘市场约束’机制不能从根本上保证一线监管的有效性,而应将监管的导向放在中小投资者切身利益的维护上,通过充分的投资者风险教育、自律监管的提前介入和有效的事后法律和纪律惩戒机制,弥补传统信息披露型监管的不足,构建

---

〔1〕 以中国期刊网为样本库进行检索,我们发现:以“交易所一线监管”为主题的学术论文(来源排除报纸文献)共计20篇,发表时间主要集中在2015~2018年;以“交易所自律监管”为主题的学术论文(来源排除报纸文献)共计982篇,发表时间则集中在2001~2018年。这也与“一线监管”的媒体关注时间基本保持一致,2015年之前有关证券交易所一线监管的内容在网络上出现频率较低,但在2015年后呈现爆发式增长的趋势,特别是2018年至今,一线监管几乎成了资本市场网络搜索量的主流。

〔2〕 张学政、刘磊:《境外主要交易所一线监管的现状、发展趋势及启示》,载《理论月刊》2010年第3期。

适合中国国情的以投资者利益为导向的一线监管体制”<sup>〔3〕</sup>交易所自律监管只是一线监管的一种,而一线监管涵盖的范围似乎更加广泛。不过,多数学者仍然认为“一线监管”并不是我国证券法上的概念,“从字面上理解,这可能是借鉴了香港交易所之法定地位的表述”,“对市场参与者(market participants),尤其是对发行人(issuers)的自律管理(self-regulation)与法定监管(statutory regulation)”<sup>〔4〕</sup>

不仅学界在一线监管的渊源和概念界定上各执一词,实务界在讨论一线监管权限和证券交易所的监管边界时同样莫衷一是。实际上,在世界交易所联合会(WFE)的71名成员中,大多数成员交易所对自身的监管权属性并没有做过多描述,除中国内地之外的境外交易所中,只有新加坡交易所明确宣告了自身“front-line regulator”的性质<sup>〔5〕</sup>在我国,作为最早在海关监管领域使用的专有名词,“一线监管”这一概念首次出现在正式出版的金融类学术论文中,恰好是银行实务界对加强金融监管的讨论,其中提到“我们看法,对分行一级的监管是属二线监管,其总行所在地是一线监管”<sup>〔6〕</sup>随后,这一概念很快进入证券监管部门的话语体系中。在同年6月15日召开的1995年全国证券期货监管工作会议上,时任主席周道炯首次提出,“证券、期货交易所承担着一线监管的重任,没有交易所的规范化运作,就无规范化市场可言,因此必须加强对证券、期货交易所集中统一领导,严格规范交易所行为”<sup>〔7〕</sup>但此后“一线监管”的概念并没有在证券交易所的监管中得到广泛使用,而更多用于指代中国证监会派出机构的监管职权。例如,2015年10月颁布的《中国证监会派出机构监管职责规定》第3条即规

〔3〕 《构筑新型一线监管体制》,载《证券市场导报》2010年第2期。

〔4〕 冷静:《法定自律组织还是法律授权组织:新形势下证券交易所及其一线监管性质辨》,载《证券法苑》(第23卷),法律出版社2017年版,第190~218页。

〔5〕 从71名WFE会员对自身的描述情况看,有7名会员明确了自身一线监管者的地位(除中国内地的上交所、深交所、中金所、大商所、郑商所以及上期所外,还包括新加坡交易所),有60名会员简单使用了“监管”(regulation)一词,另外4名会员(秘鲁交易所、智利交易所、阿根廷交易所以及卡塔尔交易所)并未提及监管。

〔6〕 杜左:《积极引进外资银行 大力加强金融监管》,载《中国金融》1995年第2期。

〔7〕 周道炯:《在全国证券期货监管工作会议上的讲话》(1995年6月15日),载 [http://www.110.com/fagui/law\\_167423.html](http://www.110.com/fagui/law_167423.html),2019年1月23日访问。

定,“派出机构负责证券期货市场一线监管工作,切实维护资本市场公开、公平、公正,维护投资者特别是中小投资者合法权益,防范和依法处置辖区市场风险,促进辖区资本市场稳定健康发展”。〔8〕从我国司法机关的态度来看,似乎也更加认可一线监管属于一项行政权,特别是在涉及对市场主体的权利限制领域,也引发了较多争议。〔9〕由此可见,对证券交易所的监管权力进行研究分析,并探讨境外交易所一线监管的主要情况,具有重要的理论和实践意义。

尽管早期证券交易所的历史可以追溯到荷兰东印度公司成立的阿姆斯特丹证券交易所,〔10〕但现代证券交易所的组织架构和管理形式则源于18世纪的美国。追溯证券交易所监管权力的历史渊源,我们可以发现,现代证券交易所创立之初的证券商自发组织和管理,是纯粹意义上的交易所自律,也是证券交易所最初的组织管理形态。之所以采取这样的组织管理形式,实质上源于早期美国证券经纪的非法性。1792年,纽约州甚至通过立法,认定代理买卖他人所有的股票的全部合同全部无效。〔11〕证券经纪被迫全面转入私人俱乐部,通过私下规则与会员自律进行证券买卖,并严格控制会员的准入。作为一项非法活动,证券经纪商们迫不得已的地下活动性质和保密、封闭的原初属性,实际上决定了后世证券交易所会员制的独特气质。纽约证券交易所(NYSE)也是在这一时期,以完善的会员规则和严格的会员管理制度,〔12〕逐渐成了全美证券交易中心。

但是,交易所私人俱乐部式的自律契约在发展中缺陷逐渐显现,特别是1929~1933年经济大萧条之后,开放证券市场带来的公众参与和封闭管理结构造成的诚信危机之间的矛盾已经无法调和,证券交易所

〔8〕《中国证监会派出机构监管职责规定》,中国证券监督管理委员会令第118号,2015年10月29日。

〔9〕参见《郑宇与上海证券交易所再审查行政裁定书》[(2016)最高法行申1468号]。最高人民法院在其中明确表示:“证券交易所作为法律法规规章授权组织,有权按照法律、法规、规章的规定实施包括对证券市场的违法行为予以处罚等监管行为,故证券交易所具有相应的行政管理职能,属于行政案件的适格被告。”

〔10〕Lodewijk Petram, *The World's First Stock Exchange*, Columbia University Press, 2014.

〔11〕NY Laws, 40th Sess., c. 275, § 11, 20 (April 15, 1817, continuing in force statute passed in 1792).

〔12〕Belton v. Hatch, Court of Appeals of the State of New York, 109 N. Y. 593 (N. Y. 1888).

传统的封闭契约被迫向政府开放,并正式开始接受政府监管。在管理体制上,交易所监管原有的纯粹自律也开始出现变化,投资者、上市公司、政府机构等代表也逐渐进入交易所的治理结构,参与交易所管理和行使部分公共管理权力。经过对交易所治理结构的改造,原本属于私法人的证券交易所属性发生了改变,不仅管理范围得到了较大拓展,而且通过立法机关的确认,法律直接对交易所的规则制定提出了要求,甚至设立了统一的证券市场监管机构,对交易所市场进行监督,并指明交易所需要达到的标准、交易所应当具备的监管能力等。也正是由于外部力量的推动,证券交易所的规则制定开始偏向公共利益和投资者保护,交易所规则逐渐延伸到上市公司以及交易所产品、参与场内交易的投资者。在统一证券市场监管机构的规范下,原本更为混乱的场外市场也逐渐受到规制,形成了现代意义上规范运作的多层次资本市场。

我们发现,在公共职能介入交易所原有的自律管理之后几十年的时间里,不仅交易所的法律属性发生了深刻的变化,而且随着交易所承担公共职能逐渐增多,交易所监管的法律性质也随之发生了变化,成为兼具私属性和公共属性、商业组织和公共机构的混合体。这一点不仅在大陆法系得到承认,例如德国《交易所法》(Börsengesetz, BörsG)第2条就明确指出,“证券交易所是具有部分公法法律行为能力的机构”,并且“能够以自己的名义在行政诉讼中起诉或被诉”,法兰克福证券交易所组织框架如图1所示;<sup>[13]</sup>在英美法系的交易所中也可以找到类似的界定,例如香港交易所就高度认同自身的混合性定位,明确自己同时肩负着商业实体、公营机构、自律组织之角色。<sup>[14]</sup>

[13] § 2 Börsen und weitere Begriffsbestimmungen, Börsengesetz (BörsG).

[14] 香港交易所认为:(1)作为商业实体,香港交易所属于市场营办组织和上市企业,经营证券市场,满足客户需求,以股东利益为本位。(2)作为公营机构,香港交易所是为香港经济兴旺做出贡献的公司,通过维持一个公开、安全、公平、有序、透明的市场,促进香港作为国际金融和中国主要资本市场的地位,造福社会。香港证券期货条例规定,当香港交易所的商业利益与公众利益出现冲突时,须以公众利益为重。为此,香港交易所被纳入公营机构名单,受廉正公署监察。(3)作为自律组织,香港交易所身处市场一线,监督管理发行上市及市场交易。参见香港交易所研究及策划部:《香港交易所的角色和责任》,载 [http://www.hkex.com.hk/chi/stat/research/paper/documents/HKEXRR\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/stat/research/paper/documents/HKEXRR_c.pdf), 2018年12月29日访问。

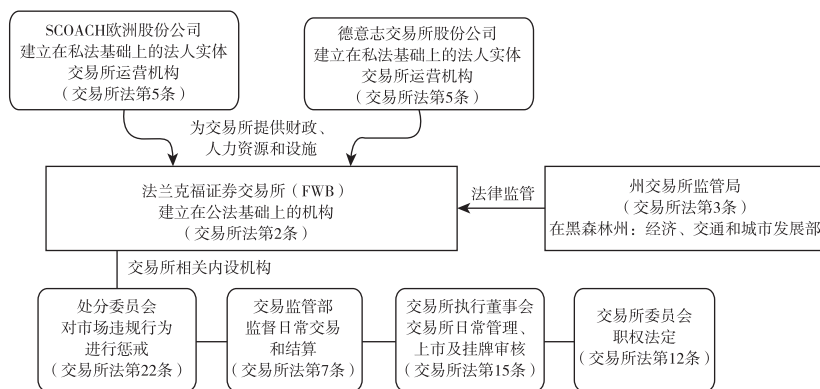


图1 法兰克福证券交易所组织框架

由此可见,在证券市场和证券交易所已经与早期迥然相异的今天,证券交易所的监管属性已经不再是传统“自律”的范围所能涵盖。换句话说,如果认为早期的证券交易所实质上是证券经纪商(broker/dealer)人格的具象化,那么今天的交易所则是基于自身法律人格独立运作、监管市场。证券交易所的这一特殊地位决定了其监管的特殊性,无论我们讨论境外还是境内的证券交易所一线监管,必须始终考虑到交易所监管的这一特殊性。我们认为,这一混合属性也正是交易所一线监管的特点所在,承认这一混合属性,而不是试图将交易所的一线监管简单划入“自律”或者“行政”范畴,是理解证券交易所一线监管实践和其权力边界的基础。

## 二、证券交易所的一线监管的公私边界

2007年,国际货币基金组织(IMF)根据国际证监会组织(IOSCO)证券监管原则对74个国家的证券监管(securities regulation)体系进行了调查,提出了证券监管的四大内容,包括对发行人的监管、对二级市场的监管、资产管理产品的监管以及对中介机构的监管等。此外,在自律监管组织承担部分监管职能的情况下,证券监管体系还应当包括对

上述自律组织的监督(oversight)。<sup>[15]</sup>从美国证监会(SEC)的观点来看,自律组织必须就会员违规行为的惩戒作出规定,同时,还需要采取必要措施维护市场秩序和保护投资者。危机之后的《多德—弗兰克法》又赋予了SEC和美国商品交易委员会(CFTC)对系统重要性清算系统进行审慎监管的职权。<sup>[16]</sup>

但实际上,SEC对证券交易所的监管并不是最初《1934年证券交易法》立法者本意,而是在数十年的监管历程中不断拓展而来。要考察证券交易所一线监管的渊源和交易所自律与政府监管的边界,我们必须再次回到交易所的发展历史上来。早在1909年,纽约州州长设立的休斯委员会(Hughes Commission)就已经提出要将纽约证券交易所全面纳入州政府和司法机关的监管中。到1913年第一次世界大战爆发前,普乔委员会(Pujo Committee)发现,<sup>[17]</sup>纽约证券交易所就已经在对待部分市场违法违规如市场操纵中采取消极不作为的态度。但纽约证券交易所仍然坚持认为交易所应当维持私人俱乐部的地位,不受任何立法或司法监管。

随后美国爆发的经济大萧条迅速将这一问题带入大范围关注的焦点。在《1933年证券法》立法前后,国会在证券监管问题上进行了一场旷日持久的讨论,核心问题就是自律监管和政府监管间的界线在何处,以及政府监管应当在何种程度上介入自律监管的范畴。尽管《1934年证券交易法》采取了监管交易所的态度,但政府介入自律监管的程度仍然存在巨大争议。<sup>[18]</sup>即使是在罗斯福政府内部,在这一问题上也没有达成一致意见。罗珀委员会(Committee on Stock Exchange Regulation,

---

[15] Ana Carvajal and Jennifer Elliott, *Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis*, IMF Working Paper, WP/07/259, November 2007.

[16] Marc Labonte, *Who Regulates Whom? An Overview of the U. S. Financial Regulatory Framework*, Congressional Research Service, August 17, 2017.

[17] Hearings before the subcommittee of the house committee on banking and currency on investigation of financial and monetary conditions in the United States under house resolutions nos. 429 and 504, 62d congress., 2d session. 1913.

[18] 根据罗斯福总统的直接指令,美国商务部长罗珀(Roper)就交易所监管问题设立了跨部门工作委员会,并于1934年提交了报告,认为应当设立联邦层面的交易所监管机构,未取得许可牌照的交易所不得从事跨州业务。

“Roper Committee”)的主席 John Dickinson 就认为,政府在这一领域过多的直接干预不仅会产生严重的负面影响,而且同样不能改善证券监管的效率。

自此,政府监管在自律监管领域的介入成了一项“保留权力”(held in reserve),而仅仅“作为交易所首先自律监管之后的补充监管”使用(employed only to supplement and supervise what in the first instance was self-regulation of the exchanges)。这里“交易所首先采取的自律监管”似乎就是交易所一线监管的最初渊源。

也正因在这一问题上激烈的争论,最后通过《1934年证券交易法》采取了折中态度,只规定了全国性交易所须在 SEC 注册,并且同意保证其会员在交易所权力范围内遵守法律合规运行。此外,交易所必须在规则中制定针对会员违规行为的驱逐、限制和惩戒措施。最初的证券交易法也没有强制规定交易所的规则更改必须经过 SEC 的批准,但规定交易所必须将所有规则更改提交 SEC。因此,在 SEC 成立的最初三十年间,并没有对证券交易所进行实质性的监管。

这次危机源于 20 世纪 60 年代开始的证券市场繁荣。1968 年全美针对券商的投诉仅有 4000 起,但一年之后 1969 年全美券商投诉就高达 12,000 起。监管机关在受理投诉中发现,几乎所有的券商都没有留下任何客户记录或者交易记录。美国国会认为,券商的精力几乎全部放在销售等前台部门而严重忽视后台部门的建设,是自律监管的重大失灵,而自律监管的失灵是导致市场发生混乱的重要原因之一。<sup>[19]</sup>例如,NASDAQ 市场做市商经常通过“策略性的合谋”人为扩大报价价差,提高做市收入,增加交易成本,损害投资者利益。因此,国会指令 SEC 对交易所等自律组织的监管规则进行全面审查,对其是否能够有效保护投资者并惩戒市场违法违规行为进行评估。随后,SEC 对当时全美证券交易所如纽约证券交易所和其他自律监管式机构如全国证券交易商协会(NASD)的自律监管效果进行了详细评估,提交了《证券市场特别研究报告》(Report of the Special Study of the Securities

---

[19] Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Aspen Publishers, 2003, pp. 326 - 328.



Markets),提出了两个层面的证券监管要求:一方面,强制要求所有经纪商必须成为自律组织的会员,接受自律监管;另一方面,提出 SEC 所代表的政府监管应当填补所有自律监管之外的空白,对自律监管机构的规则变动进行详细审查,并且在自律监管缺位时直接介入。

承认证券交易所的一线监管的公共属性,并不意味着将一线监管与政府行政监管画上等号,相比严肃的行政或司法程序,交易所对违法违规行为的处置更加效率,<sup>[20]</sup>证券交易所一线监管也不可或缺。<sup>[21]</sup>

### 三、境外证券交易所一线监管的实践分析

从境外交易所的一线监管实践来看,源自 20 世纪 90 年代的公司化改制实质上对传统证券交易所的监管产生了颠覆性的影响,使证券交易所的混合属性的利益冲突问题更加突出,增加了证券交易所法律地位的复杂性。同时,公司化对证券交易所和法制环境都提出了更高要求。尽管实现方式各有不同,但多数境外交易所都发展出了适合自身发展和监管的不同治理结构和体系。需要说明的是,证券交易所一线监管的混合属性决定了其监管方式和手段的灵活性较高,与行政监管相比,证券交易所一线监管的力度无法通过简单的方式予以量化。实践中,证券交易所行使职责的方式各不相同,除正式的纪律处分等惩戒行动外,电话、邮件询问、盘中监控等都是交易所发挥一线监管职能的重要表现,但考虑到数据可得性,我们无法对交易所一线监管情况进行整体的评估。为此,我们选取了监管行动的数量作为指标进行考察,这一方面是因为正式行动往往比较严肃认真,反映了交易所对待市场违法违规行的基本态度;另一方面是因为正式行动的数据在各国(地区)交易所的公开标准和程度类似,具有一定的可比性,能够从一个侧面反映出交易所一线监管的强度。

---

[20] Margot Priest, *The Privatization of Regulation: Five Models of Self - Regulation*, 29 Ottawa L. Rev. 233, 270 (1997 - 98).

[21] Gadinis, Stavros and Jackson, Howell E., *Markets as Regulators: A Survey* (June 1, 2007), Southern California Law Review, Vol. 80, pp. 1269, 2007.

### (一) 境外交易所一线监管的差异明显

从境外证券交易所对待一线监管的态度和采取监管措施的实践分析,我们可以发现,一方面,一线监管并没有固定的范式,并不存在统一的一线监管模型;另一方面,一线监管也并不意味着证券交易所行政附属性的增加。尽管自金融危机后全球主要资本市场的行政监管都有所加强,但证券交易所的一线监管并没有出现明显的加强或减弱趋势,仍然表现出与本地市场保持较高的相关性。

纵向来,世界主要市场交易所一线监管权的行使近年来都基本保持稳定,监管措施的数量波动幅度并不大。但纽约证券交易所与其他交易所这一方面的差异则较为明显。

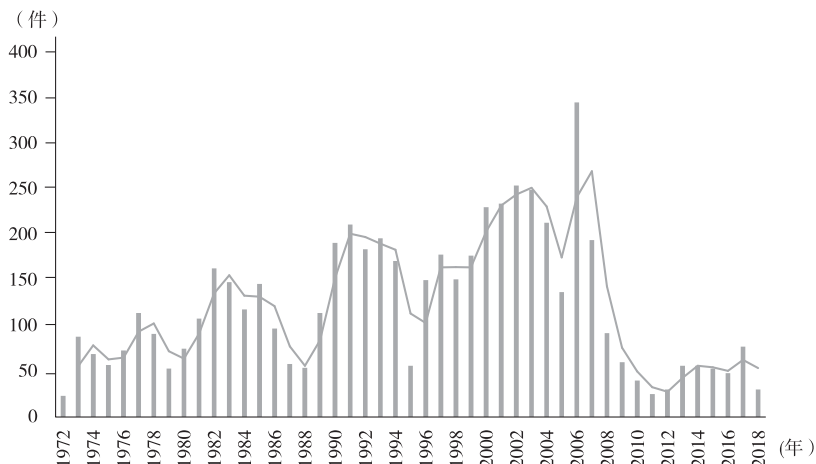


图2 纽约证券交易所监管措施数量(1972~2018年)

我们提取了纽约证券交易所数据电子化以来至今全部监管措施的数据进行分析,<sup>[22]</sup>可以从图2中看出,纽交所的一线监管情况存在几次较为明显的变化。如果考虑美国股市的波动和经济周期,我们可以发现,纽交所的监管措施数量与市场波动存在较强的正相关性。20世纪80年代末期的股市变化、世纪之交互联网泡沫的破裂以及2008年国际金融危机,都对纽交所的监管产生了较大的影响。值得注意的是,

[22] 资料来源:NYSE Regulation Inc。

自2007年美国金融业监管局(FINRA)成立后,根据合同约定,纽交所向FINRA移转了部分监管权力,致使随后几年纽交所自己采取的监管措施数量出现大幅下降。但随着2015年纽交所与FINRA监管合同的到期,纽交所重新将监管职能收回、再次成为一线监管的主体,采取监管行动的次数又开始出现小幅增加。

与纽交所相比,美国其他的全国性交易所如NASDAQ,在监管措施方面则并不能看出明显的变化或趋势规律(见图3)。

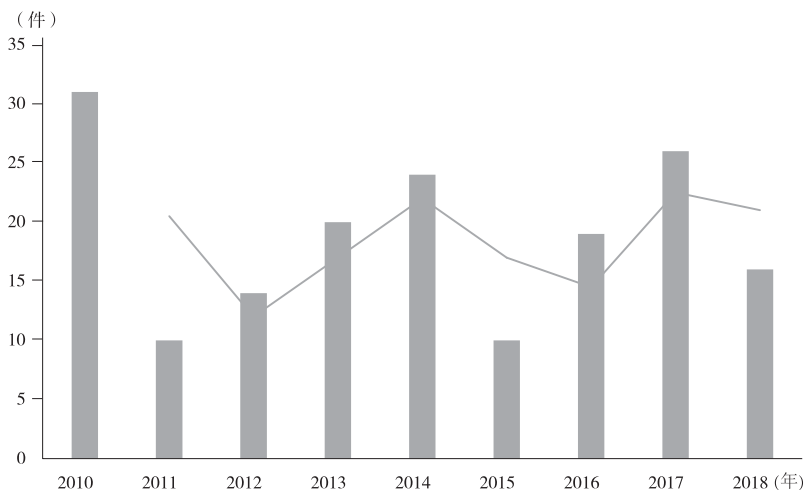


图3 纳斯达克交易所监管措施数量(2010~2018年)

资料来源:NASDAQ Regulation。

需要注意的是,尽管孤立来看美国各大交易所的监管情况各不相同,甚至差异较大,部分交易所在监管措施的绝对数量上还与平均水平相比出现了较大幅度的偏差,但如果我们将FINRA纳入考察范围,情况则出现了变化。2007年7月由NASD和纽交所会员监管、执法和仲裁部门共同成立的FINRA,在接纳了众多交易所监管职权的转移之后,成为了美国证券市场事实上的一线监管者,不仅对证券市场活动和会员经纪自营商进行有效监管,还承担了保护投资者利益和促进证券市场诚信的责任(见图4)。

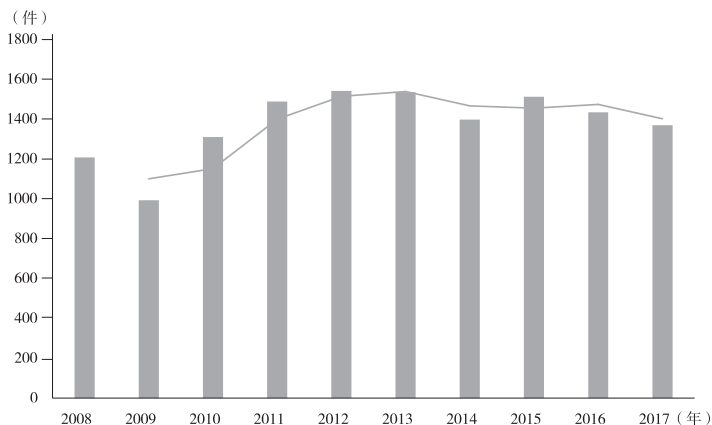


图4 FINRA 成立以来监管措施统计(2008 ~ 2017 年)

资料来源:FINRA.org。

可见,FINRA 自成立以来采取监管措施的强度和密度基本上保持稳定,实际上反映了美国市场整体在一线监管方面的变化并不明显,在监管措施的数量上并没有出现加强或升高的显著趋势。如果我们反观行政监管的情况,如美国 SEC 在 2007 ~ 2018 年所做行政处罚的情况,可以发现自金融危机以后,美国 SEC 的行政处罚实际上呈现较为稳定的上升趋势(见图 5)。

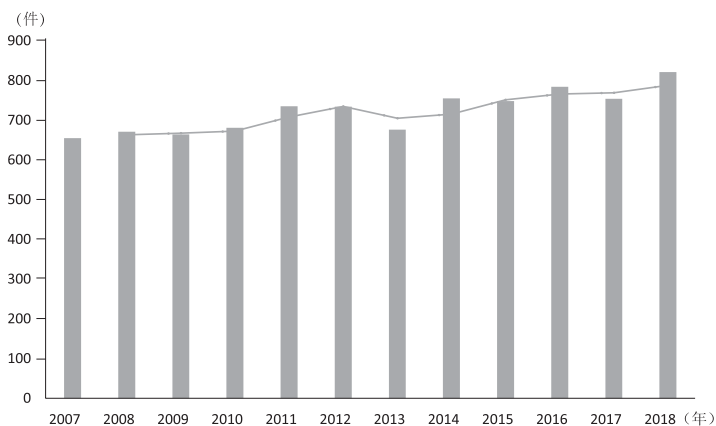


图5 美国 SEC 行政处罚情况统计(2007 ~ 2018 年)

资料来源:SEC.gov。

除美国外,其他市场在这一方面也出现了同样的情况。尽管2008年国际金融危机之后各国(地区)的法律和行政监管都有所加强,资本市场规则甚至金融监管架构都发生了较大的变化,但证券交易所反而依然保持稳定,在监管措施方面均保持了一定的稳定性。

## (二) 证券交易所一线监管手段的多样性

从对境外证券交易所一线监管措施的考察我们还可以看出,不同交易所所采取的一线监管措施也存在较大的差异,除普遍采用的批评、谴责等声誉惩戒之外,在财产、行为方面的强制性惩戒措施的采用倾向上也不尽相同。

例如,澳大利亚证券交易所(ASX)的监管措施主要分为三大类:一般纠正性措施、正式执法程序、移交证监会。一般纠正性措施包括价格问询、其他持续披露问询和注意函件,其中价格问询是指如果ASX检测到上市公司的证券价格或交易量异常波动,ASX会通过电话或者信件的方式询问上市公司是否有尚未公布的信息并相应解释该项波动;其他持续披露问询是指当ASX认为上市公司没有按照上市规则的要求履行持续披露义务时进行的问询;注意函件是当上市公司发布公告后,ASX就上市公司何时了解到公告中包含的重要信息的详细情况进行询问的监管措施。通过统计2015年、2016年、2017年及2018年上半年的数据(见图6),澳交所自律监管措施中价格问询占比分别是39.36%、50.48%、51.31%和34.50%,其他持续披露问询占比是48.10%、36.47%、35.62%和51.76%,注意函件占比是12.54%、13.04%、13.07%和13.74%。<sup>[23]</sup> ASX实际采取的正式监管措施包括盘中交易中止(trading halts)、停盘(suspensions)和罚款(fines)。

---

[23] 资料来源:澳大利亚证券交易所。

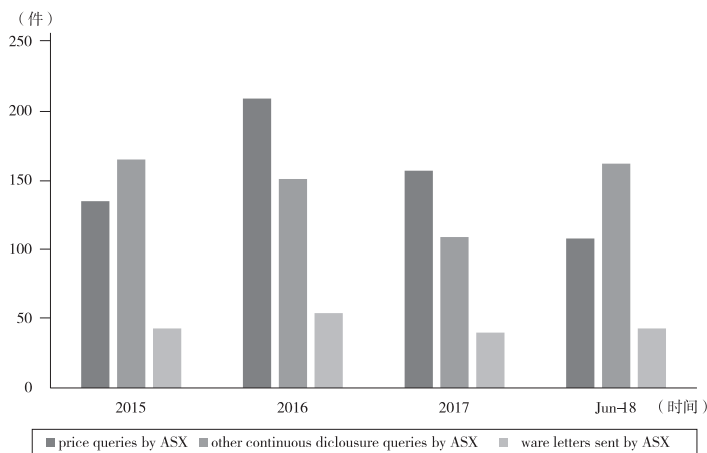


图6 澳大利亚交易所近年监管措施类型统计(2015 ~ 2018年6月)

资料来源:ASX。

但香港联交所(HKEX)则在实践中更加倾向于采用声誉惩戒的方式。我们统计了2015年至2018年的数据(见图7),联交所共对在港上市的公司采取制裁行动40项,其中公开谴责31项(77%),发布含有批评内容的公开声明3项(8%),其他公开声明6项(15%)。联交所要求发行人采取补救行动共计25项,其中董事培训16项(64%),委聘合规顾问8项(32%),内部监控检讨1项(4%)。

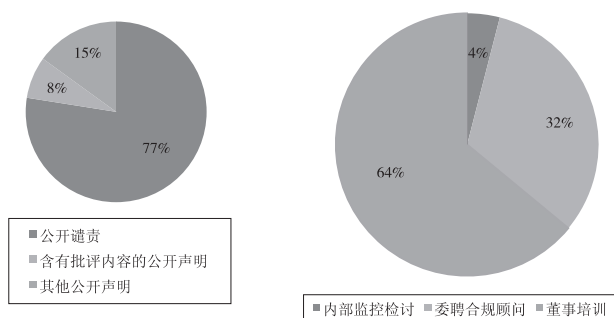


图7 2015年至2018年前6个月联交所对调查事项采取的制裁类型及补救措施情况

资料来源:HKEX。

与香港联交所相比,新加坡交易所同样注重对声誉的惩戒,但在金钱惩戒的使用上则更加频繁。2013~2018年,新加坡交易所共作出36起纪律处分,处罚对象为51人次(包括法人),主要采取的纪律处分措施为谴责;罚款通常以新加坡元与美元为计费单位,最高单笔罚款18万美元,最低为3.5万新加坡元;暂停交易期限通常为3个月或6个月。<sup>[24]</sup>

同样的情况也表现在我国台湾地区证券交易所的监管实践中。从我国台湾地区证券交易所(以下简称台交所)监管措施的采取情况来看,违约金罚款是台交所针对上市公司重大信息披露违规采取的主要监管措施。上市公司未披露重大信息或任意发布尚未确定的信息或披露的数据与事实不相符的,台交所(TWSE)可以根据《重大讯息之查证暨公开处理程序》第9条的规定,“处以新台币3万之违约金,其于最近一年内累计课处次数达二次以上(含本次)者,该次即处以新台币5万之违约金,相关违反情事经证交所评估对股东权益或证券价格具重大影响性者,最高得处以新台币100万之违约金;未依限办理者,得按日处以新台币1万之违约金,至办理之日为止,并得经由证交所信息传输系统揭示周知”。

根据台交所披露的2013~2017年对重大信息披露违规的公司处以违约金的情况看,台交所上市公司、上柜公司主要违反的是《台交所对有价证券上市公司及境外指数股票型基金上市之境外基金机构信息申报作业办法》(以下简称《信息申报作业办法》)第3条与《重大讯息之查证暨公开处理程序》第4条第1项第6款<sup>[25]</sup>第20款<sup>[26]</sup>的规定;

---

[24] SGX, *Public Disciplinary Actions*, 载 <https://www2.sgx.com/regulation/public-disciplinary-actions>, 2019年1月29日访问。

[25] 第6款规定:“六、董事长、总经理、法人董监事或其代表人、独立董事、自然人董监事、依证券交易法规定设立功能性委员会之成员于委(选)任及发生变动、三分之一以上董事发生变动或第一上市公司已无在台设有户籍之独立董事者”。

[26] 第20款规定:“二十、符合下列规定者:(一)上市公司及其股票未于境内公开发行之子公司取得或处分资产符合主管机关所订《公开发行公司取得或处分资产处理准则》第三条资产之适用范围且有第三十条及第三十一条各款规定应办理公告申报情形者,惟属下列情事之一者除外:1. 已依本项第十一款办理合并、分割、收购或股份受让公告者;2. 已依本项第二十四款办理取得或处分私募有价证券公告者;3. 属每月十日前申报从事衍生性商品交易信息者;4. 取得或处分各类开放型基金者。(二)上市公司从事衍生性商品交易之未实现损失占净值百分之三以上之情形者应办理公告申报。”

兴柜公司主要违反的是《证券商营业处所买卖兴柜股票审查准则》第34条的规定。从被处违约金的公司数量来看,历年被处违约金的公司数量与台交所挂牌公司的数量不呈正相关,虽然挂牌公司数量增长,但被处违约金的公司数量并未随之增长。从罚款金额来看,台交所对重大信息披露违规的公司主要依情节轻重处违约金,违约金处罚金额以新台币3万为主,最低1万,最高为100万。(见表1)

**表1 2013~2017年因重大信息披露违规被处违约金的公司数量及罚金**

年份	上市公司		上柜公司		兴柜公司	
	家数	金额	家数	金额	家数	金额
2017	43家	322万	15家	100万	3家	5万
2016	45家	509万	20家	184万	2家	2万
2015	34家	155万	8家	26万	2家	2万
2014	69家	483万	8家	18万	1家	3万
2013	77家	438万	12家	47万	2家	43万

资料来源:台湾证券交易所。

此外,台交所对于违规证券商也可处以罚款。根据我国台湾地区“证券交易法”第110条、第133条的规定,对于证券商会会员“违反法令或本法令之行政处分”,“违反证券交易所章程、业务规则、受托契约准则或其他章则”,“交易行为违背诚实信用,足致他人受损害”的行为,交易所“应课以违约金”。一般来说,自律监管罚款金额标准低于行政罚款。根据“台湾证券交易所股份有限公司营业细则”的规定,对违规证券商的罚款金额标准依照违规事项和情节分为10万新台币、30万新台币和50万新台币三个等次;而根据所谓“证券交易法”第178条的规定,对证券商违法行为的罚款标准为24万~240万新台币。但台交所未披露其对证券商处以违约金的情况。

与此同时,台交所还在证券市场异常交易方面保持了较高度的关注,采取的监管措施以交易中的惩戒手段,如限制撮合交易、提高保证金比例为主。根据台交所股票异常波动的处置标准,2018年台交所共发布2335次异常波动警示,涉及上市公司431家。此外,台交所还对83家上市公司股票采取了189次监管措施(见图8),包括限制券商申报、人工管制撮合、提高保证金比例等。



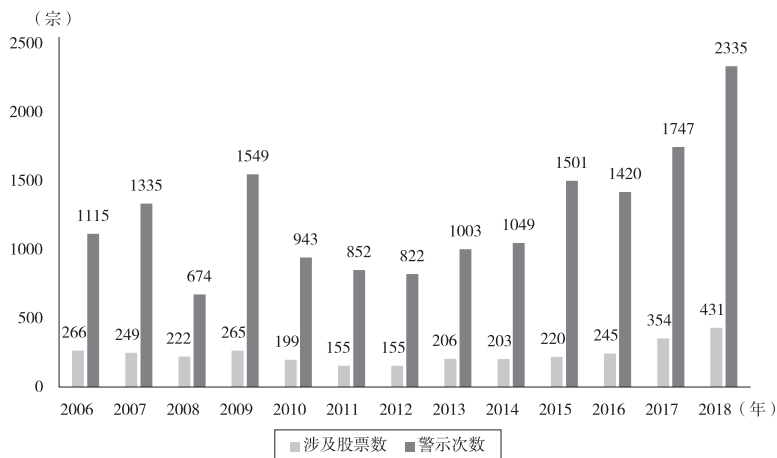


图8 台湾地区证券交易所异常交易股票警示情况统计(2006~2018年)

资料来源:TWSE。

值得注意的是,每年台交所发出异常波动警示的次数有着较明显的增加趋势,涉及的上市公司数量也在近两年出现了明显的上升,反映出台湾地区市场波动开始增加。从台交所处置的情况看,近两年因异常交易处置的上市公司股票数量也出现了较大幅度的增加(见图9)。

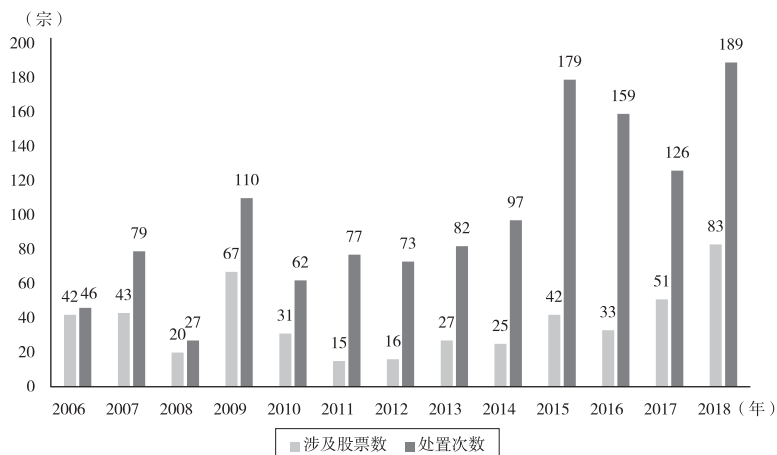


图9 台湾地区证券交易所历年对异常波动股票的处置情况(2006~2018年)

资料来源:TWSE。

从台交所对异常波动股票的处置措施上来看,绝大多数均采取了限制交易的措施,在第一次处置时所涉股票交易通常由自动撮合改为每5分钟撮合一次,第二次处置时则改为每20分钟撮合一次,而情况严重的股票则根据个案情况由台交所裁量决定撮合间隔(10~45分钟不等)(见图10)。

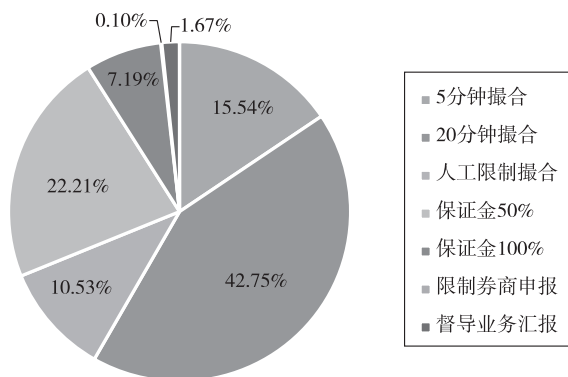


图10 台交所历年异常交易监管措施分布情况(2006~2018年)

资料来源:台湾证券交易所。图中百分比总值不足100%,是小数四舍五入所致。——编者注

#### 四、境外证券交易所一线监管的启示

从近年境外证券交易所一线监管理论和实践的发展来看,我们发现:

一是境外交易所的一线监管并非一成不变,一线监管的内涵和范围随着市场的发展变化而不断进行调整和变化。无论是境外交易所由封闭的自律转为一定程度上的公共机构,还是公司化带来的监管权与运营权的分离,在不同的历史时期,交易所的一线监管都有不同的含义和内容,我们无法通过静态的概念界定,来描述一个动态的发展过程。同样地,如果简单将交易所的一线监管划入“自律”或是“行政”非此即彼的范畴,则是对交易所混合属性的误解。

二是境外发达市场的法治环境,都对交易所一线监管的职能选择保持了充分的尊重。如前所述,基于交易所特殊的属性和地位,公权力如何以及在何种程度上介入交易所,实质上经历曲折的发展过程。在现代资本市场发展的数十年中,对交易所地位和监管职能的尊重,实际上是资本市场法治环境的重要组成部分。境外交易所的一线监管职能并不是行政监管的附随,一线监管与行政监管具有明显的区别和权力分界。即使是在德国作为公法人的证券交易所,仍然有明确清晰的法律规范,保障交易所在一线监管领域的权力行使。从 WFE 会员的分布和属性上来看,大多数境外交易所的产生并不是行政设计的产物,而是市场发展的必然成果。在今天的市场上,交易所不仅是一线的监管者,也是资本市场的组织者和运营者,一方面,交易所对市场运作、市场行为了解更深入,专业水平较高,在对市场交易变化的反应上,比其他机构更快、更灵活;另一方面,交易所具有贴近市场、贴近投资者的一线地位,在监管动力、监管成本、监管范围等方面,是行政监管所不能替代的。

三是境外交易所的一线监管并不存在同一的范式,各国(地区)的交易所都会根据自身不同的市场特点,确定适合的一线监管模式。实际上,境外交易所在监管领域的探索也是“摸着石头过河”的过程,同样存在曲折和反复。纽交所与 FINRA 在一线监管权限方面的反复即证明了交易所的监管选择本身就是一个动态的探索过程。

与境外相比,我国证券交易所的历史发展不长,但一线监管职能一直在不断加强。尽管沪深交易所在维护市场秩序、保护投资者利益、稳定市场预期和保障市场交易的公开公平公正方面取得了举世瞩目的成就,但在近几年去杠杆、金融监管趋严的情况下,也存在一些问题。一方面,我国证券交易所的法律地位和一线监管属性界定不明,与境外交易所的一线监管相比,我国证券交易所一线监管的独立性仍然缺乏明晰的法制规范保障,一线监管的范围和权限界定不够清晰,实质上损害了交易所监管的中立和公平;另一方面,相比境外交易所,我国交易所在监管方式和手段上仍然不够丰富,还有待进一步加强。

(编辑:谢贵春)