



经济法文库 (商法系列)

Economic Law Library

证券交易所 自律管理论

ON SELF-REGULATION OF
STOCK EXCHANGES

© 卢文道 著

2.287.4



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



证券交易所 自律管理论

ON SELF-REGULATION OF
STOCK EXCHANGES

◎ 卢文道 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

证券交易所自律管理理论/卢文道著. —北京:北京大学出版社, 2008. 2
(经济法文库·商法系列)

ISBN 978 - 7 - 301 - 13515 - 0

I. 证… II. 卢… III. 证券交易所 - 法规 - 研究 - 中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 035777 号

书 名: 证券交易所自律管理理论

著作责任者: 卢文道 著

责任编辑: 朱 彦 朱梅全 王业龙

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 13515 - 0/D · 2010

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: law@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

出版部 62754962

印 刷 者: 北京飞达印刷有限责任公司

经 销 者: 新华书店

730 毫米×980 毫米 16 开本 13.5 印张 245 千字

2008 年 2 月第 1 版 2008 年 2 月第 1 次印刷

定 价: 26.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

《经济法文库》总序

我国改革开放二十余年来的经济法制状况,可以用“突飞猛进”这几个字来形容。仅从经济立法来看,在完善宏观调控方面,制定了预算法、中国人民银行法、所得税法、价格法等法律,这些法律巩固了国家在财政、金融等方面的改革成果,为进一步转变政府管理经济的职能,保证国民经济健康运行提供了一定的法律依据。在确立市场规则、维护市场秩序方面,制定了反不正当竞争法、消费者权益保护法、城市房地产管理法等法律,这些法律体现了市场经济公平、公正、公开、效率的原则,有利于促进全国统一、开放的市场体系的形成。

然而应该看到,建立与社会主义市场经济相适应的法制体系还是一个全新的课题。我们还有许多东西不熟悉,不清楚,观念也跟不上。尤其是面对未来逐步建立起的完善的市场经济,我们的法制工作有不少方面明显滞后,执法、司法都还存在着许多亟待解决的问题。

二十余年的经济法研究呈现出百家争鸣、百花齐放的良好局面,各种学术观点和派别不断涌现。但总体来说,经济法基本理论的研究还相当薄弱,部门法的研究更是分散而不成系统。实践需要我们回答和解释众多的疑难困惑,需要我们投入精力进行艰苦的研究和知识理论的创新。

在政府不断介入经济生活的情况下,我们必须思考一些非常严肃的问题:政府介入的法理依据究竟是什么?介入的深度与广度有没有边界?政府要不要以及是否有能力“主导市场”?我们应如何运用法律制度驾驭市场经济?

在国有企业深化改革过程中,我们不能不认真研究这样一些问题:国有的资本究竟应当由谁具体掌握和操作?投资者是否应与监管者实行分离?国有企业应当覆盖哪些领域和行业,应通过怎样的途径实现合并和集中?如何使国有企业既能发挥应有的作用,又不影响市场的竞争机制?

加入WTO以后,我国经济、政治、社会生活的方方面面都会发生重大影响。我们必须研究:市场经济法制建设将面临什么样的挑战和机遇?在经济全球化

的背景下,我们的经济法制将如何在国际竞争中发挥作用?国外的投资者和贸易伙伴进入我国,我们会提供一个什么样的法律环境?我们又如何采取对策维护国家的经济安全和利益?

面对环境日益恶化和资源紧缺的生存条件,循环经济法制建设任务繁重。如何通过立法确定公众的权利义务,引导和促进公众介入和参与循环经济建设?怎样增强主动性和控制能力,以实现经济发展与环境资源保护双赢,实现利益总量增加?如何发挥法律的鼓励、引导、教育等功能,通过受益者补偿机制,平衡个体与社会之间的利益?

在市场规制与监管方面,如何掌握法律规制监管的空间范围、适当时机和适合的力度?在法律上,我们究竟有什么样的有效规制和监管的方式、方法及手段?对各类不同的要素市场,实行法律规制与监管有什么异同?

……

我们的经济法理论研究应当与经济生活紧密结合,不回避现实经济改革与发展中提出的迫切需要解决的问题,在观念、理论和制度等方面大胆创新。这是每一个从事经济法科学研究者与实际工作者应尽的义务和光荣职责。我们编辑出版《经济法文库》,就是要为经济法研究者和工作者提供交流平台。

《经济法文库》的首批著作汇集的是上海市经济法重点学科和上海市教委经济法重点学科的项目成果,随后我们将拓展选择编辑出版国内外众多经济法学者的优秀研究成果。我们坚信,这些优秀成果一定会引起社会各方面的广泛关注,一定会对我国的经济法制建设起到推动和促进作用。

期望《经济法文库》在繁花似锦的法学苑中成为一株奇葩。

华东政法大学 顾功耘

2005年国庆节

浮华背后

——写在文道博士论文付梓之际

2007 年 10 月 4 日，菁菁华政园之长宁校区大草坪，绿树掩映，翠草如茵，阳光和煦。我捧着笔记本电脑，曲膝而坐。在指尖轻触键盘发出的声响与鸟叫虫鸣的应和声中，文字潺潺流淌而出。

这是一个宁静祥和的国庆假日。黄浦江彼岸的卢文道博士，想必现在也在享受难得的闲暇时光吧！供职于上海证券交易所的文道君，终日穿梭于高楼鳞次栉比、万商云集之浦东陆家嘴，搭乘“云梯”上下于高耸入云之浦东南路证券大厦，想来难有闲适之心境！尤其是近年我国经济热得发烫，股市更是一派繁花似锦，大盘屡攀新高，市场违法悖德情形层出不穷，因而交易所一线监管任务日益繁重，文道博士如何还能在这种繁华乃至浮华的氛围中守住那颗宁静的心灵？

浮华背后的故事，往往最为真实。半月前，我打电话给文道博士，谈及华政首获国家重点学科等诸多进展，并询问其博士论文修改出版之进度。文道感奋于母校进步之余，与我探讨了论文修改与出版的一些细节，最后居然邀我为其作序！一场平常不过的电话交流，竟使我意外地得到这份邀约，巨大的荣幸感侵袭过来，我有些惶惑地问：“这合适吗？”电话那头的声音一贯地平和沉静：“我们是多年的老朋友，请不要推辞。”尽管文道在读博期间，经常谦逊地称我为“亦师亦友”，但是在我心目中，他更像一位值得信赖的兄长，一位可以予我智识上的启迪和人生方向指引的良师诤友。

文道博士是位才子。在华政读研期间，他是我师兄，虽未曾谋面，但已闻其名。彼时，文道攻读民商法专业硕士研究生，在读研期间即发表了多篇学术论文。硕士毕业，文道以优异的成绩留沪并供职于黄浦法院，在繁重的工作之余仍然笔耕不辍，其发表于《法学》1997 年第 8 期的《立法滞后与法官自由裁量权》，

至今仍广为转引。另外,他发表于《法学》1999年第2期的《关于诉讼时效制度的几个问题》,细致地梳理了彼时困扰司法部门的诸多实务问题,在学理上亦多有贡献,其法律功底与学术热情由此可见一斑。

人生际遇多有偶然。文道君在黄浦法院供职数年之后,调至黄浦区委,在彼处短暂停留之后,又前往上海证券交易所法律部任职。在彼此熟识之后,我曾戏称,文道博士仿佛候鸟一般,在法院、政府和市场之间自由迁徙!这种多元的人生,恰是一个标准的法律人所梦寐以求而难以获得的!的确,法院使人专业,政府使人稳重,市场使人敏感。人生是一个动态的均衡过程,文道博士的三栖人生体验收获的专业、稳重而敏感的精神气质,使其得以在证券交易所迅速地均衡下来,并淋漓尽致地施展着文字表达与研究才能:撰写交易所多项研究报告,参与起草交易所交易基金(ETF)、权证等创新产品的法律问题研究和制度设计,屡次受邀为相关机构进行业务培训……天道酬勤,文道的勤勉和业务能力,获得了广泛认可。

在股海中沉浮之人无不知晓,资本市场令人心意难平。我曾短期任职于某证券公司,深知在大盘涨跌、“绿瘦红肥”中,难免令人精神涣散,甚至荒废正业。然而,文道博士在股海中沉浮数载,仍保持一颗沉静的心,的确令人钦敬有加!目前,文道博士已经在《民商法论丛》、《法学》、《华东政法大学学报》、《证券市场导报》、《证券法律评论》等刊物上发表论文五十余篇,多篇被《人大复印资料》全文转载,还参著《中国民商法疑难问题研究》、《证券法律制度研究》等多部著作。我曾和文道博士开玩笑说,以你的学术成果,早就可以在高校破格获聘高级职称了!文道博士只是笑笑。

在我所了解的范围内,将证券市场与法律的研究有机结合者为数不多,文道博士可属其一。他的研究,为美国著名法学家霍姆斯的名言“法律的生命不在于逻辑,而在于经验”提供了很好的注脚。参加过2007年3月20日晚在华东政法大学韬奋楼114教室举行的经济法前沿论坛的师生,都无法忘记文道博士所作的题为《法律背后的证券市场、证监会、证交所和法院》的演讲。那场演讲,无论是对规则本身的阐释,还是对事理逻辑的分析,抑或是对历史事件的梳理,都给人以醍醐灌顶之感。他的努力与成绩,践行着“纸上得来终觉浅,绝知此事要躬行”之周知事理!这次演讲的记录,已经在上海市法学会等网站广为流传,受益者众!

2004年7月,文道以经济法专业博士生入学考试第一名的成绩,被录取为华政经济法专业博士生,师从顾功耘教授、徐明教授。在读博期间,我们共同参与了顾教授主持的多项课题研究。文道博士所展现出来的市场大局观和细腻的学理分析理路,对课题的思想贡献良多。同时,令人印象深刻的是,文道坚持不

要课题费,提出将其应得的份额转让给全日制的博士。博士们数度聚会,他也抢着埋单!其乐善好施的人文精神,在上海这一商业气息极为浓厚的都市里,在华政的博士生培养进程中,抹上了一道亮丽的色彩!

另外,文道博士与我合作,共同主持《最新证券法解读》一书的撰写。由于撰写者多为经验欠缺、文笔不够老练的研究生,文道博士逐字逐句地修改书稿,牺牲了难得的闲暇时光,可谓备极艰辛!每念及此,学生和我对他的感激之情油然而生。文道博士却不以为意,淡然一笑。

文道三年的博士时光,犹如白驹过隙,倏忽将逝。为了给多年的潜心研究画上一个圆满的句号,他开始努力找寻合适的博士论文选题,并与我多次交流。非常惭愧的是,我自觉在证券市场的法理储备及事理感知方面,均不如文道,故只能在博士论文的写作体例、谋篇布局等方面,稍事建议。文道在动笔之前,通过WESTLAW检索了大量的外文文献,利用晚上及周末时间细致阅读、梳理并翻译,数月中积累了厚实的材料,方才动笔写作。其认真、勤勉与辛劳,成就了一篇优秀的博士论文。在答辩当日,面对数位教授的提问,文道条分缕析,侃侃而谈。他对证券法理及实务操作的熟稔于心,终于外化为一场精彩的答辩过程,答辩委员对其答辩一致予以高度评价。其博士论文,同时也被核定为优秀等级。

身处上海这一浮华之都,文道博士却始终保持着一份沉静恬淡的心境。这部作品,将是一个再好不过的见证。

是为序。

罗培新

2007年10月4日

摘要

自律管理是证券交易所的核心功能,也是其本质属性。新兴的中国资本市场,正处于变革和转轨时期,改变政府绝对主导下的单一的行政化监管模式,培育、发挥证券交易所自律管理功能,是变革和转轨的基本方向之一。对此,市场各方大体上已达成共识,但是众多学科特别是法学领域,对证券交易所自律管理并未给予必要的关注、投入应有的热情,相关理论研究严重滞后。为此,本书试图以境外成熟市场发展历程为参照点,以关注和回应中国本土问题为落脚点,对证券交易所自律管理形成、发展、演变中的诸多法律理论及实践问题展开深入研究。

证券交易所自律管理的法学研究,可以有不同的切入点,从不同层面展开。本书选取与证券交易所自律管理密切相关的诸多重要理论命题和实践难题作为研究对象,涉及自律管理者的主体属性、自律管理运行的基本原理、自律管理中的利益冲突、自律管理在市场竞争中遭受的影响、自律管理的司法介入、自律管理的中国本土问题等。这些问题具有一定的独立性,同时又都围绕着证券交易所自律管理这个主题展开,因而是关联的。这些具有独立性和关联性的问题结合在一起,将从理论和实践层面,全面而立体地勾画出证券交易所自律管理的法律图景。全书除导言外,共分六章,二十余万字。

第一章“主体论:证券交易所经济属性与法律形态”,重点讨论证券交易所作为自律管理主体所具有的市场功能和企业属性。证券交易所是自律管理组织,同时也是商业组织,两种不同身份既对立又统一。从认识论角度看,事先揭示证券交易所“商业组织”面相,讨论其经济属性,为后文分析证券交易所的自律管理、研究其法律属性提供了知识和理论基础。

证券交易所向来被看做市场,其直接功能是为证券交易提供流动性。但是,20世纪90年代以来,证券交易所的业务活动和管理理念越来越类似于标准的经营性企业,对证券交易所经济属性的认识由“市场论”转为“企业论”。本书首

先运用交易成本理论,分析证券交易所产生的缘由,认为交易成本的存在及控制,是其存在的根本原因。随后,本书运用商业组织理论,分析了作为企业的交易所生产的产品、面向的客户以及经营目的。为后文研究便利,本章还对证券交易所两种不同的组织结构——会员制与公司制的基本法律特征作了简要分析。

第二章“本体论:证券交易所自律管理的多元透视”,侧重于从不同角度分析证券交易所自律管理所涉及的具有理论价值和实践意义的基本问题。讨论这些问题,是深层次把握证券交易所自律管理内涵的需要,也有助于后文其他问题的阐释和理解。本章重点讨论的理论问题涉及如下几个层面:

一是自律管理为何自发形成。本书经分析认为,证券商签订契约、采取集体行动、自发组建交易所,实行自律管理的动因,在于自利。随后,本书考察了具有代表性的纽约证券交易所早期发展史,探求证券商的自利驱动如何促成了交易所的组建及自律管理的生成。

二是证券交易所自律管理职能为何持续存在。在证券交易所数百年的演变中,自律管理虽然经历了深刻而曲折的制度变迁,但是始终得以延续。原因之一在于,自律管理相对于行政监管,具有不可替代的比较优势。原因之二在于,市场乃至政府,对先于行政监管而自发产生的、运行数百年之久的自律管理,存在严重的、难以超越的路径依赖。本书以美国《1934年证券交易法》制定前后立法者对自律管理的矛盾立场为例,佐证这一结论。

三是证券交易所自律管理权是权利还是权力。本书的一个基本观点是:交易所的自律管理具有权利和权力的双重特质,自律管理权是权利与权力的混合体。本书从法理层面分析了证券交易所自律管理的“权利”属性,认为自律管理是证券商等市场主体自我管理权利的集合和延伸,是一种团体性权利。同时着重指出,相对于国家权力和行政监管,证券交易所作为独立市场主体实行自律管理,是其一项固有的基本权利,也是其是否具备独立法律人格和法律地位的衡量标准。本书随后分析了证券交易所自律管理的“权力”属性。证券交易所自律管理的权力属性,是相对于会员公司、上市企业等市场参与者而言的。证券交易所对其实施的监督、管理、处罚行为,带有权力的基本特性——强制性。此外,本书进一步分析了证券交易所自律管理权力的来源,并阐释了该权力是公权力和私权力的混合体。

四是证券交易所自律管理中形成的法律关系之性质。本书运用法学基本原理,深入解析了自律管理中的法律关系的主体、内容、类型,认为其法律性质的界定应具体分析、区别对待。证券交易所在接纳上市企业、吸收证券商成为会员时,与上市企业、证券商间有一定的平等性、自愿性,所形成的法律关系总体上属于民事关系。但是,证券交易所依据上市协议、会员章程以及立法授权,行使自

律管理权,处罚上市企业或者会员时,所形成的法律关系如果简单归入民事法律关系或者行政法律关系,会面临诸多理论争议和实践困惑。本书尝试运用大陆法系的特别权力关系理论,解释这些争议和困惑。

五是证券交易所是私法人还是公法人。本书指出,公、私法人二元分类法,难以适用于证券交易所这一特殊的市场组织。本书认为,当证券交易所以商业组织面目出现时,具有私法人属性,与企业签订上市协议、与证券商签订市场参与协议,总体上属于私法行为。当证券交易所以自律管理者特别是法定的自律管理者面目出现时,承担着保障市场公正、有序、透明,保护投资者权益的法定职责,具有明显的公共机构色彩,带有公法人的特征。因此,集商业利益与公共利益于一身的证券交易所,同时具备公、私法人的双重属性。

第三章“利益论:证券交易所自律管理中的利益冲突与平衡”,关注证券交易所自律管理制度设计和运行中的利益冲突与平衡问题。本书在分析证券交易所不同市场主体持有的利益诉求基础上,着重讨论该等主体之间的利益冲突,并指出证券交易所自律管理的重要任务,以协调该等利益冲突,特别是作为强势主体的会员、上市企业与处于弱势地位投资者之间的利益冲突。

然而,证券交易所在履行自律管理职能,协调、管理不同市场主体利益冲突时,其自律管理本身又陷入了结构性的内在利益冲突。这一利益冲突,在会员制交易所主要表现为会员利益本位与公共利益之间的冲突,在公司制交易所主要表现为股东利益本位和营利目标驱动下交易所商业利益取向与公共利益之间的冲突。本书对利益冲突的原因及表现形式作了深入分析。

证券交易所自律管理内在的利益冲突无法消除,却可以控制。控制手段包括立法控制、行政控制以及交易所的自我控制;控制重点在于证券交易所的商业目标和公共职能之间的内在紧张关系;控制目标在于督促交易所履行职责,促进交易所维护公共利益。

第四章“运行论:市场竞争对证券交易所自律管理的影响”,关注的是在日益自由化、全球化的市场格局下,在不断增强的市场竞争面前,证券交易所是强化还是放松自律管理。综观证券交易所发展史可以发现,证券交易所及其自律管理是在市场竞争的环境下产生、发展、演进的,市场竞争驱动着自律管理的演变,决定着自律管理的未来。

本章首先梳理了20世纪90年代以来发生于美国,至今仍然莫衷一是的“奔向高端”(race to the top)与“奔向低端”(race to the bottom)之争论,在此基础上阐释、评述其争论背后的理论基础和论证逻辑。“奔向高端”论认为,在市场竞争环境下,上市企业会自愿选择监管严格的交易所,而交易所也会相应制定并执行严格的、高标准的上市条件,强化自律管理。与此相反,“奔向低端”论认为,

企业上市时存在管理者利益机会主义,有强烈的动机选择标准和监管更为宽松的市场,而交易所为赢得竞争优势,也可能降低标准,放松自律管理。

本书指出,“奔向高端”论重要的理论支柱是20世纪80年代兴起的企业“声誉”理论,而“奔向低端”论的主要理论依据是“利益机会主义”理论,二者的争论本质上是“声誉”理论与“利益机会主义”理论的交锋。本书指出,市场竞争如何影响自律管理,涉及市场机制、行为动机、利益博弈等复杂命题,在不同国家和地区的证券交易所,以及同一交易所的不同历史阶段,表现形式和作用方式也会有诸多差异。但是,可以肯定的是,证券交易所在吸引上市资源时,上市企业在选择上市地点时,并非单向地、非此即彼地一路“奔向高端”,或者一直“奔向低端”,更多的时候,两者可能交替出现,甚至并行存在。

本章还以美国、德国、巴西等的资本市场为样本,对竞争如何影响证券交易所自律管理,作了个案实证分析和历史考察。

第五章“诉讼论:证券交易所自律管理的司法介入”,以美国为样本,从司法活动与自律管理之间的内在关系角度,梳理、考察证券交易所自律管理制度演变历程。可以这样说,不考察法院如何介入、处理证券交易所自律管理所引发的诉讼纠纷,就不能深刻而全面地了解在极富影响的美国市场,证券交易所自律管理制度背后的原理和运行状况,对其自律管理制度的引介就可能断章取义,而相应的制度借鉴乃至移植也可能事与愿违。

本章梳理了大量典型判例,在此基础上,详细求证、考察了美国法院介入证券交易所自律管理的司法政策演变脉络,归纳并阐述了其中的四个基本原则,即宪法正当程序有限适用原则、内部救济用尽原则、民事责任绝对豁免原则、默示民事诉权严格限制原则的基本内涵、形成过程及缘由。总体而言,在确立这些基本原则时,法院秉承灵活的实用主义,信任美国SEC监管证券交易所的能力,支持鼓励证券交易所自律管理,谨慎而有限介入由此引发的诉讼案件。由此,证券交易所在履行自律管理职责时,几乎不必担心自己的行为成为诉讼的对象或者遭受责任追究,从而放手进行自律管理。

第六章“异化论:证券交易所自律管理的本土问题与回应”,将视角转向本土,侧重研究我国证券交易所及其自律管理。本书的一个基本观点是:我国证券市场演进路径是政府主导下的强制性制度变迁,置身于其中的证券交易所的自律管理出现了全面异化,包括自律管理者人格的异化、自律管理者“自我”的异化、自律管理固有优势的异化、自律管理特有功能的异化、自律管理法律关系性质的异化等。

本书运用制度变迁路径依赖原理,剖析了自律管理异化的缘由,认为在我国证券市场强制性制度变迁中,形成了政府主导下的单边监管模式,证券交易所自

身也是行政权力强力控制的对象,成为行政化监管体制和运行系统的一部分。在长期的行政管制下,证券交易所的自律管理与行政权力之间存在制度层面的“路径依赖”。一方面,证监会对交易所实施管理,更多的时候是出于市场整体性的行政监管之考量,使其成为证监会行政职能的延伸,而非为了防止自律管理失灵及利益冲突。另一方面,被证监会控制、主要管理人员由其任命的交易所,也会主动靠近行政权力,担当证监会的助手或者“雇员”,以强化乃至扩展其职能,增强其自律管理权威性。在这种“相互强化”、“相互依赖”的制度路径中,证券交易所丧失独立性、自主性,自律管理失去本来面目,异化变质,也就理所当然了。

本书对如何化解证券交易所自律管理的异化进行了讨论。摆脱我国证券交易所自律管理的异化局面,恢复自律管理的本来面目,是一个系统而复杂的工程,涉及证券市场的市场化变革、证券监管体制转型、交易所组织形态转变、自律管理法制基础构建、自律管理司法介入政策调整等诸多层面。本书对这些问题进行了讨论,并提出了制度构建的基本思路。

【关键词】 证券交易所 自律管理 利益冲突 市场竞争 司法介入

Abstract

Self-regulation is the core function as well as the essential attribute of stock exchanges. Emerging Chinese capital market is in a time of reform and transition, during which to change the sole administrative regulation mode under absolute leading by government and to cultivate and perform self-regulation function have become one of the fundamental orientations in reform and transition. There is a consensus among different parties in the market on the said viewpoint. However, most of the subjects (especially jurisprudence) neither pay necessary attention nor devote due enthusiasm to the self-regulation of stock exchange, of which the relative research is lagging far behind. In the light of this, this book is trying to take the development process of mature overseas market as a reference while having its concern about and response to Chinese domestic issues as its foothold. The author conducted an in-depth research from a legal standpoint on the theoretic and practical problems arising in the formation, development and evolvement of self-regulation of stock exchanges.

Theoretic study on self-regulation of stock exchanges could be done in various aspects and with distinct breakthrough points. This book, which involves subject attributes of self-regulators, basic principles behind self-regulation, conflicts of interest in self-regulation, the influence that self-regulation suffered in market competition, judicial intervention of self-regulation and Chinese indigenous problems in self-regulation, chooses several important theoretical propositions and puzzles in practice that are closely related to self-regulation of stock exchanges as its object of study. Each of the problems that this book deals with is independent but meanwhile revolves around self-regulation of stock exchanges, therefore, they are correlative with each other. By putting all these independent and correlative issues together, a comprehensive and three-dimensional juristic picture of self-regulation of stock exchanges will be

sketched.

Chapter 1: "On Subjects: The Economic Attribute and The Juristic Form of Stock Exchanges." A major thrust of this chapter is to discuss the market function and corporate attribute of the stock exchanges, which act as the subject of self-regulation. Stock exchanges are self-regulation organizations as well as business organizations. Their dual identities present opposition and unification at the same time. Based on the theory of knowledge, revealing stock exchanges as business organizations at the beginning of argumentation will furnish knowledge and theoretic basis for analyzing self-regulation of stock exchanges and studying its juristic attributes.

As this book points out, stock exchanges were always considered as markets with direct function of providing liquidity for stock trade. However, since the 1990s, the business activities and concept of management have become more and more similar to those of standard profit-making enterprises, which makes people's overview of stock exchanges changing from "market theory" to "enterprise theory". Employing trade cost theory, this book analyses firstly the cause of production of stock exchanges and comes up with a conclusion that the existence and control of trade cost is the ultimate reason of the existence of stock exchanges. Later, this book applies the business organization theory to analyze the products, customers and business purpose of stock exchanges as enterprises. For the facility of succeeding research, this book also makes a brief analysis on fundamental juristic characters of membership and corporation stock exchanges, which are two different frameworks of stock exchanges.

Chapter 2: "On Noumenon: Multi-Perspective of Self-Regulation of Stock Exchanges." This chapter emphasizes on basic issues which are related with self-regulation of stock exchanges and bear theoretic and practical significance. Analysis of such issues will be carried out from different angles. Discussing these issues, not only fits in with the needs to well grasp the connotation of self-regulation of stock exchanges, but also helps with explanation and understanding of other issues discussed below. The theoretical issues stressed in this chapter mainly cover the following levels:

1. Why does self-regulation come into being spontaneously? This book deems the underlying force of contract signing among securities traders, taking collective action, setting up stock exchanges spontaneously and performing self-regulation to be self-interested. Later, the author reviews the representative early development of New York Stock Exchange with the hope to probe into the problem that how self-interest drive of securities traders contributes to the establishment of stock exchanges and the

creation of self-regulation.

2. How could self-regulation of exchanges persist? Stock exchange's system has experienced profound changes and many twists and turns during its evolvement in the past few hundred years, nevertheless, self-regulation has existed continuously. One of the reasons of this lies in the irreplaceable comparative advantage of self-regulation over administrative supervision. Self-regulation could also be attributed to the heavy and unsurpassable path dependence of market or even government upon it, which pre-existed administrative supervision and has operated over hundreds of years. The second reason being a conclusion is to be evidenced by the ambivalent position of legislators on self-regulation before and after the formulation of 1934 Securities Exchange Act.

3. Is self-regulation of stock exchanges a right or a power? An essential standpoint of this book is that right and power are the twofold nature of self-regulation of stock exchanges, and these exchanges are therefore mixtures of right and power. By means of nomological views, this part analyzes firstly the "right" nature of self-regulation of stock exchanges and considers self-regulation to be a right of a company, which is an aggregation and extension of self-government rights of subjects like securities traders. This book stresses that in relation to state power and administrative supervision, self-regulation is an inherent and fundamental right of stock exchanges that act as a market subject; also, it's a measure that judges whether a stock exchange has an independent legal personality and legal status. Subsequently, the author analyzes the "power" nature of self-regulation of stock exchanges, which is relative to the market participants including member firms and listed companies. Since stock exchanges are able to exercise supervision, management and inflict punishment over said subjects, their self-regulation has compelling force. In light of this, the author further analyzes the source of such self-regulation authority and explains that this authority is a mixture of public power and private power.

4. What's the nature of legal relations created in self-regulation of stock exchanges? By employing underlying principles of jurisprudence, the author makes a thorough explanation and analysis of the subjects, contents and types of legal relations in self-regulation. According to the author, the delimitation of legal attributes of self-regulation should be based on concrete analysis and be treated differently in dissimilar cases. When stock exchanges admit corporations to be listed and absorb securities traders as their members, corporations and securities traders act voluntarily and they

are equal to the exchanges. The legal relationship that came into being in this process is civil legal relation in general. However, when stock exchanges exercise their self-regulation power and punish the listed corporations or member firms in accordance with listing agreements, articles of members as well as delegation of legislative, the legal relationship created does not simply fall under civil legal relation or administrative legal relation. In face of various theoretic controversies and puzzles in practice, the author ponders on them and tries to apply special power relationship of continental legal system to explaining these issues.

5. Are stock exchanges private legal persons or public legal persons? This book points out that the dual classification of public and private legal persons are no longer applicable to such a special market organization as stock exchanges. The author believes that when a stock exchange projects itself as a business organization, it has the attribute of private legal person. The acts of signing listing agreement with corporations and market participation agreement with securities traders are generally governed by private laws. When a stock exchange appears as a self-regulator (especially a statutory self-regulator), it assumes the legal responsibility of ensuring market impartiality, orderliness, transparency, rights and interests of investors. In this situation, the stock exchange acts obviously the role of a public organization and thus manifest the characteristics of a public legal person. Consequently, stock exchanges combine commercial interests and public interests and possess dual attributes of public and private legal persons.

Chapter 3: "On Interests: Conflict and Balancing of Interests in Self-regulation of Stock exchanges." This chapter focuses on the conflict and balancing of interests engendered by design and functioning of self-regulation system of stock exchanges. Having analyzed different interests demands of various subjects in the market, this chapter emphasizes the conflicts of interests of these subjects and indicates that an important mission of self-regulation of stock exchanges lies in the mediation of such conflicts, especially the conflicts of interest between strong member firms, listing corporations and weak investors.

However, when performing the function of self-regulation and mediating conflicts of interest among different market subjects, stock exchanges find the self-regulation itself immersed in the structural and intrinsic conflicts of interests. Such conflicts find different expressions in different kind of stock exchanges: in membership stock exchanges, they are marked as conflicts between member firms' interests standard and