

QUANQIU ZHUYAO ZHENGQUAN JIAOYISUO
JIANGUAN SHANGSHI GONGSI DE BIJIAO YANJIU

全球主要证券交易所 监管上市公司的比较研究

■ 张小波 著



西南财经大学出版社

QUANQIU ZHUYAO ZHENGQUAN JIAOYISUO
JIANGUAN SHANGSHI GONGSI DE BIJIAO YANJIU

全球主要证券交易所 监管上市公司的比较研究

张小波 著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

全球主要证券交易所监管上市公司的比较研究/张小波著. —成都:西南财经大学出版社,2016. 11
ISBN 978 - 7 - 5504 - 2588 - 0

I. ①全… II. ①张… III. ①上市公司—监管制度—对比研究—世界 IV. ①F831. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 192727 号

全球主要证券交易所监管上市公司的比较研究

张小波 著

责任编辑:何春梅
助理编辑:周晓琬
责任校对:唐一丹
封面设计:墨创文化
责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川五洲彩印有限责任公司
成品尺寸	170mm × 240mm
印 张	10. 25
字 数	180 千字
版 次	2016 年 11 月第 1 版
印 次	2016 年 11 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2588 - 0
定 价	68. 00 元

- 1. 版权所有,翻印必究。
- 2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

目 录

- 1 绪论 / 1
 - 1.1 交易所监管上市公司在证券市场监管中的作用和地位 / 1
 - 1.2 证券交易所监管上市公司的国际比较的实际意义与理论价值 / 2
 - 1.2.1 国有股流通问题制约股市发展 / 2
 - 1.2.2 证券市场制度性缺陷严重 / 3
 - 1.2.3 股市成为各类机构圈钱的工具 / 3
 - 1.2.4 上市公司信用缺失严重 / 3
- 2 全球主要证券交易所在其证券监管体制中的定位与作用的比较分析 / 5
 - 2.1 主要国家和地区的证券监管体制演化的基本模式与现状 / 5
 - 2.1.1 美国证券监管体制演化的基本模式与现状 / 5
 - 2.1.2 英国证券监管体制演化的基本模式与现状 / 6
 - 2.1.3 日本证券监管体制演化的基本模式与现状 / 8
 - 2.1.4 德国证券监管体制演化的基本模式与现状 / 9
 - 2.1.5 中国香港地区证券监管体制演化的基本模式与现状 / 9
 - 2.2 证券交易所的主要功能、组织模式及特点 / 10
 - 2.3 主要国家和地区的证券交易所在其监管体制中的定位与作用 / 12
 - 2.3.1 美国纽约证券交易所 / 12
 - 2.3.2 英国伦敦证券交易所 / 13
 - 2.3.3 日本东京证券交易所 / 15
 - 2.3.4 德国证券交易所 / 16
 - 2.3.5 中国香港特别行政区香港联交所 / 18

2.4	全球证券交易所监管证券市场的理念与发展趋势的比较与分析 /	19
3	全球主要证券交易所对上市公司信息披露监管机制的比较分析 /	21
3.1	上市公司信息披露监管的意义及其法律制度体系的形成 /	21
3.2	全球主要证券交易所监管上市公司信息披露的机制及比较分析 /	23
3.2.1	证券交易所监管上市公司信息披露的静态监管机制的比较分析 /	24
3.2.2	证券交易所监管上市公司信息披露的动态监管机制的比较分析 /	29
3.3	小结 /	41
4	全球主要证券交易所对上市公司的公司治理的监管比较 /	42
4.1	加强对上市公司的公司治理的监管对证券市场市场的意义 /	42
4.2	全球主要证券交易所对上市公司的公司治理的监管比较分析 /	42
4.2.1	美国纽约证券交易所对上市公司的公司治理监管规定 /	42
4.2.2	英国伦敦证券交易所对上市公司的公司治理监管规定 /	44
4.2.3	中国香港特别行政区香港联交易所对上市公司的公司治理监管规定 /	44
4.2.4	日本东京证券交易所对上市公司的公司治理监管规定 /	45
4.3	全球主要证券交易所对上市公司公司治理监管的评述 /	45
5	全球主要证券交易所对证券市场内幕交易的监管比较 /	48
5.1	加强证券市场内幕交易的监管对证券市场市场的意义 /	48
5.2	全球主要证券交易所监管证券市场上市公司内幕交易的比较 /	48
5.2.1	纽约证券交易所和德国证券交易所的上市公司内幕交易体系的功能比较 /	49
5.2.2	全球主要证券交易所对证券市场内幕交易人界定的比较 /	51
5.2.3	全球主要证券交易所对证券市场内幕交易行为界定的比较 /	52
5.2.4	全球主要证券交易所对证券市场内幕交易行为的处罚措施的比较 /	54
5.2.5	美国对证券市场内幕交易民事责任的机制 /	58
5.3	全球主要证券交易所对证券市场内幕交易的监管评述 /	60

6	全球主要证券交易所监管上市公司兼并收购的比较 /	61
6.1	证券交易所监管上市公司兼并收购的意义 /	61
6.2	全球主要证券交易所对上市公司兼并收购的监管体系比较分析 /	61
6.2.1	英国伦敦证券交易所对上市公司兼并收购的监管体系 /	61
6.2.2	美国纽约证券交易所对上市公司兼并收购的监管体系 /	65
6.2.3	德国证券交易所对上市公司兼并收购的监管体系 /	66
6.2.4	中国香港特别行政区香港联合证券交易所对上市公司兼并收购的监管体系 /	66
6.3	全球主要证券交易所对要约收购的信息披露的监管机制比较 /	66
6.3.1	全球主要证券交易所对上市公司要约收购的监管比较 /	66
6.3.2	全球主要证券交易所对要约收购的监管机制的评述 /	71
6.4	证券交易所监管上市公司的反收购的比较 /	72
6.4.1	英国伦敦证券交易所监管上市公司反收购的法律法规 /	72
6.4.2	美国纽约交易所监管上市公司反收购的法律法规 /	75
6.4.3	对英美两国上市公司反收购监管的评价 /	78
7	全球主要证券交易所对上市公司退市的监管制度比较 /	80
7.1	主板市场的强制退市监管比较 /	81
7.1.1	强制退市标准的比较 /	81
7.1.2	强制退市程序的比较 /	82
7.2	主动退市 /	84
7.2.1	德国主动退市的法律框架 /	84
7.2.2	德国主动退市的形态 /	85
7.2.3	法兰克福证券交易所规章中有关主动退市的具体规定 /	85
8	全球主要证券交易所的监管质量评价及其影响因素的实证研究 /	87
8.1	证券交易所监管质量评价指标体系的构建 /	87
8.1.1	构建证券交易所监管质量评价指标体系的原则 /	87
8.1.2	证券交易所监管质量评价指标体系 /	88
8.1.3	证券交易所监管质量水平（指数）评估方法 /	98

8.2	构建证券市场监管模式、证券交易所的组织形式对证券交易所监管质量的影响的计量模型 /	100
8.3	证券交易所监管上市公司的质量水平的评价分析 /	101
8.3.1	样本选取及其相关指标的说明 /	101
8.3.2	样本指标的因子分析及结果 /	102
8.3.3	影响证券交易所监管上市公司质量的因素分析 /	108
8.4	证券市场的监管模式、证券交易所的组织形式对证券交易所监管上市公司的质量水平的影响的实证分析 /	109
8.4.1	样本指标的有关说明 /	109
8.4.2	以 36 家证券交易所为样本的实证分析 /	111
8.4.3	以 33 家会员制证券交易所为样本的实证分析 /	113
8.5	小结 /	115
9	中国证券交易所监管上市公司的现状分析 /	116
9.1	中国证券市场监管体系的发展与演变 /	116
9.2	上海证券交易所与深圳证券交易所在证券监管体系中的地位和作用 /	119
9.3	中国证券交易所监管上市公司现状及其评价 /	121
9.3.1	中国证券交易所监管上市公司现状 /	121
9.3.2	中国证券交易所监管上市公司的评价 /	124
9.4	小结 /	133
10	健全中国证券交易所监管上市公司的机制的对策分析 /	134
10.1	基于证券监管分工模式层面的对策建议 /	134
10.2	基于公司治理结构改革的对策建议 /	136
10.3	基于证券市场退市机制的对策建议 /	137
10.4	基于证券中介机构监管的对策建议 /	138
10.5	小结 /	140
	参考文献 /	142

1 绪论

1.1 交易所监管上市公司在证券市场监管中的作用和地位

上市公司的有效监管是一个世界性难题，具有成熟市场体制的国家也难免问题频出。从最早发生在英国的“南海事件”（1720年）到1929年美国股市的大崩溃，再到2001年的安然事件，2002年世界通信、施乐等美国大公司的轰然坍塌就是明证。日本金融厅（FSA）最近的一项调查发现，在上市的日本公司中，每10家就有1家在财务报表中欺骗投资人。最令人惊讶的是日本西武铁道公司（Seibu Railway），为了掩盖其违反所有权规定的行为，该公司提供关于最大股东的虚假信息已长达40多年。在证券市场监管的体系中，证券交易所站在监管的最前沿，是政府监管行为最重要、最直接的体现和表达载体。同时，证券交易所作为上市公司集中上市和具体交易行为的发源地和终端，又是信息量最大、最畅通的部分，也是整个监管最敏感的地区。证券交易所由于其职能性质的特殊性，既独立于政府之外，又要受到政府的支持和制约；既要独立行使监管权，又要处理好与政府、立法机关、股东等多方面的关系。这种关系应表现为政府的领导地位与两种监管之间的相互依存、相互补充。这种关系是证券市场实现有效监管的基本前提之一，其作用的发挥有赖于良好的制度设计。除了管理证券市场的立法部门——国家权力机关外，政府更多地表现为法律的执行者、政策的制定者和支持者、违法行为的查处者。而证券交易所更多地作为市场运作的组织者、市场秩序的一线监管者、违规行为的发现者。这样就形成了政府的宏观监管和严格执法与交易所日常监管、一线监管、微观监管的有机结合。在监管的过程中，交易所监管具有政府监管无法替代的特性和优势。第一，交易所是最贴近上市公司的监管主体，政府监管机关无需、也不可能始终站在监管第一线，必须更多地依赖交易所对上市公司的指

导、监督。第二，交易所与上市公司是民事关系的双方（交易所和上市公司之间本身是一种契约关系），这使得交易所能够借助民事手段监管上市公司，而政府监管就难以直接用民事手段实施监管。第三，交易所在监管上市公司过程中在业务、技术和知识上有比政府更高的敏感性，从而更有效率。第四，交易所在对上市公司监管的过程中更具有灵活性，能够随着市场环境的变化迅速反应，制定更加灵活和适用的监管规则和行为守则、道德规范或及时更改监管规则、更新监管标准，并使监管落到实处。与此相比，政府制定的法律应保持连续性和相对的稳定性，不宜经常变化，并且一般只能规定最低标准。

因此，证券交易所对上市公司监管及其制度设计是解决上市公司监管问题的基本途径。证券交易所监管上市公司的制度设计合理与否与证券市场是否具有一个良好的监管平台（即一个良好的监管环境）有十分密切的关系。这个平台包括监管机制设计所依赖的市场制度、企业制度、法律制度、文化制度，及其与该监管体系进行协作的其他组织（包括会计事务所、律师事务所、机构投资者、信用评估机构等参与机构）。它们及其构成的监管环境将直接或间接地制约和影响证券交易所监管的有效性。

1.2 证券交易所监管上市公司的国际比较的实际意义与理论价值

中国股市从形成之初到现在已经有 30 多个年头，大多数上市公司是由国有企业改制而成的。在中国股市呈现较大规模、较快速度的发展过程中，中国的市场制度、企业制度、法律制度及文化制度也正处在改革转型的关键时期。比如，我们的大多数企业正朝着现代企业制度方向努力，企业的法人治理结构还很不适应市场经济发展的要求，我们的整个金融体系还处在改革的攻坚阶段。因此，可以这样讲，中国的上市公司或中国证券市场是一个相对于其他发达或发展中国家而言都十分特殊和复杂的证券市场。这个市场除了具备其他证券市场的一般特性外，还有它自身的特殊性。这种特殊性可以从以下几方面看出：

1.2.1 国有股流通问题制约股市发展

国有股流通问题是制约股市发展的顽疾，不管是宣布暂停国有股流通也好，还是今后逐步开放流通也好，还是用其他方法处理该问题也好，国有股流

通问题从一开始就成为国有企业上市给证券市场留下的一个致命的制度缺陷，国有股流通问题都是我国证券市场发展中一个致命的制度缺陷，直接影响投资者的信心，因为它不可能给投资者尤其是大资金的机构投资者一个安全稳定的未来预期。国有股流通或减持，无论是现在还是未来都有赖于国有企业制度全方位、深层次的改革，而且这种改革将不可避免地给中国证券市场带来阵痛。

1.2.2 证券市场制度性缺陷严重

我国证券市场是在经济体制由计划经济向市场经济转轨的过程中诞生与成长起来的，计划经济体制无疑给中国证券市场留下了较深的烙印，例如：股市初期的政府分派上市配额制、企业上市过程中政府强制性的捆绑制等无不给中国证券市场带来严重的伤害。计划体制造成了我国股市股权分割、结构失调、一股独大等一系列制度性缺陷，使得投资者利益无从保障。我国股市中的同股不同价使流通股股东得到的回报远不如非流通股股东，股权分割的上市公司治理结构使流通股股东权益更容易被非流通股股东剥夺。计划经济体制遗留的制度缺陷已经使中国证券市场付出了沉重的代价，这其中受到伤害的无疑大多是投资者。

1.2.3 股市成为各类机构圈钱的工具

中国证券市场的功能缺失，融资与投资之间的直接冲突也使得我国股市吸引力急剧下降。纵观中国股市，不难发现过度融资症使得我国股市产生了三个怪现象：一是每年上市公司通过股市的融资额，远远大于上市公司给投资者的分红额；二是国家从股票交易中征收的印花税远大于上市公司的分红额；三是证券商从股票交易中收取的佣金大于上市公司的分红额。中国股市成了各类机构从流通股股东手中圈钱的工具。更重要的是，作为证券市场发展基石和价值投资理念赖以生存的上市公司可持续发展问题没有得到根本解决，上市公司盈利能力缺乏持续性，中长线投资风险巨大。由于政策的过度干预，中国股市已经陷入了“政策市”的困惑，始终无法摆脱“一抓就死，一放就乱”的怪圈。

1.2.4 上市公司信用缺失严重

中国股市的建立与发展是在整个国家信用体系建设极端落后的情况下进行的，到目前为止，我国还没有建立一个国家信用、组织信用（包括企业信用）和个人信用相互配合、系统完整、有机构成的信用体系，失信的成本低下，失信诚信得不到相应的惩处和奖励。全社会信用体系的落后及全体公民社会信用

意识的薄弱也是中国股市区别于发达国家证券市场、上市公司屡屡发生违规事端的基本原因。

中国证券市场还是一个处于幼年期的证券市场，其成长过程无疑不能回避正常成熟市场所经历的轨迹和阵痛，这一点，宏观决策层是清醒的和理性的。对证券交易所监管上市公司进行国际比较，分析成熟证券市场中证券交易所监管上市公司的制度模式、具体的监管方法以及监管的法律依据，对于强化中国证券交易所对上市公司的监管，建立多方协调、可持续监管的上市公司监管体系，维护证券市场的平稳发展具有重要的现实意义和实际指导意义。

2 全球主要证券交易所在其证券监管体制中的定位与作用的比较分析

证券交易所在一国或地区的证券监管体制中的定位,对其发挥一线监管的作用、发挥政府证券市场监管无法替代的优势有着十分重要的影响。对比分析不同国家或地区证券监管体制下证券交易的定位及其作用,能很好地完善和改革我国证券监管体制中存在的问题,调整我国证券交易所监管证券市场的权责,充分发挥我国证券交易所监管证券市场的一线作用,提升证券市场监管的效率,最大限度地保护投资者利益,发挥证券市场有效配置资源的作用,保证证券市场健康发展。为此,本章在梳理美国、英国、日本、德国、中国香港地区的证券市场监管模式与现状基础上,对这些国家或地区的证券交易所的主要功能、组织模式及特点进行全面的对比分析,并全面剖析这些国家或地区的证券交易所在其证券监管体制中的定位与作用。最后,基于上述的分析,对全球证券交易所监管证券市场的理念与发展趋势进行分析。

2.1 主要国家和地区的证券监管体制演化的基本模式与现状

2.1.1 美国证券监管体制演化的基本模式与现状

美国证券监管制度演变的基本模式已经实现由自律性监管向集中性监管转变。这一转变以 1929 年的美国证券市场的大崩溃为界线。美国的证券交易是自发形成的。早在 18 世纪中期就有商人专门从事证券买卖,并于 1792 年 5 月

签订了著名的《梧桐树协议》(Buttonwood Agreement)。由于当时美国政府推行亚当·斯密的自由放任的经济政策,政府对证券市场没有采取任何监管的措施,仅仅依靠证券商、交易所的自律及各州制定的《蓝天法》(Blue Sky Laws)来维持市场运行。因此,行业自律是那个阶段的证券市场的主要监管力量。

但在证券市场上,证券商必然要追求自身利益的最大化,因此必然要产生各种不道德行为,证券商不可能真正地做到自律。美国作为一个联邦制国家,各州立法的宽严尺度不一致,投机者往往利用跨州交易方式来规避法律障碍,使得蓝天法的施行成效日渐微弱,已经不足以维护投资者的正当利益。整个证券市场投机活动猖獗,充斥着各种无耻的欺诈行为。证券市场的各种矛盾与监管缺失终于导致1929年10月24日的“黑色星期五”的发生。股市崩盘所造成的证券危机直接引发了金融危机,导致了20世纪30年代席卷资本主义世界的经济大危机。惨痛的教训使美国政府认识到,没有完善有效的联邦法律加以督促,自律监管只是一句口号,州立法难以遏制市场的过度投机行为。美国联邦政府和国会采取了一系列手段来加强证券市场的监管。其中最主要的手段有:一是完善了证券立法,《1933年证券法》《1934年证券交易法》等一系列法律在这一时期相继出台;二是确认了证券市场的最高管理机构——证券交易委员会(SEC),对全国的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司等实施全面的监管。自此以后,证券监管格局出现了实质性的转变,政府监管成为证券市场的主导监管力量,自律监管则退居其次,成为辅助监管力量。美国证券市场的监管开始进入到集中统一监管为主、市场自律为辅的较为完整的证券管理体制阶段。“安然事件”后,美国的集中性监管在不断加强,最突出的表现是SEC收回了企业成为上市公司的上市审批权。

2.1.2 英国证券监管体制演化的基本模式与现状

英国证券市场监管制度的演化大致经历了三个阶段(如图2.1所示):第一阶段为完全自律性监管阶段(1773—1985年);第二阶段为自律性监管和立法监管相结合阶段(1986—2000年);第三阶段为英国金融服务管理局(FSA)的统一监管阶段(2001年至今,政府监管和自律相结合的监管)。

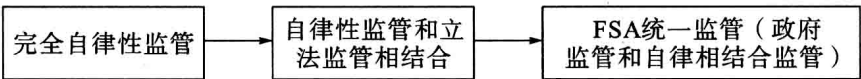


图 2.1 英国证券市场监管体制演变图

自伦敦证券交易所 1773 年成立到 1986 年金融“大震惊”（big bang）之前，证券市场主要依靠伦敦证券交易所自身严格的规章制度和高水准的专业证券商进行自我监管，形成了完备的证券市场“自律管理”体系。其主要特征如下：

（1）英国股票市场的管理以证券交易所本身自律为核心，证券交易所是证券一级、二级市场直接管理机构，证券的公开发售、流通要遵守证券交易所的规则。由于各项规章制度极为严密，实质上起到了立法监管的效果。

（2）政府没有专门的证券管理机构。国家贸易部除根据防止欺诈条例对非交易所的证券交易商有一定的管理权外，仅登记公开说明书，而不加审核。英格兰银行仅对一定金额的发行行使同意权。

（3）证券市场的监管体系，以英国证券交易所协会、收购和合并问题专门小组以及证券业理事会为基础。它们制定并实施有关证券活动的规则，其代表经常向政府机构征求意见，维持与政府部门的联系，其中证券交易协会是由交易所大厅的证券经纪商和营业商组成，依据制定的规则管理着伦敦和其他地方交易所大厅的业务。由于交易所影响大、联系广，因此实际上负责了整个英国证券业的基本管理。

1986 年，伦敦交易所进行改革后，英国政府对证券市场监管模式发生了重大的变化。国务大臣授权 1985 年成立的证券投资委员会（SIB）对证券和投资活动的自我管理组织以及金融服务机构进行管理。该管理具有法律效力，从此英国走上了自律管理和立法管理相结合的道路。然而，英国根据不同立法设置相应监管机构，已经形成了典型的“多头监管”。随着各种金融业务相互渗透，多元化的金融集团必须充分地向不同监管机构提交相同的报告，“多头监管”的效率越来越低下。为了克服这一弊端，英国在 1997 年对银行系统和证券投资业实行单一的管理体制，新成立的金融服务局接替了 SIB 对证券投资的管理权，并于该年 6 月 1 日，根据《银行法》从英格兰手中接管了商业银行监管的权利。

2001 年 12 月 1 日生效的《金融服务及市场法》规定了监管金融市场的法定架构，并规定成立金融服务管理局作为单一的法定监管机关，直接负责监管接受存款、保险和投资行业。金融服务管理局作为独立的非政府机构，是一家有限担保和融资的金融服务机构，其经费来自业界征费，向财政部负责，并通过财政部向国会负责。虽然金融服务管理局董事会的成员均由财政大臣委任，但该局并非从属于财政部。不过，金融服务管理局仍须就一些可能会发生的问题，例如可能会导致经济动荡、影响外交或对外关系、促使当局修改法例等向

财政部提出预警。政府对金融服务管理局的监管主要有：金融服务管理局须向财政部提交工作年报以便提交国会审议，授权财政部调查可能引起公众关注的事宜，以及对金融服务管理局的资源管理进行独立检讨等。

金融服务管理局接替了英格兰银行监管银行、上市公司监管机构及有关结算所的职责，也接管了自我监管机构处理监管及注册的工作，包括接管伦敦证券交易所监管上市的职能。金融服务管理局替代伦敦证券交易所执行监管上市的职能后，消除了伦敦证券交易所可能有的角色冲突问题（尤其在处理要求放宽上市标准的事宜），这也表明了英国认为法定监管机构较营利交易所更能权衡公众利益。

证券市场的监管由金融服务管理局辖下的英国上市局负责。但这并没有改变其自律监管的特色。这是因为 FSA 本身的组织形式是一家有限公司，仍然具有相当的自律组织色彩。尽管伦敦证券交易所已移交其监管上市的职能，但该所仍继续施行一些适用于在其交易板报价的公司的规定，包括有权决定是否让获准上市的证券进行买卖，以及订立和执行本身的规则等。英国走上了政府监管和自律监管相结合的道路。

2.1.3 日本证券监管体制演化的基本模式与现状

日本一开始就采取集中监管的模式，但行政色彩更浓重。日本的证券市场最早出现于明治维新时期，当时日本政府为了支持民族工业的发展，引进了有价证券交易制度。1875 年，日本政府仿照了英国的证券制度制定了《有价证券交易条例》，1893 年又制定了《证券交易法》。第一次世界大战期间，证券市场的发展受到严重阻碍。第二次世界大战后，日本为了重振经济，在 1947 年以美国《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》为蓝本颁布了新的《证券交易法》。1960 年日本证券市场陷入危机，日本政府为对付这次危机，重新修订了《证券交易法》，废除了注册制度并实行了证券公司许可证制度，完善了交易规则。日本在经历了泡沫经济的严重打击之后，于 1992 年成立了相对独立的证券交易监视委员会，对证券市场进行监管。1998 年成立的金融厅负责确保日本金融体系稳定、保障存款人利益、制定有关金融体系的规划及政策、对私营金融机构进行视察及监管，以及监察证券买卖。金融厅是首相办公室的行政机关，负责对私营金融机构进行监管，以及监察证券买卖。同年，证券交易监视委员会脱离财务省，转为隶属金融厅。委员会设有一名主席及两名专员，均由首相提请国会委任。这样日本金融厅对整个金融市场实现了统一监管。日本证券市场的集中监管得到进一步加强。由于金融厅是首相办公室的行

政机关，其监管的行政色彩更加浓厚。

2.1.4 德国证券监管体制演化的基本模式与现状

德国证券监管体制采用了行政监管和自律监管并重的中间性监管模式，即中央政府、州政府和自律机构相结合的监管。

为使资源有效运用，达到证券及期货市场之最佳功效，1994年德国完成了对证券及期货市场的整合。1995年1月1日，德国根据1994年修订的《证券交易法》成立了联邦证券监管局（BAWe）监管证券及期货市场。BAWe主要受联邦财政部的管辖。

2002年4月德国通过了一项金融机构合并法，将原本分别负责监督银行业务（BAKred）、保险业务（BAV），以及证券期货业务（BAWe）的三个主管机关合并在一个新的金融监管机构——德国联邦金融监管局（BAFin）之下，并于2002年5月1日正式运作。BAFin成立后，整个金融体系包括银行、保险、证券都在其监督之下，除了保护消费者权益及监督企业偿债能力的功能外，也要承担稳定德国经济，提升其竞争力的责任。BAFin的主要功能在于使证券及期货市场适当运作，以达成保护投资人、促进市场透明及公平之目标。该机关主要职权规范体现在《证券交易法》第四条，其主要权责为确保交易市场运作能确实遵行各项法令规章、制定证券交易所的收费结构及费率、监督经理部门业务运作及对总经理的聘任与监督，最终目的是确保证券暨期货市场适当运作，以达到保护投资人、确保市场公正性及交易透明化之目的。

BAFin对证券市场的管理实行联邦政府制度，并负责颁布证券法规，各州政府负责实施监督管理与以交易所委员会、证券审批委员会和公职经纪人协会等自律管理相结合的证券管理体制。该体制比较强调行政立法监督管理，又相当注意证券业者的自律管理。德国对证券业的管理监督主要通过地方政府组织实施。但州政府尽可能不采取直接的控制和干预，很大程度上依靠证券市场参与者的自我约束和自律管理。州政府对证券的管理主要体现为：有权批准证券交易所董事会制定的证券交易所条例；任命公职经纪人；批准建立和撤销当地的证券交易所；由州政府任命一名专员，监督交易所对有关证券法规和条例的实施；对银行为客户代理买卖证券的行业进行监督管理等。州政府的介入，形成了中央政府、州政府和自律机构相结合的模式。

2.1.5 中国香港地区证券监管体制演化的基本模式与现状

中国香港地区证券市场监管体制经历了由自律监管模式向政府的集中监管

和自律监管相结合的模式过渡。

在 1970 年以前，香港对上市公司的监管由证券交易所自律管理，区政府对证券市场采取放任的政策。1973—1974 年间香港发生股灾，促使区政府采取了一系列监管市场及保障投资人的措施。在 1974 年，区政府设立了证券事务监管委员会及证券监管专员办事处，另外设立商品交易事务监管委员会管理期货市场。区政府的介入使相关证券市场的监管进入到集中监管阶段。

由于证券市场形势的变化，原有管理机构的监管显得力不从心。1987 年再度发生的股市崩盘，促使香港区政府决定全面检讨现有的监管机构的框架和各交易所之间的权利及运作，决定构建新的监管模式。香港地区于 1989 年根据《证券及期货事务监管委员会条例》成立独立监管机构——证券及期货事务监管委员会。该委员会是独立于公务员体制外的法定团体，仍然是香港区政府的组成部分。它向行政长官负责，并透过财经事务局，就一切有关证券、期货等事宜向财政司司长提供意见。证券及期货事务监管委员会对整个证券期货市场进行统一监管标志着香港地区的证券监管完全步入了集中监管阶段。

2.2 证券交易所的主要功能、组织模式及特点

根据全球证券市场发展的实践看，证券交易所的功能主要有以下三方面：

(1) 提供公开交易的基础。证券交易所通过集中交易者和提供有价证券的各种信息，降低信息搜寻成本。这是交易所最原始的功能。

(2) 促进交易公平。证券交易所通过集中报价发现价格，减少讨价还价的过程；对交易、交割、清算提供一系列的设施和技术支持，确保交易的顺利达成；对参加交易的双方都要求相应的保证金，避免交易双方的信用风险。

(3) 实施监管，促进交易公正。对上市公司的公司治理情况、信息披露情况进行监管；监督市场参与者行为和交易活动，抑制道德风险——对内幕交易、人为操纵股价、违反公开信息业务记取恶意串通欺诈交易等。

为了更好地实现其功能，交易所的组织模式先后出现了会员制和公司制。在 20 世纪 90 年代以前，几乎所有的交易所都采取的是会员制。会员制的组织模式就是交易所由会员出资组成，只有会员才能进入其交易系统，不对非会员开放。它具有以下特点：

(1) 出资者为自己提供服务，因而该种模式下的交易所是非盈利性质的。

(2) 组织的所有权、控制权与其产品或服务的使用权相联系。