

上海证券交易所
迈向新世纪的证券交易所丛书

市场监管：

架构与前景

主编 屠光绍

上海人民出版社



上海证券交易所
迈向新世纪的证券交易所丛书

市场监管： 架构与前景

主编◎屠光绍

上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

市场监管:架构与前景/屠光绍主编.

- 上海:上海人民出版社,2000

(迈向新世纪的证券交易所丛书)

ISBN 7-208-03425-7

I.市… II.屠… III.证券交易-市场管理-上海
IV.F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 17899 号

特约编辑 宋 存 黄行发

责任编辑 秦建洲

封面装帧 陈 楠

·迈向新世纪的证券交易所丛书·

市场监管:架构与前景

屠光绍 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮政编码 200020)

新华书店上海发行所经销 上海天马印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 9.25 插页 5 字数 213,000

2000 年 5 月第 1 版 2000 年 5 月第 1 次印刷

印数 1-5,100

ISBN 7-208-03425-7/F·695

定价 18.00 元

序

上海证券交易所组织专门力量对国际上证券交易所的运作与最新发展进行了研究,在世纪之交推出这套以证券交易所为研究对象的丛书,是一件非常有意义的事情。

证券交易所是证券市场发展到一定阶段的产物,是集中交易制度下证券市场的组织者与一线监管者。实践证明,证券交易所的健康发展、规范运作和体制创新,直接关系到证券市场广度和深度的拓展,关系到市场运作效率的提高,因此,证券交易所所在促进资本形成、资源配置优化以及国民经济发展方面扮演了十分重要的角色。

从1990年成立了上海和深圳证券交易所至今,我国证券市场在邓小平理论指引下,从无到有,从小到大,从地方性市场发展为全国性市场,充分展现了我国证券市场巨大的发展潜力。江泽民在《证券知识读本》的批语中指出:“实行社会主义市场经济,必然会有证券市场。建立发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场,对我国优化资源配置,调整经济结构,筹集更多的社会资金,促进国民经济的发展具有重要的作用。”党的十五届四中全会通过了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》,当前证券市场承担着促进国企改革和国民经济发展的重要任务。要按照江泽民在《证券知识读本》中的批语精神和

“法制、监管、自律、规范”的八字方针,进一步发挥证券市场的功能和作用,为国有企业筹集更多的资本金,转换经营机制,促进技术进步和调整经济结构作出更大的贡献。

证券交易所是证券市场的枢纽,市场发展离不开证券交易所运作机制的规范、成熟和发展。进入90年代以来,随着信息技术的发展,资本流动的全球化,各国各地区的证券交易所的运作环境日益复杂多变。为了迎接信息革命、知识经济以及国际金融秩序和市场变革带来的挑战,国际上证券交易所对运作机制甚至组织制度进行了较大程度的改革和发展。面对国际上证券市场日新月异的变化和历史赋予我国证券市场的特殊使命,我们要按照江泽民“勤学之、慎思之、明察之”的要求,积极探索,努力研究新情况、新问题,借鉴国际经验,不断完善我国证券交易所的运作机制,使证券交易所的建设迈上新的台阶。

上海证券交易所研究中心长期以来注重对国际证券市场的研究,取得了丰富的成果。这次出版的“迈向新世纪的证券交易所”丛书,从证券交易所的上市、交易、监管、清算等方面剖析了证券交易所的运作规律和发展趋势,资料翔实,分析全面,很有借鉴意义,对加强中国证券市场的制度建设,更好地发挥证券市场的作用,是非常有益的。相信这套丛书的出版能对我国证券市场和证券交易所的运作研究起到推动作用。

周正庆

一九九九年十一月四日

目 录

序	周正庆
导 言	1
1 证券交易所监管概述	7
1.1 证券监管机制形成	7
1.2 监管模式	13
1.3 证券交易所监管机制	21
1.4 国际监管合作	36
1.5 若干问题及趋势	43
2 上市公司监管	52
2.1 上市公司监管概述	52
2.2 信息披露制度	54
2.3 公司治理	96
2.4 上市公司行为调查与处理	113
3 会员监管	118
3.1 会员资格和准入	118

3.2	会员权利与义务	126
3.3	会员运作机制	131
3.4	会员调查与处理	143
3.5	外国(远程)会员	156
3.6	公司制与会员监管	162
4	交易监管	169
4.1	交易监管概述	169
4.2	证券交易所交易监管机制	181
4.3	交易违规行为调查与处理	199
5	上海证券交易所监管体系	214
5.1	概述	214
5.2	监管体系的构成	217
5.3	上市公司监管	220
5.4	会员监管	231
5.5	实时监控	236
	附录:证券监管的目标和原则	240
	参考文献	287
	后 记	290

导 言

1

监管,一般指代表社会利益的国家、政府或其他授权机构,通过设定一定的行为标准、规则或准则,对有关机构或参与者的合规性,进行持续的和专门的监督,以限制参与者的行为不损害其他参与者的利益,或不产生有违公平公正的分配原则的后果,并对不合规行为及其后果实施监察或处理。

监管是现实经济发展的必然要求。在现实经济中,由于自然垄断、经济活动的外部性和不对称信息的存在,市场机制不可能达到经济资源最优配置的理想状态,这时,作为社会公众利益代表的政府就要用“看得见的手”来弥补“看不见的手”的缺陷,对经济活动和市场进行干预、监管。实行监管的目的,就是要减少市场摩擦,降低交易成本,防止垄断、操纵市场和欺诈行为的发生,减少市场风险,维护市场秩序。对于信息透明度要求高、参与者利益联系紧密、价格波动频繁、容易产生人为操纵、欺诈行为的经济部门和市场活动,更应该实行有效的监管措施,从而保障经济活动健康地发展。

证券市场是一个需要实行监管的市场。就证券市场中的股票债券市场而言,在市场上流通交易的是代表一定权益的凭证,这些凭证反映的是“虚拟资本”,它们的运动遵循实质资本代表

的商品生产运动规律,但是又在某些程度上与实际的商品生产运动相脱离,在某些条件下甚至可以背离和扰乱实质经济的运动。因此可以说,证券市场是一把双刃剑,它是市场体系不可或缺的重要组成部分,可以促进资本形成,提高资源配置效率;但它同时又具有极大的不稳定性和高度的风险性,证券市场一旦产生信用危机,很容易波及整个经济体系,甚至影响社会政治的稳定。历史经验表明,证券市场发展和证券市场监管必须相辅相成,才能有利于整个经济的稳定发展。

证券交易所对市场的监管是证券监管的重要层次。证券交易所在证券市场中处于组织市场、信息集散的核心地位,因此,证券交易所能够直接和低成本地获取交易信息,从而分析掌握市场参与者的行为规律,对交易行为的合法性作出恰当的判断。所以,经过证券市场的长期实践,证券交易所通常被赋予了一线监管者的职责。无论各国和地区采取怎样的监管模式和体系,证券交易所监管始终是证券市场健康发展的重要保障。

2

从历史发展过程看,各国和地区根据当地的法律法规体系和经济及证券市场发育程度,形成了各具特点的证券市场监管模式。概括起来,主要有两种基本的监管模式,即集中统一监管模式和市场自律监管模式。在不同的监管模式下,证券交易所监管的地位和作用是有差异的。

在以美国、日本等国为代表的集中统一监管模式下,国家立法机关授权全国性证券监管机构或政府部门对全国性证券市场进行集中统一监管,集中统一监管模式的共同特点,就是这些国家通常具有全国统一的证券法规,各种自律性组织如证券交易所、行业协会等在监管体系中只起协助作用。

在以英国、德国为代表的自律型监管体制下,政府除了进行必要的国家立法外,一般较少干预证券市场,证券市场主要由证券交易所、证券商协会等市场组织进行自律监管。自律组织通过其章程、规则,指引、制约、规范其成员的行为。自律型监管体制有利于充分发挥市场参与者如证券商的积极性,促进市场创新和竞争,有助于活跃市场。

无论是政府集中统一的监管模式,还是市场自律监管模式,都需要依靠证券交易所发挥监管作用。特别是近年来,两种监管体制之间出现了相互汲取优点、相互融合的趋势。各国的证券监管体系都十分强调证券交易所监管的重要作用。与其他监管者相比,证券交易所在证券市场上拥有更多有关实践和专业技术的知识,形成和解释监管标准的信息成本较低,监督和执行成本相对也较低,同时,根据市场的发展情况,也比较能够对原有的监管标准及时作出改革,从而有利于促进市场创新和活跃。因此,从发展趋势看,证券交易所作为一个经国家授权的自律组织,在增强证券监管权威性的同时,将继续保持自律监管的灵活性和效率,在监管体系中的角色和作用将越来越趋于一致。

证券交易所对证券市场的监管,主要通过对三类监管对象的实施来实现。一是上市公司监管。上市公司是证券交易所市场中的“商品”,证券交易所必须对在其市场内挂牌交易的上市公司进行有效监管,监督上市公司公开信息披露的及时性、完整性、真实性,以充分保障市场质量和保护投资者。二是会员监管。证券交易所的交易并非由投资者直接参与,而是需要由证券商(通常是在取得证券交易所的会员资格之后)代理进行,因此,会员是否忠实履行投资者的委托,是否规范地从事交易活动,都直接关系到投资者的市场信心,因此,会员监管是交易所自律监管的重要内容。三是交易监管。由于证券交易所提供交

易设施以及为交易过程提供所有的必要服务,因此,对于交易过程的监管就显得非常关键,如果没有一个安全的交易监管机制作保障,就无法实现证券市场的高效、公正和透明。

3

20世纪90年代以来,随着金融服务自由化和经济全球化趋势日益明显,证券市场竞争愈加激烈。各国证券交易所在国内市场上不断取得发展的同时,更面临着证券交易所间的国际竞争和非交易所电子交易系统的挑战,为此,一些证券交易所已经或正在计划由传统的会员制转变为公司制。证券交易所组织形式的改变、现代技术的突飞猛进以及证券市场的全球化,给证券交易所监管提出了许多新的课题。

首先,证券交易所组织形式的变革引发了证券监管体系的改革。证券交易所由传统的非盈利性会员制机构转变为公司制并上市后,证券交易所就成为一个以盈利为目标的商业性机构,与市场监管的职责履行之间必然存在某些冲突,这就要求对证券交易所的监管职能进行必要的调整。这些变化包括,需要大量资源而不会带来盈利的监管职能将与商业化运营部门相分离,有的交易所考虑将其分拆出去,交与政府监管机构;会员的交易权和交易所所有权相分离,会员不再具有对证券交易所决策的投票权,为保持投资者的市场信心,交易所的会员监管将建立在更加严格的基础上。因此,证券交易所公司化将对证券监管体系产生深远的影响。

其次,在发达的计算机技术、通讯技术的支持下,证券交易的方式和手段发生了日新月异的变化,使证券监管的敏锐性、权威性和威慑力受到严峻的考验。特别是互联网在证券业的广泛使用,改变了证券监管的环境和基础,信息的流动性和扩散面大

大提高,信息的来源和真实性更难核实,从而给证券交易所监管带来诸多挑战。

第三,证券市场全球化对各个证券交易所传统的垄断地位和监管角色提出了挑战。一方面,随着众多电子交易系统的兴起,传统证券交易所的市场份额在缩小,另一方面,信息技术将全球主要证券市场更紧密地联系在一起,证券交易所出现了跨国跨地区合并和联合,使交易突破了时间和空间的限制。证券市场全球化使各地在监管原则、监管标准和监管手段等方面进行调整和改革,以适应新的发展趋势。

4

本书力图系统、完整、准确地介绍国际上主要证券交易所市场监管的经验和发展趋势,分析证券交易所监管的主要内容、一般原则和规律,从而为我国健全证券交易所监管职能和体系,丰富监管技术手段提供有益的参考。

全书除导论外分五章和一个附录。各章内容安排如下:

第一章阐述证券市场监管机制的形成,以及证券交易所在一国证券市场监管体系内所处的地位和独特作用,同时指出当今国际证券市场上有关证券交易所监管的一些较新趋势和动向。

第二章阐述证券交易所对于上市公司的监管,主要包括两大方面,即信息披露和公司治理的内容。证券交易所依照上市规则等规定对上市公司信息披露的真实性、完整性、及时有效性进行监管,是交易所监管的基本内容之一。对上市公司治理的指引和要求,则表明证券交易所对上市公司的监管进入一个更高的层次。

第三章阐述证券交易所对会员公司的监管。证券交易所的

会员处于金融风险的最前沿,必须督促其建立完善的内部风险控制机制和对其进行必要的外部监督。由于证券交易所和会员之间存在密切的利益联系,正确处理监管独立性和会员利益的关系,是对交易所监管权威性的考验。

第四章阐述证券交易所对交易过程的监管。证券交易实时监控能力,是证券交易所监管有效性和水平的标志。证券交易所设置异常和违规现象的识别体系,及时有效地辨别在复杂的交易行为背后的违规现象,将交易风险降低到最低程度,不仅需要具有一系列高技术设备和先进的监管分析程序,而且更需要一支经验丰富的监管人才队伍。

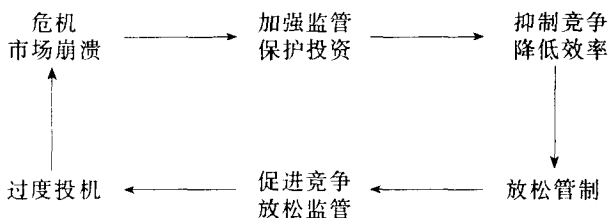
第五章介绍上海证券交易所的监管体系构成。上海证券交易所是新中国首家证券交易所,依托一流的交易监察设备和高起点的交易组织设计,建立了一套完整、高效的监管体系,为我国证券市场的健康稳定发展发挥了重要作用。

1 证券交易所监管概述

1.1 证券监管机制形成

证券市场的效率来自严密的监管和适当的自由度,集中体现在管理模式对于环境变化的适应度和监管政策的灵活度。过紧的监管会引起市场参与的减少,抑制市场活跃度和创新概念的推出,增加交易成本。而过松的市场监管则会纵容欺诈行为和市场操纵,损害投资者。有效的证券市场监管体系应该在维护市场有序高效地运作、充分保护投资者的同时,有效遏制市场操纵、欺诈等行为。市场是不断发展变化的,如何既保护投资者利益,同时又维持市场安全有效,是证券市场监管者在复杂多变的 market 条件下面临的最重要的问题。

加强监管和促进效率之间有时存在一定的矛盾。前者要求严格的市场管理,但这往往以束缚市场直接参与者的业务或投资活动为代价,抑制效率,在低效率市场上投资者利益难以得到切实保护。但是如果为了证券市场追求效率而完全放任自由,则又会刺激市场过度投机,引起金融体制的混乱,则会引发各类违规违法现象的盛行,市场效率和投资者利益同样均不能得到保障。因此,在股票市场上经常会伴随经济发展进入不同阶段而出现这样的循环:



自由竞争有时会导致过度竞争,使资本市场产生严重的泡沫。而监管活动很可能由于构筑了“准入壁垒”而损害竞争,不利于公平和效率。一个有效的证券市场监管结构能够给予市场足够的发展余地来实现其职能,也能防止破坏市场公正和长期存在的欺诈操纵等现象。完整的监管概念应包括根据不同的经济状况制定适当的监管策略,也包括适度地刺激市场自由度和放松管制等内容。

从国际证券市场的发展历史看,证券市场监管机制的形成最初源于对证券市场失控和股灾的反思。美国证券市场最初的不干预政策及 1929 年股灾,英国证券市场在逐渐丧失竞争力的情况下进行的金融大改革,以及香港证券市场 1987 年后的结构性反思,都说明了建立健全证券市场监管机制的必然性。

1.1.1 美国证券市场监管机制的形成

美国证券市场的监管具有较强的灵活度和环境适应能力,同时比较严格。它通过先默许发展,待发展的优缺点充分暴露之后再以法律形式规定下来,或规范或取缔。1929 年以前,美国证券市场几乎没有任何政府监管,联邦政府对股市的发展采取放任自流的政策,股市泡沫不断膨胀,投机之风盛行。许多银行不仅自己深陷股市,还大量透支给客户。人们天天讨论股票,就连拣垃圾的人也在谈论。繁荣的背后是市场蕴含的巨大风险。股市终于崩溃了。美国历届总统对股市的态度是以 1929

年经济危机为转折点的。在此以前,哈定(G. Harding)总统在任期之内就大炒股票以致猝死时欠下经纪人 18 万美元的债务。下一任总统柯立芝(Calvin Coolidge)盲目乐观,根本忽视股市的风险,每当股市下跌总是出来发表讲话,宣传经济的持续繁荣正在到来,股市下跌仅仅是季节性的等等。而再下一任总统胡佛(Herbert Hoover)则仅仅满足于写备忘录,至多发表一点个人看法,根本不采取实际措施抑制股市泡沫,也不能够在以后出现问题时采取有效的补救办法。商界和银行界普遍反对政府干预的立场,他们对通过立法来控制控股公司、投资信托公司,对监管信用交易没有任何热情,而那些沉湎于股市投机发财梦的公众也不会对政府干预表示任何感谢。加尔布雷斯在《繁荣与破产的岁月》里这样描述:“有太多的人在灾难和本可以防止这种灾难的措施之间毫不犹豫地选择了灾难。”

灾难来临了。大萧条持续了数年。道琼斯指数从 1929 年 10 月 11 日的最高点 358 点不断下跌到 1932 年 7 月 8 日的最低点 41 点。从 1929 年到 1930 年,纽约证券交易所的股票市值从 879 亿美元下降到 156 亿美元,许多公司的证券变得一文不值。联邦政府被股灾震惊了。一系列的调查表明,市场存在极度的不理性行为,包括投机、大量人为操纵和内幕交易。

对于积极主张联邦立法的弗兰克林·罗斯福来说,对证券市场的监管不再仅仅是道德问题,而是经济和金融控制的问题。他在总统上任的第二天就推动召开紧急会议,宣布关于银行方面的假日法案。在以后的 100 多天时间里,国会立法势如破竹般地出台,其中包括批准总统宣布全国银行假日的《紧急银行法》。作为罗斯福新政的一部分,《1933 年证券法》、《1933 年银行法》、《1934 年证券交易法》等相继出台,这些法律的核心均是维护中小投资者的利益,从而恢复信心,重建几近瘫痪的货币和

金融制度。

联邦政府宣布对金融市场尤其是股票市场进行监控。《1933年证券法》、《1934年证券交易法》出台之后数年,又颁布了《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》,建立起一套完整的防止欺诈、保护公平和保护投资者的法律框架,基本确立了政府对股市的干预权威。美国政府在股灾之后出台的一系列法律之中,对证券业控制风险具有最直接作用并对美国股市发展产生深远影响的是《1933年银行法》(又称格拉斯——斯蒂格尔法),鉴于当时美国大量商业银行直接参与证券市场导致巨大风险,该法律将商业银行与证券业相隔离,规定商业银行不得进行涉及公司证券的业务,而投资银行也不得进行传统的存贷业务。在当时美国证券市场风险极高的情况下,这样的规定产生了巨大的作用。政府调控取得了实际效果。《1933年证券法》与限制商业银行活动的银行法不同,它主要对“信息披露”作出规定,因此该法又称为“证券真言”(truth in securities law)。其基本目标有两个:一是保护投资者能够得到与公开销售的证券相关的实质性财务信息和其他信息,要求所有证券发行均需进行注册;二是禁止错误的陈述、欺诈和一般证券销售中的欺骗行为。《1934年证券交易法》把证券监管从一级市场延伸到二级市场,其目的是为了规范对州际和涉及证券市场交易的监管,防止不平等、不公正的市场交易行为,并要求上市公司提供持续信息披露。该法的颁布最终导致了1934年美国证券交易委员会(美国证监会,SEC)的建立。除了规定建立证券交易委员会监管证券市场之外,该法还要求私人会员制组织(证券交易所和证券商协会)承担规范会员的商业行为、监督证券市场交易活动的监管责任。1938年美国国会通过了《马伦耐法》(Maloney Act),修订了《1934年证券交易法》,使证券交易委员会的监管权力扩大到了