

论交易场所的“乱”与“治”

——从我国交易场所清理整顿谈起

周 瑞*

摘要:2011 年是资本市场波谲云诡的一年,形形色色的交易所竖着业务创新的大旗,大肆炒作资本与艺术对接、资本与商品对接的概念,不但破坏了大宗商品交易秩序,也引发了资本市场的震荡。本文在对交易所种种问题的分析后,针对各问题提出了解决方案。

关键词:交易场所 清理整顿

2011 年全国各地的交易所如雨后春笋纷纷上马,数量超过 300 多家,交易的品种涉及股权、农副产品、贵金属、艺术品、酒类等,总数也已超过了 100 多种,为市场带来了巨大的风险,2008 年华夏商品现货交易所创始人郭远峰卷款 1.7 亿元潜逃、2009 年沂蒙山花生电子交易市场突发通告停止交易,致交易商大受损失、天津文交所艺术品份额化交易模式从当初热热闹闹的申请专利到如今被抛弃、叫停,关于交易所的纷纷扰扰似乎从未停歇过,有人甚至将交易所这种泛滥的增长态势、跟 20 世纪 90

* 供职于上海德尚律师事务所。

年代初一度混乱的期货市场相类比。在市场热情过度膨胀的背景下,此类交易所交易价格暴涨暴跌、经营上违法违规、交易规则朝令夕改,2011年11月11日,国务院针对此类现象发布《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(国发〔2011〕38号),标志着一场轰轰烈烈的交易所大清理就此拉开了序幕。

一、交易场所的角色定位及其特点

交易所,顾名思义,是进行交易某种信息及物品等的信息平台所需要用的一个固定的地点。^①从交易所形成发展的沿革上来看,它的出现必然是一个地区经济、金融发展到一定阶段的必然产物,也是社会生产力发展的内在要求。换言之,必须在地区经济、金融繁荣的基础上交易所才顺理成章地产生,实现商品和信息的交易。以芝加哥期货交易所为例,19世纪三四十年代随着美国中西部地区大规模的开发,芝加哥因毗邻中西部平原和密歇根湖,从一个名不见经传的小村落发展成为一个重要的衔接粮食生产和消费的集散地。^②由于这些粮食的生产和消费存在季节性差异,导致价格波动异常剧烈,为了有效地防止价格暴涨暴跌带来的损失,1848年芝加哥82位商人率先发起成立了芝加哥期货交易所。可见,就交易所的角色定位来说,应当是某种市场交易聚集地的衍生产物,而非事先设立好交易所再召集来商品进行交易。

交易所成立之后将对商品的交易、流动发挥巨大作用。交易所可以通过统一的规则来约束交易行为,从而通过规则统一市场,扩大市场边界,让交易在更为广泛地范围内进行,使之更具有公信力。^③应该说交易所的公信力来源于它的中立和权威,它以中立的态度和权威的地位运用规则体系和现代技术推动商品和信息的流动。譬如,我国上海证券交易所依法制定的各类规则规范了上市企业及相关单位从发行到

① <http://baike.baidu.com/view/339032.htm>,2012年3月1日最后访问。

② 中国期货业协会:《期货市场教程》,中国财政经济出版社2009年版,第2页。

③ 丁化美等:“‘交易所经济的时代’——论交易所的五个特征”,载《产权导刊》2011年第7期。

上市交易等各阶段,并有权对违法违规的上市企业及相关单位作出惩罚,但上海证券交易所自身则不能参与到交易中,而是“中立的裁判员”,这是交易所最大的特点。

明确了交易所的角色定位和作用,我们才可以溯本求源,看清交易所热潮这一特殊现象存在的症结,并提出对策。

二、交易场所乱象丛生暴露的问题

(一)交易所法律地位模糊不清

以上海证券交易所为例,虽然我国上交所是会员制法人,^④但它的成立是由地方政府推动、中央政府批准的试点,这是一个纯粹的公权力范围的决策过程,^⑤因此从地位上来说上交所是带有公权力色彩的,上交所从诞生之初就由证监会监管并垂直管理,从监管上来说明确而具有权威性。同样地位的还有深圳证券交易所、中国金融期货交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所等。

反观当前全国各地的所谓“交易所”,实质上是大宗商品中远期交易市场或是一些不太典型的非大宗商品交易市场,如:文化艺术品交易所、碳排放权交易所等。虽然都名为交易所,实际上各地交易所的“血统”有很大差别,既有国营也有民营;有地方政府支持的,也有小企业单干的;有“小打小闹”的,也有努力建成国际定价中心的。^⑥从设立者的权威性上来说与前述六大交易所不可相提并论。交易所法律地位的模糊不清导致其权威性和中立性不足,也是交易所乱象的潜在诱因,为交易所监管职责的明确制造了壁垒。

(二)交易所监管体系混乱不明

交易所井喷式地上马,源于地方政府想吸引资源和资金流的初衷,

^④ 参见《上海证券交易所章程》第1章第3条。

^⑤ 方流芳:“证券交易所的法律地位——反思与国际惯例接轨”,载《证券论坛》2007年第1期。

^⑥ <http://money.163.com/11/0919/19/7EBA6FFH00253DC8.html>,2012年3月1日最后访问。

他们有其自己的考量:一则设立证券、期货交易所的权限是由国务院行使,地方政府无权插手,二则我国大宗商品市场定价权不属于任何城市,那么谁先抢到话语权谁就能获得更大的利益。目前各地交易所交易种类涉及农副产品、贵金属、碳排放权、酒类、航运衍生品等,基本采用的是“类期货”的中远期交易方式,但现有的期货法律法规却无法对这类交易做出规制,原因是这类交易所打着现货中远期交割的幌子,利用交易与实物交割之间的时间差做文章。再如,天津文交所的份额化交易也为监管提出了难题,我国《证券法》第2条第1款:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。”文交所交易的标的是艺术品,不属于《证券法》规制的范围,但这类艺术品交易的方式却是份额化“类股票”模式,这种情况下证监会管还是不管、如何监管就是问题了。由于这类交易所既不属于有形的现货批发市场,又不属于无形的期货市场,^⑦商务部和证监会看似都有权管一管,却都因为没有法律明确条款的规定而不那么名正言顺、理直气壮,其结果就是2010年七部委对交易所联合整顿的失败。商品和金融监管体系上出现的交叉真空地带,成就了交易所的无限膨胀,为违法违规经营、交易规则频繁变动等现象留下了隐患。

(三) 交易所规则设计上的瑕疵

1. 交易规则法律效力的缺失

大宗商品中远期交易场所管理规范 and 法律依据主要是2003年7月出台的《大宗商品电子交易规范》、2004年8月人大常委会通过的《电子签名法》和2005年1月8日国务院办公厅发布的《关于加快电子商务发展的若干意见》。《大宗商品电子交易规范》由国家质检总局颁布,属于推荐性标准,由企业自愿采用,不具有强制性,在《中华人民共和国立法法》以及司法实践中,推荐性国家标准的法律效力并不明朗,其级别更是在法律、行政法规之下。^⑧《电子签名法》属于技术类标准,

^⑦ 王耀辉,官国财:“大宗商品中远期交易市场存在的风险与对策”,载《吉林金融研究》2011年第5期。

^⑧ 张波:“论大宗商品电子交易制度风险的法律规制——华夏商品现货交易所诈骗事件的启示”,载《中国证券期货》2008年第8期。

《关于加快电子商务发展的若干意见》则是一个指导性的意见,可以说交易场所借以制定、修改其规则及章程的法律依据都刚性不足,遑论交易所规则的法律效力。

2. 具体交易规则上存在漏洞

我们以上海证券交易所的业务规则为参照,可发现上海证券交易所的业务规则制定的很细,有组织类、发行类、上市类、交易类等,而每一类又根据交易的标的不同做了进一步的划分。而打开任何一个“山寨”交易所的主页就可以发现,它们在交易规则的设计上存在相当的问题,大多简单零散、不成体系,且漏洞百出、违法违规。比如说,天津文交所热炒的“艺术品股票”就是将艺术品打包评估价格后,再拆分为等额“股票”向公众发行,此举使一些在艺术品市场原本无人问津的艺术品顿时身价百倍,完全背离了价值规律。

一些“山寨”交易所甚至故意利用其规则设计上的漏洞主动参与交易渔利,将本来严肃的市场交易,变成了一家操纵的游戏。2008年华夏商品现货交易所之所以瞬间崩塌主要原因是创始人郭远峰利用大豆、玉米等品种大涨而卖家寥寥无几之机自己充当卖家与客户对赌,由于牛市过久,外围市场购买现货无法实现,导致最后的崩盘。

这其中还涉及一个容易被忽视的问题,就是客户资金的安全监管,虽然各交易所都实现了客户保证金的第三方托管,但交易结算及资金清算方面并未置于监管之下,交易所仍旧有机会插手,否则郭远峰也无法轻而易举地卷款潜逃。交易所既是游戏规则制定者,又是游戏的参与者,与交易所中立的特点相悖,损害的必将是投资者的利益和市场秩序。

3. 退出机制缺位,投资者权益保护近乎空白

交易所一旦被清理,交易标的处理、投资者权益的保护都是必将面对的问题,也是交易所整顿之举成败与否的关键。

各交易场所在交易规则的设置上对退出机制涉及较少或较简单,对退出投资者和交易所股东出资的后续安排更是空白。如天津文交所2011年6月修订的暂行规则中,第38至42条和第167至171条规定了份额标的物正常退市的四种情况:(1)同一标的物全部份额的全部投资人一致要求退市;(2)单个投资人持有同一份额标的物的全部份

额;(3)份额达到规定期限后竞价成功的;(4)份额发生要约收购或反要约收购成功的。第 173 条规定了份额标的物非正常退市的四种情况:(1)份额标的物因偷窃、抢劫等遗失;(2)份额标的物受到不可弥补的损坏并对其价值产生重大不利影响且无法逆转;(3)份额标的物被法院、仲裁机构生效裁决确认归他人所有;(4)交易所认定的其他情况。

事实上,在当前标的物份额投资人人数未限定的情况下,份额正常退市的可能性极小,这些条款也形同虚设。同时在份额标的物发生损毁、被盗、交易所自身违规等情况下,投资者的利益保障也无规则可依。

(四)交易所清理整顿任重道远

有学者认为,针对各地纷纷扰扰的交易所之乱,有必要下重拳打击治理。实际上问题并没有那么简单。20 世纪 90 年代初,我国曾大规模肃整期货交易所,使用强硬手段将最初 50 多家交易所减少为 3 家,从短期效果上看确实解决了当时期货交易所之间的恶性竞争、操纵市场等问题,但也引发一系列问题,却是监管者始料未及的。原本证券、期货两条腿走路的资本市场变成证券独腿支撑的尴尬局面,20 年间证券发展迅猛,而期货却如同孱弱的孩童蹒跚而行,至今未能与证券并驾齐驱。在其后一轮大宗商品价格周期中,我国几乎没有任何国际定价权。不仅如此,新兴的证券场外交易市场也在整顿被严重波及,进而衍生出我国 A 股市场至今缺乏通过场外交易实现有效退市等一系列问题。^⑨ 因此,在各国争夺大宗商品定价权的背景下,该采取怎样的手段整顿各类交易所应格外审慎。此外,地方政府和交易所在这次整顿中放弃既得利益必然会抵触,如何协调各方利益、肃整完成后的后续规范也将是清理整顿中的重大难题。

三、交易场所法律监管之建构

各地交易所野蛮生长,从形成至今似有愈演愈烈之势。2011 年 11

^⑨ http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-11/28/c_122345934.htm, 2012 年 3 月 1 日最后访问。

月11日,《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》一出台即激起了市场的涟漪,但其后各交易所依旧“野蛮生长”,笔者认为要对当前这种情况作出规制就有必要直击上述三个核心问题。

(一) 交易场所法律地位之检讨

2003年颁布的《大宗商品电子交易规范》中只规定电子交易中心的设立需具备一定的基础设施,能提供必要的交易服务、物流配送服务和信息服务,对于设立者的资质、最低注册资本等并未规定。当前林林总总的大宗商品中远期交易所或非大宗商品交易所多由地方政府扶持匆匆上马,如天津贵金属交易所就是经天津市政府同意、天津市金融办批准发起设立的,云南泛亚有色金属交易所由昆明市政府批准设立的,^⑩且它们从事的交易已具备金融属性,如果经营违法极易导致多米诺骨牌效应,引发系统性或区域性的金融风险,并影响到社会稳定。依照我国金融监管的原则,涉及金融属性的交易属于虚拟交易,一定要有严格的准入标准、信息披露等程序保驾护航,并要有专门的强制性法律监管,这一切必须从宏观层面去解决。各地交易所基本都是割裂式各自经营、各自为政,由于缺乏统一规范,各个市场在会员资格认证、交易流程管理、交易结算手段、资金存管模式等方面不统一,不仅提高了市场整合难度,也不利于资源的优化配置。^⑪

此外,各交易所开展的交易行为具备金融属性,投资者人数没有限制,可能涉及的地域范围和经济范围远远超过地方政府管辖,一旦交易所发生崩塌风险又无力偿付,设立交易所的地方政府是否有义务并有能力赔偿、赔偿的程序如何等,又将牵涉更多问题。笔者认为,从权限上看地方政府无权设立具备金融属性的交易所,从职能上看地方政府也没有能力设立具备金融属性的交易所并应对突如其来的潜在风险,因此,设立交易所的权限应当如设立证交所、期交所一样由国务院行使,只有这样才能保证交易所法律地位的权威性和中立性。

(二) 交易场所监管体系之重塑

天津贵金属交易所交易的黄金,按照商品属性,应归商务部监管,

^⑩ 钟林:“交易所‘清剿风暴’能否见效?”,载《股市动态分析》2011年第48期。

^⑪ 肖林、任新建:“国际贸易中心建设与大宗商品交易市场发展”,载《科学发展》2009年第7期。

按照货币属性则应归央行监管,按照类似证券、期货的交易方式,又属于证监会监管的范畴。^⑫业内人士认为这一问题反映了我国资本市场分业监管的困惑,一些学者甚至认为整顿交易所将会是废除分业监管,走向混业监管的契机。但改变我国资本市场体制问题真的如此简单吗?修改监管的体制后续将面临的问题依然难以预料。笔者认为对于这一问题的解决并不需如此伤筋动骨、革命式的大动作,温和地完善、改进现有制度同样可以解决问题。

要想明确大宗商品中远期交易所的监管主体,首要的问题就是明确现有的法律法规能否对交易所交易标的进行监管。

1. 交易所监管的法律依据

众所周知,以天津贵金属交易所和天津文化艺术品交易所为代表的交易场所的交易标的是以类期货或类证券的方式运作,从我国《证券法》或《期货交易管理条例》中却看似无法找到一条明确的条款对之规制,实则不然。

《证券法》第2条第1款规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法”。当前证券法著述中所叙述的法律概念,大多是民法上的证券概念,即证券是记载并代表特定民事权利的书面凭证。^⑬证券中包含的民事权利必须是明确的,权利内容必须是标准化了的,同时证券的义务主体需特定,权利主体需规模化不特定。此外,证券还有一个很大的特点就是其介稳性,即必须靠与外界的资金交换才能维持相对稳定。^⑭这点是区分证券活动与实体交易的关键。

2011年12月21日,国务院公布了关于修改《期货交易管理条例》的决定征求意见,将原来的第2条:“任何单位和个人从事期货交易,包括商品和金融期货合约、期权合约及其相关活动”改为“任何单位和个人从事期货交易及其相关活动”,并删除了之前第4条关于“变相期货”的规定,将原来第6条“未经国务院监督管理机构批准,任何单位

^⑫ <http://finance.people.com.cn/money/h/2011/1209/c227924-1891382808.html>, 2012年3月1日最后访问。

^⑬ 陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第6页。

^⑭ <http://baike.baidu.com/view/2248107.htm>, 2012年3月1日最后访问。

或者个人不得设立期货交易所或者以任何形式组织期货交易及其相关活动”中“期货交易所”改成“期货交易场所”。乍看来只是些词句的变动,实际则意义深远,第2条将关于期货类型的列举性词语删除、第4条删除“变相期货”实际就是为了扩大《期货交易管理条例》的适用范围,将所有类期货交易的行为都囊括进来,并明确了这类变相期货行为就是期货交易行为,应当受《期货交易管理条例》的规制。

从上面的阐述可知,有些交易所的交易标的实际上具备了证券的所有特点。如:天津文化艺术品交易所的“艺术品份额”,我国《证券法》完全有理由依据第2条第1款对之作出规制;而有些交易所则具备了期货交易的特点,如天津贵金属交易所的“天通金”,修改后的《期货交易管理条例》就为国务院适时扩大适用范围提供了法律依据。当然,交易所监管法律依据的确定也会面临另一个更深入的问题,我国《证券法》规制的对象是公募证券,而整顿交易所必须杜绝交易所参与公募行为,权益持有人不得超过200人,实际是私募性质,这样一来就会有法律逻辑问题需要理顺,是否将《证券法》调整对象扩大也需仔细参详。

2. 交易所监管模式的改进

2011年11月11日,国务院颁布的《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》明确建立了由证监会牵头,有关部门参加的“清理整顿各类交易场所部际联席会议”(下称“联席会议”)制度。值得注意的是,联席会议的职责是统筹协调有关部门和省级人民政府清理整顿违法证券交易工作,督导建立对各类交易场所和交易产品的规范管理制度,完成国务院交办的其他事项,而不能替代国务院有关部门和省级人民政府的监管职责。此决定一出,业界质疑声起,联席会议只有统筹协调、督导之责,而并无行政执法之实,所有的清理整顿权仍旧由有关部门和省级政府把持,各交易所本就是地方政府扶持建立的,“自家的孩子自家抱,自家的孩子舍不得打”,何况这后面牵扯了太多的利益博弈,最终有多少交易所能被真正清理整顿是个未知数。2012年2月8日天津市政府同意天津贵金属交易所有限公司正式运营,使该所成为第一家整顿后荣升“正规军”的交易所,清理整顿情况可见一斑。

美国自20世纪80年代以来也遇到过类似的金融分业监管与金融混

业经营在结构上的矛盾,1999年《金融服务现代化法案》颁布后,金融混业经营步伐进一步加快,但金融分业监管结构并未随之调整,带来了监管缺失等问题。^⑮2010年7月15日美国参议院通过的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》确立了一种新的监管模式,即在保留原先分业监管的机构和功能的基础上,增设了部分综合监管机构——金融稳定监管委员会,该委员会由拥有投票权的9个联邦金融监管机构首脑与1名有保险专长的独立成员加5个独立的非选举权成员构成,由财政部长担任委员会主席。^⑯该委员会的任务是搜集监管信息、识别系统性风险并从宏观上协调监管机构的关系,以期达到无死角监管。

当前我国针对交易所的清理整顿已形成联席会议制度,但该制度并非长久之策,首先,它不是长效机制;其次,联席会议也无行政执行权;最后,联席会议中有地方政府的参与是一大败笔。笔者认为,有必要适度地借鉴美国金融监管模式,在当前“一行三会”的基础上建立一个常设的金融监管委员会,除了有中国人民银行、证监会、银监会、保监会之外,还应当吸纳文化部、商务部、财政部、国家工商管理总局、国家税务总局、审计署等单位的成员,并赋予其直接行政执行权,且该机构不应有地方政府的参与。这个机构的设立不但着力于整顿当前的交易所混乱问题,也为今后可能出现的其他金融问题预设了应急处理机构,哪个系统出问题就由对应监管机构牵头,其他机构辅助处理。针对当前涉及类金融交易的交易所问题,由证监会牵头,其他成员单位共同评估风险,再提出对策、直接执行。但是,交易所经过整顿并回归正常现货市场后,则应当由商务部对其进行后续持续监管。

(三) 交易所规则之完善

1. 明确交易规则法律效力

我国两大证券交易所的各项规则设计的相当细致,涵盖了发行、上市、交易、会员等方方面面,根据《证券法》第103条和第118条的规定,证券交易所制定的上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则的制定,以及证交所章程的制定与修改都需经国务院证券监督管理机

^⑮ 杨琳:“美国金融监管改革的主要内容及启示”,载《经济纵横》2010年第1期。

^⑯ 陈斌:“美国金融监管改革法案的内容、影响与启示”,载《海南金融》2011年第1期。

构批准。《期货交易管理条例》第13条也规定,期货交易所制定、修改交易规则及章程应当经国务院证券监督管理机构批准。反观目前各“山寨”交易所,它们的交易规则没有制定的法律依据,也未通过有关部门的批准,加上各交易所的组织形式是公司制,受《公司法》的调整,它们制定的章程和规则的对外法律效力堪虞。如果交易所规则朝令夕改,那么投资者没有理由和义务承诺认可其效力。因此,笔者认为要杜绝交易所规则的朝令夕改,必须由证监会审核批准交易所的各项规则及章程,赋予其效力上的稳定性和权威性。

2. 具体交易规则的修正

各地交易所规则设计中的漏洞为对赌、价格操纵等违规现象大开方便之门。要想杜绝该类现象,交易规则的设计可以从以下三点入手:

首先,为投资者的市场准入设立门槛。在我国只有取得会员资格的证券公司和期货公司才可在两大证券交易所和四大期货交易所集中交易,而很多交易所对投资者并无资质上的要求,比如说天津文交所暂行规则中明示的市场参与人只包括艺术品持有人、投资人和发售代理商,并没有类似A股券商的中介机构,实际上天津文化艺术品交易所是执行了交易所和券商的双重功能,责任不清、信息不明。^①有些交易所甚至发展出一种传销式的层级会员制,发展的下线越多获得的返佣越多,如交易商发展一名以上的下线交易商可以成为居间人,并能获得45%返佣,居间人发展5名以上下线交易商可以成为县级代理商,并获得55%的返佣,以此类推。^②如此高额利润的诱惑,交易所很难不去违规,因此为投资者市场准入设立门槛是荡涤污垢的第一步。

其次,强制回归现货市场,交易方式去金融化。众所周知,集中竞价、均等拆细、连续交易、做市商制都是股票、期货类金融产品的根本特点或交易方式,一旦具备这些特点或采用这类交易方式就大宗商品交易就容易逐渐远离现货,沦为交易所与客户对赌的工具。比如说天津贵金属交易所虽然有交割制度,但却为商品的交割设置种种障碍,如:

^① <http://finance.people.com.cn/money/h/2011/1209/c227924-1891382808.html>, 2012年3月1日最后访问。

^② <http://futures.hexun.com/2011-12-27/136717294.html>, 2012年3月1日最后访问。

“天通金”的现货交割分为提货和交货两个环节,现货交割费用是持仓价格+每克14元提货费+每克6元交货费,而如果不交割持仓过夜的话,仅需缴纳为交易额的万分之二的隔夜仓息费,很明显,现货交割费用比延期交收的费用要高很多。天津贵金属交易所不鼓励实物交割的目的就在于将投资者圈于市场之内,然后由与之对赌获利。所以说,不强制交易所回归现货就堵不死各种变相金融交易的漏洞。

最后,加强客户资金安全监管。交易所客户保证金都已实现第三方托管,但交易的结算和资金的清算上却存在安全隐患。《上海黄金交易所现货交易资金清算实施细则》第19条第1款“交易所和会员分别在结算银行开设专用结算账户和专用资金账户”,也就是说,交易所在结算银行开设了专用结算账户和专用资金账户,会员也在结算银行开设了专用结算账户和专用资金账户,四个账户之间的每笔账目都非常清晰。再对比《天津渤海商品交易所结算细则(暂行)》第17条:“交易所对交易商划入交易所专用结算账户的交易资金实行分帐管理,为每一交易商设立明细帐户,按日、序时登记核算每一交易商的出入金、盈亏、交易保证金、手续费等。”可以看到,交易商的结算账户是置于交易所结算账户之下的一个个的子账户。《天津贵金属交易所关于投资者在结算银行签约开通交易资金划转业务的指引》也有类似规定,第11条第1款:“投资者的交易资金划转只能通过以下方式实现:通过交易所与结算银行对接的电子交易系统进行交易资金划转”也就是说,投资者交易资金划转的电子系统仍旧是交易所经手的。如果要杜绝交易所插手客户结算或资金账户的风险,就必须将客户的结算账户和资金账户独立交由第三方托管银行或结算机构管理。

3. 构建完善的退出及投资者保护机制

各大宗商品中远期交易所一旦被清理,仍旧有可能依靠其与现货市场的联系完成交易标的的交割流转,损失不会被放大。而一些非大宗交易的交易所,如:文化艺术品交易所、碳排放交易所等由于交易标的的特殊性而使实物交割面临诸多难题,投资者受让份额或权利后再无流通渠道,势必会面临血本无归的风险。

天津文化艺术品交易所规定的四条退市规则中几乎没有一条可能完成。“同一标的物全部份额的全部投资人一致要求退市”、“单个投

资人持有同一份额标的物的全部份额”、“份额达到规定期限后竞价成功的”——购买艺术品份额的投资者成百上千,怎么可能达到全部投资人一致要求退市或者单个投资人拥有标的物的全部份额,又怎么可能竞价成功而退市?“份额发生要约收购或反要约收购成功的”——天津文交所暂行规则第138、139条中明确规定当单个投资人持有的同一份额标的物的份额达到该份额发售总量的67%时该投资人为要约收购人,欲要约收购剩下33%的份额,单价不低于要约收购停牌前180个自然日内要约收购人买入该份额的最高价格。如此高的代价谁又愿意要约收购退市呢?而一些碳排放交易所就更玄乎了,我国并没有相关政策对企业的二氧化碳排放量加以强制约束,企业通过碳交易完成减排目标更多的是一种自觉行为,因而市场规模非常小。^①如此一个近乎僵化的市场怎么可能有完善的碳排放评价标准和专业的认证、监督机构,那么所谓的退出机制更是无稽之谈了。

笔者认为,针对上述问题的解决方案有两个:一是确立完善的标的物价值评估体系。天津文交所数月来的暴涨暴跌皆是源于对艺术品的价值没有一个合理的评估体系和专业的评价机构。缺少客观、权威的定价,艺术品炒作将永远在价格泡沫里浮浮沉沉、无休无止,永远也不可能退市。二是降低交易标的的退市成本和标准。如果退市的成本高于炒作的成本,谁还愿意退出?如果退市的标准是一个永远也达不到的目标,那么退出机制从其产生开始便意味着没有存在的必要。

与我国证券、期货交易所对投资者的保护相比,各类大宗商品或非大宗商品交易所对投资者的保护却付诸阙如。各类文交所在发行份额之前会将艺术品展出供投资者观看、评价,退市交割之前艺术品由交易所指定的仓库保管,其他大宗商品交易,虽不存在标的物展出这一环节,但商品在交割前也是由交易所指定的仓库保管的。那么在这一过程中一旦标的物发生损毁、灭失,其损失该由谁承担呢?在交易过程中,如果善意投资者因对手方或交易所恶意侵害而遭受损失又该谁来埋单呢?

我国四大期货交易所都有风险准备金制度,风险准备金是期货交

^① 耶好、胡雅君:“碳交易所为何交易不起来”,载《中国新能源》2011年第6期。

易所从自己收取的会员手续费中提取一定比例的资金,以为期货市场正常运转提供财务担保,并弥补因交易所不可预见的风险带来的亏损。^②一旦仓储或运输过程中发生标的物毁损而至交割无法完成,风险准备金就可以保障投资者的利益。如:《大连商品交易所豆粕、豆油、棕榈油、焦炭标准仓单管理办法》第63条第2款规定,当厂库未按规定的日发货速度发货,或未按规定完成所有商品的发货,且未向货主支付赔偿金或支付数额不足的,交易所应动用风险准备金向货主支付赔偿金。除了保障期货交易标的物之外,为保护善意投资者,证监会还针对证券市场和期货市场先后颁布了《证券投资者保护基金管理办法》和《期货投资者保障基金暂行管理办法》,以规制证券公司和期货公司在严重违法违规或风险控制不利的情况下对投资者的损害行为,并为证券投资者保护基金和期货投资者保障基金设立了专用账户。种种举措使得投资者的风险可置于可控范围之内,极大地稳定了证券和期货市场。

在笔者看来,新兴的大宗商品中远期交易市场和大宗商品交易市场在对投资者的保护上完全可以借鉴证券和期货市场的有益经验。首先,应当设立风险准备金制度以保护交易标的物在运输、仓储过程中的毁损灭失的风险,以及投资者因对手方交割不能而造成的损失。其次,为避免交易所及其会员对赌、操纵价格等行为对投资者的侵害,应当从交易所和其会员的手续费中提取适当的比例并专户存管,并且提取的比例应当根据标的物的特性及交易额的大小做出浮动性调整。

(四) 交易所清理途径及后续规范

交易所整顿中势必会遇到各种困难,总结起来不外乎两种:一是来自交易所及地方政府的阻力。交易所清理浪潮中各交易所负隅顽抗,想出各种方法避免被清理。天津文化艺术品交易所率先想到将自己“艺术品打包上市”的模式向天津专利局提出申请,寻求合法的庇佑,而天津贵金属交易所则选择了另一种途径,2011年年底,中国黄金集团公司正式入股该交易所,试图以此粉饰其“国”字背景,躲过这一劫。其实,在这一切的背后更为焦虑难安的则是地方政府,2011年11月11

^② <http://baike.baidu.com/view/650217.htm>,2012年3月1日最后访问。

日国务院出台的《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》对使用“交易所”三个字的批准权以及对交易所违规处理、风险处置等权限交给省级人民政府,而多少地方政府有断腕的勇气?更多的可能还是庇护。二是整顿手段的选择。20世纪90年代我国对期货行业的强势整顿遗留问题很多,教训深刻,因此对各类交易所的清理整顿不能过于刚性,以免引起整个市场的动荡,甚至不良影响波及其他相关金融、商品市场,同时,对整肃后的交易所应做好后续的规范工作,以期形成长效规范的市场规则。

笔者认为,交易所清理及后续规范可以从以下四点作为突破口:

1. 温和推动交易所合并

当前各交易所数量众多、种类重复严重。据不完全统计,仅以玉米品种为例,就有北京中国农牧产品电子交易市场、南宁(中国—东盟)商品交易所、郑州粮食批发市场、大连鱼粉电子交易市场等8个中远期市场上市交易。^④过多的同类交易所容易产生激烈竞争,为了争夺有限的客户资源很多交易所不惜违规开展业务,吸引不具资质的自然人参与交易。要改变这种情况,就应当回归交易所基本角色来进行考量,交易所是地区经济发展到一定阶段自然地产物,它的出现应当是资源、市场合力的结果,而非人为的设置。以此为衡量标准就能较简单地弄清哪些交易所宜留,哪些交易所应清。所有资源不具备、市场不成熟地区的交易所都应以具备资源、市场成熟地区的交易所平稳逐步地合并,而且这一过程应结合各交易所股东背景、交易活跃程度、交易量大小及经营时间的长短综合考量,并始终置于国家严密监管之下。

2. 适度放宽金融创新

对于我国大宗商品电子交易市场,从业者说它是现货交易性质的市场,投资者说它是变相的期货市场,一些学者认为它是“准期货”市场,还有一些则把它定位为一种新型市场。^⑤无论是那种观点,都不否认它具备一定的创新性。虽然目前其创新的法律边界在何处仍无定

^④ 王耀辉,官国财:“大宗商品中远期交易市场存在的风险与对策”,载《吉林金融研究》2011年第5期。

^⑤ 王志兵:“论我国大宗商品电子交易市场”,载《产业市场》2010年12月。

论,但我们在对交易所违规清查的同时不应对它的创新性全盘否定。我们只需设定一个预警线,只要不触碰损害国家、投资者利益的大原则,不破坏整体经济或市场秩序,一定的创新应当被宽容、被鼓励。

3. 扩大期货品种和市场。

很多人认为交易所之乱,根源于监管上的真空和地方政府的趋利性,这实则只看到了表面的原因,透过其表象我们应当感受市场的脉搏和真实需求。游资寻求投资机会,而现有的期货市场入市门槛过高、品种有限,已无法满足市场的需要,那么游资必然寻求其他出口,这就是交易所之乱的根源。厘清这个关系就可以直击问题中心,国外成熟期货市场的交易品种从商品、期权期货到衍生品期货多达上百种,而我国现有期货交易品种只有27个,差距不可谓不大,适当扩大期货品种、增加交易平台,不但对解决交易所乱象问题大有裨益,而且对活跃整个资本市场、争夺国际商品定价权也有着深远的意义。

4. 建立长效性监管法规和行业自律组织

我国大宗商品交易市场是一个新兴、变化的市场,这个市场需要国家强制性法律法规去规范,在市场发育不全,参与主体自律意识薄弱的情况下,强制性法律法规的出台格外重要。目前,大宗商品交易市场管理规范 and 法律依据只有2003年国家质检总局出台的《大宗商品电子交易规范》、2004年人大常委会通过的《电子签名法》和2005年国务院办公厅发布的《关于加快电子商务发展的若干意见》,这三个规范针对性不强、不具可操作性。笔者认为,混乱的市场现状正以另一种方式呼唤着法规的出台,对眼下各大宗商品交易所的整顿清理应当法律先行,由国务院出台专门的大宗商品交易的行政法规。从立法级别上保证适用的统一,打破地方保护壁垒。同时,行政法规本身具有较高的法律效力,又为未来基本法律的制定奠定了较好的基础,有利于市场的统一规范和长远发展。^②

2009年12月16日,北京大宗商品交易所联合北京石油交易所、浙江余姚塑料城等35家大宗商品电子交易市场,共同发出行业自律倡

^② 张波:“论大宗商品电子交易制度风险的法律规制——华夏商品现货交易所诈骗事件的启示”,载《中国证券期货》2008年第8期。

议,但显而易见的是,这次的行业倡议并不成功,去年这35家大宗商品电子交易市场之一的山东寿光蔬菜产业集团商品交易所就被爆出利用1亿虚拟资金跟客户对赌的丑闻。随着交易所整顿进程的深入,人们逐渐认识到行业自律的重要性。我国证券业和期货业都设立了行业自律协会,并接受证监会和相关部门的指导和管理,极大地保障了整个行业健康、有序的发展。成功的经验值得借鉴,大宗商品交易市场经过整顿后要持续健康发展,不但要有来自外部的规范监督,行业内部的规范监督也必不可少,建立行业协会自律势在必行。

四、结语

过去一年中各种交易所乱象丛生的确令人惊愕,但剥丝抽茧,以交易所的定位和应当发挥的作用为出发点,针对交易所法律地位、监管机构、交易规则以及整顿中可能碰到的困难等方面暴露出的问题各个击破,混乱的局面并不是不可控制。“交易所”这三个字应当被提到更高的法律地位上来,体现其“社会公器”的性质,那么它的设立、规制理所应当由中央一级的机构施行;针对其各项交易规则的设计,应当遵循的原则是服务现货市场、避免金融化,避免变成赌徒渔利的场所。一旦解决了交易所的监管体系和规则设计问题,交易所的清理就会更为顺畅。

我国资本市场相对于国外成熟资本市场来说是相对稚嫩的,创新、发展的动力也格外强,但是从一定程度上说,我国目前的资本市场和商品市场规范比创新更重要。在没有必要设立交易所的地区,就不应当设立,作为一个新兴的市场,应当格外关注交易所发展的每一步进程,只有经过严格的规范才能找到一个合适的健康发展模式。