

《国际证监会组织证券监管目标和原则》

前言和行政摘要

根据如下证券监管三项目标，本文件制定 30 条证券监管原则。证券监管三项目标分别为：

- 一、保护投资者利益；
- 二、保证市场公平、有效和透明；
- 三、减少系统风险。

为实现上述监管目标，应在相关法律框架下执行 30 条原则。这些原则分为八大类：

一、监管者有关的原则

- 1、应明确客观表述监管者的职责。
- 2、监管者在行使职权时应该独立负责。
- 3、监管者应掌握适当权力、资源和人力以行使其职权。
- 4、监管者应采取明确、一致的监管步骤。
- 5、监管人员应遵守包括保密准则在内的最高职业准则。

二、自律有关的原则

- 6、监管体制应根据市场规模、复杂程度，适当发挥自律组织对各自领域进行直接监管的职责。
- 7、自律组织应接受监管者的监督，在行使和代行使职权时应遵循公平和保密原则。

三、执行证券监管的原则

- 8、监管者应具备全面的视察、调查和监督的权力。
- 9、监管者应具备全面执法的权力。
- 10、监管系统应确保有效率、有诚信的使用视察、调查和监督的权力、执法权力以及实施有效督察的项目。

四、监管合作原则

- 11、监管者应有权与国内外同行分享公开或非公开的信息。
- 12、监管者应建立信息共享机制，阐明何时、如何与国内外同行分享公开或者非公开的信息。
- 13、外国监管者因履行职责需要提供协助申请时，监管系统应允许向其提供。

五、发行人原则

- 14、应对投资者披露全部、及时和正确的财务状况及其它信息，以供其做投资决定。
- 15、公正、公平对待所有公司证券持有人。
- 16、会计和审计准则必须高质量、国际可接受。

六、集合投资项目原则

- 17、监管系统应对希望推广或者运营集合投资项目方设立资格和监管准则。
- 18、监管系统应对集合投资项目的法律形式和结构、客户资产的分离与保护等提供有关规定。
- 19、正如对发行人所要求的，监管应该要求披露。披露对于评估某一特定投资者集合投资项目的稳定性和投资者对该项目的兴趣非常必要。
- 20、应确保在恰当、公开的基础上，对集合投资项目资产的评估、定价和赎回实行监管。

七、市场中介原则

- 21、监管应为市场中介提供最低准入标准。
- 22、市场中介承担风险，因此监管应对其所承担风险提出相应的最初资本、后续资本及其它审慎要求。
- 23、市场中介应遵循内部组织准则和运营操守，以保护客户的利益，确保合理控制风险以及管理层承担与此相应的重要责任。
- 24、应确立处理市场中介失败的有关程序，以减少投资者损失和控制系统风险。

八、二级市场

- 25、交易系统的建立（包括证券交易所）应该接受监管部门的监督。
- 26、公平、公正的法则能恰当平衡不同市场参与者的需求。对交易所和交易系统进行同步监管，以保证交易不失信誉。
- 27、监管应促进交易的透明度。
- 28、监管应发现并阻止操纵或者其他不公平交易行为的发生。
- 29、监管应确保对大的曝光、欺诈风险和市场中断等行为的适当管理。
- 30、证券交易的清算和结算系统应受到监管，并保证其公平性、有成效、高效率和减少系统风险。

第一部分 序言、目标与原则的陈述

序言

本文件列出了作为证券监管基础的三项目标。尽管在市场结构中存在着地区差异，这些目标还是为建立一套有效的证券监管体系奠定了基础。

本文件还列出了具体实现这些目标的三十条证券监管原则。讨论中列举了当前实际运作中的一些例子，承认当市场变化、技术以及监管机构之间的协作加强使得其它战略目标成为可行时，这些情况将要且会随之变化。

证券市场和衍生产品市场对于市场经济的成长、发展和实力至关重要。它们支持公司的项目，为新创意的实施融通资金，并推动金融风险的管理。另外，由于散户在共同基金和其它集体性基金中的投入比例不断增长，证券市场对于个人理财和退休计划显得十分重要。

健全和有效的监管及其所带来的信心对于证券市场的完善、增长和发展至关重要。

证监会国际组织（IOSCO）是国际证券市场监管机构最重要的组织。它的成员中目前包括 91 个国家的证券监管机构，这些机构负责日常的证券监管以及证券法规的执行。

证监会国际组织章程的序言规定：证券监管机构决议共同合作，确保从国内市场和国际层次更好地监管市场，以保持公正和有效的市场；

根据各自的经验交换信息，以促进国内市场的发展；

共同努力设立标准和建立对国际证券交易的有效监督；

相互间提供协助，通过有力地执行各项标准和对违规的有效监管来确保市场的完善。

证监会国际组织认为健全的国内市场对一个发达的国内经济的发展实力是很必要的，而且国内证券市场正在不断被纳入一个全球市场。

证监会国际组织章程还表达了一个意思，即国内和国际市场范围的证券监管机构，应将一贯关注保护投资者作为其指导原则。

国际监管机构应提出推进有效监管的建议和衡量标准。本文件进一步表明了证监会国际

组织对于建立和维护证券业一贯的高监管标准的承诺。作为最重要的国际证券监管机构组织，证监会国际组织承担了帮助建立高监管标准的责任。

一贯的高监管标准和有效的国际合作不仅可以保护投资者，而且可以减少系统风险。

监管机构应该时刻注意处理那些由于技术的日益重要性和特别是在电子业领域的发展所引起的重大挑战。

金融市场的日益全球化和一体化对证券市场的监管提出了重大挑战。与此同时，市场，特别是一些在最近几年内发展很快的新兴市场易受跨境和跨资产交易相互作用的影响，其中有一些在遭受经济休克或在经济非常不确定内容容易出现更大的短期波动。因此，在一个全球的一体化的环境下，监管机构若要确保公平、有效和透明的市场，就必须要对跨境交易的性质进行评估。

一个不断全球化的市场还会带来监管机构之间的日益相互依赖。这需要监管机构间有紧密的联系，并能加强这种联系。监管机构间要建立相互的信心。而联系与信心的增强则要依靠建立一套指导原则和共同的监管目标。

本文件中的许多议题在证监会国际组织的报告或决议[3 在附录 1 中列出了证监会国际组织的全部决议，而附录 2 中列出了证监会国际组织的全部报告。]3 中已经涉及。证监会国际组织所公布的报告和其成员通过的决议是有关原则极有价值的信息来源，而这些原则构成了有效证券监管和执行这些原则所必需的工具和技术的基础。本文件将这些报告作为一个主要信息来源。证监会国际组织的报告一般就如何对待某些问题提供了更为具体的内容。本文件中对有关报告和决议做了注解，供考虑某些所涉及问题时参考。有关报告和决议全文的复印件可从证监会国际组织秘书处[4 证监会国际组织秘书处的互联网主页网址为：<http://www.iosco.org>。]4 获得。

证监会国际组织的成员通过对本文件的赞成表明他们对有关目标和原则的承诺。他们在各自的职权范围内，决心尽最大努力来确保这些原则的执行。如果现行的立法、政策或监管的安排可能会阻碍原则的执行，他们也将提出作出更改。

对一个监管问题，经常是没有唯一正确的解决办法。不同国家（地区）内的立法和监管结构有所区别，这也反映了当地的市场情况和历史发展。本文件中描述的某地执行文件目标和原则所采取的特殊方式必须与其国内情况密切相关，其中包括相应的法律和商业框架。

由于这一问题和某一国家（地区）内的有关安排，执行起来也许要做到下列的全部或部分：立法或监管方面作出改变；监管机构在政策或实践中作出改变；或签订双边或多边协议。

监管机构需经常对其证券市场监管的方式进行检讨。市场本身处于一种不断发展的状态，所以监管的内容必须改变以促进并很好地来监管变化中的市场。这意味着为执行本文件中所列原则，也需适时作出改变。

文件的结构：

本文分为三个部分。

第一部分包括序言、证券监管目标与原则的陈述。对每个目标都有简短的讨论。

第二部分讲述了理想的监管机构的特征以及自律组织的潜在作用。同时也涉及到监管机构的执法和对市场监督的问题，以及监管机构间需有紧密的联系。

第三部分涉及特别是与发行人、集体投资组合、市场中介机构、二级市场交易和交易的清算结算等有关的证券监管目标的具体实施问题。

第二和第三部分中的每一分项内容开头都设有一个方框，用以扼要地介绍实现监管目标所应执行的原则。

证券监管的目标

4.1 证券监管的目标

证券监管的三项主要目标是：

保护投资者

确保市场公平、有效和透明

减少系统风险

4.2 对目标的讨论

这三项目标是紧密相连的，而且在某些方面还是相互重叠的。许多确保公平、有效和透明的市场的要求也会促进对投资者的保护并帮助减少系统风险。同样，许多减少系统风险的方法也会为投资者提供保护。

更进一步，诸如全面监督及相关计划、有效的执法及与其它监管机构间的密切合作等对于实现这三项目标是很必要的。

前面所提到的监管目标在下文还会进一步阐述：本文件的第二和第三部分中关于实现目标的方式部分中归纳了 30 条原则，在实际的市场架构和安排的框架下对上述目标进行了详细的论述。

4.2.1 保护投资者

投资者应受到保护，免受因误导、操纵或欺诈（包括内幕交易、抢跑道和非正当挪用客户资产等）造成的损失。

要保护投资者，最重要的是需要上市公司完全披露影响投资者投资抉择的重要信息。这样，投资者才能更好地保护自己的利益。作为披露要求的重要组成部分，应具备会计和审计的标准，且应是高水平、得到国际认可的标准。

只有正式获得执照或得到授权的人员才准许公开地提供投资服务，例如，市场中介机构或交易所运营者。对这些执照持有人和获得授权者，应要求他们起始和持续的资本达到其交易对手的需要，如必要的话，初步关张，而不给客户造成损失。

要通过为市场参与者设立最低标准来监督市场中介机构，以保护投资人。中介机构应根据商业准则规定的标准以公正和平等的方式对待投资者。这就需要一套全面的关于检查、监督及相关项目的制度。

证券投资者尤其容易受到中介机构及其它机构行为不当的影响，而个人投资者所能采取行动的能力可能有限。此外，由于证券交易和欺诈行为的复杂特性，需要坚决地执行证券法。当出现违反法律的行为时，要严格执法来保护投资者。

投资者应有权与中立机构（如法院或其它解决争议机构）取得联系或对其遭受不当行为的损害要求补救和赔偿。

有效的监督和执法有赖于国内和国际层次的监管机构之间密切的合作。

4.2.2 确保公正、有效和透明的市场

有关交易所、交易系统运营者和交易规则的建立应征得监管机构的同意，这有助于确保市场的公正。

市场的公平与对投资者的保护，特别是防止不正当交易紧紧联系在一起。市场的机制不应过分地向一些市场使用者倾斜。监管应包括对市场操纵及其它不公平交易的发觉、阻止和惩罚。

监管应确保投资者拥有平等的机会使用市场设施和了解市场及价格信息。监管还应促进市场运作以确保对客户定单公平处理和可靠的定价程序。

在一个有效的市场内，相关信息的传播应是及时的和广泛的，并可以反映在定价程序中。监管应提高市场的效率。

透明度可以被定义为有关交易的信息（包括交易前和交易后的信息）在实时的基础上公之于众的程度。交易前的信息包括确定的买价和卖价，以便于投资者较为确定地了解他们是否能按此价格以及在什么价格下可以交易。交易后的信息应是关于所有实际完成的交易额和交易量。监管应确保最高的透明度。

4.2.3 减少系统风险

尽管我们不能期待监管机构防止市场中介机构出现倒闭，但监管应旨在减少倒闭的风险（包括通过资金和内部控制要求）。尽管财务倒闭会出现，监管应减少该倒闭所造成的影响。因此，市场中介机构应须有充足和持续的资金并满足其它审慎性的要求。必要的话，中介机构应做到逐渐停止业务，不让客户或交易对方有丝毫损失，或造成现任何系统性破坏。

对一个积极的市场来说，存在投机套利是必要的。所以，监管应不必抑制合法投机套利的存在。反之，监管机构应促进和允许对风险的有效管理，确保有足够的资金和其它审慎要求以允许适度的投机套利，可以消化一些损失和阻止过度投机。因此，有必要建立一套有效和精确的清算、结算程序，这套程序应得到正确的监督，并运用有效的风险管理工具。

对拖欠的处理必须有具有效力和法律上安全的安排。这超出了证券法的范围而涉及了一个国家（地区）内无偿债能力处理的规定。

在另一国家（地区）或跨几国（地区）区域内，可能会出现由于一些问题引起的不稳定性，所以监管机构对市场混乱的反应应是通过相互间的合作与信息分享寻求促进国内和国际市场的稳定。

5. 监管环境

本文件中所包含的意思就是监管应促进资本的聚集和经济的增长。当然在监管的范围内，也应承认市场竞争的益处。

监管对于实现三个主要目标是十分必要的。然而，不恰当的监管会给市场带来不公正的负担，并阻碍市场的发展。

人们是可以发现那些与健全的经济发展相关的有效监管具有如下特征：没有对进出市场及产品设定不必要的壁垒；对于符合规定标准的参与者，应使他们最大限度地参与市场运作；在政策制定的过程中，监管机构应考虑到这些政策对遵照执行者的影响；那些作出特殊财务承诺的人应接受同等的监管。更为广泛地，必须具备适当、有效的法律、税收和会计框架，使得证券市场可以在其中运作。证券法和监管不能与一个国家（地区）的其它法律及会计要求割裂开。

附录 3 中列出了那些在法律框架中具有特殊重要意义的事项。这一附录不是为了将国内立法列出，而是标明那些对证券市场有特殊影响的一些事项。

会计框架也可以看作是法律框架中的一方面，但在第 10 分项中的“发行者披露”部分还将对它（尤其是财务报表的起草）进行了讨论。

第二部分

监管机构

第二部分介绍了一个监管机构^[5] 在本文中，监管机构多次出现。但这并不意味着只有唯一的监管机构。本文所述监管机构的应具有的特征在许多国家是由两个或两个以上的政府或准政府机构分担的责任。

15 应该具有的特征和自律组织可能发挥的潜在作用，监管机构执法、稽核工作以及监管机构之间密切合作的需要。

6、 监管机构

6.1 与监管机构相关的原则：

- 1、监管机构的责任应当明确、目的性强。
- 2、监管机构在运作上应保持独立，对其职能和权力的行使负责。
- 3、监管机构应具备足够的权力、适当的资源以及行使其职能和权力的能力。
- 4、监管机构应当采取明晰和一贯的监管程序。
- 5、监管机构的工作人员应当遵循最高的职业规范，包括适当的保密标准。

6.2 监管工作程序的明晰和一贯性

监管机构在行使其监管职责和权力时所采取的工作程序应该具有以下基本特征：一贯性；全面性；透明性；公平、公正性。 在政策的制定中，监管机构应当建立同可能受其政策影响的对象进行磋商的程序；一般情况下，需要将重要领域的政策公诸于众。[8 在有些运作的领域及有些情况下，特别是在监控和执法方面，磋商和披露是不必要的，因为磋商和披露 可能会影响政策的有效执行。

许多监管机构有权向公众公布调查和取证的结果报告，特别是在这些报告对市场参与者及向他们提供咨询者提供有益指导的时候。任何此类报告的披露必须尊重个人要求公正的听证机会和保护个人隐私的权力，还须考虑正在调查案件涉及的事宜一般不宜披露等因素。

监管机构还应该积极地对投资者和资本市场的其他参与者进行教育。

6.3 工作人员行为规范

监管机构应要求工作人员遵循最高的职业标准，并对工作人员的行为给予明确的指导。工作人员应当做到：避免利益冲突（包括工作人员买卖证券的情形）；正确使用行使权力和履行职责的过程中获得的信息；遵循保密规定，保护个人隐私；维护监管程序的公正性。

7、 自律[9 证监会国际组织新兴市场委员会报告，1996 年 6 月（53）《交易所交易的衍生产品的法律和监管框架》 之 6—9 和 1995 年 5 月 COSRA 报告《市场有效监管的原则》。

[9

7.1 自律的原则

6、根据市场的规模和发达程度，监管体制应当允许自律组织在其胜任的领域承担一些直接监管的责任。

7、自律组织应受监管机构的监管，在行使监管职责及指定任务的时候应遵循公正、保密的原则。

自律组织的作用

自律组织是监管机构实现证券法规目标的有益补充。

目前存在着多种自律模式，而且各国（地区）使用自律的程度也各有不同。在大多数国家（地区）里，自律组织的共同特点是：自律组织与政府监管机构相分离（尽管总是存在政府对自律组织的监管和授权），一般由业内人士参与其运作，适当的情况下也可以有投资者参与。

自律能带来的好处包括：

自律组织可以要求其管理对象除遵循政府法规之外，遵守一定的道德规范；自律组织对市场运作和行为的了解更为深入，专业水平高，可能对市场变化的反应比政府机构更快、更灵活。

自律组织应该承担对其高效运作有促进作用的一些监管责任。自律组织的行为经常会受到有关条约和条例的限制。

授权和监管

在授权自律组织行使某些监管职能之前，监管机构应要求自律组织达到一定的标准。监管机构还应对自律组织保持持续的监控。

另外，一旦自律组织开始运作，监管机构应当确保自律组织行使其权力符合公众的利益，其结果应是对有关证券法律法规和自律组织条例的公正和一贯的实施。[10COSRA 报告《市场有效监管的原则》1995 年 5 月]10

自律组织监管的有效性可能会受到利益冲突的影响。监管机构应当监控和处理利益冲

突可能会引起的问题。监管机构必须杜绝由于自律组织掌握有关市场参与者（无论他们是不是自律组织的成员）的有用信息而引起的利益冲突。当自律组织同时对其成员和市场的相关领域进行监管时，发生利益冲突的风险更大。

作为授权给自律组织的前提，法律或监管机构应该要求自律组织做到：具备维护有关法律、法规和自律组织条例的能力，并依法对其成员及相关的人员进行稽核；公正、一贯地对待自律组织的全体成员和申请加入组织的对象；制定有利于规范成员单位行为、保护投资者利益的条例；向监管机构提交其制定的条例，请监管机构予以审核及/或批准，保证自律组织的条例符合监管机构所制定和颁布的有关方针；与监管机构和其它自律组织合作进行调查和执法工作；执行其自身的条例，处罚违规行为；在从会员中选择自律组织董事和进行日常管理中，体现公平原则。避免制定可能降低市场的竞争性的条例。避免在使用监管职责时容许任何市场参与者不公正地从市场上获利。

无论自律使用的程度如何，政府监管机构应该保留其对关系到投资者和市场的事件进行调查的权威。当自律组织对有些违规行为缺乏足够的权力进行调查或处理的时候，或者存在利益冲突时，监管机构应当承担起向自律组织调查的责任。所以，保证自律组织向监管机构提供的资料起到预警作用是十分重要的。

在保密和程序公正性等方面，自律组织应当仿效监管机构的标准^[11]自律组织一般是非政府机构，因而其所遵循的行为规范与政府监管机构不尽相同。^[11]，遵从类似的职业行为规范。

8、 证券监管的执行

证券监管执行的原则

8、监管机构应当具有进行全面的检查、调查和监控的权力。

9、监管机构应当有全面的执法权力。

10、监管体系应当保证监管机构有效地使用检查、调查、监控和执法等权力，保证有效的稽核程序的实施。

检查和稽核程序^[12] 见证监会国际组织决议 9， 39 和 40。^[12]

通过检查和监控手段对市场中介组织行为进行监管有助于维护较高的职业标准和对投资者利益的保护。这些防护性的措施是调查和执法手段的必要补充。

监管机构应有权要求被调查对象提供资料^[13] 这里的资料既包括正常业务资料，也包括应监管机构要求特殊准备的资料。

^[13]，或在监管机构认为必要的时候对调查对象的业务运作进行检查，以保证其运作符合有关标准的要求。监管机构使用检查权力不必以被授权或领证的从业人士涉嫌违规为前提条件。

检查的工作可由监管机构自己进行，也可以由其它称职的机构进行。监管机构还可以将检查的权力授予给自律组织或者第三方，使这些组织在其妥善监管之下代行监管机构的检查职责。第三方也必须满足保密和披露的要求。检查工作应当在具备必要工具和手段的条件下进行，不同国家（地区）的具体情况各不相同。

在有些情况下，如详细审查交易所的交易记录时，有效的监管则必须借助于必要的技术手段。在其它一些领域，包括经纪人行为的检查中，必须平衡考虑现场检查、面谈和要求经纪人经常报送材料并进行审阅的安排。

现场调查可以采取巡回制或者根据风险评估或投诉有选择地进行。在进行充分使用资源的决策时，监管机构必须既考虑检查覆盖面宽的需要，又要考虑对投资者高风险的领域或对威胁系统稳定的领域进行重点检查的必要性。

全面的执法权力^[14] 见证监会国际组织决议 35，37，39 和 40。

^[14]

证券交易的复杂性和欺诈行为的狡诈要求证券法律的执行必须坚强有力。证券市场投资者在中介机构或其它机构的违规行为面前，十分容易遭受伤害。

因此，监管机构或其它称职的政府主管机构应当具备全面的调查和执法的权力，包括：监管和调查权，即监管机构有权从涉嫌有关行为的人士或掌握与调查有关的信息的人士那里获取数据、信息、文件、陈述和记录；发布命令及/或采取其它使维护其监管和调查权的行为的权力；进行行政处罚和从法院及/或法庭获取命令的权力；进行刑事诉讼或将案件移交其它部门进行刑事诉讼的权力；命令暂停某种证券交易或采取其它适当措施的权力；^[15] 其

它措施包括对某种产品施加特殊限制或对特定的市场参与者提出特殊要求。如持仓量的限制、报告要求、只允许平仓交易和特殊的保证金要求。]15 在将要实施执法手段时，进行执法调解或接受被处罚人保证的权力。

一般地，这些执法的权力不应影响私人的行为权。个人应能有改过自新的机会（比如，对自己违规行为实施补偿或承担某种义务）。

证券法规各方面的执行不必完全由唯一的一个部门承担。已证明有效的模式有好几种。包括几个政府或准政府机构分担执法权，监管机构与自律组织分担执法权等。

为了保证只有经过批准授权者才是最积极的市场参与者，并查禁无照经营者，各监管机构的分工合作显得格外重要。

国际执法

证券市场的国际化以及跨境违规行为的存在引起了众多特殊问题。

法律和监管机构的权力应足以保证监管机构有效处理跨境违规问题。所以，监管机构必须努力保证自己或另外的主管机构能够在执法过程中有足够的权威获得资料，包括对涉嫌证券交易违法违规行为的调查中有相关的陈述和文件。而且，这些资料应能够直接地或者通过本国的其它主管机构间接地与其它监管机构在调查和起诉证券违规行为时共享。[16 执法权力决议，证监会国际组织主席委员会，1997 年 11 月。]16

国际合作及其对有效实施监管的重要性将在第 9 节阐述。洗钱[17 见证监会国际组织技术委员会报告，1992 年 10 月（25）《关于洗钱的报告》。]17

“洗钱”的内涵包括故意隐瞒非法获得货币的来源，并制造合法来源假象的各种行为和过程。

证券监管机构应当考虑本国（地区）法律是否足以防止洗钱的风险。监管机构还应要求市场中介机构制定有关的政策和程序，减少不法之徒利用中介机构的业务从事洗钱的风险。

9、 监管合作

监管合作的原则

11、监管机构应具有同本国或外国对口机构共享公开和非公开信息的权力。

12、监管机构之间应建立信息共享的机制，并规定他们在什么情况下、如何同本国（地区）和外国（地区）对口机构共享公开和非公开信息。

13、外国监管机构为行使监管职责需要取证时，监管体系应允许本国（地区）监管机构向其提供协助。国内（地区内）合作的必要性[18 见证监会国际组织决议第 9、19、20、23、26、28、33、34 及 40 号。]18

国内不同监管机构之间存在分工或证券法律与本国（地区）一般法律有重叠的情况下，国内合作将变得非常需要。所以，在如证券交易领域的欺诈或洗钱等违法行为的查处中，必然要求国内两家或两家以上监管机构包括执法、监管和审判等主管部门之间的紧密合作。

当各金融领域如证券、银行、其它金融业等管理上存在分工时，国内合作的需要可能不仅局限于执法方面的事宜，可能还包括与以某种力度做出反应的授权及减少系统风险相关的信息。

9.3 国际合作的必要性

国际合作对有效监管国内市场是必要的。没有能力提供监管协助可能会严重影响监管机构实现有效监管努力的效果。应该去除本国法律中影响国际合作的障碍。[19 《证监会国际组织会员根据 1994 年有关承诺遵守证监会国际组织基本准则和监管合作的决议进行自我评估情况的报告》。]19

金融活动的日益国际化和市场的全球化使得对这些活动的授权或批准往往超出一个国家（地区）监管机构的管辖范围。例如，在一国（地区）注册设立的机构可能会向另一国（地区）主管机构申请从事某项业务，或以同样的文件向不同国家（地区）主管机构申请注册。

类似地，除国内因素之外，其它国家（地区）的某些金融机构的行为也可能会对本国（地区）系统稳定性产生威胁。监管机构必须考虑，为了认定和处理这些威胁，他们是否已

同其它国家（地区）的监管机构建立了充足的信息共享的渠道。

另外，随着越来越多的公司在多个国家（地区）上市，发行股票公司的商业行为往往发生在其股票上市地以外的国家（地区）。而投资者也经常直接地或者间接通过基金投资于国外市场的证券。跨境销售的集体投资组合也日益增多。这些组合的销售商、管理公司和托管人分布在不同的国家（地区），可能远离购买组合的投资者所在的国家（地区）。

类似的产品可能在多个国家（地区）的不同市场上进行交易；很多衍生产品的原始产品或参考价都在海外交易和产生。

随着电讯技术的日益发达，跨境的欺诈、市场操纵、内幕交易和其它非法行为可能而且事实上越来越多地在全球市场上出现。

从违规者逃逸海外或将非法所得移至海外、通过其它国家（地区）进行交易从而隐瞒当事人身份或资金流动、利用海外帐户隐瞒所持股权和利用国际通讯媒体包括国际互联网实施跨境不法行为等惯常伎俩中显然可知，在对涉嫌违规行为的调查取证中，国际合作十分重要性。

在上述情况下，如果调查必须的资料在其它国家（地区），监管机构又无法取得，监管的效果则会打折扣。[20 见证监会国际组织决议 9, 19, 20, 23, 26, 28, 33, 34 和 40 以及《证监会国际组织主席委员会 1994 年关于承诺遵守证监会国际组织基本准则和监管合作的决议》。见证监会国际组织决议 31。 见 1997 年证监会国际组织主席委员会决议《关于保留记录、搜集资料、执法权力和证券期货执法国际合作的原则》]20

因此，应该建立包括谅解备忘录在内的国际合作机制，从而帮助监管机构查明和制止跨境非法行为以及行使其批设机构和监管等职责。

合作的范围

合作的形式和内容可以因事而异。重要的是，互相提供协助的目的不仅限于调查，还应服务于其它的取证工作，以作为防范非法行为的稽核工作[21 后者所要求的信息共享可以包括：常规的针对可疑行为和已证实的欺诈行为的信息共享；对设立公司、上市或注册的申请者的信息咨询；对已批准的从业机构或发行者的信息；在市场混乱状态下防止事态恶化所需进行的信息交流，包括紧急对策、联系人和改革方法等；市场状况的信息比如市场监管机

构采取的措施、市场价格、交易活动、市场数据资料。]21 的一个组成部分。也有必要交流有关监管的一般性信息，包括金融和其它监管的信息、专业知识、监控和执法手段以及投资者教育等方面的资料。

谅解备忘录[22 关于备忘录内容，参见证监会国际组织技术委员会 1991 年（11）报告《谅解备忘录的原则》。]22 或其它成文的合作安排可以增进监管机构之间信息交流。然而在文字形式之外，更重要的是监管机构之间密切合作的安排。这种合作的安排，无论是正式或非正式，都应当具备以下几个特点：明确需要监管协助的情况；明确可以提供的资料和协助的种类；确保所传递的资料的保密；对所提供信息允许的用途的描述。这些信息共享机制的设计应该考虑到以下因素：哪些市场主管机构或监管机构能够得到和提供要求的资料或协助；监管机构根据有关适用的法律如何得到这些资料；有关法律规定的此类资料的保密性和使用限制；协助或信息共享的形式和时间安排；监管机构之间其它有关调查和金融信息共享的安排，包括备忘录的适用性。

为了限定责任及第三方的权利，上述这些安排还可以包括监管机构之间的常规磋商以及免除提供信息资料受公共政策影响的例外处理。

监管机构向其它监管机构提供协助中如果涉及向外方提供其在行使监管职责获取的秘密资料，要特别注意提供信息必须以对资料严格保密为条件。

在信息共享和监管合作过程中，重要的是要去除“在双方法律管辖区内都为违规行为”的条件。对正处在去除这一条件的过渡期的那些国家（地区），应该在执行过程中尽可能地采取灵活的方式，从而减少这一条件对国际合作的影响。

以实际行动进行协助也是有必要的。如果监管机构在职权范围内能够防止不法之徒挥霍其靠欺诈或其它违规行为得来的钱财，而将这些钱财返还遭受损失的投资者，对监管机构更有效地执行证券法律是大有裨益的。[23 见证监会国际组织技术委员会 1996 年（55）7 月《保护被欺诈投资者的利益和 财产的国际对策》报告。

]23

协助的形式可以包括：[24 见证监会国际组织技术委员会 1994 年（41）10 月《监管不力与司法不合作对证券期货监管 部门所产生问题》报告。]24

a、协助获取公开或非公开的信息，例如执照持有人、上市公司、股东、公司实际持有人

或者控制执照持有人或公司的人员的相关信息；

- b、协助获得银行、经纪人的相关信息或其它记录；
- c、协助获得自愿提供有关信息的人的合作；
- d、协助获得依法强迫取证得来的文字或口头证词形式的信息。
- e、协助提供有关本国监管程序的资料，或协助获得法院命令，如禁止令。

金融集团方面的合作[25 见证监会国际组织 1998 年 2 月征求意见文件（1）《金融集团的监管》。]25

随着跨领域从事各种金融活动的金融集团不断出现，监管机构必须不断改进金融监管的手段和方法，这使得国际合作的必要性大大提高。没有监管机构之间的紧密合作，很难对一个集团的活动有全面的了解。当金融集团活跃在多个国家（地区）的时候（事实也经常如此），国际合作尤其至关重要。

监管金融集团的特别程序必须反映他们开展业务所在地的法律规定，还需要考虑监管职责将可能继续由多个监管机构分担。然而，可以明确一些需要监管合作的一般性问题：金融集团的结构；对金融集团的资本要求；金融集团对本集团内公司的投资；区分集团之间和集团内部的投资风险；同股东的关系；管理层的责任及对被监管实体的控制。

也应适当考虑监管机构（如国内或国际银行和保险监管机构）之间信息互换的能力。同样，信息的共享必须以严格保密、保护个人隐私为前提。

第三部分

发行人、市场中介机构和二级市场

第三部分考虑到在市场的日常监管中，特别是关于发行人的披露、市场中介机构的行为、二级市场交易和交易的清算和结算方面监管目标的实施。

10. 发行人[26 进行相关信息披露的义务不仅只对发行人而言，从本文中其它主体显然也有相应义务。

]26

发行人的原则

发行人应全面、准确、及时地披露其对于投资者决策有重大影响的财务报告和及其它信息。

15 公司的证券持有人均应享有公平、平等的待遇。

16 会计和审计标准应确保高质并得到国际认可。

此条款的范围和监管发行人的必要性

此条款主要涉及证券的发行和交易，由此涵括广告宣传的内容，以及有关发行人、发行、上市、定期报告、重大事项的通报、收购或公开交易的证券股权的控股或权益变化的信息。[27 大多数国家（地区）对公开发售进行监管以保护投资者利益，对于非公募行为则减轻监管负担。公开发售的定义则根据公开交易的量化标准而有所不同。]27

“发行人”一词应从广义上理解。它包括所有从市场上募集资金的主体。那些以集体投资组合发售股权的主体将在下一章[28 衍生产品市场属于另一类范畴。市场运作者和中介机构必须还要确保交易合同的条款、交易机制和资本负债相关的一般风险的适当披露。]28 进行论述。在 10.4 中描述的披露要求对象不仅限于发行人，还包括其他人，如公司的董事、高级经理以及参与的承销商和主要股东。

对发行人的监管应确保对投资者的保护和市场的公平、有序和有效。附录 3 描述了其它一些证券监管所需的补充法律条款，在本款中特别重要的有：

- A 公司构成；
- B 公司董事和经理的职责；
- C 对于旨在影响公司控股变化的收购出价和其它交易行为的监管；
- D 关于证券发行的法律；
- E 向证券持有人披露信息从而使其在知情的情况下作出投票决定；
- F 对于重大控股情况的披露；
- G 破产法。

信息的及时披露

向投资者提供有关信息应持之以恒，以便其在知情的情况下作出投资决策。全面、及时、准确地披露对于投资决策具有重要意义的最新和可靠信息的原则与保护投资者和确保市场的公平、有效和透明的目标直接相关。

披露准则应至少包括：[请参阅证监会国际组织技术委员会 1991 年第 16 号《关于股

票的国际发售》的报告和第 38 号、61 号和 70 号。另请见证监会国际组织发展委员会 1992 年第 24 号《关于披露要求的报告》，1993 年 10 月 25 日第 32 号《关于披露的报告》，证监会国际组织技术委员会 1994 年 10 月第 39 号《关于披露和会计的报告》以及证监会国际组织新兴市场委员会 1996 年 9 月第 62 号《关于新兴市场重大事件的报告》。]29

a 证券公开发售的条件；招股说明书或其它发行材料（以及相关较短篇幅的简介或介绍性材料）的内容和散发；

b 在发售中准备的补充文件；

c 有关证券发售的宣传；

d 关于拥有上市公司重大权益的股东的信息；

e 关于企图拥有公司控股权的个体的信息（以下将作详细阐述）；

f 对于上市证券的价格或价值关系重大的信息；

g 定期报告

h 股东投票决定

披露应清楚、及时、适当明确。在特定披露要求的基础上应补充制定一般披露要求，规定应将所有与投资决策相关的重大信息公之于众。[30 还应提到的是所谓“基于是非曲直的”的监管，即监管机构应对一个发售计划质量的评估承担一定责任。该制度多见于发展中市场，对于一个缺乏能够对公开信息进行分析的分析家和顾问的市场来说尤其有裨益。因此这种制度通常被认为是过渡性的，对于一个完全发达市场可能并不适用。]30

监管应确保信息的充分、准确。一般来说，这将涉及对在收集、提供信息方面未能勤勉尽责的发行公司和有关责任人进行惩戒或追究责任。监管应确保有关责任人对信息的内容承担各自的责任，根据不同情况，有关发行公司、承销商、发起人、公司董事、公司高级官员、以及同意在文件中署名或提供咨询的专家顾问都可能要承担相应责任。

此外，监管机构应该关注那些为保证市场正常运转而允许对诸如商业机密或正在进行的谈判不要求全面披露的情况。在有限的情况下，市场情况需要可能与全面、及时的披露目标有所背离，监管机构有必要暂停交易或对拥有较全面信息的机构或个人的交易行为加以限制。在这种缺乏全面披露的情况下，交易应被中止。

10.5 关于公司控股的信息

为保证股东都得到公正、平等的待遇，监管应要求公司管理层和拥有公司大量股权的个人对持股情况进行披露。这些信息通常对于二级市场上的投资决策非常必要。

不同国家（地区）对于必须披露的持股数量的标准各异，但要求通常都远远低于控股比例。对于企图成为公司控股股东的个人应实行更加严格的披露要求。

披露的本质也有所不同，但如公司控股方发生变动或有人企图使其发生变动，全面的公开披露通常被认为最能符合披露的根本要求。监管还应考虑到相关公司股东的信息需求。

公众作出知情的投资决策所需要的信息随交易的性质不同而变化，但对于现金要约、投标和交易要约、商业联合和私有化行为，披露的总体原则不变。在上一句所描述的各种情况下，一般应规定公司的股东：

有足够的时间来考虑他人欲收购公司大量股权的要约；

能得到充分的信息从而对他人欲收购公司大量股权的要约权衡利弊；

有适当、平等的机会参与分享收购所产生的任何收益。

在收购过程中得到公平、平等待遇（特别是对小股东而言）；

不能因收购交易中任何一方董事的行为或本公司董事未能诚实忠信地就收购要约作出反应或提出建议而遭受不公正的待遇。

会计和审计标准

财务信息的可比性和可靠性是投资者作出知情决策的重要前提。常规财务报表的目的是反映公司财务状况、经营业绩、现金流动和权益变动等信息，从而为广大报表使用者的决策服务。财务报表应具有可理解性、一致性、相关性、可靠性和可比性等特征。财务报表还须反映管理者的受托经济责任或说明其管理的效果。高质量的会计和审计标准为其它披露义务提供了框架。

会计准则和审计标准是财务信息可靠性的必要保障。

会计标准应确保人们能获得基本的信息。会计准则应全面、明确，达到国际认可的水准；根据准则提供的财务状况信息要精确和相关。

监管应旨在保证：

向投资者和潜在投资者提供信息的及时性和相关性；

建立适当的制定高质量标准的机制，针对争议或不确定性，确保一贯地对标准进行权威和及

时的解释。

由外部专业审计人员对财务报表及其是否符合会计准则进行独立审核。

审计须依据国际认可的明确标准进行。

严格制度以确保审计师的独立性。

当存在监管机构认可的一套国际准则时，应允许使用这些准则，以通过提供国际上可比的信息促成跨境筹资活动，从而提高筹资的效率[31 见证监会国际组织第 12 号决议]31 建立会计和审计准则执行情况的稽核机制。

11. 集体投资组合[32 见证监会国际组织技术委员会 1994 年 10 月第 40 号《关于投资管理的报告》和 1997 年 9 月第 68 号》 《关于集体投资组合管理人监管原则的报告》。

]32

集体投资组合

17 监管体制应建立向希望出售或管理集体投资组合的个人或机构发牌并实施监管的一套标准。

18 监管体制应制定关于集体投资组合的法定模式、构成以及分离和保护客户资产的法规。

19 监管应依据要求发行人信息披露的相同原则要求投资组合进行披露，从而判断集体投资组合是否适于一个特定投资者并评估投资者在该组合中权益的价值。

20 监管应确立集体投资组合资产评估、基金单位定价和赎回的一个适当和透明的依据。

2 范围

本文所述的“集体投资组合”既包括可以不断或定期赎回基金单位或股份的经过授权的开放式基金，也包括股份或基金单位可在证券市场上进行交易的封闭式基金、单位投资信托基金和契约式的基金，如欧洲的证券集体投资组合。[33 在一些国家（地区），封闭式基金不受特殊许可或监管要求的限制，而是根据相应交易上市规则进行监管。]33

各个国家（地区）集体投资组合的法定模式不同。但在所有的国家（地区），集体投资

组合因其能为投资者提供多样化的投资机会而变得日益重要。

对集体投资组合的适当监管对于实现保护投资者的目标至关重要。监管应确保投资者享有参与一个公平市场的权利。集体投资组合的投资者的利益是否得到保护，往往取决于该组合的运作人是否以最符合投资者权益的方式管理他们的资金。

基金运作人的资格条件

应明确规定集体投资组合运作人的资格标准。保护投资者是首要目的。各监管当局对此可能有各自的具体规定，而标准应考虑的基本因素为：

基金运作人须诚实正直；

运作人应具备履行基金运作人职责和义务的能力；

资本充足；

运作人特定的权力和职责；

内部管理程序。

4 对运作人行为、利益冲突和代理人的监管

监管体制应要求对集体投资组合进行自始至终的监管。对运作人的监管应促进其运作基金的能力，提高其诚实守信和公平交易的水准。监管机构对基金运作应具备以下监管权力：

对集体投资组合的登记注册和审批权；

为确保运作人遵守有关法规的检查权；

对涉嫌违规行为进行调查的权力；

对违规或违约者进行纠正的权力。

这些权力应足够对集体投资组合下负有责任的所有被监管机构采取行动。

为有助于监管并促进集体投资组合的合法运作，对于组合运作的记录保存应明确责任。

集体投资组合的运作可能导致组合的投资人和运作人或他们的合伙人之间的利益冲突。监管应确保将发生冲突的可能限制在最小程度，并恰当地披露已产生的冲突。组合运作人不能为了自己获利而不公正地置投资人于不利地位。通常这会要求对诸多方面进行监管，例如指令的最佳执行、适当交易、交易的及时分配、佣金和其它收费、关联交易和承销安排等。

集体投资组合的某些运作通常由被授权的代理人执行。绝不能因为代理人的参与而降低对集体投资组合的主要监管要求。代理人应遵守任何适用于其委托人商业行为的监管规定。

法定模式和结构[34 证监会国际组织技术委员会 1996 年 9 月第 60 号《关于集体投资组合托管指的指导原则的报告》。]34

监管体制应规范集体投资组合的法定模式和结构以便投资者能评估他们在组合中的权益，并且使投资者的资金和其它主体的资金能够区分并分离。

集体投资组合采用的法定模式和结构涉及其违约或违规风险的性质，因此必须披露给投资者。

监管体制必须确保通过法令、行为准则或委托契约等有关规定在集体投资组合的章程文件中明确说明投资者的风险。

向投资者披露

监管应要求投资组合向投资者和潜在投资者披露影响投资组合价值的重大事件。有关集体投资组合的披露应能帮助投资者了解该投资组合的性质及其风险与收益的关系，从而使投资者在评估组合业绩时不单纯注重收益，而对收益可能导致的风险也给予关注。[35 见证监会国际组织技术委员会 1996 年 9 月第 59 号报告：《风险披露一讨论稿》。]35 然而，投资者应能自由选择他们所愿意承担的风险程度。有关投资策略也应明确披露。

披露目标应为：

向投资者提供充分信息，以评估这种投资组合对于他们是否适合或在何种程度上适合。考虑到不同类型的投资者，应及时并且以浅显易懂的方式提供信息。

还应特别注意对投资组合收取的各项费用的披露。

对集体投资组合运作人的监管应确保运作人严格遵守有关法规要求或集体投资组合所确定的投资策略或交易战略，并且遵守有关投资方向或投资组合的限制。

保护客户资产[36 见证监会国际组织技术委员会 1996 年 8 月第 57 号报告：《客户资产的保

护》和证监会国际组织第 20 号决议。]36

监管机构应充分认识到，建立保全客户资产并使其免遭投资公司无法清偿风险的有效机制对于保护投资者和树立市场信心具有十分重要的意义。客户资产指集体投资组合代表投资者持有或管理的货币、证券、衍生产品的头寸及其增值收益或收入。

监管机构应在其管辖区域内，根据有关破产和投资服务方面的法律、监管规定和惯例以及高效市场和保护投资者的需要，选择最能达到保护客户资产总体目标的机制。

监管机构应在其管辖区域内对交割过程进行检查，确保客户所有证券的交割独立于投资公司证券的交割。

资产评估和定价

监管应力图确保集体投资组合的所有资产都能公平、准确地定价，组合的资产净值也应准确计算。[37 证监会国际组织技术委员会 1997 年第 68 号报告：《集体投资组合运作人的监管原则》。]37 投资者通过有关资产价值和定价的信息应能评估其业绩表现。在可靠的市场或可确定公平价值的条件下，使用能正确反映价值的报告通常能更好地保护投资者的利益。[38 在某些国家（地区）是强制要求。]38

集体投资组合的股权赎回

有关集体投资组合的法律规章应使投资者能根据组合章程所确定的条件赎回基金单位，并确保暂停赎回权应保护投资者的利益。任何暂停赎回权都应报知监管机构。

国际监管合作[39 见证监会国际组织技术委员会 1996 年第 54 号报告：《新兴市场的监管合作—讨论稿》。]39

越来越多的集体投资组合在各国家（地区）间进行推销。投资组合的发起人、管理人和托管人普遍位于几个不同的国家（地区），他们又往往同组合销售的投资者对象位于不同的国家（地区）。[40 见证监会国际组织技术委员会 1996 年第 52 号报告：《关于就集体投资组合跨界行为进行国际合作的 讨论稿》。]40 批准设立这些组合应考虑到可能需要的国际合作。这些问题在第 9 节第 3 条有更总括的阐述。

12. 市场中介机构

21、监管应为市场中介机构制定最低的入场标准。

22、对市场中介机构应有初始、持续资本及其它审慎要求。

23、应要求市场中介机构遵循旨在保护客户利益的内部组织、运作行为的标准，据此运作的中介机构承担这些方面的基本责任。

24、应有处理市场中介机构破产的程序，以便把对投资者造成的破坏和损失降至最低限度，并控制系统风险。

本节范围

本节中“市场中介机构”一词包括从业于管理个人投资、执行指令、经营或发行证券及提供与证券交易相关信息的机构。

对各类中介机构的监管应涉及入场标准、资本要求及审慎规定、对参与者的持续监管与约束、违规与破产的后果。

对市场中介机构的监管应着重于其资本、客户资金及公众信心最可能处于风险的领域。包括以下风险：

无能或低劣的风险管理可能导致无法及时执行指令、无法及时结算或无法提供充分的建议；违规可能导致客户的资金或财产的挪用、为中介机构自己的交易目的乱用客户指令（“抢跑道”）、操纵市场及其它违规交易行为或者中介机构、雇员的欺诈行为；

某个中介机构的无力偿债可能导致客户资金、证券或交易机会的损失，并可能降低人们对该机构参与的市场的信心。

发证与监管

对市场中介机构的发证^[41] 在一些国家（地区）里，通过批准或登记来代替发证。^[41] 及监管应为市场参与者制定最低标准，并一贯地对所有相似情况的中介机构一视同仁。这也将减少由于疏忽或非法行为或资本不足导致投资者损失的风险。

发证过程应要求对申请人及所有控制或影响申请人的所有人员进行综合评估。

发证机构应有权拒绝不符合标准的申请人。

只要入场标准未达到，发证机构应有权收回执照或处罚领证人。

中介机构控股人的变化或其它有重大影响的变化应通知主管机构，以保证其对该中介机构的评估仍然有效。若控股的变化不能符合相关要求，监管机构应有权收回执照或批准。

应考虑下列事宜：

监管应规定入场条件，明确参与市场的基础。入场条件应得到一贯的执行，但不一定必须由监管机构制定，比如可以是某个自律组织制定，由监管机构对制定过程进行适当监管。

监管应确定一个中介机构参与市场时，是否要基于对其拥有相关知识、资源、技能及职业道德态度证明(包括考虑其过去经营行为)[42 许多管辖机构规定了申请人应达到的详细标准，包括教育、培训、经验及所谓的“诚信”，然后才发证。 这些标准旨在保护投资者。]42。

监管机构应有权拒绝向不符合这些要求的中介机构发证。

对证券公司应有初始资本要求，作为其参与市场的条件。这确保业主拥有直接的金融资本。资本要求应得到坚持，并应定期向监管机构或主管自律组织报告。持续的资本要求应与中介机构从事的业务性质及数量直接挂钩。中介机构的财务状况应定期由独立的审计师审计。

为确保持续的发证工作恰当无误，应要求中介组织定期更新相关信息，并要求及时报告影响发证条件的重大变化。

为确保投资者更好地保护其自身利益，监管机构应确保公众能获知执证机构的相关信息，比如其所持执照的种类、获准从事的业务范围、高级管理人员、获准以该中介机构名义行事的人员[43 信息必须完全公开并随时可获得。可保存在监管机构或自律组织的中央信息库。]43。

资本充足[44 请参考证监会国际组织技术委员会 1998 年 5 月报告《允许使用规定条件下模式的决定国际性活跃证券 公司最低资本标准的方法》；证监会国际组织第 18 项决议；

证监会国际组织 1998 年 3 月咨询报告（2）《证券公司及其监管机构的风险管理及控制指南》。]44 通过对持续资本标准的充分监管可促进对投资者的保护和金融系统的稳定。

资本充足标准[45 请参考 1990 年 11 月 13 日证监会国际组织技术委员会报告（14）《跨国证券公司的资本要求》。]45 有利于增进金融市场信心，标准应允许证券公司在市场有较大不利走势时能吸收一些损失，以创造这样一个环境，使得一家证券公司可在较短的时间内逐渐减少业务，而没有给其客户或其它公司的客户造成损失，也不至于破坏金融市场的有序运作。资本标准应使得监管机构有时间进行干预从而实现有序停业的目的。

一个公司应保证其持有充足的金融资源，以符合其业务要求并经受其业务带来的风险。风险可能源于未获许可及单独核算的子公司业务活动，因此监管应考虑到获得这些子公司业务活动信息的需要。

资本充足测试应根据证券公司的性质及业务量检测公司面临的风险。

业务条例规则及其它审慎要求[46 请参考证监会国际组织咨询报告（2）《证券公司及其监管机构的风险管理及控制指南》。]46

市场中介机构应以保护客户利益及维护市场健全的方式运作[47 请参考证监会国际组织第 16 项决议，以及 1990 年 7 月 9 日证监会国际组织技术委员会报告（8）《国际商业原则》。]47。

市场中介机构的管理层应承担 responsibility，确保整个公司保持适当的行为标准并执行适当的程序。这包括对该中介机构业务相关风险的管理[48 请参考证监会国际组织 1994 年 7 月报告（35）《被监管证券公司的柜台衍生产品活动的运作及金融风险管理控制机制》。]48。不应期望监管使市场摆脱风险[49 此处的“运营风险”指系统崩溃或职员有意或疏忽造成损失的风险。]49，但应确保对风险有适宜的控制。应对被监管实体的风险管理程序进行定期评估，这方面可吸纳自律组织及外界审计师等第三方提供协助。

尽管中介机构的内部程序可以防止相关的失职或疏忽，但运营违规仍会发生。监管机构逐日监督内部程序的执行是不太现实的，这是中介机构高级管理层的责任。高级管理层必须确保他们能够履行该责任。他们必须了解公司业务的性质，内部控制程序及对风险评估的策略。他们必须清楚了解自己的权力及责任范围，必须能及时获得业务相关信息，必须能获得所有关于业务的建议并自己承担责任。监管机构若提出要求，中介机构也应提供这些信息。

公司的内部组织细节根据公司规模、业务性质及承受的风险不同而不同，但总体而言，对市场中介机构的监管应坚持下列标准。

健全及勤勉—公司应保持健全和公平交易的高标准，基于客户的最佳利益及市场的健全而勤勉尽责地工作。

协议条款—与客户签订书面协议一般是必要的、合适的。公司应能向客户全面、公平阐明其如何履行对客户责任。

关于客户的信息—公司应从客户那里获知客户的状况、与所提供服务相关的投资目的。应制定策略及程序来确保与公司业务相关的所有信息（包括文件、电子存储数据）的健全、安全、便利、可靠及完整。若中介机构的活动扩展到提供特别建议，则在了解了客户的需求及状况后提出这些建议是十分重要的。在行为条例中应包含的是中介机构必须“了解客户”。

提供给客户的信息—公司应综合、及时地向其客户充分披露作出均衡、明智投资决定所需的信息。若产品包含着普通投资者不易察觉的风险，监管时也许有必要确保以特殊格式披露。招聘及培训应确保提供投资建议的工作人员了解他们所建议的产品特点[50 监管机构在促进培训及开发项目方面也应起积极作用。]50。

客户资产—若公司应客户要求控制或负责客户的资产，该公司应根据承诺的责任妥善保护资产（例如，分账管理并划明这些资产）。这些措施旨在：防止盗用资产；在市场严重崩溃时促进头寸的过户；防止将客户资产用于自营交易或中介机构运营的融资；若有必要，在某个公司无力偿债时协助其有序的逐步关闭。

市场运作—公司应实行高标准的市场行为，并应遵循适用于该公司的所有相关法律、规则、标准。应由在结构上独立于运营部门的内部稽核部门监督有关法律、监管要求以及公司内部策略、程序的执行情况，并向更高层直接汇报。

运营控制—应建立与公司日常业务运营相关的有效策略、运营程序及控制手段。对这些运营程序、控制手段“有效性”的评估应按照它们是否能够确保：

在公司与客户之间有效交换信息，包括所要求的信息披露；

公司交易活动的健全,包括以公平、诚实及职业化的方式对待所有客户；

保障公司及其客户的资产不被私自使用或转让；

保存适当的会计及其它记录并确保这些信息的可靠性；以及

遵循相关法律、监管要求；

当一些重要义务和职能由同一个人执行有可能导致不被察觉的错误或将公司或客户置于不当风险的违规行为时，应将这些义务、职能适当分开，由不同的人实施。

利益冲突—公司应竭力避免利益冲突，若冲突可能发生时，应通过妥善的披露、内部保密规定或停止可能引起冲突的行为等途径确保公平对待客户。公司不得将自身利益置于客户之上。

自营交易—公司内应有明确政策规定哪些情况下可自营交易。监管机构应获得被监管公司的自营交易情况，并判断该公司的净资产是否足以承受其自营交易所含风险。公司所提供的信息必须充分，以便监管机构了解公司及其子公司的整体业务和风险，并监管保证金交易、察觉利益冲突或操纵行为。

中介机构财务破产时的举措[51 请参考 1996 年 3 月 7 日证监会国际组织技术委员会报告（49）《市场机构间合作及违约程序的报告》。]51

一家中介机构的破产可能导致系统性后果。

监管机构应有处理市场中介机构破产的明确计划。金融破产的情况往往是难以预测的，因此该计划应具有灵活性。

监管机构应尽可能减少中介机构倒闭对投资者造成的破坏和损失。可能有必要采取一系列举措，如约束中介机构行为、确保资产得到妥善管理、向市场提供信息。

根据主要的国内银行监管模式，可能有必要与银行监管机构以及偿债监管机构（若国内安排需要的话）合作。监管机构至少应在国内其他监管机构及重要的国外监管机构内有指定的联系人。

中介机构的监管

监管应确保对市场中介机构有持续、适宜的监管[52 请参考证监会国际组织第 35、37、39 及 40 号决议。]52。

监管应提供：

检查权力—即使没有违规嫌疑的情况下，监管机构应拥有检查市场中介机构的帐簿、记录及业务运营的权力，以确保其遵循相关规定。必须作出保存全面记录的补充要求。

调查及执法权—在出现违规嫌疑或违规行为时，监管机构或其它主管机构应拥有本文件第八节所讨论的所有调查权和执法措施。

惩戒及撤销—应有公平、迅速的程序来惩戒违规的中介机构，必要时暂停或撤销其执照。惩戒及撤销执照可委托给适当的自律组织，但必须在监管机构的监管之下且授权不能过大。

投诉—应有有效的机制来处理投资者的投诉。

投资顾问

投资顾问是指主要从事于对证券的价值、投资、买卖证券提出建议的人员。

若投资顾问也替客户交易，则前述的对其它中介机构适用的资本及其它运营控制也应适用于顾问。若顾问不交易，但获准保管客户资产，应对客户资产的保护进行监管，包括分帐、定期检查（由监管机构或独立第三方进行）。

然而也有一些投资顾问不替客户交易，不持有或托管客户资产，也不管理投资组合，只提供投资建议服务，而不提供其它投资服务。在这种情况下，投资顾问所服务的市场中介机构按上述原则获得执照就可以了，不必严格要求再单独给投资顾问发证。

在监管投资顾问活动时，监管机构可将重点放在第 12.3-12.6 节中推荐的监管其它市场中介机构的发证标准、资本及其它要求。此外，监管机构也可选择以披露为基础的体制，允许欲接受咨询的客户在知情的情况下选择顾问。

但是，所选择的监管体制至少要包含下列因素：

建立能有效批准投资顾问从业的发证制度，并确保能获得并更新获准的顾问名单；禁止发证给申请前某段时间内违反证券法或类似的金融法律、刑法的人；保存记录的要求；作出清晰、详细的要求，规定顾问应向潜在客户所作的披露，包括：说明顾问的教育背景、相关行业经验、处罚历史（若有的话）[53 在没有基于教育、培训或经验的从业标准时，这些事项尤为重要。]53、投资策略、收费结构和其它客户费用、可能的利益冲突以及以前的投资表现（若有的话）。应要求定期更新披露的信息，重大变化产生时也应披露；制定规章及程序，以防止出现对未来投资表现的保证、滥用客户资产及可能的利益冲突；检查及执法权力。

13. 二级市场

二级市场的原则

交易系统(包括证券交易所)的建立应获得监管机构的批准与监管。

应对交易所及交易系统进行持续监管，目的在于通过公平、公正的规则建立不同的市场参与者需求的适当平衡，确保交易的健全。

监管应促进交易的透明度。

监管应察觉、阻止操纵及其它不公平交易行为。

监管应着眼于确保妥善控制大额风险、违规风险和市场崩溃。

证券交易的清算、结算系统应接受监管机构的监管，该系统的设计应确保其公平、有效并减少系统风险。

本节范围

在本节中，“市场”一词应按其最广义的概念理解，包括与股票及债券、期权和衍生产品相关的设施与服务。

除了传统的有组织的交易所，二级市场应被理解为包括各种交易所外的市场系统，包括电子“公告板”及中介机构开发的主要向其它经纪商、银行及符合信用标准的机构投资者提供服务的“自营”系统。

有组织的交易所是监管的主要重点。对某个二级市场最适宜的监管应基于市场及参与者的性质。

证券交易所及交易系统

监管的层次应根据市场特征,包括市场结构、市场使用者的成熟程度、入场的权力及交易的产品种类。在有些情况下，交易系统基本上不受直接监管是比较合适的，但应要求监管机构在认真考虑后给予批准（或同意豁免直接监管）。

建立新的交易所或交易系统需征得批准。若适合实施直接监管，相关的事项应包括[54 请参考 1994 年 10 月证监会国际组织技术委员会报告（42）《跨境自营电脑交易系统监管议题的报告》，以及 1990 年 6 月报告（6）《衍生产品电脑交易》。]54：

运营者的能力—监管应考虑二级市场交易设施运营者的能力。运营者的能力是一项持续要求。

运营者的监管—运营者应向监管机构负责。在处理本金、结算、担保或运营风险时，必须遵循审慎原则及其它旨在减少未成交风险的要求。

批准交易的产品—作为最低要求，监管机构应被告知在交易系统上交易的证券及产品种类。监管机构应批准产品交易的规则。产品相关的条款、条件的妥善设计可降低产品遭受市场违规行为（包括操纵）的风险。产品设计的原则及交易条件是确保市场公平、有序、有效、流动性和透明度的重要方面。

批准交易系统的参与者—监管机构应确保参与系统或交易所的条件是公平、客观的。监管机构应监督相关的入场标准及程序。

交易信息的规定—监管机构应核实同等处境的市场参与者能否公平获得交易信息。在获得交易前信息方面将参与者进行的分类要合理。获取该信息的不同途径对各类参与者应该公允，不应置某类参与者于不利地位。

定单处理—系统的定单处理程序必须向监管机构和市场参与者清楚披露。它们必须公平实施，并应符合相关的证券监管规定（比如，客户优先或禁止抢跑道的规定）。

交易的执行—必须向监管机构和市场参与者披露定单执行规则。应对所有参与者公平实施规则。

交易后报告及公布—关于完成交易的信息应一视同仁地向所有参与者提供。必须有完整的文件和审计记录。

运营者对系统及参与者的监管—监管机构必须评估运营者安排的对交易系统及参与者进行监管和检查的可信度，以确保市场公平、有效、透明和对投资者的保护，维护证券法规。交易系统运营者应向监管机构提供以下信息：纠纷处理和申述程序、技术系统标准和有关运行失误的程序、记录系统的资料、对违规嫌疑的报告、持有客户资金及证券的程序、交易清算和结算法理等信息。必须建立发现和处理异常的交易情况的机制，确保发现的异常行为得到处理。

交易瘫痪—应向监管机构提供关于交易中断、其它交易限制及在交易可能出现瘫痪时监管机构所能提供协助的详细资料。

对系统的持续监管及市场处理的信息

批准系统运行的相关的前提条件在运行中应一直到位，并使监管机构感到满意。

对交易系统条例的修改应报告监管机构或得到监管机构的批准。

当监管机构认为交易系统不再符合批准时的条件或证券法律法规时，应重新审核或撤销对该交易系统的批准。

交易的透明度[55 请参考 1992 年 12 月证监会国际组织技术委员会报告(27)《二级市场的透明度——证监会国际组织辩论综合报告》。]55

透明度应定义为交易信息（交易前及交易后信息）实时公开的程度。交易前信息包括报价及定单驱动市场里的买价和卖价，以便投资者比较明确地知道他们是否、以什么价格交易。

交易后信息涉及所有完成的交易价格和交易量。

确保及时获取信息是二级市场交易监管的关键。及时获取二级市场交易信息能使投资者更好地保护自身利益，降低操纵或其它不公平交易的风险[56 关于信息的内容请参考 7.2.3 节的讨论。]56。

若市场允许在一定程度上放弃实时透明的目标，则应明确阐明适用条件。在这种情况下，市场主管机构（交易所运营者及监管机构的一方或双方）应能获得全部信息，以便能评估放弃标准的必要性，如确有必要，方可指示按其它方式办理。

禁止操纵及其它不公平交易行为

对二级市场交易的监管应该禁止市场操纵行为、误导行为、内幕交易及其它欺诈行为，这些行为可能扭曲价格发现体制、扭曲价格及不公平地置投资者于不利地位。

可以通过直接的监督、检查、汇报、产品设计要求、持仓限制、结算价格规则或市场暂停以及严格执行法律和交易规则来实现这种监管要求。

监管机构必须确保交易监控系统的持续运作。当异常或可能不当的交易发生时，这些系统可引发调查。

应特别确保有对跨市场行为的有效监管，比如，一只股票的价格被操纵以便通过期权、认股证或其它衍生产品的交易来获利的行为。

当基本权益在一个国家（地区）交易，而其衍生产品在另一个国家（地区）交易，或相同的金融产品在一个国家（地区）交易，由于一个国家（地区）内的监管机构很难直接监管另一个国家（地区）内的市场活动或对市场行为进行完整调查，欺诈或操纵的可能性就会增大。相关监管机构应有充分的信息分享，以确保有效的监管。

大额风险[57 1996 年 3 月证监会国际组织技术委员会报告（49）《市场主管机构间的合作及失误程序报告》。]57、违约程序及市场崩溃

“大额风险”是指持仓量大得对市场或清算公司构成了风险的情形。市场主管机构应密切监督大额风险，并相互分享信息，以便正确评估风险。

市场主管机构应促进建立能通过适当渠道分享上述信息的机制。

启动标准是指用来发现大额风险的质或量的标准。市场主管机构应建立适合其市场的启动标准，持续监管市场的持仓规模。为履行该监管职能，市场主管机构应能获得有关持仓规模及市场成员直接客户持仓的实际受益人等资料。市场主管机构然后可采取适当措施，比如要求成员减少持仓量，或追加保证金要求。

若市场成员不向市场主管机构公开相关信息，主管机构应能采取适当行动，比如对成员今后交易进行限制、要求平仓、增加保证金要求甚至取消交易权。

市场主管机构应向市场参与者公开披露有关违约的程序。

监管机构应确保与违约相关的程序有效且透明。

相关产品（现货或衍生）的市场主管机构应尽快相互协商，以便尽可能地将减少市场崩溃的消极影响。可能需要的信息包括处理市场崩溃的救急计划、联系人、结构性措施以及市场状况信息（如市场主管机构采取的行动、价格、交易活动、市场综合数据）。第 12 节对这些事项作了更深入的讨论。

清算与结算

清算与结算系统是指为计算并结算该系统参与者各项义务提供数据或文件的显示和交换程序、并为资金和/或证券过户提供程序的系统。

对清算、结算系统及其运营者应有直接的监管。

清算与结算系统的监管与标准

清算、结算机构的监管机构应要求建立确保清算与结算系统的责任体制并且使监管机构能监控、预测（有可能的话）并防止该系统出现问题的框架。这包括监管机构审查市场运作机制、制定市场运作要求以促进市场效率与安全性的权威。监管机构应有权作出清算与结算机构必须遵从的指令。

清算与结算服务的运营应接受监管机构的检查及定期审核。应要求清算、结算机构向监管机构汇报，并可要求其接受定期的以及必要时的特殊审计及检查。

清算、结算系统的效率

清算、结算系统应为交易提供迅捷的核实。标准应尽可能接近实时核实。应该有记录交易的信息，以便核对并为结算提供基础。应该有交易系统与结算系统间的全自动联网。

其次，结算期应该短，这将减少参与者的风险。

清算、结算系统的风险事宜：保证金交易、净额计算、卖空及融券

证券市场的监管机构不仅应注重降低市场风险，还应注重参与者之间的风险分担。此外，监管机构必须认真平衡清算、结算机构所承担的风险与该机构参与者承担的风险。

应建立持续识别和监控风险的程序。清算、结算机构对参与者财务的稳定性及其活动的监督非常重要。必须掌握清算成员及时偿付能力的信息，对违约的处理程序也应十分清晰。保证金要求（以下有阐述）可以与其它机制合在一起控制市场参与者、清算公司和交易所的风险。其它风险控制方法包括：断路器、持仓量限制、暂停交易、资本充足性、风险管理系统、运营标准、放贷限制、保险、备份系统及担保基金^[59] 监管机构应要求对风险管理及备份系统进行模拟测试。^[59] 应该定期审核保证金要求是否充足。

为进一步管理风险，应该建立所有权的转让与付款同时进行的钱券对付体制。钱券对付体制将减少一个参与者全额付款或交割给另一方而一无所获的风险。

与清算系统联网的中央证券托管公司或登记公司是安全、有效的证券清算、结算系统的基础。随着时间推移，管辖机构应使证券无纸化或将证券固定于中央托管公司或登记公司。

衍生产品的结算系统应是对称的，以避免流通性风险。支付与交收同时进行。

保证金交易^[60] 请参考 1996 年 3 月证监会国际组织技术委员会（50）《关于保证金的报告》，以及 1992 年 10 月报告（22）《现货与衍生市场的协调》。^[60]

追加保证金在其它保障方法一起在维护金融安全 and 市场公正中起着重要作用。对保证金的规定应保证有充足的资金来解决可能出现的交易风险。

应通过制定保证金标准及程序来减少市场参与者的风险（包括清算公司、信贷、市场及其它风险），尤其是投资组合价格涨跌及市场波动的变化而造成的市场参与者的违约风险。

保证金的成本必须与减少风险的益处一起考虑。例如，高保证金标准可能降低某些金融组合相关的杠杆效应，并可能影响产品的经济实用性。

应考虑交叉保证金及各种流通担保物的使用。为适应衍生产品交易的波动性，盯市、当日结算及保证金等制度应当鼓励使用。

净额计算

在本文中，净额计算是指通过将参与者的债务、债权相互轧差后剩下较小的净额义务来减少处理数量或持仓风险。利用更新合约或净额计算作为减少风险策略的清算系统很常见，并应得到鼓励[62 更新必须在无力偿债时生效，以有助于风险管理。]62。

卖空及融券

在有些国家（地区），卖空被视作促进流通性的有用机制。若允许卖空，监管必须防止操纵性行为，包括那些与较大头寸相关的行为。也有些国家（地区）为增加流动性允许融券，但又限制卖空。卖空及融券头寸的披露（或者至少向监管机构汇报）是进一步减少风险的一种工具。