

蘇黎世證券交易所與證券監管——概述與總結

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

今天，從 Paradeplatz（閱兵廣場）沿 Bahnhofstrasse（班霍夫大街）向湖邊走去，在與 Börsenstrasse（交易所街）交匯的街角，會經過一座帶有圓形轉角塔樓的新文藝復興風格建築，如今裡面是一家百貨公司和一家美國投資銀行的辦公室。很少有路人知道，在這面外牆之後的大廳里，曾有半個世紀之久形成著瑞士鐵路股、銀行股、工業股和政府債券的價格。位於 Selnau 區、運營瑞士股票和債券主要市場的 SIX Swiss Exchange 的電子訂單簿，正是 1880 年在這座大廳里開始的交易在機構上的直系後裔。緊鄰它保留下來的街名 Börsenstrasse，以這座建築本身的地址留存著對這一起源的記憶。

本章追溯蘇黎世交易所從非正式的起步到第一次世界大戰前夕的歷程。本章首先介紹蘇黎世商人的舊世界——自 17 世紀起，他們的經紀人（Sensale）便受 Kaufmännisches Direktorium（商人理事會）的規制——以及 1855 年成立、使城中商人定期聚會的 Börsenverein（交易所協會）。隨後描述 Effektenbörsenverein（證券交易所協會）的成立、1877 年至 1880 年間第一座交易所大樓的建造、19 世紀 70 年代鐵路股價的崩盤，以及 1883 年關於證券經紀人和交易所代理人的州法，該法自 1884 年起將蘇黎世的交易置於國家監管之下。1896 年和 1912 年的另兩部州法完善了這一監管模式。圍繞這些法律，本章還論及 1881 年創立統一瑞士公司法的聯邦

《債務法》、國家債券和外國債券作為上市市場核心的興起、蘇黎世與巴塞爾和日內瓦之間的競爭，以及關於證券交易徵稅的長期爭論——這場爭論以 1917 年的聯邦印花稅告終。

本章的敘述以三個視角為指引。歷史學家看到的是一座商業城市：它在有組織的證券交易方面起步較晚，因為日內瓦和巴塞爾擁有更悠久的銀行傳統，但它利用鐵路時代、Kreditanstalt 和強有力的州政府，建立起了日後成為全國領先的交易所。律師看到的是一種獨特的瑞士式解決方案：由州為從事交易的人員頒發許可，通過一名公職人員監督市場，併發布官方價目表，同時在很大程度上將交易的組織工作留給一個私人會員協會。從業者則在這一安排中認出了瑞士市場至今仍保有的若干習慣：偏好在公共框架內進行自律監管、交易所與大銀行之間的緊密聯繫，以及對交易稅的敏感——這種敏感在一個多世紀里塑造了市場的競爭力。Kreditanstalt 本身在第 D.II 章討論，Zürcher Kantonalbank（蘇黎世州立銀行）在第 D.V 章，現代聯邦金融市場基礎設施法則在 H 部分。

1 結論

蘇黎世證券交易所在半個世紀中層層累積而成。它的根源在於自 1662 年起受 Kaufmännisches Direktorium 規制的經紀人，以及蘇黎世商人的定期聚會。1855 年的 Börsenverein 以協會形式組織了這些聚會，併發布了第一份價目表。它在 1873 年發起創立了商會，而 Effektenbörsenverein（交易所在 1977 年以其為起點慶祝了百年紀念）則將證券交易作為一項獨立活動組織起來。1877 年至 1880 年間，這座城市在 Bahnhofstrasse 上擁有了一座專門建造的交易所，其規模宏偉的大廳表達了鐵路時代的雄心。

19 世紀 70 年代鐵路股的崩盤——Nordostbahn 股票從 670 法郎跌至 53 法郎，Nationalbahn 進入清算——表明這個新市場是何等脆弱。

州的應對體現為選民通過的三部法律：1883 年 12 月 2 日關於證券經紀人和交易所代理人的法律、1896 年 5 月 31 日關於職業證券交易的法律，以及 1912 年 12 月 22 日的法律。這些法律為中介機構頒發許可、監督市場，並賦予價目表官方地位，同時將交易的組織工作留給私人會員協會。蘇黎世由此在日內瓦的獨立經紀人模式與巴塞爾的國有化交易所模式之間選擇了一條中間道路。

1881 年的聯邦《債務法》於 1883 年生效，在自由而統一的基礎上提供了上市公司的法律工具——Aktiengesellschaft（股份公司）。在此基礎上，蘇黎世交易所交易鐵路股票和債券、銀行和金融公司的股票、1898 年鐵路國有化之後日益增多的聯邦和州債券，以及反映瑞士作為主要資本輸出國地位的外國證券。自 1897 年、1907 年和 1911 年的銀行卡特爾開始組織公共債券的配售以來，蘇黎世交易所便成為衡量這些配售是否成功的市場。

到 1914 年，蘇黎世已在超越日內瓦和巴塞爾、成為瑞士首要交易所的道路上穩步前進。它所發展出的州級模式一直延續到 1995 年聯邦《證券交易所法》將其取代為止。其在公共框架內進行自律監管的原則至今仍是瑞士交易所法的基礎。對於今天的金融中心，1914 年以前的交易所留下了一個機構、一種監管方法和一套習慣：交易所與大銀行之間的緊密聯繫、對官方價格的信賴，以及始終清醒地意識到交易稅和監管負擔決定著業務在何處進行。

2 五句話概括

1. 蘇黎世的證券交易源於受 Kaufmännisches Direktorium 規制的商人和經紀人的舊世界，隨著 1855 年 Börsenverein 的成立而具備了組織形式，並在 19 世紀 70 年代擁有了自己的協會和價目表。
2. 由 Albert Müller 和 Caspar Conrad Ulrich 於 1877 年至 1880 年間在 Bahnhofstrasse 上建造的交易所大樓，容納蘇黎世證券交易達五十年之久，至今仍矗立在 Börsenstrasse 的街角。

蘇黎世證券交易所與證券監管——概述與總結

3. 在 19 世紀 70 年代鐵路股價崩盤之後，州選民通過了 1883 年關於證券經紀人和交易所代理人的法律，隨後又通過了 1896 年和 1912 年的證券法，從而確立了一種由私人運營者經營、中介持牌、州級監管和官方定價相結合的模式。
4. 1881 年的聯邦《債務法》提供了自由而統一的公司法，而 1898 年的鐵路國有化以及 1897 年至 1911 年的銀行卡特爾則使公共債券成為上市市場的核心。
5. 到 1914 年已領先於巴塞爾和日內瓦的蘇黎世，將其在公共框架內進行自律監管的州級模式傳給了 1995 年的聯邦《證券交易所法》以及今天的 SIX Swiss Exchange。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至 2026 年 9 月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/zurich-the-zurich-stock-exchange-and-securities-regulation-overview-and-summary