

论我国证券交易所的公司化战略

杨大楷, 刘 伟

(上海财经大学 公共管理学院, 上海 200433)

摘要:公司化是席卷全球证券交易所的一场变革浪潮,其根本原因是信息技术运用的推动。本文从“会员制”与“公司制”的比较入手,介绍了交易所公司化的现状,并对全球交易所公司化的内外动因进行了分析。在此基础上,通过对我国证券交易所治理结构现状的分析,提出我国证券交易所公司化的必然性,并设计了一套公司化改制的具体方案。

关键词:公司制;会员制;政府主导;监管明晰

中图分类号:F830.39 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)11-0061-06

随着全球经济的一体化和信息技术的迅速发展,证券交易所逐渐由传统的“会员制”的治理模式向“公司制”转变,并最终形成了一股证券交易所“公司化”的浪潮。新型交易系统的出现和电子交易的兴起,消除了交易所的进入壁垒,彻底颠覆了传统“会员制”交易所的垄断地位。同时,外部竞争环境的加剧,使会员制“一员一票”决策机制的弊端和冲突日益激化,在外部竞争和内部矛盾激化的双重压力之下,“公司化”改革成为了传统证券交易所的惟一出路。

一、证券交易所公司化现状

1993年瑞典斯德哥尔摩证券交易所由会员制改制为公司制,从而开启了证券交易所公司化改革的先河。会员制是指证券交易所的治理结构围绕会员展开的一种治理模式,会员制证券交易所提供的产品和服务主要服务于会员,而会员一般也仅限于证券交易所的客户。其决策机制是按照“一员一票”的原则确定的,各种利益也是按照完全平等的原则分配。公司制是指证券交易所的治理结构完全按照公司的形式展开。公司制证券交易所最主要的特征是以营利为目标,追求证券交易所利润的最大化。公司制证券交易所的股东没有任何限制,可以是市场参与者,也可以是完全与市场没有任何联系的个人或机构。其决策机制和利益分配是根据股东拥有的股份多少,按照“一股一票”的原则确定。由此可见,这两种治理结构在所有权、发展目标、决策方式等方面均存在明显的差异(见表1)。

1998年,澳大利亚证券交易所不仅改制为公司制交易所,还在自己的交易所公开上市,成为全球第一家公司制上市的证券交易所。在此后不到3年的时间内,新加坡、香港、伦敦、德国、巴黎等亚太和欧洲区内主要的交易所先后在自己的交易所公开上市。公司制改革带来的最突出变化体现在,证券交易所改变了会员制下仅仅是会员利益延伸的传统定位,彻底摆脱了会员利益对证券交易所发展的制约,获得了服务于股东利益的独立地位,表现出更加积极进取的发展趋势,

收稿日期:2003-06-23

作者简介:杨大楷(1949—),男,重庆人,上海财经大学公共经济与管理学院教授,博士生导师;

刘 伟(1972—),女,安徽亳州人,上海财经大学公共经济与管理学院博士生。

表1 证券交易所会员制与公司制比较

项目	会员制交易所	公司制交易所
所有权	属于在交易所交易的会员	公众持股,交易所和所有权分离
交易所目标	高效、低成本的交易环境;风险最小化的结算;高质量的监管架构	股东利益最大化;盈利和股利增长;扩大产品范围和销售渠道;建立品牌声誉
董事会组成和决策制定	大部分或仅由会员组成;决策通常以“一员一票”的方式制定;董事会被赋予决策制定的权力	董事会构成较为分散;决策以“一股一票”的方式制定;董事会被赋予决策制定权,但管理层负责日常运作
购并和联盟	不是优先考虑目标	在增长最大化的驱动下,可能成为优先考虑目标
资本管理	保持较高资本储备,并满足法定要求	从股东利益最大化角度考虑,维持较高现金储备将降低资产收益率,因此并非优先目标

资料来源:P. S. Hughes(2001)。

这集中体现在技术投资、产品创新、市场营销等各个方面。例如,德国交易所在1993年开始实行公司制后,开始着手对其有数百年传统的大厅交易方式进行了改革,力推新一代电子化竞价交易Xetra系统。在整个90年代后期,其电子交易平台经历数次升级,交易接口不断推广到整个欧盟区,交易平台上可交易的证券品种也不断增多。到2000年底,来自欧洲18个国家和地区的431家银行、证券经纪商和机构投资者连接了Xetra系统的接口,Xetra系统上交易的股票接近5800只,几乎囊括了所有欧洲交易所上市的主要股票,另外还包括数量众多的认股权证、ETFs(交易所交易基金)等。目前德国交易所的Xetra系统已经成为欧洲最有影响力的交易平台。除此之外,证券交易所的公司化改革还在改善决策效率、投资者结构和管理机制等方面发挥了积极的作用,因而受到各国交易所的青睐,并获得了成功(见表2、表3)。

表2 全球交易所公司化改制情况表

交易所名称	公司化时间	交易所名称	公司化时间
斯德哥尔摩证券交易所*	1993*	纽约商业交易所	2000
赫尔辛基证券交易所	1995	芝加哥商业交易所	2000
哥本哈根证券交易所	1996	太平洋证券交易所	2000
阿姆斯特丹证券交易所*	1997*	香港证券交易所*	2000*
意大利证券交易所	1998	伦敦金融交易所	2000
维也纳证券交易所	1998	蒙特利尔交易所	2000
澳大利亚证券交易所*	1998*	加拿大风险交易所	2001
冰岛证券交易所	1999	EURONEXT*	2001*
雅典证券交易所	1999	奥斯陆证券交易所	2001
爱尔兰交易所	1999	纳斯达克市场	2001
伦敦国际金融期货期权交易所	1999	东京证券交易所	2001
新加坡交易所*	1999*	大阪证券交易所	2001
悉尼期货交易所*	2000*	德意志交易所*	2001*
巴黎交易所*	2000*	温尼伯商品交易所	2001
伦敦证券交易所*	2000*	瑞士交易所	2002
国际原油交易所	2000	国际证券交易所	2002
多伦多证券交易所	2000		

注:*表示该交易所已经公开挂牌上市。

资料来源:各交易所网站。

表 3 各主要交易所上市后资产升值情况

交易所名称	上市价格	每股净资产
Nasdaq	13 美元(发行价格)	3.52 美元(1999 年底)
LSE	36.5 英镑	0.81 英镑(2001 年 3 月底)
德国交易所	335 欧元(发行价格)	31 欧元(1999 年底)
ASX	14 澳元	1.74 澳元(1998 年底)
HKEx	17 港币	3.99 港币(1999 年底)

资料来源:各证券交易所招股和上市文件。

二、证券交易所公司化动因分析

证券交易所的公司化改制动因包括多个方面,这些因素之间的相互作用和影响,最终导致了公司化改革浪潮的出现。在这些因素中,科技进步起到了决定性的作用。

1. 交易所公司化的外因分析。外部竞争环境和竞争压力的改变,是证券交易所公司化变革的主要动因。这种改变可以归纳为三个方面:竞争的全球化、竞争的多元化和竞争的技术化。全球化是世界经济发展的必然趋势,开放和合作已经成为各国经济发展的必然选择。信息技术的发展和广泛运用加速了全球经济、金融一体化的进程。证券交易所的全球化竞争,体现在其业务领域的各个方面:上市公司的全球化、投资者的全球化、信息服务的全球化、证券结算的全球化、风险防范的全球化等。全球化的发展,为证券交易所提供了新的发展空间和收入来源,也加剧了竞争的广度和深度。竞争的多元化不仅体现在竞争业务的多元化,还体现在参与竞争机构的多元化。传统证券交易所的竞争主要集中在不同地区和规模的交易所之间。随着信息技术和电子交易的崛起,另类交易系统(ATS)和证券类服务网站开始渗透到交易所的各个业务领域,使交易所开始面临全方位的竞争。正如纽约证券交易所总裁格拉索认为,纽约证券交易所的真正敌人不是纳斯达克、法兰克福证券交易所或 ECN,而是美国在线(AOL)、雅虎(Yahoo)、电子海湾(E-Bay)等电子商务公司,这些公司在全球连接性、客户覆盖面以及数据资料开发上拥有不可替代的优势。在经历了 ATS 崛起所带来市场分割的阵痛之后,传统的证券交易所也加大了技术投入力度,提高系统设计中的技术含量,技术竞争成为了交易所竞争的新焦点。

2. 交易所公司化的内因分析。证券交易所公司化变革的内因主要包括两个大的方面:一是技术进步导致会员制治理模式的存在基础受到强烈冲击;二是会员制模式内在矛盾的激化。

(1)“会员制”的存在基础受到颠覆。交易所的运作,尤其是交易处理功能,具有强烈的规模经济性和网络外部性,它们决定了交易所的自然垄断特点,这是会员制交易所得以产生和发展的制度基础。然而,20 世纪 90 年代以来,在以电脑技术、通讯技术和互联网技术为代表的信息技术革命的冲击下,交易所的进入壁垒被逐渐消解。电子交易大大降低了交易系统的沉没成本和交易成本,其开放架构极大地便利了新系统与现有的信息及支持系统进行整合,从而降低了新进入者的门槛。同时,随着电子交易的发展,证券交易可以通过交易系统进行自动撮合配对,极大地减少了交易过程中的中间环节,并提供了无限制的直接进入,新会员加入的边际成本趋近于零。这导致会员席位的经济价值急剧下降,会员对传统交易所的所有权需求降低。

(2)“会员制”内在矛盾的激化。首先,是“一员一票”决策机制导致的矛盾激化。随着会员结构的变化,传统的“一员一票”的决策机制导致组织效率低下的弊端日益突出。这种低效率主要体现在决策的不公平、滞后性和高成本上。早期的证券交易所大多是个人的会员,20 世纪 80 年代以后越来越多的证券交易所开始允许公司成为会员。由于公司会员具有雄厚的实力,而且又往往是大银行和证券公司的附属公司,所以公司会员进入交易所以后,很快就占据了交易所主要的市场份额,交易所的会员结构发生了很大变化。此时“一员一票”的会员制决策机制已经不适应交易所新的会员结构,无法体现会员之间的巨大差异,形成的决议可能会出现偏离全体会员最优

方向的情况。同时,传统交易所的管理架构以会员的既得利益为主导,因此常常会抵制符合市场整体利益但却会损害会员利益的创新举措,如电子交易和远程会员等。从而导致决策机制暴露出滞后和高成本的弊端。

其次,融资机制导致的矛盾激化。近年来,各国交易所为了及时跟上信息技术的发展步伐。寻求新技术条件下的竞争优势,都十分重视在技术设备上的投资。持续的技术设备投资支出成为证券交易所经营性现金流量的主要支出项目,对证券交易所的现金流量构成了一定的压力。由于会员制交易所是一个“互助型”组织,会员融资的比例应该按照各会员受惠的程度确定。但是融资所投项目对于交易所的会员来说有不同的受惠程度,在各会员效用信息是不对称的前提下,要明确各会员的具体受惠程度是十分困难的,通常只能等比例安排会员出资。如果会员受惠程度有很大差异时,等比例出资就很难获得大多数会员的支持。会员制交易所在融资机制方面的限制,阻碍了交易所的投资能力和创新能力,不能适应证券市场竞争的需求。

表4 各主要证券交易所在技术设备方面的投资情况

证券交易所	1997年	1998年	1999年	2000年
NYSE(m\$)	—	—	107/154	74/195
Nasdaq(m\$)	79/76	33/56	94/134	—
ASX(mA\$)	32/32	22/31	33/52	29/57
LSE(m英镑)	—	26/36	15/45	33/52
DB(m欧元)	91/126	83/155	138/168	—
SGX(mS\$)	—	53/80	41/95	65/120

注:表中数据分子为技术设备投资支出,分母为交易所经营活动创造现金流量。

资料来源:各证券交易所年报。

最后,多重角色导致的矛盾激化。与一般商业机构有所不同,证券交易所在社会经济体系中扮演着多重角色。对发行人和投资者来说,交易所是证券发行及交易市场的经营者,也是市场运行的监管者;对会员来说,交易所是代表其利益的会员组织。此外,作为在本国享有专营权的公共机构,交易所还应保护公众投资者的利益,并承担必要的社会责任。上述不同的角色在职能和利益上存在着冲突,使得交易所实际上很难制定长期目标,从而追求较为分散且可能是矛盾的一系列目标,在急剧变化的环境下妨碍了交易所竞争力的提高。

三、我国证券交易所公司化改制的思考

1. 政府主导下的“会员制”现状。我国的证券交易所的治理结构是政府主导下的“会员制”模式。在《证券交易所管理办法》第3条中规定,“证券交易所是指依本办法规定条件设立的、不以营利为目的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责,实行自律性管理的会员制事业法人”。虽然法律赋予了我国证券交易所的“会员制”法人地位,但是由于我国证券市场的发展历程和特点,我国的证券交易所并不是真正意义上的“会员制”。原因有二:其一,从发展历程来看,我国的证券交易所经历了一个由无序竞争到行政垄断的过程。在交易所建立的初期,地方政府起到了积极的推动作用。但随着证券市场的飞速发展,沪、深两地的证券交易所开始出现业务上的频繁摩擦和消极竞争,证券交易所在地方政府的推动下全国“遍地开花”,导致监管机制面临极大的挑战和系统风险。为此,中央政府以统一监管架构、整顿市场秩序的方式介入证券市场的发展和管理,从而以行政垄断的行为替代了市场的无序竞争。1997年8月,国务院决定,沪、深交易所划归中国证监会直接管理,地方政府不再行使管理权。其二,从交易所的出资和实际控制权的角度来看,我国的证券交易所并不是真正意

义上的“会员制”。上海证券交易所成立时,国家未投入任何资金,交易所职能以会员缴纳席位费的一部分作为注册资金的来源,所以交易所资产负债表所有者权益中无“实收资本”一栏,但在工商登记时注册资金为3亿元;深圳证券交易所注册资金为政府借款,后以历年盈余归还,目前以全部席位费作为实收资本。但由于有关法律制度不明,席位费的性质尚不能确定,导致交易所与会员的财产关系没有具体、可操作的法律保障。而证券交易所主要领导职位的任命权和公司上市的审批权均由证监会行使和决定。这些方面都说明了我国的证券交易所是政府主导下的“会员制”,不是真正意义上的由会员进行出资、使用和控制的“会员制”。

2. 我国证券交易所改制的必要性。竞争环境的变化和交易所对产权、职能、创新等方面的需求,构成了我国证券交易所进行变革的必要性。

(1)适应竞争的全球化。根据前面的分析,在技术和制度的压力下,交易所行业已经由自然垄断走向全面竞争。世界各地的交易所都在采取以经营业绩为主导的新理念,谋求继续生存的空间。虽然我国的金融业还没有全面开放,但是全球金融的一体化是世界经济发展的必然趋势,我国金融业的对外开放已指日可待。而目前,我国的现货交易所和期货交易所都存在功能高度重叠、缺乏竞争和创新动力,以及运作效率较低的现象,无法适应全球化的竞争需求。通过改善交易所的治理结构,可以使其从行政导向转换为市场导向,激发交易所自我竞争、自我创新、自我发展、自我重组的发展战略,提高交易所的综合竞争力。同时,改制也为交易所的进一步上市奠定了基础,从而有利于拓展融资渠道,增加技术开发和创新力度,促进我国证券交易所走向全球竞争的舞台。

(2)解决“所有者缺位”带来的低效率。尽管我国的证券交易所没有明确的出资权的规定,但是总体来说可以认为是国有产权为主。国家作为终极所有者导致的“所有者缺位”的问题,在这里也同样存在。国家是全体人民的集合体,作为一个高度抽象的概念,其本身无法履行作为终极委托人的职责,只有通过行政科层组织来对其进行监督和管理。然而缺乏明晰的产权,也就不可能形成有效的激励机制,从而造成工作中的低效率。

(3)明晰证监会和交易所的职能分工。从国际惯例来看,证监会主要监督整个证券、衍生工具市场的法律执行情况,包括上市公司的发行信息披露、公司并购等,并对券商、投资者和上市公司的违法行为进行调查和予以处罚;交易所则负责上市公司信息的持续披露、防止市场价格的异常波动、对市场参与者的一般违规行为进行处罚。然而,在我国现行垂直、集中的监管体系下,中国证监会承担了许多本应由交易所承担的工作,一方面导致自律组织和主管机构之间的角色错位,另一方面又导致某些环节出现监管真空,交易所的自律监管职能不能得到更好的发挥。

3. 我国证券交易所改制的具体策略。

(1)政府主导原则。交易所的体制性变革就是要打破行业内的旧秩序、建立新秩序,这需要由现有秩序中的改革力量来推动。而现有的秩序是属于政府主导性的,因此,推动这一改革必须坚持政府引导,否则任何改革都难以取得成功。目前,我国证券交易所在人事任免、产权结构、资源配置等方面,主要由政府进行管理,交易所的公司化就是要对这些方面进行较大的变革,没有政府的支持是不可能实现的。

(2)证券市场层次化。交易所的改制目的是为了更好地适应竞争,提升综合实力。但是,我国目前的现货、期货市场都存在功能重叠、主导定位模糊、产品结构单一的问题,如果仅仅是按照国外的模式进行合并和公司化改革,其结果只能是“弱弱联合”,不仅不会带来整体绩效的提高,还会因垄断的形成而降低竞争的效率。要建立竞争性的交易所市场体系,首先就要建立多层次的证券市场体系。多层次的证券市场体系不仅有利于为不同层次和发展阶段的企业提供金融通道,也有利于建立服务于不同行业 and 市场的交易所,从而实现交易所产品和竞争的多样化。

(3)证券交易所公司化。交易所产权关系的明确和股份化,是其公司化的基本前提。根据我

国交易所建立和发展的历程来看,国有股权占主导地位。因此,在对交易所进行股份化改革时,应考虑交易所在证券市场发展中的重要地位和我国的具体国情,逐步地让渡部分国有产权,最终实现交易所的公司化。这个过程可以参考我国国有企业股份化改制的经验和教训,将部分国有产权在交易所会员之间进行分配和置换,根据会员在交易所发展过程中的贡献大小进行股权的转让,切实保证交易所会员的利益。交易所的公司化改制,最终是走向公开上市,引进积极的战略投资者和普通的投资大众,实现股东结构的多元化。在上市的过程中,应吸取国企改革股权部分流通所带来的教训,实现股权的全流通,减少后遗症的发生。

(4)监管职能的明晰。证券交易所的公司化和上市必然同样带来商业性与公共性职能的冲突问题。为此,应首先明确交易所自律监管和证监会的公共监管的职责范围,减少“交叉监管”和“真空监管”的可能。可根据国际经验和管理,使证监会的监管重点放在监督市场法规的执行情况、规划市场发展等方面,交易所则集中对交易管理、会员管理、产品创新的管理,为投资者提供一个公正、透明和高效的市场运作环境。对于交易所改制和上市后,造成的监管利益冲突问题,我们可以参考其他国家和地区交易所改制的经验,通过部分监管与业务分离、建立新型自律监管组织或监管权利移交等方式,保证监管的市场效率、公平和公正。

参考文献:

- [1]乔治·斯蒂格勒. 产业组织和政府官职[M]. 上海:上海人民出版社,1996.
- [2]余绪刚. 交易所非互助化及其对自律的影响[M]. 北京:北京大学出版社,2001.
- [3]施东晖. 证券交易所竞争论[M]. 上海:上海远东出版社,2001.
- [4]Hart, Moore J. The government of exchanges: Members' cooperative versus outside ownership[J]. Oxford Review of Economic Policy, Vol. 12, No. 4, 1996.
- [5]Dinoia. The stock exchange industry: Network effects, implicit mergers, and corporate governance[A]. CO-NSOB Working Paper, 1999.
- [6]Pirrong C A. Theory of financial exchange organization[A]. Working Paper of Olin School of Business, Washington University, 2000.
- [7]Robertas Karnel. Stock exchange demutualization in Sweden and Australia[J]. the New YorkL. Aug. 19, 1999.

On Demutualization Strategy of Chinese Stock Exchanges

YANG Da-kai, LIU Wei

(School of Public Economics and Management, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Demutualization is a reform wave covering the global stock exchanges, whose basic reason is the application and inference of information technology. Beginning with the comparison between "member governance" and "corporate governance", the paper introduces the current situation of stock exchanges and successfully makes a conclusion of the achievements made by the global stock exchanges. On this basis, the paper points out the inevitability of demutualization of Chinese stock exchanges and puts forwards a scheme of demutualization.

Keywords: corporate governance; member governance; government dominant; supervisor perspicuity