

ZHENGQUAN JIAOYISUO
吴卓著
ZUZHI XINGTAI HE FAREN ZHILI

证券交易所

组织形态和法人治理



中国出版集团
东方出版中心

吴卓 著

证券交易所

组织形态和法人治理



中国出版集团
东方出版中心

图书在版编目 (CIP) 数据

证券交易所:组织形态和法人治理/吴卓著. —上海:
东方出版中心, 2006. 4

ISBN 7 - 80186 - 460 - 3

I. 证... II. 吴... III. ①证券交易所 - 概况 - 世界
②证券交易所 - 经济管理 - 研究 - 中国
IV. F831.51②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 013554 号

证券交易所——组织形态和法人治理

出版发行: 东方出版中心

地 址: 上海市仙霞路 345 号

电 话: 62417400

邮政编码: 200336

经 销: 新华书店上海发行所

印 刷: 昆山亭林印刷有限责任公司

开 本: 890 × 1240 毫米 1/32

字 数: 250 千

印 张: 10.25 插页 2

版 次: 2006 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 7 - 80186 - 460 - 3

定 价: 22.00 元

版权所有, 侵权必究

序 一

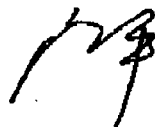
中国作为当今世界最大的经济体之一,其资本市场和国民经济发展的辉煌成就引来了世界关注的目光。然而,和多数诞生于经济转轨过程中的经济组织一样,中国的证券交易所也日益显露出组织和治理方面的不合理性。表面上看,中国的证券交易所带有一定的“会员制”组织特征,但是与其他传统的会员制证券交易所相比,中国的证券公司(会员)实际上并不能支配交易所的决策过程,对证券交易所的发展方向乃至具体业务起着决定性影响的是国家和政府监管者。

如今,中国已经跨进了 WTO 的大门,随着科技进步和全球经济一体化的不断深入,中国的证券交易所也将走向世界,直面来自市场环境和竞争者的种种挑战。和国际上所有成熟和新兴的证券市场一样,生存和发展的忧虑同样困扰着处在变革时代的中国证券交易所。本书作者长期供职于上海证券交易所,对中国证券交易所的现状有着切身的感受。全书立足于中国证券交易所发展的实际,以证券交易所组织形态和法人治理为研究对象,意图通过对历史传统和国际趋势的分析,理清对中国证券交易所法律形态的模糊认识,探索中国证券交易所公司化改革的可行性,是作者将理论学习对接于实际工作的一次良好尝试。

在过去的 10 年间,以非互助化和公司制的是与非为核心,全球资本市场就证券交易所的未来展开了一场热烈讨论。一方面,作为一项重要的组织制度创新,非互助化切断了交易所股权和交易权之

间的联结,促使交易所摆脱单一客户群体的控制,寻求满足更为广泛的市场利益;另一方面,交易所非互助化也使其作为私人公司追逐营利的商业角色与所肩负的公共职责之间孕育了可能的矛盾冲突。虽然与交易所漫长的发展历史相比较,10年的实践尚不足以为有关交易所公司化得失的争论划上句号,但不可否认的是,现代股份公司制的证券交易所已经在激烈的国际市场角逐中展示出了强大的生存能力和竞争优势。作为交易所法律形态和治理模式上的一个突破,公司化也为中国证券交易所的改革提供了创新的思维和宝贵的经验。

吴卓博士在中国政法大学就读民商法专业前曾有7年的经济专业学习背景,在对交易所问题关注和研究时倾注了法律的和经济的思维,有着相对独特的视角和分析。同时,她的研究成果集中了大量宝贵的第一手资料和国际市场最新的实践总结,对于中国的学术界继续深入探讨交易所的组织和治理问题打开了一扇窗口。本书出版之际正值中国《证券法》和《公司法》全面修订重新颁布之时,作者关注的诸多问题在法律的修订中也有所体现,在此,我也真诚地希望,作者提纲挈领的研究能够引发有关部门和人士对交易所组织治理问题的更广泛更深入的思考,从而对中国资本市场的改革和发展能有所助益。



2005年11月

序 二

“现代公司制度是在资源相对稀缺的前提下,人们为实现自身利益最大化的一种理性选择”——从仰仗个人才能的独资企业到借助合作努力共同经营的合伙形式,最后发展到实现大规模生产的现代股份制公司,经济体组织形式的演进无疑是人们循着生产力前进的历史轨迹做出的理性选择。

证券交易所本质上是一个金融服务组织,它通过为投资者组织交易和提供相关服务来获得收入。几百年来,会员制一直是全世界证券交易所普遍采用的组织和治理模式。考察早期欧美证券交易所形成的历史便知,“会员制”是特定历史条件和时代背景的产物。在有限交易空间和人工交易手段的情况下,会员之间互助的模式具有经济的合理性,从而成为传统证券交易所组织模式的最优解。

然而,发展到近代,特别是 20 世纪的最后几十年间,通讯手段和计算机技术的飞速发展,不仅打破了交易大厅的局限,使全球范围的资本流动和证券买卖变得容易,更极大地降低了证券市场的进入壁垒,吸引了 ECNs (Electronic Communication Networks, 电子通讯网络)、ATSs (Alternative Trading Systems, 另类交易系统) 等各种形态的电子交易网络加入到与传统证券交易所的竞争。这些采用电子模式的“准”交易所往往以营利公司模式构建,利用先进的技术手段和低廉的成本迅速攻城掠地,摧毁了传统证券交易所的市场垄断地位。

作为一种应对挑战的被动选择,以1993年瑞典斯德哥尔摩证券交易所的“非互助化”为起点,世界各国的证券交易所展开了一场对自身组织形态和治理模式的反思运动。十几年来,非互助化交易所的实践已经或多或少地证明,当证券交易所采用公司体制和治理结构的时候,公司制所特有的制度设计(如,企业独立实体原则、有限责任原则、资本股份化原则、分权和制衡管理原则、投资受益原则等)同样展现出巨大的功能优势,为处在现代技术冲击和竞争压迫下的传统证券交易所注入了新的生机和活力。

与历史悠久的发达市场相比,新中国的证券市场还十分年轻。从1990年12月上海证券交易所正式揭牌算起,在风风雨雨的15年中,证券交易所为推动现代企业制度建立和改善上市公司治理做出了重要的贡献。然而,作为资本市场的核心组织,证券交易所本身的法律定位和基本治理安排却没有得到应有的关注。正是带着对这一问题的深切思考,本书作者跨进了中国政法大学的校门。在3年的博士求学生涯中,她孜孜以求地研读法律著作,积极思考,谦虚向学,凭借丰富的实务工作积累和独特的理论思辨能力,终于完成了以证券交易所法律形态和治理结构问题为探讨核心的博士毕业论文。在文中,作者大胆提出,和所有非互助化的境外交易所一样,建立以市场为导向的公司组织架构和治理模式也是中国证券交易所摆脱体制羁绊、实现自我超越的一个最佳选择。

今天,吴卓博士关于证券交易所组织和治理问题的研究成果即将付梓出版,虽然书中的探讨或有不尽完善之处,但是,作为作者3年刻苦学习的心血凝结,本书的出版不仅体现了一个交易所从业者敏锐的洞察力和独有的历史使命感,也彰显了年轻学者勤于思考和解决现实问题的勇气。作为她的导师,本人感到由衷地欣喜,也表示衷心地祝贺。我相信,随着资本市场实践的不断深入,将会有更多的专家学者关注中国证券交易所治理结构这一课题,而公司制的讨论将会为中国证券交易所的改革奠定坚实的理论基础,吴卓博士的著

作作为这场理论探索中卓有价值的一部分,也将会对中国证券市场的创新和发展提供借鉴。

A handwritten signature in black ink, appearing to read '李锐' (Li Rui), written in a cursive style.

2005 年 11 月

导 言

一、关于本书的研究方法

在过去 10 多年的时间里,刚刚萌芽的市场经济现象——资本、证券以及作为载体的证券交易所,成为中国经济学术界最为热烈的研究领域之一。毋庸置疑,作为资本市场和国民经济的重要组成部分,证券市场代表了市场经济先进的生产力,证券市场中的大多数问题都可以运用经济学的方法加以剖析。

从亚当·斯密发表不朽巨著《国富论》将经济学引上发展的轨道算起,在过去的 200 年间,对效率的关注始终是经济学最本质和最重要的特征。但是,当所有权和制度安排成为一个重要的效率障碍的时候,经济学的研究就碰到了不大不小的困扰。虽然新制度经济学的诞生改变了交易成本为零的传统经济学假设,为经济学打开了制度研究的空间。但是经济学对于产权安排的关注,仅限于如何降低交易成本以及提高资源的配置效率。相对于经济学而言,法学则更关注规则和秩序。

市场经济是建立在交换基础之上的,各类经济主体必须在既定的组织结构框架下运作,才能使市场经济安全运行。作为产权的初始安排,各种经济组织法律形态的选择(以及相应的所有权结构安排)和确定,为建立市场交换秩序提供了必要的制度保证,是现代社会的平等经济主体之间相互交往的客观基础。法律是秩序的象征,秩序是法的内在价值的集中体现。法律关注主体的权利和责任,通过

法律规则确认市场秩序,以保证交易的等价有偿和交易双方的平等权利。就中国证券市场的情形而言,经过多年高速扩张的发展后再回首,对于制度建设和主体权利义务构造的忽视是亟待反思的一个重要缺失。这其中,国家和市场参与各方的关系,交易所和政府监管者的关系,交易所和会员的关系,上市公司和投资者的关系,国有股东和其他利益相关人的关系等等,任何一个需要理清的问题,都不可能单纯用经济学的考量来解答。

笔者在本书中尝试以法律思维求索经济问题,综合运用所掌握的法律知识和经济学知识探讨证券交易所组织形态和法人治理问题。虽然效率属于经济范畴,公平属于伦理范畴,但对于公平和效率两者的思索,始终是人类文化中带有终极意义的一个命题。在这里,经济学和法学的研究不可避免地交汇——创造、确认和保护最有效率的经济运行模式是两者共同的目标,殊途而同归。本书穿插使用了多种法学和经济学的常用研究方法,如逻辑分析方法、价值判断方法、历史考察方法、比较法、统计实证法等,力图尽可能地构筑起一个立体、全面的分析图景,得出更有说服力的结论。

二、关于本书的结构

本书分为4个部分,总共15章。

第一部分共有3章(第一章至第三章),是从证券交易所产生之初的历史角度,考察传统证券交易所的法律形态和组织方式。会员制非营利性组织是传统证券交易所最典型的法律形态。其主要特征是:会员所有,会员参加交易,会员自律管理。这种治理结构在证券交易所产生的初期是由历史、传统、习惯等综合因素决定的,是一种符合经济动因的合理选择,为交易所的扩大发展创造了良好的制度基础。

第二部分共有5章(第四章至第八章),从国际实践的角度描述并深入分析了近10年间全球证券交易所的非互助化运动(demutual-

ization)。非互助化有着深刻的时代背景——技术进步和竞争的加剧是全球证券交易所“危”则思变的根本原因。非互助化的本质是废除会员互助模式,使交易权和所有权分离,把交易所的所有权交给分散的外部股东,以现代公司模式重新组织证券交易所。实践证明,非互助化提高了证券交易所的活力和竞争力,正吸引着越来越多的证券交易所加入股份公司的行列。另一方面,对于非互助化后交易所利益冲突的关注,也引发了质疑的声音。

第三部分共有3章(第九章至第十一章),首先分析了中国民法目前有关法人制度的理论,以此为基础,分别从法律条文的表述和形成发展的实践两个角度,考察了中国证券交易所的法律形态特征。尽管从法律法规的定性来看,沪、深证券交易所属于非营利的事业单位法人,但是从现实情况来看,中国的证券交易所兼有事业单位法人、机关法人和社会团体法人的多种法律特征,这种“四不象”的状态与日益复杂的国内国际环境不相适应,使中国证券交易所的未来发展蒙上了体制羁绊的阴影。

第四部分共有4章(第十二章至第十五章)。在前三部分研究的基础之上,对中国证券交易所的改革前景进行了深入思考。中国证券交易所的体制改革是必然的,也是必需的。改革的取向应该是顺应国际潮流,使交易所转变成为一个独立自主的、以营利为目的的股份制公司。改革包括所有权转换和治理结构重建等内容,同时还必须处理好营利目标和监管角色之间的关系。公司化的法人治理模式将为中国证券交易所建立进取的业务发展战略提供适宜的制度土壤,从而推动中国的证券交易所创立自身的优势,冲出亚洲,领先世界。

目 录

序 一	江 平 1
序 二	赵旭东 1
导 言	1
一、关于本书的研究方法	1
二、关于本书的结构	2
第一部分 对传统证券交易所组织和治理模式的考察	1
第一章 历史的回眸:证券交易所的产生	3
第一节 早期证券交易所的萌芽	3
第二节 世界各地证券交易所的产生	6
第二章 传统证券交易所的法律形态	16
第一节 会员互助合作组织	16
第二节 有限责任公司和股份有限公司	19
第三节 有限保证责任公司和非营利公司	23
第四节 国家所有的证券交易所	27
第三章 会员制治理结构辨析	31
第一节 为什么是会员制?	31
第二节 会员制治理结构的基本特征	37
第三节 会员制证券交易所的自律	41

第四节 对会员制的批评	48
第二部分 对非互助化后交易所公司形式的考察	55
第四章 证券交易所非互助化运动的背景	57
第一节 证券交易所运作环境的变化	57
第二节 证券交易所功能的演进	65
第五章 证券交易所非互助化的实例	70
第一节 开风气之先的斯德哥尔摩证券交易所	70
第二节 发达市场非互助化个案分析:澳大利亚证券 交易所	73
第三节 政府推动的非互助化:新兴市场的例子	78
第六章 非互助化证券交易所的绩效检验	88
第一节 全球证券交易所的非互助化浪潮	88
第二节 非互助化使交易所价值提升	96
第三节 非互助化改善交易所绩效的原因分析	101
第七章 会员制的最后一个堡垒? ——作为特例的 NYSE	107
第一节 为什么不“非互助化”?	107
第二节 渐进式改革	110
第八章 交易所非互助化带来的法律问题	120
第一节 营利目标和自律监管的冲突	120
第二节 私人所有和公共利益的冲突	132
第三部分 我国证券交易所的法律形态	139
第九章 法人制度理论辨析	141
第一节 法人及其分类	141
第二节 我国民法对法人的分类	146
第三节 我国法人分类的问题及其改革	154

第十章 我国证券交易的法律形态(一):	
法律条文的考察	160
第一节 证券交易所章程	160
第二节 证券交易所管理办法	163
第三节 证券法	167
第十一章 我国证券交易的法律形态(二):	
历史过程的考察	173
第一节 从股份制说起	173
第二节 新中国第一张股票和“世界上最小的股票交易所”	176
第三节 集中交易市场的建立	180
第四节 证券交易所的发展	184
第四部分 对我国证券交易所改革的思考	199
第十二章 证券交易所改革的必然性	201
第一节 我国证券市场功能的回归	201
第二节 我国证券市场发展的成熟度	203
第三节 资本市场大发展的要求	207
第四节 适应国际环境的新变化	209
第十三章 我国证券交易所改革的设想	212
第一节 构建市场化的证券监管体系	212
第二节 构建多层次的证券市场体系	229
第三节 交易所组织结构选择:会员制 VS 公司制	234
第十四章 我国证券交易所改革的步骤	247
第一节 证券立法的改变	247
第二节 交易所的所有权结构改革	252
第三节 完善交易所公司的治理结构	260
第十五章 公司制交易所的业务发展战略	272

4 证券交易所:组织形态和法人治理

第一节 一级市场拓展战略.....	272
第二节 二级市场创新战略.....	278
第三节 财务管理战略.....	285
第四节 国际化发展战略.....	293
 参考书目.....	 298
一、中文部分.....	298
二、英文部分.....	302
 参考网站.....	 306
 后 记.....	 308

第一部分

对传统证券交易所组织和治理模式的考察

从1612年世界上最早的股份公司——荷兰东印度公司首次规定其股票兑现必须通过到证券交易所公开出售算起,在长达4个世纪的时间里,证券交易所伴随着股份公司的成长、壮大,对现代公司制度的形成、嬗变、发展和完善起到了不可磨灭的作用。没有证券市场提供公司股票流通变现的机会,现代公司制度的集资优势、长生优势和风险分散优势将无从实现。作为资金汇集和分配的一种独特的金融机制,证券交易所已经在现代社会经济中确立了举足轻重的地位。

从本质上说,证券交易所与作为金融中介的证券经纪公司、投资银行一样,也是金融服务性质的机构,它通过提供必要的设施和服务来组织有价证券的上市和交易,并可获得相应的收入。所不同的,证券交易所从诞生的那一天起,就没有与证券市场的最终用户——公众投资人建立直接的联系。相反,通过一种我们称之为“会员制”的组织制度设计,证券交易所把自身定位为一个众多经纪人和证券商互助合作的自愿团体,它对证券交易进行组织和管理的特殊服务必须且只有通过其会员(前述的“经纪人和证券商”)才能到达证券市场的全体投资者。

作为对证券交易所组织和治理问题讨论的起点,本部分将从证券交易所产生发展的历史入手,对会员制的成因和法律特征作一剖析,以便弄清会员制产生和存在的基础以及它何以在如此漫长的时间里成为世界各地证券交易所组织治理模式的不二选择。

