

研究报告

RESEARCH REPORT

投资者收益、风险和行为研究

课题研究员 李 学



深圳证券交易所综合研究所

2001.12.3 深证综研字第 0046 号

内部报告 仅供参考
版权所有 翻印必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

本期主送：中国证监会、各地证管办、
各会员单位、中国证券报、
证券时报、上海证券报

本期印： 800 份

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：3203511

传真：3203431

邮编：518028

INTERNET 上的主网址：<http://www.sse.org.cn>

内 容 提 要

1. 90年代以来,全球证券交易所开始了一场治理结构方面的变革,越来越多的证券交易所从传统的会员制改革为公司制。到2000年,公司制改革趋势不仅使公司制交易所在数量上占据主导地位,而且在完成的证券交易份额上,也占据了主导地位。2000年仅8家已经完成公司制改革的主要交易所,当年完成的证券交易额占全球证券交易额51.8 亿美元的57%。

2. 从理论上比较,公司制交易所的定价机制、决策机制、投融资机制和激励机制更适应竞争激烈、环境经常变化的市场条件。会员制交易所则更适用于市场相对垄断、会员结构稳定、市场环境稳定的市场条件。此外,公司制在产权的流动性、交易所的透明度等方面具有明显的优势。

3. 90年代以来,全球金融市场一体化和电子化交易通讯技术的迅猛发展,使全球证券交易所面对的市场环境发生了深刻变化,成为促成证券交易所治理结构变革的市场大背景。这些变化集中体现在两个方面:第一,证券交易所面临的竞争日趋激烈,证券交易所必须更加商业化的运作,才能对市场的变化做出快捷的反应,在竞争中占据优势;第二,投资者证券交易对交易经纪商的依赖日渐减弱,证券交易所的客户对象发生了转变,会员制下所有者和消费者合一的治理结构被打破,会员制的变革也就势所必然。

4. 从近年来各证券交易所公司制改革的实践看,推动交易所公司制改革的直接原因有以下几个方面。(1)公司制可以摆脱会员利益的约束,建立独立于会员利益的治理结构;(2)会员制越来越

越不适应会员利益多元化的趋势,决策机制的效率低下;(3)公司制改革,尤其是公开上市,极大地增强了交易所投融资便利,可以有利地配合交易所在迅速变化的市场环境下各项战略的实施;(4)公司制改革,可以将对交易所未来发展具有十分重要作用的市场参与者和战略投资者纳入股东的队伍,从而使之与交易所的利益一致化;(5)公司制改革可以使会员在交易所的资产流动性增强,通过上市还可以获得比较满意的资产升值,大多数会员对公司制改革的提案持积极态度。

5. 公司制改革突出交易所的商业目标,为了控制商业目标与交易所监管职能的冲突,各国公司制证券交易所在交易所董事会的组成和任命、交易所股权比例和表决权的比例限制、交易所自身及其相关利益人的监管处理、保证交易所监管部门的独立性、以及保持政府对交易所自律监管的监督等方面采取了一系列相关措施。

6. 对于公司制改革的实际效果,实行公司制改革的证券交易所都做了积极的评价。同时,本文选取欧盟区 13 家证券交易所 1990 年至 2000 年的数据构建一个时间序列和横截面数据的混合样本,考察公司制改革对证券交易所市场绩效的影响。实证研究的结果也表明,公司制改革对样本证券交易所的成交额和成交量都有显著的积极影响。

目 录

导言	1
一、全球证券交易所公司制改革的趋势	2
(一) 证券交易所的治理模式	2
(二) 会员制治理模式形成过程的简要回顾	3
(三) 90 年代以来证券交易所公司制改革的趋势	6
二、会员制与公司制证券交易所功能的理论对比	9
(一) 定价机制及其效果比较	9
(二) 决策机制及其效果比较	11
(三) 投融资机制	13
(四) 激励机制	14
(五) 其他	15
三、证券交易所公司制改革的原因分析	15
(一) 公司制改革的背景	15
(二) 公司制改革的直接原因	21
四、公司制改革中的利益冲突及其控制	30
(一) 证券交易所的职能和公司制下的潜在冲突	30
(二) 控制公司制交易所职能冲突的原则和主要措施	31
五、证券交易所公司制改革的绩效评估	34
(一) 公司制交易所的自身评价	34
(二) 公司制改革的市场绩效检验	35

六、海外证券交易所公司制改革的特点及启示	42
(一)海外证券交易所公司制改革的特点	42
(二)海外证券交易所公司制改革实践对我们的启示	44
附录	45
附录 A. 会员制和公司制的定价机制差异	45
附录 B. 各主要证券交易所公司制改革的方案	47
参考文献	52

导 言

长期以来,绝大多数证券交易所都是采用会员制,会员制似乎也成了证券交易所唯一的治理模式。但是从二十世纪九十年代开始,证券交易所的市场环境发生深刻的变化。在全球金融市场一体化进程的推动下,证券交易所面临的竞争开始加剧了。同时,电子化交易技术的日益普及,也使得传统的证券交易组织形式发生了巨大变化。为了适应迅速变化的市场环境,面对日趋激烈的竞争,越来越多的证券交易所开始改革传统的会员制治理模式,采用更加适应市场竞争环境的公司制。到九十年代末,公司制改革已经成为席卷全球证券交易所的潮流。在短短的十年间,公司制似乎已经替代会员制,成为未来证券交易所的发展方向。

本报告的基本目的是通过介绍全球证券交易所公司制改革的趋势,从理论和现实情况出发,分析海外证券交易所公司制改革的原因,同时评估海外证券交易所公司制改革的市场绩效,总结海外证券交易所公司制改革的特点,提出对我国证券交易所未来发展的启示性意义。本报告以下分为六个部分。第一部分是介绍全球证券交易所治理模式的发展沿革和 90 年代以来证券交易所公司制改革的趋势;第二部分是在理论上比较公司制与会员制的不同;第三部分是分析海外证券交易所公司制改革的背景和现实原因;第四部分是介绍海外证券交易所控制公司制改革与其监管职能冲突的措施;第五部分是评估海外证券交易所公司制改革的市场绩效;第六部分是简要总结海外证券交易所公司制改革的特点及其对我们的启示意义。

一、全球证券交易所公司制改革的趋势

(一) 证券交易所的治理模式

证券交易所的治理模式可以简单地分为两类,即会员制和公司制。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。证券交易所的决策机制是按照“一个会员一票”的原则确定的,证券交易所各种利益也是按照完全平等的原则分配。有时,会员制证券交易所也在会员范围之外发行股份,但是这些股份是没有投票权的,转让通常是禁止或有限制的,有时对这种股份的最高回报率也有限制。会员制证券交易所的初始投资是由会员按照平等的原则或根据每个会员预计的受益程度共同出资,会员制证券交易所运作目标是追求会员利益的最大化,而不是证券交易所利益的最大化。

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赢利为目标,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人或机构。证券交易所的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。

在现实中,证券交易所的治理模式在这两种基本模式基础上,根据各个证券交易所的具体情况,其具体表现形式是多种多样的。这些多样性表现在:有的交易所发行不同类型的股份,每种股份的权利和责任不同;有的交易所对所有者的身份要求不同;对交易所股份的转让限制不同;对董事会成员的选举程序不同;董事的权利

不同;对各种重要事项的决策程序不同等方面。例如 Nasdaq 市场,一直是 NASD 的全资子公司,是以公司制的形式存在的。但是由于 NASD 是个会员制组织,对 Nasdaq 市场的管理主要是由 NASD 的各类委员会来执行,所以 Nasdaq 市场实质上是会员制组织;又比如,改制前的伦敦证券交易所章程规定,所有会员必须是证券交易所的股东,决策机制根据具体的事项有时采用“一个会员一票”原则,有时采用“一股一票”的原则投票决定。

在历史上,会员制在 20 世纪 90 年代以前基本上是证券交易所的主导治理模式。只是从 20 世纪 90 年代开始,由于市场环境的变化,越来越多的证券交易所开始向公司制转型。因此,在进一步分析证券交易所公司制改革之前,首先回顾会员制是如何成为证券交易所主导治理模式的。

(二)会员制治理模式形成过程的简要回顾

早在 16 世纪,世界上第一家证券交易所就已经在荷兰阿姆斯特丹出现,但是现代意义的证券交易所应该说是在 19 世纪初才开始出现的。在 1792 年到 1801 年的十年间,早期最有代表性的三家证券交易所,伦敦、纽约、巴黎证券交易所相继形成。到 20 世纪初,这三家证券交易所成为当时世界上最大的三家证券交易所。1914 年,伦敦上市交易的证券占当时世界 326 亿英镑的三分之一,达到 107 亿英镑;纽约上市交易证券总计为 54 亿英镑;而巴黎上市交易证券规模略高于纽约,1907 年上市交易证券总额达到 62 亿英镑。

1. 伦敦证券交易所会员制的形成过程

三家证券交易所的成立都是服务于当时日渐兴起的国债二级

市场交易,但是三家证券交易所一开始却采用了完全不同的产权制度和治理模式。在伦敦,随着证券发行量和交易量不断扩大,需要一个更大的交易大厅来容纳越来越多的经纪人。1801年,一个有260名股东的私人公司出资兴建了新的伦敦证券交易所。根据当时的英国普通法,他们不能禁止其他非股东的经纪人进入交易大厅交易,所以他们干脆将所有的经纪人都尽量地纳入交易大厅。结果有550多位经纪人进入交易大厅交易。由于伦敦证券交易所的所有者和使用者是分开的,他们分别成立了代表所有者和使用者的两个委员会,共同行使对伦敦证券交易所的最终控制权。

所有者的目标是最大化的他们的投资收益,这主要来源于经纪人人们支付的费用,所以所有者总是希望尽可能地扩大进入交易大厅交易的经纪人队伍。到19世纪70年代早期,交易大厅的经纪人已经接近2000人,业务量也不断扩大,这时的交易大厅已经不敷使用,需要兴建更大的交易大厅。代表证券交易所所有者的委员会建议提高经纪人初费和年费的收费标准来筹集建设新交易大厅的资金。但是这一提议遭到经纪人们的强烈反对,代表经纪人的委员会提出通过向经纪人发行新股筹集资金。最后,由于经纪人的建议占了优势,代表经纪人利益的提议最终得以通过。1875年,证券交易所的章程做了修改,规定证券交易所所有的新股东必须是交易所经纪人委员会的会员。1882年,伦敦证券交易所向经纪人会员增发新股,股本由原来的400股增至20000股。至此,伦敦证券交易所的所有者委员会与经纪人委员会合而为一,代表证券交易所经纪人的会员大会取得了交易所的最终控制权。

2. 纽约证券交易所会员制的形成过程

纽约证券交易所的前身可以追溯到1792年,当时24位纽约主

要的经纪人和商人签定了《梧桐树协议》，同意以同样的佣金率来进行证券交易。从一开始，纽约证券交易所就象一个私人俱乐部，带有会员制性质。1817年，28位纽约的经纪人发起成立了一个更为正式的组织——纽约股票交易所(New York Stock and Exchange Board)——并且制订了新章程，将《梧桐树协议》中的排他性交易(即交易所会员不允许在场外进行交易所品种的交易)和最低佣金制度体现在章程中。到1867年，纽约证券交易所拥有200名会员，年交易量超过30亿美元。

尽管如此，纽约证券交易所在当时还不能称为是全国的，甚至纽约的，最主要的证券交易所。很多证券交易仍在场外市场进行，纽约另一家证券交易所——Open and Gold Board——的交易量还经常超过纽约证券交易所。然而到了1869年，纽约市的市场结构发生了变化。纽约证券交易所533位会员经纪人与纽约的另一家交易所——Open and Gold Board的527位会员经纪人联合，现代的纽约证券交易所正式诞生了。与此同时，会员资格可以买卖，任何新会员要加入必须购买即将退休的老会员的席位。

3. 巴黎证券交易所会员制的形成过程

巴黎证券交易所诞生于拿破仑时代，当时法国正从大革命混乱中逐渐走向秩序。政府对证券交易实行严格的管制，巴黎证券交易所是政府特许经营的组织。政府向巴黎证券交易所提供交易大厅，同时允许有限数量的经纪人拥有进入交易大厅交易的特权。当然，这些经纪人必须向政府交纳特许费。在拿破仑时代，巴黎证券交易所的特许经纪人最高时曾经达到100人，但到了1816年复辟时期，特许经纪人降为60人。此后一直到19世纪末特许经纪人的数量没有超过70人。政府在垄断经营巴黎证券交易所的

同时,还对潜在的竞争实行严格的限制。其他的经纪人只能在法律上没有获得批准的场外市场交易。

由于特许经纪人数量很少,而且都是终身制的,特许经纪人组成了类似于会员大会的组织(Compagnie)以影响政府的决策。1816年,法国新政府要求所有的特许经纪人额外支付25000法郎以保住他们的职位。作为回报,政府允许特许经纪人选择自己的继任人。这样尽管政府在形式上还继续控制着特许经纪人的任命和除名权,但是特许经纪人实际上掌握了这一特许权的产权,随时可以将这一特许权转让出售。同时,政府还进一步明确了会员大会的自律权,授予会员大会雇佣交易所职员、维持交易所纪律和市场监管的三项权利。这些措施不仅进一步强化了特许经纪人之间的关系,使会员大会组织能够更充分地发挥对政府决策的影响,同时在交易所日常的运作中,会员大会发挥的作用也远远大于财政部的作用。经过这一重大的转变后,巴黎证券交易所从一开始的政府直接控制过渡到实际上的会员制控制。

从三家交易所会员制的形成过程来看,虽然一开始他们采用的所有制形式各不相同,但是在早期的证券交易中,证券经纪人发挥着不可替代的作用,证券交易所能否成为主导的交易所,其会员经纪人的数量和份量具有决定性的作用。因此,证券交易所主要服务于会员经纪人,成为会员经纪人利益的延伸,会员经纪人也逐渐地掌握了证券交易所的最终控制权。

(三)90年代以来证券交易所公司制改革的趋势

90年代以来,全球证券交易所开始了一场治理结构方面的变革。从1993年瑞典斯德哥尔摩证券交易所由会员制改制为公司制开始,越来越多的证券交易所从传统的会员制改革为公司制的

交易所。考虑到证券交易所治理模式的复杂性,公司制改革不仅是指证券交易所从会员制改制为公司制,也包括形式上是公司制,实际上是会员制的证券交易所,通过采取放开所有者范围限制,允许交易所股份自由转让,取消交易权与所有权之间联系等措施,从治理结构上真正转变为公司制。

1998年,澳大利亚证券交易所不仅转制为公司制交易所,并在自己的交易所公开上市,成为全球第一家公开上市的证券交易所。在此后不到3年内,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。北美区两家主要的交易所Nasdaq和多伦多交易所也在2000年完成了非会员化改革,并于近期内寻求公开上市。(表1列出了90年代以来证券交易所公司制改革的具体情况)

表1 90年代以来全球证券交易所公司制改革的具体情况

交易所	公司制改革状况	改制方案
亚太区		
澳大利亚证券交易所 ASX	1998年完成公司制改革并于同年在自己的交易所上市	606位会员(520位个人会员和86位公司会员),每个会员平均分得16.6万股。共发行10059.6万股。
新加坡证券交易所 SGX	1999年新加坡股票交易所与新加坡国际货币交易所(金融期货交易所)合并为新加坡证券交易所,SGX注册为公司,两交易所原有的会员成为SGX的股东。 2000年IPO成为上市公司,在自己的交易所上市交易。	在IPO完成后,原新加坡股票交易所的会员和金融期货交易所的会员共持有SGX28%的股份,新投资者持有47%的股份,而另有25%股份由SEI控股公司持有,用于新加坡金融发展基金。
香港交易所 HKEx	2000年香港联交所与香港期货交易所实行公司制改革,并与香港证券结算有限公司、香港期货结算所合并为单一的控股公司,香港交易所。 同年,香港交易所通过介绍方式在联交所上市。	每个香港联交所会员获得80.5万股,每个期交所会员获得139.35万股,共发行10.4亿股
其他交易所	2001年菲律宾交易所年内改制为公司制,并计划在11月上市;巴基斯坦9家交易所年内计划合并,并改制为公司制交易所。台湾交易所一直是公司制交易所	

表1 90年代以来全球证券交易所公司制改革的具体情况(续)

交易所	公司制改革状况	改制方案
北美区		
多伦多 证券交易所 TSE	2000年完成公司制改革,成立TSE Inc. 在未来12个月内寻求合适的机会上市	原交易所每个交易席位交换20股 TSE Inc.的股票
Nasdaq	The Nasdaq Stock market, Inc.一直是 NASDAQ全资控股的子公司,尽管采取公司 制形式,但是长期以来一直受NASDAQ的 直接控制 2000年4月在NASDAQ特别会员大会上, 3423位会员中的80%同意NASDAQ重组 计划。2000年6月通过第一阶段私有, NASDAQ在Nasdaq的股份下降为60%。 2000年11月通过第二阶段私有,NASDAQ 在Nasdaq中的股份进一步下降为20%。	在Nasdaq公司新股配售和NASDAQ减 持股的配售过程中,Nasdaq会员和发 行人、主要市场参与者都获得了优先 配售权
其他交易所	2000年太平洋交易所、芝加哥商品交 易所实行了公司制改革	
欧洲区		
伦敦证券交易所 LSE	2000年以前,LSE尽管是采取股份公司 形式,但是持有交易所发行的股票没有 投票权,实际上采用的是会员制。2000 年3月,特别会员大会通过实行公司制 改革的决议。 2001年7月,LSE的普通股正式在伦敦 证券交易所上市交易	
德国交易所	1992年,德国交易所股份公司成立,负责 运营法兰克福证券交易所和德国金融期 货与期权交易所。 2001年11月,并在法兰克福交易所上市 交易	金融机构持有81.88%的股份,其他 7家德国地方交易所持有10.08%的 股份,官方经纪人和独立经纪人共持 有8.04%的股份
其他交易所	1993年,斯德哥尔摩交易所;1996年阿 姆斯特丹交易所和哥本哈根交易所; 2000年巴黎交易所实行了公司化改制	
1999年国际交易所联合会(FIBV)统计,其53家会员交易所中有15家已经公司化,14家公司化方 案已经获得会员通过,还有15家交易所在积极考虑实行公司化改革		

公司制改革趋势不仅使公司制交易所在数量上占据主导地位,而且在完成的证券交易份额上,也占据了主导地位。2000年仅8家已经完成公司制改革的主要交易所,当年完成的证券交易额达到29.6万亿美元,占全球证券交易额^①51.8万亿美元的57%(详

① 全球证券交易额以国际交易所联合会53家会员交易所当年完成成交额作为计算依据

见表2)。可以说,90年代开始的证券交易所公司制改革趋势,已经使公司制成为当前全球证券交易所的主导治理模式。

表2 主要公司制交易所2000年完成证券交易情况

证券交易所	2000年成交金额
Nasdaq	197988 亿美元
多伦多证券交易所(TSE)	6365
伦敦证券交易所(LSE)	45587
德国交易所(DF)	21198
EURONEXT ¹	17875
香港交易所(HKEX)	3766
澳大利亚证券交易所(ASX)	2265
新加坡证券交易所(SGX)	952
全球证券交易额	518262

说明1. EURONEXT 是巴黎、布鲁塞尔、阿姆斯特丹证券交易所于2000年合并而成

2. 成交金额包括股票和投资基金的成交额

资料来源:www.fibv.com

二、会员制与公司制证券交易所功能的理论对比

(一)定价机制及其效果比较

证券交易是一个价格发现过程,价格发现过程具有信息的规模经济效应。交易量越大,交易越集中,证券交易的成本(不仅包括显性成本,也包括隐性成本,即成交价格优化程度)会大大降低。因此,证券交易倾向于集中在一起,证券交易所则往往会处于不完全竞争的市场环境中。

在不完全竞争的市场环境中,会员制和公司制证券交易所不同的定价策略会带来不同的效果^①。公司制证券交易所追求证券交易

^① 此处只讨论会员制交易所的客户限制在会员范围的情况,会员制交易所分别以会员价和市场价同时向会员和非会员提供服务的情况,请参见附录A

所自身利润最大化,其定价将会是使边际收入与边际成本相等的水平。在不完全竞争的条件下,证券交易所的垄断地位将会使公司制交易所定价高于完全竞争的市场定价。此时,证券交易所的服务能力会有闲置,同时一部分效用水平高于竞争市场价格,但又低于垄断价格的经纪人将无法得到证券交易所的服务,产生“无效挤出”效应。

会员制证券交易所追求会员剩余的最大化,其定价将会是使证券交易所收支相抵的水平。这样会员制可以有效地克服公司制交易所垄断定价带来的“无效挤出”效应。但是此价格只能是会员价格,会员以外的经纪人是无法获得证券交易所提供的服务。此时,如果有会员以外的经纪人获得交易所提供服务得到的效用大于会员经纪人所得的效用,那么会员制将会带来“无效挤入”效应。也就是说,效用水平更低的会员得到了证券交易所的服务,而效用更高的非会员经纪人却没有得到服务。

现在考虑两种极端情况:(1)在垄断的市场环境中,公司制交易所垄断定价会带来剩余的服务能力,即“无效挤出”效应;而会员制交易所的定价却总能使其全部服务能力得到使用,因此在会员制的制度下,经纪人得到的效用总和总是大于公司制制度下的净效用总和。此时,会员制优于公司制。(2)在完全竞争市场环境下,公司制交易所定价是市场定价水平,而会员制交易所会员定价总是会小于等于市场定价,即产生“无效挤入”效应。此时无论是会员制还是公司制,交易所的服务能力都得到充分发挥。但是得到公司制交易所服务的经纪人,其净效用都是大于等于市场价格水平的经纪人;而得到会员制交易所服务的会员中,有一部分其效用尽管大于会员价格,但是低于市场价格水平。因此,在公司制下的经纪人净效用总和总是大于会员制下经纪人净效用的总和。此时,公司制优于会员制。

由此可见,会员制比较适合不完全竞争市场环境下的证券交易所,因为当证券交易所处于相对垄断地位时,会员制可以有效地克服公司制垄断定价带来的“无效挤出”效应,使证券交易所的服务能力得到充分发挥,净效用总和达到最大。公司制比较适合完全竞争的市场环境下,因为公司制可以有效地克服会员制证券交易所带来的“无效挤入”效应,让净效用更高的外部经纪人替代那些净效用较低的会员,从而使净效用总和达到最大。

(二)决策机制及其效果比较

当证券交易所面临决策选择时,会员制和公司制会有不同的决策机制和效果。假设某证券交易所提供 I 个单位的席位服务,此时面临两个备选决策方案, A 和 B 。标准的会员制是根据“一个会员一票,少数服从多数”的原则做出决策,因此每个会员就会比较在方案 A 和方案 B 下的效用,如果: $b_i - \frac{G}{I} > a_i - \frac{F}{I}$, 其中 I 为会员总数, G 和 F 分别代表方案 B 和 A 的总成本, b_i, a_i 分别代表会员在方案 B 和 A 下所得到的效用水平。此时该会员将会投票选择方案 B 。否则,就会投票选择方案 A 。最终的决策将会取决于处于中值水平会员的效用情况,如果 $(b - a)_M > \frac{G}{I} - \frac{F}{I}$, 其中 $(b - a)_M$ 表示 $(b_i - a_i)$ 的中值。此时最终的决策结果是 B 方案。否则,会是 A 方案。

因此会员制交易所的决策完全取决于会员效用的分布,此时其他交易所提供类似服务的价格和外部经纪人的效用情况对会员制交易所的最终决策没有任何影响。同时会员制交易所的最终决策取决于中值水平的会员效用情况,如果会员效用的分布是均匀的,也就是说 $(b - a)_M = \frac{1}{I} \sum_{i=1}^I (b_i - a_i)$, 中值水平会员效用等于会员