

张育军 主编
刘世安 胡汝银 副主编



上海证券交易所研究中心研究报告 2010

2010

S S E

张育军 主编

刘世安 胡汝银 副主编

上海证券交易所研究中心研究报告 2010

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所研究中心研究报告. 2010/张育军
主编. —上海:上海人民出版社, 2010
ISBN 978-7-208-09676-9

I. ①上… II. ①张… III. ①资本市场-研究报告-
世界-2010 IV. ①F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 228673 号

责任编辑 刘林心

封面装帧 王小阳

上海证券交易所研究中心研究报告 2010

张育军 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 26.25 插页 4 字数 466,000

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-09676-9/F·2008

定价 68.00 元

目录

1	第一篇 宏观与国际视野
3	交易所公司化改革:操作层面问题研究
40	国际主要交易所金融危机后财务状况分析
60	次贷危机下澳大利亚交易所市场监察绩效评估分析
72	债券市场:国际比较与启示
107	第二篇 市场运行与改革
109	上海证券交易所市场质量报告(2010年)
141	沪市债券市场运行质量分析
160	沪市ETF套利交易行为回顾与展望
180	上市公司发行中期票据的影响因素研究
194	大盘股发行对股市走势的影响分析
205	第三篇 产品与交易机制
207	沪市盘后交易机制可行性研究
229	国际债券市场交易机制研究
244	沪市融资融券标的证券选择相关问题研究
252	融资融券交易监管制度的国际比较研究
267	融资融券业务信息披露制度的国际比较研究
276	金融危机下各证券市场卖空政策变化与效果分析
294	上海证券交易所新一代交易系统上线试运行效果分析
307	战略性新兴产业指数产品研究

321	第四篇 公司治理
323	上海证券市场内幕交易主体研究
347	重大事件信息披露制度比较研究
374	央企与地方国企上市公司高管薪酬与公司业绩敏感性 ——兼论政府干预退出与市场作用导向的监管机制
387	东方股权文化背景下的独立董事制度引入与完善 ——基于亚洲国家和地区的实践分析
406	上市公司控制权未转移重大资产重组是否创造价值 ——基于 2006—2008 年沪市样本

第一篇 宏观与国际视野

交易所公司化改革：操作层面问题研究

傅 浩

内容提要

全球证券交易所公司化改革的浪潮，发端于 20 世纪 90 年代，深刻地改变了全球资本市场的版图。这一改制浪潮，以纽约证券交易所的改制上市为标志，基本于 2006 年前后结束，除我国沪深证券交易所外的世界主要证券交易所都已经改制为公司制交易所。

世界潮流，浩浩荡荡。尽管沪深证券交易所公司化改制的条件目前远未成熟，但我们仍有必要深入审视各国交易所公司化改制过程中的相关细节，为国内交易所未来的改制提供参考。从会员制转变为公司制，对于证券交易所而言是一个非常复杂的过程。由于改制涉及各类利益相关者的利益得失，在寻求改制共识的过程中必然面临种种困难，需要在这一过程中妥善处理好各类利益冲突。从各国实践来看，从操作层面特别需要处理好以下几个方面的问题：

第一，公司化进程安排与市场整合的协调推进。证券交易所的公司化改制与证券市场横向或纵向整合虽然是两个不同内涵的问题，但两者通常密切相关。从成熟市场来看，证券交易所公司化进程与市场整合几乎是一对孪生兄弟，有时候甚至难以区别到底是公司化带来了市场整合，还是市场整合造成了公司化。从新兴市场情况来看，证券交易所的体制改革与整个市场的重组整合有着密切的关系。政府在市场组织上发挥着更大作用，是新兴市场与成熟市场一个比较大的区别。为了增强本国金融市场的国际竞争能力，促进金融发展，发展中国家通常鼓励本国金融类交易所的并购整合，并更容易顺应国际潮流推进本国交易所的公司化改制。总结各国经验，证券交易所公司化改制过程中的市场整合有以下几种模式：伦敦模式，即单纯改制，无市场整合；新加坡模式，即完全政府主导，市场整合与公司化改

制同步实现；德国模式，即先完成改制，然后依托市场机制开展市场整合；纽约模式，即借壳上市，在改制上市过程中实现对目标上市交易所的并购。

第二，会员席位的股份转化。将会员制交易所转变为公司制交易所，必然涉及原有会员利益问题。无论采取开放式会员结构还是封闭式会员结构，也无论是否允许会员席位买卖，会员制交易所与其会员机构之间存在着与公司制商业组织完全不同的利益关系，会员拥有形式不同、程度各异的商业利益。交易所从会员制转化为公司制，会员的所有权将变成普通的交易权，专有权将丧失。因此，会员在公司化进程中经常成为一种阻力。例如，1999年纽约证券交易所提出了公司化改制计划，立即遭到会员的强烈反对，计划最终夭折。在欧洲各国证券交易所的公司化过程中，会员的反对声音较弱，各国交易所公司化基本顺利推进。而在新兴市场，由于政府力量在资本市场上具有主导性，证券交易所的公司化进程基本是在政府安排下进行，交易所会员仅仅在改革过程中拥有咨询与建议权。但无论何种制度背景，会员席位权力如何获得经济补偿，或者说会员席位如何转化为股权，都需要认真安排。从各国交易所公司化实践来看，基本上可以概括为以下几种类型：股权无偿分配给会员；股权有偿配售给会员；股权无偿分配给会员和其他利益相关者；股权有偿配售给会员和其他利益相关者。

第三，利益冲突与交易所一线监管。交易所进行公司化改革并转变成营利性组织后，自律监管的基础和原则发生了动摇。尽管存在不同意见和不同的做法，但从发展趋势来看，交易所股份化改革后的自律监管功能将逐步从交易所中分拆出来，仅有少数交易所继续保持了较强的自律监管功能。从各国交易所实践来看，大致有以下四种基本模式：第一种模式，维持原有监管模式，即交易所非互助化以后仍然保持原有的法律现状，在作为营利性交易所的同时，履行全部的自律职责；第二种模式，独立法人模式，即交易所成立一个独立的法人机构专门承担监管职责；第三种模式，自律监管权转移模式，即交易所将其监管职责的一部或者全部交由外部的第三人来履行；第四种模式，自律监管功能向国家证券监督机构转移模式，即将对上市公司的部分或全部监管权限或将对上市的交易所的监管权限转移到国家证券监督机构，交易所不再承担自律监管的职责。

第四，改制后的公司治理与持股限制。在会员制交易所的体制下，交易所承担的公共职能与会员整体的商业利益之间存在潜在的利益冲突，但通常不可能存在个别或者少数会员控制交易所的风险。在实现公司化改制后，交易所的组织治理转变为股份公司的治理模式，在一般性的公司治理挑战之外，公司化交易所仍然面临一定程度上的公共利益与股东利益之间的冲突，因此其公司治理模式仍然要解

决这一冲突。从主要交易所公司化改制后治理模式来看,主要有以下几种手段:(1)完全依靠股份公司治理,同时依靠监管部门对交易所的监管来保证公共利益;(2)董事会中增加政府或者监管部门董事或者交易所高管必须得到政府认可;(3)限制股东持股;(4)限制外国投资者持股。

在我国当前的证券市场管理制度下,从目前的体制过渡到公司制体制,沪深交易所还需要较长时间。在改制的过渡过程中,借鉴国际经验,应该妥善处理好以下几个方面的问题:

(1)在公司化改制过程中,应同时进行市场整合。从各国经验来看,多数国家在本国交易所公司化改制过程中均积极进行市场整合,从横向到纵向形成更具国际竞争力的交易所(集团)。我国证券交易所,不仅存在现货市场两个交易所,而且衍生品市场与现货市场分立,交易所与后台清算结算系统分立,如果完全在未整合的基础上建立公司制交易所,很难应对未来市场开放后的国际竞争。

(2)在会员席位的股份转化中要充分考虑到中国证券市场的实际经验。由于我国证券交易所建立过程中政府发挥了主导作用,政府在交易所建立、制度支持、风险处置等环节中投入大量资源,因此不应该完全按照会员所有的原则来分配未来公司制交易所的股份,也不应采取无偿分配的原则分配交易所股份。未来交易所公司化过程中,会员席位向股份的转化,应通盘考虑,系统估量市场各方的利益,按照最有利于中国资本市场长远竞争力的原则予以处理。

(3)从未来监管模式的构造来看,公司化改制后的交易所无疑应实施监管职能的重新构造。借鉴各国经验,交易所一方面应适当剥离现有的监管职能,另一方面应通过立法或者会所备忘录的形式划清职能权限,确保交易所在充分发挥公司化体制优势的同时有效地行使交易所市场组织和市场发展方面的公共职能。

(4)在沪深交易所实现公司化体制改革后,交易所的公司治理不能完全依靠市场机制,必须借鉴国际经验,充分发挥股东、政府、监管部门在交易所公司治理中的制衡作用,同时应制定严格的股东(包括外国或境外投资者)持股限制,有效制约外部控制人对交易所行为的过度影响力,保证交易所的行为既有利于股东利益的最大化,也能够有效地推进市场发展,维护公众利益,防范利益集团及外国机构的控制,同时建立有效的风险控制机制,避免公司制交易所在市场拓展与并购活动中的过度冒险。

全球证券交易所公司化改革的浪潮,发端于20世纪90年代,深刻地改变了全球资本市场的版图。这一改制浪潮,以纽约证券交易所的改制上市为标志,基本于

2006年前后结束,除我国沪深证券交易所外的世界主要证券交易所都已经改制为公司制交易所。世界潮流,浩浩荡荡。尽管沪深证券交易所公司化改制的条件目前远未成熟,但我们仍有必要全面回顾各国交易所公司化改制的历史进程,深入审视公司化改制过程中的相关细节,为国内交易所未来的改制提供参考。

一、 证券交易所公司化改制概览

公司化(demutualization,或称非互助化、股份化)这一概念起源于保险行业,在保险公司从传统互助体制转变的营利公司过程中曾经广泛使用。最初公司化这一名词往往用来专指保险公司的这一转变过程。20世纪90年代以来,随着众多世界著名的证券交易所改变原有会员体制成为营利公司,公司化逐渐在证券期货领域频繁出现。公司化一般指这样一个过程,通过该过程一家公司从会员所有变为股东所有,而且这往往是一家公司朝着首次公开发行股票(IPO)迈出的一步。

(一) 从会员制到公司制

在证券交易所发展的历史上,法律、文化和某些看似偶然却又必然的因素,使得几乎所有的证券交易所都采取了会员制的组织模式。从历史来看,这一组织模式是证券交易所这一特殊市场主体的合理选择,甚至也可以看作是一个最优的选择,“行会传统的强大、法人制度的落后、交易通讯、手段的不发达等因素使得会员制成为传统证券交易所的最优选择”(吴卓,2006)。

当会员制作为交易所的组织模式在世界各地广泛采用之后,它逐渐成为证券交易所的一项行业传统。追随欧美发达国家之后陆续成立的各国证券交易所,纷纷沿袭了会员制的组织模式。从世界范围来看,在证券交易所出现以后近四个世纪的漫长时间里,会员制一直是占主导地位的内部治理制度;即使不是传统意义上的互助合作组织,而是根据本国证券交易法或公司法设立的公司法人——有限责任公司、有限保证责任公司、股份有限公司,证券交易所仍然采用了或倾向于采用会员制的治理结构模式。^①

会员制能够成为各国交易所普遍采用的组织形式,其原因主要有两个方面:

第一,在交易所经营处于垄断地位下,会员制的组织方式对市场参与者的交易成本最小。从各国交易所发展历史来看,在早期曾有许多交易所,后来随着技术发

^① 例如,从1971年开始,纽约证券交易所即注册为非营利公司,但从本质上讲仍然是会员制。

展,交易逐渐向主要的交易所集中。由于技术与监管等原因,建立一套交易系统和制定相关的规则成本高昂,交易场所有限,故交易所具有垄断地位,面临的竞争不激烈。

这种垄断状况下的理想的组织模式是会员制。相对于竞争状态而言,垄断的营利性企业将通过提高价格和降低产量使生产者剩余最大化。这对企业的消费者而言不是最优的,后者将更乐于接受竞争状态下的低价格和高产量。但是,非营利的互助组织治理结构则能产生最佳的结果。当非营利性组织有能力提高价格时,它也没有这样做的激励,因为管理层不能从中获得所产生的任何利润。相似地,当一家组织的消费者想维持对企业所确定价格的控制时,互助组织就可能产生,就如一家企业拥有垄断地位就可以控制价格一样。

第二,会员制交易所适应了交易非自动化的需要。采取会员制是交易非自动化的产物,适应了交易大厅的需要。由于交易大厅空间有限,不可能将交易权给予所有投资者,因此,必须对进入市场的资格加以限制,将交易资格分配给固定的会员或席位,由会员充当交易中介,并从中获取利润。

因此,会员制的交易所符合了早期交易所垄断经营环境的特点,降低了市场参与者的交易成本,促进了交易所的发展。

然而,会员制交易所也存在一些问题,主要有:在会员制下存在会员与交易所、会员与整个市场之间的利益冲突,过度维护了会员的垄断权力和经济利益,而不利于交易所和整个市场的发展;在会员制条件下,交易所决策机制比较迟滞,往往延缓了交易所在技术、新产品、新市场的扩张;会员制交易所融资渠道狭窄,难以为交易所快速发展提供有效的资本来源;会员制也很难适应电子化交易时代的到来。在这样的背景下,瑞典斯德哥尔摩交易所率先进行了大胆的公司化改制。

(二) 20世纪90年代的公司化改制浪潮

交易所的公司化浪潮是从20世纪90年代开始的,这一过程通常被称为公司化或者非互助化。世界上第一个公司化的交易所是斯德哥尔摩证券交易所,它于1990年向瑞典财政部提出将交易所改组为有限责任公司的建议。1993年,交易所发行了可自由流通的股票,转为公司制。在此之后,越来越多的交易所开展了公司化改制。1996年,阿姆斯特丹证券交易所从互助协会转变为股份有限公司,原有会员持有50%股份,另外50%则由上市公司和机构投资者持有。同样是在1996年,哥本哈根证券交易所从半公共机构转变为有限公司,其股本以60%、20%和20%的比例分配给原有会员、股票发行人和债券发行人。此后,意大利证券交易

所、赫尔辛基证券交易所、德国证券交易所、伦敦证券交易所也纷纷实现了公司化。公司化在 20 世纪 90 年代成为一股势不可挡的浪潮,并且在 2000—2001 年期间进入高潮,大多数欧美交易所实现了公司化改制。

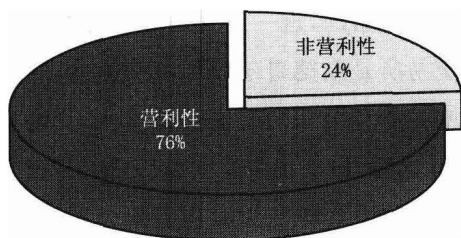
在亚太地区,澳大利亚证券交易所、新加坡证券交易所和香港证券交易所也分别实现了公司化。其中,澳大利亚证券交易所于 1998 年 10 月 14 日挂牌上市,成为全球首家挂牌交易的证券交易所。

交易所的公司化在美国起步相对较晚。1998 年 12 月,美国证券交易委员会 (SEC) 发布了《证券交易所法案》第 40760 号,规定证券交易所可以以营利性原则运作,此举为美国各大交易所的公司化改革铺平了道路。公司化改制在美国首先从衍生产品交易所开始,芝加哥商品交易所于 2000 年完成了公司化改制,并于 2002 年上市。

同时,20 世纪 90 年代新成立交易服务机构都采用营利的股份公司结构,如“自营交易系统运作机构”(PTS)或“另类交易系统”(ATS)。所谓另类交易系统指交易所以外的一些机构提供的交易系统,其与交易所类似:由第三方提供交易设施,使交易双方直接接触。另类交易系统成为 20 世纪 90 年代备受瞩目的明星,它们一开始都采取营利性的公司制结构。

(三) 21 世纪公司化改制的基本完成

经过 20 世纪 90 年代和 21 世纪初期狂飙猛进式的浪潮,大多数证券交易所先后实现了公司化改制。在欧美主要交易所中,纽约证券交易所改制最晚。1999 年,纽约证券交易所就提出了公司化改制的计划,然而遭到了强大的会员群体反对,最终夭折。然而,利益群体的特殊利益最终并不能对抗世界潮流和竞争压力。2005 年 4 月,纽约证券交易所宣布与早已上市的群岛交易所合并,并通过合并实现公司化改制。经过会员全体表决,纽约证券交易所终于在 2006 年完成改制,并



资料来源:WFE 2007 Cost and Revenue Survey。

图 1 WFE 会员交易所分类:营利性交易所与非营利性交易所

在纽约证券交易所实现自我挂牌。纽约证券交易所的改制上市,标志着会员制这一传统交易所组织体制基本退出了历史舞台,目前除上海、深圳证券交易所之外的世界主要证券交易所基本都已经改制成为公司制交易所。

根据世界交易所联合会(WEF)

统计,公司制交易所全球资本市场中已经居于主导地位,占据了绝大部分的市场份额。统计显示,1998年底,38%的会员交易所为营利性组织,到2002年底,63%的会员交易所为营利性组织,到2007年底,在WFE的51家会员交易所中,营利性交易所已经超过75%,39家交易所以营利为经营目标,其余12家仍为非营利组织。其中,完成公司制改制的交易所有32家,有21家自身已经上市。

表1列出了51家WFE会员交易所具体的法律组织属性。从具体的法律属性来看,51家WFE会员交易所中,4家仍然采取形式上较为标准的会员制体制,7家为会员所有的私有交易所,即虽然实现了公司化改制,但交易所股权仅能为会员持有,11家交易所完成了公司化改制,但尚未上市,另有21家交易所为上市公司,8家交易所为其他法律属性(例如华沙证券交易所为国有企业,波兰财政部持有华沙证券交易所98%的股份)。从表1中来看,已经成为公众上市公司的交易所是全球交易所的主流。在51家WFE会员交易所中,21家已经上市。而在1997年,仅有两家是上市公司,2002年也只有10家。

表1 WFE会员交易所法律组织性质

类别	家数	交易所名称
会员制	4	上海证券交易所、深圳证券交易所、布宜诺斯艾利斯交易所、芝加哥期权交易所(CBOE)
主要由会员所有的私有交易所	7	瑞士交易所、卢森堡交易所、爱尔兰交易所、雅加达证券交易所、维也纳交易所、特拉维夫证券交易所、墨西哥证券交易所
公司化但未上市交易所	11	孟买证券交易所、奥斯陆交易所、布达佩斯特证券交易所、德黑兰证券交易所、毛里求斯证券交易所、JASDAQ交易所、韩国交易所、台湾证券交易所、卢布尔雅那证券交易所(斯洛文尼亚)、东京证券交易所、印度国家证券交易所
已上市公司制交易所	21	希腊交易所、国际证券交易所(ISE)、澳大利亚证券交易所、约翰内斯堡证券交易所、西班牙交易所、伦敦证券交易所、圣地亚哥交易所、OMX、利马交易所、大阪证券交易所、哥伦比亚交易所、NASDAQ、巴西证券交易所、新西兰交易所、蒙特利尔交易所、纽约-泛欧交易所、马来西亚交易所、新加坡交易所、德国交易所、多伦多交易所、香港交易所
其他	8	阿曼证券交易所、伊斯坦布尔证券交易所、开罗 & 亚历山大证券交易所、马耳他证券交易所、科伦坡证券交易所、泰国证券交易所、塞浦路斯证券交易所、华沙证券交易所

资料来源:WFE。

从交易所公司化改制的时间进程来看,绝大多数证券交易所公司化发生在

2000—2001 年期间。表 2 罗列了全球主要金融交易所公司化改制的时间,也列出了主要交易所挂牌上市的时间。显然,在 2001 年前,德国、伦敦、东京、香港、新加坡、纳斯达克等主要交易所都已经完成了公司化改造。纽约证券交易所是成熟市场主要交易所中改制最晚的,到 2006 年才最后完成公司化改制和上市。

在营利水平上,在 2007 年全球交易所营业收入总额中,已上市证券交易所占到了 76%,已公司化但尚未上市的交易所占了 8%(主要是东京证券交易所),传统组织形态交易所(会员制交易所)占 10%(主要是上海和深圳证券交易所),私有制交易所占 4%(主要是瑞士交易所),其他形式的证券交易所占 2%(包括伊斯坦布尔证券交易所、华沙证券交易所和泰国证券交易所)。

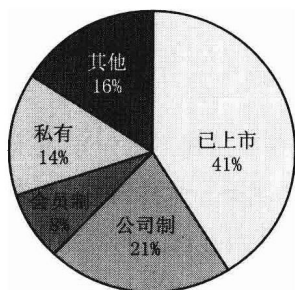
表 2 主要金融交易所公司化改制与 IPO 时间表

	建立时间	公司化改制	IPO/上市
斯德哥尔摩证券交易所	1863 年	1993 年	1998 年
OMX	1985 年	1987 年	1993 年
意大利证券交易所	1997 年	1997 年	被伦敦交易所收购
阿姆斯特丹证券交易所	1602 年	1997 年	被泛欧收购
维也纳交易所	1771 年	1997 年	未上市
澳大利亚证券交易所	1987 年	1998 年	1998 年
新加坡交易所	1999 年	1999 年	2000 年
希腊交易所	1876 年	1999 年	2000 年
纳斯达克	1971 年	2000 年	2002 年
多伦多证券交易所	1861 年	2000 年	2005 年
蒙特利尔证券交易所	1874 年	2000 年	被多伦多交易所收购
伦敦证券交易所	1801 年	2000 年	2001 年
泛欧证券交易所	2000 年	2000 年	2001 年
德国交易所	1993 年	2000 年	2001 年
香港交易所	1947 年	2000 年	2000 年
东京证券交易所	1878 年	2001 年	2006 年
大阪证券交易所	1878 年	2001 年	2004 年
奥斯陆证券交易所	1819 年	2001 年	2001 年
西班牙交易所	1995 年	2001 年	2006 年
菲律宾证券交易所	1992 年	2001 年	2003 年

(续表)

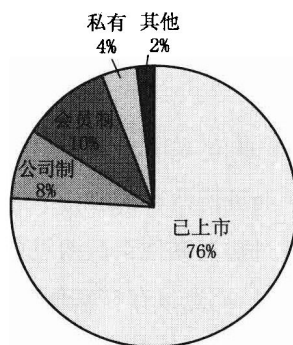
	建立时间	公司化改制	IPO/上市
瑞士交易所	1993年	2002年	未上市
新西兰交易所	1915年	2002年	2003年
马来西亚交易所	1930年	2004年	2005年
芝加哥证券交易所	1882年	2005年	未上市
迪拜金融市场	2000年	2005年	2007年
约翰内斯堡证券交易所	1887年	2005年	2006年
纽约证券交易所	1817年	2006年	2006年
美国证券交易所	1921年		被纽交所收购
巴西证券交易所	1890年		2007年
衍生品交易所			
伦敦金融交易所	1877年	2000年	未上市
芝加哥商品交易所(CME)	1898年	2000年	2002年
悉尼期货交易所	1972年	2000年	2003年
洲际交易所	2000年	2000年	2005年
纽约商品交易所	1872年		2006年
巴西商业期货交易所	1985年	2007年	2007年
芝加哥期货交易所(CBOT)	1848年	2005年	2005年

资料来源：笔者整理。



资料来源：WFE 2007 Cost and Revenue Survey。

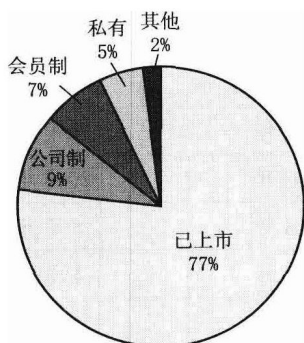
图2 不同类型交易所机构数占比



资料来源：WFE 2007 Cost and Revenue Survey。

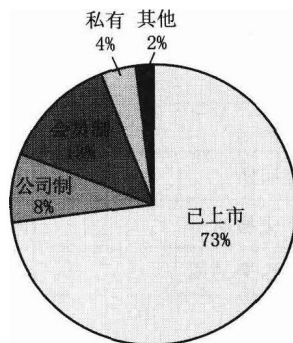
图3 不同类型交易所营业收入占比

从营业成本和税前利润来看，已上市交易所也占据了绝大部分。但公司制交易所是否具备比非公司制交易所更强的营利能力，仍然需要我们进一步的考察。



资料来源:WFE 2007 Cost and Revenue Survey。

图4 不同类型交易所营业成本占比



资料来源:WFE 2007 Cost and Revenue Survey。

图5 不同类型交易所税前利润占比

显然,在世界主要证券交易所中,只有中国的沪深证券交易所仍然采用形式上的会员制组织模式,公司制已经成为全球证券交易所的基本组织形式。从某种意义上讲,全球性的交易所公司化浪潮已经基本完结。沪深证券交易所由于特殊的原因,至今仍然保持着(表面)法理上的会员体制,成为全球交易所产业中的例外。

二、证券交易所公司化改制的主要推动力量

回顾全球证券交易所公司化改制的历史过程,从成熟市场来看^①,推动证券交易所公司化改制的原因是20世纪80年代来由于信息技术的高速发展,交易自动化成为现实,交易所行业竞争日趋激烈,会员制存在的基础已经崩溃,交易所利润锐减、生存受到威胁。具体说来,有如下几个原因:

(一) 建立更有效率的公司治理结构

由于会员所持有的股份不能交易,而且投票权与交易权不能分开,任何单个会员不能通过购买其他会员的投票权而影响交易所的决策。监控的唯一途径就是通过民主程序,而这又存在搭便车的问题——单个会员通过自己的行动可能只得到小部分收益,同时使其他会员从中受益,但却要承担采取这种行动所带来的全部风险,因此,某个会员采取的旨在增加交易所价值的这种具有公共物品性质的行为在

^① 以下列举之动力与原因,基本来自发达国家的经验,毕竟发达国家的证券交易所在全球资本市场具有主导作用。然而,正如OECD报告中指出那样,发展中国家证券交易所紧随成熟市场同行也开展了公司化改制,但推动力量主要是国家资本市场战略的考量,而非迫切的技术或者资金需求。