导　言

交易所非互助化，一个全球性课题

本书所说的交易所非互助化（demutualization），是指传统交易所为使交易所出资者、交易所设施使用者与交易所决策者身份分离、交易所所有权、经营权与交易权分离，改变自己互助性（mutualization）会员制（membership）治理结构，使传统交易所成为营利性股份有限公司乃至上市公司的结构性重组与制度安排。因此，本书所述的传统交易所也就是指互助式会员制交易所。

自瑞典斯德哥尔摩证券交易所 1993 年实行非互助化改制以来，全球传统交易所出现了“非互助化”改造的发展趋势。目前，斯德哥尔摩、伦敦、香港、澳大利亚、新加坡等世界上主要的交易所均已完成非互助化改造工作，并以不同方式将交易所股票上市交易。而包括芝加哥期货交易所（CBOT）、芝加哥商品交易所（CME）、纽约商品交易所（NYMEX）、NASDAQ 、美国太平洋证券交易所、巴黎证券交易所、阿姆斯特丹证券交易所、布鲁塞尔证券交易所、赫尔辛基证券交易所、多伦多证券交易所（TSE）、蒙特利尔证券交易所（ME）、加拿大风险证券交易所（Canadian Venture Exchange，CDNX）、悉尼期货交易所、哥本哈根证券交易所、意大利交易所、冰岛证券交易所、雅典证券交易所等在内的欧洲、北美洲、大洋洲绝大多数其他传统交易所也已完成非互助化改造工作。

根据交易所国际联合会（FIBV）1999 年年会的统计，在其 52 家会员中，有 15 家交易所已经完成非互助化改组工作，14 家正在进行非互助化改组，另外有 15 家交易所正在考虑非互助化改组问题。

1999 年 2 月 10 日，日本东京证券交易所公布的《东京证券交易所证券政策委员会关于未来发展计划建议》表示：东京证券交易所将研究非互助化的可能性，为此需要研究非互助化的优点，如何在商业利益与公共利益之间寻求平衡，以及与非互助化有关的法律、程序等

实际问题[①]；2000 年 5 月，日本修订《证券交易法》与《金融期货交易法》，规定证券交易所与金融期货交易所既可采用股份公司（joint-stock company）形式，也可采会员制组织（membership organization）；经过“金融复兴委员会”（Financial Reconstruction Commission，FRC）批准，股份公司制交易所可以在自己的市场上市自己或自己的附属机构发行的股份。[②]2001 年 3 月 15 日，东京证券交易所公布了进行非互助化改制的临时报告，从此，东京证券交易所迈上了非互助化改制之路。[③]

2000 年 7 月，亚洲开发银行专门拨款用于研究菲律宾证券交易所的非互助化问题[④]；菲律宾政府则于 2000 年 7 月 19 日颁布《证券监管法典》（Securities Regulation Code），要求在本法典生效前存在的证券交易所在法典生效后的未来一年内完成非互助化改造工作，重组为股份公司（stock corporation）。[⑤] 因此，自该法颁布之日起，菲律宾证券交易所也正式迈向非互助化进程，并将在未来的 1 年内完成非互助化改造工作并成为自己的上市公司[⑥]；2000 年 12 月 1 日，重组后的南非约翰内斯堡证券交易所（JSE）选举新的董事会，在第一次董事会会议上就作出决定，在 2001 年研究 JSE 是否需要进行非互助化改造。[⑦]

因此，交易所非互助化改制已经真正成为一个全球化（globalization）现象。

交易所缘何出现“非互助化”的发展趋势？这对证券市场法律制

① SPC of Japanese TSE, The Future of the Tokyo Stock Exchange: The Way Forward, Feb. 10, 1999. http://www.tse.or.jp/english/top/eframenrws.html (2001/1/17).

② Outline of the Amendment of the Securities and Exchange Law and the Financial Futures Trading Law. http://www.mof.go.jp/english/system/fs005.htm (2001/3/30).

③ The Future Shape of TSE—Interim Report (http://www.tse.com.jp) (2001/3/30).

④ See Conrado M. Diaz Jr., ADB Okays Funding For Study on PSE Demutualization, July 18, 2000 (http://www.philstar.com) (2001/1/16).

⑤ See Article 33 (2) (a) of the Securities Regulation Code of Philippines.

⑥ http://www.inquirer.net/issues/nov2000/nov06/business/bus_5.htm (2001/1/17).

⑦ See JSE, New JSE Board Meets For The First Time (http://www.jse.co.za/news/001201.html) (2001/1/2).

度，尤其是监管制度有何影响？应如何对待与解决交易所营利需求与交易所肩负的自律监管职责之间固有的利益冲突？面对这一全球性现象，执世界证券市场之牛耳的美国证券市场于 20 世纪末期展开了一场针锋相对的大讨论。

美国证监会主席阿瑟·莱葳特(Arthur Levitt)首先点燃了争论之火。1999 年 9 月 23 日，莱葳特先生于哥伦比亚大学法学院发表了题为《动态市场,永恒原则》的演说,由此引起了人们对非互助化及其对自律制度影响的大讨论。①

莱葳特先生认为，电子通讯网络（Electronic Communication Networks，ECNs）的发展降低了证券交易成本,提高了交易速度,向传统证券交易所提出了严峻的挑战。② 面对 ECNs 日益激烈的竞争，纽约证券交易所与 NASDAQ 均计划进行非互助化改制。对此,美国证监会不持任何异议，但该种制度变革必然对美国历史悠久的自律制度提出挑战。如果交易所通过非互助化改制，转变为营利性公司，而自律组织仍在该营利性公司的框架内运作，则必然会产生利益冲突,这是必须解决的问题。对此,莱葳特先生认为,至少,自律机构与其监管的市场之间必须遵循严格的组织隔离，这是营利性组织结构下保护投资者利益的最起码要求。对于究竟采取何种模式从组织上将监管组织与市场组织进行分离，莱葳特先生并没有提出具体的建议，但对于采取单一的自律组织模式表现出了浓厚的兴趣。③ 莱葳特先生认为，不管非互助化交易所采取何种组织形式，自律职责必须得到充分的履行、自律组织必须得到充足的经费，并全身心服务于公众利益。

1999 年 9 月 28 日，纽约交易所主席与首席执行官理查德·A·格拉索(Richard A. Grasso) 先生与美国“全国证券交易商联合会”(NASD)主席与首席执行官弗兰克·匝波(Frank Zarb) 先生同时于美国参议院，针对莱葳特五天前发表的演说，就公众拥有美国证券市

① See Arthur Levitt, Dynamic Markets, Timeless Principles, Sept. 23, 1999. http://www.sec.gov/news/speeches/spch295.htm(2000/10/26).

② 有关 ECNs 的问题，参见本书第三章内容。

③有关单一自律组织模式（A Single SRO），参见本书第五章第四节第三部分内容。

场问题陈辞，二者提出了截然不同的看法。

格拉索先生认为，技术进步为证券市场带来了包括 ECNs 在内的新的竞争组织。这些竞争组织大多为营利性实体，不受会员制组织的限制,因此是灵敏的竞争者。美国证监会 1998 年底颁布的《另类交易系统条例》（ATS Regulation） 规定①,ECNs 可以选择注册为国家交易所，因此可以直接与传统交易所展开竞争。为保持纽约交易所交易上市证券的中央市场地位、防止市场分散，纽约交易所必须采取适当措施，以保证在新的竞争与监管环境中处于领先地位。格拉索先生认为，进行非互助化改制，可以更好地整合交易所自身利益与会员之间的利益，以使交易所更快、更富有创新性地对竞争性挑战作出反应。同时,通过改制为营利性公司,交易所将拓宽融资渠道,以为业务增强提供资金支持。多年以来，纽约交易所为投资者提供了高效、流动、透明的证券市场,其自律制度举世无双。因此,纽约证券交易所无须政府干预或要求特殊的保护措施，只是需要政府认识到，纽约证券交易所处于高度竞争的环境中，非互助化是纽交所持续服务美国投资公众的关键所在。非互助化不仅不会削弱、反而会强化纽交所的自律职责；纽交所半个多世纪以来的实践也证明了这一点，因此，非互助化以后，纽交所的自律职责无须从营利性交易所本身剥离，否则将削弱对投资者的保护。②

与格拉索先生的发言形成鲜明对比， NASD 主席匝波先生认为，如果交易所改制为营利性公司，交易所的自律机制必须进行变革，否则必然产生利益冲突，影响自律职责的履行，因此应该建立单一的自律组织（single self-regulatory organization） ,使市场与自律组织分离，并由该组织承担监管经纪交易商与执行证券法的主要职责。按照 NASD 制定的改制计划 ,NASDAQ 重组为营利性的交易所以后,NASDAQ 将与“全国证券交易商监管公司”(NASDR)签署监

①有关“另类交易系统条例”参见本书第三章第二节第一部分。

② See Richard A. Grasso, Statement before the Senate Banking Committee Hearing on Public Ownership of the U. S Stock Markets, Sept. 28, 1999 (http://www. nyse. com/speech/NT0002458E. html) (2001/01/01).

管服务协议,NASDAQ 不再承担监管职责。①

2000 年 5 月于悉尼举行的 IOSCO 第 25 届年会上,来自成熟证券市场监管者的主题发言几乎均涉及到交易所的非互助化问题。毫无疑问,传统交易所非互助化改制已经成为一个全球性课题,无论是从理论,还是从实践上都引起证券业界、证券法律界、证券监管机构与国家立法机构的广泛关注与参与。

目前正值中国大力建设与完善证券市场、促进证券市场市场化、规范化、国际化发展之际,作为一个新兴市场经济国家,我们很有必要对此全球性现象进行研究与探讨,以期为我国证券市场的发展提供借鉴。

在探讨本书主题之前,有两点需要首先作出说明:

一、关于本书主题词的理解

尽管交易所非互助化(demutualization)改制是一个全球现象,但尚未触及中国证券市场。因此要介绍与分析这个现象,就存在翻译问题。本书主题词'非互助化'来自英文'demutualization"。绝大多数学者与监管机构均采该种英文说法。②现有中、英文字典中均无此词,因此,该词属于专为该种现象而新创。本书将其译为'非互助化"。我国也有学者将'demutualization'翻译为'非互助化",但视其为形成公司制交易所的一个过程。③ 著名学者 Ruben Lee 博士最初称该

① See Testimony of Frank G. Zarb Chairman and CEO National Association of Securities Dealers, Inc. Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs on Public Ownership of the U. S. Stock Markets, Sept. 28, 1999 (http://www.nasd.com) (2001/1/1).

② See e. g., IOSCO Technical Committee, Discussion Paper On Stock Exchange Demutulaization, Dec. 2000; Toronto Stock Exchange, A Blueprint For Success, Oct. 15, 1998 (http://www. tse. com) (2001/1/6); CFTC, The Chicago Mercantile Exchange's Proposed Demutualization Plan (http://www. cftc. gov/tm/cme_demutualization memo. htm) (2001/1/6); Richard A. Grasso, Statement Before the Senate Banking Committee Hearing On Public Ownership of the U. S. Stock Market, Sept. 28, 1999 (http://www. nyse. com/speech/NT0002458E. html) (2001/1/6); Roberta Karmel, Demutualization-Implications for the Regulation and Governance of Securities Exchanges, 25th IOSCO Annual Conference, Sydney, Australia, 19th May 2000 (http://www.iosco.org) (2001/3/11).

③ 参见屠光绍主编:《证券交易所 现实与挑战》,上海人民出版社 2000 年 5 月版,第 33 页。

现象为“公司制”(companization)[①]，后也改统称“demutualization”[②]，也有人认为 demutualization 相当于一般公司的初次公开发行过程(IPO)[③]。

本书认为，demutualization 的实质在于改变交易所会员制、互助、非营利性(non-profit mutual membership)的治理结构，打破自然垄断，致使交易所市场设施的所有权、决策权与使用权分离，便利交易所决策与筹集资金，为此使交易所成为营利性公司，以适应证券市场全球化、一体化、电子化、网络化、结盟与合并等竞争需求。因此，采用‘非互助化’的称谓，着重于交易所变革的原因与发展方向，更能接近 demutualization 的英文原意与这一变革的实质。

“公司”在不同国家与地区的法律制度中有不同的含义与分类。而且，‘非互助化’以前，有一些交易所就采用互助公司的形式，因此采‘公司化’的说法易产生误解。同时，‘公司制’一词强调了交易所的出资形式，忽视了‘demutualizaton’的沿革。此外，由于使交易所成为股份公司只是 demutualization 的直接结果之一，因此，‘公司制’的称谓没有抓住“demutualization”的实质。而将‘demutualization’理解为交易所的初次公开发行(IPO)则属于误解，因为在改制的初始阶段，非互助化以后的斯德哥尔摩证券交易所、多伦多证券交易所、CBOT、CME 等仍属于封闭公司(privately held companies)，其中斯德哥尔摩证券交易所属于被吸收进 OM 集团而成为上市公司的一部分，自始至终不存在 IPO 的问题。

因此，本书采‘非互助化’的称谓。

二、关于本书研究对象的限定

交易所非互助化是一个全球现象。不仅仅出现在大陆法系国家，

① See Ruben Lee, What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets, Oxford University Press, 1998, at 35.

② See Ruben Lee, Demutualization and Governance of Exchanges, and the Future of Trading Systems. http://www.visualcommunications.com/wb/nbfi/Securities/demutualization_and_governance/s5_demutualization_and_governance_t.htm(2001/3/31).

③ See Conrado M. Diaz Jr., ADB Okays Funding For Study on PSE Demutualization, Junly 18, 2000 (http://www.philstar.com) (2001/1/16).

更主要发生于英美法系国家。首先出现于欧洲，随后出现于澳洲，拓展至北美、亚洲、非洲等国家与地区。金融市场电子化、网络化、国际化、全球化的发展又加剧了这一进程。

因此，本书主题是在一个全球背景下展开的，不仅仅局限于某个国家或地区，为此，本书也将围绕这种全球性现象进行分析，不局限于某个国家或地区的‘非互助化’现象。

交易所“非互助化”改制不仅仅在现货交易所进行，也出现在期货、期权等衍生工具交易所，不仅仅在证券交易所进行，也在商品交易所进行。同时，交易所非互助化过程往往与金融市场一体化整合同时进行。

因此，本书研究的对象将包括证券与商品的现货、期货、期权交易所。但由于上述市场的组织结构、风险管理、清算与交割制度存在差异，而且作者对商品交易所、衍生工具交易所的理解与资料占有十分有限,因此,本书将主要研究(包括纵向一体化的)证券交易所的非互助化现象，但也将力所能及地涉及商品交易所与衍生工具交易所的‘非互助化’进程。

第一章　传统交易所组织结构分析

交易所“非互助化”改变的是传统交易所的组织形式与治理结构，因此要理解交易所非互助化的运动，需要对传统交易所的组织形式与治理结构有一个较为完整的了解。我国学者的通说认为，交易所组织形式分为会员制与公司制。而英美法系大多数交易所注册为公司，因此学者们在解释公司制时，也就以注册为公司的英美法系交易所为例说明什么是交易所的公司制。事实上，类似的交易所只有“公司”之名，而无学者所述“公司制”之实。何以会产生类似似是而非的现象？皆源于法系之差别。我国公司法律制度属于大陆法系，而在该法律制度领域，两大法系差异巨大。因此，以“此”法系概念分析“彼”法系现象，必然产生误解。为此，本章内容试图从不同法系对公司的分类开始，旨在澄清对交易所组织形式的认识。

第一节　关于公司形式的基本理解

交易所非互助化的直接结果之一是交易所采用股份公司形式，导致有关交易所组织制度方面存在证券法与公司法适用上的交叉。由于法律文化与法律历史的差异，世界各国法律制度主要划分为英美法与大陆法两大法系。前者以英美为代表，包括我国的香港特区，后者以欧洲大陆德国与法国为代表，包括我国的台湾地区。不同的法域有不同的法律制度与价值体系，自然也有不同的公司法律制度。即使是同一法系的国家在公司组织形式上也存在明显的区别，因此，为便于进一步认识交易所非互助化改制的原因，有必要了解不同法系有关公司组织形式的基本规定，以免对交易所的组织形式产生误解。

一、大陆法的分类方法

在以德国、法国为代表的大陆法系国家，公司主要有五种形式：

有限公司、股份有限公司、两合公司、股份两合公司、无限公司。①

有限公司与股份有限公司最主要的区别是公司的资本是否划分为等额的股份。两合公司是无限责任股东与有限责任股东共同出资组成的公司。这种公司在世界范围内已经为数不多。在英国与美国，与此类似的企业组织为“有限合伙”。② 股份两合公司则是股份有限公司与两合公司的结合。其中两合公司中负有有限责任的股东依照股份公司的形式认购股份。但这种尝试不成功，在公司种类的数量上始终居各国的末位，现在大多数国家立法已经不规定这种公司形式了。③

这些法域的国家与地区主要有德国、法国、日本、比利时、意大利、葡萄牙、瑞士、奥地利、中国的大陆和台湾地区。④ 当然，落实到具体的国家，又因为法律历史与法律文化的差异，公司组织形式方面也存在一定的区别。比如，按照《日本商法》的规定，公司在日本只有无限公司、两合公司与股份公司之分⑤；在我国的台湾地区，公司则分为无限公司、有限公司、两合公司与股份有限公司⑥；而按照我国大陆公司法的规定，公司只有股份有限公司与有限责任公司的区分。⑦

二、英美法的分类方法

在英美法系国家，公司不仅仅特指企业，也往往成为自然人以外社会主体的同义语。即使合伙和独资企业与公司有根本的不同，人们也往往在有关公司的教材中对合伙与独资企业进行介绍。⑧ 由此可见公司组织形式对于英美法系国家经济与社会生活影响之深，公司的类型自然也就显得较为复杂。正如人们看待英美法一样，英美公司

① 参见江平主编：《新编公司法教程》，法律出版社 1994 年 9 月版，第 36 页。

② 参见江平主编：《公司法教程》，法律出版社 1987 年 6 月版，第 194 页。

③参见江平主编：《新编公司法教程》，法律出版社 1994 年 9 月版，第 36 页；罗伯特·霍恩、海因·科茨、汉斯·G·莱塞：《德国民商法导论》，托尼·韦尔英译，楚建译、谢怀栻校，中国大百科全书出版社 1996 年 12 月版，第 264 页。

参见沈宗灵著：《比较法总论》，北京大学出版社 1987 年版，第 53～55 页。

④ 参见《日本商法》第二编第 53 条规定。

⑤ 参见《台湾公司法》第 2 条。

⑥ 参见我国《公司法》第 2 条。

⑦ See e. g. , William L. Cary & Melvin Aron Eisenberg, Corporations-Cases and Materials, 6th edition.

法调整的公司类型繁多、庞杂、无序。人们对公司组织的分类自然也采取几种相互交叉的分类方式。根据英美公司与公众之间的关系、公司权力源泉，以及公司活动的性质，公司可作如下的分类。

（一）公共公司、私公司与准公共公司

根据服务宗旨与职能，英美法系国家的公司可以划分为“公共公司”、“私公司”与“准公共公司”。“公共公司”（public corporations）旨在实施政务，管理公共事务。在美国，一个城市就是一家州法下的公共或市政公司。“私公司”（private corporations）则是一个人合组织，旨在为慈善或公益事业，亦或为金融、工业、商业目的。

人们常常提及的公司就是这种“私公司”。在商界，私公司一般又被人们称为“公众公司”（public），因为该类公司大多向社会公众发行股票，并于证券交易所上市交易。因此，此处的“公众公司”（public corporations）已经不再是“公共公司”，而为下文提及的“封闭公司”与“开放公司”中的开放公司了（publicly held corporations）。“准公共公司”（quasi-public corporations）也称为公共服务公司（public services corporations）或公用事业（public utilities），系私公司，但提供公众特别依赖的服务，类似公司主要有铁路、煤气、电能公司等。

因此，此处需要对“public corporations”予以特别关注。其有两层含义，第一层含义与“私”相对，第二层含义与“封闭”相对。

（二）公共事务局（Public Authorities）

进入 20 世纪以后，随着文明的进步，政府与公众之间的关系发生了根本性转变，公众日益主张政府提供一定的服务。有的服务内容由政府直接履行，而有的内容则由公司（比如前述的公共公司）或由政府创立的“事务局”（Authorities）提供。比如，城内停车设施就有可能由独立的市政停车事务局组织。公共低成本的住房计划，也有可能由独立的住房事务局运营。该种机构类似于我国的港务局、烟草专卖局等行业组织。

（三）特殊服务公司

特殊服务公司，是针对特定行业而组织起来的公司。比如，从事运输、银行、保险、储蓄贷款运作，以及其他具有相似专业功能的公司。对于类似公司，英美法系国家大多制定有专门的法律规范。此外，这些公司的具体运营活动与方式，还要接受州与联邦法律和行政法

构(administrative agencies)的监管。比如,在证券市场,美国投资公司、投资咨询公司就需要接受美国证监会的监管。①

(四)封闭式公司与开放式公司

根据公司股东数量、股份流动性,以及监管的依据,公司可以划分为"封闭公司"与"开放公司"。

所谓封闭式公司,是指股份为单一股东或紧密结合的一组股东所持有的公司。这些公司的股份不进行公开交易,而且大多数都是一些小公司。这些公司在过去大多是独资企业或合伙组织(partnerships),现在之所以注册为公司,旨在利用公司所具有的有限责任或税收好处。就封闭公司立法,美国各州已有自由化的倾向,比如允许由很少的人设立公司、设立一人董事会、取消正式会议的要求等等。

所谓开放式公司,是指股份可以在证券市场流通转让、股东数量具有非特定性并随时因股份流动而处于变化状态的公司。在开放式公司中,大多数公司为上市公司,而且上市公司大多对整个国民经济影响巨大,因此,人们一般以"上市公司"代替"开放式公司"。

此两类公司在美国一般称为"closely held corporations"与"publicly held corporations"。② 在英国一般称为"private company"与"public company"。③

此处需要说明的是,英国的"private company"、"public company",不是美国的"public corporations"、"private corporations"。英国的"private company"与"public company"应属于美国"私公司"(private corporations)之列。④

封闭式公司与开放式公司类似大陆法系的有限责任公司与股份有限公司。⑤

① See Ronald A. Anderson, Ivan Fox, David P. Twomey, Business Law and The Legal Environment, South Western Publishing Co., 1990, at 903.

② See Robert W. Hamilton, The Law of Corporations ,法律出版社 1999 年 10 月版,第 22~24 页

参见江平主编:《公司法教程》,法律出版社 1987 年 6 月版,第 33 页.

我国有学者认为,英美法公公司与私公司之分,就是开放式公司与封闭式公司之分,是公司的两种基本形态。参见赵旭东:《企业法律形态论》,中国方正出版社 1996 年 6 月版,第 159~162 页。

③ 参见江平主编:《公司法教程》,法律出版社 1987 年 6 月版,第 33 页。

（五）职业公司（professional corporations）

所谓职业公司，是指为从事某个职业而组织的公司，主要是由律师、医生等专业人士开立的执业公司。职业公司的主要目的在于享受税收上的优惠。比如执业者通过设立公司营业，自己可以成为自己公司的雇员，进而给自己带来税收上的优惠。同时，通过设立公司，执业者可以免除自己作为个人执业者应负担的无限责任。①

（六）非营利公司（nonprofit corporations）

非营利公司是指为慈善、救济、教育、宗教、文化或其他公益目的而组织的公司。②因此，非营利公司往往也称为慈善公司（eleemosynary corporations）。比如医院、大学、疗养院等。非营利公司不得向其成员、董事或管理人员分配收益或财产，但对其提供的服务可以支付合理的报酬。③“美国律师协会公司法委员会”曾起草了一部《标准非营利公司法》。该法目前是美国阿拉巴马、爱荷华、华盛顿、哥伦比亚特区等 13 个州制定《非营利公司法》的范本。④

美国包括 NYSE、CBOT、CME、NYMEX 在内的大多数交易所就依据各所在地的州法注册为‘非营利公司’。

（七）互助公司（mutual companies）

有些书籍译为相互公司或合作公司。互助公司资金来自成员办理业务所交纳的资金。最典型的互助公司是互助保险公司和互助储蓄银行。参加公司的成员交纳的保险费和储蓄存款就构成了公司业务活动的资金。

江平教授认为，这种公司是一种没有股东的公司。这种公司的利润在扣除准备金后，在其成员中按其为公司所办业务的比例进行分配。这种公司的业务只能为其成员的利益服务，不能以营利为目的向社会招揽业务。⑤

① E. g., William A. Klein & John C. Coffee, Jr., Business Organization and Finance, 2nd edition, at 107～108.

② See e. g., Section 355. 015 of Missouri Corporation Laws, Effective May 29, 1991, in A Handbook on Business Organization and Corporation Laws, Published by Secretary of State Judith K. Moriarty, Jan. 1, 1993.

③ See e. g., Section 355. 015, 355. 030, id.

④ See Ronald A. Anderson, Ivan Fox, David P. Twomey, Business Law and The Legal Environment, South Western Publishing Co., 1990, at 903, note 4.

⑤ 参见江平主编：《公司法教程》，法律出版社 1987 年 6 月版，第 36 页。

本书认为，大多数英美法系国家的交易所也具有互助公司的上述特点与性质。交易所可以进行非互助化改制，采互助组织形式的其他组织自然也可以开展非互助化运动。因此，非互助化（demutualization）现象并非仅仅产生于证券市场，也遍及采纳互助式组织形式的保险业。①

（八）担保有限公司

在英国、澳大利亚、中国香港等英美法系的国家与地区，公司还有‘担保有限公司’形式。在担保有限公司中，股东的责任以他们保证的、在公司清理时将承担的资产数额为限。②

在进行非互助化改制以前，澳大利亚与香港联合证券交易所均以所属法注册为‘担保有限公司’。

前述之所以对公司的形式作如此细致的分类，主要在于说明交易所的组织形式。交易所有近 400 年的历史③，其组织形式不仅随着历史的发展而变化，而且也因为分属不同国家而采用不同的形式。即使在同一国家采用同一种类型，还因为存在不同的具体形式而存在不同。比如，东京证券交易所曾经分别采取过有限责任公司与股份有限公司形式，而目前为会员制；纽约证券交易所很长时间为非法人协会，后于 1972 年注册为非营利性公司；包括加拿大在内的北美交易所在进行非互助化以前绝大多数注册为非营利性公司；而英国、澳大利亚、香港证券交易所则多注册为担保有限公司。④

目前绝大多数交易所在进行非互助化改制，成为封闭公司或公众公司，但并非仅仅变为公司制，而是自此种公司变为彼种公司。因此，加深对各国公司类型的了解，有利于加深对交易所非互助化改制的认识。

① See e.g. , Future Financial News, Fall 1999 Newsletter (http://www.future-financial.com/newsletters/99-fall.html) (2001/3/31).

②参见董安生等编译：《英国商法》，法律出版社 1991 年版，第 236～237 页。Also see section 1 (2) (b) of the British Companies Act of 1985.

③ 最早的证券交易所为 1611 年在荷兰阿姆斯特丹的股票交易所。参见胡英之著：《证券市场的法律监管》，中国法制出版社 1999 年 8 月版，第 131 页。另参见屠光绍主编：《证券交易所 现实与挑战》，上海人民出版社 2000 年 5 月版，2～3 页。

④ See Roberta Karmel, Demutualization — Implications for the Regulation and Governance of Securities Exchanges, note 1, 25th IOSCO Annual Conference, Sydney, Australia, 19th May 2000.

鉴于各国有关公司组织形式的法律规定存在差异，在提及交易所公司形式时，就有必要说明该种类型的公司是何种公司制，对于交易所的组织形式与治理结构有何影响。笼统地理解为大陆法系中的公司，尤其是我国公司法中的股份有限公司会引人误解。

第二节　关于传统交易所组织形式的基本理解

目前国内学者的各种著述中，大多对证券交易所的组织形式有所介绍和分析，均将交易所的组织形式分为公司制与会员制。笔者认为，将交易所分为公司制与会员制并无不当，是交易所的主要分类方法之一，尤其是在大陆法系国家与地区。但在对全球交易所非互助化现象的由来与演变进行深入分析时，仅以会员制与公司制来划分就未免失于粗疏，无法解释已经是公司形式的英美法系交易所非互助化运动，而且容易对交易所的组织形式，尤其是对公司制产生误解，将仅仅采‘非营利公司’形式的交易所或‘担保有限公司’形式的交易所理解为所有权与使用权分离的股份有限公司[①]，进而难于理解目

①比如于纪渭先生认为，交易所分为股份制与会员制。股份制交易所采用的是以营利为目的的股份有限公司形式，发展中国家的证券交易所多采用股份公司制，纽约也为公司制。参见于纪渭著：《股份制经济学概论》，复旦大学出版社 1993 年 11 月版，第 189 页。杨志华先生认为，依照交易所的组织形态划分，交易所分为会员制与公司制。香港联交所、新加坡证券交易所均为股份有限公司。参见杨志华：《证券法律制度研究》，中国政法大学出版社 1995 年 1 月版，第 226～232 页。刘淑强先生认为，交易所分为公司制与会员制。公司制是由投资者以入股方式组建的，设置场所与设施，经营有价证券集中交易市场的股份有限公司，是以营利为目的的企业法人。中国香港、澳大利亚就属于此类。参见顾肖荣主编：《证券法教程》，法律出版社 1999 年 11 月版，第 218～219 页。陈更生(chen su)先生也采此看法，认为伦敦证券交易所就属于以营利为目的股份有限公司。参见王保树主编：《中国商事法》，人民法院出版社 1996 年 6 月版，第 326 页。王连洲先生也认为，交易所组织形式分为公司制与会员制。公司制证券交易所以营利为目的。英国伦敦证券交易所与香港联交所属于公司制。参见王连洲、李诚编著：《风风雨雨证券法》，上海三联书店 2000 年 6 月版，第 334～339。　郑振龙先生也认为证券交易所分为公司制与会员制，加拿大、日本、中国香港、马来西亚、纽约证券交易所等均属于公司制。公司制证券交易所大多为营利性组织，但加拿大、日本、纽约证券交易所是非营利性。参见郑振龙著：《各国股票市场比较研究》，中国发展出版社 1996 年 8 月版，第 74～76 页。将日本证券交易所列为公司制显然属于资料性错误，因为《日本证券交易法》第 80 条第 2 款明确规定，证券交易所为会员组织。参见卞耀武主编：《日本证券法律》，徐庆译，法律出版社 1999 年 5 月版。杨永清先生认为，期货交易所采用会员制和公司制两种组织形式，前者如 CBOT、CME、日本各期货交易所，后者如 The Coffee, Sugar & Cocoa Exchange, Inc.，中国香港期货交易所。笔者没有对 The Coffee 与 Sugar & Cocoa 交易所进行考察，不知其究竟采何种组织形式，但香港期货交易所不是我国学者所普遍理解的公司制是肯定的。参见杨永清著：《期货交易法律制度研究》，法律出版社 1998 年 5 月版，第 233 页。

前的交易所非互助化现象。

因此，为了澄清本书的主题，有必要对在进行非互助化以前的证券交易所(以下简称‘传统证券交易所’)的类型进行更为细致的分类与说明，资以阐明非互助化发展的由来与趋势。

就横向比较来看，由于各国法律与商业文化背景不同，各国证券交易所在组织形式上存在较大差异。因此，很难按照统一的或惟一的标准对各国的交易所组织形式进行分类。此外，各国证券交易所大多都随着历史发展而存在不同程度的演变，使得试图对特定时间点存在的证券交易所进行分类往往都是徒劳的。但由于交易所的基本宗旨与主要功能是一致的，因此根据一定的标准，对交易所的组织形式仍可以进行一定的分类。

一、传统交易所组织形式的一般界定

(一)以是否‘以营利为目的’为标准

根据是否营利的标准，交易所可以划分为营利性(for-profit)交易所与非营利性(non-profit)交易所。

之所以按照本标准对交易所进行分类，是因为有学者想当然地就认为,交易所采公司形式,就是‘以营利为目的’;‘以营利为目的’者也就是‘公司’了。[①] 其实不然,因为在英美法系国家与地区,公司有‘营利’与‘非营利’形式的划分。

按照《台湾证券交易法》的规定，证券交易所分为会员制与公司制两种。[②] 会员制证券交易所为非以营利为目的之社团法人。[③] 公司制证券交易所以股份有限公司为限。[④] 该法没有说明,公司制证券交易所是否以营利为目的，与对会员制证券交易所的定义相比，可以推断，公司制证券交易所可以以营利为目的。但设立为股份有限公司的台湾证券交易所股份有限公司《章程》规定，该公司以提倡企业投资、

① 参见上页注。
② 参见《台湾证券交易法》第 94 条。
③ 参见《台湾证券交易法》第 103 条。
④ 参见《台湾证券交易法》第 124 条。

促进经济建设、扶助工商事业为宗旨。[①] 尽管采公司制的台湾证券交易所也没有明确规定以营利为目的，但从其运行情况看，认定其属于营利性交易所并无不当。

人们常常提及的香港交易所是由香港原四家交易所合并，于 1986 年 4 月 2 日开业的"香港联合交易所"，简称"香港联交所"。[②] 香港联交所在 1980 年 7 月成立时，根据《公司条例》和当时尚未经过立法局通过的《证券交易所合并法案》的规定，在其组织大纲及章程中订明，它同其他私人公司一样，是一家营利性公司，实行牟利原则，要向会员／股东分配公司营利。[③] 香港联交所于 1991 年变更为非营利性的公司。

纽约证券交易所虽然于 1971 年改组为公司，但是一家州法下的非营利性公司。[④]属于非营利性的证券交易所还有加拿大、日本，以及我国大陆的证券交易所。改制前的伦敦证券交易所属于非营利性组织，但从 1802 年至 1948 年，伦敦证券交易所则是一家营利性交易所，每年向会员分配丰厚的利润。[⑤]

(二)以是否为"法人组织"为标准

以是否采法人形式，证券交易所可以划分为法人组织与非法人组织(body corporate or unincorporated association)。目前，大多数

①参见《台湾证券交易所股份有限公司章程》第 1 条。

②一个世纪以前的股票经纪协会的成立，标志着香港证券交易的开始。1914 年，该协会易名为香港股票交易所。1921 年，另一家交易所开始运作，到 1947 年，这两家交易所合并，而成立了新的香港股票交易所。1969 年 12 月，另一家新交易所——远东交易所开业。与原交易所不同的是，远东交易所着重本地商业团体的需要，以粤语作为交易语言，股价被定位于吸引个人投资者的水平，每手股票均以较小单位进行交易。远东交易所的交易量很快超过了香港股票交易所。更多的交易所随之成立：金银交易所于 1971 年 3 月开业，而九龙证券交易所亦于 1972 年 1 月开业。1975 年，香港证券监察委员会提出统一四个交易所，但没有引起人们的重视。经过几年的努力与讨论，显示出交易所的统一不可能在自愿的基础上完成。因此，1980 年政府介入，制定《证券交易所合并条例》。据此，香港联合交易所有限公司被赋予在香港经营股票市场的垄断权。1986 年 4 月 2 日，香港联合交易所有限公司正式开业。参见《香港证券业检讨委员会报告》附录 10，1988 年 5 月 27 日。

③但事实上，香港联交所从未分配过公司的营利。参见武为群著：《香港证券市场》，中国金融出版社 1996 年 3 月版，第 111 页。而且香港联交所还于 1991 年变更为非营利性公司。参见下文。

④ http://www.nyse.com/about/organization.html(2001/2/7).

⑤ See Roberta S. Karmel, Stock Exchange Demutualization in Sweden and Australia, the New York L. J. , Aug. 19, 1999.

证券交易所为法人组织。我国大陆的两个交易所也属于法人组织。[①]依据《英国金融服务法》的规定,交易所可以是法人,也可以是非法人的联合体。[②]

纽约证券交易所自成立之日起即采取自愿结合之非法人团体方式。纽约证券交易所之所以在创立之初采用非法人团体形式,旨在避免司法机关对证券交易所内部事务进行干预。因为非法人组织属于当事人自愿结合而产生,因此其会员的权利、义务与权力由交易所组织本身赋予,法院不得随便介入,属于一种纯粹私人自治性质的组织。[③]即使美国《1934 年证券交易法》颁布后,纽约证券交易所仍为非法人组织。1971 年,纽约证券交易所始改为目前的非营利性法人公司组织(non-profit corporation)。

(三)以是否采"公司形式"为标准

根据是否采用公司形式,交易所可以分为公司式交易所与非公司式交易所。

此处所说是否采"公司形式",是特指交易所是否依据应适用的法律注册为公司,而非人们通说的公司制。本书之所以要以此标准对交易所进行分类,旨在说明,采公司形式的交易所并不一定就是人们通说的公司制交易所,而可能是会员制交易所,以澄清可能存在的误解。

大多数英美法系国家的交易所采公司形式,依相应的公司法成立。但他们又绝大多数属于互助制(mutual)组织,而非人们通说的公司制交易所。新加坡证券交易所是于 1973 年 5 月根据《新加坡公司法》的规定注册成立的,接受新加坡金融管理局的管理,但新加坡证券交易所是一家互助式交易所。合并与进行非互助化改革以前,仅仅

①参见《中华人民共和国证券法》第 95 条:"证券交易所是提供证券集中竞价交易场所的不以营利为目的的法人。"《台湾证券交易法》第 11 条:"本法所称证券交易所,谓依本法之规定,设置场所及设备,以供给有价证券集中交易为目的之法人。"《日本证券交易法》第 80 条规定:"证券交易所为法人。"

② See Section 287(1) of Part xviii of Financial Services and Market Act 2000 of UK.

③参见陆百甫等主编:《商务国际惯例(证券卷)总览》,中国发展出版社 1994 年 6 月版,第 51 页。