

上证联合研究计划第 24 期课题报告

全球主要交易所治理结构研究

上海证券交易所—厦门大学联合课题组

课题主持人：屈文洲、廖士光

课题组成员：林涌、吴晓晖、阮军、李毓鑫

目录

内容摘要	4
第一章 全球主要交易所治理结构现状	2
第一节 交易所治理的基本内容	2
第二节 全球主要国家证券管机构与交易所权责划分.....	5
第三节 全球主要交易所治理结构分类及特点	15
第四节 全球主要交易所治理趋势.....	18
第二章 全球主要交易所治理结构与监管模式比较	24
第一节..... 全球主要交易所分类	24
第二节..... 政府主导型监管模式下公司制交易所治理结构	26
第三节..... 自律型监管模式下公司制交易所治理结构	29
第四节..... 自律型监管模式下会员制交易所治理结构	31
第五节政府主导型监管模式下会员制交易所治理结构	33
第三章 交易所治理结构与经济效率差异分析.....	35
第一节 不同监管权分配模式下经济效率差异分析.....	35
第二节 交易所并购	39
附件 1.....	42
第四章 完善我国交易所治理结构的政策建议.....	46
主要参考文献	49

内容摘要

“保护中小投资者就是保护资本市场，”中国证监会肖钢主席在《人民日报》发表署名文章指出，“在我国资本市场发展历程中，中小投资者发挥着不可替代的作用……保护中小投资者的合法权益，不仅是资本市场健康运行的内在要求，也是维护社会公平正义的有效途径”。肖主席指出，“必须旗帜鲜明地保护中小投资者”，应构建“一系列有针对性的制度安排和政策措施”。而证券交易所作为证券市场的组织者和产品创新者，处于证券市场监管的第一线，如何优化其治理结构以适应资本市场内在质量、运行效率和市场监管等方面的新要求、更好地保护中小投资者，成为当前亟需解决的重大课题。

21 世纪以来，伴随着信息技术的发展和全球金融一体化的推进，全球主要交易所的治理结构发生了显著的变革与创新。开展全球主要交易所治理结构的研究，对于优化我国交易所治理结构具有重要的借鉴意义。

首先，深入分析交易所治理结构的内涵与外延，紧扣监管主体、所有制、治理目标、董事会组成与决策机制等交易所治理结构的核心内容，从战略高度探索全球主要国家证券监管机构与交易所监管职权分配模式及其对交易所治理的影响，力图寻找“合适”的监管权分配模式，为优化我国证券监管部门与交易所之间的职权分配提供有益的参考；

然后，从交易所监管模式和交易所治理模式的角度，将交易所划分为四大类：政府主导型监管模式下的会员制、政府主导型监管模式下的公司制和自律型监管模式下的会员制、自律型监管模式下的公司制，总结这四类交易所在交易所治理核心内容方面的特点，并对全球主要交易所治理结构进行案例分析，为优化我国交易所治理结构提供有价值的参考；

随后，从“治理结构——经济效率”的角度，实证检验了不同监管模式下不同治理结构的四类交易所在经济效率方面的差异，用经验证据体现了治理结构对交易所实现其宗旨和目标的影响；

最后，借鉴全球主要交易所治理的经验，结合我国的实际情况，提出政策建议以优化我国交易所的治理结构。

本课题借鉴证券监管、公司治理的最新研究框架，主要研究框架如下：第一章为全球主要交易所治理结构现状及发展趋势，第二章为不同监管模式下交易所治理结构比较研究，第三章为交易所治理结构与经济效率差异分析，第四章为政策建议。

第一章 全球主要交易所治理结构现状

本章深入讨论了交易所治理的基本内容，系统梳理了各国政府监管机构与自律监管机构的权责划分，并总结了全球主要交易所治理结构的基本特点，分析了全球主要交易所治理趋势。

第一节 交易所治理的基本内容

一、交易所治理具有广义公司治理的内涵

公司治理（或公司治理结构）有狭义和广义之分（张维迎，1999；李维安，2001）。狭义的公司治理是指公司董事会的功能与结构、股东权力等方面的制度安排；广义的公司治理是指有关公司控制权和剩余索取权的一整套法律、文化和制度性安排，通过这些安排来实现公司目标和协调公司与所有利益相关者（股东、债权人、供应商、员工、政府、社会公众等）之间的利益关系。

交易所治理更多的强调了广义上的公司治理的内涵，原因就在于对证券交易所治理的设计应当更加注重利害关系者利益的保护，包括对会员或股东之外的发行人、投资大众的保护，至少应该平衡利害关系者利益和会员利益或股东利益。尤其是随着越来越多的会员制交易所改制成为营利性公司，交易所的商业利益和公共利益的冲突加剧，交易所公司治理的完善越显重要。因此，完善交易所公司治理中股东、董事会和信息披露等制度，确保交易所在追求自身利益的同时，履行自律监管职责，保护利益相关者的利益，维护社会公众利益，这是交易所公司治理的特别之处（谢增毅，2006）。

一般来说，公司治理包括内部公司治理和外部公司治理（李维安、武立东，2002）。还有的学者认为公司治理包括内部公司治理、公司治理的外部市场以及有关公司治理的法律法规三个层次。公司内部治理机制的主要内容是在公司内部构造一个合理的权力结构，从而在股东、董事会与经理人之间形成一种有效的激励、约束与制衡机制，以保证公司遵守有关法律法规、并实现公司及股东利益的

最大化。公司外部治理市场主要是指公司外部的产品市场、资本市场、经理人才市场通过产品与价格竞争、公司控制权竞争、经理人才竞争等方式对公司产生的激励约束作用。有关公司治理的法律法规主要是指政府及监管部门为了保护广大投资者的利益、保证公司遵守国家法律与社会道德规范而制定的一系列规定，包括董事的法律责任、会计准则、信息披露要求等，这些法律法规构成了有关公司治理的法律约束。

因此，综合上面的分析，我们认为交易所治理是指有关交易所所有权和剩余索取权的一整套法律、文化和制度性的安排，通过这些安排交易所能够切实履行其基本职能，发挥其建设公正公平、效率的资本市场中的作用，在追求商业利益和履行公共职能两个目标之间进行协调，并平衡所有利益相关者（交易所会员或股东、上市公司、证券公司、政府监管机构、交易所员工、证券市场投资者、社会公众等）之间的利益。

二、交易所内部治理机制和外部治理机制

关于交易所治理的问题，已经存在一系列的研究成果，这些研究成果分别采用不同的分析视角对交易所的治理结构做出了阐释(Pirrong, 2000; Hart& Moore, 1996; 张群群, 1999; 等)。从美国 SEC 对纽约交易所公司治理改革的经验来看，交易所治理结构包括交易所董事会的组成和结构、监管职能与市场职能的分离、交易所所有权和投票权的限制、交易所的信息披露以及强化 SEC 的监督。而且，董事会绝大多数成员必须由独立董事组成，主要的委员会全部由独立董事组成。

证券交易所尤其是公司制证券交易所的治理应该采用一般的公司治理准则，但综合考虑一般公司治理的主要特征和交易所治理的内涵，我们将交易所治理中符合一般公司内部治理的部分归结为内部治理机制，将交易所外部竞争、并购等外部治理市场和管理体制等法律法规归结为外部治理机制。

表 1-1 交易所内、外部治理机制

交易所内部治理机制	包括：董事会的组成与结构、所有者构成、交易所股权集中度、持股结构、决策权力分配、薪酬制度等。
交易所外部治理机制	包括：交易所竞争与并购、与金融机构、投资者、社会公众、媒体的关系等外部市场竞争以及证券监管体制包括证券法律法规、证券监管机构、审计与财务信息披露、独立

	董事等一系列法律制度。
--	-------------

（一）内部治理机制

与一般的公司类似，交易所的股权集中度、持股结构（会员持股、外部股东持股）均会影响股东与董事会及管理层之间的代理关系，并进一步影响交易所绩效。董事会及下属委员会的人员构成、董事会的独立性以及董事的任免权，以及高层管理人员的任免、薪酬水平等也都属于传统公司治理范畴的内容。

但是，有些治理结构在有些国家却是证券立法或监管机构规章规定的内容，使得本来属于交易所自身治理的范畴却成为监管的重点内容。比如交易所的人事任命，在纽约交易所股东大会由全体股东组成，董事会和监事会由股东大会选举产生，总经理则由董事会聘任。但是在香港，香港联交所主席的任命需根据《证券及期货条例》第 69 条，经香港特别行政区行政长官书面批准后方告生效。我国上海交易所的理事分为成员理事和非成员理事，非成员理事可达到理事总人数的一半。成员理事由成员选举产生，非成员理事由中国证监会直接委派。无论单独还是全体，交易所成员都无权提名理事长、副理事长。可见，内部治理机制与外部治理机制的界限并不像理论上分的那么清楚，不同的证券监管体制和法律体系会造成实际上的差异。

（二）外部治理机制

1、交易所竞争、并购

在上世纪 90 年代之前，交易所还往往被看作一种公共产品，也被认为是天然的垄断者。但伴随着各类技术以及全球金融一体化的推进，交易所自身也经历了上市的浪潮。交易所的性质逐渐开始变化，不得不直面各类竞争对手，改革难以避免。作为一种规模效应很强的经营模式，通过合并以扩大交易规模、提高投资效率、减少固定成本、增加交易时间等，因此，外部环境变化使交易所面临的竞争加剧，迫使交易所不断改善自身治理、提高效率。

2、交易所监管

从各国证券监管体制的发展历程来看，证券交易所监管始终是证券市场健康发展的重要保障。证券交易所的直接监管对于维护市场秩序和保护投资者具有重

大的意义。证券交易所作为证券市场的组织者，在证券市场中处于组织市场、信息集散的核心地位。由于与市场数据具有最直接的联系，交易所承担市场秩序监管职能的技术成本最低。香港证券及期货业“三层监管架构”设计就是出于这样的考虑，由一个贴近市场的营运机构（即香港交易所）负责前线监管，由聘有具备专业知识及市场经验人员的独立监管机构（即香港证监会）加以监察，政府则对金融市场发展制定整体政策。

但交易所本身的利益冲突又会导致监管的代理成本增加。与会员制交易所相比，公司制交易所的营利特性会导致利益冲突的加剧。因此，如何界定交易所与其它监管机构的权力划分，是交易所外部治理机制的最重要内容。在不同的证券监管体制下，交易所与证券监管部门之间在市场监管权力分配方面呈现不同的特点。

3、交易所股权结构的限制

大股东的存在往往会导致股东对董事会的强力控制，从而会加剧大股东与中小股东以及公众之间的利益冲突。因此，是否以及如何从法律上对交易所的股权结构做出限制，是交易所外部治理机制的另一方面。

4、董事会的独立性

保持董事会的独立性，使其充分考虑公众利益，并促使交易所承担更多社会责任，是缓解交易所利益冲突的另一途径。因而大多数国家都立法限制了交易所董事会的人员构成，并对独立董事（公共利益董事）的最低数量作出要求。

5、交易所信息披露

在公司制的交易所中，由于商业利益和公共利益的冲突，对于交易所信息披露的要求就更高。为了保护利害相关者的利益，包括会员或股东之外的发行人、投资大众的保护，至少应该平衡利害相关者利益和会员利益或股东利益，交易所应按照公司法、证券法或上市条件等要求完善财务会计制度和信息披露制度。

第二节 全球主要国家证券监管机构与交易所权责划分

为保护投资者利益，维护证券市场健康有序运行，各国的政府监管部门以及自律组织被赋予相应的资本市场监管权限。分析政府监管机构与交易所等自律组织之间在证券监管方面的职权划分，有助于我们深入分析特定的监管职权划分对交易所治理及其治理目标的影响。

近年来，特别是 2008 年全球金融危机以后，全球主要国家证券监管进行了变革，证券监管机构与交易所的权责划分也进行了调整。本节基于各国证券监管法律以及政府监管机构、自律组织公开披露的信息，系统梳理了各国政府监管机构与自律监管机构的权责划分，具体见表 1-2 所示。

表 1-2 全球主要国家证券监管机构与交易所职权划分情况

国别	监管类型	监管机构名称	监管机构向谁负责	证券发行、上市审核权	证券交易的监管权	违法、违规行为查处权	金融机构、上市公司、交易所等监管权
美国	政府机构监管	证券交易委员会（SEC）	国会	证券发行注册权与审核权	注册管理权和证券交易行为管理权	执法权：调查违法行为、准司法权、执行法律的权力、民事强制执行权、提起民事和刑事诉讼权、发布禁令权、暂停或取消经纪商/证券自营商/投资公司等注册登记权、民事处罚权。	对证券交易所、券商、投资公司、证券协会等拥有根据法律行使全国管理和监督的权力
		各州政府证券监管部门	各州政府	证券发行、上市注册权与审核权 ^{①②}	根据各州颁布的《蓝天法》对证券交易行为进行监管	根据各州颁布的《蓝天法》对上市公司的违法、违规行为进行查处	根据各州颁布的《蓝天法》行使监管权
	自律监管	美国金融业监管局（FINRA）	-		对纳斯达克市场证券经纪代理商的监管权。	拥有纽交所执法权、仲裁权	纽交所和纳斯达克市场的会员管理权
		证券交易所	-	上市注册权	仅拥有证券市场实时监控的部分权力，侧重于关注交易是否正常进行	-	会员注册审批权、会员监督权
		纽交所监管公司	-		市场交易行为的监管权	违规行为查处权	上市公司监管权、会员审查权、会员账户管理权
英国	自律监管	金融市场行为监管局（FCA）	议会	主板上市审批权	金融业务资格核准权；市场行为监管权；部分审慎性监管权	市场调查和执法权：调查、惩罚和起诉可能违反金融市场法规的行为	金融机构、上市公司、交易所、专业服务机构监管权

		审慎监管局 (PRA)	英格兰银行	-	审慎监管权		对银行、存款、保险、信贷和大型投资机构进行审慎监管
		证券交易所	-	AIM 上市审核权	证券交易的核准权；对交易市场的监管权；自由裁量权	限制会员的交易范围、暂停会员资格、终止会员的会员资格	对券商的监管权
欧盟	政府机构监管	欧洲证券及市场监管局 (ESMA)	欧盟议会、欧盟理事会和欧盟委员会	-	直接监管权：监管交易记录机构以及参加对中央结算对手的监管；临时管制权	监管事项的法律仲裁执行权	直接检察权：信用评级机构的登记和监管
	自律监管	证券交易所	-	注册权	接受涉及到的欧洲国家法律监管，但交易所有权不接受各国当局的其他要求；在 MiFID 下对证券交易进行监管	-	会员注册审批权、会员监督权
法国	政府机构监管	金融市场管理局 (AMF) ^③	法律		规则制定权；监督权；调查权；	单独裁决权；处罚权：警告、谴责、暂时进入和永久进入，并可同时处以罚款；行政禁令权；停止和终止命令权；没收命令权	审核权；上市公司信息披露监管权；投资公司、评级机构和投资咨询人员监督权
	自律监管	证券交易所	-	注册权	交易监管权		
德国	政府机构监管	德国联邦金融监管局 (BaFin)	德国政府		监管操纵股价行为；监管并购行为；监管即时公布业务情况义务；监管重大表决权变动情况的公布；监管在经纪	内幕交易调查权	

					业务中对行业行为规范准则的遵守；收管存放招股说明书；		
		州监察署				监管调查交易所及业务运作的规范性和违章现象；在交易现场对内幕交易进行调查及对紧急情况处理	监管交易所对法规的实行及市场运作；监管对交易所法规的遵守情况；
		交易所交易监察部			检查交易所的交易过程和业务处理；完整无缺的记录整理交易数据	在有疑点的交易价格出现时进行调查	
	自律监管	证券交易所		审核权	监督权：监督证券的上市过程；监督二级市场交易	处罚权	监督交易所的业务流程及其组织管理
		行业自律机构：德国证券业协会和德国投资信托和资产管理联合会（BIV）					会员管理权，建议权
印度	政府机构监管	证券交易委员会（SEBI）	中央政府		对市场交易行为进行实时监视与监督；对大宗股票收购和公司接管进行监管	调查权、执法权、终止或停止交易权	注册及监管权
	自律监管	交易所		上市审查权	配合 SEBI 对市场交易行为进行实时监视与监督	仲裁权	
韩国	政府机构监管	财政部	国务院	从宏观层面负责整个金融体系的监管，负责制定与金融市场相关的重大政策			
		金融监督委员会	国务院		处理证券市场和期货	不公平交易的调查，会	授权、许可权，

					市场进行有关管理、监控和监督方面的重要事项	会计准则与审计复审；审查或制裁	
	自律监管	金融监督院（FSS）	金融监督委员会			制裁权	审查权
		韩国金融投资协会（KOFIA）			非证券交易所上市证券的场外交易		自我监管；协调和解决会员间业务纠纷；专业人员的注册与认证
		韩国证券期货交易所 KRX			规则制定权；异常交易调查权；独立调解权		
日本	政府监管	金融厅	政府	证券发行最终批准权	立法权和政策制定权、规则制定权、监视市场金融规则的遵守情况		审批、监督权、检查权
		证券交易监视委员会(SESC)	隶属金融厅，对首相负责		检察权、监视和审查权	调查与诉讼权、动议权	现场检察权、
	自律监管	证券业协会			有权对申请在柜台市场交易的企业的资格进行审核、信息披露规则的制定、市场交易管理等。	处分权	规范制定与检查权
		证券交易所		上市规则制定权	规范制定权、监控权	审查权	现场考察权
中国香港	政府监管	香港证券暨期货事务监察委员会		上市审核的双重存档制度	市场交易规则制定及执行权、监督权	调查权	审批权、监督权
	自律监管	香港联合交易所	香港交易所	上市审核权，上市规则制定权	证券交易规则制定权、证券交易活动监管权、异常交易监视权	调查权	上市公司和其他市场参与者一线监管权

中国 台湾	政府监管	金融监督管理委员会	行政院		政策、法令拟定权；市场及行业的监督权；	检察权	金融机构监督权
	自律监管	台湾证券商业同业公会	证券商		规章制度权	纠正与处罚权	纠纷处理权
		台湾证券投资信托暨顾问商业同业公会				纠正会员业务错误，处罚违规的会员	敦促会员自律、调解纷争
		台湾证券交易所		上市审查权	交易规章及制度拟定权；市场监视权	惩戒权、调查权	监理权

① 根据美国 1996 年《国家证券市场改进法》（National Security Improvement Act），一部分证券不需要通过州一级的审核。这些证券包括：1.在 NYSE，NASDAQ，AMEX 等部分指定交易所上市的证券，或者在与这些交易所平级的交易所上市的证券；2.共同基金；3.只固定销售给某些机构投资者的股票（并没有在法案中详细说明哪些机构投资者）；4.政府发行的债券、市政债、银行发行的证券以及商业票据。这四类证券免于州一级监管部门的审核，但是除去第一种证券（在某些指定的交易所上市的证券）之外，其余证券仍有可能需要在各个州登记。另外，所有交易商和做市商（Broker and Dealer）都必须要在当地监管部门注册并接受监管。

②对于在全国范围内的交易所上市的公司而言，实质审核是在交易所进行，而不是在各个州进行的。

③FCA 为一个有限担保的公司(公司代码：1920623)，是一个独立的非政府机构

④法国金融市场管理局（AMF）作为独立的公共法人，只向法律负责。

按照市场主体的活动，证券监管权主要包括证券发行与上市审核权、证券交易监管权、违法违规行为查处以及金融机构、上市公司、交易所等监管权，涉及证券发行上市、上市公司信息披露、上市公司合并、分立以及终止上市监管、上市公司并购监管、证券公司主承销业务资格核准、中介机构从事证券业务监管、证券违法行为监管等，本文结合监管主体及其活动将监管权归纳为四种主要的职权：证券发行、上市审核权；证券交易监管权；违法违规行为查处权；金融机构、上市公司、交易所等监管权。交易所作为重要的自律组织，对投资者的保护一般体现在会员管理、交易管理和市场监察等方面。

（1）全球主要国家对证券市场的监管可以分为两大层次：政府监管和自律监管，且政府监管和自律监管在不同国家的主导地位并不相同，如美国、日本、韩国、中国台湾等国家或地区的政府监管处于主导地位，而在德国自律监管则处于主导地位。

（2）地方政府在部分国家的证券监管中也拥有一定的监管职权，如美国的州政府证券监管部门和德国的州监察署。各国的自律监管部门主要由交易所和证券行业协会组成。

（3）以美英为代表的发达资本主义国家的政府证券监管部门对国会/议会负责，具有较高的独立性；以日本、韩国、印度为代表的亚洲国家的政府证券监管部门则对中央政府或中央政府的下属机构负责。

（4）从证券发行、上市职权的分配上看，政府监管部门往往拥有最终审核权或否决权，交易所也拥有一定的审核权，如美国、日本、中国香港等；在证券交易的监管方面，政府监管部门往往拥有交易资格的核准权、交易政策与规则的制定权、交易行为监管权等，交易所拥有市场交易行为的实时监控权、交易规则及制度制定权等；违法、违规行为查处权方面，政府主导证券监管的国家政府证券监管部门拥有广泛的调查与处罚权，交易所仅有一定的调查权，而自律主导型国家的政府证券监管部门则注重违法行为的查处，此时交易所拥有违法违规行为查处权；金融机构、上市公司、交易所等监管权方面，政府监管机构拥有审批、监督权、检查权等，交易所、行业协会拥有对会员的监督、管理、纠纷调解权等。

第三节 全球主要交易所治理结构分类及特点

由于各国证券市场发育程度不同，政府宏观调控手段不同，所以，各国证券市场的监管模式也不一样。监管模式的不同造成交易所治理结构上的差异，第一节关于交易所人事任命权的例子已经说明。在对交易所治理结构进行研究时，不仅要考虑交易所组织形式的差异，也要考虑到交易所所处监管环境的差异。

目前对于交易所治理结构的研究主要集中在交易所会员制和公司制两种组织形式之间的选择上，而没有考虑交易所所在国家、地区证券监管体制。因此本文按照证券监管体制和交易所组织形式两个维度，将交易所分为政府主导型监管下公司制交易所、政府主导型监管下会员制交易所以及自律监管下公司制交易所、自律监管下会员制交易所四类。

一、交易所治理的监管体制分类及特点

由于各国证券市场发育程度和政府宏观调控手段不同，各国证券市场的监管模式也不一样。概括起来，主要有三种类型，政府主导型、市场自律型和中间型(尚福林，2006；李东方，2000)。为了适应交易所治理模式的变化和市场监管的需要，不少原来实行自律监管的国家，现已开始逐渐向政府主导型监管转，它们这种在转型期的监管模式就被称为中间型。根据对中间型和自律监管类型两种监管模式的考察，我们发现二者的特点比较接近：缺少全国性的证券市场管理部门或者证券监管部门缺少协调能力，或者即使有统一的证券监管机构但该机构一般很少干预市场，自律组织的作用非常重要。因此我们把中间型市场自律型监管统称为市场自律型监管。

表 1-3 监管模式分类及特点

监管模式	代表国家	特点
政府主导型监管	美国、日本	通常具有全国统一的证券法规，国家立法机关授权全国性证券监管机构或政府部门对全国性证券市场进行集中统一监管，各种自律性组织如证

		券交易所、行业协会等在监管体系中只起协助作用
市场自律型监管	德国	政府除了进行必要的国家立法外或虽然有统一的证券法规和全国性的证券监管部门，但一般较少干预证券市场，对证券市场的管理主要由证券交易所、证券商协会等市场组织进行自律监管。自律组织通过其章程、规则和指引制约、规范其成员的行为。

在政府主导型监管模式下，由政府下属的部门，或由直接隶属于立法机关的国家证券监管机构对证券市场进行集中统一监管，而各种自律性组织，如证券交易所、行业协会等只起协助作用。集中统一监管模式以美国、日本、韩国、新加坡等国为代表。美国根据 1934 年《证券交易法》设立了证券交易管理委员会（SEC），它直接隶属于国会，独立于政府，对全国的证券发行、证券交易、券商、投资公司等依法实施全面监管。日本的证券主管机关是大藏省，具体执行职能则由隶属于大藏省的证券局、证券交易监视委员会和金融检查部行使。

在市场自律型监管模式下，没有统一的证券立法或者全国性的证券管理机构，而是靠证券市场的参与者，如证券交易所、证券商协会等进行自我监管，自律型的代表是德国、意大利、荷兰等国家。在德国虽然设有联邦金融监督委员会，但一般较少干预证券市场，对证券市场的管理主要由证券交易所、证券商协会等市场组织进行自律监管。自律组织通过其章程、规则和指引制约、规范其成员的行为。

二、交易所治理的组织形式分类及特点

交易所的组织形式是与一国法律及对交易所所有权类型的规定及监管模式

相适应的,不存在通用的交易所所有权和治理结构模式。除了会员制和公司制之外,还出现过国有企业模式(1998年之前的维也纳交易所)、瑞士模式(由行业自律社团所有和控管的苏黎克交易所)以及德国的双层结构(1992年之后的法兰克福交易所)。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开始,越来越多的证券交易所从传统的会员制、或形式上为公司制但实质上是会员制改革为公司制的交易所。到2012年,WFE58家交易所会员中只有7家还采用传统的会员制,公司制交易所比例接近90%,上市的交易所比例已达到41%,上市交易所占全球证券交易额的80%。可以说,90年代开始的证券交易所公司化改革趋势,已经使公司制成为当前全球证券交易所的主导治理模式。

三、会员制交易所治理结构模式的特点

会员制交易所所有以营利为目的和不以营利为目的的交易所之分,两者的不同点在于以营利为目的交易所的收益要向会员分配。除此之外,两类交易所的特征基本一致。一般来说,会员制交易所的组织所有权、控制权与其产品或服务的使用权相联系,其建设资金及营运资本由会员以缴纳会费的形式筹集,交易所也为会员所有和控制并只供会员使用。当交易所所有收入结余时,会员即出资人不享有回报的权力,而当交易所亏损时,会员必须以增加会费的形式承担。所有同类型的会员,在交易所内享有同等的权力,并承担同等的义务。交易所采用“一员一票”的集体决策机制。交易所的权力机构是由会员组成的会员大会,会员大会选举产生理事会和监事会,并通过会员大会、理事会、监事会和专业委员会实行管理。

经验目标模糊、决策效率较低、容易出现会员的过度控制、筹资渠道受限、对外界变化反应慢等,是会员制交易所受人诟病的几个缺点。该种组织形式与治理结构,成为传统交易所适应证券市场全球化的障碍,不符合世界交易所治理发展的主流趋势。

四、公司制交易所治理结构模式的特点

(一) 公司制交易所具有完善的公司治理结构

公司化后交易所减少了会员制交易所中会员对交易所的过分控制,使交易所的管理层以交易所和股东利益最大化为出发点,而不是追求某一会员或者利益团体的利益。

交易所实行公司制以后可以将股份公司的治理结构全面引入交易所,改善

交所的公司治理。由于交易所的股权变得分散,经纪商在董事会的影响也会减少。通过改制,很多交易所经纪商在董事会的投票权已经下降到50%以下,董事会变得更有代表性,董事会的组成和运行更有效率。由于很多交易所本身已经变成上市公司,作为上市公司,交易所必须按照公司法、证券法以及上市条件的要求完善自身的治理结构,包括增强董事会的独立性,完善财务会计制度,披露公司的重大信息,这将使交易所的运营更加稳健和透明化,有助于交易所快速地应对变化,保持创新和竞争力。

（二）公司制改制对交易所自律监管地位的挑战

交易所公司制改制对于交易所传统的自律监管模式提出了挑战。传统上,证券交易所通过制定和执行交易所的规则并且承担执行法律、规章的法定义务,对上市公司、会员(市场参与者)以及交易过程进行自律监管,履行交易所的监管职能。严格说来,交易所对上市公司的监管并非自律。因为,上市公司并不是交易所的会员,上市公司本身并不一定参与规则的制定;交易所监管上市公司并不符合自律的严格含义。由于人们习惯将自律和政府机关的监管相对应使用,交易所承担的监管职责包括上市公司监管、会员监管和交易过程的监管都称为交易所的“自律”或者“自律监管”。

当交易所由会员制变成公司制后,由于交易所的所有者并不完全局限于传统的会员证券商,交易所的规则也不再完全决定于交易所的会员,而是由交易所的股东或者董事会决定;会员只是交易所设施的使用者,并不一定是交易所规则的制定者。因此,在公司制交易所中,交易所对会员的监管也不再完全符合自律的本来含义。因此有学者指出,当证券交易所的所有者不再仅仅局限于证券商时,证券交易所不再是自律组织了。因此,将交易所称为“一线监管组织”更符合其实质。

第四节 全球主要交易所治理趋势

一、交易所公司化改制及其动因

随着全球资本市场环境的变化,全球主要交易所面临着巨大的治理改革压力。技术进步以及国际化的市场竞争成为交易所改制的根本动因。

（一）技术进步动摇了会员制存在的根基

传统会员制交易所在交易所的所有权、经营权和交易设施使用权上存在高度的统一性，均为会员拥有。这也使得证券交易局限于交易大厅的物理空间约束和专业化的人工操作。但 20 世纪 80 年代以来，电子网络技术在证券交易中的应用已经成熟，使得证券交易极大地突破了物理空间限制和时间限制。而自动撮合系统 ATSs 的应用大大降低了证券交易成本，节约了昂贵的人力资本，使得专业化人工操作逐渐退出历史舞台。对于会员来说，由于法律和会员制交易所的非营利性，其无法获得收益分成，且脱媒化的进一步加剧使得会员获取的专业化人工操作收入也逐渐降低，同时还要承担交易所运营、系统升级等成本，这种利益冲突使得会员席位存在的价值大大降低，从而最终迫使会员制逐步向公司制转变。

（二）市场的国际化竞争

20 世纪末发达资本主义国家证券市场很大程度上实现了区域一体化乃至全球一体化，上市资源的扩大和潜在市场的增加使得会员制交易所不仅要面临本国、本地区交易所的竞争压力，还要对应全球交易所的激烈竞争，最终导致会员制交易所治理效率下降和交易成本上升。此时，会员制交易所不得不进行制度创新，在会员无力也无意义继续垄断持有交易所的情况下，外来股东开始持有交易所的所有权，而治理效率高、交易成本低的公司制逐渐取代会员制。

二、全球主要交易所公司化改制现状

自 1993 年斯德哥尔摩证券交易所率先进行公司化改制以来，全球范围内掀起了证券交易所的公司化治理浪潮。世界交易所联合会（WFE）2013 年调研报告显示，截至 2012 年底 WFE74%¹的会员完成由非营利性向盈利性的转变；就交易所组织结构而言，41%的会员为上市公司，14%的会员的为可转让未上市的股份公司，14%的会员为私人有限公司，即高达 69%的会员已完成公司化改制，仅有 12%为会员制协会；且所有发达国家的交易所均已完成公司化改制，多数新兴经济体交易所也完成了股份制转制。

¹ 2011 年该比例为 83%，由于新加入 WFE 的六家交易所（阿布扎比证券交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所、马斯喀特证券交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所）均为非营利性，导致该比例下降。

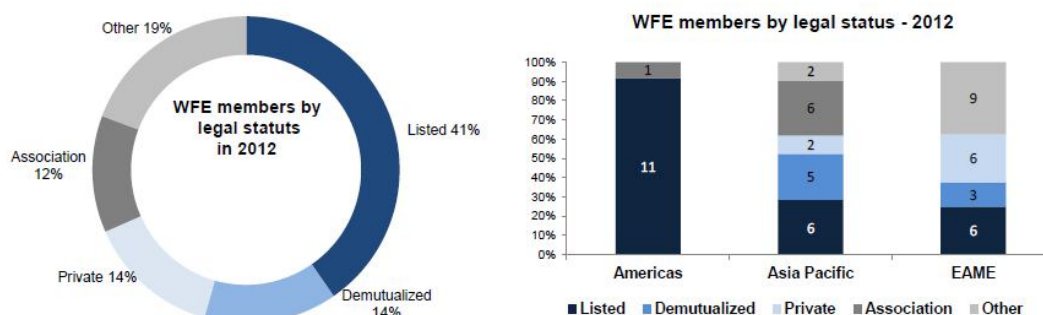


图 1-1 全球主要交易所组织结构

表 1-4 全球主要交易所基本情况^①

交易所类别		数量 (家)	证券交易所的名称
会员制	协会或会员互助制	7	上海证券交易所、深圳证券交易所、大连商品交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所、布宜诺斯艾利斯交易所、证券柜台买卖中心（台湾）
公司制	主要由会员持有的私人有限公司	8	卡萨布兰卡交易所、瑞士证券交易所、卢森堡交易所、特拉维夫交易所、印度尼西亚证券交易所、维也纳证券交易所、爱尔兰证券交易所、台湾期货交易所
	可转让但未上市的股份制公司	9	中国金融期货交易所、韩国交易所、印度国家证券交易所、台湾股票交易所、伊斯坦布尔证券交易所、孟买证券交易所、奥斯陆交易所、布达佩斯证券交易所、马耳他股票交易所
	公开上市交易公司制	23	纽约——泛欧交易所、NSDAQ-OMX 集团、芝加哥商品交易所集团、日本交易所集团、雅典交易所、澳大利亚证券交易所、巴西证券期货交易所、西班牙马德里交易所、圣地亚哥商品交易所、哥伦比亚交易所、利马交易所、墨西哥证券交易所、马来西亚交易所、芝加哥期权交易所、德国交易所、香港交易及结算所、洲际交易所、约翰内斯堡股票交易所、伦敦证券交易所集团、菲律宾证券交易所、新加坡交易所、多伦多交易所集团、华沙证券交易所
其他	政府或政府所有的代理机构	10	阿布扎比证券交易所、安曼证券交易所、沙特阿拉伯证券交易（市场）、科伦坡证券交易所（斯里兰卡）、毛里求斯股票交易所、塞浦路斯证券交易所、马斯喀特证券交易所、泰国证券交易所、埃及交易所、莫斯科交易所

说明：①截至 2013 年 12 月 1 日 WFE 共有 62 个会员，2012 成本收入调查收到回应的为 58 个会员，其中百慕大证券交易所未被列入组织架构分类，原因不明。

资料来源：1、Romain Devai & Grégoire Naacke, 2012 Cost and Revenue Survey[R], World Federation of Exchanges, 2013.

2、根据世界证券交易所联合会官方网站信息修订至 2013 年 12 月 1 号。

从交易所公司化改制与上市的时间上来看，如表 1-5，1997 年-2002 年是交易所公司化改制最为集中的时间段，有 20 家交易所在这个时间段内完成改制，包括 NASDAQ、多伦多证券交易所、纽约-泛欧证券交易所、伦敦证券交易所、德国交易所、东京证券交易所、香港联合交易所等世界影响力大的交易所。而会员制交易所中最后一个拥有全球影响力的纽约证券交易所也于 2006 年完成公司化改制。可以说，交易所的公司化改制已经不仅仅趋势，而是全球范围内的既成事实。我们相信随着技术进步和全球市场竞争的进一步加剧，现存的非公司制交易所也将逐步转制为公司制。

表 1-5 主要交易所的公司化改制和 IPO 时间

交易所名称	建立年份	公司化改制年份	上市年份	并购情况
斯德哥尔摩证券交易所	1863	1993	1998	被 OM 并购
OMX	1985	1987	1993	被 NASDAQ 收购
意大利证券交易所	1997	1997	——	被伦敦交易所收购
阿姆斯特丹证券交易所	1602	1997	——	被泛欧交易所收购
维也纳交易所	1771	1997	——	
澳大利亚证券交易所	1987	1998	1998	
新加坡交易所	1999	1999	2000	
雅典交易所	1876	1999	2000	
NASDAQ	1971	2000	2002	
多伦多证券交易所	1861	2000	2005	
蒙特利尔证券交易所	1874	2000	——	被多伦多交易所收购
伦敦证券交易所	1801	2000	2001	
泛欧证券交易所	2000	2000	2001	被纽约证券交易所收购
德国交易所	1993	2000	2001	
香港联合交易所	1947	2000	2000	
东京证券交易所	1878	2001	2013	收购大阪证券交易所并组建日本交易所集团并上市
大阪证券交易所	1878	2001	2004	被东京证券交易所收购
奥斯陆证券交易所	1819	2001	2001	
西班牙证券交易所	1995	2001	2006	
菲律宾证券交易所	1992	2001	2003	
瑞士交易所	1993	2002	——	
新西兰交易所	1915	2002	2003	
马来西亚交易所	1930	2004	2005	
芝加哥证券交易所	1882	2005	2010	

迪拜金融市场	2000	2005	2007	
约翰内斯堡证券交易所	1887	2005	2006	
纽约证券交易所	1817	2006	2006	被洲际交易所收购
美国证券交易所	1921	——	——	被纽约交易所收购
圣保罗证券交易所	1890	2007	2007	与巴西期货交易所合并组建巴西证券期货交易所
中国金融期货交易所	2006	2006	——	建立之初即为公司制

资料来源:根据 p. S. Hughes, E. Zargar (2006)、施东辉(2010, pp; 206)和世界交易所联合会(WFE)资料整理整理, 时间截止到 2013 年 12 月 1 日。

三、全球交易所并购趋势

在经济全球化、技术进步、国际化市场竞争的加剧以及交易所公司化的趋势等多重因素的影响下,为更好地实现交易所治理的主要目标,自 20 世纪 90 年代以来全球主要交易所掀起了新一轮并购潮,见表 1-6。

表 1-6 2003 年以来全球主要交易所并购情况

年份	并购概要
2003-2007	OMX 集团并购了 8 家交易所
2006	NASDAQ 三度提出并购伦敦交易所(伦敦交易所三度拒绝)
2007	<p>纽交所与泛欧交易所合并成立纽约-泛欧交易所,并购入印度国家交易所5%股权</p> <p>NASDAQ收购费城交易所、波士顿交易所,出售伦敦交易所股权</p> <p>NASDAQ收购OMX,组建NASDAQ-OMX集团</p> <p>芝加哥商品交易所收购芝加哥期货交易所</p> <p>伦敦交易所收购意大利交易所</p> <p>东京交易所购入新加坡交易所4.99%股权</p> <p>美国国际交易所与欧洲期货交易所合并</p> <p>Eurex 收购国际交易所(ISE)</p> <p>圣保罗证券交易所与巴西期货交易所合并组建巴西证券期货交易所</p> <p>多伦多交易所并购蒙特利尔交易所,组建多伦多交易所集团(TMX Group)</p>
2008	芝加哥商品交易所收购纽约商品交易所

	巴西圣保罗交易所与巴西商品期货交易所合并 马来西亚交易所向芝加哥商业交易所出售 25%衍生品交易业务
2010	芝加哥商品交易所与道琼斯成立金融指数服务公司 新加坡交易所与澳大利亚交易所寻求并购(后因澳大利亚政府阻挠而导致并购失败)
2011	多伦多交易所集团和伦敦交易所集团寻求合并(后因前者股东表决未获足够赞成票而导致合并失败) 德意志交易所集团与纽约交易所集团寻求并购(因欧盟委员会否决导致并购失败) 纳斯达克交易所收购纽约证券交易所(纽交所以“不能给股东带来利益最大化”为由拒绝,收购失败) 新加坡交易所与澳大利亚交易所合并(澳大利亚外国投资审查委员会以“有违国家利益”为由拒绝,并购失败) 智利、哥伦比亚和秘鲁三国联合成立股票交易所MILA
2012	香港交易及结算所有限公司(港交所)并购伦敦金属交易所LME
2013	东京证券交易所并购大阪证券交易所,组建日本交易所集团 洲际交易所并购纽约-泛欧证券交易所 洲际交易所并购新加坡商品交易所100%股权

数据来源: 1、皮六一、陈启欢. 全球证券交易所产业整合新趋势及思考[J]. 证券市场导报, 2013, 02:12-18

2、各交易所网站

由表 1-6 可知参与并购的交易所均为公司制,这凸显了公司制交易所在技术投资、产品创新、市场营销等方面都显示出积极与活跃的一面。以盈利为目的的组织形式使得公司制证交所更注重盈利性、交易成本最小化以及市场竞争力,因此,已经完成公司制转变的交易所更倾向于通过并购降低交易成本、提高技术水平,这也为跨国并购奠定了基础。

从国别角度来看,西方主要发达国家间的交易所已经进行了频繁的并购,形成了数个横跨数个国家、地区的交易所集团。而亚洲交易所作为世界资本市场的重要参与者,也参与了全球交易所并购,如港交所并购英国 LME、东京证券交易所并购大阪证券交易所。同时亚洲也成为国际跨国交易所集团的并购对象,如

洲际交易所并购新加坡商品交易所、纽约泛欧证券交易所收购孟买证券交易所5%的股权等。可以预见，亚洲交易所也将逐步迎来并购的浪潮。但由于亚洲国家间存在复杂的政治、文化问题，我们认为亚洲国家的交易所并购将主要有两种形式：本国内部交易所之间的并购、本国交易所与非亚洲国家交易所之间的并购。

第二章 全球主要交易所治理结构与监管模式比较

本章按照交易所治理模式将全球主要交易所分为公司制和会员制,同时按照交易所监管模式将全球主要交易所分为政府主导型和自律型,分别阐述不同治理模式和监管模式下交易所的特点以及其中的典型代表。

第一节 全球主要交易所分类

本节按照第一章关于监管模式和治理模式的概念进行分类,把此课题主要研究的交易所按照标准进行二维四类的研究。针对不同治理模式和监管模式进行交易所特点分析和其中的典型代表研究。

一、全球主要交易所的治理模式分类

全球证券交易所传统上的组织形式为会员制的商业互助组织。这种组织形式的基本特点是通常不以营利为目的,组织的所有权、控制权与其产品或服务的使用权相联系,会员集体决策机制,一般为每个会员一票,而不管其在交易所占的业务份额有多少。

交易所治理结构的另一种形式是以营利为目的、由分散股东控制的公司制。在公司制下,企业控制者和决策者可以不购买或使用企业产品,所有权、控制权与交易权不挂钩。交易所允许客户之外的市场参与者和非市场参与者对企业有投票权,也允许非会员成为其客户。交易所不需要留存所有的利润于企业之内,绝大部分利润通常是分配给股东的。公司制的目标是股东利益最大化。

目前为止,所有发达国家的交易所都已经实现了公司化改造,并且其中的绝大多数已经上市交易,多数新兴经济体交易所也完成了股份化转制。因此,中国目前的沪深交易所在资本市场开放压力日益增加的情况下,考虑进行公司化改制以对内提高市场绩效、对外提升竞争实力已经成为迫在眉睫的需要研究和解决的问题。

二、全球主要交易所的监管模式分类

因各国文化传统、政治体制、经济体制的不同，以及证券市场的发展程度不同，各国证券市场监管模式也不尽相同。全球证券市场的监管模式一般可分政府主导型监管模式和市场自律型监管模式。

政府主导型监管模式又称他律型监管模式、集中监管模式，是指政府通过设立专门的全国性证券监管机构，制定和实施专门的证券市场管理法规来实现对全国证券市场的统一管理。在这种模式下，政府积极参与证券市场的管理，并在证券市场管理中居于主导地位，证券交易所和证券商协会等自律组织只起辅助作用。美国是这种模式的典型代表，加拿大、日本、韩国、中国台湾、菲律宾、印度尼西亚等国家（地区）也是这种模式。

与严格的集中监管型相比较，自律监管型更注重证券行业自律管理，政府除必要的国家立法外，较少干预证券市场，对证券市场的监管主要通过证券交易所和证券业协会等自律机构进行，一般不设专门的证券监管机构。主要由证券业自律组织来管理证券市场活动，自律组织通常拥有对违法违规行为的处置权力。各个自律管理机构的各种规则实际上起到了对法律的增补或替代作用。这种模式以英国为代表，包括澳大利亚、瑞士、荷兰、新加坡和马来西亚等国家。

为了克服不同监管体制的弊端，不少原先依靠政府监管的他律型证券市场，正日渐重视和引入自律组织在市场监管方面的作用；而一些实行自律型管理的国家，也纷纷仿效他律型管理的某些做法。传统的监管模式，正日益向着更为灵活有效的市场自律与政府主导相结合的方向发展。政府监管主体和证券交易所、证券业协会等自律监管主体之间合理分工、相互配合，组成的有机统一体，同时，前者与后者之间又是监管与被监管的关系。

三、主要交易所按照标准进行二维四类的研究

根据本节前两部分的分类标准进行两个维度的分类，即通过不同治理模式和监管模式把主要交易所进行了分类整理，具体情况见表 2-1。

表 2-1 全球主要交易所的分类

	政府主导型	自律型
公司制	美国（NASDAQ OMX、NYSE 等）、加拿大交易所、日本（东京交易所、大阪交易所）、韩	英国（伦敦交易所）、德国交易所、澳大利亚交易所、瑞士交易所、荷兰交易所、新加坡交易所

	国交易所、台湾交易所	
会员制	中国（上海证券交易所、深圳证券交易所）	1986 年金融大爆炸以前的伦敦交易所

第二节 政府主导型监管模式下公司制交易所治理结构

一、政府主导型监管模式公司制交易所主要特点

这类交易所以美国纽约证券交易所、香港联交所等为代表。主要特点有：

（一）严格的政府监管

这种类型的交易所面临监管机构严格的监管，监管机构的监管权力由各国证券立法赋予。如美国的 SEC 被赋予广泛的监管权力和准立法权，美国的证券监管体制也被公认为是世界上政府主导集中监管的典范。

（二）法人类型和所有权清晰

这类交易所一般是按照《公司法》和《证券交易法》的规定设立的。证券交易所是独立的经济实体，它只为证券商从事证券交易活动提供所需的物质条件和服务，证券交易所的职员不参与具体的证券交易活动。证券交易所有权向证券发行公司索取证券上市费，并向证券商收取证券成交的其他费用，具体收费比例按照证券交易所的规定执行，亦可以采取合同方式约定。

交易所所有权归全体股东所有，交易所内部的治理结构与一般的股份公司并无差异，包括股东大会、董事会、监事会和总经理等决策管理机构，股东大会由全体股东组成，董事会和监事会由股东大会选举产生，总经理则由董事会聘任。

（三）自律功能和监管功能独立性

这类交易所面临的主要问题是商业利益和公众利益的冲突。国际证券委员会组织明确指出：交易所公司制改革面临的核心问题是，“营利性组织的商业压力或者治理结构是否会损害交易所有效履行监管义务和公共利益职责的资源投入和能力。”而公众利益董事或者独立董事的存在被认为是克服利益冲突的一项重要保障。因此，董事会的独立性以及董事会组成和结构的完善，有利于确保交易所所有动力和能力维护公众利益，克服交易所面临的利益冲突。同样的道理，监管职能的独立性也是为了防止公司制交易所追求商业目标影响交易所监管职能的

履行，确保交易所不放松监管并且公正的履行自律监管职责。强化董事会的独立性和监管职能的独立性是美国证券交易所公司治理改革留给我们的经验。

（四）营利性法人组织

公司制证券交易所是以营利为目的的法人，同时也肩负着部分市场监管责任。不同于一般的上市公司的是交易所承载着公益职能，证券交易所具有公共机构的性质。

二、政府主导型监管模式下公司制交易所典型代表

下面以美国纽约证券交易所为例，对该类交易所的治理结构进行分析，2006年11月28日 NYSE 和 NASD 宣布将双方的会员监管业务进行合并。2007年7月30日 NASD 与 NYSE 的会员监管、执行和仲裁部门合并，成立一个单一的自律监管组织——金融行业监管局。在纽交所实施非互助化并与泛欧集团合并后，美国监管当局将两大交易所的自律监管职能剥离出来单独由金融行业监管局执行。

表 2-2 美国纽约证券交易所治理结构

治理主体	美国证券交易委员会（SEC）、证券交易所、金融行业监管局 FINRA、收购和合并问题专门小组以及证券业理事会	
治理目标	寻求最大的投资者保护和最小的证券市场干预，建立一个公开、公正、公平的投资信息系统，促成投资者作出正确的投资决策，引导投资方向，促进资源的合理配置。	
治理核心	政府监管在整体监管中起到主导作用，由 NASDAQ 和 NYSE 设立的监管公司合并形成的金融产业监督局（FINRA）起到辅助作用，保证在公司制的基础上维护公众利益，保护中小投资者。	
所有权归属	交易所的全体股东	
董事会组成和决策机制	股东大会由全体股东组成，实行一股一票的资本多数决策原则。董事会和监事会由股东大会选举产生，总经理则由董事会聘任。董事会设立首席监管官，负责交易所监管事务的执行，直接向董事会中的监管监督和监管预算委员会负责，而不是向交易所的 CEO 负责。	
监管权力分	美国证券交易	证券发行注册权、审核权

配	委员会 (SEC)	注册管理权、证券交易行为管理权	
		调查违法行为、准司法权、执行法律的权力、民事强制执行权、提起民事和刑事诉讼权、发布禁令、暂停或取消经纪商/证券自营商/投资公司等注册登记权、民事处罚权	
		根据法律对证券交易所、券商、投资公司、证券协会进行管理和监督	
	交易所	会 员 管 理 部	对会员券商的财务、经营和销售做法的合规性进行持续性监督与年检
		上 市 公 司 管 理 部	对上市公司的财务和治理机构进行监督
		市 场 监 察 部	一是负责监督会员券商在 NYSE 交易厅买卖 NYSE 上市公司证券的全部交易活动，确保集合竞价市场规则得到公正的遵守，包括检查滥用或者操纵市场的行为及内幕交易行为；二是负责制定和修改有关规则，并评价专家经纪人和交易厅经纪人的表现；三是对于特定违规行为采取惩戒措施，并对那些情节严重、超出 NYSE 管辖范围的违规行为移交 NYSE 执法部门或者 SEC。
		执法部	调查和起诉违反联邦法律和 NYSE 规则的行为
	金融行业监管 局 FINRA	证券从业人员的注册与教育，证券公司的合规性检查	
		监督资本市场中的欺诈和操纵交易的行为	
		管理投资者与会员公司间的争议解决	

		监管近 5000 家证券经纪公司及其分支机构和注册证券代表,凡公开从事业务的证券公司都必须是 FINRA 的会员
--	--	--

这类交易所利润最大化为目标,因此就有可能产生利益冲突。但这种利益冲突并非必然,相反,外部竞争的压力、有效的公司治理结构及合理的监管模式将有效化解监管冲突。比如交易所上市而变成公众公司,就必须严格符合一些标准,尤其是在披露有关规则、行动和决策信息等方面,这将使其运作更透明、更规范。此外,通过政府严格的监管以及交易所辅助的自律监管,使得这类交易所反应更迅速,服务成本更低,技术更先进,且在决策时不必担心有利益冲突的会员的抵制,能够不拘于现状,并能有效化解监管冲突。因此,我们认为这类交易所是交易所发展的趋势。

第三节 自律型监管模式下公司制交易所治理结构

一、自律型监管模式公司制交易所主要特点

随着越来越多的国家从自律监管到自律监管和集中监管兼顾,很多集中监管体制的国家也开始注意两种体制的融合,以克服各自体制的缺点。纯粹的自律型监管已非常少,部分中间型国家仍缺少对证券进行全面性管理的专门机构,相对于政府主导型监管来说,我们仍称之为自律型监管。处于自律监管模式下的公司制交易所具备以下特点:

(一) 证券法律和政府干预

证券交易法是调节证券市场最重要的法律,其它有关证券的法律散布于银行法、投资公司法、公司法等单行法律中。这类交易所一般缺乏全面性管理的专门机构,政府的管制条例由州一级权力执行。

(二) 自律监管地位

尽量不采用集中控制与干预的手段,更多依靠市场参与者的自律管理和自我约束。自律组织不具有法定权力,其建议也不具有法律效力,主要靠自律组织自身威信发挥作用。

(三) 法人类型和所有权

这类交易所具备公司制交易所的一般特点，交易所所有权归全体股东所有，交易所内部的治理结构与一般的股份公司并无差异，包括股东大会、董事会、监事会和总经理等决策管理机构,股东大会由全体股东组成,董事会和监事会由股东大会选举产生，总经理则由董事会聘任。

（四）自律监管组织形式

监管同样受到政府的影响，按照规定的法律规定组建。但监管的主体通常是交易所自身，向被监管对象收取费用。

二、自律型监管模式公司制交易所典型代表

在这类交易所中，政府除了进行必要的国家立法外，一般较少干预证券市场，证券市场主要由证券交易所、证券商协会等市场组织进行自律监管。自律组织通过其章程、规则和指引制约、规范其成员的行为。这种类型的监管体制有利于充分发挥市场参与者如证券商的积极性，促进市场创新和竞争，有助于活跃市场。下面以英国伦敦证券交易所为例，对该类交易所的治理结构进行分析：

表 2-3 英国伦敦证券交易所治理结构

治理主体	证券交易所、审慎监管局、金融市场行为监管局、英格兰银行	
治理目标	保护投资者的利益，确保相关市场运行良好，加强英国金融系统的完整性，促进有效地竞争	
治理核心	除了证券交易所的自律监管外，政府也有参与监管，但是监管单位的形式是公司制，费用是由被监管对象提供，这样的组织形式区别于政府主导型的监管	
所有权归属	交易所的全体股东	
董事会组成	包括主席（独立任命），副主席（高级独立董事），7 位独立非执行董事，3 位执行董事，三个专业委员会：薪酬委员会、审计和风险管理委员会、提名委员会	
监管权力分配	审 慎 监 管 局 PRA	负责微观审慎监管
	金 融 市 场 行 为 监管局 FCA	负责行为、市场（包括伦敦证券交易所）和投资者保护

	英格兰银行	监管英国中央结算对手（CCPs）和支付系统，包括伦敦结算所（LCH.Clearnet Limited）
	证券交易所	会员监管、制定接受证券交易和监管证券交易规则；限制会员的交易范围、暂停会员资格、终止会员的会员资格；拥有自由裁量权，可以放弃某些规则的执行；当认为某些事项可能涉及到伦交所规则或影响到伦交所市场的完整性，可以从会员公司获取相应信息或与该会员公司的员工面谈；当出现合并等相关情况时，伦交所可以披露相关信息或文件

这类交易所具有财务独立、信息直接、市场熟悉等优势，由其对证券市场进行一线监管，可以大大降低政府的财政负担。证券交易所可以向市场参与者提供有关市场运作实践中的深度专业经验，比起政府监管更加快捷、灵活地适应变动不居的市场条件。然而，自律监管也存在证券交易所有可能以“自律监管”为名排斥或者抵制政府的必要行政监管。此外，证券交易所在行使自律监管权（尤其是调查权）时，往往缺乏强制手段。因此，在强调自律监管为主体的同时，也应结合政府的监管来弥补自律监管所存在的不足，这样才能充分发挥自律监管的优势，从而成为交易所未来发展的趋势。

第四节 自律型监管模式下会员制交易所治理结构

一、自律型监管模式会员制交易所主要特点

这类交易所目前比较少。1986 年之前的伦敦证券交易所大致属于这一类型，主要特点除了会员制交易所的特点外，就是没有独立专门的证券监管机构。这类交易所的主要特点如下：

（一）政府干预较少

政府除了一些必要的立法之外，很少干预市场。一般不设专门的证券管理机构，市场发挥主导作用。

（二）强调自律监管

市场主要由证券交易所、证券商协会等自律组织进行管理，强调证券从业者自我约束、自我管理的作用。自律组织有权拒绝接受某个证券商为会员，并对会员的的违章行为进行处罚，可以开除会员的会籍。

（三）法人类型和所有权

会员制交易所属于非盈利性的事业法人。为了维持证券交易所的日常营业，证券交易所只向证券交易所会员收取会费，会费的数额和缴纳由证券交易所章程形式确定。证券交易所的财产积累归会员所有，其权益由会员共同享有。交易所采用集体决策机制，会员大会投票一般为每个会员一票，而不管其在交易所占的业务份额有多少。

二、自律型监管模式会员制交易所典型代表

从历史上看，英国证券市场的自律监管传统基本上一直运作良好，维持了市场的公平、公正和高效。自律的理念及其成功实践使人们更加笃信市场自律，排斥行政干预。遵守自律规则已经成为英国证券市场参与者的自觉自愿的选择，立法者也长期不愿过多干预证券市场监管，英国长期没有《证券法》即是明证。英国证券业由于习惯了自律监管方式，一直惧怕政府引进美国的 SEC 监管制度。下面以 1986 年金融大爆炸以前的英国伦敦证券交易所为例，对该类交易所的治理结构进行分析：

表 2-4 1986 年金融大爆炸以前的伦敦交易所治理结构

治理主体	证券交易所，证券商协会	
治理目标	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	
治理核心	会员对交易所的过分控制，会表现为追求某一会员或者利益团体的利益。监管的主要目的是保证在会员制的基础上维护公众利益，保护中小投资者。	
所有权归属	交易所交易的全体会员	
董事会组成和决策机制	董事会成员大部分由会员组成，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	
监管权力分配	证券交易所	证券交易所与其会员之间的自律关系具有监管与被监管的行政法性质，会员必须绝对服从、遵守交易所章程及

		其细则中关于入会、权利与义务、惩戒和开除等详细规定；会员一旦违反自律规则，将受到自律章程及规则的严厉制裁，如罚款、承担民事责任、限制进入市场交易乃至停止或撤销会员资格等惩处；会员对违规所受惩处很难寻求外部力量的救济。
	证券商协会	根据自律规则监管伦敦证券交易所的大厅交易业务；此外，与交易所一同制定并实施有关证券市场自律规则，并派出代表征询政府部门的意见，保持与政府部门之间的有效沟通。

传统的交易所在成立时普遍采取这类模式，其原因主要在于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，会员可通过互助组织控制服务价格；同时会员制交易所适应了交易非自动化的需要，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，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。证券市场自治强调秩序、规则和监管建立在契约自由的理念和证券市场参与者达成的契约（自律规则）的基础之上，而自律规则的核心在于证券交易所严格（甚至可能严于法律）的自律规章。可以说，这种类型的交易所影响大、辐射面广、代表性强，是整个证券业的基本监管者。由于会员制所固有的一些缺点，同时考虑到自律监管的传统，这种类型的交易所很有可能会向自律型的公司制交易所转化。

第五节 政府主导型监管模式下会员制交易所治理结构

一、政府主导型监管模式会员制交易所主要特点

这类交易所目前也比较少，原因主要在于目前属于真正意义上的会员制交易所非常少，其主要特点如下：

（一）政府监管严厉

同政府主导下的公司制交易所一样，这种类型的交易所面临监管机构严格的监管，监管机构的监管权力由各国证券立法赋予。政府监管机构在证券交易所的

经营上掌握着重要的市场决定权力，同时还可能拥有对证券交易所的人事任命权。

（二）自律功能弱化

自律是和证券交易所的市场组织运营行为结为一体的，在市场发展的每个阶段，自律都是不可或缺的，是对国家行政力量和法律强制约束力的有效补充。然而，过于强调政府的监管可能会导致某些环节出现监管真空，证券交易所缺乏自律的保障和动力，其作为自律监管主体的独特作用并没有发挥出来。

（三）目标多元化

由于证券交易所的法律形态在几种可能性之间摇摆不定，其权利、目标和责任也变成多元，而其中每一个目标都不够清晰。证券交易所要承担起“发展市场”的职责，但证券交易所很多举措要经过证监会的批准才能实施，而从主管机关的角度讲，对风险的顾虑在很多时候都成为市场发展的阻力。

二、政府主导型监管模式会员制交易所典型代表

在交易所公司化的大趋势下，目前属于真正意义上的会员制交易所非常少，因此，能够划分到这种类型下的交易所很少。国外的证券交易所中阿根廷的布宜若斯艾利斯证券交易所可以划分到这类里面，但考虑到其并不具有太大的借鉴参考意义，因此这类交易所不是我们分析的重点。往前追溯，早期的美国交易所也曾是这种类型的代表。

早期美国证券交易所具有会员制交易所的一般特点，交易所所有权属于全体会员，交易所的全部财产归全体会员占有、使用和处置，会员是交易所的主体，最高权力机构是会员大会，在决策上发扬民主，实行一人一票。组织不以营利为目的，限制向外分配任何利润或盈余。

在监管方面，美国证券交易委员会作为美国证券市场监管的最高权威机构，负责对整个证券市场进行监督。各州也设有监管机构，负责对其辖区范围内的证券市场运行进行监管。美国证券交易委员会职能包括监督一系列法规的执行，维护证券发行者、投资者和交易者的正当权益；防止证券活动中的过度冒险、投机以及欺诈活动，维护稳定的物价水平，配合联邦储备委员会以及其他金融监管机构，形成一个明确、灵活、有效的金融体系。

总的来说，这类交易所的治理核心是政府在监管中仍然发挥主导作用，自律主要的作用是起到辅助作用，会员完善行业规则，引导行业发展，无实际权利。会员除了维护自身利益外，监管要求保护公众利益。监管部门的职权一般包括拟定市场发展规划，办理重大审核事项，指导协调风险处置，组织查处证券期货市场重大违法违规案件，指导、检查、督促和协调系统监管工作；而交易所的职权主要是上市公司管理、证券商（会员）管理以及证券交易行为管理。

第三章 交易所治理结构与经济效率差异分析

第一节 不同监管权分配模式下经济效率差异分析

证券交易所是资本市场的载体，其竞争力水平影响本国的证券市场运行效率，提升证券交易所竞争力已经成为了完善金融市场和提升综合国力的关键一环。近 30 年来，随着资本市场全球化的步伐加快，世界范围内的资本投资与交易活动变得更加容易与频繁，研究交易所在争夺国际上市资源中是否具有竞争能力以及如何提高竞争力，具有十分重要的现实意义。本节主要针对全球主要交易所的市场效率与及市场地位进行差异分析，旨在探索不同监管权分配模式所带来的交易所竞争力的差别，从而提高我国交易所的竞争能力提供参考建议。

一、市场效率与市场地位

（一）交易所竞争力分析

证券交易所的核心竞争力在于通过低交易成本和市场连接性来引发正反馈效应（施东晖，2002）。不同治理结构下，交易所的所有权、经营权和交易权分配与营利性（即是否进行利润分配）两方面特征的差异导致了会员制与公司制交易所在组织行为各方面的差异。所有权、经营权和交易权的分配决定了会员制交易所与公司制交易所在决策机制、融资渠道、利益冲突、定价机制、技术五方面的区别；营利性决定了会员制交易所与公司制交易所在激励机制、创新能力、流动性、自律效率四方面的差异。

此外，在政府主导型市场中，政府与交易所行业协会之间的关系形态，即政府垄断着管理市场的权力，交易所行业协会没有或只被授予很小的监管职权，交易所的规则也只是政府监管法律法规的延伸和细化。认识交易所这类组织化市场

自我协调、自我管理的潜力与局限，有助于从整体上把握交易所监管制度演变的一般规律，大致了解交易所监管制度对交易所竞争力的影响。

因此，本节主要研究四类交易所的竞争力：自律监管会员制交易所、政府主导会员制交易所、自律监管公司制交易所、政府主导会员制交易所。

证券交易所竞争力的表现方式很多，但规模是竞争力的核心。这是因为证券交易所具有规模经济特征。不管是传统证券交易所的场地投入，还是现代化交易所对电子信息交易平台和相关运营设施等的投入，前期投资巨大，而后期运营维护成本相对较低，增加一个服务对象所需的边际成本非常小。服务对象越多，平均成本越小，收入越大，具有明显的规模经济特征。因此，扩大交易所规模是增强其竞争力的核心。

另外，证券交易所面对两类用户，分别是上市公司和投资者²。上市公司需要向证券交易所交纳上市初费、年费等，是交易所的主要收入之一。投资者包括机构投资者和个体投资者，投资者需要向交易所交纳注册费和交易费。

上市公司对选择交易所会受到诸多因素影响，证券交易所的流动性是上市公司在上市决策中需要考虑的一个重要因素。由于投资者会给流动性定价，并将其作为证券市场价值的一部分，所以公司可以通过增加本公司股票的流动性来降低其资本金的机会成本（Amihud & Mendelson, 1986）。在交易所的竞争中，能提供最大的流动性、最低交易费用和最先进交易技术的交易所会取得最有利的地位（Coffee, 2002），竞争会导致一些超级交易所的产生，并且全球证券交易所的竞争使公司到法制环境更好的地区上市，促使公司治理水平向更高一级发展。

因此，本报告将从两个维度分析交易所的竞争力：市场效率（包括流动性、市场指数波动性）和市场地位（包括市场规模、上市公司数量），具体指标描述如表 3-1 所示。

表 3-1 竞争力指标

竞争力指标		描述
市场效率	流动性	流动性的替代指标是换手率。换手率越高，其交易活动越活跃，市场上买卖方也越多，每一个市场指令执行的能力越强，在每一个价格上交易所引起的变化也会越小。
	波动	波动性的替代指标是市场指数的波动性。反映了投资者的情绪，

² 由于投资者数据较难获取，本研究中并未使用投资者作为衡量指标。

	性	其值越高意味着投资者悲观，而低值则意味着投资者乐观。
市场地位	市场规模	规模越大，交易所规模经济效应也越明显，竞争力也越大。市场规模直接采用各交易所每年最后一个交易所市值的对数来衡量。
	上市公司数量	交易所上市公司总量、以及新上市公司数量越多，代表交易所对公司的吸引力越大，规模效应越强，竞争力越大。

（二）交易所竞争力研究控制变量

本报告主要从上市公司和投资者两个角度总结出影响交易所竞争力的主要因素，将其作为研究的控制变量，具体见表 3-2。

表 3-2 控制变量

影响因素	描述
经济发展状况	经济发展状况越好，国内的投资与消费需求越高，则对国外产品的需求就越大，相应对境外公司的吸引力也会越大，交易所的竞争能力也越强（Bancel 和 Mittoo，2001）。
交易机制与交易方式	交易所的交易方式主要有两种，一种是竞价方式，也称为指令驱动系统；另一种是做市商制度，也称为报价驱动系统。不同的交易技术与制度下有不同的交易成本（Foucault 和 Parlour，2004）。
地理位置	上市公司与交易所的地理位置越接近，则选择的可能性也越大（Pagano、Randl、Roel 和 Zechner，2008）。
会计标准与信息披露要求	公司在会计标准和披露要求较高的交易所上市，能降低投资者获取信息的成本，使投资者更便捷地观察上市公司的行为，为投资者提供更好的法律保护（Doidge、Karolyi 和 Stulz，2004）。
法律背景与投资者保护	严格的法制环境、上市标准、信息披露等能提高上市公司的治理水平，并能更好地保护投资者的合法利益（Stulz，1999）。
资本市场发展水平	世界多数国家的实践表明，交易所所在国家或地区的资本市场发展水平对于交易所绩效具有显著的影响。
资本市场竞争结构	有些国家或地区采用单一交易所，如香港、台湾、韩国等，这些交易所通常具有垄断能力；而另一些国家的资本市场则是多个交易所并存的局面。

二、交易所竞争力差异实证分析³

表 3-3 列示了对交易所竞争力进行实证分析的结果，分别用强、中、弱对三类交易所在四个竞争力指标上的表现，实证结果表明治理结构对于交易所绩效的影响在统计学上是显著的。由于自律监管公司制交易所所有利于充分发挥市场参与者的积极性，促进市场创新和竞争，有助于活跃市场，因此在市场流动性、上市

³ 模型设计和回归结果见附件 1。

公司数量这两个绩效指标上,均表现出了自律监管公司制>政府主导公司制>政府主导会员制的特征。政府主导会员制交易所对于发现的违法违规行为,上市公司部、市场监察部和会员部通过部门联合监管形式予监管,在市场反应速度上稍弱于其他两类交易所,导致在在市场稳定性指标上,政府主导会员制交易所劣于其它两种,而政府主导公司制与自律监管公司制之间则没有显著差异。在上市公司总市值指标上则呈现出了相反的情形,即自律监管公司制<政府主导公司制<政府主导会员制,这一结果与已有理论研究并不相符,很可能与我们的回归样本排除了交叉上市的数值有关⁴。

表 3-3 不同交易所竞争力比较

竞争力指标	政府主导会员制	政府主导公司制	自律监管公司制
流动性	弱	中	强
波动性	强	中	中
市场规模	强	中	弱
上市公司数量	弱	中	强

（一）市场效率分析

1、流动性效率指标分析

从交易所市场流动性指标考虑,自律监管公司制的流动性要高于政府主导会员制以及政府主导公司制,政府主导公司制交易所又优于政府主导会员制。因此,在市场流动性方面,自律监管公司制>政府主导公司制>政府主导会员制。我们认为原因主要在于:一方面,相对于会员制交易所,公司制交易所是以盈利为目的,而交易费是交易所的主要收入来源,因而公司制交易所更有动力进行技术和市场交易规则的创新以降低交易成本并促进成交的便利性;另一方面与政府主导型公司制相比,自律监管公司制下市场监管体系直接进行“一线”监管,在监管过程中具有更大灵活性,使得市场摩擦成本更低,因而对市场流动性的影响最小。

2、市场波动性效率指标分析

政府主导会员制交易所的市场波动性最大,而政府主导公司制与自律监管公司制之间的差异并不显著。这一结果也印证了会员制交易所在监管方面的缺陷:

⁴为了排除交叉上市的影响,我们的样本中采用的是仅在该交易所上市的公司市值,由于自律监管公司制、政府主导公司制以及政府主导会员制交易所面临的政府金融管制水平依次上升,因而前者交叉上市非常普遍,而后者交叉上市则很少,因此会导致政府主导会员制的市场总额被一定程度地高估。

即随着交易所会员的日益多元化，其决策效率低下，对市场异常现象及不公平交易的调查处理反应迟钝，因而其监管措施滞后，导致市场波动性较公司制更大。

（二）市场规模分析

1、上市公司市值总额指标分析

在上市公司总市值上，政府主导会员制>政府主导公司制>自律监管公司制。这一结果并没有获得相关理论或已有研究结论的支撑，但我们认为这一现象与交易所面临的政府金融管制水平具有内在联系。从上市公司来看，政府主导会员制交易所虽然在总量上不一定强于其他两类交易所，但是每个上市公司的市值都很大，导致总市值出现回归分析的结果。

2、上市公司数量指标分析

上市公司数量这一指标上，自律监管公司制>政府主导公司制>政府主导会员制，这一结果与前文中的理论分析部分相吻合。首先，由于公司制交易所在融资、技术创新以及决策效率等方面的比较优势，其对上市公司更具有吸引力；其次，与政府主导公司制相比，自律监管公司制在监管成本、反应速度等方面又具有更多优势，因而其上市公司数量又高于政府主导型交易所；最后，大部分政府主导会员制的开放程度仅局限于国内公司，但是又面临着越来越多的国内公司去国外上市，导致交易所在上市公司资源上稍逊于其他类型交易所。

第二节 交易所并购

交易所的变革之路可以分成三个阶段。第一阶段是非互助化，即从一个互助型的非营利的会员交易所转变为一个逐利的股东所有的交易所公司。第二阶段是自我上市，即交易所成为自身交易平台的一家上市公司。第三个阶段是交易所间的收购和兼并。

一、交易所并购的动因

（一）交易所治理动因

从交易所内部发展而言，交易所进行全球并购和整合主要有三个方面的考虑：一是在竞争压力和追求经济利益的驱动下，并购可共享技术设备资源，削减管理成本，整合管理团队和提升运转效能，可显著扩大业务、节约成本、提高效率、创造规模经济效应；二是通过跨国并购与整合可显著扩大市场规模和投资者

基础，增强市场的网络外部性；三是经济全球化与投资者需求的国际化、多元化客观上要求交易所并购。

从外部经济环境来看，越来越多的替代性交易系统或另类电子交易平台对传统交易所构成了激烈的竞争压力，使传统交易市场的发展空间不断缩小，这就对证券市场的整合提出了现实要求。加之资本市场与交易所行业的放松管制和全球化，也为跨境并购和跨境交易服务提供了自由的空间。此外，由于全球主要交易所几乎都已实现公司化改制和挂牌上市，可被并购的对象大大增多了，从而使交易所可通过更加简便易行的并购获得新的利润增长机会。

（二）逃避监管动因

美国 2002 年颁布的《萨班斯—奥克斯利法案》提高了海外公司到华尔街上市的监管门槛。由于法规过于严厉，削弱了美国证券市场的吸引力，据汤姆森金融公司统计，2005 年在美国交易所上市的公司为 53 家，远远低于 20 世纪 90 年代平均每年 553 家公司 IPO 的速度，90%的企业最终选择在英国和其他市场上市。因此，为避开《萨班斯—奥克斯利法案》，吸引更多的境外上市公司，提高交易所收益率，纳斯达克和纽约交易所分别选择了各自海外扩张的道路。

二、交易所并购实证分析

（一）世界主要交易所并购行为

从市场整合来看，交易所并购首先发生在本国多个交易所之间，比如西班牙、意大利和澳大利亚的多个地方级交易所合并成一个国家级交易所。美国在 19 世纪时曾存在多达 250 余家的交易所，而现今整合为以 2 家全国性交易所和 6 家地区性交易所为主体的交易所体系；在此之后，跨国兼并日渐频繁。巴黎、阿姆斯特丹、布鲁塞尔、里斯本的交易所和 LIFFE 在 2000 年至 2002 年间分阶段兼并购成 Euronext。2007 年，伦敦和意大利的交易所共同创立了伦敦股票交易所集团。同年，纳斯达克买下 OXM，纽约证交所收购了 Euronext。这两个时期主要是交易所的横向整合，即现货市场与衍生品市场的整合。近年来世界主要大型证券交易所的并购行为可以归纳如下：

表 3-3 世界主要交易所并购行为

并购完成时间	并购主体	并购后实体
--------	------	-------

2000 年 3 月	香港联合交易所、香港期货交易所有限公司、香港中央结算有限公司	香港交易所集团
2000 年 3 月	法国巴黎证交所、荷兰阿姆斯特丹证交所、比利时布鲁塞尔证交所	欧洲证券交易所
2002 年 1-2 月	欧洲证券交易所、伦敦国际金融期权期货交易所、葡萄牙交易所	欧洲证券交易所
2005 年 1 月	韩国证券交易所、KOFEX、KOSDAQ	韩国证券交易所
2006 年 3 月	纽约证券交易所集团、欧洲证券交易所	纽约泛欧交易所
2007 年 5 月	纳斯达克证券交易所、瑞典 OMX 公司	纳斯达克-OMX 集团
2007 年 10 月	伦敦证券交易所、意大利证券交易所	伦敦证券交易所集团
2012 年 8 月	东京证券交易所、大阪证券交易所	日本交易所集团

除了交易所之间的横向并购外，交易所也积极开展纵向整合，主要包括交易业务与登记结算业务的整合，并积极地开展跨国界的交易所整合，通过结盟、合并等各种方式赢得国际竞争利益。如在 2005 年，纽约交易所收购了原是 ATS 的 Archipelago 交易所，伦敦交易所收购了原 MTF 的 Turquoise 的大部分股权。

（二）交易所并购绩效分析

虽然近年来世界各大交易所掀起了并购浪潮，但由于各国法律、制度及政府监管等多方面因素的影响，本报告主要根据交易所股票现货市场并购前后的总市值以及总成交量两个绩效指标的变动，对并购绩效进行比较直观的反映。

表 3-4 交易所并购绩效分析⁵

交易所名称	总市值			成交量		
	并购前	并购后	变动	并购前	并购后	变动
香港交易所集团	47275	47951	1.43%	1915940	2860126	49.28%
欧洲证券交易所	18899	15387	-18.58%	31925	21707	-32.01%
韩国证券交易所	3986	7180	80.13%	5258	11997	128.17%
纽约泛欧证券交易所	160174	191293	19.43%	199439	248970	24.84%
纳斯达克-OMX 集团	38650	40137	3.85%	106974	137657	28.68%
伦敦证券交易所集团	49190	23902	-51.41%	65810	44192	-32.85%

⁵为了分析并购中的协同效应，如果并购行为涉及原各方股票现货市场的合并，则并购前的总市值及总成交量采用原各方总市值与总成交量之和。表中除了香港交易所集团单位为亿港元外，其余交易所单位均为亿美元。

从治理角度可以看出，各大交易所在并购完成之后，将交易所内部所拥有的各种能力和资源与外部获取的各种能力和资源进行有机整合，表现出了较为明显的协同效应，加强了交易所的竞争力⁶（如表 3-4 所示）。

在市场效率方面，并购实现了不同交易所之间的内部资源互用，能提供最大的流动性、最低交易费用和最先进交易技术，增加了公司股票的流动性，提高了交易所的成交量。

在市场地位方面，扩大交易所规模是增强其竞争力的核心。通过并购迅速扩展资本规模，实现迅速扩张，增强了对上市公司的吸引力，交易所上市公司总市值出现了大幅度的增长。

附件 1

模型设计

本报告拟选取全球 16 家证券交易所 2003 年至 2012 年的数据构建一个面板数据集，考察不同治理模式对证券交易所竞争力的影响。最后所选取的 16 家证券交易所当前的治理模式情况见附表 1。

附表 1 研究样本交易所

交易所治理模式	数量	交易所名称
政府主导公司制	9	纽约泛欧交易所（美国）、香港联交所、东京交易所、台湾交易所、韩国交易所、孟买交易所、纽约泛欧交易所（欧洲）、印度国家证券交易所、纳斯达克 OMX
市场自律公司制	5	伦敦交易所、法兰克福交易所、新加坡交易所、瑞士交易所、澳大利亚交易所
政府主导会员制	2	上海证券交易所、深圳证券交易所

本报告构造一个不同监管权分配模式对证券交易所竞争力影响的回归分析模型，以判别不同监管权分配模式对证券交易所市场竞争力的影响是否在统计上有显著性。分析采用 16 家证券交易所 2003 年至 2012 年间共 10 年的年度数据。方程中的被解释变量是样本证券交易所在样本期间的市场竞争力指标，包括市场效率（流动性、市场波动性）和市场地位（包括市场规模、上市公司数量）；解释变量是交易所治理结构；控制变量是交易所竞争力影响因素，包括经济发展

⁶欧洲证券交易所并购后绩效出现下降，主要是受 2000-2002 年的互联网泡沫破灭的影响。伦敦证券交易所与意大利证券交易所的并购绩效表现也较差，可能出于以下两个方面的原因：首先，这次并购是伦敦证券交易所为了应对其他证券交易所的兼并不得已而为之的防御策略，因此两个交易所并购的协同效应并非并购的主因；另一方面，该并购是发生在 2007 年末，众所周知在 2008 年出现了全球金融危机，交易所市场的绩效受到巨大冲击，因而并购后的绩效变差也是外部环境变动的一个反应。

状况、交易机制、地理位置、会计标准与信息披露要求、法律背景、交易所所在国家或地区的资本市场发展水平、资本市场竞争结构等。具体变量设置如附表 2。

附表 2 研究变量

变量		代码	描述
被解释变量(COM)			
市场效率	流动性	LIQ	流动性的替代指标是换手率。
	波动性	VOL	市场指数的波动性。
市场地位	市场规模	SIZE	各交易所每年最后一个交易所市值的对数。
	上市公司数量	FIRMNU	交易所上市公司数量。
解释变量			
监管权分配模式		GOV1 GOV2	监管权分配有四种：自律监管会员制交易所、政府主导会员制交易所、自律监管公司制交易所、政府主导会员制交易所。用两个虚拟变量表示,GOV1 代表政府主导公司制，GOV2 代表政府主导会员制。
控制变量			
经济发展状况		GDPGR	GDP 增长率测量
		LNGDP	GDP 的对数来
交易方式		MODE1 MODE2	交易所的交易方式主有竞价方式和做市商制度以及混合制度，用虚拟变量表示。MODE1 表示报价驱动，MODE2 表示订单驱动。
地理位置		LOCATION1 LOCATION2	全球各主要交易所的地理位置以洲为标准分为三类：美洲、欧洲、亚非。用虚拟变量表示。LOCATION1 表示美洲，LOCATION2 表示欧洲。
会计标准与信息披露要求		STANDARD	会计标准与信息披露要求选取了世界银行对各国信息披露制度的评价指标与结果来确定，其值为 0-10，值越大表明制度越严格。
法律背景		LAW	法律背景分为普通法法系和民法法系，用虚拟变量表示，LAW=1 表示民法法系。
		RIGHT	采用世界银行公布的各国或地区的法律权利指数，其值为 0-10，值越大表明法律保护水平越高。
资本市场发展水平		CPGDP	国家或地区资本市场总额与 GDP 的比例

资本市场竞争结构	MONOPOLY	虚拟变量,如果是单一交易所垄断则取 1, 否则取 0。
----------	----------	-----------------------------

样本证券交易所之间由于历史的原因,交易规模一直存在很大的差异,而且由于统计口径的不同,样本证券交易所之间应该存在十分显著而稳定的组间差。而且,作为模型中的主要解释变量,各交易所的治理结构在样本数据年间很少发生变化为此,因此在这里采用面板数据中的随机效应模型,对样本数据进行分析。回归分析方程设置如下:

$$\begin{aligned} \text{COMit} = & a + \beta_1 \text{GOV1}_{it} + \beta_2 \text{GOV2}_{it} + \beta_3 \text{MODE1}_{it} + \beta_4 \text{MODE2}_{it} + \beta_5 \text{LNGDP}_{it} \\ & + \beta_6 \text{GDPGR}_{it} + \beta_7 \text{LOCATION1}_{it} + \beta_8 \text{LOCATION2}_{it} + \beta_9 \text{STANDARD}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{CGDP}_{it} + \beta_{11} \text{RIGHT}_{it} + \beta_{12} \text{LAW}_{it} + \beta_{13} \text{MONOPOLY}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

实证结果

采用上述面板数据样本,进行回归分析,结果如附表 3 所示。

附表 3 回归结果

	Model 1	Model2	Model3	Model4
Dependent Variable	LIQ	VOL	SIZE	FIRMNU
Constant	2.317416	0.0150539	-2.32E+07	-3529.008
	0.165	0.613	0.000	0.000
GOV1	-0.703741	0.0114895	1524421	-832.278
	0.035	0.17	0.026	0.000
GOV2	-1.138027	0.023618	2283065	-1335.507
	0.017	0.047	0.02	0.000
GDPGR	-0.0035835	-0.0013602	-81268.09	-30.48196
	0.896	0.048	0.149	0.012
LNGDP	-0.1919636		2238205	358.6646
	0.281		0.000	0.000
MODE1	-0.6859477	0.0306659	3008546	3910.839
	0.177	0.013	0.004	0.000
MODE2	-0.5358607	-0.0029092	3471478	163.364
	0.106	0.719	0.000	0.265
LOCATION1	2.299347	-0.0039567	2575345	322.1982
	0.0000	0.682	0.012	0.143
LOCATION2	-1.196159	0.0066828	4058557	-828.3558
	0.0000	0.427	0.000	0.000
STANDARD	0.0748133	0.0023655	16800.71	148.2307

	0.147	0.055	0.874	0.000
LAW	1.44473	0.0142896	-3335147	-33.39082
	0.0000	0.093	0.000	0.000
RIGHT	0.1168955	0.0006789	-271305.7	192.6622
	0.345	0.784	0.287	0.000
CPGDP	-0.0015672	0.0000258	12343.55	0.5023497
	0.35	0.286	0.000	0.498
MONOPOLY	-0.80329	-0.0038339	3924970	-540.8645
	0.003	0.485	0.000	0.000
test GOV1=GOV2	差异显著	差异显著	不显著	差异显著
No. Obs	160	160	160	160
R-Squ	0.4326	0.2775	0.7201	0.9168

注：变量系数估计值下的数据为该变量的 P 值。

第四章 完善我国交易所治理结构的政策建议

一、完善交易所治理结构应坚持政府主导性原则和投资者保护的基本原则

我国证券交易所在建立与运行方面有别于欧美主要国家的证券交易所，由政府建立并控制，导致会员、投资者等利益相关者在交易所治理方面话语权有限，这就客观上决定了政府在交易所治理方面扮演着重要的角色。

对交易所治理结构的完善还必须坚持投资者保护的基本原则，交易所的改制方案、制度设计应在投资者利益和交易所股东利益之间寻求平衡。

二、确立交易所改制方向，明确交易所的主体地位

当前，交易所公司化潮流已经席卷全球，在技术革新、市场化竞争、国际化竞争等方面我国的证券交易所也面临着改制的压力。由于我国证券交易所属于特殊的准会员制，交易所的主体地位缺失，在改制方向上主要由两个选择：一是由准会员制直接改制为股份制公司，进而谋求自我上市；二是先由准会员制改制为会员制或会员所有的私人公司，进而改制为股份公司，并最终谋求上市。我们认为第一种方案为最优，因为当前交易所为政府直接控制，会员在交易所治理中所起到的作用非常有限，且会员也基本为国有，如改制为会员制或会员所有的私人公司，政府在交易所中的控制地位将不会受到实质性影响，改制实践意义很有限，而直接进行股份化改制引入非会员股东，则能够实现交易所治理水平的较大提升。

三、外部治理建议：优化政府监管部门与自律组织的职权划分

参考国际经验，充分发挥政府、证券交易所和证券业协会在证券监管中的作用。

中国证监会应以间接监管为主，注重对市场行为的监管和非金融上市公司、机构的宏观审慎监管，将一线监管权下放。具体而言，中国证监会应拥有的监管职权主要应为：政策、法令制定权；规则制定权；证券上市、发行最终注册权；市场行为监管权；非金融上市公司、非金融机构宏观审慎监管权；违法违规行为查处权等。

证券业协会主要在一线市场外对证券公司实行监管，授权批准市场中介机构的市场准入及其标准制定，行业标准的制定和实施，审查证券公司的设立，监督

证券市场主体在一线市场内的活动，对违反法律规范和行业规范者给予纪律处分，主持召开证券业内的论坛，开展市场参与者和公众投资者教育活动，确定证券业从业资格。

证券交易所应负责对一线市场进行监管，为保护投资者利益，交易所应至少拥有会员管理权、交易管理权以及违法违规行为处罚权。具体而言，交易所应拥有如下职权：证券上市、交易审查权；证券交易实时监视权；违法违规行为调查、处罚权；会员管理权等。

同时，应借鉴香港经验，适时就监管职权在三者之间的分配进行磋商，并以备忘录或行政命令形式予以确认并执行。

四、完善交易所内部治理

我国的证券交易所从会员制组织形式转为股份有限公司形式后,对其治理结构应按照《公司法》的相关规定建立,同时参照国际惯例。根据本文对交易所治理概念的界定,可知交易所治理涉及的核心要点为交易所的治理目标、董事会的构成和各职能部门的组建以及各治理主体承担的监管职能。

治理目标包括交易所董事会独立、参与者与交易所联系密切、治理过程透明与公正,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,为投资者提供一个公正、透明和高效的市场运作环境。董事会成员中必须有按照有关法律规定数目的独立董事以代表公众利益,独立董事实行任期制,可以由证监会提名,由交易所股东大会委任,董事长不得兼任总经理。董事会下可设薪酬和提名委员会,要求总经理或 CEO 不得参加,以利于独立董事发挥其应有的功能;此外,可以设利益协调委员会,作用在于对交易所与股东之间、交易所商业角色和监管角色之间、上市公司之间的商业安排进行审查,协调利益冲突的问题;还可以设立执行委员会,在董事会领导下,执行董事会的决议,负责公司日常经营管理中重大问题的决策。

改制后的交易所同时要承担一定的自律监管职能,可以在交易所内部建立财务和人员相对独立的监管机构,由它向证监会负责,对交易管理、会员管理、产品创新等进行管理;此外,为解决因对股东负责的机制可能导致的交易所降低对监管的投入问题,需要对交易所用于自律的经费支出和人员安排做出一定限制和要求以切实保障其独立性。

五、提升交易所竞争优势

首先，交易所集团化可共享技术设备资源，削减管理成本，整合管理团队和提升运转效能，增强市场的网络外部性。国内证券交易所与期货交易所、商品交易所等可进行整合，形成规模效应。

其次，交易所的国际化已经是一个趋势，在竞争压力和追求经济利益的驱动下，交易所可以考虑“走出去”。由于全球主要交易所几乎都已实现公司化改制和挂牌上市，可被并购的对象大大增多，国内的交易所可以积极开展跨国界的交易所整合，通过结盟、合并等各种方式显著扩大市场规模和投资者基础，获取更多的资源，从而在交易所国际竞争中占据有利地位。

最后，目前国内交易所还主要是开展国内业务，但是同时也有越来越多的公司去国外上市，这种只有公司“走出去”，没有“请进来”的现状颇为尴尬。国内交易所可以加速“国际版”的推出，引进国外企业在国内上市，加强中国金融市场在国际上的地位，增加中国股市对于国际金融市场的影响力，促进资本市场成熟。同时迫使国内企业更加规范，能进一步增强国内企业的竞争力。

主要参考文献

- [1]Amihud Y, Mendelson H. Asset Pricing and the Bid-ask Spread [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 17(2): 223-249.
- [2]Bancel F, Mittoo C. European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings [J]. European Financial Management, 2001, 7(2): 213-236.
- [3]Baris Serifsoy , Demutualization, Outsider Ownership, and Stock Exchange performance: empirical evidence[R].Econ Gov,2008(9):305-339
- [4]Coffee Jr J C. Racing towards the top: The impact of cross-listing and stock market competition on International Corporate Governance [J]. Colum. L. Rev., 2002, 102: 1757.
- [5]Craig Pirrong.Technological Change For Profit Exchange and Self-regulation Financial Markets [J].Working paper, 2000.
- [6]Doidge C, Karolyi G A, Stulz R M. Why are foreign firms listed in the US worth more?[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 71(2): 205-238.
- [7]Foucault T, Christine A.P. Competition for listing[J]. RAND Journal of Economic, 2004, 35(2): 329-355.
- [8]Halling M, Pagano M, Randl O, et al. Where is the market? Evidence from cross-listings in the United States [J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 725-761.
- [9]Oliver Hart,John Moore.The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives Versus Outside Ownership [J]. Oxford Review of Economic Policy, 1996.
- [10]Reena Aggarwal and Sandeep Dahiya, Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges [J].Journal of Applied Corporate Finance,2006(3):96-106
- [11]Romain Devai & Grégoire Naacke, 2012 Cost and Revenue Survey[R], World Federation of Exchanges,2013.
- [12]Stulz R M. Globalization, Corporate Finance, And The Cost Of Capital [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1999, 12(3): 8-25.
- [13]巴曙松、刘润佐、赵晶.全球证券交易所的并购趋势:从公司化角度的考察[J].国际经济评论, 2007(3): 31-35.
- [14]鞠敬、沈冬军.非互助化证券交易所监管权的功能定位[J].经济体制改革,

2010(1):104-109

- [15]李东方.证券监管法律制度研究[D].西南政法大学博士学位论文, 2000.
- [16]李维安,武立东.公司治理教程[M].上海人民出版社, 2002.
- [17]李维安.公司治理[M].南开大学出版社, 2001 年 1 月.
- [18]尚福林 主编.证券市场监管体制比较研究[J].中国金融出版社出版, 2006.
- [19]施东晖.垄断与竞争:证券交易所变革的经济学分析[J]. 证券市场导报, 2002(2):4-12.
- [20]吴卓.我国证券交易所法律形态和治理结构问题研究[D].中国政法大学,2004(5).
- [21]谢增毅.公司制证券交易所的利益冲突[M].社会科学文献出版社, 2007(7)
- [22]谢增毅.证券交易所组织结构和公司治理的最新发展[J].环球法律评论, 2006.
- [23]张群群.交易所的治理结构理论评述[J].经济学动态, 2005(3): 93-96.
- [24]张维迎.企业理论与中国企业改革[M].北京大学出版社, 1999.
- [25]朱相诚.证券交易所公司化:海外趋势与中国选择[D].华东师范大学, 2012(5).
- [26]朱昱、周小和.交易所治理结构比较研究综述[J].北京工商大学学报(社会科学版), 2006(9): 17-22.