

欧盟证券交易所治理结构与监管

齐绍洲¹, 周首南²

(1. 经济学博士 武汉大学商学院世界经济系 430072, 2. 经济学硕士 深圳执业律师)

摘要: 近年来, 欧盟主要证券交易所程度不同地出现了从会员制转向公司制的趋势, 即把证券交易所当成生产交易服务的企业来监管。理论上交易所的治理结构既有会员所有制又有投资者所有制。欧盟证券交易所公司化趋势的出现既是证券市场全球化、网络化和机构化的要求, 又是欧盟证券市场一体化的激烈竞争使然。相应地, 证券市场的监管是自律基础上的政府监管, 这种双层体制可以部分地解决自律情况下利益冲突的问题。

关键词: 证券交易所 治理结构 监管

中图分类号: F

文献标识码: A

证券交易所常常被当成证券市场来加以分析, 欧盟法律和《投资服务指令》等都把证券交易所定义为“被监管的市场”(Regulated Markets)。然而, 最近几年来一些欧盟成员国的法律和理论更喜欢把证券交易所当成用金融工具创造市场的公司(Firms)。因此, 对欧盟证券交易所监管法规和政策的研究应该考虑证券交易所的这种本质, 并从一个比传统更大的视野来对之加以分析。

一、欧盟证券交易所治理结构

(一) 交易所是用金融工具创造市场的公司

1. 交易所被当作生产交易服务的一种公司

首先, 证券交易所一般被当作生产交易服务(Translation Services)的一种公司。股票交易所方便了证券买卖者之间的交易, 期货交易所则使个人能参与要求在未来进行商品、证券和货币的交割的交易, 交易所通过提供进行交易的集中位置或提供一个电子系统来实现这种功能。因此, 交易所的好处就是它为交易者节省了自己去寻找交易对象的成本。正如费歇尔(Fischel)和格鲁斯曼(Grossman)所说: 交易所面临同样的刺激去生产优质产品即交易服务, 这一点与其他行业如家电生产厂商一样, 家电生产厂商力图生产优质产品从而可以从销售中获得最大利润, 交易所力图树立良好形象或声誉。因此, 交易所会尽可能地禁止其会员的不良行为。¹

其次, 交易所还生产信息(Produce Information)。这些信息反映在交易所里进行交易的金融产品的价格上。

第三, 交易所还提供其他重要服务, 如管理上市公司和交易金融产品的市场。交易所提供这些服务时都希望树立一个公正高效的形象。

最后, 交易所提供清算交割等辅助性服务。不过, 大多数情况下这种服务都由与交易所不同的机构来完成。

2. 交易所间的竞争是对监管的替代

虽然交易所可以是非盈利的组织, 其目标是成功地激发交易量, 但在实现这一目标的过程中, 他们在一个日益竞争的环境中运作。不但交易所之间相互竞争, 交易所还要与提供交易服务的其他新进入者进行竞争。证券市场的这种结构性变化主要由两个原因造成: 第一是信息技术极大地减少了生产交易服务的成本; 第二是机构投资者的重要性日益增长, 已经影响了交易服务的需求。例如, 指数基

金（Index Funds）对即时交易的兴趣就不如其他投资者，因而不愿为连续竞价市场提供的“即时性”服务支付额外报酬。

交易所间的竞争主要围绕即时性、价格发现、低的价格波动性、流动性、透明度和交易成本等等。竞争越激烈，交易所自己就越有可能采取有利于并且能够保护客户的规章制度，不断完善自身功能，改进服务质量，加强自律。从这个意义上讲，激烈的竞争起到了监管的作用，或者说，竞争是对监管的替代。

（二）欧盟成员国交易所由会员制转向公司制的趋势

把交易所作为公司的理念在一些欧盟成员国的法律中已获得认可，只有英国在一段时期里把交易所当作既是要接受监管的市场又是为投资者提供交易服务的企业。这种理念渐渐地为其他成员国所接受，《投资服务指令》在各国的履行也加速了各成员国在法律上趋向于接受英国这种理念。但是，由于各成员国的法律传统和政治偏好不同，因此，这种理念在各国有所不同。

1. 德国和荷兰

德国股票交易所被定义为公共法定机构。成立股票交易所必须要经国家主管当局的同意，该主管当局还负责对交易所的监管。每个交易所都有一个提供交易和辅助服务的支持机构，这个支持机构或者是当地的行会或商会（即公共法定实体），或者是一个私人的法定协会。法兰克福股票交易所的支持机构是德意志证券交易所（Deutsche Bourse AG 简称为 DB），这是属于银行（80%）、区域交易所（10%）和股票经纪人（10%）的一个合资证券公司。² 德意志证券交易所成立于 1993 年，它也是德国证券存托（German Securities Deposit）和德国期权期货交易所 DTB（German Options and Futures Exchange）的控股公司。德意志证券交易所的创立反映了证券交易所作为公司的理念。虽然把交易所当作公共市场来监管，但主要的股票市场法兰克福股票交易所和唯一的衍生工具交易所 DTB 的管理机构是属于市场参与者的私有公司。法兰克福股票交易所使用 IBIS 系统，该系统是与其他 7 家德国股票交易所和法兰克福大厅交易相互协作的一体化的交易和信息系统。DB 促进了德国各交易所间的合作，柏林、杜塞尔多夫、法兰克福和慕尼黑四大交易所决定在 1995 年底开始密切的合作，其目的是为参与者提供更高质量的价格信息和更低的交易成本。它们的活动扩大了市场监管机构之间的合作并建立了一个上市中心办公室（Central Office for Listing）。将来，他们会在同一个公司中运作。

3

至于荷兰，阿姆斯特丹股票交易所在几年以前就进行了彻底的重组，以在欧盟日益激烈的竞争中保持其中等规模股票市场的地位。阿姆斯特丹股票交易所和欧洲期权交易所（European Option Exchange 简称 EOE）进行了股份制改造，合并成一个控股公司即阿姆斯特丹交易所（Amsterdam Exchanges 简称 AEX）的一个子公司，清算和交割机构则股份化为 AEX 的另一个子公司。阿姆斯特丹股票交易所和欧洲期权交易所的联盟保留对交易所会员的管理，而交易和上市的监管则成为 AEX 的责任。最近，AEX 的股权又被卖给了交易所的会员、上市公司和养老基金等私有机构，股权进一步分散。

2. 法国、比利时和意大利

法国法律在欧洲《投资服务指令》生效之前就接受了交易所必须由私人公司经营的理念。然而，1996 年 7 月 2 日的第 96-597 号法令（该法令是关于在法国履行《投资服务指令》，使法国金融活动现代化的法令）引入了“被监管市场”的概念，并颁布了关于这种市场的新规则。简而言之，市场监管由经营公司又被称为市场企业（Entreprise de Marche）进行。法国财政部、法兰西银行、证券交易所运行委员会和金融市场理事会等有关政府部门接受了被监管市场的理念。市场企业必须采取金融市场理事会同意的规则，这些规则包括下列方面：市场进入条件、上市要求、交易组织、暂停一项或多项金融工具的交易、注册和交易的公布等。

比利时对关于金融交易和金融市场的 1990 年 12 月 4 号的法令的有关规定进行了修改,并在此基础上颁布了 1995 年 4 月 6 日的法令,该法令对证券交易所的监管进行了改革并成为履行 ISD 的法律依据。根据该法令,比利时的证券交易所必须由按公司法成立的合作形式的法定实体来管理,该法定实体除了遵守上述 1995 年法令之外,还要遵守公司法的有关规定。

在意大利,1996 年 7 月 12 日的第 415 号法令把被监管市场的组织和管理定义为工商业务 (Business),并要求被监管市场必须按股份公司来运行但不一定非要盈利。该法令也明确了监管内容要包括有关市场的组织、服务、交易、金融工具、市场准入资格以及在违犯市场规则时与证券委员会的合作等等。

在把股票交易所作为公司方面,意大利的法律与法国和比利时的法律之间有很大的区别。意大利的私人部门具有创制权 (Initiative),可以创立一个公共机构管辖下的交易所,而法国和比利时的创制权只为公共机构所拥有。

3. 瑞典和丹麦

斯德哥尔摩股票交易所是欧盟成员国中第一个私有化的交易所。在 1992 年以前,它一直是一个公共机构并在股票交易上具有合法的垄断权。1992 年通过一项法律同意斯德哥尔摩股票交易所转换成一个股份有限公司并结束其垄断权。1993 年,斯德哥尔摩股票交易所有限公司开始运行,其股权由交易所会员和上市公司对等持有。从 1994 年开始,其股票开始自由转换,这意味着其他机构也可以购买这些股票甚至收购控制该公司。1996 年底,前十大股东拥有其 72.9% 的股份,其中有 9 家都是银行、上市公司和机构投资者。拥有衍生工具交易所 OM 的 OM 集团是最大的股东,它拥有 20.7% 的股份。⁴

可以看出,在上述成员国中,证券交易所已经不同程度地转向了公司制,但由于各国法律法规和金融管理体制及偏好等各不相同,它们的公司制也有所差异。相对而言,意大利、瑞典和丹麦的公司制比较彻底,交易所股份公司的股票可自由转让。而法国的公司制中政府色彩还较浓,德国则借助于公司制加强了其国内主要交易所间的合作。

公司制证券交易所并不是交易所治理结构的创新。长期以来,世界各国证券交易所的组织形式都是在公司制证券交易所和会员制证券交易所之间取舍。像加拿大、澳大利亚、日本、香港、马来西亚、新加坡、印度、阿根廷、智利、哥伦比亚等国都实行公司制证券交易所,瑞士的日内瓦证券交易所和美国的纽约证券交易所也实行公司制。公司制证券交易所大多是盈利性组织,但加拿大、日本的证券交易所、美国的纽约证券交易所以及印度的一些证券交易所则是非盈利性的公司制。公司制证券交易所通常是由银行、证券公司、投资信托机构及各类民营公司等共同投资入股建立起来的公司法人。

欧盟大多数国家的证券交易所历史上一直实行会员制,现在出现了向公司制转换的趋势,这一趋势是欧盟证券交易所为了提高适应电子网络技术和欧盟证券市场一体化的客观要求的灵活性与主动性的表现,这种转换克服了会员制交易所中因会员间的利益冲突而因循守旧、不愿创新的弊端,成为对交易所治理结构和组织形式进行彻底改革的必然。

(三) 公司制交易所所有权的理论分析

欧盟大多数主要交易所都已经成为会员(即在交易所交易的经纪商、做市商和交易商)拥有所有权的公司制交易所,这种治理结构的交易所称之为会员所有制交易所 (Member-Owned Exchange) 或会员所有权 (Members Ownership),其他的由第三方投资者如斯德哥尔摩交易所的 OM 集团所独占的或具统治地位的公司制交易所则称之为投资者所有制交易所 (Investor-owned Exchange)。

1. 会员所有制交易所

关于会员所有制,汉斯曼 (Hansmann) 作了理论分析:他认为所有权通常被分配给与一个公司

进行交易的人，这些人或者是该公司产品的购买者，或者是该公司生产要素（包括资本）的供给者（这些人被称为主顾）。之所以要把公司的所有权分配给这些主顾们，是因为当出现市场失灵时，例如不完全竞争或信息不对称等，市场契约（Market Contracting）成本很高，在这种情况下，把买卖双方合并在一个所有权关系中，可以消除因买卖双方利益冲突而造成的市场契约成本，从而减少总交易成本。

就顾客所有制（Customer-owned）的零售、批发和供应公司而言，汉斯曼注意到市场力量为顾客所有权提供了刺激，特别是规模经济等进入限制使具有规模优势的公司拥有市场力量，比如和零售商相比，批发商具有市场力量。所以和主顾相比，公司具有市场力量时，主顾们就希望通过拥有为他们提供服务的公司的所有权而避免受到价格剥削（Price Exploitation）。

当然，拥有所有权是要付出成本的，这些成本包括：监督成本、集体决策成本和承担企业风险成本。因此，顾客拥有所有权的前提条件为：

顾客对公司事务的监督成本很低；

顾客在公司中的利益是一致的，因而集体决策的成本很低；

公司的固定成本不高。

就证券交易所而言，创立交易所时，交易所在其地理区域内处于垄断地位，规模经济对交易所特别重要并形成最重要的进入限制之一，因而，交易所和其客户相比具有市场力量。交易所的会员一般都是十分相近或同样的利益集团，这些利益集团往往具有组织和管理相关市场所需要的信息。最后，经营一家交易所的资本不是太高。因此，交易所由中介机构组织起来，以免受到能从交易所交易中获取垄断利润的垄断者的剥削。

2. 投资者所有制

哈特（Hart）和摩尔（Moore）在最近的研究中认为：在所有的国家中，证券交易所都面临着许多新的挑战：

第一，交易所间的竞争日益激烈；

第二，交易所不再需要垂直的一体化。因为交易所的许多传统服务都由专业供应商供应，因此，竞争既在水平层次上（交易所之间）又在垂直层次上（交易所与专业供应商之间）展开。

第三，交易所日益成为资本密集型企业，不断需要为投资项目融资。

第四，会员制度变得更加开放和多样性。会员在交易所内不仅发挥不同的作用，而且在交易所之外（如柜台交易业务或另类交易系统）还有其他活动，这使他们成为交易所的竞争者。

哈特和摩尔根据这些新挑战分析了交易所的结构，其分析结论是：会员所有制与投资者所有制的交易所的相对业绩有两个关键的决定因素：其一是交易所会员的业务性质和规模的变化；其二是交易所面临的竞争程度。他们特别强调两点：一是随着会员间的差异的增大，投资者所有制比会员所有制更有效率；二是随着交易所面临更多的竞争，投资者所有制比会员所有制更有效率。

哈特和摩尔对会员所有制交易所的最终建议是：随着交易者的多样性和环境的竞争性的与日俱增，把交易所卖给外部所有者即投资者更有效率。另外，投资者所有制比会员所有制能更容易地筹措资金，以满足交易所不断使其设施更加现代化的投资需要。

3. 混合模式（Mixed Models）

在实践中，从会员所有制直接转向投资者所有制是不可能的。欧盟最近的经验表明，第一个可能步骤是把交易所管理公司的少数股权转让给上市公司或机构投资者，这是一个过渡期的混合模式。

瑞典和丹麦的交易所公司化改革是最好的例证。斯德哥尔摩股票交易所的最大股东（20.7%的股

份)是 OM 集团,该集团擅长交易所管理并由投资者拥有。交易所其他股东则分别是银行、投资公司、上市公司和机构投资者。同样地,哥本哈根股票交易所的大部分股票由其会员所掌握,其余的则属于在该交易所上市的证券发行者。

至于荷兰的阿姆斯特丹交易所(AEX),它作为阿姆斯特丹股票交易所(ASE)和欧洲期权交易所(EOE)的控股公司,会员拥有其所有的 A 股,相同规模和名义值的 B 股则卖给了荷兰的养老基金和上市公司。因此,会员拥有(AEX) 60%的股份,大约有 25%的股东拥有其余 40%的股份。在 5 年的时间里,会有一个只限于交易所会员、养老基金和上市公司的 AEX 股票市场,之后 AEX 的股票将自由交易并在 ASE 上市。不过,股东持股比例不能超过 10%。⁵

同样,根据意大利 1996 年 7 月 12 日的第 415 号法令的第 56 款(关于意大利股票交易所的私有化条款),新创立的意大利证券交易所 SPA 的股票为交易所会员和其他投资者包括上市公司所拥有。等股票分摊完毕后,就可以在市场上自由交易。但是,股东要遵守意大利财政部规定的有关要求。

二、欧盟证券交易所的监管

(一) 自律

证券交易所的监管至少由三大规则组成:一是市场规则,二是会员规则,三是上市规则。理论上讲,交易所监管应该通过自律,只采纳这三大规则。但实际上,交易所还要遵守国家法律和政府监管。有关权力在公共和私人领域间的分配反映了一个国家金融自由化的程度。在股票市场中,纯粹的自律是罕见的。像英国对交易所的监管就是私人 and 政府共同监管即所谓的双层体制(Two-tier Systems),政府监管主要集中于内幕交易和价格操纵。交易所自律是基于交易所与其他行业一样也必须生产优质服务,为了实现利润最大化,交易所也必须追求成本最小,规模最优,产品质量最好,价格最有竞争力。因此,在市场机制的作用下,交易所要在既定成本下追求质量和数量的最优组合,竞争将使顾客在最优的价格下消费交易所提供的服务。

和政府作为外部监管者相比,交易所在拟定交易、清算交割等细则方面处于更有利的监管地位。当然,对于价格操纵和内幕交易来说必须在更大的范围内对之进行监管,而这已不是交易所自律组织力所能及的,因此,必须用政府监管来弥补自律的不足。

总之,如果把交易所作为公司来监管,自律就是交易所业务的一个方面。一个交易所的规则反映了其组织和政策特点。随着竞争日趋激烈,交易所呈现出放松监管的趋势。

(二) 会员所有制交易所的监管

会员所有制证券交易所的自律存在利益冲突的矛盾。这些矛盾存在于交易所的会员之间。例如,一旦一个经纪商的欺诈行为败露,就会危害到其他经纪商的利益,因为顾客不敢再通过这些经纪商进行交易。按照费歇尔(Fischel)和格鲁斯曼(Grossman)的观点:会员之间通过协商而达成一个使其收益最大化的战略就可以解决这一问题。但是,皮荣(Pirrong)的研究对上述观点提出了疑问。皮荣通过对商品交易所的研究,批评传统文献忽视了交易所是许多利益完全相背的会员的联合体这样一个事实,他们之间的交易成本是正的,正的交易成本阻止了使各方都获益的会员间的协商谈判,从而,交易所针对操纵行为很少能采取有效的预防措施。另外,有关利益各方还会去影响交易所的决策者以获得更大的寻租收益,虽然这种寻租成本可能会很大。在存在这种寻租的情况下,交易所规则的执行人员就可能不动用某些可以酌情使用的权限去阻止操纵行为,从而可以在寻租者之间平衡各方利益,而不追求市场效率的最大化。

欧盟证券市场一体化进程的步步深入和竞争日趋激烈,在自律的基础上引入了政府监管,这部分地解决了自律情况下利益冲突的问题。在双层监管体制下,交易所作为监管者也处于政府机构的监管

中。

参考文献

- [1] Fischel and Grossman, "Customer protection in futures and securities markets" [J], (1984) 4 J. Futures Markets 273;
- [2]Garlton, "Futures markets: their purpose, their history, their growth, their success and failures" [J], (1984) 4 J. Futures Markets.
- [3]Guido Ferrarini, European Securities Markets, the Investment Services Directive and Beyond[J], kluwer Law International, 1998.
- [4]Deutsche Börse, Annual Report [R], 1995.
- [5]Guido Ferrarini, European Securities Markets, the Investment Services Directive and Beyond[J], Kluwer Law International, 1998.
- [6]Financial Times [J], 28 February 1997.

The Management Structure and Supervisal of EU Stoke Exchanges

QI Shao-zhou¹; ZHOU Shou-nan²

(1 PhD in Economcs, Department of World Economy, School of Business, Wuhan University, 433072; 2 Master in Economics, Professional Solicitor in ShenZhen)

Abstract: In recent years, the trend of main EU stoke exchanges changing from congregationalism to corporationalism which calls for the supervisal of stoke exchanges as the enterprises emerges at different extent. The theoretical management structure of stoke exchanges includes member property and investor property. The trend is both the request of globalization, networking, and institutionalization of stoke market, and is the result of drastic competition of EU stoke market assimilation. Accordingly, the supervisal of stoke market is the governmental supervisal on the basis of self-discipline. This double system can partially resolve the problem of interest confliction under these circumstances.

Key words: stoke exchange; management structure; supervisal

收稿日期: 2003-07-12

作者简介: 齐绍洲, 经济学博士, 武汉大学商学院世界经济系; 周首南, 经济学硕士, 深圳执业律师。

¹ Fischel and Grossman, "Customer protection in futures and securities markets", (1984)4 J. *Futures Markets* 273;

Garlton, "Futures markets: their purpose, their history, their growth, their success and failures", (1984) 4 J. *Futures Markets* 237, 259.

² Guido Ferrarini, *European Securities Markets, the Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, 1998, P249.

³ Deutsche Börse, *Annual Report*, 1995, P29.

⁴ Guido Ferrarini, *European Securities Markets, the Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, 1998, P250.

⁵ *Financial Times*, 28 February 1997.