

学校编码：10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号：13020091150406

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

现行法律框架下证券交易所的公司化改制  
—以股权制度为视角

Corporatization Of Stock Exchange In The Existing Law  
Framework—By the Perspective of Equity System

张 栋

指导教师姓名：夏雅丽 教授

专 业 名 称：法律硕士

论文提交日期：

论文答辩时间：

学位授予日期：

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2012年4月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 内容摘要

中国的资本市场正处于转轨时期，其转轨的一个基本方向是从垄断走向竞争，从封闭转向开放。营造本土沪深交易所之间的竞争机制，并推动其逐渐参与全球范围内的市场竞争，是我国资本市场完成转轨，走向成熟的必由之路。如何借鉴成熟市场的发展经验，在市场竞争环境下评判交易所的发展路径，把握交易所公司化的发展趋势，且同时构建与之相适应的法制基础，是现阶段相关法律研究和制度建设的重要任务。

本文依循提出问题，分析问题和解决问题的三个步骤。第一部分明确了我国证券交易所进行公司化改制的必然性，分析分为国内和国外的两个方面来阐述，即改革的外因和内因。第二部分分析了交易所面临的问题的原因。采用历史的分析方法和比较的分析方法，在王卫国关于股权制度理论的基础上，分别从四个方面对交易所问题进行剖析。第三部分以中金所的改革案例作为范本，针对第二章中三个层面的分类指出改革在分别在所有权、控制权、交易权三个方面所依循的路径。

本文论述意在为日渐壮大的证券交易所如何适应外来的挑战和内生性的改革需求提出合理可行的解决方案。其中有创意的地方在于提出公司化的交易所董事会的设置中引进代表公共利益的独立董事以及独立董事的比例要适当高于普通上市公司独立董事的数量且权力范围也要有所扩大。

**关键词:** 证券交易所；会员制；公司化改制；所有权

## ABSTRACT

China's capital market is in a transition period, whose basic direction of its transition is from the closed style to an open one, from monopoly entity to competition one. Establishing a local competition between Shanghai and Shenzhen exchanges, and promoting their gradual participation in global market competition, is the only way to enhance the competitiveness of our capital markets. Learning from the development experience of mature markets, grasping the development trend of the Exchange, establishing the legal infrastructure corresponding to the current trend is an important task of the system building.

This paper follows the three steps just as asking a question, analyzing and solving problems followed. The first part argued the inevitable trend of the restructuring of China's stock exchanges, which was elaborated by two aspects of domestic situation and foreign situation as defined as the internal and external causes. The second part analyzes the reason of the problem facing the exchange. The analysis tool is comparison of analytical methods and historical analysis. The analyzing is based on the equity theory of Wangweiguo. The argument was further expanded from three aspects as ownership, corporate governance and transaction rights. The third part was started by the template of CFFE, while proposing the reforming method in three aspects.

This paper intended to discuss the reasonable and feasible solutions on how to adapt to external challenges and to meet the inherent need of the changing stock exchanges. The constructive suggestions are about the setting of Board of Directors and Board Committees.

**Key Words:** Stock Exchange; Membership; Corporatisation; Ownership

# 目 录

引 言 .....	1
<b>第一章 公司化改制是证交所的必然性选择之依据 .....</b>	<b>2</b>
<b>第一节 公司化改制中国资本市场发展内生性的需要 .....</b>	<b>2</b>
一、公司化改制是加强资本市场主体自律管理的内在需要 .....	2
二、公司化的交易所是中国建立国际化金融中心的必然选择 .....	4
三、现代公司治理结构是交易所实现质变的必要条件 .....	5
<b>第二节 世界性的交易所公司化浪潮以及对国内上市资源的全球性争夺 .....</b>	<b>6</b>
<b>第二章 我国证券交易所公司化的问题探讨 .....</b>	<b>8</b>
<b>第一节 证券交易所股权制度三个层面的划分 .....</b>	<b>8</b>
<b>第二节 证券交易所所有权层面的制度解析 .....</b>	<b>9</b>
一、证券交易所所有权的历史沿革 .....	9
二、现行法律框架下交易所所有权归属及问题分析 .....	11
<b>第三节 证券交易所控制权层面的解析 .....</b>	<b>14</b>
一、证券交易所控制权层面的历史沿革 .....	14
二、现行法律框架下交易所的控制权归属及问题分析 .....	15
<b>第四节 证券交易所交易权层面的问题分析 .....</b>	<b>17</b>
<b>第三章 我国公司化证券交易所的制度选择 .....</b>	<b>19</b>
<b>第一节 我国公司化交易所的实践和成文法的规定 .....</b>	<b>19</b>
一、中国金融期货交易所的案例及启示 .....	19
二、现行成文法的规定 .....	20
<b>第二节 证券交易所所有权的清晰化 .....</b>	<b>20</b>
一、确认交易所的出资人 .....	20
二、证券交易所应当保留一份国家所有权 .....	21

<b>第三节 建立现代公司治理机制</b> .....	<b>22</b>
一、交易所应该审慎引入代表公共利益的独立董事 .....	23
二、交易所董事会内部应设立专门委员会来履行监管职责 .....	25
<b>第四节 股东所有权和交易权的分离</b> .....	<b>25</b>
<b>结 语</b> .....	<b>27</b>
<b>参考文献</b> .....	<b>28</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

# CONTENTS

<b>Preface .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 The Inevitable Corporatization of Stock Exchange.....</b>	<b>2</b>
<b>Subchapter 1 The Endogenous Needs for the Development of Capital Markets</b>	<b>2</b>
Section 1 The Necessary Choice for Strengthening Capital Market Supervision	2
Section 2 The Inevitable Choice for Constructing International Financial Center .....	4
Section 3 The Developing Exchange Need Modern Corporation Governance Structure.....	5
Subchapter 2 The Wave of M&A and The Worldwide Contention .....	6
<b>Chapter 2 The Ownership Structure of Exchange And Its Problems .....</b>	<b>8</b>
<b>Subchapter 1 The Three Levels of Ownership Structure of Stock Exchange ....</b>	<b>8</b>
<b>Subchapter 2 Systematic analysis of the ownership level of stock exchange .....</b>	<b>9</b>
Section 1 The Ownership System Revolutionary Route of Stock Exchange .....	9
Section 2 The Attribution of Ownership of Stock Exchange in Existing Legal Framework.....	11
<b>Subchapter 3 Analysis of Control Rights of Stock Exchange.....</b>	<b>14</b>
Section 1 The Controlling Right Revolutionary Route of Stock Exchange System.....	14
Section 2 The Attribution of Controlling Rights of Stock Exchange In Existing	

Legal Framework.....	15
<b>Subchapter 4 Systematic Analysis of The Transaction Rights Level of Stock Exchange.....</b>	<b>17</b>
<b>Chapter 3 Existing Legal Framework—Focusing on The Beneficial Conflicts.....</b>	<b>19</b>
<b>Subchapter 1 The Practice of CFFE And The Provisions of The Law.....</b>	<b>19</b>
section 1 Analysing the Case of China Financial Futures Exchange.....	19
.....	19
section 2 Analysis to the Existing Securities Law .....	20
<b>Subchapter 2 Recognition and Segmentation of Property.....</b>	<b>20</b>
section 1 To Determine the Investor.....	20
section 2 One Part of the Ownership Should Be Left to The State .....	21
<b>Subchapter 3 The Establishment of Modern Corporate Governance Mechanism .....</b>	<b>22</b>
Section 1 Independent Directors Represent the Public Should Join in the Board of Directors .....	23
Section 2 Special Committee Should Be Set in the Board .....	25
.....	25
<b>Subchapter 4 The Separation of Trading Rights and the Property.....</b>	<b>25</b>
.....	25
<b>Conclusion .....</b>	<b>27</b>
<b>Bibliography.....</b>	<b>28</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 引言

自 1993 年全球第一家完成公司制改革的哥尔摩证券交易所至 2011 年 2 月 16 日德交所和泛欧交易所的合并合意的达成，目前已经完成的交易所所有伦敦证券交易所、巴黎证券交易所、多伦多证券交易所、芝加哥商品交易所 (CBOT)、香港证券交易所、新加坡证券交易所等。全球交易所公司化浪潮和交易所合并与重组的趋势在以后将对中国的交易所形成强有力的挑战，其中包括上市资源的争夺和金融产品的创新等诸多方面。

中国的资本市场正处于转轨时期，转轨的基本方向是从封闭和垄断转向开放和竞争。营造本土沪深交易所之间的竞争机制，并推动其逐渐参与全球范围内交易所的市场竞争，是我国资本市场完成转轨和走向成熟的必由之路。借鉴成熟市场的发展经验，在市场竞争环境下评判交易所的发展路径，顺应交易所公司化的发展趋势并且构建与之相适应的法制基础，是现阶段相关法律研究和制度建设的重要任务。

本文立足于全球交易所公司化的趋势，围绕《中华人民共和国公司法》和《证券法》，对于证券交易所的公司化从所有权确认和公司治理两个方面提出了制度构建的建议和现阶段法律框架内具体可行的操作办法。在历史研究方法和比较研究方法的基础上，本文论证了如何进行交易所历年积累归属的确认，以及充分利用公司法中的独立董事的制度来调和公司化后证券交易所追求股东利益和维护公共利益两种价值取向之间的矛盾的问题。

## 第一章 公司化改制是证交所的必然性选择之依据

### 第一节 公司化改制中国资本市场发展内生性的需要

#### 一、公司化改制是加强资本市场主体自律管理的内在需要

理论界的不少学者质疑《证券法》中交易所自律管理的法律地位，其认为：交易所会员制组织的定位仅存在于法律文本，没有走进现实的经济生活；组建交易所根本不是私法意义上社团发起行为，而是地方政府经中央政府批准后的一个改革试点且为实现公共利益而组建，事实上属于证监会下属的公立机构，其对市场的监管是自律管理抑或行政管理是值得商榷的。<sup>①</sup>根据相关法律文本，无论是《证券法》还是《证券交易所管理办法》抑或《上海证券交易所章程》，总体上将交易所定位为实行会员制的自律组织，对其基本法律身份的规定只是文字上有差异。

交易所不具有行政组织的法律身份的事实在法律层面是十分清楚的。但是从交易所与上市公司之间上市协议规定的权利义务来看，与一般的民商事合同相比，我国的股票上市协议带有浓重的行政色彩。如前所述，这是由我国现阶段证券交易所地位作用不明晰造成的。根据行政法的原理，行政合同当事人一方必须是行政机关，即使行政机关委托他人代自己签订合同，代理方也必须以行政机关的名义进行相关行为。由此可见，我国证券交易所不属于行政机关，其订立上市协议时也是以自己的名义签署的。从本质上来说，证券交易所与上市公司是证券市场中平等的民事主体，只是前者尚未褪尽其行政之色。上市协议各条款规定的权利义务，也应属于民事权利义务的范围。

通常上市协议中有这样的条款：当上市公司违反协议时，证券交易所所有权依据证券交易所股票上市规则的相关规定，处分相应的上市公司。虽然这样的条款常因证券上市及交易的特定特点，以及证券交易所的特定地位，其性质似乎介于民事合同和行政合同之间，不易判定，但是这仍然属于平等主体签订且双方意思表示真实一致的民事条款。当上市公司违反协议时，证券

<sup>①</sup>方流芳.证券交易所的法律地位——反思与国际惯例接轨[J].政法论坛, 2007, (7): 17-18.

交易所自然可按协议条款，依股票上市规则对上市公司予以处分。不过具体采取何种方式进行处分以及具体处分行为的性质如何，则需要根据股票上市规则等法律法规来确定。反之，当上市公司认为证券交易所违约时，自然也可以依据协议条款或相关法律规定，以合同对方违约之由采取相应的救济措施。对属于《仲裁法》规定范围内的财产权益争议，在与证券交易所达成仲裁协议之后，可以提请仲裁解决纠纷。这些规定无疑都表明了条款的民事性。

一方面，太多的行政成分掺杂在证券交易所行使的处分权中以至于市场上有时甚至把它视同于证监会的行政监督，其令人服从的基础不是自律监管的成效而是行政权力；另一方面，即使不考虑处理权当中的行政色彩，而单从其运行机制来看：由我国证券市场的发展历程所决定，处分权的整体框架和体系构建仍然不够明晰，尤其是针对成员的处分、处罚决定，并没有提供相应的救济措施。被处理对象可能因为迫于证券交易所的强势地位而接受，无法作到口服心服。这种由外力所促成的处分权的行使往往只能发挥即时作用，无法内化为证券活动主体日后自觉的自律行为，不利于证券市场自我管理、自我约束良好氛围的培育与发展。而这正是一个成熟的证券市场和一个成功的证券交易所所必需的要素。

交易所职权的界定不明和组织上对监管机构的附属关系侵蚀了证券交易所行使处分权的独立性，作出处理决定的证券交易所往往被看成是证监会的传声筒或者代言人。一旦被处理对象或者市场投资者对处理措施不满，首当其冲的必定是公布处理决定的证券交易所；如果发生纠纷，因为证监会的行政强势和权限的划分不明，受到攻击的也首先是证券交易所。如此，就可能使证券交易所陷入一种两难的困境当中——即某种程度上为缺乏独立性的处分权背负纠纷的风险。<sup>①</sup>

但公司制的交易所与会员制的交易所相比，却可以实施更严格更高效的监管。公司制的交易所执行其规则依靠两种权力来源：与上市公司的上市协议以及适用于证券商的会员规则，这两种监管力均来自于合同的合意。这种契约性的强化，将为自律监管打下更坚实的基础：其使交易所和监管者之间

---

<sup>①</sup>郑顺炎，洪艳蓉，台冰，廖凡.证券交易所处理权问题研究 [R].2010.

更为相互独立，交易所监管的法理基础更为明确，交易所和监管对象法律关系更为明晰。因此有人指出：自律监管从会员自己监管的非正式监管向现代的职业监管者监管体制迈进的最后一步，通过公司化，形成了一个完全独立，但仍然以市场为基础的监管体制。交易所在更加独立于监管对象的治理结构下，其监管行为将更为公众所信赖，也更适合承担更多的监管职权。<sup>①</sup>在传统的会员制的体制下，因为会员并没有自律监管的动因，这导致市场违规操作行为频频出现，进一步导致中国证券市场市场丛生的乱象，诸如内幕交易，老鼠仓和“黑嘴”现象。

证券交易所的公司制改革，不仅可以改善交易所的公司治理，同时也为交易所的自律监管打下了坚实的法理基础，证券交易所的自律监管也因此具备了更为充足的法律上的正当性。

## 二、公司化的交易所是中国建立国际化金融中心的必然选择

推进国际板市场建设成为金融市场发展战略规划的醒目内容，被列为上交所近期战略目标（2011—2013年）之一，也就是说，上交所实际上为国际板的推出设定了时间表，我们有望在两到三年的时间内看到国际板的正式推出。<sup>②</sup>上海要成为全球性的金融中心，需要走的道路还很长，并非喊口号、制订路线图和时间表就可指日可待，这是一个需要从理念到制度的根本性变革的艰巨工程。设立国际板需要国内资本市场进一步开放，在引入境外企业来中国上市的同时，也带来了一系列相关监管问题。与国际接轨的不仅是制度，还有交易所的治理结构。这些要素对上交所来说都尚付阙如。

工欲善其事，必先利其器。就像投资者首先是对一家公司的治理能力及操守抱有信心才投资于该公司一样，境外企业和国际投资者也需对中国交易所抱有信心，才会来中国上市和投资于中国资本市场。因此，完善的治理结构和严格而规范的治理标准对于交易所是不可或缺的。且交易所作为市场管理方应该在规范治理方面发挥表率作用。

另一方面来说，证券交易市场竞争力的关键不在于充裕的资金流动，而在于能否能够提供一站式服务，发展特色产品来迎合投资者的需要，而这和

<sup>①</sup>谢增毅：证券交易所自律监管的全球考察：困境与出路[J].商事法论集，2006，（2）：183-211.

<sup>②</sup>周松林.上交所发布十年战略规划[N].中国证券报，2010-12-20（10）.

交易所良好的治理结构是密不可分的。目前国内交易所在产品创新、市场服务和一线监管等方面缺乏自主权，导致了我国证券市场创新难、产品结构单薄、服务单一、一线监管难度大等一系列问题。上海证券交易所要成为有国际影响力的主要交易所就务必要探索角色转变，改善法人治理结构，完善服务和向公司制转型。

### 三、现代公司治理结构是交易所实现质变的必要条件

据世界交易所联合会(WFE)的最新统计，2010 年全年上海证券交易所的股票成交金额为 50619.9 亿美元，仅次于纳斯达克市场(289513.5 亿美元)和纽交所(177845.9 亿美元)，在全球主要交易所中排名第三，超过了东京交易所(39877.8 亿美元)和伦敦交易所(34025 亿美元)，在亚洲名列第一去年全年深交所股票成交金额为 27743.2 亿美元，在全球排名第六位，超过了韩国交易所及中国的香港交易所。<sup>①</sup>以上数据说明，我国的资本市场目前正处在一个快速发展的阶段。但是随着资本市场的快速发展，作为资本市场主要组成部分的证券交易所却仍然保留着成立之初的组织形式和法人治理结构。“会员制”这种组织形式已经与国际上公司化的交易所显得格格不入。我国的交易所也需要一场公司化的改革，以适应快速发展的市值和交易规模。

交易所的壮大伴随的是盈利的大幅提高，然而对盈利的处分却秘而不宣。经过 20 多年的发展，深交易所积累的盈利保守估计也超过了 50 亿元，作为“不以营利为目的”的自律性机构，利润将如何处理无疑是个难题。虽然“不以营利为目的”的中国的金融交易平台实际上这些年都积累了巨额现金,但是这个现金的数目却一直是一个谜。有的交易所虽然有财务报告，但是极少为公众所知晓。根据交易所公开的数据，沪深交易所的交易经手费比例为双向 0.015%，是最大的一块收入。沪深交易所以往五年平均的年交易金额都在数十万亿元的规模，就是说仅仅交易经手费一项，沪深交易所每年就收进了数十亿元利润。最重要的是，这些交易所一直以来积累下来的财富并没有一个很好的处置方式，会员单位也不享有法定的利润请求权。“不以营利为目的”的两大证券交易所最近的大兴土木，就是在这样的背景下也就顺理成章了。

---

<sup>①</sup>广发证券.上交所 2009 年交易量跃居第三.<http://www.gf.com.cn/cms/newsContent.jsp?docId=276570>. 2010-1-21.

但是在会员内部，对深交所花巨资盖楼有所争议，同时认为软件提升，特别是关乎监管、服务能力方面的提升才是交易所的重点。两家交易所每年高达上百亿的财富收入，却是在极度隐秘的条件下进行流转，于是，矛盾和质疑声难免由此而生。

《证券法》中规定，沪深交易所是施行会员制的非营利性机构，也就是说沪深交易所的财产归属于全体券商会员。但这只是书面上的理论：沪深交易所实际处在监管真空的孤岛上，没有哪一方能够对交易所留存的巨额收益实施有效监控，内部审计也难以成为长效管理手段。而进行公司化的改制就可以完美解决以上的问题<sup>①</sup>。国外的证券交易所基本上都是公司制，其中不乏港交所这样本身就是上市公司，且每年盈利不菲且对股东慷慨分红的蓝筹权重股。每年港交所需要公布审计结果并向股东作出报告说明。

## 第二节 世界性的交易所公司化浪潮以及对国内上市资源的全球性争夺

金融危机过后，全球经济日渐复苏，遭受重创的交易所市场再次迎来发展良机。在扩充交易量，提高交易规模，增加交易产品，降低交易成本的多重压力下，全球领域内交易所掀起一轮“合并高潮”，快速成长的新兴国家金融市场以及利润更为可观的衍生品交易成了抢夺的重点资源，交易所全球化发展格局初现。在此浪潮下，德意志证券交易所和纽约-泛欧交易所集团于2011年2月16日凌晨宣布达成合并协议，将最早于今年底完成组建全球最大的交易所集团。当天，两大交易所均表示，把握亚洲机遇、拓展亚洲市场是此次交易的重要原因之一。德国证交所总裁弗兰乔尼表示，此项交易背后的关键原因之一就是能更好地进入亚洲市场。<sup>②</sup>对于上市资源极其丰富的中国，这无疑会成为世界各大交易所竞相争夺的目标。此前，伦敦交易所与多伦多交易所亦就“对等式合并”达成一致，新加坡交易所宣布收购澳大利亚交易所，在金融海啸后新一轮交易所并购潮卷土重来。

<sup>①</sup>沪深交易所盈利超50亿[N].经济观察报,2010.

<sup>②</sup>纽约泛欧交易所将与德意志证交所合并[N].光明日报,2011-2-17.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库