

民元后本国证券交易所均选择公司制的原因及其反思

孙建华

(中央财经大学 金融学院 北京 100081)

摘要: 证券交易所所有会员制与公司制两种组织形式,各有利弊,分别适合于不同环境条件下的市场。不同国家、同一国家不同时期、同一时期不同的交易所基于各种考虑而选择的组织形式不尽相同。而交易所组织形式的选择是否恰当,对于特定时期特定市场环境下交易所运营的绩效及交易所事业的发展,会产生较大的影响。民元后国人自办证券交易所均采用公司组织,究其原因、作用和值得注意的问题。我国现有会员制证券交易所未来的组织制度选择也应该借鉴过去的经验和教训。

关键词: 证券交易所; 会员制; 公司制; 道德风险; 脆弱性

中图分类号: F832.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2014)06-0021-05

证券交易所是为便利证券买卖、平准证券市价、调剂金融、服务财政和实体经济而设立的有组织的证券市场,它有会员制与公司制两种组织形式,各有利弊,分别适合于不同环境条件下的市场。不同国家、同一国家不同时期、同一时期不同的交易所基于各种考虑而选择的组织形式不尽相同。而交易所组织形式的选择是否恰当,对于特定时期特定市场环境下交易所运营的绩效及交易所事业的发展,会产生较大的影响。

一、民元后国人自办的证券交易所均采用股份有限公司组织

世界上最早的交易所是法国的拿破仑一世在 1304 年创立的巴黎交易所,而最早的证券交易所是意大利人为便利公债买卖而在 1371 年设立的佛罗伦萨证券交易所。^[1]在 20 世纪 80 年代以前,欧美国家因为经济发达、券商实力和信誉较好,其设立的交易所,大多采用了会员组织。与欧美国家不同,近代日本因为资本主义经济起步发展较晚,券商的实力和信用不足,所以其设立的交易所大多采用设立较容易的公司组织。

中国的交易所事业是在欧美国家及日本交易所制度的影响下在清末产生和发展起来的。1905 年在华的欧美证券商为便利在华及远东各地的外商股票、公司债、南洋各地的橡皮股票、上海市政府及租界行政机关发行的公债票的交易,依据港英政府颁布的股份有限公司条例,设立了会员制的上海证券交易所(即上海众业公所)这是中国境内设立最早的交易所。1913 年后,日商也在中国关内外设立了不少公司制的商品、证券及货币取引所。

为了富国强兵以救亡图存,清末民初,中国政商学界的有识之士也倡议设立民族证券交易所。1916 年秋天,汉口的华商在证券同业公会内部设立了公司组织的证券物品交易所。1918 年 6 月,部分银行经理及北洋政府官员筹资设立了北京证券交易所。1919 年 4 月,哈尔滨市绅商陈绍清等人发起创办了哈尔滨证券交易所。1920 年 7 月,虞洽卿等人创办的上海证券物品交易所开业。1920 年 11 月,上海华商证券交易所由上海华商股票商业公会改组设立。此后,中资和中外合资的证券或物券交易所在国内许多商业城市纷纷设立或筹组,国内的证券及物券交易所数量最多时(1922 年初)竟达到 112 家,其中有 96 家设在上海,16 家设在沪外地区。虽然此时部分国内人士认识到“会员及股份组织之交易所,于理论上,试一为利害之比较,则会员组织似较股份组织为优”,而且国民政府颁行的《交易所法》(1929 年)第 5 条也允许交易所可以选择会

收稿日期: 2014-09-29

作者简介: 孙建华(1966-),男,广西百色人,副教授,经济学博士,主要研究方向为货币金融理论与政策、金融史。

员制或公司制;但是民元后“吾国交易所……均采用公司组织”。^[2]

二、民元后国人自办证券交易所均采用公司组织的原因

(一) 选择公司组织使得交易所的设立较为容易

公司组织的交易所具有以下特点:首先是交易所的出资人(股东)、经营者(代表股东的理事)、交易者(经纪人)分离;得在交易所买卖证券者,仅限于核准的经纪人,无经纪人资格的一般股东、交易所的经营者及其职员均不得在所内从事任何买卖。其次是交易所的资本社会化,交易所的资本主要向社会公众募集;市场设施的供给由股东负担,与经纪人无关。再次是交易所营利为目标并征收经手费,经手费的多少以交易额的大小为标准。最后是交易所负有担保买卖的责任,对于买卖双方在交易上违约所产生的损失要负赔偿责任;故交易所要预缴营业保证金于国库并向经纪人征收交易保证金,法律上对交易所的最低资本金和追加资本金有规定。对本国交易所的筹办人而言,公司制交易所的上述特点使其与会员制交易所相比而具有若干优势。

1. 设立交易所必需的巨额资本及昂贵的营业设施容易取得。证券交易所是资本市场的核心和社会资金的枢纽之一,“设立交易所,无非为流通货物,便利买卖,平准市价起见”,^[3]“而欲完成此使命,则其营业所之建筑,自非有适当之设备不可”。《证券交易所法》(1914年)第2条和《交易所法》(1929年)第1条均规定,交易所必须在商业繁盛之地设立。而在人口集中的商业都市中,“尺土寸金,昂贵异常,于大都市中心点,择一地段,鸠工庀材,从事建筑,其购地费用,已属甚巨,况建筑一宏大之会所,俾千百奔走逐利之徒,得以从事聚集交易,其需费自更无限。此种营业设备,若由利用此市场之经纪人(注:此处指会员),自己建设,则于自己营业所外,又须支出巨额之固定资本建筑之,经济上殊不合算”。^[4]如果采用股份有限公司组织,交易所的资本是由股东提供的,与经纪人无关。此时交易所公开发行股票,向社会招募股本,因为资本来源范围广,加上投资者的债务责任有限,投资较为踊跃,所以比较容易募集到创办交易所必需的巨额资本。

2. 降低了交易所设立时对经纪人信用和资金实力的要求。交易所职能的发挥离不开券商对所内证券交易活动的积极参与。公司组织的交易所,其资本和营业设施由股东提供,与经纪人无关,这就降低了对经纪人资质的要求,使得中小券商也有资格成为经纪人,从而可将交易所经纪人的数量维持在交易所正常运营必须的规模之上。此外,公司组织的交易所所有担保本所买卖的责任,需对交易上违约所生成的损失进行赔偿,这使得在本所买卖证券的经纪人可以不问对方为何人、信誉如何而安心从事交易,实际上降低了交易所设立时对经纪人信用的要求;而这又有助于增加经纪人的数量并活跃所内的交易,便于交易所设立和发展。

反之,会员组织的交易所不仅要求其会员具备雄厚的财力,而且“会员组织则重在对人信用,法律并无强制担保之规定”,不具备上述的优点。民国时期,社会上缺乏可充任会员的有实力和信誉的券商,如果采用会员制,则交易所势必难以建立或创办后因交易呆滞而难以生存及发展。鉴于此,时人才感悟说“吾国社会习惯及信用现状,于事实上……以股份组织为宜。盖非俟社会上之商业道德及当事者之人格财力,足以昭信公众时(交易所)决不能脱离担保制度而独立”。国民政府立法院法规委员会拟订交易所法案时也说明:“考欧美先进各国,其交易所本有股份有限公司组织及会员组织二种……衡之我国现状,自暂以股份有限公司组织为宜”。^[5]

(二) 选择公司组织便于实现国人自办交易所的营利动机

清末民国时期,政学商界均有自办本国交易所的提议。当时国人倡设交易所的具体动机可归纳为以下几种:满足民族股份经济发展内生的投融资需要,其代表人物有梁启超(1904年)、袁子壮、周舜卿、周金箴、叶又新(1907年)、康有为(1912年)、刘揆一(1912~1913年)、张謇(1914年)等;便利政府公债的发行和交易,其代表人物是梁启超(1910年)、周自齐(1914年)、梁士诒(1915年)、许体萃、陈光甫、宋子良(1931年)等;为革命党人、军阀政客提供筹款的场所,其代表人物是孙中山(1916年)、张静江、虞洽卿、蒋介石(1918年)等;此外,还有抵制外商交易所控制中国市场,为官民提供疏通金融、缓解金融恐慌的融资渠道,为一般投资者提供投机牟利的平台,为行政当局引导游资和稳定物价的政策服务等动机。

一方面,为政治活动筹款、为投机牟利提供平台等动机要求交易所营利为目的;另一方面,自设交易所,为财政筹款和产业融资服务、缓解金融恐慌、与外商交易所争夺市场控制权、稳定物价等要求,在民国严峻的经济金融形势下又是十分地迫切和强烈。而要在各商业城市和各行业纷设交易所,势必要向交易所事

业注入大量的资金。在会员实力有限的情况下,如果不以交易所的盈利作为投资诱导,广泛动员和鼓励社会闲散资本投向交易所事业,则国人自办交易所将难以成事。这就决定了民元后国人自办交易所的动机带有浓重的营利味道,而公司制交易所所以营利为目的,恰能满足交易所投资人的逐利要求。

(三) 采用公司组织使得交易所更具开放性、竞争性和成长性

民国时期,历届政府的财政均很困难,其筹款的手段之一就是发行公债。从北京政府到南京国民政府,公债发行规模日渐扩大。1912~1926年北京政府发行的内外公债约为17.2亿元;南京国民政府在1927~1936年间发行的内外公债即超过25亿元。^[6]民元后,国内兴起实业救国的热潮,民族股份公司也相应地增多。1912年我国登记注册的公司有977家,其中股份公司有550家;^[7]到1947年6月底,实有登记注册的公司为7804家,其中绝大部分是股份有限公司。^[8]华商公司的发展对交易所流通货物、调剂金融的服务能力及水平提出了更高的要求,交易所必须具有开放性和成长性,才能筹集到更多的资源来适应这种需要。

会员制交易所的特点之一是出资人、经营者、交易商三位一体,同为会员。该特点决定了这类经济组织具有较高的垄断性、低竞争性和低成长性。一方面交易所与会员的关系,如同俱乐部与其会员的关系。会员可基于共同的利益,共同拥有和利用交易所的交易设施。而会员席位则是会员持有的可自由转让的财产权。因此,会员往往将交易所视为服务自己的交易组织,是自己的私有财产;另一方面交易所的营运资金来源范围小,仅限于会员。会员鉴于自身的财力有限,为减轻负担,会尽可能地压低会员费至足够维持日常经营的水平,这使得会员制交易所的交易设施、所聘用的人员数量及其培训、广告宣传、竞争能力和服务能力等受到限制。此二者驱使交易所“老会员易取闭关主义,对于新会员之名额与资格,限制过严”,而且因为会员人数较少,市场垄断程度较高,所以会员对于“买卖之经手费则索价故昂,转以加重于一般生产者及消费者之负担”,“使将来之扩展,发生阻力”。^[9]

反之,公司制交易所的出资人、经营者与交易商彼此分立,三者的利益并非一致。交易所的资本、交易设施及日常经营的费用开支由股东承担,与交易商无关,不受交易商资力的限制;而且交易所的内部治理是三权分立,交易商并非交易所的经营管理者;交易所的经营管理者是代表股东的理事,从逐利的角度来说,股东和理事对本所的交易采取开放主义,对经纪人的数量和资格限制较少。交易所可以根据财政经济发展内生的物券交易需要、交易所的经营状况及交易所之间的竞争程度,向社会大众招募新股,可方便快捷地扩充资本,而后改善交易设施,以更好的条件招徕更多的所员及经纪人,设置和扩充交易所养成所,培训高素质的所员,加大广告宣传的投入等,藉此提高交易所的服务能力和竞争力,实现交易所的可持续发展。

证券交易所法(1914年)第3条、物品交易所条例(1921年)第3条和交易所法(1929年)第2条规定,买卖同类标的物的交易所,每地方以设立一所为限。此项规定的目的在于平准市价、减少竞争和提高效率。但是在民国前期,日商和华商交易所均违规经营,汉口、上海、天津、广州、南通、苏州、汕头、蚌埠、哈尔滨、大连、沈阳、青岛等地,就存在至少72家物券交易所,兼营商品与有价证券,事实上形成了同一区域多家交易所并存的格局。这些交易所在资金募集、交易场地及服务设施的购置、物券上市、所员和经纪人的招徕等方面存在竞争。面对交易所市场的竞争局面,国人自设交易所,自然倾向于选择有利于竞争和发展的公司组织。

(四) 选择公司组织是日本交易所制度影响的结果

甲午战争和日俄战争后,日本崛起为亚洲和世界强国。中国人转而向日本寻求富国强兵之道,学习、借鉴了不少的日本金融制度,其中日本的取引所制度对民元后中国交易所事业的发展就有较大的影响。

1907年袁子壮、周金箴、周舜卿、郁屏翰、叶又新等人发起创办我国自己的证券交易所,“其组织悉仿日本取引所办法”。^[10]1913年农商总长刘揆一召集全国工商巨子在北京开会,讨论设立交易所的必要性。在会上议员马席珍、冯汝良、沈云沛等就结合日本取引所制度运行的经验和教训,建议暂缓设立我国的交易所。

为抵制外资交易所尤其是在华大肆扩张的日本取引所控制中国市场的图谋,部分华商也积极筹办本国的证券交易所。1918年上海取引所成立后,中国商人以抵制该取引所为由,积极活动,在1920年创办了上海证券物品交易所。1922年初,日本人利诱奉天当局允准日商出资500万元在哈尔滨道里组织取引所。哈尔滨商民对此群起反对,并于1922年4月1日将滨江农产交易信托公司(1916年成立)改组为哈尔滨证券粮食交易所,资金100万元,专营粮食证券和食粮的交易,力图藉此与哈尔滨取引所竞争。1931年“九一八事变”前后,东北局势日趋紧张。青岛商民要求维护本国商权,抵制日本取引所独占青岛金融市场的呼声日高。鉴于此,青岛市政府暗中支持华商宋雨亭出面,于1931年创设了青岛物品证券交易所。为便于设立交

易所并与实力雄厚的外商交易所竞争,华商自办交易所也选择了公司组织。

一方面,中国早期的证券市场是继外商证券交易所之后建立起来的,其交易规则多借用在华活动的外商交易所的现有规则。而外商在华从事证券交易,是以其本国法律为依据并参酌商事惯例进行的。上海众业公所就标榜其营业宗旨是“当为上海之证券市场树一公允无偏之规则”。而中国商人虽然对于日商在东北、上海、天津、青岛、汉口等地设立取引所持反对态度,但是并未拒绝对日本取引所规则的借鉴。在上海,“有日商某洋行大班鉴于沪地花纱两业交易颇盛,惟该同业祇有茶会并无公会,不无遗憾,特将日本办有成效之取引所章程及种种办法,抄寄来华,赠与著名纱商吴某等三人,速起组织以谋统一而固团结”。上海证券物品交易所在其《创立筹备员建议书》中就提出“组织营业筹备会……派员赴日本考察交易所组织,宜由发起人中推举素有研究之人赴日本,考察东京、大阪株式、米谷、三品等取引所组织办法”,^[11]该所在实际筹办中聘请了日本顾问,取法日本取引所,兼营证券与物品。

另一方面,日本在华取引所又与其国内取引所存在诸多联系,例如日商上海取引所的社长就是大阪株式会社的理事长岛德藏,岛德藏也是1921年设立的日商天津取引所的发起人之一。^[12]而大连重要物产取引所下属的株式商品取引所就是以东京为首的几个地方证券交易所联合大连的一些日本券商,依据日本政府颁布的关东州交易所令(1919年)共同出资成立的。上述史实表明,日本国内取引所的组织制度及营业规则等对中国人自办交易所较大的影响。

明治维新后,日本崛起为世界强国,其富国强兵之路对中国有示范意义。中国要变法图强,日本是最好的效法对象。因此,清末民国时期,我国将部分日本法规对照中国国情、稍加修改后予以制定和颁布。我国首部专门的证券法是1914年北洋政府公布的《证券交易所法》,该法是以日本明治26年(1893年)修正的取引所法为蓝本制定的。考虑到中国国内券商信用和资力不足的现实,北洋政府借鉴但没有完全抄袭《日本取引所法》的规定,而是规定证券交易所需采用股份有限公司组织;后来国民政府颁布的《交易所法》(1929年)和《修正交易所法》(1935年)又是在《证券交易所法》和《物品交易所条例》(1921年)的基础上修订而成的,虽然这两部法律完全认同《日本取引所法》关于交易所组织制度可任选会员制或公司制的规定,但是国人自办交易所仍从现实出发而选择了公司组织。这反映了日本法及我国国情对民族交易所组织制度选择的共同影响。

三、反思与启示

民元以后国人自办交易所均采用公司组织,确实有利于本国交易所事业的数量型扩张,对于抵制外商交易所控制中国市场及经济的图谋也有一定的作用。

但是公司制交易所的设立门槛较低,也产生了严重的问题。一是证券交易所尤其是小规模的交易所供过于求,到1922年初,全国竟有各类交易所200多家,其中证券或物券交易所多达112家。由于商品经济发展水平低,可上市交易的合格物券不足,所以众多的交易所陷入内部与外部规模不经济的窘境,竞争成本上升,营业规模及收入减少,难以维持长期的经营。二是公司制的交易所营利为目的且对经纪人的资信要求较低,无助于改善不良的信用环境,交易所及其内部人存在较高的道德风险,容易滋生投机操纵,违规经营,自律机制软化,对上市公司、上市物券、进场交易的经纪人的要求降低,过早引入期货交易并将其作为放大投机交易的筹码,进而加大交易所的脆弱性等问题。这个时期大部分华商公司制交易所的经营寿命仅有1-4年,最短的不过1个月。而华商证券交易所严重的脆弱性及其内部人的败德行为,既限制了交易所正常功能的发挥,又会给中小证券投资者造成严重的伤害,进而抑制交易所的人气及其规模经营。另外,华商证券交易所内部人的败德行为还使得交易所卷入物券交易纠纷及法律诉讼之中,从而给交易所造成较大的财物、信誉和营业损失,甚至导致交易所停市或倒闭。因交易所内部人败德行为而酿成的交易所风潮还导致银钱业收缩信用,给金融与经济的稳定发展造成伤害;更为严重的是交易所内部人的败德行为助长了投机、赌博和损人利己等不良风气,败坏了交易所在国人心目中的形象和信誉,使交易所的发展偏离了正常的轨道并逐渐丧失了社会舆论的支持,其存续的社会基础被侵蚀。

既然会员制与公司制的证券交易所各有利弊,分别适合于不同环境条件下的市场,那么监管部门和交易所都应该审时度势,借鉴国内外交易所组织制度变迁的历史经验和教训,从资本市场全球化竞争及中国证券市场国际化的趋势去认识未来国内交易所的改制问题。

监管部门要允许国内交易所根据证券市场的竞争度及国内信用环境的现状,与时俱进地变革其组织制度;通过公司化和上市来明晰交易所的产权,解决我国会员制交易所现存的“所有者缺位”问题,改善交易所的治理结构;强化交易所的自律功能,依法加强监管,控制未来公司化的交易所潜在的道德风险,淡化政府对交易所的直接控制。优化交易所的人事、薪酬、盈余分配制度,借助交易所股票溢价、股权激励、股权的现金收购或换股收购等市场化手段来重塑其激励机制。在此基础上提升交易所的经营效率,降低交易成本,吸引国内外绩优的公司在本国交易所上市,增强我国交易所应付外来竞争的能力,为其透过股市在国内外开展并购及扩张创造条件。

参考文献:

- [1]石国超. 中国金融史话[M]. 青岛: 青岛出版社, 1997: 102.
- [2]投资周刊社. 证券交易所[M]. 上海: 中国文化服务社, 1947: 60 - 62.
- [3]郑爱讷. 交易所法释义[M]. 上海: 世界书局, 1930: 1.
- [4]孔涤庵. 交易所法[M]. 上海: 商务印书馆, 1933: 28.
- [5]孔涤庵. 交易所法[M]. 上海: 商务印书馆, 1933: 25 - 26.
- [6]郑振龙. 中国证券发展简史[M]. 北京: 经济科学出版社, 2000: 23 - 29.
- [7]农商部总务厅统计科. 中华民国四年第四次农商统计表[M]. 上海: 中华书局, 1918: 534.
- [8]农商部总务厅统计科. 中华民国四年第四次农商统计表[M]. 上海: 中华书局, 1918: 534.
- [9]孔涤庵. 交易所法[M]. 上海: 商务印书馆, 1933: 27.
- [10]佚名. 组织上海交易所之意见书与概略[N]. 申报, 第 16206 号, 1918 - 04 - 01(10).
- [11]佚名. 上海交易所股份有限公司创立筹备员意见书(续)[N]. 申报, 第 16388 号, 1918 - 09 - 30(11).
- [12]佚名. 日人设立汉口取引所之反对[N]. 申报, 第 17690 号, 1922 - 05 - 25(7).

The Reasons and Enlightenment of Why Chinese Stock Exchanges Select Corporate System after the Establishment of the Republic of China

SUN Jianhua

(College of Finance, Central University of Finance, Beijing 100081, China)

Abstract: Stock exchanges have two types of system: membership and corporate, each has its own advantages and disadvantages, are suitable for the market under different environmental conditions respectively. The organizational forms chosen are not the same based on various considerations in different countries, the same country in different periods, and different period of the same transaction. The organizational form chosen by the exchanges will have a greater impact to the operations performance and the development of exchanges for a specific period under certain market conditions. It had its causes, effects and noteworthy issues that Chinese stock exchanges adopt the system of company after the establishment of the Republic of China. In the future, the Chinese stock exchanges adopted the system of membership should also learn from past experiences of the selection of organizational system.

Key words: stock exchange; membership; corporate policies; moral hazard; vulnerability

(责任编辑: 黎芳)