

交易所： 功能、运转及效力

JIAOYISUO:GONGNENG、YUNZHUAN JI XIAOLI

丁化美 任碧云/编著



交易所：功能、运转及效力

丁化美 任碧云 编著

责任编辑：许振玲 马云霞

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

交易所：功能、运转及效力 (Jiaoyisuo: Gongneng、Yunzhuan ji Xiaoli) / 丁化美, 任碧云编著. —北京：中国金融出版社, 2014. 4
ISBN 978 - 7 - 5049 - 7465 - 5

I. ①交… II. ①丁… ②任… III. ①证券交易所—研究—中国
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 055714 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 19.75

字数 385 千

版次 2014 年 4 月第 1 版

印次 2014 年 4 月第 1 次印刷

定价 46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7465 - 5/F. 7025

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序 言

纵观交易所的演进史，从诞生到发展始终伴随着不断促进资源配置更有效率这一主线，在这个意义上可以说交易所是市场机制与市场效力的集大成体现。党的十八届三中全会提出，“经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用”，“建设统一开放、竞争有序的市场体系，是使市场在资源配置中起决定性作用的基础”，“必须加快商品和要素自由流动、平等交换的现代市场体系，提高资源配置效率和公平性”，这些重要论断将市场机制的作用提到了前所未有的高度，也使交易市场在市场体系建设过程中迎来了广阔空间。

作为国家市场体系的基础工程，交易所有着独特的优势和无法替代的作用。回顾我国金融改革 30 多年的历程，金融创新主要集中在服务方式、服务工具、服务渠道、经营模式和管理模式五个方面。而在服务渠道上主要体现在电子化渠道和其他分销渠道的加速建设和完善。但是这种建设和完善都是基于某一个金融机构为中心所构建的一种封闭渠道，在产品、客户、信息、统计、价格、交易等方面都是排他性的。在迅速地建设过程中仍然大量存在市场割据、信息分散以及流转有限等问题，甚至还出现了一定程度的重复建设、相互封锁与恶性竞争现象。这种以金融机构为主体的、分割的、壁垒化的市场体系，无法满足当前经济发展的需要。

综观世界发达国家金融发展历程和成功经验，凡金融发达国家都有统一的金融资产和金融产品流转市场，并配套形成了资金市场，从而形成了一个完整的金融要素市场，通过市场手段调整资金，配置价格，推动金融创新，调节促进资产的流转，突显出大市场大效应的特征。由此可以看到，建立一个打通金融机构和金融资产的通道、以金融市场为基础、金融机构为主体的渠道是我国金融市场未来发展的显著趋势。

完备的市场基础建设同样有助于提升监管的科学化水平。作为我国金融改革创新的重要实践主体，金融交易所的建设实现了将分散的、割据的、不完整的和隐蔽的市场渠道进行整合，形成全国统一、集中的、公开的、电子化的金融基础资产流转市场，能够反映各类金融资产流通的基础数据和基本信息，满足监管部门对于时效性、准确性和真实性的要求，有效解决了数据分散、信息封闭的问题，更大范围内实时数据的统计支撑也能在一定程度上提升监管政策的针对性和时效性。

交易所在人类文明发展史上产生过深远影响，至今仍然在各个层面发挥着其特有的贡献。我们有理由相信，一个统一、专业、公开、具有公信力、参与门槛低、交易成本小的大市场，必将在我国社会主义市场经济建设新的发展时期发挥愈加重要的作用。

作为中国金融市场的休闲老人，对此书的出版感到非常兴奋，这将对中国社会主义市场经济的进一步改革创新起积极的推动作用。感谢为此书的出版，作者、编者付出的辛勤努力。

周志和

2014年3月

序 言

证券交易所的发展进程，是资金、资产、资源资本化的进程。以荷兰阿姆斯特丹证券交易所设立为标志，议价交易和协议成交的会员制证券交易所已有 400 多年历史。以纽约证券交易所设立为标志，竞价交易和撮合成交的会员制证券交易所已有 200 多年历史。以纳斯达克证券交易所设立为标志，竞价交易和电子撮合的公司制证券交易所已有 40 年历史。证券交易所将资金、资产、资源转化为资本，将资本转化为证券，将证券转化为产品，形成了面向公众融资和吸引公众投资的市场，使得社会公众历史性地由购买商品消费升华为购买资本增值。

资本市场发展成果，是资本市场体系促成的经济转型升级。发达国家的市场经济发展是自下而上、自然而然和持续不断的经济市场化过程。其中一个重要内容是，在商品经济发展阶段即产生了股份制公司、股份制公司商品化的股权、股份制公司标准化的股份，产生了公众公司股份公开发行和非公众公司股权私相募集的融资方式，产生了公募基金投资场内交易市场竞价产品和私募基金投资场外交易市场议价产品的投资方式，由此形成了场内交易市场和场外交易市场的多层次资本市场。连同本币市场和外汇市场、资金市场和债券市场、现货市场和期货市场、原生产品市场和衍生产品市场、实体产品市场和虚拟产品市场等市场在内，构成了完整的资本市场体系。资本市场发展是自然经济向商品经济转型升级的产物，国际资本市场发展是商品经济向市场经济转型升级的产物。

资本市场发展成果，是资本市场体系促成的生产方式变革。资本市场诞生向世人展现了全新的理念，即融资人与投资人一样，不再是营销商品，而是要营销企业。融资人以出让股权而融资，投资人以获取股权而投资，促进了生产方式转换和金融国际化发展。如果把金融要素连带起来进行研究就不难发现，自然经济阶段，只有银行和间接融资，只能生产产

品；商品经济阶段，有了直接融资，可能生产企业；市场经济阶段，股权融资大量发展，大批生产企业。由间接融资到直接融资再到股权融资的演进，是金融资本与产业资本紧密结合而引发的生产方式进步，融资方式引导着生产方式演进，致使生产目的、生产手段和生产方式发生了根本变化，为生产企业而作股权投资，通过股权投资并购企业，以提升企业潜能和潜质而增加价值，通过资本市场发现和实现企业价值，促进了生产力发展和生产方式转变，形成了经济社会化和经济全球化。

资本市场集约效应，是市场发挥资源配置决定性作用的基础。资本市场有效地集中集聚资源和要素，灵敏地反映多层次多元化供求关系，以大众化和个性化产品，将社会资金转化为市场资本，解决资金过剩而资本不足的结构性矛盾，投融资双方可优选资本组合，促进资本市场与产业资本结合，适应市场竞争和集约化经营要求，市场配置资源的决定性作用得以发挥。国际资本市场的迅猛发展，客观上发挥了有效配置资源、降低运行成本、促进金融创新、增强竞争实力等功效，主观上则是主导国家以资本市场和金融产业为支柱，强化本国经济全球化条件下优势地位的整体安排，由经济的社会分工演化为经济的国际分工。

资本市场发展的永恒主题，是市场客观规范和市场主观创新。本书作者以理论和教学与实践和实务相结合，梳理交易所历史脉络、分析交易所现实状况、探寻交易所发展未来，致力于总结、归纳、探究交易所发展的客观规律和主观规范，有助于我们了解和把握经济全球化、金融国际化和资本市场化的历史和趋势，不仅能够丰富我们的理论和知识，而且能够促进我们的探索和实践。



2014年3月

前 言

交易所，这个市场经济的核心和枢纽，自“梧桐树协议”勾勒出最初形态起，迄今已有400多年的历史。在技术进步与社会文明双重力量的推动下，交易所的交易产品、参与对象、交易方式、市场功能等均发生了翻天覆地的变化，其发展历程虽然有过风起云涌、有过跌宕起伏，但依然昂首屹立在当代市场经济的潮头。

党的十八届三中全会召开后，提出要“使市场在资源配置中起决定性作用”，中国经济发展翻开了新的历史篇章，交易所建设又一次迎来了重大契机。党的十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》中也特别强调要完善金融市场体系，指出要健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重，鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品。在这一背景下，如何更好发挥交易所在经济发展中的辐射效力、在社会创新体系中的协同作用、在金融产业布局中的平台功能，如何做好交易所经济这篇文章，成为这个时代赋予我们的重大使命。

天津滨海新区作为中国金融业改革创新中先行先试的前沿阵地，在金融市场体系的建立和完善方面，特别是多层次要素市场的建设方面做了诸多探索、积累了丰富的经验，提供了深入研究各类交易所规范运作的重要素材。身处其中，我们深切感受到了交易所作为中国金融基础工程的功效和其规范发展的必要性，也激发了我们写作本书的动机和愿望。因此，我们希望本书的写作，能够促进资产交易市场，特别是金融资产交易市场的规范发展和有效运作，并形成与实体经济的良性互动，充分展现“交易所经济”的独有魅力。

本书由天津金融资产交易所总经理丁化美博士、天津财经大学任碧云教授共同担任主编，负责全书的内容设计、结构安排、总纂和修订，并最

终定稿。其中：第一章由任碧云、向朝霞共同撰写，第二章由丁化美、向朝霞共同撰写，第三章由南云僧、向朝霞共同撰写，第四章由郭昱、燕鑫共同撰写，第五章由余大胜、姜宇共同撰写，第六章由仝翔宇、张浩共同撰写，第七章由郭昱、王雪婷共同撰写，第八章由丁化美、任碧云、南云僧共同撰写。在本书的最后定稿阶段，南云僧、向朝霞付出了大量辛苦的劳动，完成了文字及数据校对工作。因此，本书是集体劳动的成果，是集体智慧的结晶。

本书在编写过程中，参考了国内外相关文献资料，在此向原作者表示衷心的感谢！还要感谢天津金融资产交易所、天津金融资产登记结算公司的探索和实践，感谢参与讨论书稿内容的梁文宾博士，也向中国金融出版社的马云霞女士致以诚挚的谢意！

中国市场经济正处于快速发展时期，中国的金融市场也正处于不断完善阶段，加之我们的水平有限，错误遗漏之处在所难免，恳请广大读者批评指正。写作和出版本书的目的是想为我国多层次要素市场的健全与完善尽绵薄之力，为促进以交易所为核心和枢纽的市场经济运行机制的正常运转建言献策。本书如能对为此探索和实践的人们给予一些启示，我们将深感荣幸和欣慰！

目 录

第一章 正本清源：何为交易所	1
第一节 交易所的定义及功能	1
一、交易所的定义	1
二、交易所的职能	4
三、交易所的作用	6
第二节 交易所的类型及特征	9
一、按交易所的组织形式分类	9
二、按交易品种分类	10
三、按市场结构层次分类	18
第三节 交易所的组织架构及运行机制	20
一、交易所的组织架构	20
二、交易所的运行机制	22
第二章 来龙去脉：交易所的历史变迁	37
第一节 交易所的起源及背景	37
一、有价证券的起源	37
二、交易所的产生	41
第二节 交易所的发展历程	46
一、全球交易所的发展历程	47
二、全球主要交易所的发展史	53
三、中国交易所的发展史	56
第三节 交易所的制度变迁	64
一、国际证券交易所的制度变迁过程	64
二、中国交易所制度的变迁	68
三、交易所监管制度的演变	70
第三章 全球视野：交易所的发展现状	75
第一节 国外交易所的发展现状	75
一、国外交易所的现状考察	75
二、国际交易所的特点及经验	80

三、国际交易所的发展对我国的启示·····	82
第二节 我国交易所现状·····	85
一、我国交易所发展的现状考察·····	86
二、我国交易所的特点及发展局限性·····	98
第三节 清理整顿下我国交易所何去何从·····	101
一、2011 年清理整顿风暴·····	101
二、清理整顿背景下交易所的应对及发展·····	108
第四章 内部机制：交易所的运行模式·····	110
第一节 交易制度·····	110
一、做市商制度·····	110
二、竞价制度·····	117
三、保证金制度·····	125
四、我国其他交易所交易制度·····	128
第二节 交易方式·····	129
一、定义·····	129
二、现货交易·····	129
三、期货交易·····	131
四、期权交易·····	134
五、信用交易·····	138
第三节 交易产品·····	146
一、证券类交易产品·····	146
二、贵金属类交易产品·····	155
三、大宗商品类交易产品·····	157
四、权益类交易产品·····	157
五、虚拟资产·····	160
六、其他交易产品·····	161
第四节 风险防范·····	162
一、交易所面临的风险·····	162
二、主要的风险防范机制·····	164
三、交易所风险防范的国际经验·····	169
第五章 系统支撑：交易所的产业链体系·····	172
第一节 产品研发·····	172
一、交易所产品研发的必要性及发展路径·····	172
二、交易所产品创新的基本规则·····	178
三、交易所创新产品的设计与开发·····	180

四、现阶段创新产品范例	182
第二节 电子信息系统建设	185
一、交易系统的蓬勃发展	186
二、信息技术与网上交易	189
三、另类交易系统的发展	192
第三节 登记结算系统	196
一、登记结算系统概述	196
二、登记结算系统风险因素分析	200
三、我国登记结算制度的改革与完善	203
第四节 其他服务机构	207
一、投资咨询机构	207
二、资信评级机构	208
三、会计师事务所	209
四、律师事务所	209
五、资产评估机构	209
第六章 规范运作：交易所的定位与监管	211
第一节 交易所的定位	211
一、交易所组织形式的两种法律定位：会员制与公司制	211
二、交易所监管职能的定位	214
第二节 交易所的平台经济	219
一、交易所的平台经济及其特征	219
二、交易所平台经济的发展策略	223
第三节 交易所的监管政策	225
一、交易所发展中的法律监管	225
二、交易所发展中的行政监管	233
三、交易所发展中的自律监管	236
第七章 前景展望：交易所的发展前景与方向	241
第一节 交易所的发展方向	241
一、全球交易所公司制改革	241
二、全球交易所并购浪潮	245
三、我国交易所的发展方向	252
第二节 交易所的发展前景	261
一、交易所走向全球化的探索	261
二、影响全球化发展的因素	264
三、全球化发展的趋势分析	266

第八章 建言献策：健全我国交易所运行体系的政策建议	268
第一节 建立统一的公信力市场	268
一、完善市场机制	268
二、渐进开放证券市场	274
三、完善市场监管体系	276
第二节 交易所是市场经济的基础工程	277
一、交易所是实体经济的“晴雨表”	277
二、交易所是各类交易产品的高速公路	282
三、交易所是监管部门的数据库	285
第三节 加快交易所国际发展步伐	286
一、交易所走向全球化是必然趋势	286
二、培育交易所全球竞争力	290
三、国际化发展战略	293
参考文献	295

图表目录

表 1-2-1	我国主要的现货交易所	12
图 1-3-1	中国金融期货交易所的组织架构	21
图 1-3-2	上海证券交易所的组织架构	23
图 1-3-3	深圳证券交易所的组织架构	24
表 1-3-1	交易所的参与者	28
表 1-3-2	不同价格确定机制的适用性	32
表 1-3-3	不同交易所的价格形成方式	32
表 1-3-4	全球主要证券交易所的委托类型	33
表 2-1-1	债券（政府债券和公司债券）在不同国家的起源	39
图 2-2-1	交易所形成的年代分布	51
表 3-1-1	证券交易所：上市公司数量	76
表 3-1-2	证券交易所：上市公司分布	76
表 3-1-3	全球主要证券交易所	77
表 3-1-4	全球主要商品（期货）交易所	78
表 3-2-1	全球十大交易所市值排名（截至 2013 年 7 月末）	87
表 3-2-2	全球十大交易所成交量排名（截至 2013 年 7 月末）	88
表 3-2-3	全球十大交易所上市公司数量排名（截至 2013 年 7 月末）	88
表 3-2-4	上海证券交易所和深圳证券交易所的主要交易品种	90
表 3-2-5	我国主要商品交易所交易品种	93
表 3-2-6	我国主要金融资产交易所发展现状示例	93
表 3-2-7	我国主要股权交易所的发展现状示例	95
表 3-2-8	我国主要的红酒交易所	97
图 3-3-1	清理整顿各类交易场所部际联席会议制度结构图	106
图 4-1-1	传统的做市商交易结算流程	112
图 4-1-2	现代做市商交易结算流程	112
表 4-1-1	价格优先排序	119
表 4-1-2	委托成交排序	119
表 4-1-3	第二笔成交后排序	120
表 4-1-4	第三笔成交后排序	120
表 4-1-5	最初委托报价排序	122

表 4-1-6	第一笔成交后排序	122
表 4-1-7	第二笔成交后排序	122
表 4-1-8	第三笔成交后排序	123
表 4-1-9	SETS 系统连续交易过程订单撮合规则	123
表 4-2-1	深圳证券交易所融资融券标的股票名单	139
表 5-1-1	海外市场 20 世纪 70 年代创新产品总结	174
表 5-1-2	海外市场 20 世纪 80 年代创新产品总结	175
表 5-1-3	海外市场 20 世纪 90 年代创新产品总结	176
表 5-3-1	美国、欧洲、日本及中国的证券交易结算方式比较	200
表 7-1-1	历年完成公司制改革的交易所	241
表 7-1-2	世界交易所联合会 (WFE) 会员的法律地位	242
图 7-1-1	企业并购类型	246
图 8-2-1	商业银行盈利水平和中间业务收入占比的变化趋势	278
表 8-2-1	主要商业银行收入构成	279
表 8-2-2	我国资金收益率梯形结构	280
图 8-2-2	我国资金收益率梯形结构图	280

第一章 正本清源：何为交易所

有人将交易所称为“冒险者的乐园”、“投机者的天堂”，也有人将交易所看做一个国家或地区经济发展好坏的标志，交易所在批评与鼓励中成长了400余年。纵观历史，可以在多个层面看到交易所对一国经济发展所作出的突出贡献。了解交易所，才能使之更好地服务于经济社会发展。随着电子信息技术和互联网的快速发展，交易所从形式上和功能上都发生了翻天覆地的变化。在新的历史背景下，需要重新审视交易所这种特殊的市场载体。在对交易所进行深入研究之前，首先需要对其定义及功能、类型及特征、组织架构及运行机制有个全面的认识。

第一节 交易所的定义及功能

交易所在不同的时代有着不同的定义和功能，早期的交易所是为证券或商品交易提供交易场所的组织机构，随着交易所的发展逐渐成熟，已经脱离了传统意义上的合作组织形式，其运作模式和管理理念跟一般企业越来越相似。交易所的含义越来越丰富，功能也越来越齐全，因此对于交易所的定义和功能要重新诠释。

一、交易所的定义

交易所成立之初，仅仅是为交易活动提供一个固定的交易场所，交易所的“市场观点”一度占据主流认识。随着竞争的加剧，交易所纷纷进行制度变革，人们对交易所的认识视角随之发生转变，交易所的定义也有了更丰富的内涵。

（一）交易所的本质探索

1609年，世界上最早的交易所——阿姆斯特丹证券交易所诞生，距今已有400余年。在现代市场经济体系中，作为市场微观结构的设计者和股票、商品、期货、期权等交易活动的组织者，交易所这种特殊的经济组织形式，以它特有的方式向世人充分展示了她巨大的吸引力和创造力。在某些意义上，交易所和一般意义上的集市有很多相似之处。从古希腊的广场集市到欧洲中世纪的露天市场，到近代意义上的大型博览会，再到今天依然存在的乡村集市，可以看到，市场总是与固定时间、固定地点进行的交易过程有关。然而，现代意义上的交易所并不只是一个市场的概念，人们对交易所本质的认识也随着交易所的发展经历了一个嬗变过程。纵观全球证券交易所的发展历史，人们对交易所的认识大致有这样三种观点：市场观点、中介观点和企业观点。

市场观点：交易所最早被定义为是一个有组织的证券市场，这种“市场”观点在很长一段时间里占据着人们的主流认识。美国《1934年证券交易法》给出的证券交易所的定义是：任何组织、协会、群体，不管它们是否以公司形式存在，它们组成、维护或提供市场场地或设施，从而将证券买卖双方聚集起来；或者履行通常认为的证券交易所功能^①。《1934年证券交易法》的这一定义还停留在制度层面，而多莫维茨（1998）在更一般的层面上对交易所进行了更为精确的定义，他认为交易所是具有下述特征的一个交易系统：一是提供交易执行设施；二是以买卖报价形式定时地或持续地披露价格信息；三是通过交易过程、规则和机制进行价格发现；四是拥有做市商系统或者买卖盘驱动系统或者单一竞价系统；五是出于交易执行目的将交易集中化；六是拥有会员；七是通过系统规则和设计来创造流动性，买卖报价有规律地进入，从而使买卖双方对其委托以报价成交抱有合理的预期^②。《现代汉语词典》对交易所的定义是“进行证券或商品交易的市场，所买卖的可以是现货，也可以是期货”^③，同样秉持的是市场观点。

中介观点：中介观点主要是从交易所的功能角度出发，认为交易所可以被视为像银行等金融机构那样的中介机构，主要职责是收集买卖委托并撮合交易，因而交易所也被看成是“中介的中介”。根据《布莱克法律词典》的解释，交易所指的是“集中证券、商品等买者和卖者，以促进商人的习惯和管理的统一，便利商业纠纷的快速解决，收集和发布有价值的商业和经济信息，并使成员获得他们在合法经营推进中的合作带来的利益的组织”^④。这一定义明确了交易所的功能，即交易所通过制定统一的交易规则，集中和发布交易双方的信息，并负责解决交易者之间的纠纷，保护交易所会员的利益。多莫维茨和李（Domowitz & Lee）^⑤认为经纪商—自营商、注册交易所、豁免注册的交易所，以及证券商协会之间的区别并不明显，它们所履行的功能具有极大的相似性，区别在于它们所受到的监管有所不同。国务院于2011年下发的《关于清理整顿各类交易所切实防范金融风险的决定》^⑥将交易所定义为“为所有市场参与者提供平等、透明交易机会，进行有序交易的平台，具有较强的社会性和公开性，需要依法规范管理，确保安全运行”。

企业观点：将交易所理解为企业，这一观点主要是从交易所运作的角度出发的。马尔赫林（Mulherin）^⑦首先将交易所定义为创造金融工具市场的企业，而不是通

① 张路：《美国1934年证券交易法》（中英文对照本），7页，北京，法律出版社，2006。

② 施东辉：《交易所竞争力分析》，30页，上海，上海人民出版社，2010。

③ 中国社会科学院语言研究所词典编辑室：《现代汉语词典（第5版）》，681页，北京，商务印书馆，2005。

④ 谢增毅：《公司制证券交易所的利益冲突》，12页，北京，社会科学文献出版社，2007。

⑤ 施东辉：《交易所竞争力分析》，40页，上海，上海人民出版社，2010。

⑥ 资料来源：中央政府门户网站：http://www.gov.cn/jwqk/2011-11/24/content_2002092.htm。

⑦ J. H. Mulherin, S. R. Krole, The Government as a Shareholder: A Case from the United States, *The Journal of Law and Economics*, 1997 (1): 1-22.