



WFE WORLD FEDERATION OF EXCHANGES



上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

# 监管下的交易所

## 经济增长的强劲助推器

[美] 拉里·哈里斯◎主编  
上海证券交易所◎译

# REGULATED EXCHANGES: Dynamic Agents of Economic Growth



CEPS CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES



中信出版社·CHINACITICPRESS

REGULATED EXCHANGES:  
Dynamic Agents of Economic Growth

# 监管下的交易所

经济增长的强劲助推器

[美] 拉里·哈里斯◎主编  
上海证券交易所◎译



中信出版社  
CHINA CITIC PRESS

**图书在版编目 (CIP) 数据**

监管下的交易所 / (美) 哈里斯 (Harris, L.) 主编; 上海证券交易所译.—北京: 中信出版社, 2010.12  
书名原文: Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth  
ISBN 978-7-5086-2535-5

I. 监… II. ①哈…②上… III. 证券交易所—研究—世界 IV. F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 225601 号

Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth edited by Larry Harris  
Copyright © 2010 by World Federation of Exchanges  
Simplified Chinese translation edition © 2010 by China CITIC Press “REGULATED EXCHANGES:  
DYNAMIC AGENTS FOR ECONOMIC GROWTH, FIRST EDITION” was originally published in  
English in 2010. This translations is published by arrangement with Oxford Universtiy Press.

All Rights Reserved.

本书仅限于中国大陆地区发行销售

**监管下的交易所**

JIANGUANXIA DE JIAOYISUO

主 编: [美] 拉里·哈里斯

译 者: 上海证券交易所

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)  
(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 22.5 字 数: 338 千字

版 次: 2010 年 12 月第 1 版 印 次: 2010 年 12 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2010-6401

书 号: ISBN 978-7-5086-2535-5/F·2186

定 价: 86.00 元

**版权所有·侵权必究**

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

http://www.publish.citic.com

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线: 010-84849283

服务传真: 010-84849000

## 中译本序

2010年10月，世界交易所联合会（WFE）迎来成立50周年庆典。WFE是全球交易所行业最重要的组织，近70家会员交易所覆盖了世界主要的股票、债券和衍生品市场，拥有超过45万亿美元的股票市值和近5万家上市公司。WFE在国际证券行业具有很高的权威性，在全球资本市场的发展中扮演着举足轻重的角色。50年来，WFE在规范行业标准和促进各会员交易所之间的交流合作等方面做了许多开创性的工作，并组织会员交易所和外部专家学者，就交易所行业和全球证券市场的前沿问题进行了一系列卓有成效的研究工作。

在50周年庆典之际，WFE出版了纪念文集《监管下的交易所：经济增长的强劲助推器》，其所收集的11篇论文涉及交易所行业以往50年的历史变迁、全球交易所当前的重大创新活动及创新推动力、全球交易所产业未来发展趋势，以及交易所各领域最新研究成果和学术进展等。作者均为所在领域具有丰富的专业知识和经验的权威专家，甚至是全球交易所行业改革和创新的主要推动者和实施者。这部文集对证券交易所发展中的多个重要问题都提供了积极的思考和深刻的见解，为我们展现了一幅交易所竞争和发展的全景式画面，体现了当今全球交易所的变革、竞争、创新和结构重组，为理解和学习全球交易所产业的最新发展和实践经验提供了有益的借鉴。

众所周知，证券交易所有着悠久的历史，并在现代市场经济中占有重要地位。交易所的历史渊源可追溯到15~16世纪初的地理大发现和新航路开辟时代，当时，为适应西方国家海外拓展的需要，出现了具有合股经营性质的“康梅达”经济组织。到了16世纪中期，在西方冒险家掀起的寻找东方财富活动的狂潮中，股份公司开始成立并获得迅速发展。其后，为满足投资者股份转让的需要，证券交易所这类集中的交易场所便在各国的纷纷出现，并获得了前所未有的大发展。目前，证券交易所已成为资本市场的核心和枢纽，是

各国（地区）金融实力和金融主权的象征。回顾证券交易所的历史变迁，其结构和功能也在不断发生着显著变化。尤其是 20 世纪 90 年代以来，随着金融证券化和全球化趋势的持续深化，证券交易所结构变革愈演愈烈，历经了三大浪潮：一是 20 世纪 90 年代初，全球各大证券交易所掀起了一轮技术革命，交易方式实现自动化；二是各主要交易所实施公司化改制及上市，全球逾 70% 的交易所已经完成这一进程；三是各主要交易所之间并购风起云涌，已有 40% ~ 50% 的交易所参与其中。证券交易所的竞争及其背后蕴涵的对资本的争夺，构成了国际金融发展的主旋律，全球主要交易所的产品创新和并购重组等重大举措，皆成为全球财经新闻的焦点。这一时期，对交易所市场的相关理论和实践问题的研究也日益深化，并逐渐成为学界和经济金融行业共同关注的热点。WFE 出版《监管下的交易所：经济增长的强劲助推器》，正是这些热点讨论的集聚与整理。

2010 年 12 月 19 日是上海证券交易所（以下简称“上交所”）成立 20 周年纪念日。20 年来，伴随中国经济的高速发展和改革开放的持续深入，上交所取得了举世瞩目的辉煌成就。截至 2010 年 10 月，以市值而论，上交所已成为全球第 6 大交易所，筹资金额在全球主要交易所中排第 3 位，股票成交金额则位居全球主要交易所第 5 位。

在上交所的成长过程中，国际同行特别是行业组织 WFE 给予了我们诸多的支持和帮助，对我们的规范发展起了积极的促进作用。同时，上交所也在国际交易所行业中发挥着日益强大的影响。2002 年，上交所成为 WFE 正式会员。2006 年 10 月，在 WFE 第 46 届年会上，上交所当选为董事会成员，至今已连任两届，这充分说明中国资本市场的成就正不断得到国际市场的肯定和认同，也表明 WFE 与中国资本市场的合作正在进一步加强。2005 年、2007 年，上交所分别承办了 WFE “发展中市场论坛”和“第 47 届会员大会暨年会”。论坛和会议的成功举办，确立了上所在 WFE 中新兴市场的代表地位，并对深化各会员交易所的交流合作，促进各会员交易所共同发展作出了显著贡献。

目前，中国证券市场对外开放已经迈入新阶段，中国资本市场同全球资本市场的融合速度也在大大加快，上交所正积极推进国际化战略，目标是到

2020年，上海证券市场自律监管体系更加完善，市场真正实现公开、公平和公正，投资者合法权益得到有效保障；拥有技术全球领先的证券交易平台，市场交易机制灵活，市场深度、广度、交易成本、流动性和效率都具有较强的国际竞争力；基本形成国内外投资者共同参与，交易、定价和信息功能齐备的多层次市场体系；实现上市资源、投资品种、投资者和中介机构全面全球化，成为拥有全球影响力和辐射力的世界一流交易所。这意味着上交所所在不久的未来将要深度融入全球化的结构分工和竞争合作的潮流中。此次，组织翻译《监管下的交易所：经济增长的强劲助推器》，是向上交所成立20周年的献礼，也是上交所积极扩大对外交流合作，学习境外同行先进经验的重要成果之一。相信本文集的翻译出版会对上交所参与国际竞争合作提供有益的参考，对我国资本市场的研究提供积极的借鉴，对中国资本市场加快改革开放和创新发展也具有重要意义。

耿亮

上海证券交易所理事长

二〇一〇年十二月

## 译者的话

《监管下的交易所：经济增长的强劲助推器》是世界交易联合会（WFE）成立 50 周年的纪念文集。上海证券交易所是在耿亮理事长的亲自指示下，由刘啸东副总经理牵头，成立了专门的工作小组，历经近 11 个月的努力，终于将其翻译出版。

译事从来不易。这本文集不算太厚，但承载的内容却非常丰富和深刻。翻译、审译的过程成为工作小组成员一次难得的学习经历，进一步提升了我们对国际资本市场发展情况的了解。我们相信，全球资本市场和交易所行业的这些实践经验和深入思考，为上交所实施世界一流交易所发展战略提供了重要借鉴，也对研究并推动中国资本市场的改革发展有着积极意义。

中文版的问世，首先要感谢 WFE 的大力支持。在迎来成立 20 周年纪念之际，上交所有幸获得 WFE 授权将这本纪念文集引入中国，这是双方长期友谊的历史见证，也是双方交流合作的重要成果，为上交所进一步融入全球证券市场开创了新局面。

在此，要特别感谢 WFE 秘书处。在中文版的出版过程中，WFE 秘书处给予了大量具体而不可或缺的帮助，尤其是他们打破常规及时提供文稿，对中文版的按期出版至关重要。他们令人钦佩的敬业精神，激励着我们全力做好翻译、审译工作。

大唐信息咨询有限公司为中文版提供了基础译本，在此致以诚挚的谢意。还要衷心感谢中信出版社一丝不苟而积极高效的工作，使中文版最终得以在上交所 20 周年庆之前顺利出版。

本文集工作小组的成员包括：石晓成、李芊、何燕、鹿小楠、李莹莹、崔君杰、林升。从项目策划与确定到翻译出版过程中的全面协调，从分工校译到多次集体讨论进行遗误勘正，团队协作精神在整个过程的方方面面得到

了体现，是中文版顺利问世的根本保障。

需要指出的是，由于各位作者所处的政治、经济和文化背景迥异，所以每篇文章仅代表了作者自己的立场和观点。同时，个别作者对中国资本市场的了解不够全面和深入，因而文中涉及中国资本市场的论点不一定完全反映中国资本市场的实际发展情况。然而，本着忠实原文的理念，我们仍然力求准确地予以翻译，相信读者会作出自己的判断。



## 序 言

佩德罗·罗德里格斯·庞加

作为交易所，我们已经学会在快速变化、具有挑战性，甚至恶劣的环境中求得生存。我们从未忘记我们在各国发展中所起到的作用。

自从20世纪40年代初踏入马德里证券交易所至今，我一直努力做到牢记这一责任。这是交易所对社会承担的责任，是我们对社会进步的一种担当。

实现上述光荣目标是20世纪60年代初期若干交易所开展的一项计划的中心内容。他们相互承诺密切合作，共同努力，并分享各自迥然不同的经验所带来的知识、观点和技能。通过这些方式，这些高瞻远瞩的交易所将最终改善他们对资本市场乃至金融系统的贡献价值。他们最初着眼于欧洲，但很快就扩大到更加广阔的范围。国际证券交易所联合会（FIBV）因此诞生。

对我们有些人来说，联合会的创立只是寻梦的第一步，即设立一个全球证券市场行业的咨询机构。该机构要在尊重每个交易所的独特性、尊重经济合作与发展组织和其他国际组织的指导的基础上，制定国际标准以规范市场正常运行；同时，增进公众对证券行业的了解与认识，从而提高行业的知名度；还要与金融界、学术界和政府管理部门最高级别的代表建立并维持密切的合作关系。

1961年，在伦敦那个没有雾的早晨，我们召开了第一次会议。直至今日，当时的场景依然历历在目，一切清晰如昨日。经过50年的努力，我可以比较满意地说，我们曾经的所有梦想都变成了现实。

回想起2001年马德里会员大会（我很荣幸为该次会议致开幕词）上国际证券交易所联合会更名为现在的世界交易所联合会的情景，我难以抑制内心的激动。这看似小小的改动对一个汇集了五大洲50多个受监管市场的组织而

言实属自然。这是一场巨大而又平凡的胜利。这是属于我有幸认识的证券交易所行业之众男女的胜利。半个世纪前，他们就已经致力于友谊和机构合作。当时全球化浪潮尽管鲜为人知，但其发展势头迅猛，最终演变成为我们今天所处的世界。

交易所应当时刻铭记自己的核心角色——促进储蓄流向生产性投资，而这已被反复证明对于经济发展乃至人类福祉有着极其重要的意义。

通过交易所发挥的引擎作用，数以百万计家庭的希望和成千上万家公司的商业计划得以对接并变成现实：从17世纪的海外贸易公司到19世纪的铁路建设，再到21世纪的现代电信网络的设计和部署，将这个世界连为一体。

时间的流逝已经向我们揭示世界交易所联合会（前称国际证券交易所联合会）是如何在协调和合作框架下推进我们的市场模式的，而协调和合作已被证明在全球金融危难之际具有重要作用。

在过去50年间，我们已经目睹了整个金融行业尤其是证券市场发生的巨大变化。这一变化影响到交易所的方方面面及其经营环境。这些变化包括放松证券市场监管、交易所公司化、交易所自身上市、从公开喊价交易池和交易大厅转变为屏幕式交易及其他许多变化。这些变化使得交易所能够采用强大、先进的技术，从而使投资者能够从世界任何地方获取我们的价格和服务。

在此，我不会就这些变化的对错或者其所代表的机会作出任何评论。这些变化源自交易所进行适时调整以应对现实环境的改变。这些变化既是因为交易所寻求以最有效和最安全的方式满足用户的需求，也是由于交易所需要努力求得生存。

当为了一些对市场运行无足轻重的因素而将透明性、中立性和投资者保护等原则弃之一边的时候，无辜的旁观者便付出了惨重代价。我们应当始终铭记，牺牲原则以换取那些更快、更松懈、更缺少保证的机制，最终将由投资者，特别是散户投资者埋单。

比如，过去10年所推出的新型金融工具都是十分复杂的。在绝大多数情况下，它们的双边交易透明度很低，估值极为困难（如果说还有可能估值）。假如我们希望今后能够防止过去所犯的这些错误、滥用行为和不端行为，对这些衍生品和结构性产品——包括其性质、风险、透明性及其交易和结算方

式——进行详尽、客观的分析是必不可少的。2008年9月以来，放任自由而非强调监管的市场哲学，对世界经济乃至整个金融系统的存亡所造成的负面影响之深，范围之广，已经不言自明。

本次金融危机表明，金融市场的平稳运行，需要有一个必要条件、一个基本原则，以便为市场主体提供一个法律确定性框架，使其不含投资固有风险以外的其他风险。金融系统将越来越复杂，若不充分考虑上述安全、公平竞争环境的需要，最终公众信心将会受到严重影响，而公众信心是金融赖以存在的基石，在最近几年遭到严重损伤后至今未能恢复。

这些事件促使我们反思健康、安全的证券场所具有的特征。它让我们再次想起上文提到的，交易所自身（无论在何处何时）开展活动所依据的原则。市场必须透明，市场必须保持中立，市场必须是多边市场，市场活动必须予以监管，最终目标是确保对善意投资者提供保护。

金融系统最近的变革以及交易所为此而进行的调整清楚地表明，本行业要既遵守上述原则，又保持市场竞争性，困难重重。交易所必须努力提供一个受监管的市场。面对这项艰巨任务，目前，我们还只能独自前行。

虽然最近数月监管机构和监督机构似乎重又考虑受监管市场的价值，但是没有人认为，社会、金融或监管紧张局势会就此结束。如果说历史教会了我们什么，那就是引发本次危机的各种滥用其实属于非常高级的错误，而要走出这场危机的影响将是旷日持久的。

故此，我深信前面仍有很多激流险滩。我相信还会有新的诱惑出现，使得人们为了一些虚无缥缈的目标而降低对市场模式和原则的严格坚守。

像我们这些年长的人都会做一个事后诸葛亮。我们知道未来会有新的趋势和理论出现，要求在证券行业进行重大变革，而这有时会混淆受监管市场所产生的实际价值。

尽管存在着许多错误和明显不足，我们的机构仍必须承认，能有今天的一切是多年辛苦工作和努力的结果。我们对此应给予充分肯定。要想建立能够得到投资者充分信任并在高强度压力下具有较好适应力、健康、高效且完全透明的证券市场，我们还有一段艰苦、漫长的道路要走。但是我们在面对未来时的基本观点不变，我们只有遵守并维护基本的交易所原则，才能实现

这一目标。

世界交易所联合会一直支持的观点是，公平市场一方面来自市场主体以负责任的方式履行所赋予的行动自由，另一方面来自能够确保保护善意投资者的健全的监管制度。

基于上述原因，能够为这本世界交易所联合会 50 周年纪念专著作序，并有机会与著名学者及市场人士组成的非凡阵容一起完成这本非同寻常的著作，我深感荣幸。

在此，我想对所有自联合会创立以来以各种方式对联合会的成功作出积极贡献的人们和机构表示感谢。我坚信，有了你们坚定的决心，未来将带给我们许多辉煌的成就和光荣的时刻，一如我们曾经有幸目睹的一样。

生日快乐，世界交易所联合会！50 周年快乐！祝愿联合会在支持受监管市场方面续写再一个 50 年的辉煌成就。上帝保佑我们的交易所！

## 编者导言

世界交易所联合会（WFE）致力于推广交易所的行业知识和最佳业务实践。WFE 帮助交易所及对交易所进行监管的政府机构更好地了解交易所及其客户身处的金融市场。为了完成其使命，WFE 开展了多项活动，尤其是赞助研究和出版活动。

本书受 WFE 董事会委托出版，作为纪念 WFE 成立 50 周年的专著。基于上述使命，本书从多个角度描述了交易所随着时间推移已经发生的变化、目前正在发生的变化以及将来其可能发生的变化。

为本书撰写文章的作者均为其所在领域的权威。在很多情况下，他们自身就是其所阐述的各项事件的推动者。这些作者包括交易所的重要官员、卓有成就的学者和长期关注交易所行业发展的观察员。WFE 秘书长托马斯·克兰茨（Thomas Krantz）和我要求各位作者畅所欲言、坦诚己见，以便读者更好地了解对交易所及场内交易员的形成和未来发展起到推动作用的各种力量。

有鉴于此，本书各篇文章所表达的观点显然属于作者自己的观点，而不一定代表我本人或 WFE 的观点。知识的增长来源于不同观点的表露。作为知识和最佳业务实践的推广者，WFE 非常值得称道的一点是敢于表露有争议的观点供进一步探讨。的确，该组织多年来创造的诸多价值有些就源自对重要事项的坦诚辩论。如果所有答案都是一目了然，WFE 也就失去了存在的必要。

作为编辑，我让作者用自己的声音说话。值得一提的是，我没有对文章风格提出统一要求，否则可能会减少本书的信息量，因为人们表达观点的方式往往有助于我们更好地了解他们的观点。在某些情况下，我确实提出了很多修改意见，一种情况是我认为进一步阐述观点能使读者获益，另外一种情况是我了解到某些相反观点或证据能使陈述更为公允。

必要的时候，我提出了若干修改建议，以帮助作者更好地表达观点，方

便那些专业知识水平稍逊的读者理解。我也向母语非英语的多位作者给予了协助，因为即便是最有造诣的语言学家，用第二语言写作也是一件困难的事情。

本书中所有各章均自成一体，读者可以随机阅读。

第一部分的几篇文章阐述了有关交易所的三个基本问题。拉纳尔德·米基（Ranald Michie）教授首先介绍了交易所过去50年走过的历史。第二篇文章由我本人撰写，主要探讨了交易经济学和受监管交易所的经济学问题。第三篇文章由卡雷尔·兰诺（Karel Lannoo）和皮耶罗·辛克格拉纳（Piero Cinquegrana）撰写，文章概述了与交易所有关的监管问题。如同本书所有文章一样，这3篇文章均对许多公共政策事项进行了前瞻性的讨论。

第二部分的几篇文章论述当今交易所市场形成与发展过程中的五大创新。该部分5篇文章是本书的核心内容所在。这些文章详细描述了交易所市场在过去50年间是如何处理最为重要的变革动力。理解这些动力对于评价现代交易所组织与构建极为重要。既然这些动力仍然重要，因此也将继续对交易所的未来产生影响。

该部分第一篇文章由美国证券交易委员会（SEC）前委员罗伯塔·卡梅尔（Roberta Karmel）撰写，文章阐述的是固定佣金制的去监管化问题。第二篇文章作者为《金融时报》的哈尔·韦茨曼（Hal Weitzman），文章介绍了20世纪70年代推出金融期货的情况。第三篇文章作者为迈克尔·戈勒姆（Michael Gorham）教授，文章追溯了屏幕式交易的发展历程。第四篇文章作者为斯德哥尔摩交易所前首席执行官本特·赖登（Bengt Ryden），文章论述交易所为何要进行公司化以便在竞争环境下向客户提供更好的服务。该部分的最后一篇文章由华沙证券交易所前董事长 Wieslaw Rozlucky 撰写，文章阐释了具有社会主义历史的东欧及亚洲国家是如何创建交易所的，以及这些交易所对各自经济作出的贡献。

本书最后一部分从三个互为补充的方面展望交易所的未来发展。首先是巴西圣保罗股票期货交易所（BM&FBOVESPA）首席执行官埃德米尔·平托（Edemir Pinto）所撰写的文章，他强调受监管交易所推动企业社会责任方面发挥的作用。企业社会责任运动在过去几年已经盛行，作者认为其在未

来将变得更加重要。第二篇文章的作者是东京证券交易所集团社长兼首席执行官齐藤惇（Atushi Saito），文章阐述了资本市场的道德问题。最后一篇文章由 Genesis Analytics 公司的斯蒂芬·马勒布（Stephan Malherbe）和约翰内斯堡证券交易所的尼基·牛顿金（Nicky Newton - King）与西沃恩·克利里（Siobhan Cleary）合写，文章思考了将来对交易所产生重要影响的若干问题，内容翔实，发人深省。

本书正文前所有作者和撰稿人的简介。为了彰显 50 周年纪念专著这一特点，本书由佩德罗·罗德里格斯·庞加（Pedro Rodríguez Ponga）先生作序，他是唯一健在的、曾参加过 1961 年 10 月 12 ~ 13 日召开的欧洲证券交易所会议（WFE 最初名称）组建大会的人员。欧洲证券交易所会议不久后更名为国际证券交易所联合会（La Fédération Internationale des Bourses de Valeurs），后又于 2001 年改名为世界交易所联合会（World Federation of Exchanges）。庞加先生当时担任马德里证券交易所副总裁，其后担任过该所总裁和 WFE 主席要职。

最后，本书附录收有 WFE 前 50 年的各种重要文件和图片。虽然这些大事记与书中内容无关，但有其价值与重要意义。

所有作者都为其文章付出了心血与努力，我深表感谢。正是他们的努力给我们带来这本令人感兴趣的、内容丰富的书籍，我们应当引以为傲。

我一直很高兴，能与 WFE 秘书长托马斯·克兰茨（Thomas Krantz）先生进行亲密合作，他对 WFE 及其使命的忠守和关切是显而易见的。托马斯先生在大多数作者的约请方面帮助良多，而且阅读了每篇文章并提出了意见。特别感谢托马斯给予我组织本书结构的自主权以及对我所撰写的文章提出的建设性意见。

我还要感谢 WFE 研究与项目经理罗曼·戴维（Romain Devai）付出的辛勤劳动，他阅读了每篇文章并提出了意见。

非常感谢本书主编——来自欧洲政策研究中心（CEPS）的皮耶罗·辛克格拉纳。皮耶罗是最尽责的助手，他提供的协助完美得无以复加。他的工作远远超出助手范畴，还提供很有见地的编辑建议。作为一位参谋，他的工作

对我具有意想不到的特殊意义。皮耶罗目前正在加利福尼亚大学洛杉矶分校（UCLA）攻读政治学博士学位。我祝愿他和他的新婚妻子心想事成，幸福快乐。

欧洲政策研究中心（CEPS）首席执行官卡雷尔·兰诺雇请我负责此项目，他还负责管理与WFE的合同，并指派皮耶罗参与此项目，当然他还与皮耶罗共同撰写了关于交易所监管的文章。我十分感谢他对我的信赖和对本项目自始至终给予的关怀。

感谢牛津大学出版社执行编辑特里·沃恩（Terry Vaughn）在出版社内部对本书的大力推荐。特里此前与我有过合作，曾担任过我编写的《交易与交易所：从业人员市场微观结构》一书的主编。我很高兴再次与他合作。令我感到欣慰的是，他与我们一样都欣赏这本书，并且愿意以牛津大学出版社的杰出声誉作保，出版这部对人类知识作出有益贡献的书籍。

莉萨·斯托林斯（Lisa Stallings）和杰斯·K·阿方斯（Jais K. Alphonse）与瓦休·皮莱（Vasu Pillai）协助了项目管理，参与了本书的文字加工工作，本书经他们润饰后阅读起来更为顺畅。所有作者和我对他们一丝不苟的工作深致谢忱。

最后，我要感谢WFE主席比尔·布拉斯基（Bill Brodsky）以及WFE董事会同仁们，感谢他们推出本书的独到眼光。对于一个致力于推广知识和最佳业务实践的组织而言，值此成立50周年之际，除了出版一本推进其使命的专著外，我实在想不出更为合适的庆祝方式。

此项工作自始至终让我深受鼓舞。对我来说，能够与我久仰的WFE联系在一起，是一项莫大的荣幸。

拉里·哈里斯

于洛杉矶

2010年5月



## 前 言

### 缘 起

值重要周年之际出版纪念文集以示庆祝，这是机构的一种惯常做法。此类文集通常是回顾该机构所取得的成就，并常配有相关事件的领导和参与人员的图片。

尽管这种传统做法不无可取之处，但世界交易所联合会董事会在本项目启动之初即设想了一条不同的道路。在最初设想要出版 50 周年专著的时候，我们的思路就已跳出了交易所和联合会本身，更多考虑的是交易所在全球市场中扮演的经济角色。我们的目标是评价有组织、受监管的交易所在金融体系中发挥的作用及其对经济增长的贡献，并以专著的形式传播这种观点。

董事会认为，与其罗列会员交易所和世界交易所联合会（WFE）在过去 50 年间取得的成就，不如进行一项更有永久价值的工作，即试图回答一个更为前瞻性的问题：世界受监管的交易所在过去 50 年间对全球资本市场的发展作出了哪些贡献？这一时段跨越第二次世界大战后的大部分时期，几乎涵盖我们称之为确立当今国际金融体系的所有时期。在本联合会创立的那个年代，人们对其全球同行一无所知。乘飞机旅行在 1961 年尚不常见，国际电话很少且需预约，互联网更是不可想象。大多数情况下，一个国家或地区只有一个交易所，跨越国界交流经验的需求是合乎常理的，因为通常本土没有同行可供咨询。在过去 50 年间，人员、观点和业务的交流与融合，已远远超出世界交易所联合会创立时设想的针对会员交易所的服务范畴。

考虑到这一总体目标，董事会约写的稿件均针对当今交易所面临的主要问题，并有一些短小篇章论及半个世纪以来，在建设当今全球交易所行业过程中所克服的各种挑战等标志性重大事件。本书最后几篇文章对交易所未来