



上海证券交易所高级论丛 黄红元 主编

证券交易制度： 监管约束下的创新与发展

上海证券交易所 著



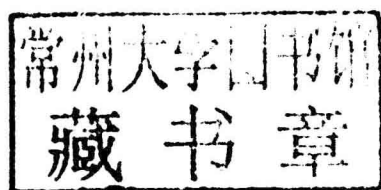
 上海人民出版社



上海证券交易所高级论丛 黄红元 主编

证券交易制度： 监管约束下的创新与发展

上海证券交易所 著



图书在版编目(CIP)数据

证券交易制度:监管约束下的创新与发展/上海证
券交易所著. —上海:上海人民出版社,2013

(上海证券交易所高级论丛/黄红元主编)

ISBN 978-7-208-11257-5

I. ①证… II. ①上… III. ①证券交易-金融制度-
研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 032054 号

责任编辑 刘林心

封面装帧 王小阳

证券交易制度:监管约束下的创新与发展

上海证券交易所 著

黄红元 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

常熟新骅印刷厂印刷

开本 720×1050 1/16 印张 18.75 插页 4 字数 289,000

2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-11257-5/F·2157

定价 42.00 元

丛书总序

当前,在经济金融化与金融全球化的背景下,各国资本市场和金融中心的竞争日益加剧,资本市场的竞争力和发达程度已经成为一国竞争力的重要组成部分,国家层面的竞争更多体现为资本市场的竞争。而且,在传统大国崛起的过程中,资本市场扮演着重要的角色,强大的资本市场是成熟市场经济体在全球范围内争夺生产要素、配置经济与金融资源的重要平台。

21 世纪是充满挑战的新纪元。目前,全球资本市场正进入一个重新整合的大变革时代,竞争空前激烈。各大证券交易所在改制上市后纷纷加大了市场拓展和购并结盟的力度,对中国资本市场的未来发展构成了严峻的挑战。近期,在欧美地区证券现货交易市场整合基本完成的背景下,又出现了证券现货交易市场与衍生品市场购并结盟的新动向。2012 年,香港交易所成功收购伦敦金属交易所(LME),利用其在基础金融期货及期权交易中的领先地位,拓展多元化的资产类别业务。最近,以线上能源期货起家的美国洲际交易所拟出资 82 亿美元收购纽约一泛欧交易所集团,再度掀起全球交易所新一轮的并购浪潮。这种跨市场、跨资产、跨业务与跨国界的交易所新型购并结盟对其他区域性、地区性的传统中小型股票交易市场构成了严重的威胁,使其在竞争中处于更加不利的地位。

21 世纪又是充满机遇的新纪元。近年来,受全球金融危机影响,全球金融市场正进入重新整合阶段,中国作为世界金融格局中最有活力与最具成长性的新生力量正在迅速崛起。在全球金融秩序重塑的背景下,无论从全球竞争角度考察,还是从国家战略层面来看,中国资本市场都应该有所作为。2012 年,中国共产党第十八次全国代表大会提出,现代金融体系的目标是促进宏观经济稳定、支持实体经济发展,这为中国资本市场的发展指明了方向。因此,我们需要从战略高度重新定位中国资本市场,努力建设一个与整体经济实力相匹配、大力支持实体经济发展、具有全球影响力的资本市场,推动中国经济

早日融入世界、实现和平崛起的进程。

在中国资本市场的发展与崛起过程中，上海证券交易所担负着非常重要的历史使命。经过二十多年的持续快速发展，上海证券交易所多层次蓝筹股市场迅速壮大，市场规模跻身全球主要交易所行列，有望发展成为全球资本市场中除北美、欧洲之外的第三极。我们的长期发展目标是努力建成世界一流交易所，成为资本市场推动国民经济改革发展与社会和谐进步的重要平台，成为全球资本交易中心、资产配置中心和风险管理中心，成为全球资本市场的核心力量。要实现这一战略目标，上海证券交易所需要在很多方面进一步提升竞争力和影响力。市场发展，研究先行，提升交易所的研究能力，建设一流的研究团队，就是其中重要一环。

自成立以来，上海证券交易所的研究工作始终秉持“严谨、前瞻、专业、开放”的原则，聚焦证券市场重大基础性与前瞻性制度、全球交易所发展战略、交易产品与交易机制创新以及市场参与者行为等主要领域，对资本市场的相关重点与重大问题展开深入研究，着力推动多层次蓝筹股市场发展。为了更好地发挥交易所研究工作的独特优势，使其成为市场发展战略的“规划者”、先进金融知识的“传播者”与各类市场疑惑的“解惑者”，同时，为了更好地向社会各界展示研究成果，我们组织一批熟谙证券市场的资深研究人员和具有丰富业务经验的一线监管人员，精心撰写出这套证券金融系列丛书——上海证券交易所高级论丛。这套丛书的主要特点可以归纳为以下三方面。

第一，开放性。在研究思路，丛书坚持多元化、开放式的分析思路，既有宏观研究，又有微观剖析；既有理论探讨，又有实证检验；既有横向比较，又有纵向梳理，从多维度、全方位深入研究资本市场相关重大问题，从而使丛书更具代表性。

第二，专业性。在研究方法上，丛书采取比较严谨规范的现代学术研究方法、研究工具以及现代经济金融理论，对资本市场领域相关重点问题进行“抽丝剥茧”式剖析与专业性研究，从而使丛书更具专业性与权威性。

第三，前沿性。在研究选题上，丛书着重研究资本市场领域的相关热点与重点问题，但又不拘泥于此类问题，丛书同时力图跟踪全球资本市场发展的前沿问题与最新动态，与全球资本市场的发展保持同步，从而使丛书更具前瞻性。

我希望,以这套丛书的出版为契机,上海证券交易所的研究团队能够继续坚持“选题前瞻、方法专业、思想开放”的研究风格,在更宽领域、更高层次上取得更加丰硕的研究成果,为中国资本市场的快速崛起,为上海证券交易所世界一流交易所目标的早日实现,提供强有力的智力支持。

黄红元

上海证券交易所总经理

2013年1月

序

对于证券交易所而言,交易制度是交易所的核心制度及其关键价值所在。经过几百年发展,证券交易制度由当初的简单、粗犷型,逐步升级到今天精细型和集约型模式。计算机技术进步带来了越来越多的交易创新,例如订单类型,据不完全统计,各种交易场所规定或推广的订单就有 50 多种。随着经济全球化进程的深入,各国金融市场相互融合,金融资源的争夺日趋激烈,证券交易所行业也不例外。近年涌现出了许多富有竞争力的场外交易场所和暗池,例如 Chi-x 公司等,它们作为一股新生力量,推动证券行业交易制度创新的快速进步,也迫使许多传统证券交易所进入并购或被并购的行列。在很大程度上,现代证券交易所行业的竞争是交易制度的竞争,证券交易所的竞争力依赖于交易制度的创新。本书选择证券交易制度进行研究,其实是聚焦于证券交易所的“生命线”。

证券从业人员和学者历来高度关注证券交易制度,多年以来研究交易制度的著作和论文层出不穷,均秉承美国金融微观结构学派的主流观点,以定价效率和流动性优化为研究角度。其中,美国“价差门”事件是最著名的例子。1994 年《金融杂志》(*Journal of Finance*)刊出一篇研究纳斯达克做市制度的学术论文,发现纳斯达克市场做市商存在“串谋”报价行为,从而引致 1996 年美国证监会制定实施严格的“订单处理条例”,革新了做市商制度。不过在中国资本市场中,市场参与者结构和运行机制迥然有别,并伴随着风险容忍度低的监管环境,这决定了我国资本市场交易制度面临的约束条件与美国市场完全不同。本书选取了一个非常独特的研究视角,从金融风险 and 受监管约束的角度去研究证券交易制度。因此,本书尤其契合 2007 年金融危机爆发后全球资本市场演变的新环境,如何设计证券交易制度,如何纳入市场系统性风险因素,本书不走纯粹流动性分析的老路,而是站在监管约束的角度,以风险应对的视野去分析交易制度的创新问题。

本书各位撰稿人长期在证券交易所从事交易管理工作，具有丰富的市场组织和交易机制设计的实践经验，既了解证券市场交易业务的实际运营管理，又有先进和前沿的金融理论基础。这使得本书呈现大量的、鲜活的一手资料，例如本书介绍了上海市场的交易业务结构和业务实现模式，第一次系统地描绘了中国证券市场交易“引擎”的全貌，并高度提炼和定义了交易业务的边界。更难能可贵的是，本书大部分篇章都有实实在在的实践案例为支撑，既娓娓介绍了监管约束下交易制度创新的思想，又把上交所近年来在交易制度方面的创新梳理呈现给读者。

我国证券市场的发展还远不能满足国民经济快速成长产生的巨大需求。努力完善证券交易制度，不断降低市场交易成本，提高市场交易效率和国际竞争力，是中国资本市场人的历史使命和责任。针对我国证券市场发展的实际，本书作者系统推出了他们的完整分析、深度思考和专业建议，包括今后进一步改进和发展的具体取向，富有前瞻性和理论与实践意义。

胡汝银

上海证券交易所首席经济学家

目录

1	丛书总序
1	序
1	绪论
	第一部分 证券交易制度的实践
7	第一章 证券交易业务的基本类型
7	一、证券交易业务的基本类型
10	二、证券交易业务的创新策略及其发展趋势
14	三、中国证券市场的实践
23	第二章 证券交易业务的结构分析
23	一、证券市场业务链
29	二、交易业务链
35	第三章 证券交易业务的实现模式
35	一、证券交易业务模式
50	二、证券交易业务的功能单元

67 第四章 证券交易所交易组织体系

- 67 一、交易组织体系
- 68 二、交易组织体系的范例
- 70 三、不同交易组织体系的成因
- 74 四、交易组织体系的发展趋势

76 第五章 证券交易制度

- 76 一、证券交易制度概述
- 78 二、国际证券市场的交易制度实践
- 92 三、国际证券交易制度实践的主要特点

第二部分 监管约束下的创新与风控

97 第六章 监管约束下交易制度创新路径分析

- 97 一、问题的提出
- 98 二、研究的范畴
- 98 三、新兴市场创新的传统路径
- 99 四、市场创新两因素模型
- 104 五、有监管约束条件下市场创新三因素模型
- 110 六、强监管约束下新兴市场创新的可行路径
- 112 七、市场创新发展的一般模型
- 113 八、小结

114 第七章 债券质押式报价回购的创新实践

- 114 一、报价回购业务的介绍
- 115 二、报价回购试点路径的设想
- 116 三、交易所在业务中的法律地位
- 117 四、风险特点与风险监控
- 121 五、报价回购单券商试点阶段

123 六、报价回购试点扩大阶段

127 七、报价回购试点意义

128 第八章 创新中的交易风险及其控制

128 一、金融市场风险及其管理技术

134 二、证券交易所应当高度关注交易风险

136 三、建立支持产品创新的交易风险控制体系

140 四、交易风险控制在支持上证所 ETF 产品创新中的具体探索

144 附件一

145 附件二

第三部分 证券交易制度的完善与发展

151 第九章 建立差异化交易制度

151 一、建立差异化交易制度的背景

152 二、境外交易所板块差异化的介绍

155 三、差异化交易机制是市场的需求

156 四、实施差异化策略的总体原则

157 五、板块分类和特征的分析

158 六、交易制度的改革措施

162 第十章 发展大宗交易市场

162 一、全球大宗交易市场的快速发展

166 二、全球各主要市场大宗交易平台介绍

170 三、全球大宗交易平台的五个共性

173 四、上证所大宗交易平台改革探索

181 第十一章 交易制度创新的思考

181 一、创新工作的策略与维度

184 二、发展基础衍生品市场的设想

186 三、ETF 推行日内回转制度的设想

189 四、现货市场配套发展的设想

附录

193 附录一 1992 年以来上证所交易机制变化

195 附录二 2007 年以来境外主要交易所交易机制变革大事记

233 附录三 主要交易所交易制度比较

253 附录四 上海证券交易所交易规则条款变动档案

283 参考文献

287 后记

绪 论

证券交易所源自中世纪的意大利,随着远航探险的兴起,现代股市最早成形于 17 世纪的阿姆斯特丹和 18 世纪的伦敦,1802 年,具有规范的交易规则和会员自律体制的伦敦证券交易所(LSE)正式开张,标志着现代证券交易所的诞生。据世界交易所联合会(WFE)统计,截至 2012 年 12 月,其遍布世界各地的近 70 家会员交易所已经拥有超过 54 万亿美元的股票市值和近 5 万家上市公司。证券交易所无论其规模大小和业务多少,其共同特点就是向证券市场买卖参与者提供集中交易业务及相关服务,因此证券交易是证券交易所的核心业务,证券交易制度也因此成为证券市场的基础制度和证券交易所的核心制度。在经济发展和竞争进入全球化时代的今天,投资者、股份公司、中介机构都有着充分的选择自由,资金可以跨国流动,公司可以跨国上市,中介机构可以在全球开展业务,因此,证券市场的竞争本质上是制度的竞争,其中,证券交易制度的优劣在很大程度上决定了各个证券交易所的竞争优势。

考察证券交易制度发展演变的历史,可以发现两条主线:一是交易机制,二是交易组织体系。交易机制旨在解决使用什么交易方式去交易证券,以及如何控制交易进程的问题。交易组织体系旨在解决证券与机制的搭配问题和市场定位问题,比如,定位于机构市场还是零售市场、定位于一级账户体系还是二级账户体系等等。两条主线在不同的地区和不同的时代各具特色,相得益彰,交相辉映。二次世界大战之后,战争的阴影逐渐淡去,世界经济总体上处在一个和平发展的时期。近 50 年来,国际学术界对交易制度的研究取得了重大进展,形成了现代金融学的重要分支——市场微观结构理论(Market Microstructure Theory)。对交易制度的理论研究还推动了交易制度的重大变革,例如交易价格最小变动单位的降低和交易成本的降低等。交易所是交易制度发展的“中枢”与“推力”,为了更好地满足交易者的需要,以吸引更多的交易者,交易所除了根据交易制度的研究成果不断改进和完善自己的交易规则

外,还应当主动探索符合自身发展战略的交易制度模式。

传统的市场微观结构理论以最优化交易成本为主要研究目标,但2007年到2009年席卷全球的金融危机深刻改变了交易制度的设计理念,风险控制被引进成为交易制度设计的重要目标之一。众所周知,市场非理性特征是风险的内在“基因”,证券市场的发展史同时也是一部人类非理性行为的记录史。早在20世纪60年代,心理学家赫伯特·西蒙(Herbert Simon, 1978年经济学诺奖获主)就提出有限理性的观点;罗伯特·希勒(Robert J. Shiller)在其《非理性繁荣》一书中证明了人类的个体理性会导致集体非理性;很多学者列举了大量论据,证实了市场个体普遍存在非理性行为,在此基础上形成了行为金融学理论(Behavioral Finance Theory)。但行为金融学目前没有能力体系化地重构金融学理论,金融学正统理论仍以理性人假设为基础,即市场中存在着理性的行为人、有效的市场和完全的信息。虽然上自中央银行官员、金融监管机构、法院,下至商业银行、投资银行和市场参与者都明白这些假设存在缺陷,但大家仍在视这些假设有效的前提下,实施货币政策、制定条例、执行规则、设计模型、计算资本要求和进行交易。但全球金融危机给金融监管当局带来了新问题,也带来了新认识,正如格林斯潘(Greenspan)在2008年所指出的那样:“现代风险管理范式已经统治了几十年,但是,整座理论大厦却在去年夏天轰然倒塌。”

目前,摆在全球交易制度设计者面前的一个重大课题就是如何在交易制度模式设计与重构中有机地融入风险控制因素。实践常常先行于理论,在尚无成熟的金融理论给出有效可行的解决方案的前提下,我们如何进行交易制度的设计与重构呢?本书介绍的是上海证券交易所近年来对这个问题的有关思考与具体实践,希望能有裨益于进一步的谈论与研究。

当我们审视中国证券市场时,似乎中国的问题更加复杂、更加不易于解决。一方面,现有交易制度研究的主要成果与经典结论大多是针对西方已经稳定运行多年的成熟市场(如纽约证券交易所、纳斯达克交易所、巴黎交易所、芝加哥交易所、伦敦交易所等)进行研究而得到的。中国市场,通常被称之为“处在新兴加转轨的阶段”,是一个处在建立与发展过程中的新兴市场,与成熟市场相比有着太多自身的特点,其交易制度的设计就必然面临更多富有个性的约束条件,有的甚至近乎苛求,比如,必须在严格的监管约束下小心翼翼地把握风险控制与创新发展的动态平衡;比如,必须在产品线不完备的情况下根

据实体经济的发育程度和投资者的成熟程度逐步地推出新的产品,而且每次创新均只许成功,不允许失败;比如,必须要在与武装到牙齿的成熟市场交易所的激烈竞争中不断扩大自己的市场规模,等等。我国证券市场的制度设计者们一直在约束范围内小心翼翼地同时又是锲而不舍地逐个地解决面临的各个具体问题,并且已经解决了诸多非常根本性的难题,例如,2005 年的股权分置改革解决了证券市场大部分股份不能流通的顽疾,新股发行制度改革正在努力推动市场各方参与者归位尽责;2010 年的融资融券和股指期货的推出改变了证券市场缺少卖空机制的缺陷,使得长期困扰市场定价机制的系统性偏差有望逐步得到消除。

证券市场 200 多年的发展历史也表明交易制度的发展也存在其内在规律,不同的交易所尽管千差万别,但都必须认识规律、尊重规律,顺势而为。随着计算机和网络技术的发展,以及对证券交易所职能的全新认识,为了应对激烈的竞争,世界各证券交易所在广度和深度上不断拓展,利用证券交易系统,借助证券交易所在资本市场网络的中枢地位,为市场参与者提供全方位的交易及其相关服务,建设综合性全功能交易所已经成为国际资本市场的最新趋势。

进入 21 世纪以来,上海证券交易所在中国证监会的正确领导下,以建设国际一流交易所为己任,围绕服务国民经济和资本市场发展的大局,抓住有利时机,着力推动证券交易制度的不断完善和发展。近年来,历任交易所领导均亲自主持并着力推动交易品种和交易方式创新。桂敏杰理事长强调证券交易所的使命就是不断降低市场交易成本,提高市场交易效率,为此要不断丰富产品,积极推进交易方式创新。耿亮理事长(前任)多次强调,要从丰富交易品种和交易方式等方面入手,把上海证券交易所逐步建设成为符合中国国情的更加成熟的交易所。朱从玖总经理(前任)指出,丰富交易制度是解决中国资本市场发展遇到的困难及若干难点问题的有效方法之一。张育军总经理(前任)认为,中国资本市场实现跨越式发展涉及两个方面:一是投资机构的发展,二是交易制度的创新。近年来,历任交易所领导均亲自主持并着力推动交易品种和交易方式创新。黄红元总经理提出上交所要全面推进股票、债券、基金、衍生品和机构市场五大市场过渡,不断完善交易制度。从 2001 年以来,上海证券交易所先后进行了大宗交易、开放式集合竞价、报价方式等多项交易制度创新,推出了融资融券、交易所交易基金(ETF)、权证、债券买断式回购、债券

新质押式回购、报价回购、约定购回式证券交易等多项新业务。在主持推出交易制度创新的同时，谢玮副总经理牵头主持开展交易制度创新的理论研究，2007年编写了《证券交易业务规范》，首次系统分析了证券交易所交易业务的基本类型及实现模式。交易管理部和创新实验室一直通力合作，实现了交易制度理论研究与创新实践的有机融合与良性互动。交易制度的研究与创新也一直得到中国证监会的大力支持，每一项交易制度创新的成功实践都远非上海证券交易所一己之力所能完成，都离不开证监会相关部门的统筹协调与悉心指导，得益于深圳证券交易所、登记结算公司、证券公司和基金公司的共同参与和相互扶持，有赖于广大投资者的理解与支持。

本书是对上海证券交易所近年来交易制度实践与创新相关理论研究及具体工作实践的总结，试图从实践中来，通过认真客观地分析当今交易所交易组织的实际过程以及实际开展的多种类型交易业务，具体梳理证券交易业务的发展脉络、创新方向与实现模式，从而更好地描述交易业务的内涵和把握交易业务的发展方向。

全书共分三部分11章。第一部分首先集中分析了证券交易制度的具体实践，回答了证券交易制度到底是“怎么做的”。其中，第一章介绍了中国证券市场交易业务的类型及发展趋势，第二章建立了全市场业务链和证券交易业务链，并具体分析了证券交易业务的实现模式及功能单元。第三章以上海证券交易所为例重点剖析了证券交易业务的实现模式，第四章分析了证券交易所交易组织体系的范例、成因及发展趋势，第五章对证券交易制度作了概述并汇总了国际主要证券交易所的具体实践。第二部分重点研究在监管约束条件下新兴证券市场的创新路径与风险控制安排，旨在解答证券交易制度具体安排中的“为什么这么做”。第六章建立了监管约束条件下新兴市场证券交易制度创新模型，第七章介绍了报价回购业务的创新实践，第八章提出了建立支持产品创新的证券交易风险控制体系的具体方案，介绍了在ETF创新中的具体探索。第三部分是对证券交易制度完善与发展的专题研究，是对未来证券交易制度“做什么”的展望。第九章从国际视野介绍了差异化交易制度的背景，提出了建立差异化交易制度的目标和原理，第十章从大力发展大宗交易市场方面提出了具体建议，第十一章对交易制度创新进行思考，分析交易制度创新的策略和维度，进而从衍生品和ETF回转交易方面提出建议。

第一部分

证券交易 制度的实践