



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

上海證券交易所 研究報告

2016

【上卷】

吳 清◎主編

黃紅元 張冬科 闕 波◎副主編



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

上海證券交易所 研究報告

2016

【上卷】

吳 清◎主編

黃紅元 張冬科 闕 波◎副主編

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所研究报告.2016.上卷/吴清主编.

—上海:上海人民出版社,2016

ISBN 978-7-208-14153-7

I. ①上… II. ①吴… III. ①证券交易所-研究报告
—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 261278 号

责任编辑 吴书勇

封面设计 人马艺术设计·储平

上海证券交易所研究报告 2016

(上卷)

吴 清 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.co)

世纪出版集团发行中心发行 上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 20.75 插页 4 字数 376,000

2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-14153-7/F·2416

定价 60.00 元

总 序

纵观近代世界经济发展史,国家层面的竞争常常集中表现为经济和金融的竞争。特别是在经济金融化与金融全球化的背景下,各金融中心的竞争日益激烈,资本市场的竞争力和发达程度俨然已成为一国竞争力的重要标志。

改革开放以来,我国社会主义市场经济体制不断完善,国民经济高速增长,经济总量持续扩大,对外开放不断深化。当前,我国已成为世界第二大经济体。在全球金融秩序重塑的背景下,无论是从全球竞争角度,还是从国家战略层面来看,我国资本市场都必须积极作为、有所作为,努力成为有力支持国家改革发展、高效配置国内国际资源的重要载体。过去 26 年,我国资本市场在改革中发展,在曲折中前进,由小到大、由弱变强、由不规范到逐步规范,发生了历史性变化。在这一过程中,作为我国资本市场运行的核心枢纽,上海证券交易所发挥了重要作用。当前,上海证券交易所改革发展正站在一个新的历史起点上。上海证券交易所将在中国证监会党委领导下,与广大会员一道,认真履行组织市场、监管市场、发展市场的重要职责,致力于将上海证券交易所建设成为一线监管有力、风险防范到位、服务能力突出、管理运作科学、优秀人才辈出的世界级交易所。

创新发展,研究先行。建设世界级交易所,需要有一流的研究队伍、一流的研究能力、一流的研究成果。面对资本市场新一轮改革开放,面对市场发展不断出现的新情况、新问题、新任务,我们必须矢志不渝地增强研究能力,提升研究水平,贡献具有前瞻性、引领力的研究智慧,从而准确把握改革发展的脉搏和趋势,在时代浪潮中抢占先机、赢得主动,推动交易所更好地发挥自身的功能和作用。

长期以来,上海证券交易所高度重视研究工作和研究队伍建设。目前,上海证券交易所设有资本市场研究所作为专门的研究部门。上海证券交易所资本市场研究所按照“围绕中心、服务大局”的理念(即围绕全局性、前瞻性、引领性研究,服务上海证券交易所中心工作和我国资本市场建设大局),聚焦证券市场重大基础性、战略性和前瞻性问题,开展长期、深入研究,取得了一批丰硕的研究成果,在业界产生了积极影响。为更好地发挥交易所研究工作的独特优势,扩大交易所研究成果的影响力,努力成为市场发展战略的规划者、先进金融知识的传播者和各类市场疑

惑的解惑者,我们精心挑选出近三年的优秀研究论著,编辑出版《上海证券交易所研究报告 2016》(上卷、下卷、博士后专辑)。

这套丛书以我国资本市场改革发展为主线,展现了上海证券交易所近年来的改革和发展历程,突出反映了上海证券交易所作为资本市场组织者和一线监管者的所思、所想、所谋。同时,这套丛书还从不同角度探讨了资本市场发展的前沿问题,体现了上海证券交易所资本市场研究所的工作成果和研究水平,书中大量的数据和观点有助于我们更加全面、深刻、准确地认识我国资本市场的发展进程和内在规律。

这套丛书具有十分鲜明的特点。第一,开放性。在研究思路上,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,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,上海证券交易所资本市场研究所能够牢记使命、脚踏实地、守正出奇,坚持“选题前瞻、方法专业、思想开放”的研究风格,将自身打造成为特色鲜明、引领发展、与世界级交易所相匹配的专业化高端智库,力争形成一批具有战略性和全局性意义、有突破且能落地的决策咨询内参,产出一批具有公信力、影响力和知名度的研究成果,培育一批用实功、出实招、求实效的专业研究人才,为上海证券交易所迈向世界级交易所目标,为我国资本市场长期稳定健康发展,提供强有力的智力支持和人才保障。

在《上海证券交易所研究报告 2016》即将付梓之际,抚卷作此文,以为序。



上海证券交易所理事长

2016年10月

目录

1	第一篇 宏观与国际视野
3	上海证券交易所国际化问题研究
21	美国股票市场发展历程及政策效果分析
48	搞活股票市场 推动经济转型
93	第二篇 市场运行与改革
95	沪港通与 QFII、RQFII 制度比较
118	上市公司投资效率与资本市场有效性研究
136	密集上市期间发行监管制度研究
151	“注册制”下审什么？——以美国 SEC 及中国证监会发行审核反馈意见为例
167	第三篇 产品与交易机制
169	股票期权对实体经济的影响分析
182	股票期权市场均衡性问题评估
196	上海自贸区自由贸易账户体系研究
224	境外市场程序化交易监管动态及监管指标研究
240	证券业大数据创新研究

261 第四篇 公司治理

263 莫让并购成诟病——从美国经验看我国跨界并购热潮

277 红筹架构企业回归 A 股市场相关问题研究

292 国有上市公司股权激励相关问题研究

314 地方国资国企改革政策比较研究

第一篇 宏观与国际视野

上海证券交易所国际化问题研究

廖士光 鹿小楠

内容提要

近几年来,随着全球经济金融一体化,全球主要资本市场国际化步伐日益加快,国际化程度显著提升。在一国或地区证券市场的国际化过程中,通常也伴生着证券交易所的国际化。当前,全球证券交易所的国际化主要体现在筹资者、投资者、产品、技术以及股权等方面。

全球主要交易所的国际化经验表明,证券市场与交易所的国际化需要考虑本土市场的发展程度、外汇制度、经济与金融安全等诸多因素,特别是对于新兴市场经济体,确保经济与金融安全更是证券市场与交易所国际化的重要前提。证券市场和交易所国际化通常有三种模式,即无限制直接开放、有限制直接开放模式以及间接开放。在国际化过程中,绝大多数国家和地区都采取了有限制直接开放模式或间接开放模式,同时,证券市场与交易所的国际化也并非简单地选择一种模式,而是根据市场发展的不同阶段,选择合适的国际化模式。另外,为了进一步提升交易所国际化程度,全球主要交易所通常又会采取股权合作、产品互挂、市场互联或是技术合作与输出相结合的方式,实现不同类型交易所跨区与跨界的合作。

当前,随着中国经济和金融开放步伐不断加快,中国资本市场正面临全面开放的前夜,上海证券交易所应以推进资本市场双向开放为己任,在提升资本市场国际化水平方面有所作为。上海证券交易所国际化战略目标为:推动中国资本市场国际化进程,从封闭的本土市场成长为开放的全球性市场,成为具有较高的国际竞争力和全球影响力的世界一流交易所。通过国际化,上海证券交易所将努力实现自身三个定位,即“中国投资者全球资产配置的首选平台”、“全球投资者进入中国市场的首选门户”和“离岸人民币证券资产市场交易服务的主要提供者”。上海证券

交易所国际化也应遵循“服务国家利益”、“服务本土市场”、“多层次推进”和“重点突破”四项原则。

在未来国际化过程中,上海证券交易所应在自身已有的国际化基础上,全面深化与境外交易所交流合作,把握有利时机,重点在以下几方面实现突破,将自身的国际化水平提升到一个全新的高度:一是争取利用自贸区有利政策,建成国际金融资产交易平台;二是借鉴沪港通成功经验,实现全球重要市场互联互通;三是重新启动国际板建设,增加交易所市场内部层次;四是积极顺应全球并购潮,收购全球影响力大的交易所。

近几年来,在经济全球化的背景下,全球主要新兴经济体的资本市场国际化步伐日益加快,国际化程度显著提升。作为全球最大的新兴市场经济体,中国资本市场的国际化进程也在不断向前推进。为了更好地推动中国资本市场国际化,本文将重点研究成熟市场中的纽约证券交易所、纳斯达克、伦敦证券交易所、德国交易所、日本交易所集团,以及新兴市场中的巴西交易所、印度国家交易所、孟买交易所、韩国交易所、新加坡交易所、香港交易所与台湾交易所,对上述交易所国际化进程进行梳理,总结全球主要交易所市场国际化的主要模式、演进路径以及经验教训。同时,在借鉴境外交易所国际化经验教训基础上,结合上海证券交易所的国际化现状,研究设计上海证券交易所国际化战略的模式、路径与抓手,为进一步推动中国证券市场国际化进程积累经验。

一、全球主要交易所国际化现状

一国或地区证券市场的国际化通常也伴生着交易所的国际化。结合证券市场国际化的基本内容,交易所国际化的基本内涵大致可以归结为以下三方面内容。

一是筹资者的国际化,即境外机构可以在本土市场发行各类证券进行筹资,同时,境内机构也可以在境外市场发行各类证券;

二是投资者的国际化,即境外投资者可以在本土市场交易各类证券,同时,境内投资者也可以在境外市场交易各类证券;

三是产品、技术与股权的国际化,即交易所利用产品跨境交叉挂牌、技术输出与合作以及跨境与跨界收购兼并方式实现业务结构与股权结构的国际化、多元化。

根据交易所国际化的基本内涵,全球主要交易所的国际化主要体现在上市公司、投资者、市场互联、跨境产品、股权合作以及技术输出等方面。当前,纽约、纳斯

达克、德国、日本、巴西、印度、韩国、新加坡、中国香港与台湾等交易所国际化概况大致可以归纳为表 1。

表 1 全球主要交易所国际化概况

交易所	境外上市公司		境外投资者比重		市场 互联	跨境 产品	股权 合作	技术 输出
	数量占比	交易占比	持股	交易				
纽 约	21.89%	7.08%	N.A.	N.A.		✓	✓	✓
纳斯达克	11.72%	8.18%	N.A.	N.A.		✓	✓	✓
德 国	11.25%	5.13%	N.A.	N.A.	✓	✓	✓	✓
伦 敦	20.80%	N.A.	N.A.	N.A.	✓	✓	✓	✓
日 本	0.32%	0.06%	42%	51%		✓	✓	
巴 西	3.03%	0.54%	47%	52%	✓	✓	✓	✓
印 度	0.06%	0	46%	N.A.		✓	✓	
韩 国	0.83%	0.31%	33%	30%	✓	✓	✓	✓
新加坡	38.27%	31.46%	N.A.	N.A.	✓	✓	✓	
香 港	5.48%	4.29%	N.A.	46%	✓	✓	✓	
台 湾	7.39%	6.48%	24%	25%		✓		

注：1.表中数据截至 2013 年底；2.印度交易所为印度国家交易所。

资料来源：根据世界交易所联合会(WFE)及各交易所网站原始数据整理而成。

(一) 上市公司层面

在证券市场与交易所国际化过程中,允许境外公司在本土市场发行证券是市场开放的重要环节。目前,在全球主要交易所市场中,都有境外上市公司发行股票筹资并挂牌上市,既实现了上市资源的国际化,又丰富了本土市场的投资产品,满足投资者多元化投资需求。同时,境外公司数量占比反映了本土市场对境外公司的吸引力程度,境外公司交易额占比反映了境外公司对本土市场投资者的吸引力程度。

截至 2013 年底,在成熟市场中,纽约与伦敦交易所的外国上市公司总数占比大致相当,基本维持在 21%左右,纳斯达克与德国交易所的比重比较接近,均在 11%左右,而日本交易所的外国上市公司占比最低,不足 1%,这也正是近年来日本交易所国际板市场日益衰败的写照。日本交易所国际板由盛而衰的历程值得我们反思,究其原因,主要可以归纳为排外的金融管理政策削弱了日本证券市场的吸引力、苛刻的监管要求增加了外国公司的上市障碍,较高的上市成本及维持上市成

本增加了外国公司的运营成本。

在新兴市场中,新加坡交易所的外国上市公司总数占比最高,接近 40%,而印度国家交易所的比重最低,仅为 0.06%,巴西、香港与台湾交易所的境外公司数占比大致相同,在 3%至 8%之间。

同时,在成熟市场中,纽约、伦敦与纳斯达克市场外国上市公司全年交易额占比大致相同,主要介于 5%至 9%,日本交易所外国上市公司交易额占比最低,仅为 0.06%,成熟市场外国公司交易额占比大都低于其公司数占比。在新兴市场中,新加坡交易所外国公司全年交易额占比最高,超过 30%,而印度国家交易所的比重最低,交易额近似于零,香港与台湾交易所的境外公司交易额占比大致相当,介于 4%与 7%之间。由此可见,新加坡、香港与台湾交易所境外公司的数量占比与交易额占比比较接近。

(二) 投资者层面

在投资者国际化层面,全球主要交易所市场中都有境外投资者。对于成熟市场而言,投资者国际化更多地体现在资本市场高度开放,外国投资者可以自由便捷地进出其市场。而对于新兴市场而言,在市场对外开放早期,可能会对境外投资者的进入采取一定程度的限制,或是采取某种变通方式实现有限开放(如 QFII 制度),引导一部分外国投资者进入本土市场。但随着新兴市场的发展与对外开放度的不断扩大,其境外投资者占比也在不断增加。

截至 2013 年底,在成熟市场中,日本交易所市场的外国投资者持股占比与当年交易额占比都相对较高,分别为 42%与 51%。同时,在新兴市场中,市场开放度较高的巴西、印度、韩国交易所的外国投资者持股占比也较高,分别为 47%、46%与 33%,而且,巴西、香港、韩国交易所市场的境外投资者的交易额占比也较高,分别为 52%、46%与 30%。由此可见,在资本市场完全对境外投资者开放的背景下,境外投资者的持股比重或交易额占比是衡量本土市场对境外投资者吸引力的重要指标。

(三) 市场互联层面

近年来,全球范围内的区域政治、经济、商业和社会关系一体化发展过程出现一种新的趋势,即市场互联或衔接逐渐取代国际技术合作成为推动一体化的主要手段。在没有整合区域上市企业的背景下,不同交易所通过技术手段建立一体化的跨国交易市场,实现市场整合、建立战略联盟,提升本土市场的国际化程度。

目前,在全球交易所互联互通案例中,既有成熟市场与新兴市场之间的联通,又有新兴市场之间的联通;既有相同时区交易所的联通,又有跨时区交易所的联通。

在成熟市场与新兴市场之间的联通中,韩国交易所同芝加哥商品交易所(CME)联合建立全球市场系统(USG),开设了 KOSPI 200 期货全球市场。随后,韩国交易所又同欧洲期货交易所(Eurex)建立互联交易系统,开设了 KOSPI 200 期权夜间市场。

再如,伦敦交易所与新加坡交易所建立了不同时区股票交易联通机制,拉长了交易时段,扩大了投资者基础。目前,包含新加坡交易所股票在内的 38 只新加坡股票可以在伦敦交易所国际板(International Board)交易。巴西交易所和 CME 之间建立了订单路由机制,实现各自数据处理中心 PUMA 交易系统和 CME Globex 系统的对接。

在新兴市场之间的联通中,2014 年 11 月 17 日,香港交易所与上海证券交易所之间建立了“沪港通”的联通机制,分别允许各自市场投资者交易对方市场指定的标的股票。另外,台湾交易所也一直谋划同境外交易所的联通合作。近期,台湾交易所正在与纽约证券交易所、新加坡交易所研究建立跨境连线交易平台。

(四) 跨境产品层面

在跨境产品方面,成熟市场与新兴市场的互动较多,经常在本土市场推出基于其他市场指数的跨境产品,丰富了本土市场的交易品种,优化了市场结构,提升了本土市场的国际化程度。

在成熟市场,日本交易所市场的跨境产品数量与种类都相对较多,比如,挂牌的海外股票指数 ETF 和外国债券指数 ETF 数量由 2007 年的 2 只增长至 2013 年的 34 只,挂牌的境外衍生产品有道琼斯工业指数期货(DJIA Futures)和印度股指期货(Nifty Index Futures)等。同时,日本交易所又将日本政府债券期货和 TOPIX 指数等产品在境外交易所挂牌交易。日本证券产品在巴黎、意大利、德国、伦敦、新加坡、韩国等交易所均挂牌交易。

在新兴市场,近几年来,印度国家交易所在交易产品国际化方面的尝试相对较多。2011 年,推出全球指数衍生产品;2012 年,推出英国富时 100 指数相关的期权和期货产品;2013 年,在日本市场推出 S&P CNX Nifty 期货。

在香港交易所市场,既有跨境 ETF 产品,又有跨境衍生产品。目前,跨境 ETF 产品有近百只,其中,有 68 只 ETF 跟踪中国内地市场,15 只跟踪亚洲地区,5 只跟

踪韩国市场,4只跟踪印度市场;跨境衍生产品有“金砖国家”交易所基准指数期货,如巴西的 IBOVESPA 期货、俄罗斯的 MICEX 指数期货、印度的 S&P BSE SENSEX 指数期货、南非的 FTSE/JSE Top40 期货。

另外,台湾交易所也在积极推动境外 ETF 在台交所挂牌。2009 年 8 月,香港恒生指数 ETF、恒生 H 股 ETF 在台交所挂牌。

(五) 股权合作层面

2000 年前后,全球交易所掀起了一股公司制改革浪潮,一大批传统的会员制交易所纷纷转变为股份公司,而且有很大一部分交易所成为公开上市企业。随着交易所股份制改造的完成,交易所成为以盈利为目的的商业组织,为了更好地扩大市场规模、提升经营业绩、增加股东回报,无论是成熟市场交易所,还是新兴市场交易所,都面临着拓展业务范围与寻找新的盈利增长点的现实性挑战。在经济全球化的背景下,交易所跨境与跨界股权合作成为拓展业务范围、扩大市场规模与增强核心竞争力的“利器”。因此,在交易所改制上市浪潮尚未完全结束之时,全球又出现了一股交易所之间的国际化收购兼并潮,交易所之间通过收购兼并与交叉持股方式实现了跨境与跨界式股权合作,更好地发挥并购交易的“协同效应”。而且,相比先前的信息交流、产品和技术合作等交流合作方式,相互持股、建立合资公司以及收购兼并等跨境股权合作方式的层次更高、粘性更强,可以进一步增强交易所之间结盟的稳固性,更好地整合交易所的业务架构与价值链条,实现业务多元化和收入来源多元化。

全球交易所主要通过跨境或跨界收购兼并方式实现了对其他交易所的控股或是控制权的转移。在成熟市场,典型的跨境并购有 2006 年纽约证券交易所集团与泛欧证券交易所合并成立纽约泛欧交易所集团,2007 年纳斯达克以 37 亿美元并购北欧证券交易商瑞典 OMX 集团并成立 NASDAQ-OMX 集团,2007 年,伦敦交易所与意大利交易所合并,成立伦敦交易所集团,并获得了 MTS(欧洲固定收益交易平台)的控股权。

典型的跨界并购有 2014 年伦敦交易所收购美国著名指数公司弗兰克罗素公司(Frank Russell)。此次收购完成后,伦敦交易所集团成为全球首屈一指的提供指数服务的机构,意味伦敦交易所的多元化业务战略取得里程碑意义成果,也充分体现全球交易所行业的多元化发展趋势。

在新兴市场,韩国交易所在东南亚地区证券市场投入了大量的资本与技术,展开了一系列的股权合作。2010 年 2 月 23 日,韩国交易所与柬埔寨财政经济部共

同出资成立柬埔寨交易所,同时负责提供交易技术系统与市场基础设施架构,韩国交易所持股 45%。同年 10 月,韩国交易所与老挝中央银行共同出资成立老挝交易所并提供技术系统支持,韩国交易所持有 49% 股份。2012 年 12 月,香港交易所收购伦敦金属交易所(LME),利用 LME 在基础金属期货及期权交易中的领先地位,拓展其多元化的资产类别业务。

同时,全球交易所还通过交叉持股方式增强彼此结盟的稳固性。2007 年,纽约证券交易所收购印度国家交易所 5% 的股权。同年,新加坡交易所和德国交易所分别收购了孟买交易所 5% 的股权。2010 年 6 月,巴西交易所与芝加哥商品交易所结成全球首选战略合作伙伴关系,双方互换 5% 的股权。

(六) 技术输出层面

在交易所的发展过程中,技术系统发挥着越来越重要的作用。在全球主要交易所的并购案例中,有很大一部分并购的初衷就是获得比较先进的交易技术系统以提升技术优势,既可以带来本土市场更低的交易延迟,降低交易成本,然后再依靠技术优势进行跨境技术输出,拓展交易所业务范围,优化交易所收入结构。同时,技术输出的投资少,又能提供稳定收益。更为重要的是,在向境外交易所输出技术的同时,通常会兼有技术系统、现货、衍生品、清算、托管和信息数据等多领域的广泛合作,从而带动交易所多产品线与多业务链的拓展。

在成熟市场中,德国交易所、伦敦交易所、纽约交易所与纳斯达克都在积极向全球其他交易所输出交易技术与系统,而且,这部分技术服务收入已经在其总收入中占据一定的份额。以伦敦交易所为例,近年来持续向约翰内斯堡交易所、蒙古交易所、利马交易所、新加坡交易所、香港交易所、多伦多交易所等提供技术支持服务。2013 年,伦敦交易所收购经纪商交易平台技术支持商 Gatelab 的多数股份,进一步提升在交易技术领域的竞争力。

在新兴市场中,巴西交易所与 CME 共同开发能够处理股票、衍生品、企业债券和美元现货市场交易的综合交易平台——PUMA 交易系统,并积极开展对外技术输出业务,向其他交易所提供 PUMA 交易平台的出售或租用服务。

另外,韩国交易所也在积极对外输出交易技术。目前,韩国交易所已经向越南、柬埔寨、老挝等国家输出技术系统,协助上述国家建立证券交易所。同时,韩国交易所还在积极开展东欧、非洲以及南美洲等地区的交易技术输出,比如,正在同白俄罗斯、阿塞拜疆磋商交易技术的合作事宜。

二、全球主要交易所国际化模式与路径

在新兴市场经济体,证券市场与交易所国际化大都是稳步推进,通常需要 10 年甚至更长时间才能完成证券市场各项业务的逐步开放,但每一个经济体证券市场与交易所国际化进程的加速和突破都是建立在外汇管制放松与突破的基础上。而且,证券市场与交易所的国际化需要考虑本土市场的发展程度、外汇制度、经济与金融安全等诸多因素,特别是对于新兴市场经济体,确保经济与金融安全更是证券市场与交易所国际化的重要前提。

(一) 国际化模式

通过对全球主要交易所的国际化现状与演变历程梳理,交易所市场国际化的路径大致有三种模式,即无限制直接开放、有限制直接开放模式以及间接开放。

1. 无限制直接开放

无限直接开放属于一种金融自由化程度最高的模式,外国发行人与投资者享有完全的国民待遇。采取无限制直接开放模式要求本土证券市场规模较大、功能健全、能够承受外界冲击。从全球主要经济体的证券市场国际化实践来看,只有以美国、英国为代表的老牌发达国家,由于市场规模较大,整体竞争力较强,证券市场监管较少,证券市场与交易所形成初期,国际化程度就已经相对较高。以美国为例,由于较早地取消了外汇管制与预扣税,鼓励外国公司上市筹资,实现资本自由流动等,消除了证券市场国际化障碍,证券市场与交易所的国际化程度一直较高。

再以伦敦交易所为例,第一次世界大战前,在伦敦交易所 80% 上市证券是海外证券。1969 年,伦敦交易所允许非会员公司持有会员公司 10% 的股份。1979 年,英国取消外汇管制,推动外国银行和证券经营机构进入伦敦交易所市场,使其日益成为全球影响力较大的股票交易市场。

2. 有限制直接开放

有限制直接开放是一种较为普遍也更为现实的证券市场开放模式,一般采取设立内外资股两个市场或对境外投资者投资给予限制两种方式来控制证券市场的自由化程度。设立内外资股市场的方式适合证券市场历史较短、规模不大、外汇管制较为严格新兴市场经济体。同时,新兴市场经济体在推进证券市场与交易所国际化时,通常会对境外投资者采取一定限制措施,以避免国际资本控制其敏感性行业和公司,如新加坡、韩国、中国台湾等新兴市场国家和地区。

在新加坡交易所成立之初,政府就非常重视其国际化发展方向,对交易所市场