

上海证券交易所

证券交易所国际竞争力比较研究

上海证券交易所研究中心

2006年7月



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

证券交易所国际竞争力比较研究

研究中心 傅浩 施东辉

国际发展部 鹿小楠

证券交易所是一国证券市场运行的核心，其运营效率和竞争力水平直接关系到本国证券市场的运行效率和国际地位。本报告对如何评价证券交易所的国际竞争力进行了简要分析，对证券交易所的国际竞争力指标进行了国际比较，并就提高我国证券交易所的国际竞争力提出了具体的政策建议。

一、评价证券交易所国际竞争力的指标体系

从本质上看，证券交易所本身是一种特殊类型的企业。对于一般的企业而言，其竞争力主要取决于企业的管理水平、所处的行业状况、宏观经济背景等等各个层面的因素。对于证券交易所来说，其国际竞争力同样可以从宏观、微观和企业组织等方面来予以评判。具体而言，我们将评价证券交易所国际竞争力的指标体系划分为以下几个方面：

1、宏观指标

证券市场是金融市场的一个组成部分，其运行与发展必须依托于整个经济与金融环境。一个有利的宏观经济和金融环境对于证券交易所的快速发展和国际化具有积极推动作用，同样，不利的经济和金融背景必将限制证券市场的发展。我们把与证券交易所密切相关的宏观

经济和金融指标细化为以下具体指标：

(1) 宏观经济运行情况。我们采用 GDP 增长水平和国民经济规模作为评价的具体指标。一般而言，要建设具有全球竞争能力的证券交易所，需要较大的国民经济规模和较快的经济增长速度。小型经济体通常难以形成国际化的证券交易所(香港与新加坡是比较特殊的案例)，停滞的经济环境也难以为证券市场的快速发展提供支撑。

(2) 金融体系整体质量。健康的金融体系(尤其是银行业)与证券市场之间是相辅相成的关系，只有得到健康高效的银行业支撑，资本市场才能够健康持续地发展。一个效率低下、问题重重的银行体系最终必将成为资本市场发展的制约因素。

(3) 本国货币的国际化程度。高度国际化的本国货币，有助于本国证券交易所业务的国际拓展，便于吸引外国投资者和外国企业前来上市，否则，证券交易所的国际化必然困难重重。

(4) 利率和汇率市场化情况。市场化的利率和汇率决定机制，是资本市场高效运作的基础，也是资本市场对外开放和国际化拓展的前提条件。利率和汇率管制条件下，股票等证券类资产的定价机制必然受到影响，从而影响到整个证券市场的定价效率。固定汇率虽然有利于减少国际经济金融活动的汇率风险，但僵硬的汇率机制必然有损于资产配置的效率，而且也易于招致投机性的短期资本流动，积累金融风险。

2、微观指标

作为一个微观组织，证券交易所必须以最低的成本提供最佳的服

务，同时也需要拥有多样化的投资者结构，才能在证券交易所的全球竞争中居于优势地位。具体地看，主要包括以下微观指标：

（1）产品结构。由于资金来源、投资期限、流动性偏好以及信息获取等方面的差异，投资者对于收益和风险具有不同的组合偏好。随着机构投资者和个人投资者之间的分层化发展，投资者的投资多元化趋势日益显著，为了吸引市场参与者的买卖委托流量，证券交易所必须提供不同收益形态、不同投资期限，以及不同风险和收益组合的金融产品，以满足投资者、投机者、避险者和套利者等不同类型市场参与者的多元化需求，增加市场的吸引力和网络外部性。

（2）投资者结构。伦敦证券交易所长期保持其国际资本市场中心的地位，最重要的原因之一在于伦敦汇聚了大批国际机构投资者，形成了全球性的资产管理中心，为伦敦证券市场提供了丰富的流动性。进一步细化，投资者结构指标应该包括机构投资者所占比重和境外投资者参与程度。

（3）技术系统。交易成本是市场质量的综合体现，投资者和上市公司对低交易成本的需求迫使各交易所纷纷投入庞大资源进行交易、结算等系统架构的改进，以降低投资者的交易成本，增加市场的连接性，吸引更多的投资者、上市公司来增加市场容量和活跃度。具体细化，可以包括市场质量（流动性成本）、技术系统是否具有自主知识产权等指标。其中市场质量指标衡量市场的流动性和交易成本，是交易所之间竞争的重要内容。同时，对于证券交易所而言，只有拥有对交易系统的自主知识产权，才可能在技术升级和系统改造中掌握

主动性，及时有效地推动自身技术系统的进步。

(4) 市场规模。主要包括市价总值和交易金额两个指标。这既是交易所间竞争的结果，也是交易所发展的基础。

3、企业组织指标

从组织层面来看，以下几个方面的因素对证券交易所竞争力有重要意义：

(1) 交易所组织治理形态。交易所的组织架构调整主要表现在由会员制转变为公司制，并逐步通过股份化实现公开上市。这一调整转变的主要原因在于传统的会员制在竞争日趋激烈的情况下逐渐暴露出利益冲突、决策和组织效率低下等缺陷，已经不适应新的竞争形势。从 20 世纪 90 年代开始，各国交易所逐步掀起了公司化改制的浪潮。公司制的组织架构可以降低会员与交易所间的利益冲突，优化资源配置和强化决策效率，同时可以通过上市募集资金以支持新的发展计划。这一因素可以细分为两个指标：是否公司制交易所、是否上市。

(2) 交易所整合情况。信息技术革命增加了证券交易所运营的潜在规模经济和最低有效规模，而电子竞价交易系统的广泛采用又扩大了证券交易市场的网络外部性。在这种背景下，证券交易所可通过国内结构整合和国际市场整合，如合并现货与衍生市场、整合交易与结算系统、进行双边上市、互相接纳对方会员为远程会员、连接交易系统、跨国购并等形式来获取规模经济和网络外部性。这一指标可细分为交易所是否跨国整合、交易所是否实现现货与衍生市场的整合、交易与结算服务是否整合等指标。

二、我国证券交易所竞争力的国际比较

根据前面提出的指标体系，我们采用以下方法来对我国证券交易所的国际竞争力进行国际比较：

对于判断程度性质的指标，采用五分制进行评价，即：很差（1分），差（2分），一般（3分），好（4分），很好（5分）；对于是非性质的指标，采用0、2分进行评价，即：否（0分），是（2分）。

为了进行比较，我们以上海证券交易所作为我国证券交易所的代表，并选取了纽约证券交易所（NYSE）、伦敦证券交易所（LSE）、香港交易所（HKEX）、东京证券交易所（TSE）、德国交易所（DBAG）、孟买证券交易所（BSE）作为我们对比的样本。

1、宏观指标比较

从宏观指标来看，上海证券交易所在与其他六个交易所的对比中都处于下风。我国具有较大的国民经济规模，并保持了二十多年的持续高速增长，为我国证券市场的发展提供了良好的宏观经济背景。然而，脱胎于传统计划经济的金融体系尚未完成转轨进程，特别是商业银行体系仍然存在效率较低、不良贷款比例较高等问题，对证券市场的发展带来了相当不利的影响。尤为重要的是，我国仍然保持着严格的利率管制和外汇管制，人民币汇率形成机制尚未实现市场化，人民币的国际化进程还没有开始，这些都对我国证券交易所的快速发展和国际拓展形成了严重的制约作用。表1对七个交易所的宏观竞争指标予以了评判。

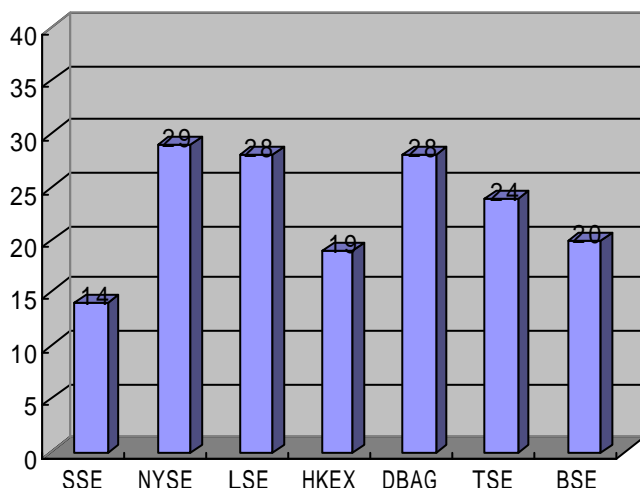
表 1：七家交易所宏观竞争力指标比较

	SSE	NYSE	LSE	HKEX	DBAG	TSE	BSE
指标 1：国民经济规模	4	5	4	1	5	5	4
指标 2：经济增长情况	5	4	4	3	3	4	5
指标 3：金融体系整体质量	2	5	5	4	5	3	4
指标 4：货币国际化程度	1	5	5	4	5	4	1
指标 5：利率市场化程度	1	5	5	5	5	4	4
指标 6：汇率市场化程度	1	5	5	2	5	4	2
合计	14	29	28	19	28	24	20

资料来源：根据世界银行和国际货币基金组织有关统计和报告评分。

综合 6 个指标来看，上海证券交易所的得分不仅仅远低于纽约证券交易所、伦敦证券交易所和德国交易所，也低于孟买证券交易所和香港交易所。这也意味着，尽管我国经济增长迅速，但我国证券交易所面临的宏观环境并不乐观。

图 1：七家交易所宏观竞争力指标综合得分比较图示



2、微观指标比较

我们共选取了 7 个微观竞争指标对有关交易所进行国际比较。从

产品结构多样性来看，上海证券交易所最差。德国交易所和香港交易所都拥有从现货到衍生品的完整产品线，东京证券交易所和孟买证券交易所虽然在衍生品领域有所欠缺，但也拥有较多的衍生产品，伦敦证券交易所最近也在权证等衍生品领域投入了较多资源，并在吸引国际证券上市领域内居于世界领先地位，纽约证券交易所本是一个传统的现货市场，但 2005 年通过与群岛交易所合并也开拓了期权等衍生品市场。从我国情况来看，上海证券交易所虽然近年来在产品创新领域有所成就，但总体上看产品结构还比较单一，仍然是一个本土股票现货为主的市场（有关产品结构的详细内容可以参见附表）。从机构投资者参与程度来看，上海证券交易所近年来取得了很大进步，但外国投资者的参与程度在样本交易所中还是最低的。

市场质量是交易所竞争力的重要指标，我们对七个交易所的市场质量进行了比较（详见附录或《上海证券交易所市场质量报告（2006）》）。有关研究表明，近十年来，上海证券交易所市场质量得到了较大幅度的提高。从买卖价差、有效价差等指标看，与国际市场相比，上海市场处在较好的水平。2006 年 3 月上海市场的平均买卖价差和有效价差分别为 0.014 元和 0.023 元，十分接近 1 个或 2 个的股票最小价格变动单位（上海 A 股最小价格变动单位为 1 分钱）。然而，从市场深度和流动性成本指标看，上海市场与国际主要证券市场相比，还存在一定的差距。根据统计计算，可以发现，上海市场的流动性成本不仅高于德国、东京、纽约、伦敦等成熟市场，也高于印度等新兴市场。

从技术系统的自主性来看，本文选择的样本交易所都拥有对交易系统的自主知识产权，从而为自身的长期发展奠定了良好的技术基础。

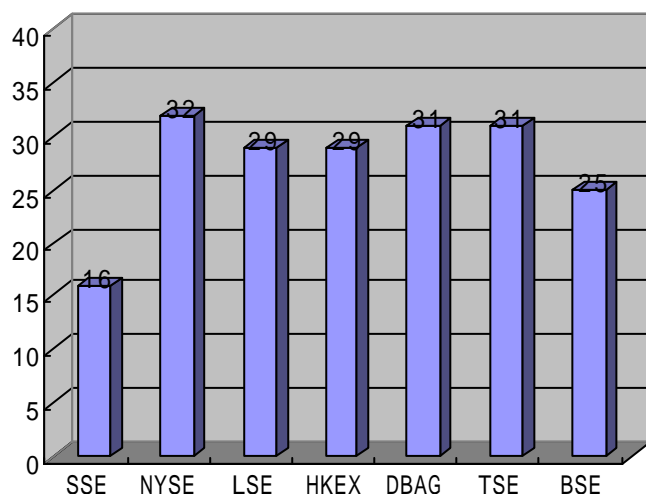
从市场规模来看，上海证券交易所的市价总值仍然较低，交易金额也较小，在与国际同行的比较中居于落后的位置。

表 2：七家交易所微观竞争力指标比较

	SSE	NYSE	LSE	HKEX	DBAG	TSE	BSE
指标 7：产品结构多样性	2	3	3	5	5	4	4
指标 8：机构投资者参与程度	3	5	5	4	5	5	4
指标 9：外国投资者参与程度	2	5	5	5	4	4	4
指标 10：市场质量	1	4	3	4	5	5	4
指标 11：技术系统自主性	5	5	5	5	5	5	5
指标 12：市价总值	1	5	4	3	3	4	2
指标 13：交易金额	2	5	4	3	4	4	2
合计	16	32	29	29	31	31	25

从综合得分来看，上海证券交易所所在微观竞争指标的国际比较中仍然落后于国际同行（见下图）。

图 2：七家交易所微观竞争力指标综合得分比较图示



3、企业组织指标比较

良好的企业组织结构是证券交易所赢得国际竞争的重要条件。我们在这里共采用了 5 个指标，分别从交易所治理结构、国际整合、跨市场整合、纵向整合等几个方面对七家交易所进行比较。与前面宏观指标和微观指标相比，上海证券交易所得分更差。在绝大多数证券交易所都已经完成公司化改造、大多数已经成为上市公司的情况下，目前上海证券交易所的组织属性仍然含混不清。

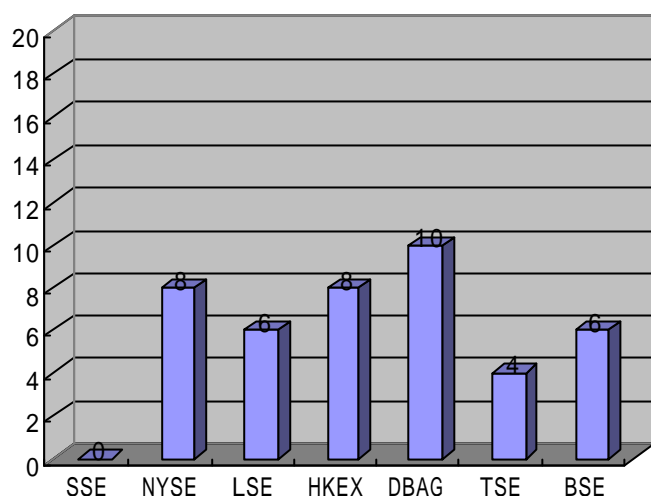
从市场整合来看，各国交易所不仅仅积极推进国内的横向整合（现货市场与衍生品市场的整合）和纵向整合（交易业务与登记结算业务的整合），更越来越积极地开展跨国界的交易所整合，通过结盟、合并等各种方式赢得国际竞争利益。相比之下，上海证券交易所在这几个方面都还没有起步。

表 3：七家交易所企业组织指标比较

	SSE	NYSE	LSE	HKEX	DBAG	TSE	BSE
指标 14：是否公司制交易所	0	2	2	2	2	2	2
指标 15：是否上市	0	2	2	2	2	0	0
指标 16：是否跨国整合	0	2	2	0	2	0	0
指标 17：现货市场与衍生品市场是否整合	0	2	0	2	2	2	2
指标 18：交易与结算服务是否整合	0	0	0	2	2	0	2
合计	0	8	6	8	10	4	6

根据表 3 的评分结果，上海证券交易所再次列于七个交易所的最后一位，5 个指标一分未得。从这个意义上讲，企业组织形态改革的滞后，已经成为制约我国证券交易所国际竞争能力的重要环节。

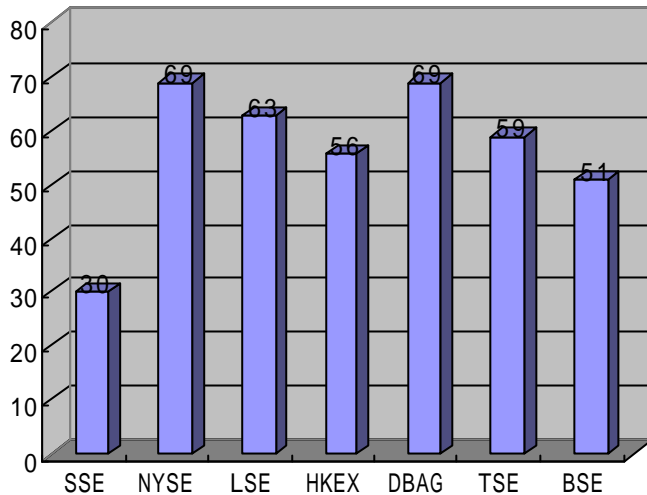
图 3：七家交易所企业组织指标综合得分比较图示



4、小结

根据前面三个方面的指标评分，我们得到了对上海证券交易所国际竞争能力的综合评价。德国交易所、伦敦证券交易所和纽约证券交易所得分最高，香港交易所、孟买证券交易所和东京证券交易所处于第二集团，而上海证券交易所得分远远落后。需要引起我们重视的是，上海证券交易所在国际竞争力综合评分方面不仅远落后于纽约证券交易所等传统成熟市场，也落后于孟买证券交易所等新兴市场，这与我国在全球经济中所处于的地位很不相称。

图 4：七家交易所国际竞争力综合评价图示



三、提升上海证券交易所国际竞争力的有关建议

面对严峻的国际竞争形势,我国证券交易所必须积极行动起来,从各个方面采取措施,全面提升自身的国际竞争力。对于上海证券交易所而言,我们需要立足自身特点和比较优势,选取适合自身的战略定位、竞争策略和资源部署,争取有利的政策环境,通过加强市场建设、技术建设、组织建设和国际化,形成多层面竞争优势,实现世界一流交易所的战略目标。具体来说,应从以下五个方面着手采取措施:

1. 大力加强技术系统建设,形成技术优势

增强自主创新能力,全面提升整体技术水平和技术竞争力,是交易所核心竞争能力实现的基础保证。上证所当前技术系统建设的重点是完成包括新一代交易系统、第三代监察系统、Level 2 行情系统、核心信息系统、新一代网站以及新机房工程等在内的六大技术项目建设。在大力加强技术系统创新的同时,还要积极争取将技术

优势转化为业务优势和管理优势，成为业务创新和流程优化的源泉，重点是以新一代交易系统上线为契机，全面整合业务流程和改造业务管理系统，积极将技术优势转化为拓展市场的优势，提高交易所的竞争力。

2、加快交易所治理改革，形成组织优势

证券交易所核心竞争力提高的前提是存在一个运作高效的组织架构和治理机制予以支撑和配合。组织优化是为适应全球交易所产业发展趋势以及交易所竞争国际化的要求，通过消除组织中与各项竞争战略、外部环境和内部资源条件等方面不相适应的部分以完善组织结构，保证核心战略得到顺利实施，重点在三方面：一是内部组织优化，实现交易所内部门组织结构优化，目标是理顺职责分工、优化业务流程、加强部门协调、增强安全运营能力和创新能力。二是公司化改革，建立符合现代化、全球化交易所需要的治理机制，采取分离所有权和交易权、完善公司治理、股东多元化以及引进国际战略投资者等方式，积极推动交易所由会员制向公司制转变。在条件成熟时，实现公开上市。三是市场与跨国整合，建立集团化的组织架构以适应多元业务发展的需要，积极开展横向和纵向的一体化市场整合，积极开拓国际市场，为市场参与者提供更为综合的交易流程和服务价值链。

3、大力发展蓝筹股群体，形成蓝筹市场优势

建设蓝筹股市场是上海证券交易所的战略定位，也是上海证券交易所市场发展的核心。为建设蓝筹市场，应吸引一大批治理规范、业绩优良、具有高成长潜力并代表国民经济发展方向的支柱企业上

市；吸引已在境外上市的国内优质企业以 DR、A+H、A+N 等方式二次上市；并积极支持上市公司做大、做强、做优，为上市公司通过并购重组创造更有利的基础市场环境。同时，积极开发以蓝筹股为基础的各种创新品种，包括蓝筹股指数、蓝筹股投资基金或指数基金、蓝筹股的企业债券和可转换债券等品种；优先为促进蓝筹股流动性提供各种配套交易机制，优先安排蓝筹股交易中的融资融券业务。

4、推动产品创新和交易机制创新，形成产品和机制优势

产品结构的单一是制约我国证券交易所发展的一个重要障碍。从市场的发展历史来看，创新是资本市场发展和竞争力提升的源泉和动力，是激发资本市场活力的内在要求。为了增强自身的国际竞争力，交易所应积极推动资本市场的产品创新、交易机制创新和业务创新。产品创新重点借鉴境外交易所产品发展经验，在开发传统证券交易所产品的同时，加大非传统产品开发力度，加大债券产品创新力度，确立上证所衍生产品市场的空间。交易机制创新重点是推出多元化的交易机制和交易模式，包括做市商制度、卖空机制和信用交易制度等，以降低交易成本、提高市场效率。业务创新的重点是拓展包括信息服务、技术服务、清算服务、研究服务等在内的一系列非交易服务业务，满足广泛的客户需求，同时实现收入多元化，降低交易所收入风险。

5、积极开展国际交流与合作，加快国际化发展

全球化是当今金融业发展的趋势，通过国际扩张建立全球性证券交易所是境外成熟交易所竞争的策略重点。上海证券交易所的国际化应在三个层面上展开：一是上证所自身的国际化，发展成为高度开放

的国际性交易所。二是推动中国证券市场实现国际化，加大境外市场推介力度，通过建设国际板市场，实现发行人和上市资源的全球化，可以大力开发以国外指数为基础的 ETF 产品、衍生金融产品等，实现交易品种的国际化。三是通过国际整合增强竞争实力，国际整合的重点是整合亚洲地区证券交易所和欧美地区的金融衍生品交易所，通过换股或直接投资的方式购并目标交易所，也可以考虑参股其他交易所，目的是通过国际整合实现上海证券交易所规模迅速扩大、功能完善和效率提高，推动上海证券交易所国际竞争力的提升。

附录：

附表 1：有关证券交易所市场规模（2005 年底）

	Market Capitalization (Million USD)
Shanghai SE	286190.3051
Bombay SE	553073.7392
Hong Kong Exchanges	1054999.319
Deutsche B?rse	1221106.051
London SE	3058182.414
Tokyo SE	4572901.032
NYSE	13310591.6

整料来源：WFE。

附表 2：有关证券交易所股票交易金额（2005 年）

Exchange	Total value of Share trading 2005 (million USD)
NYSE	14125292.4
Bombay SE	158982.2
Hong Kong Exchanges	464272.5
Shanghai SE	238520.8
Tokyo SE	4481721.6
Deutsche Borse	1915304.5
London SE	5677721.0

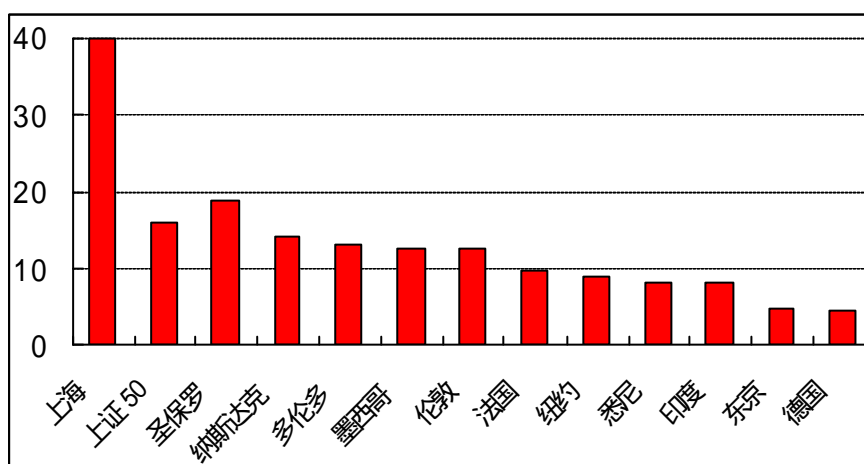
整料来源：WFE。

附表 3：有关交易所产品结构

	德国	纽约	伦敦	东京	孟买	香港	上海
股票							
外国股票							
债券							
可转债							
资产抵押债券							
投资基金等							
房地产信托基金							
ETF							
债券回购 / 逆回购							
股票借贷 / 回购							
权证							
认股权证							
政府债券权证							
商业票据							
存单							
期票							
期货							
股票期货							
股指期货							
债券期货							
利率期货							
货币期货							
商品期货							
通胀指数							
天气期货							
ETF期货							
期权							

股票期权							
股指期权							
债券期权							
利率期权							
货币期权							
ETF期权							
期货期权							
结构化衍生品							

附图 1：市场质量（流动性成本）的国际比较（单位：基点）



注：上海市场数据为 2005 年 3 月 A 股（不含 ST 股票）10 万元交易的价格冲击指数，上证 50 数据为 2006 年 3 月上证 50 成分股 10 万元交易的价格冲击指数，印度市场数据为国家交易所 2006 年 3 月 50 指数成分股 500 万卢比交易的价格冲击成本，其他市场数据为 Elkins/McSherry 公司公布的 2005 年第一季度机构交易成本。

附表 4：各国交易所公司化改制与上市情况（1993 - 2005 年）

年份	公司化改制	挂牌上市
1993	斯德哥尔摩证券交易所	斯德哥尔摩证券交易所
1995	赫尔辛基证券交易所	
1996	澳大利亚证券交易所, 哥本哈根证券交易所	
1997	阿姆斯特丹证券交易所, 意大利证券交易所	
1998		澳大利亚证券交易所
1999	冰岛证券交易所, 雅典证券交	

	易所,新加坡交易所,太平洋 证券交易所	
2000	芝加哥商品交易所,伦敦证券 交易所,悉尼期货交易所,纽 约商品交易所,香港交易所, 多伦多证券交易所,伦敦国际 金融期货交易所,泛欧交易所	香港交易所,新加坡交易所,希 腊证券交易所
2001	奥斯陆证券交易所,菲律宾证 券交易所,大阪证券交易所, 东京证券交易所	伦敦证券交易所,德国交易所, 泛欧交易所,奥斯陆交易所
2002	新西兰证券交易所,瑞士证券 交易所	芝加哥商品交易所,多伦多证券 交易所,悉尼期货交易所
2003		新西兰证券交易所,菲律宾证券 交易所
2004	太平洋期权交易所	大阪证券交易所
2005	华沙证券交易所	马来西亚证券交易所,NASDAQ 交 易所(OTC bulletin board)

资料来源:根据有关资料整理。