

上市资讯

2019年10月号（总第41期）

发行上市服务中心

2019年11月5日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

宁夏自治区金融干部及企业家走进上交所

上交所修改完善纪律处分、复核及听证相关规则

上交所修改《上海证券交易所会员管理规则》

【专题研究】

引入董事责任保险构建上市公司激励约束机制的研究与
启示

【市场前沿】

跨境互联模式国际经验比较研究

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、 股票发行融资情况

截至10月31日，今年上交所主板IPO上市企业43家，募集资金427.17亿元；科创板IPO上市企业35家，募集资金493.15亿元。

2、 在会审核企业情况

截至10月31日，证监会按周公布的在审企业共计512家。其中，上交所在审企业251家（主板170家，科创板81家），深交所 在审企业261家（中小板90家、创业板171家）。

3、 新增IPO申报情况

截至10月31日，今年新增IPO申报企业共计477中，上交所 274家（主板108家，科创板166家），深交所203家。

■ 债券发行上市信息

1、 公司债发行情况

截至10月31日，本所2019年已完成公司债累计发行1759只，发行金额20225.92亿元。

2、 资产支持证券发行情况

截至10月31日，本所2019年已完成资产支持证券挂牌466只，挂牌金额5335亿元。

3、 债券上市情况

截至10月31日，上交所各类债券挂牌数量已达14744只，比去年底增加2655只，增幅21.96%；债券托管金额已达9.47万亿元，比去年底增加10825.04亿元，增幅12.91%。

【交流动态】

1、2019年10月15日，宁夏拟上市企业及金融干部来沪开展“走进上交所”培训活动。活动期间，学员们现场观摩了科博达主板上市仪式，赴沪市上市公司风语筑开展实地调研交流，参观中国证券博物馆了解我国资本市场发展历史，并与上交所发行上市服务中心、债券业务中心、上市公司监管二部专家，围绕资本市场形势、上交所债券市场和信息披露监管等内容，进行了系统学习和深入交流。（供稿人：曾晓雪）

2、日前，上海证券交易所修改了《上海证券交易所复核实施办法》、《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》和《上海证券交易所自律管理听证实施细则》三项业务规则，已于2019年10月11日发布实施。三项业务规则的主要修改内容包括：一是完善科创板并试点注册制相关自律管理措施和程序；二是扩大复核和听证程序的适用范围；三是完善纪律处分、复核和听证相关程序安排。（来源：上交所发布）

3、近日，上海证券交易所修改了《上海证券交易所会员管理规则》。本次《会员管理规则》修订重点围绕四个方面：一是完善会员客户管理制度，强化投资者保护；二是加强会员合规管理与风险控制，规范相关业务开展；三是强化会员技术系统管理，确保交易运行安全；四是充实自律监管内容，提升自律管理效能。（来源：上交所发布）

【专题研究】

引入董事责任保险构建上市公司

激励约束机制的研究与启示

上交所资本市场研究所 缪斯斯

近年来，中国上市公司“黑天鹅”事件频繁发生，一些知名企业财务丑闻接连爆发，部分上市公司董事长或高管人员由于不当行为造成公司股价大幅波动，导致投资者不断“踩雷”，损失惨重。如何有效监督上市公司，完善公司证券赔偿责任，维护中小投资者合法权益成为监管机构面临的巨大挑战。董事责任保险是对董事或高管因个人工作疏忽或不当行为引起诉讼时，承担诉讼过程中所需法律费用及民事赔偿的一种保险品种，是公司转嫁风险、稳定发展的重要手段，也是外部监督公司治理行为的保障机制。本文通过研究董事责任保险制度的内容、发展现状、作用机制，分析中国上市公司投保情况，探究董事责任保险作为公司治理的主要作用，为今后在中国证券市场引入外部保险监督制度，提升上市公司质量提供有益建议。

一、董事责任保险制度分析

（一）基本概念

董事责任保险（Directors and Officers Liability Insurance）是以董事或高级职员对公司及第三人承担民事赔偿责任为标的的一种保险，主要指“为公司、企业及其他机构的董事和高级

职员对第三方的经济损失应负的责任提供保障”。该保险主要目的是为了降低董事履行职责时可能引致的风险，减少民事赔偿责任给公司经营活动造成的压力，确保董事及高级职员的人才供给，同时也为投资者提供赔偿保障。

1.承保对象。董事责任保险主要保障对象为公司董事及其他履行公司管理职能的人员。目前，董事责任保险已发展成为组合性保险产品，附加保险范围包括公司实体责任和雇佣责任保险，即把公司和雇员的赔偿责任风险纳入保障范畴。

2.保险责任与索赔范围。董事责任保险标的为因重大过失导致的财产性民事赔偿责任，其核心是公司职责履行者的“不当行为”，主要指被保险的董事和高级管理人员在投保公司或其他公司执行职务期间实施的或被指控的错误、遗漏、虚假陈述、误导性陈述以及违反注意义务等行为。根据过往案例来看，常见的索赔原因包括违反信息披露义务，即对公司财务信息、重大交易、内控管理及行业政策变化等做出虚假或误导性陈述或未披露信息，也包括私有化、并购、关联交易等诉讼、特定事件引发的股价暴跌、监管机构调查等。

3.投保程序。董事责任保险涉及董事切身利益，而且保费往往由公司支付，因此需董事会审议通过，并经股东大会批准。在实际操作中，上市公司首次购买董事责任保险一般经股东大会批准后，公司授权董事会在一定保费范围内办理续保工作。

（二）发展历程

董事责任保险起源于 20 世纪 30 年代的美国。1934 年，伦敦劳埃德保险协会推出董事责任保险项目，这是世界上第一个董事责任保险产品。早期由于保费昂贵，缺乏制度环境，购买董事责任保险的公司并不多。20 世纪 80 年代以来，美国大量公司进行上市筹资和并购重组，公司董事和高管暴露的责任问题不断增加，股东诉讼案件数量也随之增长，越来越多的公司选择投保董事责任保险产品，降低管理层履职中可能产生的诉讼风险。但由于诉讼案件数量和赔偿金额急剧增长，保险公司收益和风险不对等，多数保险公司选择大幅上涨保费，导致企业因价格过高放弃购买该产品，许多保险公司也因此退出董事责任保险市场。20 世纪 90 年代以后，随着新成立的保险公司加入市场，以及保险产品的完善，董事责任保险市场重新恢复。在金融危机期间，董事责任保险费率进入新的上涨周期，集体诉讼案件也不断增长。数据显示，2007 年有 20% 左右的案件与次贷危机有关，对金融机构的保险费率上涨超过 20% 。

在英国，早期立法不承认董事责任保险的合法性。面对来自公司管理层、保险业和英国工业联合会与日俱增的压力，英国 1989 年修改的公司法承认了公司为董事投保责任险的合法性。UAP 公司 1997 年的市场调查显示，英国年营业收入超过 1 亿英镑的企业中有 65% 购买了董事责任险；年营业收入低于 500 万英镑的企业中只有 10% 购买了董事责任险。

在德国，董事责任保险开始于 1986 年，是最早发展董事责

任险的大陆法系国家，但立法对董事责任险的承保范围和赔偿机制严格限制。直到 1996 年 3 月，德国保险联合会成立专门工作小组，制定董事责任保险的框架条款，并于 1997 年 6 月推出为公司管理层提供财产损失赔偿责任保险的一般性条款。此后，董事责任险进入快速发展时期。

董事责任保险在全球资本市场发展超过 80 年，主要集中在欧美等发达国家或地区。根据 Tillinghast-Towers Perrin 调查报告显示，美国投保董事责任保险的上市公司数量占比超过 90%，其中，总资产超过 10 亿美元的公司有 97% 购买了董事责任险；而非上市公司的投保率也超过了 80%。在加拿大，上市公司投保率约占 86%。在欧洲，董事责任保险的投保率也接近 90%。在亚洲地区，新加坡约有 88% 的上市公司购买董事责任保险；中国香港上市公司的投保率约为 70%，几乎覆盖了全部高风险行业的上市公司；中国台湾的投保率约为 60%。总体来看，董事责任保险发展的前提是证券市场的发展成熟。随着市场配套的法制建设不断完善，股东对自身权益的维护以及相应的诉讼赔偿案件不断增加，市场对董事责任保险的需求也在不断增加。

（三）作用机制

董事责任保险实质是一种职业责任保险，其价值不仅在于为公司管理层的赔偿责任提供保险救济，更主要的是保护投资者、债权人等相关方的利益，属于新兴公司治理机制。

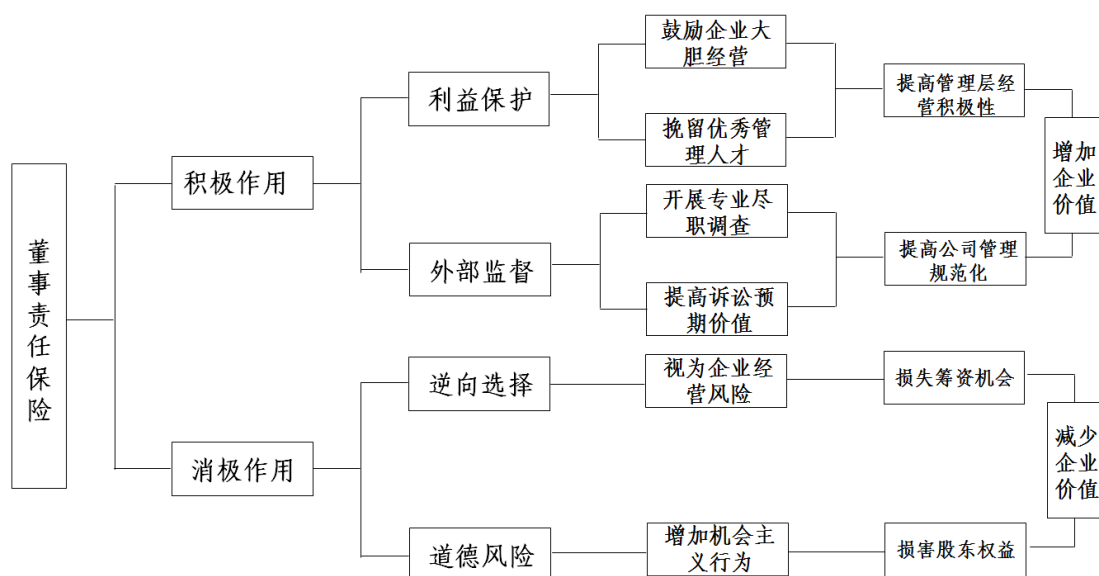
董事责任保险可以通过股东利益保护和外部监督机制影响

公司内部治理，一方面鼓励管理层主动作为、大胆经营，另一方面加强对管理层的决策监督与行为约束。根据风险厌恶假说，企业管理层存在厌恶风险特点，为规避风险、害怕出错而倾向于在决策中过度保守，选择风险低、收益小的发展项目，不利于企业长期发展和价值增长。董事责任险在一定程度上承担了企业管理层在履职中可能出现的非故意重大过失导致的股东诉讼风险，从而鼓励公司管理层积极参与决策，大胆创新经营，挽留和吸引优秀的高级管理人才，增强企业竞争力（Jensen 和 Meckling, 1993）。根据外部监督假设，企业购买董事责任险使保险公司成为企业管理层决策行为的外部监督者，补充了现有的股东监督机制（Holderness, 1990）。保险公司利益存在非对称性，当承保企业投资成功时，保险公司并不能从中受益；当企业投资失败时，保险公司将承担诉讼和赔偿费用。这种“固定收益、浮动损失”的特点使保险公司有直接利益动机对企业进行监督，确保企业管理层决策行为符合广大股东的权益。保险公司拥有专业团队对承保企业治理水平和风险进行调查评估，既存在对承保公司的关注动机，又具备监督承保公司的专业能力。在保单生效期间，保险公司监督公司决策行为并负责事故理赔。在续保阶段，保险公司会对企业重新评估，调整保费和保险条款，强化董事责任。此外，保单条款设计也内含了对公司经营行为的监督（Holderness, 1990）。

董事责任保险也会产生逆向选择，被市场视为管理层为不

良行为进行风险兜底的信号，而且对企业诉讼风险的转嫁也会削弱法律约束作用，容易引发道德风险。根据逆向选择理论，由于公司管理层属于企业内部人，与外部投资者之间存在信息不对称情况。企业投保行为将被外部投资者视为企业存在经营风险，管理层试图通过购买保险规避诉讼风险。因此，投资者很可能产生逆向选择。Lin 等人（2012）的研究结果也表明，那些投保董事责任保险的公司，其贷款条件相对更严，贷款成本相对更高，因为贷款人认为董事责任险可能损害他们监督或控制企业的权利。此外，投保董事责任险可以看作公司为了未来犯错的不良动机而提前购买保险予以兜底（吴锡皓等，2016），这种移转风险的行为也削弱了法律风险督促管理层履行股东委托代理责任的作用，有可能引发道德危机，加剧公司管理层的投机行为，最终导致企业价值受损（Gutiérrez，2003）。

图 1 董事责任保险作用机理



二、中国董事责任保险发展情况

（一）发展历程

董事责任保险于 2002 年引进中国市场，然而发展较为缓慢，市场接受度并不高。2001 年 8 月，证监会在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中指出，“可以建立必要的独立董事责任保险制度”。2002 年 1 月，证监会与国家经贸委共同发布了《上市公司治理准则》，大量参考外国公司的治理经验，并在第 39 条提出，“经股东大会批准，上市公司可以为董事购买责任保险。”同年 1 月 23 日，中国平安保险公司和美国丘博保险集团联合推出了中国第一份董事长责任保险，万科集团董事会主席王石成为中国首个董事责任保险的被保险人。2002 年 6 月，中国平安保险公司深圳分公司为深圳市北大高科技股份有限公司签发了为期一年的公司董事及高级职员责任保险保单，这是我国第二份公司董事及高级职员责任保险保单，同时也是第一份由企业购买的保单。

2005 年以来，随着《公司法》《证券法》和《破产法》等相关法律的制定或修订，我国逐渐重视对投资者的利益保护，同时也不可避免地加大对企业管理层的经营责任。为平衡公司管理层在经营管理中权益与风险的不对等，董事责任保险的规范发展得到重视。2006 年，国务院颁布《国务院关于保险业改革发展的若干意见》明确提出发展董事责任保险业务。2014 年，国务院在《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》中再次提及加快各类职业责任保险发展。近年来，不断增加的民

事索赔案件也加大了对董事责任保险的市场需求。据公开数据显示，2009年至2018年间，上市公司被投资者提起民事索赔的事件有326件，索赔金额超55亿元，索赔人数超75000人。

（二）市场现状

目前，中国没有强制要求企业公开披露投保董事责任险的信息，但上市公司购买董事责任险须由董事会提议并经股东大会审议批准。因此，本文通过筛选沪深A股上市公司公告披露内容，确定投保董事责任险的公司数量。数据显示，2002年至2019年8月期间，累计有523家上市公司投保董事责任险，投保比例由2002年的1%增至2019年的4%。从上市公司投保时间分布来看，仅投保1年的公司比例为59%，投保2-5年的公司占比为33%，投保时间超过10年以上的公司仅6家，分别是中国银行、建设银行、中国石油、中国人寿、青山纸业和TCL集团。此外，近3年新增投保公司143家，占比达27%，其中接近七成为主板公司。下文重点分析了近3年投保董事责任险的289家上市公司，研究发现：

一是投保公司以大型主板企业为主，市值占比超过三成。由于保费成本的存在，规模小的企业通常使用大股东和管理层持股作为监督机制，规模大的企业更倾向购买董事责任险作用监督机制。数据显示，购买董事责任险的中国上市公司市值规模普遍较大，截至2019年8月底，289家投保公司市值规模达17.8万亿元，占有上市公司总市值的比重为30.4%；投保公

司市值均值和中位数分别为 617.1 亿元和 104.8 亿元，均高于全市场水平（平均值：159 亿元；中位数：47.2 亿元）。从市场板块分布来看，投保公司以主板公司为主，投保率达到 11%；创业板公司占比最少，投保率仅为 2%。

二是投保公司以公众企业和国有企业为主，拥有“国际”基因的比例较高。从公司属性来看，国有企业和公众企业的投保比例相对较高，分别为 14%和 15%，而民营企业的投保率最低，仅为 4%。此外，许多投保公司拥有“国际”属性，有 22%的投保公司拥有外资股份，存在海外业务，而且以“A+H”方式上市的公司投保率超过半数。这主要由于在境外上市或者存在海外业务的公司面临的诉讼风险相对更高，因此对董事责任险的需求也更强烈。

三是投保公司主要分布在银行、非银金融和采掘行业，科技创新行业的投保率偏低。从行业分布来看，投保公司数量排名前三的行业分别是医药生物、非银金融和化工，公司数量分别为 25 家、22 家和 20 家；投保率排名前三的行业分别是银行、非银金融和采掘行业，投保率分别为 59.4%、28.2%和 15.2%。以计算机、电子和生物医药为代表的科技创新行业的投保率偏低，特别是电子行业，投保率仅为 3.7%。

四是投保公司的独立董事和董事会人数相对更多，大股东持股比例也相对更高。董事会是公司内部治理的重要部门，承担行使战略决策、任命管理层等职责。通常而言，独立董事和

董事会规模增加会提高公司内部治理水平，促进企业绩效。数据显示，投保公司的平均董事会和独立董事人数分别为 9.4 人和 3.5 人，第一大股东持股比例达 35.6%，均高于非投保公司的平均水平。分不同行业来看，在绝大多数行业，投保公司的董事会规模、独董数量和大股东持股比例均高于非投保公司，这表明董事会和独立董事规模对于公司投保董事责任险有一定促进作用，而且股权集中程度越高，大股东越容易产生风险厌恶，需要购买董事责任险以转嫁风险。

五是投保公司盈利能力相对较强，但财务风险较高且成长性不及非投保公司。从财务指标来看，投保公司的盈利能力相对较强，净资产收益率的均值为 6.2%，高于非投保公司的 3.3%，然而，投保公司的杠杆率相对较高，资产负债率均值达 56.6%，高于非投保公司的 43.7%，分行业情况亦是如此。此外，虽然投保公司近 3 年营业收入增速的平均值虽然高于非投保公司，但近 6 成行业的非投保公司营业收入增速更大，成长性相对更好。

六是投保对象主要为董事和高级管理人员，不同公司保险责任限额差异较大。从部分上市公司公布的董事责任保险方案来看，多数公司选择仅为董监高投保，只有少数公司将其自身作为被保险人；保险期限设定为 1 年，并授权管理层在一定保费额度内，办理续保事宜。在赔偿责任限额与保险费总额方面，上市公司投保方案差异较大，保费在 10 万元至 60 万元区

间不等，保额少则 2000 万元，多达上亿元。这主要由于不同公司面临的市场环境和经营风险各不相同，对于公司管理层及核心人员管理和创新能力的要求也存在较大差异，直接导致投保方案“因人而异”，差异显著。

（三）推行障碍

目前，董事责任保险在中国市场发展缓慢，一方面由于民事诉讼赔偿机制有待完善，同时也存在上市公司治理结构不健全、个人投资者存在“厌诉”心理以及缺乏维权意识等方面的障碍，具体有以下原因：

第一，董事民事赔偿体系不完善。目前，中国对上市公司的惩罚主要集中在行政责任和刑事责任，其中，行政责任与执法部门执法力度和处罚程度有关，刑事责任对证据和程序要求严格，而真正能对受害者损失进行赔偿的民事责任并不完善，无法发挥保护投资者权益的作用。

第二，我国的投资者保护程序存在漏洞。长期以来，中国资本市场在制度设计中偏重融资，对中小投资者权益保护重视不够，形成了“融资者强、投资者弱”的失衡格局。特别是中国股票市场投资者结构以散户为主，个人投资者缺乏相应的专业知识和风险防范能力，更容易成为各种违法违规行侵害的对象。由于证券纠纷专业调解刚刚起步，民事赔偿诉讼制度有待完善，中小投资者在起诉、举证等方面存在诸多困难。

第三，企业内部治理机制存在缺陷。由于中国上市公司“一

股独大”现象普遍，且许多上市公司为国有企业，董事及高级管理人员往往不是由市场通过筛选产生，而是由相关主管部门或机构直接指派任命，这导致公司并不需要以优越的条件竞争获得优秀的管理人才，也没有动力为这些董事和高管购买董事责任保险。

三、总结与建议

（一）主要结论

董事责任保险是一种职业责任保险，为企业董事和高级职员在履职过程中因重大过失造成的第三方的经济损失提供赔偿，其价值不仅在于转嫁公司管理层的履职风险，更重要的是为投资者、债权人等相关方的利益受损提供赔偿保障，是一种新型的公司治理机制。一方面，董事责任险通过承担企业管理层在履职过程中可能出现的诉讼风险，鼓励管理层大胆创新，积极参与管理决策；另一方面，董事责任险也是企业管理层的外部监督者，对投保企业日常经营进行监督管理，并通过各种条款设计倒逼公司管理层更加尽职尽责工作。部分学者认为，董事责任保险会产生逆向选择，被市场视为对管理层不良行为进行风险兜底，在一定程度上削弱了法律对企业的约束作用。然而，就保险本身而言，董事责任保险的核心是化解证券诉讼风险，并保障受害人的索赔权利，符合绝大多数市场参与者的根本利益。被保险人仅能通过保险减轻经济负担，其所受的道德评价并不能因此有丝毫变化。董事责任保险产生至今，没有发生大

规模被保险人因投保而故意降低注意程度，造成损害事故的现象。可以说，董事责任保险不失为一个有效的激励约束机制，平衡公司管理层的责任与利益。

（二）相关建议

近年来，上市公司各类财务造假、债务危机等丑闻频繁发生，很大程度上源于公司内部管理混乱、治理结构存在缺陷。部分上市公司实际控制人、董监高等“少数关键人”缺乏诚信意识和履职担当，导致各类违法违规行层出不穷，严重损害了公司的长期价值，影响了市场的健康发展。近期，中国证监会对资本市场监管和改革发展作出重大部署，明确强调提高上市公司质量的重要性。本文认为，董事责任保险在分散责任风险的同时，可以督促公司高管勤勉尽责、创新经营。因此，引入董事责任保险，使保险公司充当上市公司的外部监督人，充分发挥董事在公司治理中的作用，可以加强中小投资者的权益保护，有利于上市公司长期健康发展。

第一，在科创板市场推广董事责任保险制度，提高上市公司内部治理水平。科创板公司技术迭代快、经营风险高、内部治理较不成熟，公司董事和高管在履职过程中可能存在较大责任风险。特别是科创板公司股票发行上市审核的重点是信息披露，强调要加强对上市公司信息披露中虚假陈述审查，加大行政处罚、民事赔偿案件的司法执行力度，这进一步增加了科创板公司潜在的民事诉讼风险。因此，鼓励科创板公司购买董事

责任险，引入保险公司作为外部监督人，建立市场化监督机制，使保险公司深度介入公司内部治理，督促公司董监高诚实守信、勤勉尽职。将董事责任保险制度写入《上市公司治理最佳实践指引》，推动科创板公司通过董事责任保险，建立良好的外部监督制度，形成责任义务与激励保护相互平衡的内在约束机制。

第二，鼓励上市公司披露董事责任保险的投保情况，建立有效的信息反馈机制。保险公司作为上市公司的外部监督者，在承保过程中会通过尽职调查，全面评估包括公司管理层的履职情况、诉讼记录、职业操守、公司业绩等情况，形成专业评估报告，确定保险费率和承保条件。因此，董事责任险的投保内容包含了公司内部经营治理情况的有效信息，如果公司内部治理较好，董事责任险的保费相对较低；反之，则会出现费率很高或者没有公司承保的情况。观察上市公司保费变化情况，也是对公司质量的侧面验证。因此，鼓励上市公司及时、全面披露董事责任险投保情况，一方面可以为投资者提供分辨公司好坏的判断依据，另一方面也倒逼公司更加关注内部质量控制，持续提高治理水平和公司整体质量。（摘编：黄玲）

【市场前沿】

跨境互联模式国际经验比较研究

上交所资本市场研究所 李丹 缪斯斯 何勇

2018年11月5日，习总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上提出“增设中国上海自由贸易试验区的新片区，鼓励和支持上海在推进投资和贸易自由化便利化方面大胆创新探索，为全国积累更多可复制可推广经验”。当前，中国（上海）自由贸易试验区临港新片区（简称新片区）建设已然启动。本文对国际上具有代表性的跨境互联案例的运行模式、经营现状及经验进行分析和总结，希冀为我国自贸区建设提供参考和借鉴。

一、跨境互联模式主要类型

概况而言，提供集中交易服务的跨境互联平台可以采用三种具体模式：一是订单路由，二是直接发行证券，三是电子交易网络（ECN）。

订单路由是指交易平台提供一个电子化自动服务系统，对接境内相关证券经营机构和境外代理机构（或者证券交易市场），集中境内（境外）投资者通过各证券经营机构提交的交易指令，经由境外（境内）交易市场的交易通道向境外（境内）市场申报。交易平台负责提供交易通道，并协调相关机构提供登记结算服务，但不直接参与交易订单的撮合成交和清算交收。订单路由模式又可进一步分为直连模式和代理模式。

直接发行证券模式是指交易平台接受境外公司上市或证券挂牌，供境内投资者直接投资。具体而言，有以下三种方式：境外拟上市企业直接在交易平台发行股票上市；境外已上市企业发行在外的股票以存托凭证（DR）的方式在交易平台挂牌，实现“第二上市”；以ETF的形式挂钩境外一揽子证券在交易平台挂牌。其中，发行DR可以有效避免由于各国（地区）法律法规差异带来的诸多障碍，最大限度地将发行上市相关事宜简单化，是国际市场通行的跨境发行上市途径。

电子交易网络（ECN）模式以互联网技术为基础，依据一定规则自动聚集并撮合投资者委托买卖证券指令的电子交易系统。作为一个相对独立和功能完整的交易场所，ECN可以形成独立的价格，而不是简单的超级经纪商模式或者配对系统。ECN还通常采取更为灵活的交易机制，并配套提供高效的结算机制。

二、订单路由模式案例分析

（一）直连模式

台湾交易所2016年6月正式推出的“台星通”项目是直连模式的代表之一。在“简化流程与成本”及“维持各自市场集中交易制度”的前提下，台湾和新加坡交易所通过设立特殊目的机构（SPV）开展跨境股票互联合作。SPV可协助投资者及券商将买卖对方市场有价证券的委托传送至对方交易所，并协助进行后续结算、交割及保管等工作。

以南向交易为例，台交所成立全资子公司——国际通证券

作为“台星通”SPV，开展跨境互联合作。投资者经过本地券商，通过已获得新交所远程交易会员资格的国际通证券，下单购买新交所挂牌股票。新交所将订单的成交信息及时返回国际通证券，国际通证券再通知本地券商，本地券商转告投资者。

台交所与台湾集中保管结算所（TDCC）共同设计并参与了“台星通”结算流程。由于国际通证券未成为新交所结算会员，因此，“台星通”委托花旗银行（新交所结算会员）作为其清算代理人。国际通证券在系统内为参与“台星通”平台的券商设立明细账户；各券商在其系统内为投资者设立明细账户，每天与国际通证券进行对账。

然而，开通不满半年时间，由于交易清淡、持续亏损等原因，“台星通”停止运营。在“台星通”存续期间，“北向交易”，即新加坡投资者通过“台星通”购买台交所股票，始终未实现。

（二）代理模式

2012年7月，新加坡交易所与伦敦证券交易所签署谅解备忘录，支持投资者在两地市场交互买卖两市中市值最大、最活跃的股票。根据这一备忘录，新交所的投资者能够在新交所的全球报价板（Global Quote）买卖伦敦金融时报100指数（FTSE 100）的成份股，而新加坡海峡时报指数（STI）的36只成份股也登陆伦敦证交所新推出的国际板（International Board），供伦交所投资者进行交易。

在伦敦-新加坡交易所互联互通模式中，券商起到了主导作

用，而交易所只是为互联互通提供了交易的电子平台。券商通过伦敦结算公司（LCH Clearnet Group）对投资者在伦交所国际板交易的成交结果进行清算。

为确保监管措施及操作准备的完善，伦敦-新加坡交易所互联分阶段进行。相关的新交所上市股票于 2012 年底开始在伦交所国际板交易，而相关的伦敦金融时报 100 指数成份股则在 2013 年上半年登陆新交所全球报价板。然而该模式并未取得理想中的成功，由于伦交所国际板以及新交所全球报价板中交易对方交易所股票的成交量几乎为零，该模式已被停止运行。

三、ECN 模式案例分析

2011 年，东南亚国家六个国家的七大交易所签署了东南亚交易平台合作协议，建立交易互联网络。马来西亚交易所和新加坡交易所率先加入网络，其余 4 个国家的 5 个交易日陆续加入。东南亚交易所互联平台名为东南亚国家联盟共同交易所（ACE），连接的物理网络名为 IAN，由光纤网组成，将各交易所通过网关连入中央 Hub。网络的每个部分由其交易所所在国家的本地供应商建设，整个网络为东盟成员所有，由 SunGard 公司运维管理，消息标准协议采用 SunGard 标准，也支持 FIX5.0 标准协议。ACE 在各国交易所部署有网关接口，各国本地的证券经纪商需要连接 ACE 网关进行订单的路由。

然而，东南亚交易平台建成后，各成员交易所由于利益不一致，区域合作进展缓慢，该项目已于 2017 年停止运作。

四、发行证券模式案例分析

（一）印度自贸区内的国际交易所

为支持经济金融的可持续发展，印度政府自 2000 年起开始设立经济特区，目前已有 173 个特殊经济区在运营。作为印度城市升级计划中的旗舰城市，古吉拉特金融科技城（GIFT）设立综合服务经济特区（Multi Service SEZ），重点打造印度的国际金融中心。为支持印度国际金融中心建设，孟买交易所在 GIFT 设立全资子公司——印度国际交易所、印度国际清算公司，印度国家交易所也在 GIFT 成立交易所市场和清算公司。可以说，印度自贸区的市场开放形式主要采取建立平台，通过直接发行证券模式扩大市场影响力。

孟买交易所于 2015 年 1 月设立国际交易所（INX）和国际清算公司（ICC），并于 2017 年 1 月正式投入运营。INX 旨在建立一个集上市、交易和结算服务于一身的离岸金融交易平台，满足本土投资者多元化的投资和风险管理需求。同时，为境内外企业发行和上市各类以外币计价的证券产品，开辟便捷融资渠道。2017 年 12 月，INX 正式推出全球证券市场（GSM），吸引印度和境外发行人发行债券，推出外国货币债券、玛莎拉债券、绿色社会可持续债券、高收益债和伊斯兰债券。目前，累计发行债券规模 138 亿美元，发行人包括印度国家银行、印度进出口银行、印度铁路金融公司、印度国家电力公司等机构。截至 2019 年 7 月底，在 INX 挂牌交易的衍生品合约涉及证券

标的 171 只，其中，指数期货与期权合约以 2 只印度股指作为标的资产；印度股票期货与期权合约以 161 只印度股票作为标的资产；商品期货合约以黄金、白银、布伦特原油等 5 种商品作为标的资产；外汇期货与期权合约以欧元、英镑和日元作为标的资产。自 INX 开业以来，这些衍生品累计挂牌合约 102 万张，累计合约面值 179 万美元，名义交易额 4126 亿美元。

INX 于 2018 年推出独立代理人账户结构，建立创新账户管理机制，通过合格的独立代理人账户提供路由订单，方便外国投资者在 INX 市场进行交易，同时遵守相关监管要求，特别是监管机构可以通过 SNAP 识别最终客户、订单情况、保证金和头寸限制管理。此外，INX 还通过成立全资子公司为交易所会员提供便捷渠道，通过单一的集中平台进入全球交易市场。目前，已联通美国芝加哥商品交易所、伦敦金融交易所、洲际交易所期货市场、欧洲期货交易所等交易所市场。

印度国家证券交易所的国际金融中心公司（NSE IFSC）是印度国家证券交易所全资子公司，于 2017 年 6 月正式运营。NSE IFSC 向投资者提供金融衍生品交易服务，产品涉及股票指数、大宗商品、利率和货币等衍生品。目前，NSE IFSC 股票衍生品标的涉及 3 只指数、161 只印度股票，大宗商品涉及黄金和白银两类，货币衍生品主要涉及欧元、英镑和日元等货币。此外，印度国家证券交易所在 GIFT 设立清算公司 NSE IFSC，向 NSE IFSC 提供清算交收服务。

总体看来，印度自贸区的两家国际交易所设立以来，市场运行平稳有序，交易量持续增长，各类证券品种持续推出。充分体现了市场准入便捷、交易成本低廉、技术平台先进、交易时间长、外币交易结算、资金进出自由、业务创新速度快、法律制度规范的优势，但在吸引境外发行人方面等方面仍存短板。

（二）纳斯达克迪拜交易所

为了减少对石油产业的依赖，阿联酋政府设立了超过 40 个自由区，致力于加大对生产制造、贸易、运输、服务行业的投资。2004 年，迪拜政府决定建立迪拜国际金融中心（DIFC），借鉴全球主要离岸市场经验，推行税收优惠、资本账户完全可兑换、区内独立的法律体系和金融监管体系等措施。目前，DIFC 已发展成为全球最先进的金融中心之一，形成了一套国际认可的独立监管机构和司法系统，在全球金融中心位居第 12 位。为了促进资本市场发展，满足专业投资产品需求，在 DIFC 建立了纳斯达克迪拜交易所。

纳斯达克迪拜交易所，前身是迪拜国际金融交易所（DIFX），建于 2005 年 9 月，是一家国际性交易所，主要面向迪拜、中东地区和国际性的企业，吸引国际投资者参与交易。企业在交易所上市后，可以通过发行股票、伊斯兰债券和债券筹集资金。DIFX 成立初期，正值迪拜国际金融中心自由区鼎盛时期，发展比较顺利。2008 年金融危机后，由于自身造血功能不足，迪拜政府于 2009 - 2011 年陷入重重困境。受此影响，纳

斯达克迪拜情况急转直下，IPO 和新产品上市基本停滞，流动性大幅下降。2010 年 5 月，迪拜金融市场完成对其收购，纳斯达克 OMX 集团退出，同意该交易所仍以纳斯达克迪拜为名进行运营。2010 年 7 月，纳斯达克迪拜和迪拜金融市场开始合并运作，使得在纳斯达克迪拜上市的股票可以在交易更为活跃的迪拜金融市场交易。从 2011 年起，纳斯达克迪拜的股票市场开始大幅萎缩，国际投资者基本退出该市场。2007 年国际投资者股票交易占比可达 76%，到 2016 其占比只有不到 3%。2013 年 5 月，纳斯达克迪拜推出固定收益交易平台，投资者可以在该平台交易伊斯兰债券和传统债券。2014 年，推出伊斯兰金融市场 Murabaha。2017 年与迪拜金融市场和阿布扎比交易所签订协议，推出相关市场指数期货。目前，纳斯达克迪拜的产品种类包括股票、传统债券、伊斯兰债券、基金以及金融衍生品等。截至 2018 年底，纳斯达克迪拜共有上市证券 141 只，包括 9 只股票、1 只全球存托凭证、84 只伊斯兰债券、30 只普通债券以及 17 只股票期货。其中，股票当年交易额达 11.5 亿美元，同比下降 12%；当年发行债券规模 157 亿美元；当年股票期货成交 137 万张合约。此外，中国企业包括工商银行、建设银行、农业银行等公司在迪拜纳斯达克发行债券，募集资金规模很大。

尽管纳斯达克迪拜产品众多，交易系统先进，然而该市场主要以债券品种为主，挂牌交易股票数量持续减少，股票市场规模不断下降，目前仅有 9 只股票仍处交易状态，股票衍生品

交易情况也并不理想。究其原因，主要有以下几方面：一是本土经济不强，产品推出时机不佳。二是上市企业数量少，无法形成品牌集聚效应。三是产品结构不平衡，逐步变成本土化的债券市场。四是发展会员方面存战略失误，国际投行逐步流失。

五、经验总结

总结上述案例可以发现，截至目前，国际市场中大多数跨境互联交易平台以失败告终。我们认为跨境交易平台要想获得成功，应满足以下几方面要求。

一是广大的市场需求。市场需求是跨境交易平台建设和业务开展的首要前提条件。市场联通模式更适用于资本市场尚未完全开放、境外投资尚未完全放开的情况。在此情况下，联通模式才可能有真正的市场需求，能够凸显该模式的优势。沪深港通是在我国资本市场和资本项目尚未完全开放的背景下，为进一步丰富跨境投资方式，提升资本市场对外开放程度而做出的特殊安排，因而具有巨大的制度优势。而国际上其他跨境平台所在的国家或地区多已实现资本项目开放，跨境投资方式较为成熟便捷，投资者海外资产配置已达到较高比例，除非经济基本面等发生重大变化，否则难以产生增量的跨境投资需求，该模式的替代优势不明显。

二是有吸引力、多元化的投资标的。只有选择具有稀缺性，有吸引力的投资标的，投资者才有意愿进行跨境投资。以“新伦通”为例，投资标的范围仅覆盖新加坡海峡时报指数（STI）

的 36 只成份股，范围狭窄，数量有限，在伦敦市场上庞大的可交易品种中参与者不多，导致投资者较难寻找交易对手方，交易量低迷。同样，斯达克迪拜平台选择以债券品种为主，对投资者吸引力不够，导致股票市场交投清淡，挂牌股票数量持续减少，市场规模不断下降。

三是高效的市场运营。运营成本、组织效率对模式能否持续具有决定性作用。以东南亚国家联盟共同交易所为例，马来西亚证券委员会主席就认为其失败主因是复杂的市场架构、高昂的运营成本及交易清算问题。同样，纳斯达克迪拜与迪拜金融市场整合后，纳斯达克迪拜将其交易、结算、清算等均外包给迪拜金融市场，而迪拜金融市场属于传统交易市场，与国际标准差别很大，比如不允许卖空、严格的结算规则、交易前端控制、交易时间减少等，运营的低效率使得国际投行逐步离开纳斯达克迪拜，直至基本消失。

四是恰当的时机选择。对平台推出后国际和国内经济金融形势的预判深远影响着平台的长期运营和发展。以纳斯达克迪拜交易所为例，该平台于 2005 年 9 月成立，成立初期，正值迪拜国际金融中心自由区鼎盛时期，发展比较顺利，迎来开门红。但 2008 年金融危机后，纳斯达克迪拜情况急转直下，IPO 和新产品上市基本停滞，流动性大幅下降。（摘编：黄玲）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 500 号 33 楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构