

价值衡量®

全球资本市场的市场面



本版《价值衡量》是关于全球股票资本市场分析研究的第一辑（共两辑），我们的研究将聚焦不断发展的股票资本市场，尤其关注股票资本市场发展的市场面与政策面的对比，以及整个亚洲市场面临的机遇。

背景

筹备2013亚洲金融论坛期间，我们一直试图寻找利用上市项目和配套服务数据对金融市场进行对比的方法。我们重点关注最符合投资者和上市公司利益的增长特质，而非主要指标的短期增长和浮动，我们的目标是找到影响亚洲资本市场的关键因素。

一座城市要成为金融中心，首要条件是拥有国际化的股票资本市场。相应地，世界各地稳定的金融中心形成一个整体网络，正是通过该网络，各地区得以参与其中。伴随着交易额和资产性财富的强劲增长，香港和新加坡的股票资本市场齐头并进，将在亚洲区域一体化进程中扮演至关重要的角色。

市场的短期走势复杂多变，甚至可用“无序”形容，这源自各种因素的影响，包括信息流、非经济性质的全球性事件、一系列交易方之间的相互影响，以及受投资者情绪影响而被放大的王牌企业或行业的经营状况变化。特定交易所的长期发展则另当别论。

北美和西欧之外的股票资本市场全球化是一个较新的迹象，尤其吸引新兴经济体的企业和投资者参与其中。世界交易所联合会提供了52个股票交易所的相关数据，其中9个来自美洲，17个在亚太地区，其他26个位于欧洲、非洲和中东地区。截至2012年11月，全球资本市场合并资产已达52.7万亿美元。到2012年底，我们发现全球资本市场错综复杂，许多主板交易市场运行的监管框架、规模、经济模式，以及交易币种不尽相同，且其产品种类和市场策略也存在差异。

探讨股票资本市场在亚洲地区一体化过程所扮演的角色时，我们更关注长期动向，包括总市值的持续变化、上市公司总数量、上市或退市公司的发展趋势和特点，以及参与交易的金融产品种类。影响长期动向的因素来自各种调控政策，以及一系列非监管层面问题，如金融服务的整体支撑结构、所在国的经济增长形势和可持续发展前景，以及国内上市公司（一般构成大型交易所百分之七十五至百分之百的上市公司）的总体质量。

对股票资本市场的探讨往往聚焦法律法规及其实施效果。自2008年金融危机以来，有关全球资本市场的争论不绝于耳，几乎所有的关注焦点都落在监管层面，尤其是如何确立和报告上市公司资产价值和财务表现。而少有目光关注股票资本市场的基本面，即资本市场得以成功的首要因素。

归根结底，股票资本市场的国际化和成功离不开市场基本面，这包括其显而易见的运营效率、强大的资本分配能力、产品开发和程序完善方面的灵活性和创新能力、接受新资金来源和有意融资的新企业的能力。市场具备吸引稳定资金和企业的成熟条件对促进区域财富增长和一体化至关重要。

增长，规模与多样性

一般情况下，我们认为多样性增加市场稳定性，包括上市公司种类和配套服务的多样性(法律、金融、语言，甚至文化差异)。我们期待一个具有国际竞争力的资本市场遵循健康发展的轨迹，并期待看到市场增长和上市措施的多样性之间更多实质性的关系。

我们期待一个具有国际竞争力的资本市场遵循健康发展的轨迹，并期待看到市场增长和上市措施的多样性之间更多实质性的关系

上市公司可衡量的多样性元素包括上市公司的行业和地理分布、产品多样化 - 如交易所交易基金(ETFs)、房地产投资信托基金(REITs)、特殊目的公司(SPVs)和资本库公司(CPCs)、市值范围，及其所在国和潜在投资者所在国的营销活动和市场透明度等。

交易所数据的明显差异让我们更清楚地了解2012年即将结束之时全球股票资本市场的总体趋势。截至11月，世界交易所联合会成员交易市场中，从纽约泛欧交易所集团的13.6万亿美元，到百慕大股票交易所的12.7亿美元，市值差异巨大。在所有成员交易市场中，就多样性的一个方面而言，即从上市公司的地理分布来看，百慕大股票交易所全部52家上市公司中，百分之七十五来自百慕大以外的其他地区，其吸收国外上市公司的比例最高。

但通过观察全球排名前15的市场，它们代表截至2012年11月市值超过1万亿美元的全球所有股票交易所，我们会有更多发现：纽约泛欧交易所拥有2,346家上市公司，其中略超过百分之二十二来自美国境外。而中国却截然相反，中国三大股票交易所中的上市公司目前为止无一例外，均来自中国国内。日本东京和印度孟买证券交易所情况也与中国相同。

下表包含了全球排名前15的股票交易所的一系列衡量标准。截至2012年11月，仅这15家交易所市值超过1万亿美元。

表一

外汇	市值 美元百万 (2012年1月)	市值 美元百万 (2012年11月)	2012年 度至今 市值	上市项目 总数	海外企业 百分比	2012年 度至今 上市项目
纽约泛欧证交所 (美国)	12,625,648.15	13,613,345.3	21%	2,346	21%	1.5%
纳斯达克OMX	4,152,813.91	4,576,855.0	19%	2,585	11%	-3.9%
伦敦证券交易所	3,397,125.81	3,571,896.4	8%	2,765	21%	-4.4%
东京证券交易所	3,468,875.64	3,334,918.8	1%	554	0%	-0.4%
纽约泛欧证交所 (欧洲)	2,561,963.61	2,752,856.0	10%	1,076	13%	-3.9%
香港交易所	2,480,178.01	2,714,201.7	24%	1,540	6%	4.3%
上海证券交易所	2,457,334.10	2,219,896.8	-9%	954	0%	2.7%
TMX集团	2,014,474.22	2,034,211.5	4%	3,974	2%	-7.5%
德国交易所	1,303,589.54	1,428,806.0	13%	758	11%	-1.6%
澳洲证券交易所	1,303,806.59	1,349,206.1	8%	2,056	5%	1.7%
印度孟买证券交易所	1,225,472.20	1,238,847.9	14%	5,180	0%	1.5%
瑞士交易所	1,122,741.33	1,215,140.6	11%	271	11%	-3.6%
印度国家证券交易所	1,200,735.95	1,213,899.2	14%	1,661	1 only	1.7%
巴西交易所	1,393,769.04	1,140,624.1	-9%	921	1%	-1.9%
韩国交易所	1,091,504.63	1,132,057.9	12%	1,785	1%	-1.3%

北美地区 - 22.5兆美元

亚太地区 - 16兆美元

欧洲地区 - 14.2兆美元

虽然这仅是对具有分析价值的财富数据的一小部分进行的初步对比分析，但却能从中看出一些有趣的事实。首先，从单个交易所来看，交易所规模存在巨大差异。在上述排名前15的交易所中，纽约泛欧交易所几乎是韩国证券交易所 - 即最小规模交易所的近12倍。从区域来看，就北美、亚太和欧洲地区交易所的总市值而言，总市值之间的差异较小，即总市值最高的北美地区不到总市值最低的欧洲地区的2倍。亚太地区正好处于中间，市值规模大却分布不均衡。从城市分布来看，纽约股票市场市值为16.7万亿美元，几乎是亚洲最大城市 - 东京股票交易所市值的5倍。数据表明，亚洲地区资本流通能力与其他地区无异，但资本来源相当无序，且该区域资本流动机制有待完善。

数据表明，亚洲地区资本流通能力与其他地区无异，但资本来源相当无序，且该区域资本流动机制有待完善

数据分析显示的另一个差异也显而易见。北美市场的国际化程度非常高，更受国外上市公司的青睐。纽约泛欧交易所百分之二十二上市公司来自美国境外，其次是伦敦，国外上市公司比例为百分之二十一。欧洲位于中间，而亚洲交易所的国外上市公司比例非常低。在此方面，香港证券交易百分之六的上市公司来自本土之外，接下来是澳大利亚，但亚洲股票交易市场的更多上市公司来自本土，因此，也容易受国内经济影响。

从大的方向来看，这些数据是正确的，但是全球化的一个特征令这些数据统计存在不确定性。因为关于何谓本土上市公司的定义已经发生了变化，尤其对于那些在亚洲资本市场上上市的公司来说。在像中国这样的经济体中，外国投资者被限制进入很多行业。因此，在外资的所有权方面，一些复杂的股权结构设计应运而生，比如被广泛讨论的VIE模式（Variable Interest Entities，可变利益实体或协议控制）。在这个模式中，境外注册的上市实体与境内实际业务运营实体相分离，境外上市实体通过协议控制境内的业务实体。典型的例子是某家企业其主要业务和资产在中国大陆，却在开曼群岛注册成立，并在中国大陆以外的资本市场上上市。依据一个更为严格的关于“本土上市公司”的定义，香港只有8-10家的外国上市公司。

纽约跟伦敦，两个成立时间最长且规模较大的股票交易所同时也最具国际化，这点并不奇怪，但重要的是，这一事实显示这两座城市成为当之无愧的全球金融中心所具备的特征。

2012年IPO市场发展并不强劲，但按照百分比计算，香港新增上市公司多于其他任何市场，上市公司数量比上年增加了百分之四点三。总体而言，IPO市场回归历史局面，纽约-泛欧交易所（NYSE-Euronext）连续两年募集资金居世界各大市场之首。在美国，纽约证券交易所（NYSE）与纽约证券交易所市场有限责任公司（NYSE MKT）凭借79宗IPO和16宗转让交易成为市场龙头。在欧洲，纽约泛欧交易所迎来25家新上市企业，募集资金约27亿欧元（合35亿美元）。对美元的预期担忧似乎并没有影响这一趋势。媒体有关美国和欧洲经济复苏缓慢且不稳定的一贯腔调也没有影响市场发展，这表明纽约证券交易所上市公司地理分布的多样性从整体上削弱了美国经济对纽约证券交易所各大板块的影响。相对而言，2012年中国大陆只有两家企业成功赴海外上市，创下自2003年以来的最低水平，比2011年下降了百分之八十三，相较2010年下降了百分之九十五。

这是小规模数据分析样本，从国家和地区角度揭示了资本市场形成吸引力和发展前景所应具备的特点。开放境外企业上市是体现市场多样性的一个关键方面，它能够支持市场的可持续增长。

开放境外企业上市是体现市场多样性的一个关键方面，它能够支持市场的可持续增长

反例

但是，我们必须承认有些例子并不支持本文论点，不仅涉及上市地理范围，而且和行业多样性相关。例如，相对而言，多伦多交易所并没有根据行业或地理范围进行划分。在多伦多交易所，包括多伦多证券交易所和多伦多创业交易所，只有百分之二上市企业的注册地址不在加拿大境内。当然，实际上许多多伦多上市企业的基础资产是在国外，特别是在拉丁美洲。

更有趣的是，从行业角度来看，多伦多交易所较为单一，主要集中于矿业。在其3,832家上市企业中有百分之四十四是矿业企业，行业集中度非常高。这种专注十分成功，多伦多交易所所在2011年宣称其提供百分之四十或全部的全球募集矿业资金，是该行业百分之九十交易的发生地。

但是，这么高的行业集中度有利有弊。其明显益处在于支持资本市场的整体生态系统。多伦多的矿业服务能力 - 银行、律师事务所、咨询公司、审计师和保险公司 - 是世界上任何地方都无法比拟的。但是，我们也见证过行业高度集中的弊端，2012年最近几个季度，由于能源和矿产品价格下滑，占其市值总额绝大比重的矿业企业损失惨重，今年11月，多伦多交易所损失了百分之七点五的价值，在交易所15强中损失比例最大。

但是，这么高的行业集中度有利有弊

多伦多交易所追求的增长战略始终没有放弃其作为矿业专家的定位。但方向上而言，多伦多正在迈向地理多样化和产品多样化（如果不是行业多样化）。截至2012年10月，173家新企业在多伦多交易所上市，其中28家国际企业，包括来自美国、拉丁美洲、非洲和澳洲的新企业以及三家来自香港的新企业。多伦多采取积极措施，走向产品多样化，在304项交易新资产中，接近一半不是主要公司：70家资本库公司（CPCs），40项交易所交易基金（ETFs），以及21个结构性产品。

其他影响因素

很明显，生态系统中有些因素支持股票市场持续健康地增长，却并不在市场监管范畴，而且超越我们上面所讨论的市场可计量的特性。这些因素包括满足活跃的金融中心对人才需求的教育体系、吸引优秀专业人士的品质生活，可靠透明的监管和监督以及不抑制高收入群体和公司的税收制度。

很明显，生态系统中有些因素支持股票市场持续健康地增长，却并不在市场监管范畴，而且超越我们上面所讨论的市场可计量的特性

放开限制和接受外籍就业也许是最重要但同时也是最容易被忽视的因素。纽约、伦敦、香港和新加坡是世界上全球化程度最高的金融中心，以及从文化、语言和民族的角度来看可以说拥有世界上最多样化的人口。这并非偶然。尽管这四个城市通过不同的历史路径实现目前人口的高度多样化，但他们的人口组成对于实现全球化世界中的金融服务领导地位有着明显优势。高密度的人际网络能够帮助这些地区的企业将业务拓展至其他经济体和金融中心，从而支持金融服务的创新和增长。实行相对开放的移民、旅游和工作许可政策的国家正是这些网络的组织中心。

放开限制和接受外籍就业也许是最重要但同时也是最容易被忽视的因素

鉴于这些支持因素，香港和新加坡具备强大的人口平台，推动东亚、东南亚和南亚地区经济活动的整合。

亚洲金融市场的影响

随着亚洲经济体的整合和相互关联日益增强，体系互动愈演愈烈，形成非常独特而成功的商业生态系统。地区重要年度会议日益关注和讨论区域一体化的重要性以及实现共赢所需采取的措施。

自由贸易协定整合并优化资源和制成品贸易，为实体经济一体化做出重大贡献。亚洲交易所的累计市值庞大，但各大交易所相对分散（如果不是分离），我们认为这种情形所提出的问题日益相关。主要资本市场和广泛金融服务应与实体经济的多样化保持何种关联才能推动实现区域协同优势？最终，通过开放上市规则、促进货币流动以及推动实体经济所需要的核心金融服务多元化，是区域一体化发挥潜力的重要保证。

最终，通过开放上市规则、促进货币流动以及推动实体经济所需要的核心金融服务多元化，是区域一体化发挥潜力的重要保证

结论

本文的撰写目的是介绍股票市场的市场面以供探讨，而非得出结论。我们希望通过展开讨论和分析为市场发起人提供有价值的支持，包括指导未来上市计划、塑造板块“特色”、以及确立能够推动交易所发展成为全球投资社区的独特竞争优势。这是在竞争激烈的全球性行业中得以成功发展的关键所在。

联系

如果您对于本期内容有任何疑问，请联系以下专业人士：

北京

杜志豪

总监

德勤中国研究与洞察力中心

电话：+86 10 8512 5601

电子邮件：kdewoskin@deloitte.com.cn

请到访www.deloitte.com/cn而获得更多信息

关于德勤中国研究与洞察力中心（CRIC）

德勤中国研究与洞察力中心成立于2008年，其宗旨是为中国客户和全球客户提供可能与其业务密切关联的中国发展趋势之见解。

CRIC刊物包括对中国重大议题及发展趋势的深层研究报告，以及对最新发展及其相关影响的简述。CRIC还与德勤全球各主要研究中心合作，并参与德勤全球研究报告的撰写。

关于德勤全球

Deloitte（“德勤”）泛指德勤有限公司（一家根据英国法律组成的私人担保有限公司，以下称“德勤有限公司”），以及其一家或多家成员所。每一个成员所均为具有独立法律地位的法律实体。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 中有关德勤有限公司及其成员所法律结构的详细描述。

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计、税务、企业管理咨询及财务咨询服务。德勤成员所网络遍及全球逾150个国家，凭借其世界一流和高质量专业服务，为客户提供应对最复杂业务挑战所需的深入见解。德勤拥有约200,000名专业人士致力于追求卓越，树立典范。

关于德勤大中华

作为其中一所具领导地位的专业服务事务所，我们在大中华设有21个办事处分布于北京、香港、上海、台北、重庆、大连、广州、杭州、哈尔滨、新竹、济南、高雄、澳门、南京、深圳、苏州、台中、台南、天津、武汉和厦门。我们拥有近13,500名员工，按照当地适用法规以协作方式服务客户。

关于德勤中国

在中国大陆、香港和澳门，我们通过德勤·关黄陈方会计师事务所及其关联机构包括德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙），以及它们下属机构和关联机构提供服务。德勤·关黄陈方会计师事务所为德勤有限公司的成员所。

早在1917年，我们于上海成立了办事处。我们以全球网络为支援，为国内企业、跨国公司以及高成长的企业提供全面的审计、税务、企业管理咨询和财务咨询服务。

我们在中国拥有丰富的经验，并一直为中国会计准则、税制以及本土专业会计师的发展作出重大的贡献。在香港，我们为大约三分之一在香港联合交易所上市的公司提供服务。

本文件中所含数据乃一般性信息，故此，并不构成任何德勤有限公司、其成员所或相关机构（统称为“德勤网络”）提供任何专业建议或服务。在做出任何可能影响自身财务或业务的决策或采取任何相关行动前，请咨询合资格的专业顾问。任何德勤网络内的机构不对任何方因使用本文件而导致的任何损失承担责任。

