

论欧洲证券市场的竞争

齐绍洲

20世纪90年代以来,全球证券市场呈现出电子化、机构化和全球化的趋势,这引起全球证券市场格局在竞争中重新调整。在欧洲,欧元的启动使跨境证券交易日益增加,因特网支持下的电子交易系统对场内经纪人交易系统形成了强有力挑战,这二个因素进一步加强了欧洲证券市场的竞争。欧洲投资服务指令(Investment Service Directive,简称ISD)的生效使欧洲证券监管发生了变化,业主制交易所的出现,机构投资者要求减少保证金的压力等因素都将在近期内进一步加强欧洲市场的竞争,竞争的过程最终会使其中一些交易所消失。欧洲证券市场的长期竞争结构将受二个主要方面的影响:在需求方面,向基金化的社会保障制度的转变将极大地增加机构投资者在证券市场的需求比重;在供给方面,正在进行的欧洲国有企业的私有化和高成长新兴中小公司初次公开发行(Initial Public Offering)的风险资本市场的发展将增加欧洲证券市场的有效供给。

一、欧洲证券市场的竞争

(一)传统证券交易所与因特网交易系统间的竞争

低成本的因特网技术和通讯推动的竞争和成本压力,投资全球化,对资本管制的解除,投资权力日益集中在少数机构者手中,所有这些因素与金融部门重要性和复杂性的迅速增长相一致,使证券交易所随时受到其运行环境中的巨大变化的挑战。“在10年内传统的证券交易所将消失,除非它们找到了新的角色。如果像伦敦这样的证券交易所不与网上股票交易系统结合的话,这些证券交易所可能有失业之虞。”因为证券交易所在数字信息支撑下的因特网交易系统的低成本高流动性的挑战面前,它的两个核心功能即股票发行与股票交易功能正在受到威胁。

因特网正在被人们看成孕育出今天的股票交易所的18世纪的咖啡屋,当时有谁曾想到从这间小咖啡屋里走出如此高级复杂的交易所?历史总是有着惊人的相似,为什么不能把因特网看成是咖啡屋的现代高级翻版呢?如果现在这种形式的证券交易所不存在,谁也不会再发明它。因为各国的交易所正面临一个日益不确定的未来,特别在欧洲,整个交易所行业正在为对付替代它的电子交易系统即另类交易系统又称替代投资市场(Alternative Investment Market)所带来的更大和更迅速的威胁而努力。这些替代交易系统已经成为主要交易所活跃的竞争者,而因特网又使之迈出了重要的一

步,通过股票经纪人和全国证券交易所交易股票的传统方式正在被改变。因特网把企业与投资者直接联系在一起,到2005年公司目前通过股票市场筹集资金的1/5将直接来自通过因特网购买股票的投资者。作为成功的替代交易系统,英国的Posit委托撮合系统(Posit Order-matching System)开始运行的前三个月内,就撮合成交了价值155亿英镑的英国股票,并宣称每天正在收到要撮合的委托指令价值为2.5亿英镑。

由于网上交易系统的灵活性,投资者只需轻按键盘即可从一家交易所转向另一家交易所。为了留住顾客,交易所被迫降低收费标准以进一步减少投资者的成本,但收费标准降得越多,交易所的收益就被挤出得越多。另一方面,交易所还得筹集资金改善其交易系统以迎接网上交易系统的挑战。因此,因特网对交易所的冲击使交易所承受着双重资金压力。同时,交易所必须在牺牲其独立性加入跨国的合并、联合与在日益收缩的国内环境中成为可有可无的副业之间作出选择。因此,围绕着如何增强流动性、降低投资者的成本以适应因特网技术,欧洲各交易所都在紧锣密鼓地对其组织结构和地区结构展开重组,对其交易系统进行技术升级。

(二)伊斯达克(EASDAQ)与欧洲新市场(EUROM)的竞争

与美国新兴中小公司不同,欧洲新兴中小公司在其发展初期不愿到证券市场初次公开发行,欧洲大陆公司初次公开发行时的平均年龄为40岁,而美国风险投资支持的公司初次公开发行时的平均年龄为6.7岁,非风险投资支持的公司初次公开发行时的平均年龄为11岁。欧洲新兴中小公司为何呈现较小的初次公开发行倾向还不完全清楚,是能找到别的更有效的筹资渠道还是没有初次公开发行的能力?如果是后者,其主要障碍是什么?英国《经济学家》的一篇文章认为主要障碍是机构投资者不愿对新公司股票投资,缺乏适合中小公司的流动性强的证券市场。如果是这样,伊斯达克与欧洲新市场为欧洲新兴中小公司提供了泛欧风险资本市场,两个交易所一直为争夺新兴中小公司而激烈竞争,如果它们能成功,将有助于解决欧洲证券市场发展中的瓶颈问题。

伊斯达克于1996年11月成立,八家机构拥有其63%的所有权,经营美国高成长技术股的纳斯达克(NASDAQ)是其

其主要合作伙伴之一。伊斯达克也象纳斯达克一样致力于高成

长新兴中小公司,但它侧重于机构投资者,是一个泛欧股票交易所。欧洲新市场则是法、德、荷、比、意、瑞士、瑞典和丹麦的8家交易所组成的小盘股交易所联盟。伊斯达克自认为是真正的泛欧股票交易所,因为它在接纳成员、清算、交割等方面都有统一的规则,而把欧洲新市场看成是一个各国分割市场的俱乐部。而欧洲新市场却不这样认为,在他们看来,欧洲新市场虽不是一个单一市场,但他们为经纪人更容易进入其所有成员国市场交易提供了一个共同的平台。虽然缺乏单一规则,但欧洲新市场确实有协调规则和共同的接纳新成员的制度,对这一切上市公司反应良好。

伊斯达克没有达到其1998年50家上市公司的增长目标,到1999年3月才40家上市公司,而欧洲新市场却有170家上市公司。另外,伊斯达克上市公司的市值仅增长17亿欧元而欧洲新市场却增长46亿欧元。

表1 两交易所统计数据比较

	欧洲新市场 (1999年1月31日)	伊斯达克 (1999年2月26日)
上市公司总数	170	40*
总市值	433.55亿欧元	160.7亿欧元
增值	46.58亿欧元	17亿欧元
上市公司平均资本额	2.55亿欧元	4.18亿欧元
上市公司平均增值	0.0274亿欧元	0.042亿欧元
日均成交量	1.8625亿欧元	0.01684亿欧元
正式会员数	620	75
自1996年12月31日 指数变化	+482.7%	+224.62%

注: * 仅包括目前在伊斯达克交易的公司。

资料来源: 伦敦《金融时报》,1999-03-23。

欧洲新市场热衷于加强它在伦敦的地位,或许通过与替代投资市场的结盟为替代投资市场目前尚没有满足其需要的英国的高成长新兴中小公司创立一个分市场。伊斯达克已经拒绝了由德国证券交易所提出的合并方案,并正在筹备让伊斯达克股票到美国的纳斯达克上市,以便通过其合作伙伴纳斯达克在成功的美国市场上为欧洲的小盘高成长股提供增值的机会。这两个交易所的成功与否显然最终取决于欧洲投资者对高成长新兴中小公司股票的兴趣的大小。欧洲高成长新兴中小公司股票市场已较好地1998年的低迷中反弹回来了。这反映出小公司在持续一段时间的价值低估后可能开始了价值回归的历程。尽管欧元的启动意味着通过股票市场筹资的公司正在开始超越国界而到泛欧市场上筹资,但仍存在许多税收和监管制度上的差异所造成的障碍,在这种迷雾中伊斯达克与欧洲新市场的竞争将持续下去。

(三) 伦敦证券交易所与欧洲大陆证券交易所之间的竞争

过去的十几年中,伦敦证券交易所与欧洲大陆证券交易所之间的竞争从未停止过。欧洲证券市场的微观结构在竞争中发生了巨大变化,在这场竞争中,伦敦证券交易所与欧洲大陆证券交易所之间力量对比也不断变化。二者之间的竞争可以分为以下几个阶段:

第一阶段,伦敦证券交易所在1986年的“金融大震”中引入场内经纪人报价的SEAQ-I系统成为这场竞争的导火

线。该系统的引入使伦敦证券交易所从欧洲大陆的交易所吸引大量的交易额,到80年代末,伦敦证券交易所成为欧洲蓝筹股的主要交易市场。

第二阶段,主要的欧洲大陆交易所在20世纪80年代末对其交易系统和监管进行重大调整,主要是引入连续自动撮合电子交易系统,会员资格自由化,降低交易税等。这些重大调整使欧洲大陆交易所在20世纪90年代初重新从伦敦夺回了不少市场份额,使伦敦证券交易所中欧洲大陆股票交易额的比例明显下降,甚至伦敦证券交易所的英国股票也面临模仿欧洲大陆电子交易系统建立起来的伦敦Tradepoint系统和专门从事英国和其他欧洲大陆股票交易的法国证券交易所的新分支EUROCAC系统等电子交易系统的竞争压力。

第三阶段,伦敦证券交易所在进行了许多争论后,在20世纪90年代中期用类似于欧洲大陆的电子交易系统代替场内经纪人报价的SEAQ-I交易系统。由于欧洲大陆的电子交易系统适合于中小规模交易,因此,伦敦证券交易所对大宗交易仍保留传统的场内经纪人报价系统。这显示出欧洲交易所正共同趋向于由专门从事中小规模交易的自动交易系统和致力于大宗交易的经纪人交易系统组成的二元结构。

第四阶段,1995年以后,伦敦证券交易所积极参与欧洲大陆交易所的合作,并以伦敦-法兰克福联盟使这场竞争暂告一段落,但围绕创建新的泛欧证券交易所的竞争又在展开。

二、欧洲证券市场竞争的原因

欧洲证券市场一体化和电子技术革命是欧洲证券市场竞争的两大根源。证券市场一体化要求证券资源在泛欧范围内通过竞争重新优化配置,电子技术革命则为证券市场一体化提供了技术保证并推动围绕电子技术和因特网的更加激烈的竞争。

1. 欧洲货币联盟的向前推进,尤其是欧元启动,极大地改变了欧洲各证券市场原有的竞争优势来源。汇率风险的消失,各国投资者由原来对在本国投资的偏好转向在欧元区内进行证券组合投资,单一货币扩大了发行者的发行范围和发行对象,使发行者更愿意到欧元区发行证券以获得规模发行收益。投资者和发行者将在欧元区选择发行方便、发行上市后流动性强的市场。为争夺投资者和发行者,在欧洲证券市场一体化进程中占有更大的市场份额是欧洲证券市场间竞争的首要原因。

2. 欧盟一系列旨在促进欧洲证券市场一体化的制度性安排对欧洲证券市场一体化意义重大,成员国证券市场为从这些制度性安排中获得最大的收益,也进行激烈竞争。如1996年1月生效的欧洲投资服务指令(ISD),该指令要求欧盟成员国在法律上保证其他成员国在本国自由进行投资活动或建立投资公司提供投资服务。这既为投资公司的跨境交易提供了方便也为欧洲交易所建立电子网络跨境分支提供了方便。法国与德国交易所已经开始利用这种机会,他们在伦敦和其他欧洲主要的金融中心与投资者建立直接的电子

联系。在每一个欧洲主要城市,金融中介机构都能通过电子网络终端直接进入法国的CAC、德国的BIS、英国的SEAQ-1及马德里和米兰交易所的交易系统。最初,这些终端是从国外方便地进入各国交易所的载体,但随着越来越多的股票跨境上市交易,渐渐地人们会发现同一股票同时在几个相互竞争的网络上交易。所以,谁抢先利用电子技术或因特网技术来改进其交易系统,并改革监管制度,谁就可以扩大市场占有率。因此,各交易所间的竞争表面上看是交易技术的升级和交易制度的改革,实际上是围绕市场份额的竞争。

3 电子技术革命使业主制交易系统(Proprietary Trading Systems 简称PTS)和替代投资市场的竞争优势明显,其重要性日益增加,从而对传统交易所提出挑战,使交易所间的竞争更加激烈。业主制交易制度是在与官方交易所的竞争中由经纪人建立的交易网络,它可采取几种不同形式:有些是不必发现价格而是在官方交易所那儿得到的参考价格下撮和成交的简单设施;有些是提供独立的价格发现机制;有些是让交易者进行匿名电子报价和谈判的系统,机构网(INSTNET)是该种交易系统的典型例子,它出现在美国和英国并正向欧洲大陆扩展。一个大基金经理或投资银行进行一大笔交易时,因为其名声或规模很大,其交易动向易被市场察觉,从而加大其交易成本即影响成本(Influence cost)。因此,大机构投资者往往希望交易系统能有效地隐匿其名字,从而减少影响成本。另外,当一个大机构的基金经理决定抛出一种证券,而他的同一公司的同事想买进这种证券时,机构网就可使之避免支付两次佣金和影响成本。因此,业主制交易系统对机构投资者有很大的吸引力,从而挤占了交易所的一部分机构投资者市场,引起交易所间更激烈的竞争。

4 机构投资者要求减少交易成本的压力。在金融服务行业,权力正从股票经纪人和交易商转向机构投资者,机构投资者越来越意识到交易成本(佣金和买卖价差)对其投资业绩的影响,因而在不同的交易系统间寻找能最便宜地进行交易的系统。实际上,最大的机构投资者已经能够直接在电子交易系统交易,交易所仅仅被当作输入委托指令的电子门户。交易所间的竞争本质上是其交易系统间的竞争。

所有这些因素受欧洲证券市场一体化的影响而结合在一起发挥作用。单一货币消除了欧洲投资者的汇率风险,因而鼓励他们持有更加多样化的泛欧证券组合,这将导致跨境交易的大幅增长。电子化又为之提供了技术保证。结果,为了保持并增加其成交量,各国交易所将不得不减少对国内投资者的依赖,他们将更多地增强其吸引更具流动性的国外投资者的能力及与其他交易系统竞争同一股票的能力。

三、欧洲证券市场竞争加剧的结果

1 交易系统的增加将为投资者进行交易提供更加多样化的选择并给交易成本施加了竞争压力。更多的选择对投资者肯定是有利的。连续的电子交易系统为散户投资者和愿意等待其委托指令被逐渐执行的机构投资者提供了更便宜的

交易市场,机构投资者可直接进行限价委托的电子交易系统将更加流行,经纪人市场将逐渐限于只为大宗交易者提供快捷交易。

2 交易系统间更激烈的竞争产生的更低的交易成本也将使股票发行公司受益。因为交易成本的降低可以提高发行价,因而降低上市公司的筹资成本。这将吸引更多的公司上市,从而克服欧洲大陆缺乏愿意借助于股票市场筹措资金的年轻公司的怪圈,这与美国和英国的经历形成鲜明对比。

3 获得竞争带来的这些有利结果必须要付出市场日益分散的代价。人们也许希望市场间的套利(Arbitrage)会使市场间的价格一致从而消除这种代价,但套利只能减少委托指令分散带来的损失而不能完全消除它们,除非所有市场都完全透明。欧洲证券市场日益分散使发现和控制内幕交易与欺诈更加困难。在某种程度上,通过建立覆盖所有市场的协调管理机制和统一交易报告可以对付这一问题,但建立这种协调机制的成本将相当高,甚至会超过市场竞争加剧带来的收益。好在市场分散仅仅是转变过程中的一个阶段,分散的市场最终将在竞争中走向集中,一些交易所将无法在这一竞争浪潮中生存下去,主要金融中心的大交易所肯定会生存下去,但小交易所将面临把其交易业务丢失给大交易所的危险。小交易所的对策就是合并,如1997年6月哥本哈根与斯德哥尔摩股票交易所宣布创立一个一体化的股票交易市场,这标志着创立包括奥斯陆和赫尔辛基的泛北欧股票市场迈出了第一步。

4 大多数欧洲交易所都正在转变成公司制。不同所有权结构的交易所在与其他交易所的竞争中采取的策略是不同的,例如一个由当地的中介机构联盟严格控制的交易所将更倾向于推迟或阻碍采取便于外国投资者进入的措施,或者更具普遍意义的是:在用可能损害当地中介机构的方法改变交易所交易系统面前犹豫不决,就像伦敦股票交易所最初一直不愿采用连续自动撮合电子交易系统那样。但在变化的外部环境中求生存需要内部机制的灵活性和开放性,私有的法人结构公司制可对国内外变化中的投资者的需求作出更迅速的反应。这是否会真正成为现实将取决于交易所中国内外中介商、机构投资者和发行者在股权结构中的力量对比。

5 证券交易所与清算公司加强合作。欧元的启动使欧元区证券交易在空间上打破了地域限制,在时间上打破了营业日的限制,在市场上打破了各证券市场的界限,降低了成本,提高了流动性,消除了汇率风险,但也使信用风险更受重视。这对清算体系提出了新的要求,也使之大显身手。无论是通过证券市场完成的频繁的并购交易,还是日益增多的跨境交易或新兴的咄咄逼人的网上交易,都需要清算公司提供成本低廉、控制风险、高效迅速、品种丰富、一体化的跨境交割清算服务。因此,加强与清算公司的合作成为交易所获得竞争优势的一种策略,合作的途径之一就是二者融为一体。如伦敦国际金融期货交易所已经与伦敦清算公司成立了一家合资企业,以便在它把其大量的三个月的欧洲利率期货合约从大厅交易转向其新建的开放交易系统时能留住其客户,因为

它担心大量的客户会转向在德国 EUREX 交易系统挂牌交易的同样产品,该交易系统能够在同一清算公司对所有欧洲期货合约进行清算。伦敦国际金融期货交易所能否把其三个月的欧洲利率期货合约交易留在其新建的开放交易系统,关键取决于它与伦敦清算公司的关系。伦敦清算公司越成功,伦敦国际金融期货交易所的前景越好。

6 证券交易所间在竞争中加强合作。人们期望欧元的诞生会最终导致欧洲产业的大量合并,从而在泛欧或全球范围内产生更大的公司,这些大公司的股票在一个泛欧证券交易所上市,被其业务日益泛欧化的投资者交易似乎是自然而然的事。鉴于此,伦敦证券交易所和法兰克福证券交易所关于创立一个交易欧洲前 300 家大公司股票的泛欧证券市场的建议受到了普遍的欢迎,因为欧洲证券市场目前分离的市场结构长期内在一个日益电子化、机构化和全球化的投资环境中是行不通的,欧洲证券交易所在竞争中的合作是大势所趋。流动性是一个证券市场成功的关键所在,当流动性与信息集中于一个证券市场上时,该市场最具吸引力。而创立一个泛欧新证券市场可以导致更大的流动性正是该建议对投资者产生吸引力的主要原因。

但是,泛欧证券交易市场的诞生从一开始就遇到极大的阻碍,在它成为一个功能完善的证券市场之前还有很长的路要走。

首先,泛欧证券交易市场的规则及监管如何制定及执行。管理规则的协调一致内容庞杂,包括价格敏感的信息披露、公司报告、监管、交易、清算、交割和其他关于投资者的问题。虽然于 1996 年 1 月生效的欧洲投资服务指令(ISD)新的监管框架有利于各成员国监管的协调一致,但各成员国执行 ISD 的程度参差不齐,所以伦敦证券交易所和法兰克福证券交易所在 1999 年 3 月初就其交易环境的协调一致开始了其漫长的调整历程。

第二,谁来控制风险。许多欧洲的证券交易所都是合作制,伦敦证券交易所由 260 个成员所有,法兰克福证券交易所则由许多德国银行但实际上是由三大银行即德意志银行、德累斯顿银行和商业银行控制。泛欧证券市场可以选择的最好的所有制结构有两种:一是其本身成为一个上市公司;二是由它的主要使用者——国际机构投资者和主要的股票交易所控制。当然前者意味着它容易被并购,因此,市场各利益集团组成股份公司的所有制结构似乎更现实一些。但如何确定这些利益集团并非易事。实际上,伦敦和法兰克福越想满足统治它们的既得利益者——公司、会员、监管者和指数提供者等,它们建立泛欧证券交易市场的梦想被其竞争对手取代的可能性越大。

第三,如何兼顾其他六家欧洲证券交易所的利益。阿姆斯特丹、布鲁塞尔、马德里、米兰、巴黎和苏黎士证券交易所都想加入伦敦——法兰克福联盟,它们正在不耐烦地等着被正式邀请参与到新市场的发展中来,而伦敦——法兰克福联盟也有意邀请它们加入,目前已与米兰、马德里达成谅解备

忘录,在条件成熟时与两交易所合并。但同时,米兰、巴黎和苏黎士已经结成它们自己的联盟——三家交易所对彼此的会员都开放。它们认为这不是对抗伦敦——法兰克福联盟的一个破坏性的战略,而是对它的一个补充,而且还是一个当八家交易所结盟成的泛欧交易所不能成为现实时使它们处于有利地位的筹码,因为伦敦——法兰克福联盟在 1999 年初联盟的第一阶段就已经采纳了交叉会员协议。

第四,泛欧新证券市场与各成员国证券市场在竞争中的分工合作。如果各证券市场都只要大公司,而那些急需资本的中小公司被冷落一旁无人问津,这不利于欧洲证券市场的长期均衡发展。因此,泛欧新证券市场集中于大公司,而各国证券市场则主要致力于中小公司,这样的分工合作很重要。

尽管在 2000 年上半年前已取得了许多进步,但泛欧新证券市场的时间表尚不清楚。因为该计划很复杂且具有政治敏感性,犯错误的代价是巨大的,保证这个新市场在创立过程中不出错比保证它早日产生更重要。同时,各交易所间在竞争中加强合作也显得比以往更重要。

四、决定欧洲证券市场竞争格局的长期因素

就长期而言,三个主要因素将决定欧洲证券市场的供求结构从而竞争格局:

首先,非基金化的社会保障体系转向基金化的养老金计划将大大增加对证券的需求,并更加突出欧洲大陆机构投资者的地位。因而,欧洲证券交易所交易体系的设计将日益倾向于满足这些投资者的需求。

其次,目前在大多数欧洲国家正在进行的大规模的私有化计划将增加蓝筹公司股票的供给,特别是在公用设施部门。因为大公司股票交投活跃,因而欧洲证券市场的换手率和整体流动性将增强。

最后,欧洲高成长新兴中小公司初次公开发行数量的增长将进一步增加欧洲证券市场的股票供给。在竞争中产生发展的两个为欧洲高成长新兴中小公司提供泛欧交易系统的市场,即伊斯达克与欧洲新市场将有助于解决高成长新兴中小公司上市倾向低的瓶颈问题。

在欧洲证券市场一体化进程中,欧洲证券市场的竞争将围绕这三大方面展开,并通过竞争走向集中,最终实现欧洲证券市场的完全一体化。

注释:

V incent boland 伦敦《金融时报》,1999- 03- 23。

James M ackintosh 伦敦《金融时报》,1999- 03- 23。

欧盟委员会主席桑特在欧盟委员会于 1998 年 11 月 24 日在布鲁塞尔召开的“风险资本市场,创造欧洲就业的关键——从分散走向一体化”研讨会上的开幕词。

(作者单位:武汉大学世界经济系 武汉 430072)

(责任编辑:陈永清)