

全球证券市场发展趋势评述

●罗春林

作为世界市场重要组成部分之一的证券(资本)市场,在整个八十年代和九十年代初期呈加速发展的态势并取得了前所未有的成就,1992年6月,全球证券市场证券资本市值达98710亿美元(不含中国大陆、东欧和非洲)。八十年代以来,无论是证券的发行,还是流通;无论是交易手段,还是交易方式;无论是国内市场的建设,还是市场的对外开放度;也无论是市场的成熟度,还是市场的运转效率,都出现了新的趋势和浪潮。这些趋势既是原已萌生态势的强化和延伸,同时又是当代世界经济发展的产物。从与宏观经济背景的相关度来看,世界各国证券市场不仅继续受到各国经济景气与否的制约与影响,其离心倾向和相对独立性又进一步趋强。可以预见,世界各国证券市场的新趋势将在很长一段时间内维系下去,并且会在很大程度上决定和制约今后全球证券市场的发展方向和规模。

(一) 市场范围的国际化和一体化

现代商品经济的重要特征就是生产和交换的国际性以及由此所产生的对长期资本的巨大需求,必然要求投资和资本流动的国际化。证券作为资本流动的载体之一,证券投资作为八十年代以后间接投资的主要形式,要求证券融资业和证券市场突破空间上的地域限制和人为限制,成为资本供求的转换中介,由于各国的利率、汇率、证券收益率等客观上存在着差异,加上各国的金融管制、资本供求结构、投资者的金融资产偏好等不尽一致,为全球性的证券投资(投机)提供

了可能;资金借贷活动的国际化和发达国家通货的国际化也推动了证券市场一体化的发展。

1. 证券发行、上市和交易的国际化。证券市场诸环节、诸参与者的国别错位早在本世纪上半叶就有一定的规模,进入八十年代以后,跨国证券融资成为证券市场发展的主流之一,具体表现为,不仅一国的筹资者可以申请在其它国家发行和上市各种形式的有价证券,而且该国的投资者还可以在所在国证券市场买卖绝大多数的已上市的证券(包括所在国的国内证券和国际证券),在其它国家发行的证券既可以在本国货币标明面值,也可以所在国甚至第三国货币标价。当然,上述发行和上市交易须征得所在国证券或货币管理当局的许可,有的还须征得第三国的同意方可。上市证券或与所在国国内证券在同一交易所买卖;或者在场外市场流通,或在所在国专设的交易场所上市,如新加坡国际股票交易所。

欧洲债券市场在这方面最具有代表性,1974年以前,欧洲债券的年均发行额在20—30亿美元之间,1983年猛增到480亿美元,占当年国际债券发行总额的64%,1991年末,欧洲债券的累计发行额达1449亿美元。欧洲债券又称无国籍债券(State Less Bond),既不受国界的限制,又不受有关国家资本管制和中央银行的限制,其国际性就表现在,以非所在国的第三国货币为面值,由国际银行包销或承销,同时在多个国家发行或上市,市场参与者往往涉及数个甚至数十个国家。

2. 股价传递的国际性。在全球经济联系日益密切，尤其是跨国证券融资和交易愈演愈烈的情况下，任何一国的股市行情都对其它国家的股价走势起着示范效应，从而使全球股市行情具有传递性，其程度强弱取决于该国股市的规模、地位和对外开放度。1987年10月19日“黑色星期一”，纽约证交所道·琼斯工业股票价格指数下跌22.61%，引发了全球性股市灾难，同时，巴黎证交所“经纪人公司指数”下跌4.6%，伦敦证交所FT100指数下跌8.5%，东证指数下跌2.8%，香港恒生指数的跌幅高达33%。

3. 开放外国证券公司会员权或允许其设立分支机构。证券公司因其特殊地位和高收益，一直被视为外国投资者的禁区。这种限制从七十年代末开始趋于放松，1981年，野村证券公司成为纽约证交所的第一家外国会员公司；历来管制较严的我国台湾也采取了变通性措施，允许外国投资者可以有限额地对本地证券公司投资，1991年又特许两家美国证券公司设立了子公司。开放外国会员权、允许外国公司设立分支机构，既是市场国际化和一体化的必然要求，同时也是各国屈服于外界压力、遵循对等原则的结果。

4. 各国之间的合作及国际性的协调。证券融资活动的日益国际化以及市场参与者的多重国别错位，使证券市场的管理和调控的难度加大，市场风险也因此更具不可预测性，这就产生了各国证券管理当局及其它机构加强合作的必要性，相关的国际性机构也应运而生。1985年，美国证交所与加拿大多伦多证交所实现了电子联网，这是不同国家主要证交所的首次双向联系；1986年6月，纽约证交所和伦敦证交所共同设立了资本调查委员会；国际证券交易所联合会作为同业协调机构，在各国主要证交所的合作、监督与协调等方面发挥着重要作用。

（二）证券融资和交易的自由化

过去，各国证券管理当局为稳定本国证

券市场，对证券的发行、上市、证券商的业务范围、经纪人的佣金标准、股价涨跌幅度等均有严格的规定和限制，这种紧约束固然有积极的意义，但其负面效应是窒息了市场的活力和效率。证券融资和交易的自由化始于美国1975年，美国率先放弃了固定佣金制，此后，各国纷纷仿效，其中影响最大的是1986年伦敦证交所“Big Bang”改革，废除固定佣金制，对证券自营商和经纪商实行双重资格制，给日渐式微的英国证券市场增添了活力。自由化还表现在简化发行审批手续、放宽证券上市的标准和要求上，以比较保守的德国为例，德国政府规定，从1989年7月1日起，将外国公募债券5年和外国私募债券3年的最短期限均减少至2年，同时还取消了外国马克债券发行前两天的报告制度，以使发行人根据市场条件更灵活地选择发行时机。

证券尤其是股票价格的市场化也是证券交易自由化的重要内容之一，多数发达国家的证券管理当局已不再对股市行情的涨跌进行操纵和干预，管制较严的台湾证券市场虽尚未放弃涨跌板制度，但已于1990年将股价涨跌幅度由±3%扩大到±10%，并准备适时完全取消，使之随行就市。

过去，大多数国家的银行业和证券业一直互为禁区，这在美国、日本等实行单一银行制度的国家表现得尤为突出，其基本原因在于担心过大的风险冲击银行业并因此引起经济的不正常波动。进入八十年代以后，金融业务的全方位化和工商企业的跨行业经营化要求打破这一禁锢，各国政府也相应推出了一些解禁措施，作出了程度不同的让步。早在七十年代日本的证券公司就被允许在海外设立附属银行分支机构，1986年又被授权提供政府债券担保放款，1992年日本大藏省的提案首次准允银行通过其出资50%以上的子公司经营除股票以外的证券业务和信托业务。1988年和1989年，美国国会通过的法

案准许商业银行有限度地经营商业票据和抵押保证债券、认购公司债，美国政府还在考虑在条件成熟时采纳德国现行的综合银行制度，允许银行全面经营证券业务。

（三）证券投资基金化和机构投资者市场份额扩大化

证券投资的收益与风险是对称的，个人投资者入市的主要障碍是股票投资的高风险和资金分散、数额小，无力保证收益与安全的兼得。各种形式的证券投资基金的出现使这一难题迎刃而解，通过发行受益凭证或股票组织起来的基金由专家负责营运和投资，避免了个人投资的盲目性，基金投资还具有降低或分散风险、信息灵通、资金调度灵活、交易费用率低等优势，所以，基金推出以后广受小户投资者的欢迎。投资基金的另一功能是作为外国资本投资于本国证券市场的转换中介，韩国、台湾证券市场的对外开放即是采用基金的方式逐步推进的，按照当时的规定，外国投资者不能直接投资于本地的证券，而只能通过政府专设的外国基金（公司）的媒介。

投资者结构的变化还表现为机构投资者市场份额的扩大化。1991年，香港本地的地方经营机构和地方辛迪加占有的股票市场份额合计达48%，而同期香港居民持有的股票仅占市场份额的10%左右；1989年，澳大利亚50%以上的证券为机构投资者持有，而只有占总人口10%—15%的居民以有价证券作为资产持有形式之一。个人投资者市场份额的下降，除了实属个人间接投资的信托基金异军突起外，另一个重要原因就是在金融自由化以后，银行、保险、退休基金等纷纷将大笔资金注入证券市场，这些机构投资者在市场上具有垄断性的优势，个人投资者无法与之竞争而退出市场。

（四）交易场所的分散化和集中化

在历史上，分散的露天的场外交易先于场内交易，由于当时无法提供先进的通讯设

备和交易技术，又缺乏行之有效的管理手段，早期的场外交易市场信息不畅、价格波动大、投机性强。集中的场内交易虽有交易有序、运作规范、便于管理等优势，但另方面上市要求过严、手续繁杂、交易成本高，所以，即使是在管制最为严厉的时期，场外交易也从未中断过。近年来，随着卫星和光纖电缆等通讯手段的应用、电脑交易方式的推广，场外交易市场的通讯手段和交易技术的日臻完备，障碍场外市场发展的主要技术问题已不复存在。场外交易市场发展具有划时代意义的事件是1971年全美证券商协会自动报价系统（NASDAQ）的建立，把全美6000多个证券商的字号联结在一起，提供最新的证券行市，在技术上排除了任何利用时空差进行投机可能性。八十年代中期，日本证券商协会仿照NASDAQ安置了QUICK系统，其功能与NASDAQ极为相似。机构投资者的大举入市，又推动了近年来兴起的第三市场和第四市场的蓬勃发展，这又进一步强化了交易场所分散化的趋势。

另一方面，交易场所又呈集中化和统一化的倾向，这表现为一些国家证券交易所的合并与统一。1973年，英国国内的七家证交所与都柏林证交所合并，组成“大英及爱尔兰证券交易所”；1986年，香港的四家证券交易所合并为香港联合证交所；1987年，澳大利亚的六家证交所统一为澳大利亚证券交易有限公司。证券交易所的合并风潮之所以出现在英国、香港和澳大利亚，与以英国为代表的自律型证券管理体制不无关系，统一以后的证交所既便于政府的管理和监督，又有利于交易所自律权责的行使和强化；同时，证交所的合并也是上述国家和地区证券市场国际化的重要步骤，其宗旨是避免国内过度竞争、增强证交所的经营实力、一致对外。

（五）交易所公司化

1972年，纽约证交所由会员制转变为公司制，对世界各国证交所的组织形式产生了

重大影响，1991年，法兰克福证交所也由会员制改制为公司制，目前，除日本几家证交所外，世界其它规模较大的主要证交所均为公司制法人组织。公司制之所以能逐步取代会员制而成为交易所主要的组织形式，原因如下：（1）增强交易所的资本实力。公司制交易所的资本由会员股东出具，一般规模较大，这就为交易所的最低营业资本提供了保证，在市场规模不断扩大、经营品种成倍增加和竞争日益激烈的大潮下，为抵减市场风险而增加交易所资本额更显得十分重要；反观会员制交易所，其市场维持费由会员定期分摊，一旦市场萧条、交易额减少，维持费就会入不敷出，由此给交易所维持正常营业带来困难，1963年韩国达议证交所倒闭的原因盖出于此。（2）保证公平交易。公司制交易所规定证交所营运者自身不得参与证券的买卖活动，从而使之处于超然的地位；而在会员制组织形式下，会员既是交易所的管理者，又直接参加证券交易，这就蕴含着人为哄抬股价，操纵交易的可能性。（3）有利于证券交易活动的规范化。公司制度交易所既承担法人义务，又享有法人权利，一方面对交易所的业务和经营活动具有更强的法律约束力；另方面，交易所一旦与外界发生纠纷便可诉诸法律。

（六）交易手段的多样化和综合化

八十年代以来，西方金融市场的金融创新步伐明显加快，金融创新的主要内容之一就是交易手段的多样化和复合化，仅股票而言，近年来新推出的股票有后配股、混合股、可赎回股、偿还股、无面额股等；与股票相较，新涌现的债券更是名目繁多、种类齐全，如避免利率风险的浮动利率债券，该种债券后来又分化为上下限浮息债券、对立式浮息债券、错配式浮息债券，又如为避免汇率风险而设计的双重货币债券，还有避免利率、汇率双重风险的货币调换债券、利率调换债券等；交易手段的复合化还体现在两种

性质不同证券的复合上，如可转换股公司债；最后，一种全新的交易手段——股票价格指数的出现，完全突破了传统的交易手段的范畴，1968年新加坡国际金融期货交易所上市了“摩根·史坦利”世界股价指数期货交易，影响更大的是1982年芝加哥商品交易所推出的标准普尔500种股价指数期货交易。新的交易手段具有避免、降低或转移风险的功能，为投资者提供了多样化、安全、灵活、收益稳定的信用工具，新的交易手段还增强了资产的流动性、创造了信用。

（七）交易技术的现代化

交易技术的现代化首先表现为交易处理过程的电脑化。传统的公开喊价（竞价）交易制度效率低、时滞长、交易成本高、成交率也低，难以满足成倍增加的证券周转量的需要。1974年，纽约证交所安置了联合报价系统，该系统在1987年完善后每天可处理10亿股股票交易；1986年，伦敦证交所SEAQ系统建成，至八十年代末，电脑交易系统已在全球各主要证交所安家落户。现在，电脑交易系统已成为这些交易所倚重的必不可少的设备，据统计，这些交易所70%以上的股票交易都是通过电脑撮配完成的，有的甚至高达90%。电脑交易系统运行速度快、效率高，有利于降低交易成本，保证合理价格的形成和公平交易；交易技术的进步还具有稳定市场的功能，由于所有的委托在技术上都可以瞬时完成，使利用交易时滞长、证券周转速度慢的缺陷而进行投机的可能性大为减小。

交易技术的现代化还表现为通讯手段和信息传递的光电化，正是借助于发达、高效率的通讯手段，NASDAQ系统才能建立起来并为证券商和投资者提供及时可靠的行情。所以，发达的通讯手段不仅有利于打破证券市场的地域限制和国别限制，而且在一定程度上抑制了过去一度猖獗的利用行市的时空差进行的投机活动。

（八）期货期权交易方兴未艾

传统的交易方式主要现货交易和信用交易两种，以期货期权方式进行的交易微不足道，进入八十年代以后，交易方式虽无创新，但各种交易方式的成交额结构出现突变，以东京证交所1988年9月1日开办的东证指数期货交易为例，该项交易上市后3个月的成交额即达1.67万亿美元，远远超过同期东证第一部上市股现货方式交易额的0.6万亿美元。

金融期货交易已有几十年的历史，期权交易则是由芝加哥商品交易所1973年首先推出的。八十年代以前，期货期权交易之所以进展缓慢，主要是各国证券管理当局限制较严，另一个原因是交易手段过少。实际上，期货期权交易是一种两重性特征极为典型的交易方式，既可以避免风险、套利保值，同时也可能因管理疏漏、操作失当而助长投资活动和市场不规则波动。近十多年来，广大投资者饱受市场风险之苦，迫切希望能以期货期权方式分散风险、保值增值；另方面，各国证券立法更为完备、管理更为规范、操作更富弹性，所有这些，为期货期权交易的迅速发展提供了可能。

在这种趋势下，全球各主要证交所纷纷调整战略，或者在交易所内开办或拓宽期货期权交易的品种和领域，如香港联合证交所、大阪证交所；或把期货期权业务分离出来，专门另设交易所，如伦敦国际金融期货交易所、纽约期货交易所。与此同时，上市品种也不断推陈出新，除传统的股票、政府公债、公司债、外汇、短期利率外，八十年代初股价指数开始大规模上市，现已成为金融期货期权市场占主导地位的交易手段。

（九）证券市场管理体制的趋同化

各国证券管理体制有两种基本类型，一种是以美国、日本为代表的集中型，另一种是以英国为典型的自律型。两者之间本身没有不可逾越的鸿沟，只不过侧重点、立足点

和具体执行机构不同而已。近年来，随着全球证券融资和交易一体化的进程和各国证券主管机构、证券商协会、证券交易所联系和往来的加强，两种体制出现了某种程度的相互靠拢、趋同的态势。譬如，日本公司的上市申请按规定都是由交易所初审同意后再提交给大藏省最后核准，而实际上大藏省的核准只是例行的程序而已。此外，日本各证交所在发行、交易、场内监督、纠纷仲裁等方面取得了一些自律权。再如英国，在1986年开始实施的《金融业法》中，强调证券管理要“立足业者、依靠法规”，并成立证券投资局专门负责证券公司、投资公司等金融机构的注册、登记、管理等事项。可见英国的证券管理体制也不是单纯的“行业自律”。

市场的国际化、交易手段的多样化和交易技术的电脑化等，使交易地域、参与角色、市场风险等呈扩大化和复杂化倾向，这就对各国证券市场管理的范围、质量、效率等提出了更高的要求。各国证券管理体制的建立及其模式都有其特殊的历史背景，大都是在稳定市场——市场动荡、管理失败——加强控制的循环过程中的经验性的产物，其宗旨和出发点仅仅是消极防范，这种体制和方法是显然不适应于大容量、多品种、高效率的市场要求的。以集中型体制为例，涉及上市和交易的大多数活动包括对市场的直接管理都实际上是由交易所执掌的，交易所通过对证券公司的管理间接管理着广大投资者，又通过对证券上市的时间和挂牌区位等的安排以及价格定位，对上市公司的经营实施外部影响。交易所的管理有诸多优势，但却只有执行权而无决策权，这就势必要拉长监控手段的时滞进而降低管理效率；另方面，各国证券管理当局在长期的反动荡、反欺诈的斗争中积累了丰富的经验，这就为市场运转的稳定和规范提供了保证。所以，在集中型体制的国家，向交易所及其它相关机构放权不仅必要，而且可能。