

遠東文库·中国经济发展研究论丛

Competative Strategy for
Stock Exchanges

证券交易所竞争论

全球证券市场的角逐方略

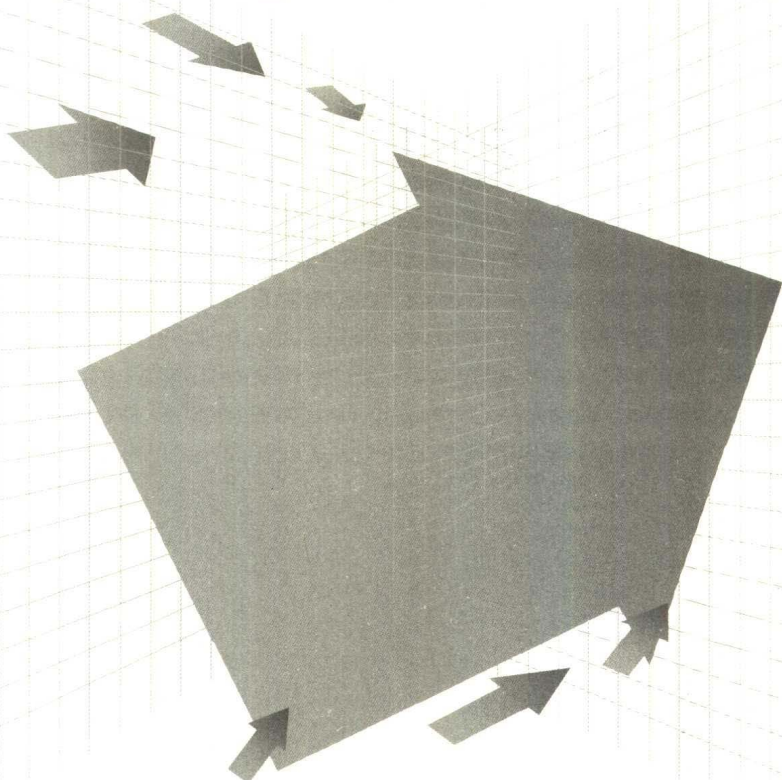


施东晖著 上海遠東出版社

Competative Strategy for
Stock Exchanges

证券交易所竞争论

全球证券市场的角逐方略



施东晖著 上海遠東出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券交易所竞争论: 全球证券市场的角逐方略/施
东晖著. —上海: 上海远东出版社, 2001
(远东文库·中国经济发展研究论丛)
ISBN 7-80661-465-6

I. 证... II. 施... III. 资本市场—市场竞
争—研究—世界 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 079890 号

远东文库·中国经济发展研究论丛

证券交易所竞争论: 全球证券市场的角逐方略

著 者/ 施东晖

特约编辑/ 施有文

责任编辑/ 徐维东

装帧设计/ 戚亮轩

版式设计/ 李如婉

责任制作/ 晏恒全

责任校对/ 吴明泉

出 版/ 上海远东出版社

(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

<http://www.ydbook.com>

发 行/ 新华书店上海发行所

上海远东出版社

排 版/ 南京展望照排印刷有限公司

印 刷/ 上海望新印刷厂

装 订/ 上海望新印刷厂

版 次/ 2001 年 12 月第 1 版

印 次/ 2001 年 12 月第 1 次印刷

开 本/ 850×1168 1/32

字 数/ 262 千字

印 张/ 11.25

插 页/ 2

印 数/ 1-3100

ISBN 7-80661-465-6

F·97 定价: 25.00 元

序 言

施东晖长期致力于金融研究,取得了不少成果。近年来,施东晖潜心于以证券交易所为核心的市场结构研究,本书便是这种研究的阶段性成果。

16世纪中叶,西方探险家为了寻找和东方国家之间的贸易道路而成立了股份公司,由投资者承担探险的金融风险,而探险家和船员则承担生命风险。其后,为了满足投资人对股份转让的需求以及对低交易成本的追求,证券交易所这种集中的交易场所在各国纷纷出现,并逐渐成为一国(地区)金融实力和金融主权的象征。

在学术界,人们对证券交易所和证券交易活动有两种截然不同的看法。以新古典主义经济学家为代表的学者们持理性市场观点,他们认为,股票市场的制度特征和功能特点在现实世界上最接近完全竞争市场,如斯蒂格勒就指出,纽约证券交易所(NYSE)是竞争市场的典型范例。与之相反,李嘉图、凡勃伦、凯恩斯、加尔布雷斯等人则认为股市是非理性的,受投机交易影响的股市常常产生价格泡沫,当泡沫破裂时则带来市场和经济的崩溃。

上述两种迥异的观点影响了学术研究的路径发展。由于现代金融学沿袭了新古典主义精神,因此金融学者们大都将股票交易的外部环境和制度规则作为既定条件,而直接研究价格行为和投资者行为。另一方面,自凯恩斯以来的经济学也甚少涉及证券交易的组织体系。

然而,20世纪90年代以来,随着金融证券化和投资全球化趋势的持续深化,证券交易所的结构变革愈演愈烈,交易所之间的合纵连横已成为财经媒体的报道焦点。这一切表明,证券交易所之间的竞争及其背后蕴含的对资本的争夺构成了国际金融发展的主旋律。在这种态势下,学术界的目光开始转向证券交易所,人们开始研究证券交易活动的外部制度规则和市场环境。本书就是在这样一种背景下写成的。

值得称道的是,作者并没有仅仅局限于证券研究领域,而是以较广阔的研究视野,运用了网络经济学和产业组织理论的基本原理来分析证券交易所这一特殊的经济组织,并建立了一个基本的分析架构。通过这一架构,作者为我们提供了一幅条理清晰、逻辑严密的证券交易所竞争蓝图,生动地呈现了当今全球证券交易所的变革、竞争和结构重组。这种努力和尝试体现了作者在相关领域的理论功底和实践经验。

中国证券市场的发展已近11年,虽然其间不乏浮浮沉沉,但仍创造了诸多辉煌。然而由于市场本身具有的巨大利益关系,使得人们无法平心静气地思考许多深层次问题,对股市泡沫、做市商制度、投资基金功能等问题的争论暴露出目前证券市场研究的浅显和不足。而作为一个相对来说更为专业化的领域,关于证券交易所的研究更是受到了明显的忽视,这是与目前证券交易所迈入全球竞争时代不相适应的。2001年11月10日,我国已正式成为世界贸易组织的成员国,这意味着我国的证券交易所也将不可避免地融入全球化结构分工和竞争合作的潮流中。相信本书的出版将对我国证券交易所参与国际竞争提供有益的参考。

杨朝军教授

上海交通大学金融研究所所长,博士生导师

导 论

一、被忽略的经济组织

诺贝尔经济学奖获得者米勒(M. H. Miller)曾以生动简洁的语言描述过证券交易的特点,他说:“证券交易所是一个舞厅,管理者提供音乐,投资者在这里跳舞。”^①然而,长期以来人们一直将证券交易所视为一个“黑箱”,当相关信息输入后,就会自动产生一个有效的定价,市场则以这一价格为导向,实现资本的最优配置。在这种思维定势下,人们忽视了对证券交易所这种特殊的经济组织的探究,对其组织形成、产业结构、治理机制、竞争战略等知之甚少。

与理论研究的“苍白”形成鲜明反差,证券交易所在现代市场经济体系中却扮演着重要角色,它们为各种经济主体提供了交易、投资、投机、对冲和套利的机会;它们为公司提供了筹资渠道,进而提供了企业的价格发现机制和信息发散机制;它们是一个金融中心获得成功的重要因素;它们还被一些国家用来推动民营化计划,并在新兴经济的发展过程中扮演重要角色。正因为如此,萨缪尔逊(P. A. Samuelson)在他那本著名的《经济学》中

① 参见默顿·米勒:《金融革新和市场不稳定性》,台湾五南图书出版公司1994年版,第26页。

将证券交易所直接描述为市场经济的“轴心”。^①

显然,证券交易所的现实世界和理论研究之间出现了“断层”现象,这种现象的形成一方面源于学术界对实务运作的漠视,另一方面则源于证券交易所的自我封闭和自然垄断。事实上,作为证券市场的组织者和一线监管者,证券交易所的运作效率和体制创新,直接关系到证券市场深度和广度的拓展,关系到市场效率的提高和功能的深化。深入了解证券交易所的组织变迁、系统运作架构及竞争战略,将为人们更深刻地认识证券市场的运行机制和经济功能提供一个崭新的视野。

二、从垄断到竞争

在本质上,证券交易所类似于通讯网络,因此它具有规模经济和网络外部性这两个网络产业的一般特征,并由此形成了自然垄断的产业特点。另一方面,作为证券市场的组织者和一线监管者,证券交易所的“产出”又被视为公共产品(Public Good),在经济金融体系中占有重要地位。因此,证券交易所常常成为法定意义上的市场垄断者,并被视为一国金融主权的象征。证
券交易所在 200 余年的历史中创造了许多辉煌。

然而,20 世纪 90 年代以来,随着信息技术的飞速发展,机构投资者迅速崛起,投资全球化的日益推进,以及市场管制的不断放宽,证券交易所旧有的市场秩序和自然垄断局面已被彻底瓦解,一次新结构对旧秩序的冲击,一场新理念对旧法则的革命,正在全球证券市场全面展开。

① 参见 P. A. Samuelson and W. D. Nordhaus, 1998: “Economics”, 16th ed., The McGraw-Hill Companies, Inc, p. 484.

在激烈的市场竞争形势下,古老的证券交易所正以一种前所未有的速度进行着深刻的革命。各国或地区交易所纷纷改革治理结构,进行购并结盟,更新交易系统,以确保自身在全球证券市场中的竞争地位。在这场席卷全球的变革浪潮中,长达200余年的交易所传统格局正在被打破,证券交易所大变革、大分化、大重组的序幕已经拉开,21世纪的全球证券市场和金融市场格局也将发生翻天覆地的变化。

三、本书的研究意义

全球证券交易所的变革浪潮已开始引起学术界的广泛关注。近年来,在理论和实践两种力量的推动下,对于证券交易所的研究已成为现代经济、金融研究中最活跃的一个领域。

在理论层面上,随着微观结构理论(Microstructure Theory)这一新兴金融学分支的兴起,现代金融研究的焦点逐渐从资产定价理论转移到具体的交易过程,即研究特定交易制度下的价格形成过程,以及不同交易制度对市场行为和效率的影响,这一转变使交易制度的设计者和提供者——证券交易所自然成为金融研究的焦点。

在实践层面上,随着越来越多的国家相继转向以资本市场为导向的金融体制,证券资产在各国居民金融资产中的比例日益提升,而以证券投资为载体的国际组合投资也已成为国际资本流动的主导形式。在这种背景下,证券交易所竞争已取代商业银行竞争,成为全球金融市场的竞争核心,这一转变推动了人们对证券交易所的关注和研究。

我国证券市场的发展目前主要集中在宏观层面的制度改革和规划阶段。然而我们必须认识到,证券交易所的发展理念及

在此基础上形成的体系结构关系到一国证券市场的运作效率和竞争力,决定着整个国家的资源配置水平和效率。在全球证券交易所竞争日趋激烈,证券市场结构变革加速发展的背景下,我国的证券交易所也面临着体制转轨和迎接竞争的双重挑战。

青木昌彦(M. Aoki)曾指出:“一个国家的经济体制,一方面,在以历史的路径依赖性基础上的已有制度为依据;另一方面,又根据技术变化、管制缓和等外部环境的改变产生着适应性的变化,以及与国外不同的经济体制的相互作用,而向新的体制转变。其实,正是通过竞争,发现和模仿新的制度、结构,而产生了这种活力。”^① 基于此种理念,本书以强烈的发展意识,多角度、多层次地剖析了证券交易所竞争这一国际金融的新现象和新趋势,以期为我国证券交易所的发展和市場结构改革提供相应的启示和建议。

本书的创新之处在于:^②

1. 现有关于证券市场的研究都是从交易需求方出发,主要集中于证券市场交易机制对价格形成的影响、既定交易机制下的价格行为以及不同类型的交易者行为。本书则是从交易供应方来分析,运用网络经济学、产业组织理论和证券市场微观结构理论的基本原理,剖析了证券交易所竞争这一国际金融市场的最新现象,以及交易所竞争对整个社会经济金融的深刻影响。

2. 在国际和国内范围内,关于证券交易所的研究正受到越来越多学者的关注,但迄今为止尚无系统性的著作。本书则首次完整、系统、深入地剖析了证券交易所这一特殊经济组织的产

① 参见青木昌彦、奥野正宽:《经济体制的比较制度分析》,中国发展出版社 1999 年版,第 12 页。

② 本书虽然以证券交易所为研究对象,但大部分分析也适用于金融衍生交易所、商品交易所等相似的经济组织。

业性质、演变趋势以及竞争战略。

3. 从证券交易所竞争的内在动因出发,明确提出了证券交易所竞争的 ePigs 战略,并从制度环境、技术条件等方面进行了深入分析,为我国证券交易所参与国际竞争提供了制度、技术和市场的运作借鉴。

4. 从证券交易所这一证券市场的核心出发,提出了中国证券市场发展应引入市场竞争性的观点,并提出了相应的改革建议。

四、本书的总体架构

本书的研究脉络遵循产业组织理论中“结构—行为—绩效”的分析范式(Paradigm),具体内容分为 10 章。

第 1 章从市场流动性的角度出发,分析了证券交易所的形成和其具有的自然垄断的产业特征,在此基础上揭示了证券交易所采取会员制组织形式的本质原因,以及在这种组织形式下的治理机制和公共管制理念。

第 2 章从产业管制、资本市场一体化、股权文化以及信息技术革命等层面,细致分析了整个证券市场的结构变化和机制创新,显示证券交易所正面临着全新的经济、技术及制度环境。

第 3 章根据产业组织理论中进入壁垒和市场竞争性的原理,分析了在新的竞争环境下,证券交易所正面临着从自然垄断到全球竞争的转变,以及这种转变对整个证券市场格局带来的冲击。

第 4 章运用网络经济学中需求方规模经济和供应方规模经济的“正反馈原理”,指出证券交易所的核心竞争力在于低交易成本,进而提出了证券交易所竞争的 ePigs 战略,即环境

(Environment)、产品(Product)、整合(Integration)、治理(Governance)和系统(System)五个层面,并以伦敦证券交易所和德国交易所为例,分析了证券交易所的战略定位和具体的博弈策略。

第5章至第8章详细剖析了证券交易所的竞争战略。其中,第5章论述了证券交易所的产品战略;第6章论述了交易结算系统等微观结构战略;第7章论述了全球证券交易所的购并结盟和整合趋势;第8章则分析了交易所的公司化改革及其对治理机制和监管体制的影响。

第9章以美国证券市场为案例,分析了在日益激烈的全球竞争环境中,纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克市场(NASDAQ)的竞争战略,及其对整个美国证券市场结构带来的巨大冲击和影响。

在对全球证券交易所竞争态势和竞争战略深入分析的基础上,**第10章**提出了我国证券交易所从垄断到竞争的改革建议,并提出了监管体制改革、市场层次化、金融工具创新、微观架构改革等具体的交易所发展战略。



CONTENTS

导 论	1
第 1 章 证券交易所：一种特殊的经济组织	1
第一节 证券交易所的形成	3
第二节 规模经济、网络外部性与自然垄断	7
第三节 所有权与组织形式	15
第四节 治理结构与公共管制	21
第 2 章 竞争环境的结构分析	25
第一节 产业管制的变革	27
第二节 资本市场的繁荣与一体化	31
第三节 股权文化的勃兴	35
第四节 信息技术革命对证券业的影响	39
第 3 章 从自然垄断到完全竞争	47
第一节 进入壁垒、电子化交易与交易所竞争性	49

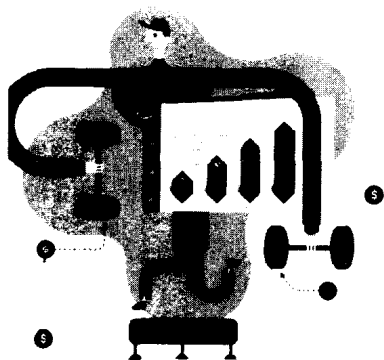
第二节	证券交易所竞争与产业结构变革	55
第三节	另类交易系统：新竞争者的崛起	58
第四节	从市场到企业的变迁	65
第4章	规模经济与竞争战略	73
第一节	规模经济与正反馈效应	75
第二节	历史上的竞争：以美国证券市场为案例	79
第三节	新经济时代的竞争战略	83
第四节	战略定位和博弈策略	92
第5章	市场细分与金融产品创新	101
第一节	证券交易所的产品拓展	103
第二节	跨国上市与上市资源竞争	108
第三节	创新产品的设计与开发：金融工程角度的分析	113
第四节	产品创新案例：指数存托凭证	118
第6章	运作效率与系统架构	129
第一节	市场运作效率与系统架构	131
第二节	交易机制与交易成本	135
第三节	交易成本、连接性与证券交易所竞争力	143
第四节	证券结算系统的发展特征与趋势	155
第五节	脱媒、再中介化与证券业结构演变	168
第7章	全球证券交易所整合	175
第一节	市场整合的竞争动因与理论解说	177

第二节 国内结构重组与整合	181
第三节 国际横向整合	186
第四节 跨国证券交易所整合：Euronext 案例	191
第五节 证券交易所全球整合与国际金融一体化	198
第 8 章 公司化、商业策略与监管体制	205
第一节 电子交易与证券交易所公司化浪潮	207
第二节 从会员制到公司制	210
第三节 公司化后的商业策略	218
第四节 自律与他律：需要什么样的监管体制	222
第五节 证券交易所的公司化实践：香港案例	229
第 9 章 技术与制度：美国证券市场的竞争态势	239
第一节 自由竞争与市场分割的历史	241
第二节 ECN 神话：技术创新与制度变革的产物	244
第三节 竞争、分割与统一	250
第四节 美国证券市场结构变革：一种渐进主义	257
第 10 章 体制转轨与竞争战略：我国证券交易所的 选择	265
第一节 垄断、竞争与体制转轨	267
第二节 市场层次化：竞争理念的引入	274
第三节 衍生产品市场发展：战略设计与运作构想	283
第四节 市场深化发展中的微观架构改革	294
附 录	303
1. 全球主要证券交易所市场统计概况(2000 年)	305

2. 全球主要证券交易所大事记(1999—2001 年)	327
参考文献	337
后 记	347

第1章

证券交易所：一种特殊的经济组织



规模经济和网络外部性使证券交易所具有自然垄断的经济基础,而作为证券市场的组织和管理者,证券交易所的“产出”又被视为公共产品,因此,证券交易所的自然垄断又具有了法律基础。自然垄断的产业特点与大厅交易方式相结合,使得证券交易所以非盈利性会员互助组织的形式存在。

