

英国证券市场的变革和发展

肖海泉

一、在变革中再度赢得国际证券中心市场地位

17世纪末,英国证券市场伴随着英格兰银行的成立和银行股票、公债的出现而逐渐兴起。1773年,买卖政府债券的伦敦露天市场迁入室内而形成的“伦敦证交所”,直到1802年才得到政府的正式批准。伦敦证交所随着工业革命的进展,规模空前扩大,处于国际证券业的中心地位。经过两次世界大战,英国证券市场的国际地位,如同英国在资本主义世界经济中的地位一样,江河日下。

进入20世纪80年代,英国证券市场获得了发展的机遇:①英国经济有所回升,私人资本投资扩大,国内公司新发行的股票和债券迅速增加。②欧洲债券市场发展迅速。由于限制较少,发行条件优惠,在欧洲债券市场上发行短期债券比在国内发行还有利,因而英国和其他国家的公司都积极利用欧洲债券市场筹集资金。③英国推行新金融政策,外国证券在伦敦证券市场上的发行量增加。与此同时,英国证券市场的发展也面临着挑战,美国、日本加速了金融领域里的改革,电子计算机等先进设备被广泛地应用到证券市场。法国、德国也在竭力扩大金融市场。面对机遇和挑战,历史悠久的、保守色彩甚浓的英国

证券市场体制日益显示出其局限性。为了适应国内证券市场的发展,参与国际证券业的竞争,恢复伦敦在国际证券业的地位,经过反复酝酿,伦敦证券交易所终于在1986年10月27日进行了大改革。人们用天文学家描绘宇宙在形成的一霎那所发生的巨大裂变——“大爆炸”(Big Bang)这个词来形容英国证券市场的这次改革。

改革的主要内容:①取消证券市场的最低佣金制,改固定佣金制为浮动佣金制,经纪商与客户通过谈判确定佣金,这种自由竞争的方法可以降低交易成本。据英国国际证交所1993年的统计,股票交易的平均手续费为0.26%,其中个人投资者为0.7%,养老基金为0.15%,保险公司为0.14%,境外投资者为0.17%,均有一定程度的降低。②打破证券经纪商(Broker)和造市商(Jobber)之间的界限,将两者合二为一。伦敦证交所的造市商相当于美国证券交易所的特设经纪商(Specialists)和美国场外市场的交易商(Dealer),美国的上述特设经纪商和交易商都被称为造市商(Market maker)。造市商的职能是按公开报价随时购买或出售一定数量交易单位的证

券,从而维持特定证券的买方和卖方报价。在1986年以前英国证交所的经纪商和造市商的业务长期隔绝,界限分明,彼此间不得兼营。改革后,交易所成员只有一种,他既可作为自营商,又可作为经纪人代客买卖。③打开长期封闭的证交所大门,放宽对会员资格的审查,允许银行、保险公司、投资基金等金融机构以及外国证券商进入市场参加交易。越来越多的外国竞争者的到来,无疑会给大多数中小型英国证券公司带来压力,给个人投资者带来更多的投资选择机会,从而促进英国证券业的进一步改革。④运用先进的电子计算机技术和设备进行交易,建立了“证券交易自动报价系统”,该系统与纽约证交所、东京证交所的电脑中心联网,实现了24小时全球证券交易。这次改革,对刺激英国经济的发展和保住英国作为世界三大金融中心的地位起了很大的作用。

为了提高英国证券市场的国际化水平,1986年9月16日,“伦敦股票交易所”和英国“国际证券管理组织”正式达成协议,双方将合并成一个组织,统一负责公司、银行等从事国内和国际证券交易的审批和监督。1987年正式成立英国国际证券交易所。

1996年初,英国开放了金边债券(政府担保的债券)回购市场。人们称之为“第二次震荡”。债券回购是将卖出的债券按约定的

时间和价格再买回来,卖方是以债券作抵押获得借款,买方则是贷出现金暂时拥有债券,并在卖方回购时获得利息收入。英国原来只允许21家金边债券经纪公司从事回购业务。现在,所有的交易商和投资者都能够参与进来。回购业务的开放,吸引了海外投资者,加快了资金周转,促进了证券市场的发展。1996年3月,伦敦证交所理事会决定于1997年初采用“指令成交”方式,1987年改革后形成的“报价成交”暂不取消。报价成交的价格是由证交所认定的,被称为是造市商的大公司在市场上公布的,其他投资者都要按照公布的所谓最佳价格并通过这些大公司买卖股票。指令成交是指投资者将自己认定的价格输入电脑,由电脑按买卖指令自动撮合成交。为了争夺客户,伦敦证交所不得不改革交易方式,采用世界主要股市普遍实行的指令成交方式。为了照顾大公司的利益,暂时允许他们继续采用报价成交方式。

英国证券市场在变革中不断发展。现在,英国共有6家国际证交所,它们共同组成联合证交所,其中以伦敦国际证交所规模最大。伦敦国际证交所上市证券的数量以及境外股票上市数量均居世界各证券交易所的前列。如果按证券总市值和成交额计算,伦敦证券市场则保持了世界第三、欧洲第一的地位。

二、在金融自由化、国际化浪潮中 改善市场结构

为了顺应金融自由化、国际化潮流,英国不断改善证券市场结构。首先,发展场外交易市场,建立与欧共体上市标准相一致的证券市场。过去,英国没有场外交易市场。80年代以后,场外交易市场在英国兴起。有一些证券公司,专门在场外交易市场经营中小企业的股票,市场规模迅速扩大。经过1986年的改革,英国国际证交所形成了由英国股

票市场、国际股票市场、期权市场等构成的完整的市场体系,其中英国股票市场又分为3个层次:上市股票市场、未上市股票市场和第三市场。上市股票的上市标准比较严格,有最低资本额、信息公开制度、上市前至少要有5年的交易记录等。未上市股票市场是在场外交易市场基础上演变而来的。这个市场为那些较小的、不能达到证交所上市标准的公

司提供一个正式的、有管理的交易场所。第三市场是为那些不能进入未上市股票市场的公司提供上市交易场所,第三市场的公司债券的交易是由其发起人而不是由证交所管理的。

1979年以来,欧共体陆续提出了一些统一各成员国证券上市标准的要求。比如,在欧洲的证交所上市的公司必须定期公布的信息;某一成员国批准了某个上市公司的说明书,其他所有成员国都必须承认;公司在向公众发行证券时,无论是否要求上市,都必须公布招股说明书,等等。欧共体1991年开始实行的招股说明书的标准,超过了伦敦国际证交所第三市场的要求,伦敦证交所于1990年底取消了第三市场。现在,根据欧共体的要求修改的管理规章,已使未上市股票市场的上市标准和上市股票市场的上市标准差不多,因此,未上市股票市场与上市股票市场即将合并。

其次,利用欧洲债券市场发行英镑债券。1979年英国取消了外汇管制,1984、1985年又颁布了一系列金融法规,如取消利息预扣税等。金融管制的放松促进了欧洲英镑债券市场的发展。英镑债券分为国内债券和欧洲英镑债券。国内债券由英国筹资者向国内投资者发行,在伦敦证券市场上市;欧洲英镑债券主要由英国及其他国家银行发行,在伦敦和卢森堡上市。随着债券发行数额的增加,在英国证券构成中债券占较大比重。1985年,伦敦国际证交所的证券交易总额为3630亿英镑,其中普通股票为962亿英镑,债券为

2668亿英镑。在债券的构成中,大多是英国政府债券和地方政府债券,公司债券的比重较小。

再次,发展共同基金,培养机构投资者。在主要发达国家中,英国的共同基金相对落后。近年来,有几个因素刺激了英国共同基金市场的发展:①1996年1月英国开放金边债券回购市场,这个市场为货币市场基金提供了更为广泛和必要的流动性;②1995年巴林银行的破产使投资者认识到存款帐户也有潜在风险,应该采取投资多元化战略,以分散风险;③1993年投资于英国国内股市的养老基金的投资回报率平均约为28.2%,高于股市的平均投资回报率。

随着基金市场的发展,作为机构投资者的基金管理公司,在证券市场中处于主导地位。从英国国际证交所的投资者结构看,1957年机构投资者持股份额占有所有上市英国公司普通股的21%,1993年则高达65.2%。个人投资者在1957年持有股票约占66%的市场份额,1993年则降为16%。从1995年第四季度起,货币市场基金在英国悄然兴起。不到半年就成立了10多家基金,其中两家在开业后的4个月里就分别吸收了1亿多美元的短期资金。这些新成立的基金大部分受到美国金融机构的支持。现在,越来越多的海外基金被吸引到伦敦来投资。机构投资者管理的基金达到1万亿美元,其中20%是英国之外的基金。伦敦证券市场成为世界基金投资的中心之一。

三、在“自律”的管理原则下加强 证券业的监管

英国对证券市场的管理是以证券交易所自律型管理为主,政府很少干预。英国没有制定全面管理证券市场的法规,在其他法律中,则有一些关于证券市场活动的条文,如公

司法中有关公开说明书的规定,1958年防止欺诈条例中关于证券登记的规定等。政府一般不设专门证券管理机构。英国贸易局只对非交易所会员的证券商有一定的管理权,英

格兰银行也只对一定金额以上的证券发行行使同意权。

自律不是放任自流。英国证券市场的自律型管理机构是:①英国证券交易所协会。它由伦敦和其他几个地方性交易所交易大厅内从事营业的证券经纪商和交易商组成。基本管理着全国的证券业。伦敦国际证券交易所所有严格的规章制度,规章的主要内容包括两个部分:一是关于内部组织、会员惩处及交易市场的规定;二是对证券上市的规定。②企业收购和合并专门小组。它是1968年由参加“伦敦城工作小组”的9个专业协会发起组成的。“伦敦城工作小组”是由英格兰银行提议建立的研究小组,目的是起草“关于管制企业收购的规则”。③证券业理事会。这是一个由10多个专业协会的代表组成的私人组织。主席由英格兰银行任命,其他成员中

有3名代表着投资者和一般公众的利益。这一机构目前在英国的自我管理体制中占有中心地位,它的主要任务是制定、解释和实行证券发行和交易的规则,这些规则有:《证券交易商行动准则》、《基金经理个人交易指导》、《大规模收购股权准则》等。

英国虽然主要依靠自律方式来约束证券市场,但对一级市场和内幕人士交易等方面,政府仍进行必要的立法管理。为了适应证券市场的发展趋势,英国加强了对证券投资业务的立法管理和监督。《1986年金融服务法》是一个管理证券业务的法案。该法案在设立投资公司的批准权、证券经营业务、上市和非上市证券的管理等方面都体现了对证券业宏观控制的加强以及对保护投资者利益的重视。

