

网上证券交易对证券市场影响的研究分析

关光齐 何 昆 黄丽华

摘 要: 网上证券交易在各国已经得到广泛应用。由网上证券交易引起的变革对传统的交易方式、交易制度产生不可估量的影响力,直接冲击着证券市场、投资者和券商。本文试图从证券市场和券商的角度来分析网上证券交易给它们带来的影响,从而从更深层次上理解网上证券交易的意义,更好地使用它。

关键词: 网上证券交易;证券经纪;证券市场

中图分类号: F 830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2003)05-0041-05

网上交易作为一种新的交易方式和交易制度,已经形成风起云涌之势,大有超过传统经纪业务的趋向。由于网上交易涉及了证券市场上所有各方的利益调整和重新定位,由此对证券市场的参与者和市场本身都产生了广泛而深刻的影响。

一、网上证券交易对证券市场的影响

1. 证券交易所、券商和投资者三者之间相互关系受到挑战 在传统的交易制度下,通过同业内长期的市场竞争,形成了相对稳定的市场格局。在网上交易作为一种新技术得到广泛应用的情况下,这一市场格局将受到严重挑战。技术创新在美国证券市场的成熟过程中扮演了一个重要角色。由于技术进步,市场不再是也不需要仅仅是一个有形的场所。例如,成交量在美国位居第二、由计算机推动的 NASDAQ 市场就没有有形的交易场所。技术也改变了证券交易的程序,交易者和经纪商—自营商不必通过场内经纪人就可以直接将作了限定的报价传递给特种经纪人或者做市商。过去 10 年的技术进步也同时改变了经纪商的成本结构。不仅证券交易所、券商和投资者三者之间相互关系受到挑战,而且券商之间的竞争关系也将发生重大变化。

在网上交易模式下,交易席位已经具备了“无形席位”的全部特征,加之技术设备费用的降低,导致普通交易者直接入市所需条件可能不再成为巨大的“瓶颈”。在这种条件下,投资者有可能直接越过券商这一层进行交易,代理交易的券商的地位就会受到威胁,致使其在传统的三点一线中的代理作用逐渐弱化。交易者对券商的依赖则可能更多的是技术支持、信息咨询等服务而不是代理。

2. 证券市场上的国际竞争将更加激烈 在网上交易日益重要的今天,国际间的竞争

将更趋激烈。一方面,不同国家的交易所之间的竞争会不断升级;另一方面,券商之间的国际竞争也必然加剧。网络交易使国家之间、地区之间的交易障碍不断下降,且各地交易所之间争夺客户、交易品种的竞争更加激烈。目前在期货行业已经相当明显地表现出这种倾向。如伦敦期货交易所(LIFFE)拥有欧洲交易最活跃的合约——德国政府债券,但现在德国交易所成功地夺取了大部分市场,根本原因就在于LIFFE还沿袭着传统的交易所交易方式,而德国交易所却采纳了全电子化交易。新的交易工具和交易方式的创新迫使交易所采取种种措施来坚守阵地,其中交易所之间的联合就是一种比较有利的方式。伦敦证券交易所与法兰克福证券交易所的联合就是适应全球性竞争的产物。与此同时,被伦敦—法兰克福联盟排除在外的法国提出建立自己的联盟——联系法国和米兰、马德里以及比、荷、卢经济联盟的证券交易所。网上交易使开放世界范围内的任何地区对同一品种的交易几乎没有什么区别,交易所必须顺应发展潮流,才能在争夺交易品种和投资者的竞争中获胜。

随着网上交易的发展,所有区域性市场连成为一个整体,投资者的空间障碍被彻底消除,能够低成本地进行跨国或跨区证券投资。随着全球金融一体化的发展,证券市场和投资对象(上市公司)也将逐步联成一体,即证券市场向世界各地投资者开放,一家上市公司的股票在全球各个交易市场挂牌。因此,网上交易的投资者可以在国际互联网上买卖挂牌的所有证券,最大限度地连续交易。券商也将面对全球性投资者的选择。在传统的经纪业务中,各国券商在国内业务中往往具有地缘优势,但在网上交易中,券商的地缘优势丧失殆尽,投资者选择券商考虑的是其提供服务的水平和研究开发的能力。

3. 传统交易所的地位也将受到挑战 电子通信将网络的网上交易已经威胁到传统交易所的生存。纽约证券交易所、纳斯达克和英国伦敦股票交易所都已经宣布把会员制改为纯盈利机构。这种改变就是在网上交易的压力下进行的体制改革。传统的交易所若不及时改革,其巨额成交量将消失在茫茫的电子网络空间,一旦成交量萎缩,在网上交易不断发展的情况下,就难以再有好转。此外,实时价格信息一直是其重要收入来源之一,现在面临着部分或完全丧失这些收入的危险。1997年,LIFFE和芝加哥商业交易所(CME)率先在互联网上发布实时报价信息。所有情况似乎都表明,传统交易所的地位正受到前所未有的挑战。美国目前有3个全国性股票市场、9个电子交易网络和6个区域性股票市场。美国证券交易委员会近期提出多项改革建议,其中有一项就提到了成立一个有利于普通投资者的中央市场,目的在于改变美国市场四分五裂的情况,增强市场透明度和价格竞争力。网上交易的发展对传统交易所本身产生的巨大压力。迫使它们不得不面对电子交易网络的低成本所带来的竞争优势。

4. 证券市场资源配置效率将得到极大提高 在传统的市场交易机制下,信息不完全和不对称助长了证券交易中的投机成分,具有信息资源优势的人往往利用本身优势操纵市场,或进行内幕交易牟取利益,证券市场资源配置功能大打折扣。证券网上交易,能极大地提高市场信息流通速度,消除机构、大户和散户之间在获得实时行情信息、发送买卖指令之间的差别,增强信息传递的及时性。同时,券商之间的竞争将主要集中于市场分析水平,从而有利于促进所传播信息的真实性和可靠性。两方面共同作用,将有效地提高证券市场的定价功能和资源配置功能。此外,前面所述的各个方面其实都是交易制度在高科技发展推动下的优化和演进,必将整体推进证券市场资源配置效率的提高。

二、网上证券交易对券商的影响分析

1. 券商之间的竞争格局将发生深刻变化 在成熟的证券市场中,券商之间的竞争必然形成“金字塔”多层次的市场结构。在金字塔的顶端是大型跨国券商。如美林、J.P 摩根、摩根士丹利添惠等;在此之下,是一些全国性大券商;最底层则是大量的区域性专门经纪公司。每一类公司都拥有自己的竞争优势和特定的客户群,彼此之间处于一种相对稳定的状态。随着网上交易的开展,这种相对稳定的市场很快就会被打破。

首先,折扣经纪商的加入使本来就已经相当激烈的市场竞争更加激烈,市场份额进入一个重新分配的过程。如美国最大的网上券商 Charles Schwab,1996 年年中推出网上证券交易以后,业务增长速度极快,1997 年底其网上投资者已达 120 万,1998 年底,客户总量高达 550 万,总资产为 1 443 亿美元,网上交易的年交易额超过 2 000 亿美元,年总收入达 23 亿美元。远远超过了当时一年 2.5 万个客户的市场目标。Charles Schwab 的股票也受到市场的追捧,它的市值为 255 亿美元,超过美林证券,跻身于全美十大券商之列。此外,另一家网上券商 E-trade 从 1996 年建立网上交易站点以来,每季度增长速度保持在 50% 以上,到 1998 年底公司已拥有 50 万用户,股价飙升至 60 美元。1994 年,在线投资商不到 10 万人,到今天已经超过 500 万人,约有 25% 的散户交易量是通过网上交易来完成的。预计到 2010 年,几乎所有的证券投资者将通过在线交易进行投资。美国网络经纪商的数量从 1997 年的 28 家发展到 1998 年的 100 家以上,而排名前 10 位的公司垄断了 90% 的市场份额。可见,网上券商对传统的大券商发出了巨大的挑战,在新一轮针对市场份额的竞争中,将主要集中在传统券商与新兴的网上券商之间展开。如美国最大的证券交易商美林集团开设网络证券交易以应付来自 Charles Schwab 和 E-trade 等网上券商的竞争压力。此外,摩根士丹利添惠的网络经纪部也于 1999 年 10 月 21 日开通网络交易。

其次,券商间的相互地位可能因网上交易的快速发展而改变。在传统交易体制下,那些规模巨大、资金实力雄厚的大券商具有无可比拟的竞争优势。而在传统交易体制向网上交易体制的转变过程中,小券商能够通过领先进入这一新的领域,建立起新的竞争优势,缩小与大券商之间的差距。因此,新的交易方式形成了新的竞争平台,使小券商获得一个新的扩大市场份额的机会。

此外,证券网上交易是一种虚拟化远程交易方式,能有效地克服时间、空间上的限制。全国性的、无形化的证券大市场逐渐形成,投资者可以不受地域限制自由地选择自己信赖的券商,证券交易的地域化色彩将被淡化。区域性券商主要依靠地缘优势,若不及时进入新的交易领域,在新的交易方式下,地缘优势不再存在,这些区域性券商将会面临更大的竞争压力。由于客户不再受地域分割,实力雄厚的券商可以凭借优势加速扩大顾客规模,实行规模经营,造成“强者愈强,弱者愈弱”的局面。

2. 核心竞争力发生转移,可能导致经营模式发生变化 券商的价值活动可以分为两部分,一是基本活动,在价值链上就是从资金融通、争取客户到业务实施以及后续服务各个方面,它们直接创造价值;二是辅助活动,产品研究开发和人力资源管理都可以与具体的基本活动联系起来并支持整个价值链。根据券商的价值来源,券商竞争优势主要来源于以下方面:(1) 融资能力;(2) 业务能力;(3) 为客户提供服务的水平;(4) 研究开发能力;(5) 人

力资源管理能力。其中前 3 个方面,是价值创造中的基本活动;后两个方面,是价值创造中的辅助活动。在传统交易制度下,券商的核心竞争力主要集中于融资能力和业务能力,研究开发能力处于相对次要的位置。但在网上交易占主导地位情况下,研究开发能力将占据前所未有的重要地位。

网上交易之所以能够获得如此迅速的发展,最重要的原因就是交易的低成本性。网上券商在投入大量固定成本之后,后续经营所需的费用极低,即基本上处于边际成本为零的状态,能够靠极低的价格争取客户。网上券商的竞争主要集中于两方面,即“价格竞争”和“信息竞争”。在经纪佣金自由化条件下,美国网上券商能以非常低廉的价格为客户提供相同的服务。因此,在发展之初,券商之间的竞争主要集中于价格竞争。当价格到达一定的程度并趋于稳定之后,券商之间的竞争将主要集中在“信息竞争”上。竞争战略从低成本、低价格转向高服务水平。尽管日本的网上证券交易是在券商经纪佣金制度放开以前导入市场的,网上交易低成本的特点并没有在竞争中充分体现,在“价格竞争”出现以前,券商的竞争偏向围绕“信息竞争”。但在券商经纪佣金制度放开以后,必然要经历“价格竞争”这一阶段。并且“价格竞争”之后最后还是要向“信息竞争”回归。因此,最后竞争优势还将是“信息竞争”。于是券商信息咨询服务功能必须在质上有所飞跃。美林公司的研究成果有 85% 是通过电子系统传递给机构投资者。到了一定阶段后,高质量的研究成果和信息资料将成为经纪业务中争夺客户的主要手段。

与此相适应,研究开发部门将成为券商竞争优势的重要来源。为了保持长期优势,券商必须在提供低成本服务的同时,更多地提供高质量的研究成果。因此,研究开发部门将一改过去的附属地位,成为公司核心部门。

3. 网上证券交易促使券商经营创新 网上证券交易的应用和推广,使证券市场出现了深刻的变革。面对市场变革的压力,以中介方式开展经营的券商也积极应用现代信息技术,进行经营创新。券商经营属于典型的信息服务,因而其经营方式代表了券商对具体信息环境的战略考虑。因特网的出现和延伸,为券商提供了前所未有的经营创新机遇。

(1) 传统券商经营方式分析。传统券商经营注重证券信息的质量和含量,并雇佣专业的经纪人,为客户提供高水平的投资咨询服务,以形成紧密的客户关系。20 世纪 80 年代,以美林(Merrill Lynch)公司为代表的一批券商开展信息技术应用,引入现金管理账户(CMA)等经营创新,进一步完善了券商的经营范围。在这种情况下,投资者对券商的依赖程度提高,转移成本增加。因此,信息技术应用使券商更加有效地锁定了各自的市场基础。同时,由于受经营资源、主要是人力资源的限制,券商只能有选择地界定服务对象,不太可能大范围地进行客户关系开发。因此,对于以全面服务为导向的传统券商而言,其经营的重点在于提高信息交换的丰富程度,但却难以顾及受众面因素所可能带来的潜在利益。

另一方面,自 20 世纪 70 年代末期开始,以嘉信(Charles Schwab)公司为代表的折扣经纪(Discount Brokerage)开始在美国证券市场出现,并在全球范围快速发展,成为又一种重要的券商经营方式。与提供全面服务的券商相比,折扣经纪所提供的证券服务十分有限,但其收费标准却比前者要低得多。实际上,折扣经纪针对更为广阔的市场空间展开经营活动,其服务对象是众多的自助投资者,他们或者不需要券商的全方位服务,或者无法承受全面服务的高额收费标准。在一般情况下,折扣经纪只向投资者提供简单的交易代理服务。它们往往建立区域性的服务中心,以较低的工资招聘话务员,处理投资者的电话委托业务。总的来

说,折扣经纪取得了比全面服务券商更为广阔的信息交换受众面,但是在低收费、低度服务的前提下,信息交换的丰富程度实际上已经大打折扣。

简言之,在传统证券市场的信息环境下,全服务和折扣经纪是两种典型的券商经营方式,它们代表了对信息受众面和信息丰富程度的不同权衡结果。

(2) 网络环境下的券商经营方式分析。以因特网为代表的新一代信息基础设施的出现和延伸,为不同类型的券商经营提供了创新的机遇。对于提供全面服务的券商而言,在跨越地理界限进行联结,并且基于共同通讯标准的网络环境下,它们能够在很大程度上克服传统服务过程中的空间和时间障碍,以较低的成本,快速拓展市场信息交流范围,增加市场信息交流渠道,为扩大客户规模提供了十分有利的条件。另一方面,从事折扣经纪业务的券商,则可以利用多媒体等现代信息技术和网络上急剧增加的证券信息渠道,在保持乃至扩大信息受众面的同时,不断增加与投资者接触过程中的信息容量,提高信息交流的个性化程度、交互程度、可靠性、安全性与实时性,从而丰富了与客户的信息交流内涵。网络环境的延伸和证券电子商务手段的应用,使全服务券商和折扣经纪的经营重心突破传统经营中对信息环境的权衡,实现信息受众面和信息丰富程度的同步改善,带来更佳的市场经营效果。

上述信息环境的改善,为券商带来了经营创新的机遇。网络的延伸和成熟,意味着一个具有巨大需求潜力的市场空间的形成和扩大。结合多媒体技术、顾客跟踪技术和其他信息技术的电子商务应用,使券商能够在开展网上经营的过程中,一方面不断发现新的客户目标,另一方面深化与客户的信息交流内容,及时界定和收集不同投资者的背景特征和相关交易信息,并利用数据挖掘技术(Data Mining)等进行各种比较分析,从而发现不同的客户需求导向。在此基础上,券商可以根据网络渠道交互性、实时性强的特点,利用先进信息处理技术在多媒体内容整合和发布方面的低成本、高效率优势,对所提供的证券信息内容进行针对不同需求导向的整合,开展以券商和投资者之间动态信息交流为基础的“个性化服务”,使投资者需求在更大程度上得到满足。显而易见,上述做法将对券商经营产生积极的影响。

值得注意的是,在传统券商经营向因特网上延伸,逐步实现业务创新的同时,基于全新业务模式的竞争者正在大量出现。与传统证券市场相比,在因特网上从事证券交易业务的资源投入较少,也更易于与广大的潜在客户进行沟通,这使得行业的进入壁垒大大降低。在此情况下,从事网上证券交易的企业日益增多,它们不受传统经营模式和行为的约束,经营灵活程度更高,更能够在瞬息万变的网上市场捕捉机会。E-trade、Wit Sound View等新一代“纯网络”券商的诞生和成功实践,就是最好的例证。相应地,在众多立足于网络经营的新竞争者的冲击下,传统券商不得不加快经营创新步伐,使证券市场的竞争呈现与以往不同的多元化、动态化特点。

总而言之,网上证券交易的出现和发展,使券商面临着经营创新的机遇,具体表现为不同经营方式的交汇融合趋势。在这一背景下,券商将能够利用先进的信息处理技术,低成本、高效率地开发服务对象范围,同时不断提高证券信息内容的丰富程度,从而为更广泛的投资者提供更高质量的证券信息服务,也进一步改善券商自身的经营效果。

(作者单位:复旦大学)