

WILEY

PLUMBERS AND
VISIONARIES

SECURITIES SETTLEMENT
AND
EUROPE'S FINANCIAL
MARKET

管道工程师与梦想家

证券结算和欧洲金融市场

【英】彼得·诺曼 (Peter Norman) 著 董屹 卓贤 译

一幅欧洲证券跨境交易的金融基础设施全景图
一部欧洲证券结算行业通史和欧盟证券结算监管史
一段欧洲顶级金融基础设施服务商运作模式演变历程



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

管道工程师与梦想家

证券结算和欧洲金融市场

【英】彼得·诺曼 (Peter Norman) 著 董屹 卓贤 译



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

管道工程师与梦想家：证券结算和欧洲金融市场 / (英) 诺曼 (Norman, P.) 著；董屹，卓贤译. —北京：中国发展出版社，2016.5

书名原文：Plumbers and Visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market

ISBN 978 - 7 - 5177 - 0507 - 9

I. ①管… II. ①诺… ②董… ③卓… III. ①金融市场—研究—欧洲
IV. ①F835.05

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 094322 号

英文原书 ISBN 978 - 0 - 470 - 72425 - 5

著作权合同登记号：图字 01 - 2016 - 3171

All rights reserved. Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons Limited. Responsibility for the accuracy of the translation rests solely with CHINA DEVELOPMENT PRESS and is not the responsibility of John Wiley & Sons Limited. No part of this book may be reproduced in any form without the permission of the original copyright holder, John Wiley & Sons Limited. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

Copyright © 2007 Peter Norman

Chinese Simplified Characters copyright © 2014 by China Development Press

敬告：本书中文简体版专有翻译出版权由 John Wiley & Sons, Inc. 公司授予中国发展出版社。未经许可，不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。本书封底贴有 Wiley 防伪标签，无标签者不得销售。

书 名：管道工程师与梦想家：证券结算和欧洲金融市场

著作责任者：(英) 彼得·诺曼 (Peter Norman)

译 者：董屹 卓贤

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街16号8层 100037)

标准书号：ISBN 978 - 7 - 5177 - 0507 - 9

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：三河市东方印刷有限公司

开 本：700mm × 1000mm 1/16

印 张：28.5

字 数：559千字

版 次：2016年5月第1版

印 次：2016年5月第1次印刷

定 价：72.00元

联系电话：(010) 68990625 68990692 电子邮件：937839405@qq.com

购书热线：(010) 68990682 68990686 本社网址：<http://www.developress.com.cn>

网络订购：<http://zgfzCBS.tmall.com> 网购电话：(010) 68990639 88333349

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

前言（原版）

本书写作的由来可以追溯到2004年末在伦敦金融城的一次午餐。喝过咖啡后，时任欧清董事长的克里斯·塔布克（Chris Tupker）提议说，如果有人能够记录前辈们创建欧洲现代证券结算行业的艰难历程，真是件造福后人的事情。

没有人立即响应这个提议。然而不久以后，德意志交易所收购了伦敦证券交易所，其更具雄心的战略日渐清晰。欧盟委员会在布鲁塞尔颁布新规，监管环境快速变革。交易所和交易后基础设施眼看着就要进入整合的终极游戏。证券结算行业立足于先驱们的基业，着力于解决曾阻碍欧洲经济增长的、障碍重重的跨境交易难题，大展宏图的历史时机似乎已经来临。

三年的时间过去了，期间确也发生了很多变革，但是欧洲交易后的最终业态还是没有成型。无论如何，拙著《管道工程师与梦想家：证券结算和欧洲金融市场》最终还是付梓了。

本书讲述了一个金融部门的故事。20世纪60年代，那场足以摧毁尚处于幼年期的国际资本市场的结算危机，催生了一个行业巨擘——欧清集团。其后历经40年的发展，现如今，证券结算行业对资本市场已经至关重要。

本书记录了证券结算行业的发展历程。这个行业的发展超越了欧洲各

国的政治边界，从20世纪60年代欧洲债券市场那些不受监管、随心所欲的日子开始，到欧盟一体化，再到如今已被严格监管却仍保持高效便捷，该行业的业务量已高达数万亿欧元。尽管美国模式对欧洲结算行业影响深远，这个行业仍然在具有鲜明欧洲特色的道路上继续前行。

本书的出版和研究得到了欧清公共有限公司（Euroclear PLC）的帮助和资助，欧清的故事也是本书的重要内容之一。但是自始至终，欧清和作者的研究之间都保持独立。本书不是欧清或者书中涉及到的其他公司的官方历史。

证券结算是一个高速发展、极其依赖信息技术的行业。结算公司们通常在搬迁办公室时就把旧档案都遗弃了，就像是委托垃圾清运车来存档一样，致使写作素材少之又少。因此，作者要感谢在本书研究中给予帮助的人们。

我要感谢证券结算行业、监管当局、政策制定部门和媒体的各位朋友，对于我提出的那些时而乏味、经常幼稚的问题，他们总是有问必答，还很幽默。

他们是：沃尔特·奥维彻（Walter Allwicher），马克·培尔（Marc Bayle），约翰·贝里根（John Berrigan），吕克·鲍曼（Luc Bomans），班诺特·波特姆博格（Benoit Bourtembourg），布鲁斯·布莱肯瑞吉（Bruce Brackenridge），罗尔夫-E·布洛伊尔（Rolf-E Breuer），马西莫·卡普阿诺（Massimo Capuano），戴安娜·陈（Diana Chan），阿拉斯泰尔·克拉克（Alastair Clark），伊格纳茨·库姆斯（Ignace Combes），克利福德·达摩斯（Clifford Dammers），高德弗莱德·德·维迪斯（Godfried De Vidts），马丁·迪翁（Martine Dinne），戴安娜·迪马斯库（Diana Dijmarescu），奥利维尔·德鲁斯（Oliver Drewes），菲利普·杜维萨特（Philippe Duvieusart），比尔·艾灵顿（Bill Ellington），皮埃尔·弗朗科特（Pierre Francotte），金融时报图书馆（The Financial Times Library），维尔纳·弗雷（Werner

Frey), 让-保罗·福莱森 (Jean-Paul Frising), 埃文·加尔布雷斯 (Ambassador Evan Galbraith), 马蒂亚斯·冈茨 (Matthias Ganz), 阿尔伯特·乔瓦尼 (Alberto Giovannini), 让-米歇尔·哥德弗洛伊 (Jean-Michel Godefroy), 大卫·格林 (David Green), 肖恩·格里纳韦 (Sean Greenaway), 朱迪思·哈特 (Judith Hardt), 格尔德·豪斯勒 (Gerd Häusler), 沃尔特·伊姆森 (Walter Imthurn), 皮埃尔·强森 (Pierre Jaans), 派·诺拉·考皮 (Piia-Noora Kauppi), 佩恩·肯特 (Pen Kent), 汤姆·凯彻姆 (Tom Ketchum), 弗里兹·克莱恩 (Fritz Klein), 沃尔特·科勒 (Walter Koller), 约翰·兰顿 (John Langton), 安德鲁·拉吉爵士 (Sir Andrew Large), 奥利维尔·勒费弗尔 (Olivier Lefebvre), 安德烈·卢西 (Andr'e Lussi), 安德烈·卢根 (Andr'e Lutgen), 迈克尔·马驰 (Michael March), 雅克·菲利普·马森 (Jacques-Philippe Marson), 蒂姆·梅 (Tim May), 乔尔·梅耶 (Joël M'èrère), 保罗·莫塞尔 (Paul Mousel), 马里奥·纳瓦 (Mario Nava), 约翰·诺德斯特姆 (John Nordstrom), 迈克尔·帕特森 (Michael Patterson), 汤姆·佩南 (Tom Perna), 丹尼斯·彼得森 (Denis Peters), 安妮丝·帕蒂奥 (Agnès Petiau), 阿尔伯特·彼得森 (Albert Petersen), 帕特里克·蓬斯莱 (Patrick Poncelet), 赫谢尔·波斯特 (Herschel Post), 安德烈·鲁兰茨 (Andr'e Roelants), 斯坦利·罗斯 (Stanley Ross), 布鲁诺·罗西尼奥勒 (Bruno Rossignol), 伊恩·萨维尔 (Iain Saville), 勒内·施密特 (Ren'e Schmitter), 斯蒂芬·舒斯特 (Stephan Schuster), 沃纳·塞弗特 (Werner Seifert), 约翰·塞罗科尔德 (John Serocold), 休·辛普森 (Hugh Simpson), 伊恩·斯蒂尔斯 (Ian Steers), 彼得·苏凯特 (Peter Sucaet), 保罗·西蒙森 (Paul Symons), 布莱恩·泰勒 (Brian Taylor), 杰弗里·泰斯勒 (Jeffrey Tessler), 约兰德·塞斯 (Yolande Theiss), 让-弗朗索瓦·泰奥多尔 (Jean-Francois Th'eodore), 马丁·托马斯 (Martin Thomas), 伯尼·蒂尔 (Bernie Till), 汤普-古格罗 (Gertrude

Tumpel-Gugerell), A·克里斯·塔布克 (A. Chris Tupker), 查理斯·德-于瑟尔 (Charles D'Ursel), 杰拉德·范·纽文霍夫 (G'erard Van Nieuwenhove), 鲁狄格·冯·卢森 (Rüdiger Von Rosen), 大卫·沃克爵士 (Sir David Walker), 奈杰尔·威克斯爵士 (Sir Nigel Wicks), 戴维·赖特 (David Wright), 埃迪·威米尔希 (Eddy Wymeersch), 斯坦尼斯拉斯·亚索科维奇 (Stanislas Yassukovich), 卡洛斯·泽恩 (Carlos Zeyen)。

如果没有克里斯·塔布克董事长的启发和鼓励, 就没有本书的问世。我还要向欧清股份有限公司 (Euroclear SA/NV) 的 CEO 皮埃尔·弗朗科特 (Pierre Francotte)、新近退休的欧清银行 CEO 马丁·迪翁 (Martine Dinne) 致以特别的感谢。他们花费时间阅读了本书的部分章节并给出了有用的建议。

他们, 以及欧清集团的其他任何人从未对作者的研究施加影响。书中的任何判断和错误都来自于作者本人。

为中文版《管道工程师与梦想家：证券结算和欧洲金融市场》作序，我颇感喜悦和荣幸。证券结算服务及其基础设施是现代金融市场至关重要的组成部分，但却鲜为人知。本书的初衷就是把它介绍给更多的读者，尤其在其开始吸引政策制定者关注之时。

如果本书的译本能在中国发挥同样的作用，那就大大超越了我最初的期望。

本书写作于2005~2007年间，当时欧洲正致力于实现更高程度的货币和金融一体化。正式出版后，本书就被翻译为多种文字。最初是俄语，现在是中文，这反映出金融市场的全球化趋势。这也正是我所希望的。因为本书揭示了“交易后行业”（post-trade）一般意义上的重要性和证券结算特殊的重要性。

工业化国家的经验告诉我们，金融服务业乃至整个社会的成功构建有赖于高度发达的金融市场基础设施。清算所和交易数据库、证券结算系统和中央托管机构组成了金融市场基础设施的重要部分，它们通常被称为金融市场的“管道”。

世界各地的证券结算系统和中央托管机构都确保证券（比如债券，股票或集合投资等）安全地从卖方转移给买方并获取对价，发行和托管这些证券（通常在簿记系统），并为确保市场的安全运行和高效运作不懈努力。

它们增加了证券市场的深度和流动性，助力金融交易，推动经济增长。受益于互联网产业迅速提高的规模经济效应，金融市场基础设施就能显著降低交易场所的成本，并施惠于市场交易者。

不论是在金融市场上还是在自己家中，“管道”都有一个特性：不到出现问题的时候，没有人会注意到它。创建和维护证券结算基础设施的工作就落在了本书标题中“管道工程师”的身上。金融基础设施建立于信息系统之上，执行全球交易并确保安全。“管道工程师”们正是金融市场基础设施的设计者、建造者和管理者。

此外，在本书研究过程中，我发现了一个明确无误的事实。那就是从20世纪60年代末起，一小部分人在行业塑造中起到了关键作用。这些人，我称之为“梦想家”。“梦想家”们受自身德行驱动，凭一己之力在行业掀起变革。然而，这些变革并不总是从行业或整个社会的长远利益出发。

这就是书名中“管道工程师与梦想家”的一个诠释。就在本书写作几近完成，手稿将要寄给出版社的一个月前，我突然有了灵感以此命名。

“管道工程师”这一称谓并没有受到书中提及的一些业界人士欢迎。他们反对将自己与家里那些漏水管或故障锅炉的维修人员相提并论。

但是随着时间推移，我注意到现在大多数人都对这个头衔引以为荣。这可能是因为本书传播了这个行业的知识。但我认为可能性更大的是，在2008年9月雷曼兄弟倒闭、全球金融危机袭来的紧急关头，提供清算结算服务的金融市场基础设施却表现优异，成为全球市场上极少数还能运转良好的金融机构群体。

自本书完成以来，金融“管道”的重要性得到了进一步认可，这很大程度上也是因为发生了2009年的金融危机。本书的出版填补了重要的认知空白，很多高管（就是为金融市场基础设施服务的“管道工程师”）告诉我，他们的公司将本书用作教材，向新员工传授证券结算的方法和历史。此外，本书还成为监管当局和政策制定部门（如欧盟委员会和欧洲议

会)施政时的参考资料。我希望中文版也能发挥类似的作用,既便利新入行者通晓业务,也能给监管当局的宏伟蓝图提供切实有用的行业信息。

在雷曼兄弟危机期间,清算结算服务一直平稳运行,这要归功于“管道工程师”们。但回顾起来,总体而言,我却不那么确定书中的“梦想家”们是否真的对社会贡献巨大。

但确有一部分“梦想家”功勋卓著,其中我不得不提到阿尔伯托·乔瓦尼(Alberto Giovannini)。他在2001~2003年的报告中直陈欧洲结算市场分割的弊端,提出了移除障碍以促进证券市场统一的策略,至今仍然是公共政策实施的典范。然而遗憾的是,他的理念(见第14章)至今仍然未能完全实施。比他的理念更早的,是美国银行和证券业协会(BASIC)采取的行动(见第3章)。银行和证券业协会无私且成功的行动,为美国建成今天这样全国集中、统一且由使用者所有与管理的证券结算系统奠定了基础。

欧洲为解决分割问题,仅就提出建立单一证券结算市场的计划就花了30年时间。这种分割是因为国家主权不同,以及(国际)中央托管机构所有者结构和治理结构不同造成的。本书写到,个人行为有时在欧洲证券结算市场的发展中产生了不可预计的影响。我们看到大多数“梦想家”在建设欧洲证券结算基础设施的同时另有所图。

赚钱、赚大钱,这个动力促使摩根担保在20世纪60年代末创建了欧清——全球第一个国际中央托管机构。摩根的动机遭到银行强烈质疑。为了保护既得利益,银行们建立了世达(后来的明讯),并成为欧清的对手。这对相互冲突的动机最终产生了两个世界级的金融市场基础设施。这很大程度上归功于它们互为假想敌、高度竞争的企业文化。

多年以来,追求公司自身利益、支持市场统一和支持交易后基础设施建设,几者并行不悖。事实上,证券结算系统、(国际)中央托管机构和其他金融市场基础设施的使用者、运营者和所有者,在安全、高效地维护

证券市场中实现了共赢。

然而，欧洲的这种共同利益在 20 世纪 90 年代开始逐渐被侵蚀，因为证券交易所出现了股份制改革。德交所 CEO 沃纳·塞弗特（Werner Seifert）发现，交易所如果在一个垂直“筒”状结构中提供交易、清算、结算和托管的全套服务，获利会更大。

塞弗特以其远见卓识夯实了德交所的财富根基。然而，他的理念却制造了分裂。交易所和基础设施的股份化撕裂了欧洲金融社会，以致于在欧元面世后、当欧盟将重心转移到移除各国清算结算障碍时，市场成员缺乏准备，无法统一步调应对。政府之间和行业内部不能达成一致，再加上各自的既得利益，使乔瓦尼计划的实施举步维艰。

自金融危机后，欧洲央行和立法机构已经开始整合证券清算结算行业。欧洲央行正在逐步推进泛欧证券结算平台（T2S），这个革命性的平台将彻底改变欧元区内和周边国家（国际）中央托管机构的业务格局。欧盟委员会、欧洲议会和欧洲理事会也同时通过了一系列规范金融市场的法律条款（包括清算结算行业在内），这些法规在本书付梓时已然付诸实施。

上面谈到的欧洲清算结算行业的历史，无论其正面经验还是负面教训，均可为其他地区所借鉴。

中国发展证券交易后行业具有很多优势。不同于欧元区，中国证券交易后行业处于一个独立的主权国家下，拥有单一货币，交易后基础设施日益发达，发展成就有目共睹。特别是证券和衍生品市场的清算结算服务以其内生的安全特性，有效地保护了个人投资者。

我承认我对中国并不是特别了解，也没有对中国的清算结算基础设施做过专门研究。但从新近的一些出版物中，以及从中央国债登记结算有限责任公司（CCDC）的年报中，我发现最近 10 年，随着中国金融市场的快速发展，中国的交易后领域同样取得了显著进步。更重要的是，它们已经与国际领先的基础设施服务商取得了广泛联系。例如，中央结算公司从单

一的银行间债券市场的托管登记机构，发展为能够处理全方位金融资产、提供担保品管理等综合服务、与多市场联系紧密的基础设施，更是体现了这一趋势。

中国的交易后机构之间可以相互学习，这将对彼此大有裨益。很重要的一点是，中国的金融市场基础设施在发展各自的公司文化和特性时，要避免门派之分。否则，正如书中所写，本位主义和不同秉性所引发的冲突将带来极大的破坏作用。

毫无疑问，在中国经济对外开放、对经济和金融事务承担更大国际责任的背景下，中国的金融市场基础设施将在助推经济增长过程中得到进一步的深入发展。

由于当前中国金融市场还面临很多约束和管制，有理由认为中国的交易后基础设施还没有承受像北美或欧洲那样的重压。

金融现代化，包括证券结算基础设施的进一步发展，对人民币国际化相当关键。可以预见，中国出于技术和竞争的考虑更多地向外国企业开放国内金融市场时，投资者在中国托管的证券就可以加入到全球性的担保品池中。同时，当人民币更多地在离岸市场的贸易和金融中使用，中国政府也加强了对其货币的控制。

随着中国市场对外国投资者逐步开放，我必须指出，中国需要同时具备 T+0 结算系统（即交易日当天结算）和 T+2 结算系统（即交易日后两个工作日结算）。后者在欧洲实行，算得上是当前全球的通用标准。也许在未来，具有潜在颠覆性的区块链技术（blockchain）会破解这一难题。

当前，中国面临着人口老龄化的挑战，也逐步从急速扩张的出口投资型经济转变为增速放缓、内需导向的更成熟的经济。现代结算基础设施有助于中国政府应对挑战。更加高效的金融市场和基础设施有助于将储蓄和盈余转化为投资，投入到环境治理、公共健康、社会安全、养老体系和农村基础设施建设中去，帮助西部落后地区发展经济。

我在开篇就说为中文版作序是一件很高兴的事。更值得高兴的是在过去一年里与董屹女士的合作。董屹女士来自中央国债登记结算公司，她和她的团队是本书的中文译者，本书的中文版由中国发展出版社出版。

我对中文版的贡献显然比不上董屹女士所做的大量工作。我主要在原文内容不够清晰之处给出进一步解释。然而，我还是为自己能够参与本书的中文翻译深感荣幸，也希望这次合作能够加深欧洲和中国在证券结算这个专业领域乃至更广阔空间中的相互理解。



彼得·诺曼

英国，伦敦，温布尔登

2015年11月

通向金融基础设施融合之路

作为核心金融基础设施的“交易后部门”

证券结算其实是一个古老的行当，证券交易的源流有多长，证券结算的历史就有多悠久。证券结算是核心金融基础设施。如阿尔伯托·乔瓦尼（Alberto Giovannini）所说，清算和结算的低效会产生严重后果。当清算和结算成本过高或程序过于复杂时，金融交易会受阻，市场会成为孤岛，金融资产价格不能传达市场参与者信息，经济资源无法在时间和空间上实现最优分配。因此，单一的、无壁垒的结算服务是任何金融市场发育健全的基本保障。

现代意义上的证券结算行业或者说“交易后部门”却很年轻，它肇始于20世纪60年代的“纸危机”。那场足以摧毁幼年国际资本市场的结算危机，激发了证券“无纸化”和中央托管的构想，催生了中央托管机构（CSD）。中央托管机构和其他金融基础设施一起，支撑起现代证券市场天文数字般的交易量，也支撑着令人眼花缭乱的金融创新产品和纷繁复杂的交易后事务。没有现代金融基础设施及其提供的公共服务，我们所熟知的金融世界就无法运转。

自中央托管机构诞生以来，在网络经济效应和规模经济效应的推动下，融合之势不可阻挡。这体现了市场对高效率、低成本、低风险的要求。在全球范围内，证券从分散保管向区域中央托管机构集中，从区域中

央托管机构向全国中央托管机构集中，从全国中央托管机构向国际中央托管机构（ICSD）集中。业界一度提出了大洲乃至全球集中的构想，比如建立全球单一的中央托管机构——世清（Worldclear）。

美国金融基础设施的整合堪称全球范例。1968~1999年的漫长30多年间，美国逐步合并各交易所的托管结算部门，建立起了中央托管体制。1999年，全美证券托管结算公司（The Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC）成立，标志着美国拥有了世界上最集中的中央托管体系，并成为交易后效率的基准（Heiko、Markku和Juha，2002；Giovannini Group，2002）。

40多年以来，欧洲一直在向美国学习，直到金融危机爆发。欧洲的金融服务和基础设施被国界和资本管制分割成不同单元，发展极不平衡，跨境交易成本数倍于国内交易。欧洲建立单一证券市场的停滞和创造单一货币的成就形成鲜明对比，分割的金融基础设施成为欧洲建设“全球最具竞争力和活力的知识型经济体”（里斯本议程，2000）的主要障碍。

欧洲金融市场的深刻矛盾和严峻现实，正是彼得·诺曼先生的著作《管道工程师与梦想家：证券结算和欧洲金融市场》的叙事背景。

本书的主题是欧洲金融市场及其基础设施的发展与演化。作者致力于研究在证券结算的发展历程中（特别是在欧盟过去的几十年里），全球金融博弈、企业竞争、技术发展和政治法律等因素之间相互作用的机制。本书沿着欧洲金融市场发展的独特路径次第展开叙述，分析了欧清和世达（后来的明讯）这两家世界上最领先的国际中央托管机构解决“纸危机”的历程，展示了变化的市场、扩大的证券品种、壮大的投资群体对跨境结算构成的挑战，剖析了欧清和明讯应对挑战的各种举措，从个案考察中生出透辟见解和宏观史论。

融合之路的博弈

本书指出，欧洲日益一体化、欧元诞生、金融市场逐步复杂化和全球

化、交易结算规模不断刷新纪录等诸多因素，将证券跨境交易经济学从银行和经纪商的“后台”推向了欧盟政治舞台的中心，把清算和结算提上了欧盟决策者的议事日程，吸引了财长、央行行长和欧盟执行委员会官员的注意力。书中剖析了英国“金融大爆炸”、布雷顿森林体系瓦解、全球债务危机、1987年股灾等历史事件对证券结算行业的深刻影响，详述了市场部门（证券结算行业）和公共部门（政策制定当局）在建立“有竞争力、安全可靠并具有成本效益的一体化清算和结算系统”中艰苦卓绝的努力。

市场部门往往通过资本联姻或者技术合作构建同盟，力图在单一资本市场构建道路上寻求更好的位置。在本书中，我们看到1999年德交所、世达国际和巴黎交易所本已宣布合并，但在最后关头由于法国方面的退出而功亏一篑；看到世达和德交所的“欧洲清算所”梦想转瞬破灭，欧清和明讯合并的最佳时机稍纵即逝；看到欧清艰难地与摩根分拆，最终将英国、法国、比利时、荷兰、爱尔兰、瑞典、芬兰等国中央托管机构收至麾下，搭建起“本地市场计划”的大框架；看到德交所与世达合资成立明讯、最终赢得了明讯全部的股权；等等。

市场部门是推动结算行业整合的主力，但在基础性问题上要避免形成“市场失灵”。这些问题包括：基础设施服务商是公开上市还是用户所有；是大股东“一股独大”，还是“使用者所有、使用者管理”；是选择前后台严格一体化的垂直整合模式，还是更加开放的水平整合模式；是以营利为目的，还是按成本运营；中央托管机构的中介功能和银行功能是集中一体，还是有所隔离等等。从欧洲的实践来看，只要拥有和谐、健康的金融生态并规范运行，追求公司自身利益、支持市场统一和支持交易后基础设施建设可以并行不悖，金融市场基础设施的使用者、运营者和所有者能够实现共赢。

公共部门应当致力于制定标准、推行法令，引领行业整合，解决市场失灵的外部性问题。为此，欧洲做了不少尝试。例如，被行业奉为圭臬的

乔瓦尼报告（Giovannini Report），直陈欧洲结算市场分割弊端，提出了移除障碍、促进证券市场统一的策略；前欧洲货币管理局局长莱姆法路西男爵（Lamfalussy）领导的“智者委员会”，以及清算结算咨询与监督专家组（CESAME），都尝试变革金融监管方式，清除跨境结算障碍；欧盟推动金融工具市场指令（MiFID）和交易后服务竞争法实施，敦促市场部门移除乔瓦尼障碍（Giovannini barriers），督促基础设施服务商们签订《行业行为准则》协议（industry code of conduct），为建立高效的欧洲资本市场铺平了道路。

同时，本书还提出，公共部门的作为要有依据和边界。《欧盟条约》为公共部门干涉市场设定了很高的门槛，“只要市场力量没有导致不健全或低效率，欧元体系就不能影响欧洲中央托管机构的融合”。本书表达了对欧洲央行推行泛欧证券结算平台（T2S）的严重关切。T2S 是欧洲央行主导行业整合的一次尝试，但其动机不纯^①，技术激进，不计成本，可能会损害欧洲央行的声誉。欧洲央行推行 T2S 受到了英国、比利时及荷兰等国财长质疑，他们怀疑欧洲央行难以协调作为系统操作者的角色定位和作为结算行业监管者的职责与目标。市场机构也曾要求欧洲央行对照《欧盟条约》，权衡其推行 T2S 的行为。

一部鲜为人知的欧洲证券结算行业通史

无论如何，欧洲结算行业的正面经验和负面教训，都是其他国家和地区的 he 山之石。

纵观全书，清晰的历史线索、宏大的叙事结构和多维度的观察视角，铺陈有序，要言不烦。这些都得益于作者彼得·诺曼深厚的专业素养。诺曼先生于 1947 年出生在英格兰，在牛津大学攻读现代历史。大学毕业后，诺曼先生为路透社、《泰晤士报》和《华尔街日报》工作。1988 年诺曼先

^① 欧洲央行推出 T2S 是为了解决其管理委员会内部关于央行货币外包政策的分歧。