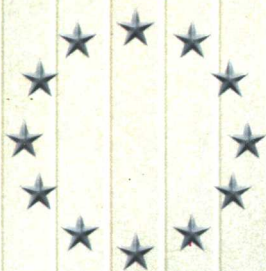


欧盟

证券市场一体化

中国—欧盟高等教育合作项目

■ 齐绍洲 著



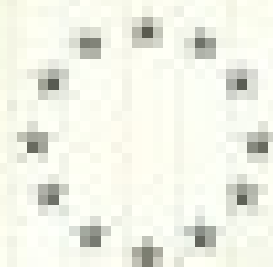
■ 欧洲问题研究丛书



全国优秀出版社
学出版社

欧盟

证券市场一体化



欧盟成员国研究丛书



中国社会科学出版社

本书得到欧洲联盟委员会的资助。欧洲联盟委员会及任何代表欧洲联盟委员会的工作人员均不对本书所含信息的用途负有责任。

● 欧洲问题研究丛书 ●
中国—欧盟高等教育合作项目

◎ 齐绍洲 著

欧盟证券市场一体化

The Integration of EU Securities Markets

017
1501



全国优秀出版社
武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

欧盟证券市场一体化/齐绍洲著. —武汉: 武汉大学出版社,
2002. 6

中国—欧盟高等教育合作项目

欧洲问题研究丛书

ISBN 7-307-03595-2

I. 欧… II. 齐… III. 欧洲联盟—证券交易—资本市场—经
济一体化—研究 IV. F835. 05

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 029985 号

责任编辑: 李洪义 责任校对: 王 健 版式设计: 支 笛

出版: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: wdp4@whu.edu.cn 网址: www.wdp.whu.edu.cn)

发行: 新华书店湖北发行所

印刷: 湖北省黄冈日报社印刷厂

开本: 850×1168 1/32 印张: 9.625 字数: 236 千字

版次: 2002 年 6 月第 1 版 2002 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 7-307-03595-2/D·489 定价: 16.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购买我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题
者, 请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

在经济全球化、金融一体化的国际环境下,在欧盟经济一体化的进程中,欧盟证券市场的一体化引人注目。从 20 世纪 80 年代中期开始,欧洲经济一体化重新进入迅猛向前发展的“快车道”,与此相适应,欧盟证券市场一体化也呈加速发展趋势。欧盟成员国证券交易所或投资银行合并与结盟的消息频传,建立泛欧统一证券市场的呼声不断;巴黎证券交易所总裁邀请全欧其他七大证券交易所总裁聚首巴黎共商建立欧洲统一的证券交易所,伦敦、法兰克福两大证券交易所合并,巴黎、阿姆斯特丹、布鲁塞尔三家证券交易所结盟……统一的泛欧证券市场能否真正建立起来?欧盟证券市场一体化的经济基础和物质技术基础是什么?欧盟经济一体化与欧盟证券市场一体化有何关系?欧盟统一的货币政策及协调的税收政策对欧盟证券市场一体化有何影响?欧盟证券市场一体化的货币条件、运行机制、协调机制又是什么?它们在欧盟证券市场一体化进程中如何发挥作用?欧盟证券市场一体化的途径与模式是什么?欧盟证券市场一体化对区域内外有何影响……这些成为人们关注的热点问题,从理论上弄清这些问题现实地摆在了我们的面前。

作为全球三大金融中心之一,欧盟证券市场一直对全球筹资者和投资者充满魅力,一体化中的欧盟证券市场更是蕴藏着巨大的市场潜力。随着我国日益对外扩大开放,尤其是加入 WTO,我国的优秀公司会越来越多地到海外发行股票或公司债券,政府或

金融机构也会增加在海外证券市场上发行政府债券或金融债券,一体化的欧盟证券市场将是我国可选择的最佳海外证券市场之一,现在对欧盟证券市场一体化进行深入系统的研究对我国的海外证券发行工作具有实际的指导意义。另外,欧盟证券市场一体化进程中的技术创新、制度创新、服务创新、工具创新、监管创新和证券机构公司法人治理结构创新对我国证券市场的健康发展与国际化都具有重要的借鉴意义。因此,对欧盟证券市场一体化进行深入系统地研究,无论在理论上还是在实践上都有着重要的现实意义。

对一个证券市场的系统研究,既可以从证券市场的四大参与者即投资者、上市公司、中介机构(包括交易所、投资银行、经纪人和清算公司)和监管当局的角度来进行;也可以从证券市场的业务构成即证券发行、上市、交易、清算、经纪、公司财务顾问服务、资产管理、并购及监管等角度来进行。国内外对一个证券市场的系统研究一般都是从这两个角度来进行的,或者就其中的某一方面进行深入专门的专门研究。国外对欧盟证券市场一体化的研究比较分散,尚没有以一体化为主线把欧盟证券市场的主要变迁作为一个整体来系统考察其经济基础、货币条件、物质技术基础、运行机制、协调机制和对欧盟区域内外的影响。但必须承认,自20世纪90年代以来,随着欧盟证券市场一体化进程的加速,国外对上述各领域的专题研究有相当大的发展,尤其是在欧洲货币联盟成立及欧元启动前后,在欧盟有关机构推动或主持下召开了各种专题研究会议,与会者大都是欧盟成员国的有关专题的经济学或法学教授、投资银行家、经纪人、主要交易所或著名投资机构的高级管理人员及负责证券市场监管的政府官员等。他们往往对一个专题从理论到实践进行探讨,许多论文具有前瞻性并为欧盟有关部门制订政策或法律法规提供了理论上的依据或操作性的建议。这些成果为本书的研究提供了丰富翔实的资料。就国内而言,对欧盟证券市

场一体化的研究尚未展开,个别学者的有关研究往往集中于某一方面,系统研究还属空白。但这些研究及近年来国内学者对欧盟经济一体化和欧元的深入研究为本书的撰写提供了丰富的营养,使我深受启发。

本书主要以欧盟成员国的证券交易所及其中介机构为研究对象,这些证券交易所主要有:伦敦证券交易所、巴黎证券交易所、法兰克福证券交易所、阿姆斯特丹证券交易所、布鲁塞尔证券交易所、米兰证券交易所、马德里证券交易所、卢森堡证券交易所、斯德哥尔摩证券交易所、赫尔辛基证券交易所和奥斯陆证券交易所,瑞士虽不属于欧盟成员国,但有时也把苏黎士考虑进来加以比较。除了这些传统的证券交易所外,还有新兴的伊斯达克(EASDAQ)和欧洲新市场(EURONM)两大泛欧风险资本市场。另外,还把网上虚拟交易所、独立电子交易系统等电子网络技术催生出来的另类市场也包括进来。借款人在本国以外的资本市场上发行以第三国货币为面值的欧洲债券市场(Eurobonds Market)则不包括在本书的研究之中,从而可以集中研究欧盟各成员国主要证券市场的一体化。

本书对欧盟证券市场一体化的研究共分七章进行。

第一章分析欧盟证券市场一体化的经济基础——经济一体化。以古典的欧盟经济一体化的生产和消费效应为出发点,从分析欧盟内经济结构调整对欧盟证券市场的影响入手,揭示欧盟经济一体化的必然要求和客观结果是证券市场一体化,并决定着欧盟证券市场一体化的进程和方向。然后,论证统一的货币政策使欧洲中央银行通过调整货币供给和利率对成员国证券市场产生一致性影响,从而加速了欧盟证券市场的一体化。最后,分析成员国在放弃了货币政策主权后,更倚重财政政策,税收政策的协调进展缓慢,各成员国对证券投资收益税收的差异阻碍了欧盟证券市场一体化的进程,因而,进一步协调成员国的税收政策对促进欧盟证

券市场一体化的顺利发展尤为重要。

第二章探讨欧盟证券市场一体化的货币条件——欧元。借助于马可维茨的证券组合理论和资本资产定价模型,从理论上对欧元启动后欧元区证券投资组合的风险收益进行深入论证,揭示在欧元区进行跨境证券投资组合以分散风险的有效性。继而分析研究欧元启动对欧盟投资者的影响,在中长期内欧元与其他影响欧盟证券市场一体化的因素一道会降低欧盟投资者的“母国证券偏好”,从而在一定程度上刺激欧盟投资者增加跨境投资。最后,通过分析欧元启动对欧盟股票市场、债券市场和风险资本市场的影响,阐明欧元启动将对欧盟证券市场一体化起到催化剂的作用。

第三章研究欧盟证券市场一体化的物质技术基础——计算机网络技术。通过论证计算机网络技术给证券市场带来的电子化、网络化和虚拟化革命,阐明计算机网络技术改变了证券市场对有形场地的依赖,成为欧盟证券市场一体化的技术保障。在此基础上,通过历史证据和帕格诺的“流动性吸引流动性”模型来分析欧盟证券市场在电子网络技术条件下一体化的格局并比较集中交易与分散交易的优劣,讨论欧盟证券市场一体化的最优模式。最后,在与美国证券市场的比较中得出欧盟证券市场间接一体化的道路选择。

第四章分析欧盟证券市场一体化的运行机制——竞争。借助于迈克尔·波特的竞争战略与竞争优势理论来系统分析证券业近20年来的五种竞争力量,以此展开对欧盟各证券市场在一体化进程中如何调整竞争战略并不断获得竞争优势的分析,从而揭示欧盟证券市场一体化的过程就是竞争的过程,是在竞争机制的作用下证券资源在欧盟范围内优化配置的过程,是通过优胜劣汰从竞争走向集中、从集中走向合作、从合作走向一体化的过程。

第五章研究欧盟证券市场一体化的协调机制——监管。利用市场失灵理论和博弈论来论证证券市场监管与合作的理论基础,

在此基础上对欧盟证券交易所的治理结构和多元化的监管模式进行理论分析,揭示其监管模式的多样性以及法规和利益的冲突与矛盾,从而进一步分析欧盟对成员国法规和利益冲突进行协调对于欧盟证券市场一体化的至关重要性,并具体考察欧盟在哪些方面进行协调,如何协调。从国际监管合作和欧盟有关法规框架内的合作两个方面来考察成员国监管机构间的合作,以强调除了协调以外,成员国监管机构间的合作对欧盟证券市场一体化也同样发挥着重要作用。

第六章分析欧盟证券市场一体化的影响。前五章在论述有关问题时已经涉及了欧盟证券市场一体化的一些具体影响,本章再专门从宏观和前瞻的角度对欧盟证券市场一体化对欧盟区域以外的影响加以理论分析。对欧盟区域内的影响,主要从欧盟的证券市场、经济一体化和经济政策三个方面展开论证;对欧盟区域外的影响,则从全球资源配置、国际贸易、国际投资、国际证券市场、风险、监管和投资转移效应等方面进行分析,以便在理论上对欧盟证券市场一体化的积极或消极影响有更清晰的认识和更好的系统把握。

第七章考察了欧盟主要成员国证券市场对外国证券发行上市的法规要求,以期在实践上能积极参与并分享欧盟证券市场一体化带来的广阔的市场空间。

1999年夏末,受中—欧高等教育合作项目的资助,我前往法国巴黎马恩河谷大学(Marne La Vallee University)进行为期一年的学习研究,对欧盟证券市场一体化的理论和现实问题进行了较为系统的思考。国内外专家学者丰硕的研究成果给我以良好的启发、提供了丰富的营养,本书是对在此基础上进行的探索的总结。

概括起来,本书的特点在于理论与实用相结合、系统性与时效性相结合。希望通过对欧盟证券市场一体化进程的主要方面的分析研究,为从事证券研究、监管和实际业务的人员提供一些有用的

资料,为有关专业的教师、研究生、大学生提供一些有参考价值的文献,为中国证券市场的发展提供一点借鉴与启示,为中国企业参与欧盟证券市场提供一本参考书,这是作者的写作初衷与最高愿望。但由于作者的理论水平和实践经验的不足,本书缺点、错误在所难免,希望能够抛砖引玉,并欢迎广大读者批评指正。

本书的出版首先得益于中—欧高等教育合作项目为我提供的赴欧学习研究机会并对本书的出版提供帮助,以及中、欧双方项目管理办公室全体工作人员的高效工作和周到安排,在此谨表示我衷心的感谢。

同时,要感谢我的博士生导师、武汉大学商学院院长周茂荣教授的悉心指导,还要感谢法国巴黎马恩河谷大学经管学院院长 Xavier Richet 教授的热情帮助。

武汉大学出版社的郭圆圆编辑、李洪义编辑以及所有参与本书编辑出版的工作人员和武汉大学社科部的王秀英主任的辛勤工作和热情帮助对本书的顺利出版至关重要,在此一并表示感谢。

最后,我要特别感谢我的家人多年来对我的支持、鼓励和帮助,并以此书献给我敬爱的母亲和亲爱的妻子。

2002 年 3 月于珞珈山

目 录

第一章 经济一体化——欧盟证券市场一体化的经济基础	1
第一节 经济结构调整要求欧盟证券市场提供一体化的 证券产品及服务	2
第二节 共同货币政策对欧盟证券市场一体化的影响	20
第三节 协调税收政策对欧盟证券市场一体化的影响	30
第二章 欧元——欧盟证券市场一体化的货币条件	41
第一节 欧元区证券组合投资分析	41
第二节 欧元启动对欧盟投资者的影响	53
第三节 欧元启动将推动欧盟证券市场的一体化	61
第三章 计算机网络技术——欧盟证券市场一体化的物质 技术基础	84
第一节 计算机网络技术对证券市场的影响	84
第二节 欧盟证券市场在电子网络技术下的一体化格局	103
第三节 欧盟证券市场在电子网络技术下一体化的途径	109
第四章 竞争——欧盟证券市场一体化的运行机制	120
第一节 竞争战略与竞争优势	120

第二节	一体化进程中欧盟证券交易所间的竞争·····	127
第三节	一体化进程中欧盟投资银行业的竞争·····	144
第四节	欧盟证券市场在竞争中趋于一体化·····	154
第五章	监管——欧盟证券市场一体化的协调机制·····	171
第一节	证券监管与合作的理论基础·····	171
第二节	交易所治理结构与监管·····	179
第三节	欧盟成员国多元化的监管模式及法规的 冲突与协调·····	191
第四节	欧盟成员国监管机构间的合作·····	204
第六章	欧盟证券市场一体化对区域内外的影响·····	218
第一节	欧盟证券市场一体化对欧盟的影响·····	218
第二节	欧盟证券市场一体化对区域外的影响·····	234
第七章	积极参与一体化的欧盟证券市场·····	247
第一节	伦敦证券交易所·····	248
第二节	法国证券市场·····	263
第三节	德国证券市场·····	273
第四节	欧洲新市场·····	280
主要参考文献 ·····		285

CONTENTS

I . Economy Integration, the Foundation of the Integration of EU Securities Markets	1
I . 1 Economic Restructuring Requires EU Securities Markets to Provide Integrated Securities Products and Services	2
I . 2 The Influence of Common Monetary Policy on the Integration of EU Securities Markets	20
I . 3 The Influence of Harmonized Taxation Policy on the Integration of EU Securities Markets	30
 II . Euro, the Monetary Condition of the Integration of EU Securities Markets	 41
II . 1 Analysis of Securities Portfolio in the Euro Area	41
II . 2 The Influence of Euro Introduction on Investors in EU	53
II . 3 Euro Introduction Promotes the Integration of EU Securities Markets	61

III . Computer Network Technology, the Physical Technology Foundation of the Integration of EU Securities Markets	84
III .1 The Influence of Computer Network Technology on Securities Markets	84
III .2 The Integration Structure of EU Securities Markets under the Computer Network Technology	103
III .3 The Way of the Integration of EU Securities Markets under the Computer Network Technology	109
IV . Competition, the Operation Mechanism of the Integration of EU Securities Markets	120
IV .1 Competition Strategy and Competition Advantage	120
IV .2 Competition between EU Stock Exchanges in the Course of Integration	127
IV .3 Competition between EU Investment Banks in the Course of Integration	144
IV .4 EU Securities Markets Tends to Integration under Competition	154
V . Regulation, the Harmonization Mechanism of the Integration of EU Securities Markets	171
V .1 Theoretical Base of Securities Regulation and Cooperation	171
V .2 Governance Structure of Exchange and Regulation	

.....	179
V.3 Conflict and Harmonization of the Varied Regulation Models and Laws between the Member States	191
V.4 Cooperation between the Regulation Bodies of the Member States	204
 VI. Influence of the Integration of EU Securities Markets on the Regions inside and outside EU	 218
VI.1 The Influence of the Integration of EU Securities Markets on EU Itself	218
VI.2 The Influence of the Integration of EU Securities Mar- kets on the Region outside EU	234
 VII. Participating in the Integrated EU Securities Markets Actively	 247
VII.1 London Stock Exchange	248
VII.2 France Stock Exchange	263
VII.3 Germany Stock Exchange	273
VII.4 Euro New Markets	280
 References	 285

第一章 经济一体化——欧盟证券市场一体化的经济基础

欧洲经济一体化自 20 世纪 80 年代中期开始重新进入了迅猛发展的新阶段。从 1985 年开始,欧共体先后通过了《关于完善内部大市场的白皮书》、《单一欧洲法令》、《关于实施内部大市场的白皮书》等三项文件,提出要在 1992 年底以前建成“内部大市场”,以实现商品、劳务、资本和人员在欧共体内无国界的自由流动。1989 年的马德里欧共体首脑会议正式通过了后来被称为货币一体化“圣经”的“德洛尔报告”,决定在 10 年内分三个阶段来实施经济与货币联盟。1991 年 12 月达成、1992 年 2 月签署的《欧洲联盟条约》即“马斯特里赫特条约”突破了欧共体的经济活动以关税同盟/共同市场为中心的格局,建立起宏观经济政策与公共财政政策的协调机制,特别是对建立欧洲中央银行并最终将单一货币欧元来取代成员国货币作出了规定,从而将欧盟经济一体化推进到了经济联盟的更高阶段。1995 年 7 月 1 日颁布执行的欧盟《投资服务指令》(Investment Services Directive, 简称 ISD)为欧盟成员国跨境投资和提供投资服务及交易所发展远程会员提供了通行证(Passport)。1999 年 1 月 1 日欧元的启动,又进一步解决了欧盟经济一体化中最核心的货币问题,实现了货币的统一,为欧盟经济一体化提供了良好的货币环境,成了欧盟经济一体化的催化剂。

在欧盟经济一体化加速发展的进程中，欧盟各国政府和企业界均采取了诸如调整经济结构、扩大投资、加紧进行跨国兼并等措施。这在客观上提出了对一体化的证券市场的需求，并促进着欧盟证券市场的一体化。但是，欧盟证券市场一体化的顺利推进，还必须克服经济政策上的障碍，这有赖于货币政策的进一步统一和税收政策的进一步协调。

第一节 经济结构调整要求欧盟证券市场 提供一体化的证券产品及服务

在经济一体化进程中，欧盟成员国的消费者将其购买力从一直受国内市场保护的高成本、低效率的生产商转向成员国中低成本、高效率的生产商，因而在需求力量的作用下将使产品及服务的生产在整个欧盟范围内转向成本最低的生产商并最终实现整个欧盟的成本最小化。消费者的实际收入将不断增加并伴之以更广泛的消费者选择，从而使消费者福利增加。这就是古典的欧洲经济一体化的生产与消费效应。^①这种生产与消费效应必然导致成员国产业追求规模经济和范围经济，以降低成本，从而导致成员国在整个欧盟范围内重新配置其生产性资源，进行跨地区的结构调整和产业结构调整。追求规模经济与范围经济的过程、进行地区结构和产业结构调整的过程就是扩大投资或进行跨境并购的过程。这一过程在客观上既提出了对欧盟证券市场一体化的需求，又推动了欧盟证券市场的一体化。

^① Ingo Walter and Roy C. Smith, *Investment Banking in Europe, Restructuring for the 1990s*, Basil Blackwell, 1990, p.6.