

上海证券交易所

英国资本市场和 证券服务业开放情况研究

上海证券交易所研究中心

2006年8月



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

英国资本市场和证券服务业开放情况研究*

上海证券交易所研究中心 司徒大年

一、开放整体情况

1. 开放的背景：来自美国的挑战

在第二次世界大战之前，英国是主要的资本输出国，没有限制外资的政策。二战后，由于美国崛起，对外投资增加，英国采取了一系列正式或非正式的限制外资措施，确保国家利益不受损害。正式的措施包括外汇管制，限制外资对一些敏感领域如国防和文化事业进行投资；非正式措施包括国家持股、反收购等。

由于英国相对宽松的外资政策，英国证券市场本来就是一个开放的、国际性的市场，英国的证券市场自发展以来，稳居欧洲金融业的霸主，来自隔邻的欧洲各国证券市场的竞争，对英国本身并不构成威胁，英国证券市场主要集中于国内的发展。然而到了上个世纪 70 年代，远在大西洋彼岸的美国，针对证券业推行了一连串自由化、国际化的政策，对英国金融业霸主的地位构成威胁。1975 年 5 月 1 日，美国纽约证券交易所率先废除了实行已达一百八十三年之久的固定手续费率制度，随着证券经纪商降低手续费的自由竞争，美国的证券市场取得了长足的进步。到了 1985 年，证券公司家数成长了五倍之多，证券商之间的激烈竞争迫使其向多元化发展，场外市场、期权、债券交易发展迅速，市场规模急剧扩大，1975 年纽约证券交易所全年成交 47 亿股，到了 1985 年成为 275 亿股。美国自由而兴盛的证券市场，吸引了全球投资者，美国证券市场成了全球资金汇聚之地。由于美国市场自由化和国际化，投资者群体庞大，市场流动性好，英国本国的证券也纷纷以发行美国存托凭证的方式到美国挂牌交易，美国强大的威胁使得英国意识到大刀阔斧改革的需要迫在眉睫。

2. 开放的整体情况：1986 年的“金融大爆炸”

早在 1970 年，英国允许伦交所会员交易外国证券，1979 年放松外汇管制，

*本报告为中国证监会“各国(地区)资本市场国际化研究”的分课题研究成果。

自上世纪八十年代起，便彻底废除了资本与外汇管制，同时全面开放了金融市场与金融服务。首先是 1981 年英国开始允许非交易所成员收购成员公司股份的 29.9%，这样外国资本大量进入英国证券业，交易所股东中外资股权比重迅速上升，英国证券市场国际化进一步深化。

1986 年 10 月 27 日，面对美国证券市场挑战，英国伦敦证券市场顺应证券市场国际化潮流，展开了自由化和国际化的大改革。这场大改革被称为“金融大爆炸”(Big Bang)。“Big Bang”改革主要包括：

(1) 模仿美国纽约证交所废除固定手续费率制度。随着证券在全球不同交易市场交叉挂牌，证券交易的手续费水平成为投资者选择交易市场的一个重要因素，伦敦证券市场期望通过降低手续费率，促使券商多元化经营，活跃交易量，使手续费收入增加，进而形成良性循环。

(2) 废除证券自营商和经纪商相分离的制度。伦敦证券市场以往要求证券自营商与经纪商分业，亦即采取单一资格(Single Capacity)，但是在美国证券商多元化经营成功的例子下，英国将证券商“单一资格”制度废除，改为“双重资格”(Dual Capacity)。为了提升证券商的服务质量，证券投资局(SIB)还特别制定了防火墙以及客户忠实条款等规定。另外在大改革中，伦敦证券交易所也开放外国证券商加入成为会员，以推动证券市场国际化，吸引更多外来资金。

(3) 建立计算机化报价及交易系统，以强化交易效率并提升服务质量，同时更能加速市场信息透明化，以争取更多投资者的认同，并能提高证券交易监察效率。

(4) 废除债券自营商的垄断地位，提高债券市场效率。数十年来，英国政府国债市场，由两家自营商及一家经纪商所组成，总资本额是一亿英镑。英国对债券市场管理的做法，与股票市场一样，实行经纪商和自营商相分离的制度，以维持市场和谐避免恶性竞争。但从 1986 年 10 月 27 日起，英格兰银行决定开放债券市场，促其国际化，并废除债券经纪商和自营商相分离的制度，并增加自营商及经纪商家数。英国政府改革债券市场的主要目的，在于强化其在欧洲债券市场的地位，以在全球时区中，与纽约、东京三足鼎立。

(5) 设置“证券投资局”(SIB)。以往英国证券市场并无一个专门负责管理的机构，这使得政策难以整合并增加了市场的运行成本。根据金融服务法下，成

立了证券投资局(SIB)，证券投资局拥有合法管理证券市场的权限，除了行使本身的职权外，还授权伦敦证券交易所代为行使部分权利。另外，为保障投资者利益，伦敦证券交易所合并了另一家自律机构 - 国际证券交易管理机构(International Securities Regulatory Organization, ISRO)，并以成立赔偿基金(the Compensation Fund)及修改规章等方式来保护投资者。

(6) 改组伦敦证券交易所以及建立全球 24 小时市场联机。以往在伦敦证券交易所组织中，交易所主席、少数核心主管以及个人会员具有绝对的权力，交易所可自行订定规章并决定惩处会员，在 Big bang 改革中，伦敦证券交易所纳入“证券投资局”下面的管理，证券投资局拥有修改交易所规章的权力，同时外国证券商也可获准加入成为交易所会员。改革后的英国证券市场中，每一个交易市场均须向主管机关注册并登记以取得授权，并且必须成为自律组织(SRO)的一员。

伦敦证券市场在 1986 年 Big Bang 的改革下，证券市场加速走向国际化，全球性交易蓬勃发展。伦敦证券业致力于使投资活动时间得以延伸而且增加投资机会。世界上三大证券市场分别是纽约证券交易所、东京证券交易所伦敦证券交易所。由于伦敦证券交易所计算机化，以及全球信息网的建立，使全球性证券交易得以二十四小时进行。交易及信息计算机化的结果，使全球券商得以从事二十四小时交易，从纽约、东京至伦敦，再转回纽约。事实上，英国股票以“美国存托凭证”方式，在纽约交易的情况相当普遍。伦敦也有许多股票，每日通过伦敦证券交易所的自动报价系统对国外报价。

3、1986 年大爆炸后的资本市场变革

1986 年的金融“大爆炸”大大巩固了伦敦证券市场作为欧洲最大资本市场的地位，在最高峰时甚至占了欧洲境外股票交易额的 95%。但从 20 世纪 90 年代初开始，法、德等国家相继采取措施大力发展其资本市场，而伦敦证交所在应用新技术方面明显落后，为了应对来自欧洲大陆的竞争，90 年代之后英国证券市场又相继采取了一系列的改革措施，其中涉及到资本市场和证券业开放的内容主要包括：

(1) 1992 年伦敦国际证券交易所宣布取消个人会员，所有成员均必须为公司会员，以改善交易所的运作并确保市场有充足的流动性以更好适应其国际化特

点。

(2) 1994年8月,伦敦证交所决定允许本国投资者以全球存托凭证(GDRS)方式投资外国公司发行的证券。

(3) 1995年由摩根·斯坦利等跨国投资银行合资成立的电子证券交易所Tradepoint在伦敦投入运作,从而打破了长期以来伦敦证交所在伦敦证券市场的独占地位。Tradepoint使用与巴黎及法兰克福证交所类似的全自动交易撮合系统,对伦敦证交所的做市商制度形成了有力挑战。2000年TradePoint宣布与瑞士交易所(SWX)合作成立Virt-X交易所,计划将其建成第一个泛欧洲的蓝筹股交易所。

(4) 为了适应欧洲金融一体化的进展,顺应欧洲各国证券市场纷纷走向联合以增强竞争力的潮流,1998年7月伦敦证交所和法兰克福的德国证交所(Deutsche Borse)宣布结盟。

(5) 1996年1月,英格兰银行宣布开放英国国债的出售及回购市场。改变了此前英格兰银行中央国债办公室(CGO)直接交易的对象仅局限于国债做市商、对国内外的国债投资者实行不同的税收待遇、所有国债交易必须在英国国内清算等做法。希望通过开放国债市场的措施吸引更多的国外投资者,提高国债市场流动性,降低政府筹资成本,并加强对国内市场的短期货币控制,提高货币政策的有效性。

4. 英国目前对外资金融机构的政策

英国对国内外金融机构都实行统一监管标准,对国外公司没有特别的限制,也没有对内资的保护政策。经过英国金融监管机构批准,国外金融机构可以在英国自由开展证券经纪、投资银行、投资咨询和做市商等业务。在对待外资金融机构方面,英国比欧洲其他任何国家都要开放。2004年伦敦金融城向伦敦350家金融机构(其中一半是外资机构),征求它们对伦敦、纽约、法兰克福和巴黎这4个国际金融中心吸引力的看法。总体上,伦敦在国际金融中心竞争力方面排名第二,在纽约之后。但在监管环境和对外开放度方面,伦敦排名则遥遥领先。

二、开放效果评价

金融大爆炸改革给伦敦金融市场带来了深刻的变革,其中有积极的方面,也

有消极的方面。积极的方面包括资本市场效率的提高，伦敦国际金融中心地位的增强和监管效率的提高；消极的方面包括本土券商的倒闭，外资金融机构的过度进入和内幕交易的增加。

1. 资本市场效率提高，流动性增强和成本降低。

随着外资机构的大举进入，英国证券市场竞争更加激烈，这提高了市场的效率和流动性，并降低了机构投资者交易的成本。在 1991 年，也即“大爆炸”改革后的第五年，伦敦资本市场容量增长了近 5 倍，交易费用下降了一半。到了 1991 年，25 家股票做市商和 18 家债券做市商，取代了原来少数几家自营商（jobbers），为资本市场提供流动性。随着流动性的增强，报价的差价也降低了，在批发市场，几乎没有交易佣金。新的国债市场运作高效，为政府、英格兰银行和投资者提供了一个流动性强的市场。债券市场的发展很大程度上，是由外国投资者推动的。机构投资者获益最大，大宗交易的佣金大幅下降。此外，经纪商大宗交易的成交价格通常要优于伦敦交易所 SEAQ 交易系统的价格。到 1989 年，约 45% 左右成交量的价格要优于 SEAQ 的报价。

2. 伦敦国际金融中心地位大大增强。

英国资本市场开放大大增强了伦敦国际金融中心的地位。英国成功地吸引了美国与欧洲大陆的金融机构全面参与英国金融市场发展，巩固了伦敦作为主要国际金融中心的地位。英国金融业在很短的时间内实现了现代化与国际化。“大爆炸”改革的 3 年后，伦敦金融机构数量迅猛增长，如今，伦敦、纽约和东京形成世界三大金融中心。在这三大金融中心中，从外资银行机构数量、外国上市公司数量、外汇交易量、国际债券市场规模来看，伦敦都是首屈一指的，远远超过纽约和东京（见表 1）。伦敦有 550 家外资银行和 170 多家全球性的证券公司，超过世界上任何一家城市，法兰克福有 280 家，巴黎 280 家，纽约 250 家。2003 年底在伦敦证券交易所的外国证券交易额占 97 年全球外国证券交易额的 45%，超过世界上其他任何证券市场。伦敦外汇交易占全球交易的 31%，超过美国和日本之和；估计 60% 的欧洲债券发行和 70% 的交易在伦敦进行；英国银行对外投资超过其他任何国家，占全球银行对外贷款的 19%。另外，衍生产品方面伦敦的场外衍生产品交易占全球份额的 36%，占世界首位。发达的金融业为英国赚取了较多的外汇收入（见图 1），英国 2002 年金融服务业贸易顺差达 228 亿美

元,超过德国的 67 亿美元,瑞士的 65 亿美元,美国的 - 4 亿美元,据世界首位。当然英国金融市场和金融业的国际地位与一系列因素有关,如历史上的开放传统、有利的地理位置、英语的广泛使用、发达的会计律师等基础设施,等等,但是上个世纪 80 年代以来的金融自由化和国际化的改革无疑是提升其金融市场和金融业国际地位的重要因素。

表 1 英国国际金融市场的地位

占比(%)	英国	美国	日本	法国	德国	其他
跨境银行贷款	19	10	9	7	11	44
外国股票交易(2003)	45	33	--		3	19
外汇交易(2001 年 4 月)	31	16	9	3	5	36
衍生产品交易						
场内交易(2003)	6	26	2	3	12	51
场外交易(2001 年 4 月)	36	18	3	9	13	21
国际债券(2003)						
一级市场	60	13	--			37
二级市场	70	23	--			18

3. 金融服务业大重组,本土券商覆没。

资本市场效率和流动性的提高,交易成本的下降,很大程度上是因为金融开放后的金融服务业大重组。金融大爆炸后,由于手续费收入的下降,商业银行向投资银行业务领域的扩张,雇员成本的提高,客户服务要求的提高,券商利润大幅下滑,导致许多英国中小券商倒闭。到 1987 年 2 月,伦敦交易所 200 家会员中的一半被并购。券商扩张急需资本,但通常只有外资券商才能增资进行扩张。英国的商人银行(券商)和经纪公司资本金不足,无法和国际同行竞争,并且英国券商在资本的运作方面,也远不及国外竞争对手。此外,英国本土券商技术落后,这项不足也损害了它们的国际竞争力。

而美资投资银行,特别是从事债券交易的银行,由于国内金融自由化比较早,相对于英国本土券商,拥有非常强大的竞争力。美资银行和其他外资机构购买了英国的自营商、经纪商和商人银行。为了保持竞争力,英国经纪商和自营商进行合并,商人银行收购经纪商和自营商,英国商业银行收购证券公司。在美国大型投资银行的冲击下,英国证券服务业经历了一场大重组,英国券商在国际投资银

行业务竞争中逐步退却。英国投资银行相继被资本雄厚的美国和欧洲大商业银行所兼并。Kleinwort Benson 被德累斯顿银行收购，德意志银行吞并了 Morgan Grenfell，瑞银买下了 Warburg，花旗得到了施罗德，大通银行拿下了 Robert Fleming，美林兼并了 Smith New court，而霸菱则归到了荷兰 ING 旗下。英国金融开放大大提高了英国金融服务的地位，增加了金融业服务收入，同时也付出了较大的代价，众多金融机构被美国等外资机构兼并，英国 1980 年代初约有 800 多家银行，1980 年末期约剩 500 家，其中本土券商几乎全军覆没。

4. 外资银行过度涌入英国证券业。

在“大爆炸”开放后的一段时期，外资银行担心错过机会，纷纷涌入英国，大举并购当地金融机构。但不是所有的并购都具有商业价值。许多并购未经过仔细考虑，仓促达成协议，成本高昂。许多外资公司低估了并购后不同文化的整合问题，并高估了伦敦市场的规模。结果一度导致伦敦证券服务业人员和资本严重过剩。此外，进入股票市场的时机也不好。1987 年的全球范围内的大股灾，导致市场规模萎缩，更加剧了证券服务业资本过剩问题。在“大爆炸”后，有 29 家和 27 家机构分别成为股票市场和债券市场成做市商，但到了 1991 年，股票做市商的 7 家和债券做市商中的 9 家都离开了市场。此外，当伦敦证券业正为开放后资本和人员严重过剩所困的时候，英国本土的证券清算和结算体系则由于系统落后，人员不足，不能满足市场需要。在“大爆炸”接下去的几年中，英国证券交易中损失的一半是由结算问题引起的。

许多在“大爆炸”后的并购最后都没有成功。最典型的案例是花旗银行并购英国经纪商 Scrimgeour Vickers。花旗银行在收购之后，又廉价卖出，损失巨大。到了 1990 年之后，英国市场开始更加活跃，伦敦券商的盈利才开始好转。

5. 内幕交易案例增加。

随着英国资本市场的自由化和国际化，英国证券市场上的金融机构经营的自营业务和经纪业务之间的界限日益模糊，内部没有风险控制的“防火墙”，券商的利益冲突加剧，英国在“大爆炸”后还缺乏强有力的监管机构，这导致内部交易案例大幅增加。根据英国证券监管局数据，在“大爆炸”后的三年时间内，违规交易造成了至少 1500 万英镑的损失。

6. 促进监管机构变革。

1986 年的金融大爆炸催化了英国金融市场自由化、国际化的进程，金融市场的日益全球化和国际化，以及区域金融市场的紧密联系，又使传统的监管架构无法应对国内外新金融市场发展的冲击。特别地，外资金融机构的有关银行、证券、保险等金融业务的界限日渐模糊，将银行、证券、保险等业务纳入统一的集团管理，但 1986 年金融服务法下的监管架构，导致金融机构的多头金融监管的现象，不仅增加了金融机构运作成本，也影响了证券市场监管效率。因此，1997 年 5 月 20 日英国财政大臣 Gordon Brown 致函证券投资局，表达政府计划进行大规模金融改革的决心，认为金融服务已超越了地理及政治疆界，金融管理也要能面对此挑战，英国金融服务业须要建立世界上最有效率的监管制度，由此提出“金融监管一元化”的构想，要建立一个全权负责的单一金融监管机构。

英国的“金融监管一元化”政策分为二阶段进行，第一阶段是金融市场主管机关的整合。原证券投资局(SIB)在 1997 年 10 月改名为金融服务管理局(Financial Services Authority, FSA)，除维持原 1986 年金融服务法所赋予管理金融体系及投资活动权限，并监督交易所及结算机构之功能并修法以强化其职权外，此外，还于 1998 年 6 月制定新的英格兰银行法，将原来英国中央银行就监管银行、货币市及外汇市场之一部分职权，转移到金融服务管理局。金融服务管理局的宗旨在保障投资大众权益，促进市场健全运作及维持市场秩序及信心，其主要管理功能在于制定并修订政策，监管市场活动，另外基于英国伦敦证券交易所(London Stock Exchange)于 1999 年七月由会员制组织改制为公司制，不再适合担任上市审查机关之角色，公司挂牌上市的审查权亦已于 2000 年 5 月 1 日由伦敦证券交易所移转至金融服务管理局。

三、经验与教训

1. 开放和开放条件下的健康竞争，是金融市场和金融机构健康发展的推动力之一。

伦敦的金融国际化的经验表明，从长期来看，证券市场的开放促进了英国证券市场的竞争，而开放和竞争增强了英国金融市场的地位，提升了英国金融市场整体的竞争力。没有开放，就没有伦敦金融市场的今天。

2. 对外的资本市场的开放同时，必须对内实行金融自由化。

伦敦经验表明，开放后资本市场的竞争将加剧，一大批中小券商将无法与国际投行竞争而倒闭，整个证券行业的重组不可避免。应对证券行业开放后的国际竞争挑战，在对外开放的同时，必须对内金融自由化。放松管制和资本市场的对外开放是不可分割的两个部分。通过对内自由化，拓展国内证券经营机构的自由经营空间，鼓励金融创新。持续不断的创新，是金融市场的运作与发展的生命力所在，也是增强金融市场国际竞争力的基础。没有创新，金融市场便缺乏生命力和国际竞争力。

3. 在对外开放同时，必须增加国内证券经营机构的资本实力。

对外开放过程伴随着业务的自由化和市场规模的扩大，为了适应日益激烈的竞争，券商必须增加资本，来升级系统和拓展新的业务。资本不足的券商将在开放的竞争环境中处于劣势。在“大爆炸”后英国众多资本金不足，技术系统老化，业务单一的券商被外资兼并就是明证。目前中国的券商资本实力还不足，因此在推进证券业开放的过程中，通过上市等多途径拓展券商融资渠道，扩充资本实力非常必要。

4. 良好的监管是推进国际化进程的有力保障。

英国在上个世纪 80 年代自由化和国际化初期，由于国内外证券经营机构的集团混业经营，金融机构从事内幕交易更容易，从而导致内幕交易增加，英国随后成立了独立的统一监管机构，强化了监管。中国在资本市场自由化和国际化过程中，同样可能会面临内幕交易增加问题，因此在国际化进程中必须加强金融监管。

总之，巨大的自由经营空间，健全的金融机构，良好的自律机制和法治秩序下完善的市场监管，是推进资本市场和证券服务业开放的重要保障。