

投资银行监管的国际经验借鉴及启示

李 佳^a, 周荣荣^b

(三江学院 a. 商学院; b. 经济研究所 江苏 南京 210012)

摘要:我国投资银行业起步较晚,监管体制和模式存在一定的问题,在市场规范程度、金融机构抗风险能力和监管部门的监管水平等方面与发达国家相比,存在较大的差距。因此,有必要加强对我国证券市场及其主体投资银行相关业务监管。借鉴国外成熟市场投资银行监管体制,我国可实行综合型监管体制改革,注重政府、行业自律监管相结合,建立投资银行保险制度,加强投资银行内控建设,促进我国资本市场正常健康运转。

关键词:投资银行; 监管体系; 金融风险; 资本市场

中图分类号: F830.33 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2017)01-0018-05

一、引言

美国、德国等发达国家的投资银行业起源于19世纪初,发展历史悠久、机制较完善、发展程度高,已形成完善且严格的金融监管法律体系,其金融业务与理论的创新都经过了市场的充分检验。我国投资银行业起步较晚,市场规范程度、金融机构抗风险能力和监管部门的监管水平等方面与发达国家相比,存在较大的差距。金融市场监管不完善、资金短缺、法律法规不健全等一系列原因,使得我国投资银行的监管体制和模式存在一定的弊端。美国次贷危机的爆发反映出国外成熟市场上投资银行的监管同样存在很大的问题,2015年年中我国股市连续暴跌的不争事实再一次揭示了对证券市场及其主体投资银行相关业务加强监管的必要性和迫切性,因此借鉴国外成熟市场的监管体制,吸取国外的经验和教训,可进一步完善我国投行的监管体制、促进资本市场的正常运转。

二、投资银行监管体制分析

国际上对投资银行业的监管体制主要有集中型、自律型和综合型三种^[1]。集中型监管体制体现出浓厚的政府监管色彩,由专门的监管机构进行组织和监管,如美国证券交易委员会作为全国性的监管机构依法对国内投资银行业务活动的开展进行一定的监督和指导,权威性较强,侧重监管信息披露、公司治理和内控机制是否健全等方面,可以最大范围保护投资者的利益,但由于市场环境和风险的变化瞬息万变,而适应投资银行监管转变的法律法规的改革进程严重滞后,这就容易存在监管制度的缺陷,即只有真正出现了风险,才会有对应的监管制度的完善和配套,呈现危机驱动的基本特征。代表性的国家如美国、日本、韩国等。

自律型监管体现出浓厚的市场监管特征,以自律机构的自我监管为主。这种监管体制允许投资银行业的参与者如证券交易商参与制定相关的市场运行和管理条例,实现了自律组织的自我管理,制定的相关监管条例更具有专业性,可很大程度上发挥市场的竞争机制,极大提高监管的效率和灵活性,一旦出现了风险的苗头,相应的自律组织机构可以随时干预调整,避免风险进一步蔓延和扩大化。相较于集中型的监管体制而言其监管更具有一定的时效性和现实性,但由于缺乏法律法规的支撑及权威监管机构的统筹,在实际执行中可能会面临监督不力以及不同自律组织的推诿,反而会降低监管的执行效果,代表性的国家如英

收稿日期: 2016-11-25

基金项目: 江苏省社科基金项目“新常态下江苏省经济增长动力转换研究”(15EYB010)

作者简介: 李 佳(1982-),女,江苏南京人,讲师,硕士,主要研究方向为宏观经济;

周荣荣(1959-),江西鄱阳人,博士后,研究员,主要研究方向为宏观经济。

国、新加坡等。

第三种监管体制体现为上述两种体制的综合,分级监管是这类模式的基本特征,既侧重于法定监管机构的权威性,又注重自律组织的约束性,综合了集中型和自律型的基本要求。

三、国外投资银行监管体制的经验借鉴

(一) 美国的监管体制分析

1. 美国投资银行监管的制度要求。美国实施集中型的监管体制,由美国国会、美国证券交易委员会以及各州设立的监管机构监管为主,纽约证券交易所、全国证券交易商协会、清算公司等行业自律组织监督为辅^[2],而投资银行内设的监管部门起到补充监督的作用。从制定监管方面的法规,到根据法规进行监督,再到维护法规的运行,各个部门相辅相成,共同维护美国投资银行业的稳定发展。

经过20世纪30年代初的大危机,美国政府加强了对投资银行业的法律干预和监管,陆续出台了一系列专门性法律来规范投资银行的业务活动,如《证券法》、《证券交易法》、《信托契约法》等。除此之外,各州还设立了专门的证券管理法规。在美国,证券交易管理委员会才是投资银行的管理主体,属于最高的证券活动管理机构,主要接受国会的管理,和政府之间是完全独立的关系。该委员会的司法权和立法权都是独立的,其主要存在的目的就是美国的证券法规进行全面的贯彻和实施,形成了一个管理统一、集中完善的证券管理模式。

在集中型监管体制下,美国投资银行业稳定健康地发展,监管机构的监管内容主要围绕投资银行的准入制度、业务的经营范围等方向展开。比如在准入制度上,申请条件比较苛刻,符合要求才能被美国证券交易委员会接受,同时还需要向证券交易所或者全国证券商协会申请注册,经过批准才可以从事投资银行业务,从一开始就已经在相关行业的监管框架下。在经营业务的监管上,投资银行需要定期向证券交易委员会汇报其经营活动的具体情况,严禁从事不正当交易,切实保护投资者利益。

2. 次贷危机揭示美国投资银行监管的制度漏洞。尽管美国投资银行监管水平处于世界领先地位,但也不可避免出现了投资银行业危机。次贷危机最终的结果使得美国五大知名投资银行倒闭或者转型,而监管部门却束手无策,值得深思。

一方面,美国投资银行注重金融创新产品的开发,而监管的广度和深度却并没有及时调整,甚至监管部门在危机之前采取了默许放任的态度。投资银行为了获得新的利润增长空间,已经远远不满足自身传统的发行承销业务、经纪业务,而是广泛开展自营业务、资产管理、资产证券化业务等创新业务,设计了高风险的金融衍生产品,使得风险更加隐蔽化,加大了监管的难度。如美国投资银行设计出的高风险产品CDO、CDS,部分基础性资产为高风险信用评估较差的住房次级贷款。投资银行为了风险转移功能的实现,往往会把风险传递给更广泛的市场投资群体,凭借杠杆效应放大了风险。由于美国特有的政治经济因素,政策法规制订和修改体现出浓厚的财阀利益集团色彩,故在住房抵押贷款业务的监管上,反而是放任发展不去主动监管的态度;另一方面,美国投资银行的监管缺乏制度的约束。《金融服务现代化法案》明确了美国金融业混业经营的模式,规定美联储对金融控股公司执行伞形监管的权力,但是美国的金融监管部门层层重叠,监管标准不统一,更有可能导致激烈的监管冲突,反而无法达到监管的帕累托最优状态,增大了系统性风险的可能性。就证券业而言,主要由州和联邦证券监管者具体执行监管,监管机构在制定监管规章时,一般只考虑投资银行业务等单一类型,并没有从整个金融业融合的角度制定监管要求,使得在实际监管中很难界定监管职责,最终导致监管目标的不一致性和监管冲突。

(二) 英国的监管体制分析

1. 英国投资银行监管的制度要求。英国的投资银行业奉行市场监管为主的原则,其监管活动主要依靠投资银行和相关自律组织来进行,而政府干预较少,实质性的审查权集中在证券交易所。

具体而言,英国长期以来对证券市场和投资银行实行间接的法律支持,一些间接性的法律文件如《公司法》和《公平交易法》等经常被运用为一些辅助性的法规,在必要情况下对证券监管活动起到一定的规范作用。此外,尽管英国明确规定了金融服务局宏观监管的地位,但是在实际操作中,相关政府监管机构更多承担的是指导职责,具体的监管活动主要依靠自律组织和投资银行来完成的。长期以来,依靠证券交易所协会、专业机构及清算机构、证券业理事会等自律组织的协助来实现监管是英国投资银行的主流特征,既能确保市场的有效运行,也能保护投资者的正当利益,充分调动投资银行的积极性,提高其创新和竞争的意识,作为规则运行中的一部分,自律组织参与制定相关的监管规则,对市场发生的违规行为较为敏感,可及时有效

抑制风险的蔓延,维护证券市场的稳定。但与此同时,对投资银行的保护并不充分,过于人性化,受监管者影响,无法做到真正的公平公正。

2. 次贷危机隐含的风险加快了英国投资银行监管的改革进度。次贷危机后,行业自律组织的市场监管被抨击为一种无为监管,一旦出现风险,政府可能失去控制力,因此为吸收政府集中监管的许多做法,颁布了一系列监管的法案和条例,并加大了监管体制的改革力度。

英国吸取美国次贷危机过度金融创新的教训,弥补没有统一的证券法或证券交易法的漏洞,自 2007 年开始,颁布了一系列监管的法案和条例。如颁布《对冲基金标准管理委员会标准》,加强对对冲基金的监管,进一步完善基金资产估值管理等方面的监管要求。此外,突出了英格兰银行对整个英国金融业全面监管的权力,削弱了自 1998 年起独揽金融监管的金融服务局的权力。重新搭建金融监管新架构,改革以往对金融机构“轻度监管”的做法,英国新设金融政策委员会负责审慎监管和系统性风险防范,在央行内成立了审慎监管局,赋予政府更大的监管权,以实现宏观、微观审慎监管职能的有效结合^[3]。

这一系列针对性的改革在一定程度上提升了政府监管的力度,尽管英国目前为止在投资银行的监管方面仍旧以行业自律为主,但不可否认的是,行业自律组织已经越来越成为了准政府的自律机构,与政府的关系越来越密切,并被法律赋予了一定的监管职权,使得英国的监管模式朝着政府集中监管与行业自律并重的方向发展。

(三) 德国的监管体制分析

1. 德国投资银行监管的制度要求。德国是实行全能经营制度的典型代表,实施的是综合型监管体制,政府监管和市场监管并重。证券市场和投资银行监管的法律众多,包括《证券交易法》、《证券交易条例》等,和集中监管体制不同的是没有统一的证券法规范证券市场的交易行为,对于全能银行证券业务的监管目标主要依靠自律机制完成。监管主体包括银行监管局、联邦储备银行、证券交易委员会、证券上市批准委员会、注册证券经纪人协会等^[4],政府监管机构 and 行业自律协会具有同等重要的地位。这种监管体制下,监管机构可以全面审查和考核投资银行具体业务操作的合规情况和潜在风险,但自律组织相对分散,缺乏统一监管投资银行的经营实体,也给统筹监管带来了一定的难度。

2. 德国在美国次贷危机中独善其身的原因分析。次贷危机并没有对德国的投资银行业产生太大影响,在美国次贷危机中独善其身。

如上所述,德国不仅强调立法和监管的独立性,而且注重行业协会的自律监督,将政府监督和市场监督相结合,保障了德国的金融安全。一方面德国政府批准联邦金融监管局重新构建管理层,通过颁布法律规范限制投资银行的过度创新,严格控制银行住房贷款的首付比例,提高证券市场抵押贷款证券化的标准,严格控制投资者的投资方向,从根本上避免了德国金融市场遭受冲击,维持了市场的基本稳定。另一方面,德国的自律机构具备丰富的专业知识和市场管理经验,对潜在的投资风险较为敏感,更能满足复杂多变的证券市场 and 投资环境对监管的实际需求,并进一步提升政府监管制度改革的效率。

事实上,一旦危机爆发参与者必然会损失惨重,那么风险规避的参与者除了需要依靠国家相关机构的援助和支持,加强自身的自我约束和自我监督也是必不可少的,两者缺一不可,要相得益彰,不能厚此薄彼。而出于自身利益上的考虑,参与者和市场组织也必须进行自律。因此,随着各国证券一体化的发展,类似于德国的综合监管体制势必成为各国金融业监管的主流体制,投资银行业也肯定会趋于综合管理。

四、我国投资银行监管体制分析

1995 年颁布的《商业银行法》及 1998 年颁布的《证券法》,确立了我国金融业分业经营、分业监管的基本模式。基于此,我国投资银行的监管体制参照美国投资银行发展初期的体制,由中国证监会统一行使监管权,证券业协会、上海深圳证交所作为自律组织机构起到辅助监督作用,属于集中型的监管体制。

我国投资银行监管起步较晚,监管机构在风险的应变机制上普遍经验不足,使得监管体制的运行效率比较低,而且监管手段落后,各监管部门之间监管职能不明确,不能有效对金融机构日常经营中的风险进行监管^[5]。往往以事后监管为主,忽视了事前的预防性监管,加上我国证券市场的参与主体以中小投资者为主,中小投资者的消极化、恐慌的情绪很容易相互影响,一旦出现类似于美国的金融危机,风险的蔓延速度可能会更快,进一步增大了监管的难度。

此外,我国大部分证券公司主要从事证券承销和经纪等传统证券业务,近几年随着金融业改革的加速,外资投资银行纷纷在中国市场开展业务,间接使得国内大型知名的证券公司中金公司、中信证券等开始从事

财务顾问、并购重组、资产证券化等创新业务,但由于经验不足,金融创新能力较弱,缺乏专业的监管人员等各种问题,再加上政府的过度干预,抑制了我国投资银行监管经营管理的创新。

目前我国投资银行的监管机构权利过于集中,不能实现相互制约相互监督的原则,自律组织也不能很好的实现自律作用,由于从业人员素质的参差不齐,除了经营业务中的不当操作以外,还有很多违法现象,导致很多投资者的利益得不到保证,成为经营活动损失的承担者。

五、国外投资银行监管对我国的启示

集中型监管和自律型监管各有利弊,随着证券市场日益国际化,政府和市场监管相融合是大势所趋。自2015年中国股市从5178.19点直线下跌1000多点后,对于证券市场的监管体制进行改革也迫在眉睫。

(一) 美国投行监管的借鉴意义

我国与美国的监管体制最为相似,而经历过次贷危机的洗礼,美国投行的监管也发生了一定的变化,对于我国投行监管体制改革有重要的借鉴意义。

第一,需要加强立法监管的力度,做到有法可依。我国缺乏专门针对不同投行业务的监督法律规范,因此需要对原有的投资银行监管法律进行修订或者制定《投资银行监管法》,做到有法可依。此外,为规范投资银行的业务操作,避免投资银行辅导保荐不规范的公司上市圈钱,要有针对性的制订严格的法律规范对投资银行这些涉嫌作假、欺诈的行为进行严厉的处罚,用法律手段约束投资银行的职业行为,从而构建一个良好的市场投资环境。美国证券市场监管方面的成功经验充分说明了统一立法和集中管理的重要性,因此我国投资银行业的监管应保证监管机构的独立性和权威性,加强监管的力度和强度,制定的政策要以保护投资者的利益为主要出发点。

第二,减少政府的干预,加大金融创新,但要控制过度创新。需提高我国投资银行的竞争力,提高经营效率,开展有效的多边合作,实现我国投资银行业的国际化,开展更多的创新衍生业务,提高其抵抗风险的能力。但同时,需要吸取美国的经验教训,不能过度开发不符合实际的金融产品,监管部门要加强宏观和微观审慎监管相结合。自2010年3月沪深证券交易所启动融资融券交易试点以来,场外配资、杠杆交易的规模和比例不断扩大,尤其是在2014年下半年到2015年上半年,政策的利好以及投资者情绪的高涨等助推上证指数达到了5178.19高点。但收益总是和风险并存,投资银行的过度创新,场外配资的疯狂以及投资者对未来自来过于乐观的预期,却在最后因为空方力量的不断增强,借助于股指期货市场做空A股,导致了连续多日千股跌停的奇观,惨重的教训在一定程度上提醒监管者,要加强投资银行风险经营意识,不能盲目开设期货期权等创新金融产品,创新要适度,要对市场有敬畏之心。

(二) 英国投行监管的借鉴意义

长久以来,我国的行业自律在金融监管活动中一直处于辅助地位,没有完全尽到行业自律的作用,英国自律型监管模体体制最大的借鉴意义,是督促我国提高证券业协会、证券交易所等行业自律功能的实现。自2015年7月证券市场剧烈波动后,中国证券业协会出台了较多的行业自律规范,包括首次公开发行股票承销业务规范、公司债券承销业务规范、融资担保公司证券市场担保业务规范、机构间私募产品报价与服务系统私募股权融资业务指引等,这些规范证券公司、证券业务正常运行的自律文件,在一定程度上强化了我国行业自律功能的完善和自律体系的建立。对于证券交易所而言,则需要提高信息披露的有效性和针对性,逐步向事中、事后监管转型,加强对内幕操纵、异常交易、“老鼠仓”等违法违规行为进行持续监控,提高执法的公信力和威慑力。

(三) 德国投行监管的借鉴意义

从1993年开始我国实行分业经营分业监管的原则,为我国投资银行业提供了有效的风险隔离,为我国经济的迅速增长提供了稳定的金融环境。在全球银行兼并重组的国际大背景下,混业经营模式是国际大势所趋。后危机时代各国需要在“市场”与“监管”之间努力寻求动态平衡的路径,避免从放任市场转变成过度监管,包括美国英国等发达国家也在向综合监管体制改革。美国是集中监管体制的典型代表,但其证券商协会、证券交易所等自律组织也发挥了日益重要的作用,而自律型监管体制的典型代表国家英国,也通过建立证券局、监管局等统一的证券监督机构,专门负责对证券市场以及投资银行的政府监管和立法管制。

金融监管部门的协调、分工、合作是实现监管资源有效配置的基础,就我国而言,需要将政府监管和自律监管相协调,保证金融体系的安全稳定。

第一,应根据投资银行发展的具体情况,制定出符合实际且合情合理的法律法规。仅仅有《证券法》还

不够,它并不能够满足投资银行活动时所附带的各种情况,还应制定出一系列针对性较强的如《投资银行规范法》、《投资顾问法》、《投资基金法》等法规,做到有法可依,用法律的强制力推动我国投资银行的监管的正规化。

第二,强化投资银行自律组织的功能实现。证监会要及时对自律监管的效果进行评估,投资银行自律组织要在金融法律框架内开展自律监管活动,颁布的规则和标准要经过证监会的审查,做到公平公正监管运营中所有的环节,同时能够了解各种指令对证券业务的影响,熟悉证券市场的各种突发情况的应对措施。

第三,建立投资银行保险制度。由于投资银行是高风险的一种金融中介,所以为避免投资银行承担过大风险造成严重亏损,甚至倒闭而损害国家金融秩序、经济发展和公众利益,我国需要借鉴西方发达国家的经验教训,建立类似于存款保险制度的投资银行保险制度,保证投资者的经营安全。除此之外,在发生证券市场价格波动较为频繁时,要启动应急机制,同时赋予政府、行业自律组织一定的干预权力,暂时性以政府资金入市,稳定证券市场价格和提升投资者信心。如2015年7月,面对连续多日的千股跌停的局面,我国证金公司、汇金公司果断入市护盘,证监会出台相应的配套措施稳定投资者的情绪,在一定程度上防止了系统性风险的发生。

第四,加强投资银行内控制度的建设。需要提高投资银行从业人员的专业素质,投资银行监管机构的所有成员,都应具备任职资格并通过资格考核;建立严格的业绩考核制度和优胜劣汰的筛选机制,提拔优秀人才,淘汰浑水摸鱼的;全面的培训和教育人才,对所有职员定期进行业务培训,以保证所有人员的专业素质和能力达到履行职责的要求。要完善工资福利制度,吸引优秀人才加入监管队伍,并促使工作人员廉洁自律。

参考文献:

- [1]王长江. 投资银行业监管: 国际经验及启示[J]. 改革, 2003(1): 54-58.
- [2]王立荣. 美国投资银行监管制度缺陷及其成因分析[J]. 金融教学与研究, 2010(1): 40-43.
- [3]黄志强. 英国金融监管改革新架构及其启示[J]. 国际金融研究, 2012(5): 19-25.
- [4]王长江. 投资银行学[M]. 南京: 南京大学出版社, 2013.
- [5]姜占英. 后金融危机背景下我国投资银行业务监管研究[J]. 金融与经济, 2011(2): 63-66.

International Experience and Enlightenment of Investment Banking Supervision

LI Jia^a, ZHOU Rongrong^b

(a. Business School; b. Economic Research Institute, Sanjiang University, Nanjing, Jiangsu 210012, China)

Abstract: The development of investment banking in China is late; some problems exist in the supervision system and the mode. Compared with developed countries, there is a big gap in the level of market regulation, the ability of anti-risk of financial institutions and the supervision level of the supervision department. Therefore it is necessary to strengthen the supervision of the securities market and the related business of its main investment banking. By learning from the investment banking supervision system of foreign mature market, China can implement comprehensive regulatory system reform, pay attention to the government and industry self-discipline supervision, establish the insurance system of investment banks, strengthen the internal control construction of investment banks, and promote the healthy operation of the capital market in our country.

Key words: investment bank; supervision system; financial risk; capital market

(责任编辑: 黎芳)