



科文图书

科文西方工商管理经典文库

金·融·系·列

Risk and Regulation
in
Global Securities Markets

金融市场

风险及监管

欧美日的经验和规定

(英) 理查德·德尔 著

Richard Dale



学成出版社

金融市场风险及监管

——欧、美、日的经验和规定

Risk and Regulation in Global
Securities Markets

(原书名: 全球证券市场风险及监管)

(英) 理查德·德尔 (Richard Dale) 著

王建梅 朱江 户才和 译

宇 航 出 版 社

著作权合同登记图字：01-98-2017号

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场风险及监管 / (英) 德尔 (Dale, R.) 著; 王建梅等译.

- 北京: 宇航出版社, 1999.9

ISBN 7-80144-333-0

I. 金… II. ①德…②王… III. 证券交易-金融市场-世界
IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 60246 号

Copyright © 1996 by Richard Dale

Publishing by arrangement with Prof. Richard Dale

中文简体字版版权 © 1998 科文 (香港) 出版有限公司

宇航出版社

出版/宇航出版社

经销/新华书店

批发/宇航出版社发行部 (010) 68371105 68371057

(北京市阜成路 8 号 邮编 100830)

北京科文剑桥图书有限公司 (010) 64203023

(北京安定门外大街 208 号三利大厦四层 邮编 100011)

http: //www. beijingkewen. com

购书网址/www. dangdang. com

零售/北京宇航文苑 (010) 62579190

(北京海淀大街 31 号 邮编 100080)

印刷/北京京东印刷厂

2003 年 1 月第 2 次印刷

开本: 850×1168 1/32 印张: 9.75 字数: 190 千字

定价: 28.00 元

谢 辞

我要感谢以下杂志的编辑们,他们允许我使用这些杂志中的资料。这些杂志是:《英格兰银行季刊》、《国际银行法杂志》、《国际银行与金融法杂志》和《金融管理条例与履行杂志》。

为写作本书而进行的调研工作是经济与社会研究委员会(Economic and Social Research Council, ESRC)欧洲市场研究的一部分,由 ESRC 出资赞助的。同时,我还要向 Houblon - Norman 基金会表示感谢,该基金会使我能够作为一名高级研究员在 1994 年到英格兰银行进行调查研究。

最后,我要感谢朱莉·卡迪,她耐心、不倦地打印书稿,从而保证了本书顺利出版。

前 言

全球金融市场正面临一场特殊的变革。新产品、新技术不断产生,跨国金融活动大量涌现,这些变革共同改变了传统的资金融通方式。当今的资本市场无疑为那些借贷者、投资家和投机商进行各种交易提供了一种更为高效的机制。然而,就是这个金融市场,也能同样高效地在世界范围内传递震荡或带来大范围金融混乱。美国联邦储备委员会主席曾这样描述在这种高效与制度化的稳定之间所埋藏的冲突:“我们可以公平地说,这种由快速膨胀的金融产品而导致的全球金融市场的高效性,也恰恰同时能够以不为上一代人所知的方式,以更快的速度在整个金融体系传递错误。”

巴林银行事件表明,可以在相当短的时间里造成重大的损失,现代科技使得个人能够迅速完成大宗交易。显然,在全球资金融通的生产效率显著提高的同时,其造成损失的能力也大大超出了以往任何时候。更严重的是,不断提高的全球金融业务的效率,为差误在整个金融体系传递创造了一种体制,由此明显增加了潜在的金融系统风险。

目前的研究集中在对金融监管的挑战问题上,这个问题是金

融市场的飞速发展所必然要提出的。其最主要的重点是放在证券业务的监管上,但是正如巴林倒闭已充分证明的,证券业务与银行活动已经不可避免地联系在一起了。基于这种情况,银行的监管者们也不得不关注高科技、高速度、全天候以及贯通全球的证券交易所带来的潜在破坏稳定性影响。

本书第一章介绍现代国际金融市场的特点;第二、三、四章分别介绍欧盟、美国和日本对证券业的监管;第五章讲述基于巴塞尔银行监督委员会和国际证券代理组织的系列活动所产生的全球证券业监管的初始框架;第六章是关于由衍生交易的大量涌现所带来的监管挑战;第七章是一些结论和总结。附录 1 列出了导致巴林银行走向 1995 年 2 月倒闭之路的系列事件,并就这些事件对监控政策的暗示进行了评价;附录 2、3、4 是对第二、四、五章的补充资料;附录 5 是欧共体委员会 1993 年 6 条例,该条例是关于投资公司和信用机构的资本充足性的有关规定;附录 6 是巴塞尔委员会就银行的市场风险监控而提出的新构想。

理查德·德尔
南安普敦

目 录

第一章 当代国际金融市场的监管	(1)
第一节 全球化浪潮	(1)
第二节 职能一体化	(2)
第三节 金融创新	(5)
第四节 对金融监管提出的挑战	(6)
第五节 对全球市场进行监管	(12)
第六节 对金融集团进行监管	(14)
第七节 监管对金融创新的反应	(17)
第八节 总 结	(17)
第二章 欧盟对投资公司的监管	(23)
第一节 投资服务业规定	(24)
第二节 资本充足性规定	(29)
第三节 总结和结论	(52)
第三章 美国投资公司的资本充足性规定	(65)

全球证券市场风险及监管

第一节 SEC 制度的历史回顾	(65)
第二节 联合监管问题	(71)
第三节 顾客保护细则	(76)
第四节 净资本细则	(79)
第五节 SEC 对衍生产品的监管	(93)
第六节 美国监管制度与欧洲监管制度的比较	(97)
 第四章 日本的新金融监管制度	 (113)
第一节 历史回顾	(117)
第二节 对第 65 条进行的改革	(127)
第三节 对金融监和政策放宽的评价	(130)
第四节 日本的资本充足性规定	(146)
 第五章 全球性监管柜架的雏形	 (146)
第一节 巴塞尔委员会	(146)
第二节 国际证券委员会组织 (IOSCO)	(154)
第三节 巴塞尔委员会与国际证券委员会组织之间的合作	(158)
 第六章 衍生产品:监管面临的新挑战	 (164)
第一节 衍生产品的定义、功能与增长	(164)
第二节 衍生交易的风险	(168)
第三节 衍生交易之争:官方监管还是行业自律	(183)
第四节 总结与评价	(189)

第七章 摘要与结论	(196)
附录 1:巴林灾难:监管者的警钟	(201)
附录 2:实施资本充足规定(CAD)	(216)
附录 3:头寸风险需求的比较	(230)
附录 4:监管金融集团	(232)
附录 5:1993 年 3 月 15 日欧洲共同体理事会关于投资公司 和信贷机构的资本充足性的规定(93/61EEC)	(240)
附录 6:非合作市场风险的资本协议的修正案	(298)
词汇	(358)

第一章 当代国际金融市场 的 监管

在过去 20 年里,国际金融市场经历了三大发展:金融服务业的全球化;银行和证券业的职能一体化;金融创新,尤其是在衍生产品方面。每一发展都给金融市场的监管者们提出了严峻的问题,而这些监管者们在各自的职责划分上不仅受国别区分,而且还有行业界线(例如银行业、证券业和保险业)的区分。本章内容主要包括:国际金融市场的结构和特点方面的变化,金融监管的作用,及调整传统的监管机制以适应跨国金融集团跨国金融活动大量涌现的必要性。

第一节 全球化浪潮

自本世纪 60 年代开始,银行业的全球化进展得十分迅速,自 80 年代起,该进程还在不断获得新的动力^①。例如,1994 年底,银行跨国资产数额比 15 年前多 4.5 倍,如果以占经济合作与发展组织(经合组织 OECD)成员国国内生产总值(GDP)总和的比例来衡

量,1994 年的银行跨国资产由 1980 年的 20% 上升到了 35%。

相比之下,证券市场的全球化进程要晚一些,但同样引人注目。跨境和跨交易所证券业务的增长,外国上市证券的数目,以及遍布全球的服务于证券业的跨国证券公司的涌现,证券市场的全球化程度可以从中略见一斑。工业国家的跨国证券交易由 1980 年不足 GDP 的 10% 上涨至 1994 年的 100% 以上。从股票市场看,跨交易所和跨国交易占世界股票交易额的比例急剧上升(见图 1-1),以至于世界范围内每 4 笔股票交易中就有 1 笔要么买卖的是外国股票要么交易对方是外国的。国际债券和股票的发行(1994 年是 1985 年的 4 倍)、全球外汇交易额(1993 年是 1988 年的 3 倍),和通过两家最大的欧洲债券结算机构——欧洲清算组织(Euroclear)和塞德尔(Cedel)所进行的结算数额(1993 年是 1988 年的 6 倍)当中可以充分体现出这一类似趋势。

证券业的全球化包括几个层面。最传统的表现形式是在外国证券发行国的交易所里购买该外国证券,或者是外国公司来国内发行证券(跨国交易便是其中一例)。更进一步的全球化表现为在国内发行证券然后到一个或多个国外市场上市,或者发行与上市均在同一个国家,而买卖在另外一个国家进行(即跨交易所交易)。最深层次的全球一体化表现为证券(如全球债券和国际股票)在发行时面向各国,而交易限定在某两个或两个以上的国家进行。

对金融市场走向全球化的原因进行分析不在本书要探讨的范围之列。然而有很多因素确实在金融市场全球化的进程中起了一定的作用,这些因素诸如交易管制的逐步取消,由信息技术革命所带来的对外国证券信息便利获取,以及愈发成为证券市场主导力量的机构投资者们对证券组合优点的进一步看好。总之,不管金

融一体化潮流的确切原因是什么,有一点是肯定的:全球化浪潮注定要继续。

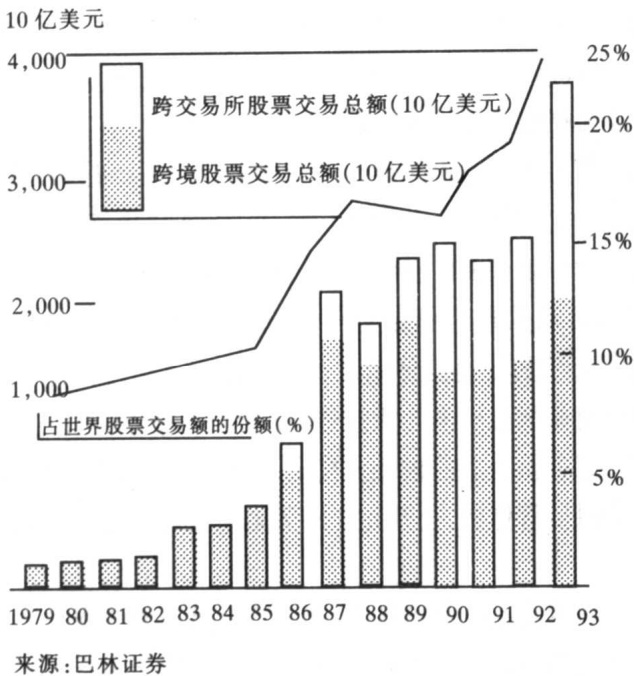


图 1-1

第二节 职能一体化

国际金融市场第二个重大发展就是金融集团内部银行业务与证券活动相结合的趋势日益明显,商业银行业与投资银行业的传统区分正逐步消失^②。这两类业务的结合,在很大程度上可以说是由于主要的金融中心开始取消金融管制造成的。在伦敦,股票交易法规在 1986 年得到修改,新交易法规允许包括银行在内的非

会员企业买进会员公司的股票。这一步变化使得银行业和证券业开始结合,从而结束了二者的分业经营这一历经 300 年的英国金融服务业传统特色。在美国,1933 年的格拉斯—斯帝高尔 (Glass—Steagall) 法案依然规定银行业和证券业须分开经营,但近几年美国金融监管部门在对该法的实际解释中,事实上却是允许银行通过银行的专门附属机构来开办证券业务。更重要的是,现在在美国一个广泛的共识是 Glass—Steagall 法应该废除,而国会也正在着手制定必要的新法规。在日本,自二战后开始的对银行从事证券活动的严格管制近年来已经逐渐宽松起来。尤其是 1993 年开始实施的金融体制改革法允许商业银行和证券公司通过各自建立附属机构来互相渗透到对方的业务领域中。后来,布鲁塞尔会议遵循普遍的银行业模式,在欧洲金融市场建立起一个统一的金融监管体制,公开允许欧盟国家银行业与证券业相互结合。

上述这些金融管制的取消,加上金融机构确信银行业与证券业结合不会影响规模经济效益,这两个因素使得金融集团的数目急增。英国证券与投资委员会主席 Andrew Large 先生这样描述:

“在过去 5 到 10 年里,各国实行的机构管制取消措施与计算机信息技术的发展一起,使一种全新的金融中介机构诞生了。该事物的形成运用了金融风险管理理论,把证券组合理论应用到了与证券业有关的风险中去。

这一方法的主要特点是找出证券中各种风险的一般要素,然后有针对性地加以管理。证券公司再也不必顾及各个金融市场之间的传统界限划分,也不必在乎原来的银行、证券与保险行业的机构界限划分。他们现在都是单纯属于风险管理行业,业务范围广

而且是全球化经营”^③。

正如金融市场的全球一体化注定要继续一样,消除银行业和证券业的传统行业划分也注定会继续,因为美国和日本仍然可以在这方面加大力度,放松管制。

第三节 金融创新

国际金融市场的第三大特点是金融创新带来了超常快速的变化^④。造成这一局面最重要的因素就是信息技术革命所带来的便捷和计算成本的急剧下降。(见表 1.1)。

表 1.1 美国商业部计算机
价格平减指数
(1990 = 1000)

1960	125000
1970	19000
1980	3620
1990	1000

来源:Richard Herring and Robert Litan(1994)Financial Regulation in the Global Economy, Brookings, p. 14。

收集、处理和传送信息变得简单容易而且费用低廉,这一便捷因素鼓舞了许多金融创新,包括屏幕交易系统的开发,现金由流向特定资产改为流向有价证券,(资产证券化)以及派生产品(期货、

期权、掉期、远期汇率交易和套期保值)的大量出现。关于派生交易的滋长及其监管将在第六章介绍;在这里只提一句就足够说明派生交易的数目了:80年代中期,只有美国和少数其他国家有期货和期权交易所,而到了90年代初,几乎所有经合组织(OECD)成员国家都已建立了证券交易所,而且至少进行货币市场利率合同交易、债券交易和股票指数交易,与此同时,在其他国家或地区出现了新兴证券市场。仅在1993年一年里,就有10家新交易所开业,这样,自1980年至1993年,证券交易所一共新增了46家。

目前有迹象表明,金融创新的发展步伐可能会逐渐慢下来;但过去15年左右的创新发展已经转变了全球金融市场的特质,而且这种转变向市场的监管者提出了严峻的挑战。

第四节 对金融监管 提出的挑战^⑤

在介绍上述金融市场发展趋势所涉及的金融监管问题之前,有必要先谈一谈管理金融活动,尤其是证券业务的一般情况。

银行和证券公司有着不同的经营特点,因而需要有不同的管理体制^⑥。传统的银行业可以买进长期不可流通贷款,并通常放在资产负债表上,直到贷款到期。相比之下,投资公司由于他们的市场活动、承购和交易活动,其资产周转率很高。银行的主要风险是信贷风险,而投资公司的主要风险是市场风险。并且,证券公司是按清算基础估价,其会计核算按市场价值,而银行是按持续经营价值估价,其会计核算通常是基于历史成本。最后一点区别:银

行主要是依赖具有潜在不稳定性的无担保短期存款来提供非资本性基金,而证券公司有担保的筹资比例要高得多。

银行与证券公司经营特点上的不同使二者对监管的需求程度、对监管的目标和对监管的方法都有不同的要求。

就对金融监管的需求而言,监管者、从业者和学者们一致认为,银行格外易受蔓延开来的倒闭风的损害。这种内在的脆弱性不仅是因为银行的资产清算价值一般要低于持续经营价值,并且还因为银行负债(银行存款)的流动性强而资产(商业贷款)却不能立即变现^⑦。为避免代价极高的银行挤兑,国家当局通过正式的存款保险制度或一些其他支持措施来保护存款者利益。但是这样的保护措施容易使存款者缺乏仔细考虑随便把钱存在一家银行(即所谓的“道德风险”问题),从而会削弱市场秩序,因此,监管者们要寻求措施避免银行承担过多风险,这样也就减少了对存款保险基金的索赔,也就是对纳税人的索赔^⑧。

对投资公司来讲,对监管的需求问题就不是那么清楚了。传统监管方式的重点主要放在投资者承担的风险上。但事实上可以(通常是)要求投资公司把投资者的现金和有价证券放在特殊帐户中,这样当投资公司破产时,投资者们的资产就不在普通债权人的清偿之列^⑨。这样一来,就没有必要再通过资金充足量的规定来进行额外的保护了。如果投资者同时参加了投资者补偿计划,那么要求监控部门提供其他保护投资者利益的规定,就更加没有说服力了。

对投资公司进行监管的第二点理由是基于保障业务对手利益,包括银行和其他债权人,否则他们就会不愿意与投资公司打交道。结算程序在这里非常重要,因为如果采付会款交割(DVP)结

算方式的话,那么投资公司的业务违约风险会大为降低。此外,由于其资产的流动性、投资公司便于安排有担保融资而不会造成由对方全部承担风险,并且,在没有资金充足量规定的情况下,投资公司无疑可以这样获得其大部分的筹资^⑩。最后一点,即使出于对对方风险的担心这点考虑没有必要引入官方监管。如果投资公司认为向对方保证自己的金融实力对自己有利的話,他们会找到合适的方式的。这一点也正是纽约股票交易所远在1934年美国证券交易委员会(SEC)建立之前其会员公司之间实现自我管理的基础^⑪。信用评级机构也可以发挥自我管理职能,就像在未受监管的美国控股公司发行债券为其证券附属公司筹资时评估机构发挥的作用一样。

关于投资公司的监管问题的第三点也是最重要的争论是基于这样一种观点:未受监管的投资公司一旦有违约行为将会导致系统问题。例如,在最近一项经合组织(OECD)对证券市场风险的研究中表达了官方对潜在系统混乱的关注,这项研究中这样说:

证券价格动荡导致的极端系统威胁是指一个或更多一些的证券交易商的违约行为将导致进一步的违约行为,这些故障会扩展到银行体系中心,从而导致世界各地金融交易结算中的支付流转出现故障^⑫。

上面这番陈述,暗示了投资公司的违约很可能会导致银行的破产,从而带来社会损失,这的确值得深思。非银行性的投资公司的资产主要由有价证券构成,因此,其持续经营价值和清算价值之间相差不多,这一点与银行资产大不相同,后者的清算价值要比其持续经营价值低得多。这意味着一个陷入麻烦的投资公司还可以按正常方式停业,立即以帐面价值处理其资产,然后偿还债务。在