

“证券市场基础理论与创新问题研究”

(之二)

银行跨营证券业的利弊分析与法律监管

深圳证券交易所博士后工作站

蔡奕

由于各国政治、经济、文化背景的不同，对银行业与证券业关系的制度设计也存在差异，大体上可区分为两类制度模式：一是混业经营模式（亦称为银证融合模式），在此模式下，银行不仅可以经营传统的商业银行业务，而且可以跨营证券、保险、信托、金融衍生业务及其它新兴金融业务；二是分业经营模式（亦称为银证分离模式），即银行只能从事存贷款、信用交易等传统的商业银行业务，不能跨营证券、保险等其它业务。理论界有种意见认为，在实行严格分业管制的国家里，商业银行被禁止参与证券业务，因而也就不存在银行跨营证券业的问题。实际情况并非如此：即便是在实行严格分业经营的国家里，银行本身虽无法透过“防火墙”进入证券业，但它可以通过直接或间接控股其附属公司的形式变相地绕过上述屏障，进入证券市场，参与证券业务，因此，在实行分业经营模式的国家中，同样也存在着银行跨营证券业务的法律问题。

一、 银行跨营证券业的动因

在大多数国家中，银行资本是最强大也是最有政治“捕获力”的金融资本。近年西方主要国家的金融服务法律变革，如美国《金融服务现代化法》和英国《金融服务与市场法》的出台，很大程度上是由银行游说“院外集团”（lobby groups）所推动的。银行为何不满足其固有的存贷和授信业务，意图染指证券业务，并极力推动金融一体化的进程呢？深入分析起来，主要有如下几个原因：

1、出于规模经济和范围经济因素的考虑。经济学上的实证研究认为，金融

行业的平均成本曲线比一般行业平缓,因而具有更大的规模经济潜力,同时金融行业的资产专用性在降低,这意味着金融行业的同一资产完全可适用于不同金融业务,说明金融业具有越来越明显的范围经济效应。作为金融业中资产规模最大、财力最雄厚的银行业,对规模经济和范围经济效应的追求,远甚于其它金融行业,因而对金融一体化和自由化的积极性最高。

2、出于竞争因素的考虑。银行跨营证券业所考虑的竞争因素有两个方面:一是市场竞争因素。银行的多元化经营为银行的金融产品开发 and 业务市场开拓提供了巨大的发展空间,从而使银行能够根据市场状况的变化及时调整经营策略,加强金融创新,拓展服务范围,增强其竞争力。另一是制度性竞争因素。银行业的竞争不仅是市场主体的竞争,还受制于各国的银行管理制度,各国在制度宽严上的差异,容易使银行业产生“制度性竞争扭曲”现象。以欧美国家为例,由于长期以来美国顽固的分业经营模式与欧陆的全能银行模式存在明显的制度性落差,致使美国银行的市场竞争力日渐衰微,国际排名一跌再跌,为了在制度性竞争上重现均势,美国银行业动用其政治影响力,自20世纪80年代以来一再游说国会,最终促成了1999年《金融服务现代化法》的出台。

3、出于分散风险的考虑。金融界有句格言“不要把所有的鸡蛋放在一个篮里”,银行业特有的高风险性使其对多元化经营,分散风险的需求尤为强烈。与其他行业或金融业的其他部门相比,银行的外部效应表现得尤为突出,这是由于银行将对全球各地分散存款人的流动性债务,转化为对借款人的非流动性债权,从而具有较高的负债比率,对外部资金来源和公众信任存在严重的依赖性。银行跨营证券业可以充分利用两个市场、两种资源,实现优势互用、劣势互补,从而缓冲或规避银行业日渐放大的风险因素。

此外,以计算机和互联网为标志的信息技术革命大大降低了金融通讯与金融数据处理成本,金融工程技术和金融衍生工具的发展为混业风险控制提供了新颖有效的手段,法律界传统分业管制“坚冰”的破除为银行跨营证券业提供了前所未有的机遇。正是基于上述诸多因素的合力作用,使银行一改以往小规模渗透证券业的谨慎作风,大规模地跨营证券业,一时间金融并购浪潮风起云涌,以银行资本为主的多元化金融集团的发展迎来了历史性的黄金时期。

## 二、 银行跨营证券业的利益冲突及其危害

客观地说，银行跨营证券业实际上是一柄“双刃剑”，银行兼营证券业，固然有利于银行实施全能化和多样化经营，实现所谓“金融超市”的蓝图，但同时也使银行的风险来源增多，风险的预测力和评估效果下降，风险的破坏力剧增，更重要的是，由于银行业与证券业存在着利益冲突，银行跨营证券业实际上也打破了证券业固有的竞争秩序。

所谓利益冲突（conflicts of interest），是指受托人在接受委托人委托时同时担任或嗣后担任某个人、某些人或某类利益集团的利益代表，而导致对委托人在忠诚和利害关系上发生矛盾的现象。混业经营体制下存在的利益冲突一直是分业经营的支持者反对银证融合的有力理由，跨国银行特有的国际背景则加剧了利益冲突的复杂性。力图建成所谓“金融超市”的跨国银行大力推行“一站式服务”（one-stop service），广泛涉猎资金管理、证券经纪、证券发行与交易等诸多领域，这些领域中的证券业务可能与银行的传统业务产生潜在的利益冲突，导致银行客户的利益由此受损，并危及东道国的金融秩序和金融安全。

其实，归根到底，银行参与证券市场的利益冲突是由于信息不对称（asymmetric information）而引发的。这种信息不对称主要体现在两个方面：一方面，银行拥有强大的经济实力和资源优势，掌控着有关自身金融服务的全部信息，而其客户的信息供给渠道则完全受制于银行，因而强弱悬殊的信息差异可能诱使银行及其工作人员为牟取利益而滥用信息优势，从而损及客户的利益；另一方面，虽然监管当局对银行有资料申报和信息披露的要求，但银行在资本觅利性的驱动下为了规避监管，牟取暴利，经常隐瞒或虚报信息资料，与监管当局玩起“猫鼠追逐”的博弈游戏，使“监管落空”的局面频频发生。

首先，银行、证券市场特质迥异，若银行过度介入证券业务，将会增加银行的经营风险，危及银行的安全稳健经营。若银行自行承销、买卖而持有的证券数额较大，在证券市场波动频繁时，银行的清偿能力及经营体系将处于不稳定状态，一俟股市暴跌，便会危及银行的自身安全，进而殃及整个信用体系。

其次，银行相对于其客户及监管当局的信息优势促使其肆无忌惮地从事内幕交易，从而损害了投资者的利益，危及金融安全。

再次，银行与其客户的利益冲突，客观上增加了证券市场的风险，危害了证

券市场的健康发展。在混业体制下，银行为了增加承销收益或规避承销风险，往往利用优惠的融资条件或其它诱惑吸引投资者从事证券交易，从而产生银行信用扩张的效果。

最后，利益冲突的发生会损害银行在社会公众中的声誉，降低银行的信用，影响其筹资功能，尤其是跨国银行如果在多个东道国同时危害了当地投资者或存款人的利益，东道国监管当局可能基于金融安全的考虑而裁撤其准入资格，其余拟接纳该跨国银行准入的东道国也会以跨国银行有不良“前科”为由，拒绝跨国银行准入本国证券业务的申请。

### 三、银行跨营证券业的组织模式

银行采取何种模式进入证券市场，受各国经济状况、金融历史、文化观念及监管理念等因素的影响而存在差异。即使是银行业与证券业发展程度较高的发达国家，在准入形式上也往往根据本国的国情作出迥异的选择，概括起来，主要有以下三种组织模式：

#### （一）以美国为代表的银行持股公司模式

1933年美国国会通过的《格拉斯-斯第格尔法》(Glass-Steagall Act，以下简称G-S法)，明确规定商业银行与投资银行在业务上必须严格分离，从而奠定了此后半个多世纪美国银行分业经营的基本模式。尽管有G-S法的严格限制，但试图寻求利润最大化的银行业并没有放弃进入证券市场的努力，它们一直伺机绕过G-S法所确立的“格拉斯-斯第格尔墙”(Glass-Steagall Wall)从事证券业务。在此情势下，银行持股公司便应运而生。根据美联储的定义，银行持股公司是指直接或间接地控制一家或多家银行25%以上表决权股份的公司。在某些情况下，尽管公司持有的股权低于25%，但它能通过其它方式有效控制银行董事会的选举，并有能力对银行经营管理决策施加决定性影响，这样的公司也可称之为银行持股公司。1956年出台的《银行持股公司法》规定，银行持股公司可获准在其它金融业务中设立与银行业务“密切相关”(closely related)的子公司，如证券经纪人贴现公司、保险公司、财务公司等。持股公司的设立并非为了控制银行，它本身也并非经营实体，而是银行用于实现跨业经营和扩大经营地域的一种变通形式。

1999年11月，在经历了漫长的辩论之后，美国国会最终通过了《金融服务

现代化法》并经克林顿总统签署成为正式法律。《金融服务现代化法》对美国 20 世纪 30 年代以来有关银行分业管制的法律规范作了突破性修订，废止和修改了诸如《格拉斯 - 斯第格尔法》、《银行持股公司法》等一大批在美国金融体系中举足轻重的金融法律，在放弃分业走向混业的道路上“整合”了美国的金融法制。与人们预先的猜测不同，该法并没有废止银行持股公司这一分业经营模式下银行变相从事证券业务的组织形式，而是从法律上减少既往立法对银行持股公司在金融业务上的限制和要求，确立了银行业、证券业、保险业之间相互参股和业务渗透的合法性，将传统的银行持股公司升格为“金融控股公司”。

附表：美国限制银行跨业经营相关金融法规之演变历程

年份	法规	内容
1933	格拉斯 - 斯第格尔法	禁止银行与证券公司形成关系企业。
1956	银行持股公司法	规范多头控股的银行持股公司。限制银行持股公司从事非银行业务。
1970	银行持股公司法修正案	规范单一或多头银行持股公司。限制银行持股公司从事保险业务。
1970-86	Y 条例修正案	美联储允许银行持股公司拥有投资顾问公司及证券经纪子公司。
1987-89	美联储行政命令	美联储允许银行持股公司依据 G-S 法第 20 条设立“第 20 条子公司”(Section 20 Subsidiary)，从事一定的证券业务，且证券业务收入比重由原先的 5% 提升到 10%
1996-97	Y 条例修正案及美联储行政命令	美联储提高“第 20 条子公司”证券业务收入比重限制至 25%。
1999	金融服务现代化法	允许组建金融控股公司。允许美国银行、证券及保险公司形成关系企业。

## (二) 以日本为代表的异业子公司模式

二战之后，日本长期实行银行业务与证券、信托、保险业务分离的分隔管制，日本监管当局的分业管制主要基于以下三个原因：(1) 实现资金的有效利用和配

置 ;(2) 防止过度竞争 , 保持金融机构和金融市场的稳定性 ;(3) 避免重蹈二战之前日本银行业过度集中和利益冲突的覆辙。日本 1981 年《银行法》将商业银行的经营行为限于存款、贷款、票据贴现和外汇交易 , 相应地日本的银行也被区分为三类 : (1) 承担商业银行业务及提供短期金融的一般银行 ;(2) 从事 5—7 年期资本投资的长期信用银行 ;(3) 提供长期资本投资服务的信托银行。其中 , 主要从事证券投资信托业务的只有信托银行。

随着金融服务国际化和自由化的发展 , 日本的银行业迫切需要使用多种金融工具 , 提供多样化服务 , 以增强其在国际市场上的竞争力 , 于是 , 跨业准入的放宽便成为日本金融改革的首要议题。1998 年 6 月 , 日本国会通过了被称为日本版“金融大爆炸”的标志性法律——《金融体制改革法》对以往的证券交易法与银行法作了重要修订 , 该法的核心内容之一是允许银行、证券、信托三种不同形态的金融机构能够以“异业子公司”的形式相互渗透 , 实行业务交叉 , 即银行可设立一个从事证券业务的子公司 ; 证券公司也可设立一家银行子行 ; 银行或证券公司可设立信托子公司 ; 但不允许保险公司参与其它金融业务。

1998 年《金融体制改革法》允许日本银行可以异业子公司的形式从事全能化金融业务 , 并对该模式作了详细的法律规定 :

1、日本的异业子公司模式既不同于美国式的银行持股公司制 , 也有别于德国的全能银行制 , 是一项独特的银行跨业准入模式。母行须建立子公司并控制子公司 50% 以上的股本方可参与其它业务。

2、新设异业子公司的业务活动范围须受一定限制。例如银行的证券子公司在设立之初不得从事证券经纪业务。

3、建立“防火墙”制度 , 例如要求银行与其证券子公司或证券公司与其银行子行在进行交易时贯彻“无关联”原则。

4、商业银行可从事资产抵押类的证券交易及私募发行业务。

5、扩大解释对“证券”的法律定义 , 以涵盖股票、公司债券、商业票据等诸多领域 , 适应资产证券化的发展需求。

### **(三) 以德国为代表的全能银行模式**

德国的全能银行最具开放性和自由性 , 它可以涉足几乎所有的金融业务 , 不仅包括商业银行的存、贷、汇业务 , 投资银行的债券、股票、外汇、期货、衍生

性金融产品业务，还包括保险、项目融资、投资咨询、证券经纪、基金管理、抵押、租赁等金融业务。德国也因此成为混业经营体制的典范。德国的全能银行制具有深厚的经济、历史、文化背景。历史上德国重工业的诞生就得到银行强有力的业务支持，二者形成了难以分离的血肉联系。19世纪时新统一的德国对证券转让征收转让税，为了逃避税负，股票所有人大多将股票存托于银行，由银行代其进行交易，从而形成根深蒂固的银证融合传统。

尽管德国银行法也允许银行通过设立子公司的形式参与证券业务，但德国银行显然认为这种作法既不经济又繁琐累赘，而宁愿自身直接从事证券业务。德国全能银行模式最大限度地拓宽了银行的利润来源，多元化经营客观上也有分散风险的作用，从而有助于银行“做大做强”，成为跨国银行普遍青睐的跨业准入形式。

## **四、我国银行跨营证券业的模式选择与法律监管**

### **（一）我国商业银行跨营证券业的模式选择**

如前所述，在商业银行跨营证券业的组织形式上，世界范围内存在着全能银行制、银行持股公司制、异业子公司制三种主要模式。三种模式各有利弊，并不存在孰优孰劣的问题，主要是看哪一种模式最契合中国的国情，最符合商业银行证券业务的发展特点。

我国现行的金融经营体制，实际上属于分业体制下的业务交叉，而非混业经营体制，这决定了以金融混业经营为生存环境的全能银行制在我国不可能有立足之地。首先，全能银行制不符合我国《商业银行法》关于银行不得向非银行金融机构或企业投资的禁止性规定，商业银行不可能以“联合型”的独立法人资格兼营传统商业银行业务与证券业务；其次，由我国现行的商业银行制演化为全能银行制，是一个剧烈的制度性变革，涉及金融资源重组、监管体制变革、社会观念更新等诸多方面，从中外的历史经验教训来看，体制性变革的风险是最大的金融系统性风险，对此应审慎行事；再次，全能银行制将非银行金融活动的高风险引入社会金融公共安全网中，为最终贷款人增加了负担，并增加了金融体系的脆弱性和传导性风险，在缺乏存款保险安全网的我国，全能银行经营失败或倒闭的风险造成的损害尤其严重；最后，根据WTO金融服务协议的规定及我国的入世承诺，我国对外资银行的业务范围在入世后5年内基本适用“国民待遇”，如果此时引入全能银行制，无疑

外资银行是最大的受益者，国内银行无论在规模、资源还是经验上都难以与跨国银行相抗衡。

银行持股公司制与异业子公司制均属“机构分离型”模式，即主要从事证券业务的机构均与银行本身相分离，但二者的产权纽带却有很大的差异。银行持股公司是持有银行 25% 以上股权或对银行实施“事实上控制”的公司，是银行的持股母公司，而异业子公司是银行创立并注资的从事非银行金融业务的附属机构，是银行的子公司，二者与银行间持股与被持股的关系截然相反。这一区别决定了银行持股公司制是目前我国商业银行跨营证券业唯一可行的模式。因为我国《商业银行法》第 43 条禁止银行向非银行金融机构和企业投资，也就意味着在法律意义上商业银行不得创设从事非银行业务的子公司，直接堵塞了商业银行运用异业子公司开展证券业务的途径。但是，法律并未禁止银行的股东，即银行持股公司从事证券业务，作为银行的母公司，银行持股公司既可以自行从事证券业务，也可创设具有独立法人资格的证券子公司开展证券业务。在后一情形下，银行持股公司很可能升格为“金融控股公司”，甚至成为规模庞大，经营多种金融业务的多元化金融集团，目前我国的金融集团已初具雏形，其中一些多元化金融集团的跨国经营已初具规模。因此，虽然我国目前仍实行传统的金融分业经营、分业管理体制，但并不妨碍银行业以银行持股公司或是金融控股公司的形式参与证券业务。

## （二）加强和完善我国对新兴金融集团的监管

与银行跨营证券业步伐加快，金融集团日渐兴起的趋势相对应，我国目前的监管模式和监管思路仍然停留在对单一金融机构的单一业务监管上，已经产生了明显的监管滞后和监管落空态势。因此，借鉴国际监管规则，完善我国金融集团监管体制，已是目前的当务之急。

**首先，我国应确定对金融集团承担主要监管责任的主监管机构和进行信息协调的协调员。**

从我国目前金融集团的发育情况来看，大多以银行资本为主体，且与其它监管机构相比，中国人民银行的监管经验和监管资源较为丰富，因此目前宜由中国人民银行承担对金融集团的主要监管责任，并且可由其兼任协调员之职，定期召集央行、证监会、保监会三大监管部门的联席会议，互通有无，实现对金融集团



的协同监管。有论者曾建议仿效英、日等国，以一个统一的监管机构来管理全能化金融集团，笔者认为此模式在我国现阶段并不足取，理由有三：第一，此模式虽可改变“分别监管”带来的弊害，实现对金融集团的统一、综合监管，但涉及监管机构的新建和监管体制的变革，实现难度较大；第二，我国目前金融集团的发展尚处起步阶段，其风险因素尚不显著，没有必要以监管体制的根本性变革为代价对其进行金融监管；第三，对金融集团的监管虽有英、日模式，但也存在美国、法国的分离监管模式，二者各擅胜场，并不存在孰优孰劣的问题。只要借鉴国际监管规则，明确主监管机构的监管职责，再借助协调员的协调与中介，分别监管模式同样也能实现对金融集团的有效监管。

### **其次，参照国际惯例，建立和完善“两墙”制度，防患于未然。**

“两墙”即“防火墙”和“中国墙”，一直被认为是防范银证融合利益冲突，阻隔金融集团风险蔓延的有力武器。我国目前仅有“法人防火墙”的原则性法律规定，“业务防火墙”和“中国墙”制度在立法上均付诸阙如。实践中虽有一些金融集团开始模仿发达国家的运营模式创设“两墙”制度，但并不完备，也不统一，严重阻碍了金融集团在我国的发展。

从西方国家的立法看，一项完善的“防火墙”制度必须包含两大构成“法人防火墙”和“业务防火墙”。后者又可细分为“资金防火墙”、“身份防火墙”和“管理防火墙”。“资金防火墙”是指禁止或限制资金在金融集团内的任意流动，除了法定的股权投资之外，禁止以关联交易的形式在集团内任意调配资金，如禁止将银行存款拆入股市；“身份防火墙”是通过办公场所、营销、设施上的分离实现集团内各个独立法人的隔离，避免公众的误判，导致非接触性风险传导；“管理防火墙”要求严格贯彻竞业禁止，分设账簿，实现管理机构和人员的分离。

“中国墙”是一种信息隔离制度，目的是为了防止金融集团各机构间有害的信息流动，杜绝滥用信息和内幕交易行为的发生。从英美银行集团的实践来看，一项有效的业务防火墙机制至少应满足如下一些条件：

- 1、金融集团各部门应制订和散发正式的行为守则。
- 2、集团内应设立专门的部门或人员负责该守则的执行。
- 3、上述专门机构与人员应定期、经常地监督、检查守则的执行情况。
- 4、应确定可能存在严重利益冲突和信息泄露风险的重点防范部门，备有突

发性事件的应急处置方案。

- 5、对机构职员进行培训，教育和警诫他们不得滥用或泄露内幕信息。
- 6、应当制订跨部门信息流动的标准程序，并严格遵照执行。
- 7、应当对公司所有的交易、咨询及其它业务登记备案。

**再次，以适宜性要求完善我国金融集团管理层和重要股东的任职资格审查制度。**

对于金融机构高级管理层的任职资格，我国历来是较为重视的。央行下发的两份重要文件——2000年《金融机构高级管理人员任职资格管理办法》和2002年《外资金融机构管理条例实施细则》分别从学历、资格证书、工作经验、违法犯罪记录、竞业禁止、个人操守、财务状况等方面对金融机构高级管理人员的任职资格作了详尽规定，其完备程度达到了甚至超过了金融集团监管的国际标准。但是，对于金融集团内重要股东的任职资格，不仅立法上付诸阙如，实践中也未引起监管当局足够的重视，成为我国金融集团适宜性要求的一项空白。许多不法公司利用上述漏洞，兼任多家金融机构的股东，大肆从事违法违规投机活动（如将信贷资金违规拆入股市等），严重危及金融集团的稳健性。因此，我国应尽快出台法规，从违法前科、商业信用和财务状况等方面，对金融集团重要股东的任职资格作出规定，以杜绝“害群之马”混入金融集团。

对管理层的处置可以通过辞退、解雇或执业资格限制等方式进行，但对不符合适宜性要求的股东如何处置，是一个非常棘手的问题。就此，笔者不揣冒昧，提出几种方案供监管实践中选择适用：(1)强制退股或强制股权转让，由于此种方式会改变金融机构的股权结构，并涉及公司法上的抽回投资和股权转让限制，故仅在极端情况（如大多数股东丧失了对该股东的信任感）下采用；(2)补齐任职资质，这种方式仅在情势尚有挽回余地时适用，如不符合财务状况要求的股东可寻求外部资金支持以改变财务状况，但在不符合品质条件的情况（如股东的商业信用不佳）下，这种措施便毫无用武之地；(3)以股东会决议的方式对股东权作出限制，这种方式有一定法理依据：不符合任职条件而成为金融机构股东，即股东资格有瑕疵，相应地，为了避免该瑕疵影响其决策或因滥用权力给金融机构带来危害，就其股东权（如表决权）作出一定限制是必要的，但这种作法似乎有违“同股同权”的原则，实践中易招致争议；(4)外部制裁措施，即由监管机关

即予外部惩戒，如罚款等，这种措施的适用面广，但似乎对不合格股东的惩戒作用并不明显，也无法恢复金融集团的稳健性。

## 五、小结

考察世界各主要国家的立法和制度变革，混业经营已成为主流，这是不言而喻的。理论界关于银行必须实现多元化经营，跨营证券业务的共识越来越清晰，关键是如何在既有法律框架下付出最小的成本实现混业经营。在这一点上，不仅要借鉴国外的模式和先进经验，更重要的是要考察中国的现行法制框架、市场发育状况和金融业发展特点。我国现阶段正处于分业经营向混业经营的过渡时期，不宜一蹴而就全面推行混业经营，而应有步骤有计划地进行改革试点。在立法未作出重大变更之前，不宜采用突破法律规范的形式进行混业经营，而应在现行法制框架内探索最适宜我国国情的混业模式。同时，过渡时期也对监管机构提出了更高的要求，监管者不仅要更新观念，积极努力地推进银行跨营证券业务，实现培育我国新型金融集团的任务，同时应借鉴国际监管惯例和国外监管经验，建章立制，加强合作，实现对风险因素的协同监督，如此方能稳健、高效、健康地推进我国的混业经营步伐。

说明：本文收录于深圳证券交易所综合研究所发表于《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》的系列专辑“证券市场基础理论与创新问题研究”，是该专辑的第二篇。