

# 国际金融危机背景下美国投资银行的 倒闭原因、发展趋势及对我国证券业的启示

□ 海通证券研究所 陈峥嵘

2008年9月，伴随着美国次贷危机的恶化，美国顶级投资银行无一幸免，雷曼兄弟破产，美林证券被收购，高盛和摩根斯坦利向银行控股公司转型，美国最大储蓄银行华盛顿互惠银行倒闭……这场次贷危机的不断扩散与蔓延，最终演变成了波及全球的国际金融危机。美国投资银行被收购、破产或转型的主要原因是什么？未来的发展趋势又是什么？对我国金融业有哪些启示？本文试图对这些问题进行探讨，以期为我国资本市场的发展提供借鉴。

## 一、美国独立投资银行被收购、破产或转型的主要原因

美国独立投资银行在此次国际金融危机中遭受重创，其主要原因在于：

### （一）高杠杆经营，风险过大

“对资本市场的过度依赖”与“杠杆式经营理念”相结合的经营模式是美国前五大独立投资银行在此次国际金融危机中相继倒下的主要原因。投资银行的盈利过度依赖于资本市场融资，且持有大量高

风险的金融衍生品，高杠杆经营。因此，当金融危机爆发时，投资银行资产必然大幅缩水。此外，与商业银行相比，投资银行更倾向于高杠杆经营和过度投机，因而面临更高的风险。

随着国际金融危机的爆发，投资银行高风险的金融衍生品业务大幅收缩。2008 年全球发行的结构化金融工具总额为 18442.2 亿美元，而 2007 年、2006 年、2005 年结构化金融工具发行总量均远远大于这一金额（见表 1），分别是前者的 14.05 倍、16.68 倍和 9.58 倍。

表 1 2005—2008 年全球 CDO 市场发行规模（单位：亿美元）

年份	发行总量	投资级 贷款	高收益 贷款	投资级 债券	高收益 债券	结构化金 融工具	混合担保 工具	其他 互换 工具	其他
2005	271803.3	0	71205.7	4044.9	3074.4	176639.1	87	2461.8	14290.4
2006	520644.6	0	171905.9	24864.5	940.9	307704.9	20	761.7	14446.7
2007	481600.7	0	138826.6	78571.1	2150.8	259183.6	0	1146.7	1721.9
2008	61097.5	0	26187.9	15505.3	0	18442.2	0	0	962.1

注：“结构化金融工具”包括 RMBS（住房抵押贷款证券）、CMBS（商用物业抵押贷款证券）、CMOs（抵押担保证券）、ABS（资产抵押证券）、CDOs（担保债务证券）、CDS（信用违约掉期）和其他证券化或结构化产品。

数据来源：美国证券行业 and 金融市场协会（Securities Industry and Financial Market Association）

## （二）结构化金融产品链过长，定价复杂，交易缺乏透明度

各种纷繁复杂的金融衍生品被投资银行源源不断地创造出来，造成金融衍生品过度泛滥。内嵌式衍生产品、奇异型期权、CDO（担保债务证券）、RMBS（住宅抵押贷款证券）、CMBS（商用不动产抵押贷款证券）等均是十分复杂的证券化衍生产品和结构化金融产品，它们具有参与方众多、产品链条过长、过多依靠内部计量模型定价、结构

复杂、透明度低等特点。许多次贷衍生品（如 MBS 和 CDO）存在于场外市场，大多是机构投资者一对一的交易，而且价格形成机制不健全，信用评级机构的价格发现机制也缺乏竞争性。同时，次贷衍生品的交易信息较少，缺乏公允的市值，不仅发行人信息披露不完善，而且缺乏投资者审慎评阅机制。此外，还存在或有负债、SPV 等表外工具的并表条件不清晰、并表准则不统一等问题。其中，资产证券化的过度扩张是导致各大投资银行陷入危机的最直接原因。过长的衍生产品链导致了信息的失真、对未来现金流预测的失效、信用评级机制的不可靠、基础证券及时止损机制的缺失等，一旦发生系统性风险，持有这些衍生产品的人便成为最大的受害者。正是结构化金融产品的这些“特质”，为投资银行埋下了潜在的巨大风险。

### （三）监管机构对场外市场的表外业务监管不力

近年来，银行纷纷在资产负债表外设立名为“管道（Conduit）”的结构化投资工具（Structured Investment Vehicle，简称 SIV），即银行的表外业务。由于大量的表外业务基本都在场外市场进行交易，风险更加隐蔽，并且在高杠杆作用下风险放大，导致场外市场的监管难度增大。在次贷危机中，银行管理的 SIV 资产大幅缩水，纷纷被下调评级，这表明银行表外业务监管有待进一步加强。表 2 列示了场外交易市场与交易所场内市场的主要区别。

表 2 场外交易市场与交易所场内市场的主要区别

项 目	场外交易市场	交易所场内市场
交易地点	场外、一对一交易	交易所场内、集中交易
合约标准化程度	非标准化、买卖双方自行协商确定合约条款	标准化、合约由交易所统一制定
灵活程度	灵活	不灵活
市场流动性	流动性差	流动性好
交割方式	由买卖双方自行议定标的物的交割方式、数量、品质、时间、地点	由交易所决定，并标准化标的物的交割方式、数量、品质、时间、地点
价格议定	由买卖双方一对一议价	在交易场内公开竞价
结算方式	由买卖双方直接结算	由交易所下属结算所或独立的结算公司负责结算
信用基础	基于信用	保证金
交易的信用风险	由买卖双方自行承担违约风险	由交易所或结算所担保合同履行
风险程度	相对较大	相对较小

#### (四) 投资银行的薪酬制度不够合理

薪酬制度是投资银行最直接、最有效的激励手段。从华尔街投资银行高管的薪酬结构来看，基本工资仅占较小的比重（通常为 25%左右），而股票和股票期权分红的占比则较大（通常为 75%左右）。2003 年，华尔街投资银行高管和经理人的收入分红总额高达 107 亿美元，其中高盛集团主席亨利·保尔森的薪酬为 2100 万美元，摩根大通董事长威廉·哈里森的薪酬为 2000 万美元，均比上年翻了近一倍。高涨的分红收入，导致投资银行高管更愿意追求高风险、高回报的金融业务。

## 二、国际金融危机背景下国际投资银行的发展趋势

在此次国际金融危机之前，全能型银行已向独立投资银行发起了挑战，而金融危机的爆发则给全能型银行的发展提供了一个难得的历史性机遇。这场危机中暴露出了投资银行流动性短缺、业务模式与盈利模式单一的缺陷，而以存款作为支撑的商业银行，特别是业务综合化经营的全能型银行基本上都度过了金融危机的难关。因此可以预见，国际金融业的发展将出现下列趋势：

### **（一）独立的投资银行模式将终结，全能型银行占主导**

基于金融危机的教训，独立的投资银行模式将终结，而全能型、综合化的银行发展模式将得到加强，混业经营模式已成为国际金融业不可逆转的发展潮流和趋势。

在此次金融危机中，花旗集团、瑞银集团和汇丰集团等全能型银行表现出了较强的应对危机的能力，这说明全能型银行的混业和综合化经营模式具有更强的生存能力。从全球范围来看，与美国的独立投资银行相比，传统的欧洲银行业特别是德国全能型银行所受的影响也相对较小，包括德意志银行和德国商业银行在内的德国主要银行机构都没有遭受重创，这得益于全能型银行风险相对较低、经营更为稳健的优势。

与投资银行相比，全能型银行的资金来源更加充裕，运作更加透明，风险管理和控制系统更加严密，受到监管部门的严格监管和存款保险机制的保护，同时业务综合化经营有利于平抑经营收益的大幅波动。可以说，全球金融机构走向混业经营已是大势所趋。此外，一些高杠杆经营的金融机构在去杠杆化的过程中，采用了兼并和收购手

段，去杠杆化的过程（尤其是投资银行对商业银行的重新依附）也对混业经营提出了更高的要求。鉴于美国银行业和金融市场在全球所处的重要地位，在由美国大型存款类银行主导的混业经营模式确立以后，将有可能进一步与欧洲现有的混业经营模式相融合，成为引领未来国际金融业发展的主流模式。

## （二）分业监管模式可能被取代，国际银行业面临更严格的监管

为了适应混业经营的发展趋势，世界各国已纷纷对金融监管机构进行了整合，向混业统一监管模式转变，以消除监管“盲区”或“真空”地带，并增强监管能力，提高监管水平和效率。例如，早在1997年5月，英国成立了专门的金融监管机构——金融服务监管局（FSA）。2000年，英国通过《金融服务与市场法案》，根据该法案，由FSA作为单一的金融监管机构，行使对商业银行、投资机构、证券公司、期货公司、保险公司等各类金融机构与金融市场的统一监管职责，这一改革标志着统一监管模式的确立。

目前日本和大多数欧洲国家都已对金融业实行了统一监管，而美国仍然保持分业监管模式。自1999年4月《金融服务现代化法案》颁布以来，美国一直实行功能性监管，即在不触动现有金融监管体制的前提下，促进各监管机构之间的职能协调、信息沟通和执法合作，但并没有提供明确的制度构建和授权支撑，也未赋予主要监管机构明确的职权。美国现有监管机构多达近10个，包括货币监理署、美联储、联邦存款保险公司、国家信用合作社管理局、美国证券交易委员会、联邦保险署和美国期货交易委员会等。

此次金融危机在很大程度上暴露了美国传统的分散型金融监管体制存在的严重缺陷，面对金融机构混业经营的不断发展以及证券化衍生产品和结构化金融工具的不断涌现，基于权力分散和组织独立的现有金融监管体制已与市场实际不相适应，不能有效地实施功能性监管。事实上，早在2007年6月，美国金融监管机构就开始酝酿金融监管体制改革，次贷危机的爆发使美国金融监管体制改革的步伐得以加快。2008年3月31日，美国财政部部长保尔森正式公布了新的金融监管改革计划——《现代化金融监管架构蓝皮书》，主要内容包括裁撤部分监管机构、重新确定部分监管机构的监管职能、突出美联储的地位等，以便更好地顺应金融业的发展需要。

同时，金融监管也必然更为严格。首先，金融危机给各国监管机构带来了沉重的教训，加强和改善金融监管尤其是结构化金融产品的信息披露监管必将成为监管机构的重中之重。其次，伴随着未来国际银行业混业经营趋势的加强，实行混业监管成为必然选择，因此实施更为严格的金融监管也更为必要。最后，考虑到银行业垄断格局的加剧，风险的日益集中和积聚，监管机构有必要采取更为有效的监管模式和更为严厉的监管措施。以美国为例，新颁布的《现代化金融监管架构蓝皮书》对金融监管规定了更为严格的监管目标，包括由美联储担当市场稳定性监管机构，保障整个金融市场的稳定性；专门成立审慎金融监管局，负责对具有政府担保性质的特定金融市场进行监管；以及由商业行为监管局（CBRA）制定行为标准，监管商业行为等。

### （三）过度金融创新将受到遏制，但创新动力不会消失

金融创新有助于提高金融资源的配置效率和利用效率，培育和提升金融机构的核心竞争力，然而过度的、脱离实体经济发展需要的、不受监管和控制的金融创新，则会给国际金融业和实体经济发展带来巨大的灾难。此次金融危机的悲剧就来源于金融创新的过度与衍生产品的泛滥。

未来的金融创新除了将面临更加严厉的监管以外，还会受制于银行自身审慎经营的理念和策略，过度的金融创新将受到一定程度的遏制。随着美国独立投资银行的先后倒闭或转型，未来较长一段时间内将由全能型银行担当金融创新的主体。考虑到传统商业银行的性质，全能型银行在开展金融创新和金融衍生品交易方面必将更为谨慎和稳健。例如，2007 年底，花旗集团就将 SIV 资产列入资产负债表，成为继汇丰银行、法国兴业银行和德国商业银行之后采取该项举措的第 4 家银行。

但另一方面，不管哪类金融机构主导未来金融业的发展，金融创新始终是培育、打造金融机构核心竞争力的动力和源泉，也是核心竞争力的集中体现。因此，对金融创新的内在需求依然存在，金融创新的动力不会消失，金融创新仍将持续，金融衍生品市场也将继续发挥其应有的作用。审慎、稳妥地推动金融创新，将有效防范和控制金融创新风险，也有利于更好地适应实体经济的发展需要，促进实体经济的平稳、健康发展。

### 三、国际投资银行的发展趋势对我国的借鉴和启示

近几年来，我国证券业经营和控制风险的意识和能力有了较大的提高，在这场国际金融危机中基本经受住了考验，保持了证券市场的平稳运行。目前我国证券公司杠杆比率仍然维持在较低水平，从一个侧面说明我国证券业已迈入“依法经营、稳健发展”的新轨道，正在逐步走向规范和成熟，未来的增长潜力十分巨大。我国证券业应积极汲取此次国际金融危机的教训，参考国际投资银行的新趋势，以实现更加稳健的发展。

### **（一）要妥善把握好金融创新的力度和节奏，加快建立证券行业的自主创新体系**

次贷危机爆发的根本原因是金融创新过度、金融监管不力；而我国证券业的情况正好相反，金融创新不足。为此，我国不能因噎废食，应当在风险可测、可控和可预期的前提下，加强并进一步深化我国证券业的金融创新，妥善把握好金融创新的力度和节奏。具体来说，就是增强自主创新意识，激发证券业的自主创新动力和活力，提高自主创新水平，加快建立自主创新体系，推动形成以市场为导向的产品和业务自主创新机制。

### **（二）完善金融衍生品的定价机制**

对于证券化衍生产品而言，如何在市场交易中体现其真实价值既是资产证券化金融创新的关键，也是解决资产过度证券化问题的必由之路。因为市场交易反映了包括经济基本面、个体资产、交易和群体心理效应等各方面的信息，这是任何复杂的内部计量模型都难以替代的。为此，只有建立并完善金融衍生品的定价机制，才能增强其交易

透明度，有效避免信息失真，解决市场的信息不对称问题，提高其流动性，从而有效遏止资产过度证券化，更好地适应实体经济的发展需要。

### （三）加强金融衍生品的全面审慎监管与风险控制

在此次金融危机中，金融创新的过度、衍生产品的泛滥很大程度上源于金融监管的严重缺失，因此加强金融衍生品的全面审慎监管与风险控制极为重要。主要应采取一下措施：（1）监管机构应当限定证券公司产品和业务创新中的杠杆比率上限，并且就市场变化对创新业务的影响加强敏感性分析，及早应对，防患于未然，促使风险监管制度和机制建设与金融创新的步伐相适应；（2）证券公司应当针对产品和业务创新加强风险管理与控制，谨慎运用财务杠杆，使杠杆比率保持在适当的水平上，以降低和控制经营风险；（3）证券公司应当将产品创新和业务创新风险纳入公司整体的风险管理体系，清晰地界定各业务条线和相关部门的具体职责，健全内控制度，完善内控机制，使金融创新的性质、种类和范围（尤其是表外业务头寸）与公司净资本规模和内控能力相匹配，加强对表外业务定期与不定期的稽核，及时发现表外业务经营中的潜在风险；（4）证券公司应当对复杂的金融衍生品结构和标的提供更多的有用信息，以提高金融监管的透明度和有效性。

同时，对结构化金融产品的风险管理应当坚持以公允价值计价的原则。国际证监会组织（IOSCO）技术委员会主席工作小组调查发现，根据美国公认的一般会计准则（GAAP）和国际金融报告标准（IFRS）

关于结构化金融产品账面价值处理的规定，公允价值核算只能按照当前市值计价，不能按照购入成本计价。高盛是次贷危机中受损最小的美国投资银行，这与该公司坚持以公允价值计价的严肃财务纪律是密切相关的。

此外，次贷危机爆发前许多知名的全球性商业银行均认为自己拥有完美的风险管理模型，但当流动性枯竭、市场信心崩溃这一极端情形出现时，风险管理模型纷纷失效。这就要求各大金融机构对风险管理模型有一个冷静的认识，正确、适当地应用风险管理模型，弥补风险管理模型的漏洞，而不能盲目迷信和过分滥用。

#### **（四）加强证券市场尤其是场外市场的监管**

随着我国证券业、银行业和保险业综合经营的不断发展，跨机构、跨市场的交叉性金融产品陆续涌现，业务日益交叉、渗透和融合，这对金融监管提出了新的更高要求。为此，应当加强金融监管体制改革，健全金融监管协调机制，完善不同监管机构之间的信息交流和共享制度，加强监管合作与协调，发挥协同监管效应；调整监管机构层次，明确界定不同监管机构的监管职责范围，努力避免重复监管，制定统一的监管标准，最大限度地减少监管冲突，填补监管“真空”或监管“盲区”；从原来的以机构性监管为主逐步转向以功能性监管和目标监管为主，建立伞状金融监管体系，创造条件逐步完成“大部制”金融监管机构改革，实行金融综合监管。

可以考虑采取的应对措施有：健全金融监管联席会议机制、建立多边的紧急磋商制度、建立统分结合的金融控股集团主监管协调制

度、健全适应金融监管协调机制的统计信息监测体系等。此外，鉴于场外市场交易的高风险性，应当注重加强场外交易市场(表外业务)的监管，将表外业务纳入表内监管，提高监管的全面性和有效性。

### (五) 建立科学合理的激励与约束机制

如何建立科学合理的激励与约束机制，而不引发过度的投机行为与金融机构内外部的不和谐，是国内券商所面临的一个重要问题。国内券商在设计薪酬制度时，需要在促进业务发展、严格风险管理与吸引和留住高素质专业人才等方面寻求平衡，建立科学、合理、有效的激励与约束机制，适当运用股票期权、限制性股票计划和虚拟股票等多样化金融工具来强化中长期激励。通过不同金融工具的组合运用以求达到最佳激励效果，努力避免高管人员的行为短期化、道德风险和逆向选择等机会主义行为，培育和发展竞争较为充分的职业经理人市场，切实发挥激励与约束机制应有的制度功效。

参考文献:

[1]陆晓明. 次贷危机挑战美国银行业风险管理系统[J]. 银行家. 2008(4).

[2]孙国华. 美国独立投资银行模式终结原因浅析[J]. 消费导刊. 2008(12).

[3]成十. 美国投资银行巨头的崩溃与政府危机对策分析[J]. 世界经济与政治论坛. 2008(6).

- [4] 马广奇. 美国投资银行的组织形式、治理结构与激励约束机制[J]. 金融教学与研究. 2006(5).
- [5] 尹蘅, 孔维成. 美国投资银行风险管理架构对我国的启示[J]. 海南金融. 2007(5).
- [6] 熊鹏, 方先明, 王飞. 美国投资银行制度风险管理的经验与启示[J]. 国际金融研究. 2006(2).
- [7] 何崇阳. 从次贷危机角度看全球银行业的国际化进程[J]. 银行家. 2008(4).
- [8] 吴燕. 英国银行业监管刍论[J]. 财经问题研究. 2001(11).
- [9] 何韧. 德国银行业关系融资的理论与实践[J]. 世界经济研究. 2004(10).
- [10] 潘成夫. 次贷危机与国际银行业未来走向[J]. 财经科学. 2008(12).
- [11] 钟伟, 顾弦. 从金融危机看金融机构的去杠杆化及其风险[J]. 中国金融. 2009(2).
- [12] 郭师邑. 从投资银行组织形式角度论次贷危机[J]. 商场现代化. 2009(1) 中旬刊.
- [13] 芦龙军. 金融危机令欧美银行业重构版图[N]. 经济参考报. 2008-10-17.
- [14] 边卫红, 王家强. 美国次级抵押贷款危机对银行业改进的启示[J]. 金融论坛. 2008(6).

- [15]陈游.美国金融危机对我国证券公司风险管理的启示[J].金融与经济.2008(11).
- [16]福建省金融学会赴美国金融市场培训班.美国银行业改革发展与次贷危机的启示[J].福建金融.2008(7).
- [17]蔡真,袁增霆.投资银行与全能型银行在金融危机中的殊途命运[J].中国金融.2009(1).
- [18]张波.银行业的双重转型与全面市场风险[J].金融论坛.2008(5).
- [19]卞晓明.高盛大摩放弃投资银行模式[N].市场报.2008-9-24.
- [20]尹萃.国际投资银行发展模式孰优孰劣[N].中国证券报.2005-6-23.

(责任编辑:卢庆杰)