

## 国际金融危机后的监管 执法反思与借鉴<sup>\*</sup>

蔡奕<sup>\*\*</sup> 陈彬<sup>\*\*\*</sup> 彭兴庭<sup>\*\*\*\*</sup>

**摘要:**本轮金融危机有市场机制的失灵与监管机制的失效两大方面的成因。危机后,各国际监管组织、国家及地区的立法及监管机构都进行了深刻的反思和改革。近年来,我国资本市场发展较快,监管执法水平有所提高,但仍存在监管模式单一僵化、透明度市场约束不足、执法方式局限、执法联动不足、跨境执法经验欠缺等问题,对此应充分吸取国际金融危机的教训,学习各国改革经验,为我国证券期货监管执法有重点、有层次、有步骤地进行改革提供必要的借鉴。

**关键词:**国际金融危机 市场失灵 监管失效  
监管执法变革

---

\* 本文仅代表个人学术观点,与作者所任职单位无关。

\*\* 深圳证券交易所综合研究所副所长,法学博士,广东省金融法学副会长,厦门大学讲座教授。

\*\*\* 深圳证券交易所综合研究所副研究员,法学博士。

\*\*\*\* 深圳证券交易所博士后工作站博士后,法学及经济学博士。

## 一、金融危机成因分析——市场失灵的视角

从表面上看,本轮金融危机的成因是宽松的货币政策和赤字财政刺激了美国居民的过度消费和金融机构高杠杆运营造成资产价格泡沫,从而引发了全球范围内的金融市场崩溃。但其背后首要的肇因是政党政治的影响。以美国为例,1994年民主党籍的总统候选人克林顿承诺,对美国中下层人士包括黑色人种、有色人种阶层要实现所谓的“居者有其屋”。为了兑现竞选承诺,美国政府先后出台一系列措施配合宽松的资金环境,以鼓励那些没有经济实力的人去买房。在克林顿执政后期,美国联邦住房管理委员会其实就已经意识到了危机的可能性,但是为了八年以后的民主党能继续执政,这些问题被有意地忽视了。布什上台后,他也看到次贷所隐藏的危机。但他一直在拖延,想把这烫手的山芋重新交还给民主党。但是事与愿违,次贷危机就在布什政府即将结束的时候爆发了。从某种程度上说,政党政治成为本轮次贷危机的根源性诱因。

此外,新经济形势下放任自由的高风险金融创新失控,以及资本市场各类参与主体为了使个人利益最大化而肆意违规,逃避监控的失信行为,最终导致了危机的爆发。借款人的违约失信行为仅是此次金融危机的导火索,整个市场中介和监管链条都对危机的最终爆发负有不可推卸的责任。投资银行在次贷产品设计和销售过程中的放任自流、不负责任;市场上充斥着高杠杆、裸卖空等高风险过度投机行为,加之创新型金融产品和算法交易等新交易模式的大行其道,助长了市场的投机氛围;华尔街长期未能根治的利益冲突、利益输送滋生了诸多肮脏的内幕交易、欺诈客户等违法行为;监管机构监管失职和市场约束机制失灵使抗御危机的最后一道闸门形同虚设。诸多因素在一个特殊的时点结合起来,最终演变成一场危害深远的国际性金融大危机。

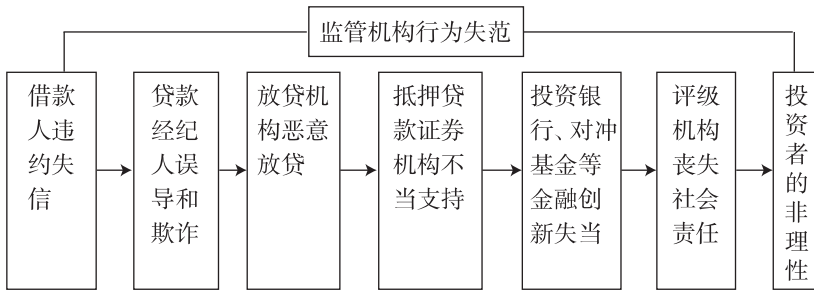


图 1: 道德风险在交易主体间的传递链条

### (一) 产品设计中的过度创新

在投资银行的参与下,金融机构通过资产证券化和再证券化,创造出了各种各样的结构型衍生产品并加以推销,将风险转移给投资者。于是,单一的次贷演变成了汇聚 MBS、CDO、“合成 CDO”以及 CDS 等金融创新产品的复杂链条(参见图 2)。次贷产品的复杂程度甚至连设计者都无法准确估算其风险。

次级抵押贷款本来是“有毒资产”,可是,金融创新者却将这些“有毒资产”作为基础资产大量创造金融衍生产品。信用的无限制扩张对于整个金融市场来说,就意味着灾难。美国次贷发放总量不过 1.2 万亿美元,而经过华尔街投行的多次证券化,形成了百万亿美元的金融资产。

英国 2007 年的“北岩银行挤兑事件”就是这种不当金融创新的产物。在金融危机前 10 年间,北岩银行的主要资产和业务就是住房抵押贷款。1999 年,北岩银行采取了“分销源头”的融资模式,将贷款卖给投资者;2004 年,引入“资产担保债券”,即银行本身持有资产并据此发行资产担保债券。这些创新行为虽然享受较高的贷款收益,但也加大了银行自身的风险暴露。在 2007 年上半年,北岩银行发放了英国最多的住房抵押贷款,当美国次贷危机逐步向全球蔓延,流动性短缺很快冲击北岩银行,最终导致挤兑事件。

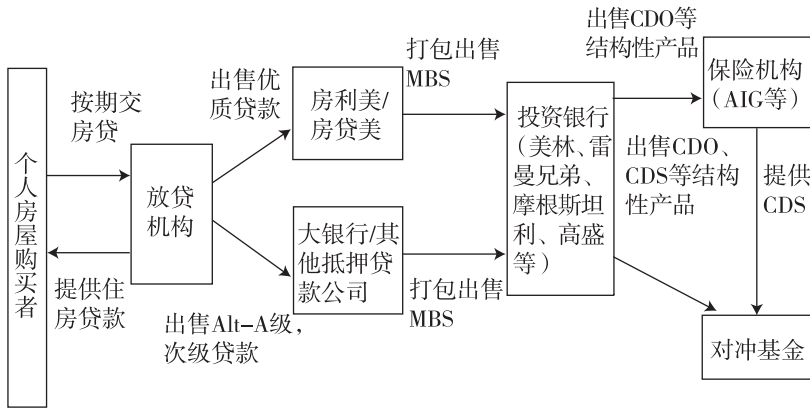


图 2:次贷相关产品的传递机制

### (二) 产品销售过程的不适当

在次贷产品的销售过程中,各类主体都没有尽到审慎注意、适当销售的义务。银行和房贷公司在低利率、资金泛滥、贷款需求疲软的情况下,为了在激烈的竞争中保持盈利能力,推出了只付利息的抵押贷款、“零首付”、“零文件”的抵押贷款、利率头两年固定之后逐渐上升的混合型可调整利率贷款等“创新”,有的房贷机构还通过不真实或误导性披露有关贷款条款和利率风险的方式来引诱客户贷款,从而做大业务规模,种下了购房人日后违约的祸根。在低利率、贷款低违约率时期,因为次贷的高收益,打包发行其证券化产品及衍生品可以获得更高利润,代理客户交易或自行交易这些产品也能带来丰厚收入,乐于“双向获益”的投资银行等金融机构就对次贷的高风险视而不见,发行了大量的次贷衍生产品,为金融衍生品风险的爆发埋下了伏笔。

### (三) 华尔街的业务转型和道德风险

危机爆发前十年,正是美国主要金融机构业务结构出现重大调整的时期,华尔街商业银行、投资银行、对冲基金的控制权结构或业务模式出现了重大转变,为危机埋下隐患:(1) 商业银行的收入结构出现显著变化,以“创造信用”为目的的房地产衍生品涌现,到危机前,美国商业银行非利息收入占比大幅攀升至 35% 左右(1992 年为 8% 左右)<sup>[1]</sup>

[1] 数据来源于 FDIC, <http://www.fdic.gov/>. 2012 年 6 月 2 日访问。

(2) 华尔街投资银行普遍由合伙制走向公司制甚至上市, 扩张规模、攫取短期收益的逐利动机愈加强烈, 传统投行业务萎缩, 交易业务和自营业务大幅增加, 自营部门的盈利能力往往决定了一家金融机构的实力。由此, 高杠杆、裸卖空等原本由对冲基金常用的投机方式, 开始在美国传统的投资银行、商业银行、保险公司中流行起来, 呈现出对冲基金化的经营模式。(3) “影子金融体系”的缔造者——对冲基金的控制权结构出现根本性变化, 主要控制权由少数富人变为商业银行、投资银行和其他机构投资者, 银行、投行等主体与对冲基金间存在复杂关联交易, 对冲基金等机构高风险投机行为的后果最终转移给主流金融机构。金融市场各类主体业务模式的转变, 加剧了系统性风险的产生和传递, 而这些并没有及时引起监管层的重视。

在业务转型过程中, 华尔街逐渐摒弃了信用、信誉、责任等主流价值观, 市场弥漫着金钱至上、唯利是图的金钱拜物教氛围, 这种为了追逐公司和个人利益罔顾客户、公众利益的行为导致华尔街金融机构普遍存在“挣快钱”甚至欺骗客户的行为。正如高盛辞职高管 GREG SMITH 所言, “我们必须赚钱, 客户的幸福是第二位的”。在次贷危机中, 高盛就靠不光彩的手腕赚取了巨额金钱。根据美国参议院常设调查委员会 (senate permanent subcommittee on investigations) 长达 2 年的调查显示, 高盛等华尔街投资银行通过隐瞒产品真实情况, 使用鼓励客户做多而自己反向做空、故意延迟客户止损指令、逼仓同业机构等不正当手段, 在次贷危机中赚得盆满钵满。2010 年, SEC 正式对高盛提出诉讼, 指控其在一宗价值 20 亿美元的住宅抵押贷款支持的债券交易中, 向做多的一方隐瞒了做空方曾参与产品设计的信息, 最终高盛付出 5.5 亿美元的昂贵和解金。类似高盛这样的行为在整个华尔街是非常普遍的。华尔街投行自私渔利、置商业诚信于不顾, 大肆从事利益冲突、利益输送的交易活动, 对危机的爆发和恶化起了推波助澜的作用。更为重要的是, 它们彻底丧失了客户和市场的信任, 最终招致了市场的惩罚——华尔街独立投行完全退出了历史的舞台。

#### (四) 泛滥的违法失信行为

在金融危机发生前, 各国资本市场的违法失当行为普遍较为严重, 主要表现在以下方面:

一是违约失信行为严重。在美国,从2006年下半年开始,住房按揭贷款的违约率开始上升,到2007年年底,在360万宗可调节利率次贷中,大约有1/5严重违约,约是2005年年中时的4倍。在房地产不断升值的诱惑下,借款人会故意隐藏不利于实现其目的的信息,或者是通过向放贷机构提供虚假的信息来骗取贷款。在金融危机过程中,就屡屡出现伪造收入证明等文件以获得次贷,而房价的下挫使那些持有负资产的人们倾向于违约而不归还贷款。

二是掠夺性贷款行为普遍。在利益的驱动和监管不当的情况下,美国的许多住房抵押贷款公司创造出了一种掠夺性贷款(Predatory lending),即通过误导和欺诈等各种手段,诱使借款人在对借款条件了解不充分的情况下被动接受贷款等。普林斯顿大学教授Massey在《美国社会学评论》(American Sociological Review)撰文指出,针对少数民族隔离社区的掠夺性贷款导致大量房屋丧失抵押赎回权,从而引发美国房地产危机。该研究报告显示,从1993年到2000年,少数民族地区家庭的次级贷款比重从2%上升至18%。

三是财务造假行为屡见不鲜。在美国,就连由国会立法成立、有很深政府背景的联邦国民抵押贷款协会(即房利美)和联邦住房抵押贷款公司(房地美)也深陷其中。2003年,房地美被查出在2000年至2002年虚报收入50亿美元。当时,住房企业监察办公室对房地美的处罚创下了民事罚款的记录,达到1.25亿美元,并且下令房利美将风险资本金提高50亿美元。2007年10月,美国证监会(SEC)责令房利美重新申报2001年至2004年的收入情况,认为房利美涉嫌操纵收入等问题,并最终被罚款500万美元。<sup>[2]</sup>

四是证券欺诈行为频发。在金融危机前后,美国最著名的案例是麦道夫诈骗案和高盛欺诈门。麦道夫诈骗案涉及金额高达650亿美元,受害者遍布全世界。而麦道夫诈骗手段不过是普通的“庞氏骗局”,但他却欺骗了监管者和投资者数十年。对于高盛欺诈门事件,美国SEC指控其在2007年出售金融衍生品时,涉嫌存在重大信息虚报

---

[2] 参见齐忠恒:“房利美和房地美:美国政府的救市”,载《证券市场周刊》2008年4月28日。

和遗漏,以及误导性陈述,特别是隐瞒了与投资者有直接利益冲突、对冲基金投资组合的有关事实,导致投资者在不知情的情况下购买正在被该对冲基金卖空的产品,给投资者造成高达逾 10 亿美元的损失。

内幕交易也是一种典型的证券欺诈行为。2009 年起,正是金融危机燃烧的时候,美国针对华尔街掀起了一轮接一轮的内幕交易调查风暴。两年时间里,因内幕交易罪被告的有 46 人。<sup>[3]</sup> 其中,最引人注目的是帆船基金案。帆船基金内幕交易案引出了一个非常庞大的内幕交易网络,这个网络涉及许多著名科技企业、投行和咨询公司等,包括高盛董事、麦肯锡合伙人、IBM 高管等。在英国,内幕交易行为也比较严重。英国设立了一个“市场清洁度”指标,即通过考察上市公司在发布重要的潜在价格敏感性法定公告之前,其股价发生波动的幅度,以判断是否可能出现内幕交易,进而获得金融市场的清洁程度数据。统计显示,在金融危机发生前几年中,并购公告发布前出现可疑价格波动比较频繁。

表 1: 市场清洁度数据表: 收购中的情况<sup>[4]</sup>

年度	收购公告数	可疑价格波动数	百分比(经修订)
2000 年	183	44	24.00%
2002 年	147	37	25.10%
2003 年	160	22	13.80%
2004 年	102	33	32.40%
2005 年	177	42	23.70%

### (五) 投机和冒险交易

相对于传统的合伙制投行而言,公司制的投行在上市之后,受“责任有限,收益无穷”的思想蛊惑,扩张规模、不择手段攫取利润的动机愈加强烈,尤其是许多机构的高管层及其员工的薪酬很大一部分是与短期利润和股票价格挂钩的分红,公司收益越好、股票价格越高,分红越多,最差的结果仅是不分红。在这种激励有余、约束不足的薪酬体制下,投行

[3] 数据来源于 SEC 的 2009 年年报, www. sec. gov, 2012 年 6 月 10 日访问。

[4] Sally Dewar, FSA Markets Division, *Presentation on Market Abuse Policy & Enforcement in the UK*, [http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0522\\_sd.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0522_sd.shtml), visited on 12 May 2012.

有承担高风险的巨大冲动,而忽视风险对股东和债权人利益的损害。

以雷曼为例,住房贷款部门工作人员的奖金是工资薪金的4倍以上,而奖金则来自于不停的购买并打包住房贷款并不停的卖出打包后的产品。不光如此,投行发给员工每年的奖金中有一部分就是公司股票。在这种双重激励下,住房抵押贷款证券的各种风险均被忽略不计。雷曼在危机前就买入了大量的住房抵押债券和高风险资产,杠杆系数非常高,一度高达31.7倍,其资产中45%是金融头寸,这些头寸中高收益的债券和贷款达327亿美元(2007年年底数据)。这些高收益资产曾一度给雷曼兄弟带来高额利润,危机发生一年前,雷曼兄弟公司还以创纪录的盈利水平让整个华尔街感到惊喜,收入达193亿美元,净利润达42亿美元。然而,仅仅一年时间,雷曼就从高峰跌落深渊。<sup>[5]</sup>

#### (六) 评级机构不尽责

面对复杂的金融产品,投资者往往没有足够的去全面了解其风险特征,需要依赖信用评级机构所发布的评级和意见。可是,如果评级机构不讲究自身社会责任,看似“可靠”的评级就会误导市场,从而带来巨大的系统性风险。近年来,在利益和竞争的驱动下,现行的评级和咨询业务综合经营模式,使信用评级机构背离了“独立、公正、质量”的原则,无视自身应该承担的社会责任,不对债券的基本面做客观公正的研究,随意调高评级的现象较为普遍,严重误导了投资者。2008年10月22日,三大美国评级机构在美国国会的听证会上公开承认:他们在整个的过程中,犯了一个道德的错误,也就是说买卖级别。这不仅给美国的金融体系造成了巨大的破坏,也使全球的金融体系遭受了巨大的冲击。

信用评级是投资者了解证券风险和收益的重要途径。独立性和客观性是信用评级机构生存的基础。但是,在次贷危机爆发的整个过程中,信用评级机构却没能将市场引向健康的轨道,反而加剧了市场的崩溃。在美国,次债发行时,评级机构一般都不逐笔检查每笔贷款,只用一个贷款样本,信赖发行者的说法,对次级贷款人的信用和抵押的资产质量明显存在审查不严、过高评价其信用等级现象,导致评级的准确性

---

[5] 罗毅:“雷曼和AIG点评——金融行业:覆巢之下焉有完卵”,载《招商证券》2008年9月22日。



差。危机发生前,评级机构如 S & P、Moody’s、Fitch 都普遍调高资产支持型抵押债务权益 (ABS, CDOs) 的信用等级,而没有做到对风险和收益的匹配状况进行客观评估。正是因为美国的评级机构对这些再分层的次贷证券化衍生产品如 CDO 的高级别给予 A ~ AAA 级别的信用级别,使其定价体系出现混乱,并最终引发金融危机。

## 二、金融危机成因分析——监管失效的视角

市场失灵与监管失效是危机的两大成因。我们选取了危机中一些有代表性的国家和地区,来说明监管失效对危机发展恶化的影响。

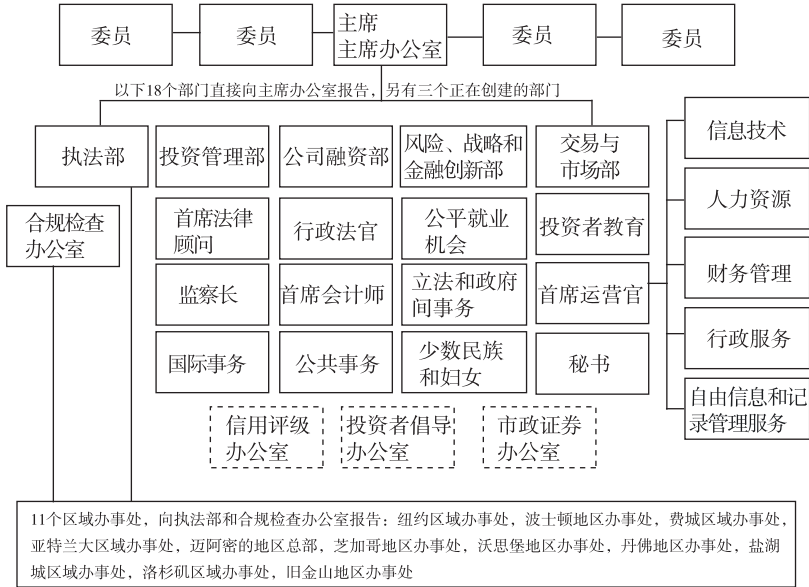


图 3:美国 SEC 组织架构

### (一) 美国监管执法失灵情况及原因

#### 1. 美国监管执法失灵的表现

在历史上,美国证券交易委员会 (SEC) 向来号称为美国最佳监管机构之一,享誉于世。其监管之有效性是 SEC 取信于投资者的最大资本。

然而,在这次金融危机后,SEC 的声誉跌到了历史最低点。而其中最为人所诟病的是 SEC 遭到的两场失败:其一,SEC 罔顾他人对麦道夫一手制造的“庞氏骗局”的多次举报,造成了国内外投资者数百亿美元的损失;其二,在 SEC 的多年监管之下,数家巨型投资银行轰然坍塌。

#### (1) 麦道夫欺诈案诘问美国证券监管

2008 年年底,麦道夫“庞氏骗局”彻底暴露,美国证监会(SEC)指控其违反了证券法律中的多项反欺诈条款,案情牵涉数百亿美元。2009 年 6 月,联邦地区法院判处麦道夫 150 年有期徒刑。<sup>[6]</sup>

SEC 在麦道夫案发生后承受了极大压力,因为自 1992 年以来,不断有知情人向 SEC 执法部门举报麦道夫的对冲基金在运作上存在问题——并未实际进行交易,而是有“庞氏骗局”的可能。但 SEC 未能及时查处麦道夫,以至于损害愈演愈烈。

SEC 总监察长办公室(Office of Inspector General)的事后调查显示:SEC 曾根据举报对麦道夫进行了五次调查,但由于调查人员缺乏经验、调查的事先准备不足、调查范围有限,在调查中发现可疑信息与证据时过于轻信麦道夫的解释,以至于没有采取基本的必要程序来确认麦道夫的陈述是否存在隐瞒和欺骗。假如当时 SEC 能够适当履行职责,麦道夫的行径早就会被发现。鉴于麦道夫的一名侄女为 SEC 某高级检查员的配偶,媒体一度怀疑 SEC 有严重的徇私舞弊行为,但 SEC 总监察长办公室最终的结论是,并未发现 SEC 职员有徇私舞弊行为,但 SEC 执行现场检查与调查的方式却存在系统性的缺陷。

#### (2) 为什么没有及早发现次贷衍生品的风险?

在美国金融危机中,美国第五大投资银行贝尔斯登被摩根大通收购,第四大投资银行雷曼兄弟破产,第三大投资银行美林被美国银行收购,百年老店一朝解体,其消亡速度之快,令人瞠目。硕果仅存的两大投资银行高盛和摩根斯坦利转型为银行控股公司。在 SEC 的多年监管之下,数家巨型投资银行轰然坍塌。次贷衍生品的风险并非一朝酿成,一个引人深思的问题是,此前及此后,监管机构为何没有及早发现次贷衍生品的风险?美国 SEC 是由大量非常能干、专业水平非常高的人员组

---

[6] 龚权:“麦道夫的宣判日”,载《中国新闻周刊》2009 年 7 月 13 日。



一是监管重叠。美国实行多头监管体系,监管机构的目标各不相同,不仅容易引发潜在监管冲突,而且还容易导致监管套利并延缓相关政策执行。例如,商业银行通过实施证券化,将信贷风险由信贷市场转移到资本市场,但信贷市场和资本市场的监管体系是彼此分割的,因而不能充分识别和控制证券化的风险。

二是监管真空。金融机构的混业化蔚为潮流,本次金融风险传递过程涉及传统信贷机构、投资银行、保险公司等机构。在复杂的业务、机构、市场传递过程中,监管协调机制却不到位,没有一个机构有足够的权限来监管整个金融市场和金融体系的风险,再加上监管标准不一,导致多处监管权限交叉重合的同时又有许多监管真空地带。

### (3) 监管力量与金融发展不相适应是金融监管失灵的外在根源

随着金融业的发展,美国金融监管体系与金融发展愈发不相适应,导致监管效率日益低下。主要表现在:

一是监管手段不足。监管当局仍采取以机构监管为主的方法,机构监管具有只认机构性质不认业务的特点,往往采用一致的方法衡量风险。比如,华尔街盛行单纯用复杂的数学模型进行风险评价,由此造成的市场趋同,往往使监管者无法注意到其他方面的风险。

二是监管力量削弱。美国在“9·11”后大幅提高国防安全开支,用于反恐的人力和经费明显增加,并挤压了金融监管的可用资源。金融犯罪的人力和经费得不到保证,即使出现犯罪线索,也无法及时核查,相关法律规定得不到有力执行。

三是监管能力滞后。金融衍生产品的层出不穷相应要求监管方法越来越专业化、差别化,但实际情况却是监管者对形势判断不足,对市场变化的反应滞后,使长短期投资者风险偏好趋同,加速了风险累积,造成监管的低效率。

### (4) “专业的局限”是金融监管失灵的重要原因

长期以来,法律人士主导着 SEC。其直接后果是,决策时过于注重程序,尤其注重使 SEC 免责的设计。而且,法律人士对金融市场的技术细节不甚了解。随着金融工具的复杂性与日俱增,SEC 对金融市场的了解便显捉襟见肘。举例而言,哈里·马科波洛斯一再向 SEC 举报,试图使后者及早对麦道夫的“庞氏骗局”采取行动,但却没有成功。哈里·

马科波洛斯后来在国会作证时痛斥 SEC,称“SEC 行动过于迟缓”,并且“SEC 中的法律人士过多,拥有相关业界经验和专业知识的人士太少。在法律人士的掣肘之下,SEC 不理解市场的警示信号,不会做算术题,不清楚 21 世纪的复杂金融工具,以至于案值数十亿的欺诈罪案,用银质托盘送到他们面前,他们还看不出来”。〔9〕

#### (5) 谋求后监管利益的“旋转门效应”损害了监管效果

在 SEC 与华尔街之间,有一扇旋转门(Revolving Door),连通了市场的监管者与被监管者。这扇“旋转门”经常被用来解释为什么 SEC 雇员对于调查证券市场的不当行为缺乏热情。华尔街高额的薪酬对于 SEC 雇员有着难以抗拒的吸引力,雇员往往将 SEC 作为一个临时的跳板。近年来,SEC 执法部门的领导层,与业界的双向流动极其频密。数据表明,SEC 过去 19 任执法总监中,只有 1 名后来选择了出任公共职位。此种裙带关系,使得业界巨头往往能够左右 SEC 的行动。例如,摩根·斯坦利就曾成功地阻止了 SEC 对一家名为 Pequot 的资本管理公司的内幕交易案的调查。

## (二) 欧盟监管执法失灵情况及原因

### 1. 欧盟监管执法失灵的表现

与美国相比,欧洲没有经历过大规模的金融创新,其资产证券化市场的发展相对较晚,规模也远小于美国。但是,由于美国次贷类资产证券化产品是欧洲主要投资对象之一,欧洲大型跨国银行集团对美国次贷产品的投资比重很高,因此欧洲在此次国际金融危机中蒙受巨大损失。〔10〕

第一阶段:2008 年秋到 2009 年春。美国金融危机首先通过金融渠道侵袭欧洲金融业,在这一阶段,比利时富通集团、英国布拉德福德—宾利银行、冰岛国民银行、荷兰国际集团、德国住房抵押贷款银行等相继遭到破产威胁,最终接受政府注资和国有化。其中,冰岛国家财政破产,英国、爱尔兰经济则遭受重创。

---

〔9〕 罗培新:“美国新自由主义金融监管路径失败的背后——以美国证券监管失利的法律与政治成因分析为视角”,载《法学评论》2011 年第 2 期。

〔10〕 丁纯:“金融危机冲击下的欧洲经济:表现、成因与前景”,载《欧洲研究》2010 年 4 期。

第二阶段:2009年夏开始。这一阶段的焦点问题是实体经济下滑背景下的东欧外债危机。前期来自西欧的外资回撤和危机导致的外贸需求下跌,致使以波罗的海三国为首的东欧转型国家因外资敞口危机而成为重灾区,令此前转型后经济快速增长的改革成果丧失大半,同时也对老欧洲债权国经济构成威胁。

第三阶段:2009年秋季开始至今,主权债务危机逐渐成为焦点。以希腊为例,过度运用本已捉襟见肘的财政资源刺激经济,终于压垮了希腊的最后一根稻草,由此酿成拖累全球经济复苏的主权债务危机。2009年12月,希腊财政赤字及公共债务分别高达GDP的12.7%和113%,均远超欧盟《稳定和增长公约》规定的3%和60%的上限。而时至今日,欧债危机仍没有得到有效解决。

表 2:金融危机后欧盟经济的主要表现

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
GDP, 年增长率(%)	3.2	2.9	0.7	-4.2	1.0
国内需求, 年增长率(%)	3.1	2.9	0.7	-4.0	0.4
私人消费, 年增长率(%)	2.2	2.0	0.8	-1.7	0.1
政府消费, 年增长率(%)	2.0	1.9	2.3	2.0	1.0
总投资, 年增长率(%)	6.1	5.9	-0.4	-11.4	-2.0
财政预算占GDP比重, 盈余+/赤字-(%)	-1.4	-0.8	-2.3	-6.8	-7.2
公共债务占GDP比重, (%)	61.4	58.8	61.6	73.6	79.6
失业率, 占劳动人口(%)	8.2	7.1	7.0	8.9	9.8
就业, 年增长率(%)	1.5	1.7	0.9	-2.0	-0.9
工业生产指数, 年增长率(%)	4.87	4.08	-1.85	-14.98	—

## 2. 欧盟监管不当和执法不力的原因

### (1) 金融行业开放度高、监管能力有限

欧盟国家金融市场的开放程度普遍比较高,他国的金融市场的动荡和传播很容易对其金融业造成冲击。一是金融机构的财务杠杆比例较高,外债较多。以冰岛为例,近10多年来冰岛外债超过1383亿美元,但其2008年的国内生产总值则仅为193.7亿美元。随着危机的爆发,资金链的断裂使得这些高风险、高收益的债券和金融产品瞬间成为“有毒证券”,令持有这些不良资产的欧洲银行和金融机构瞬间遭受数以万亿

美元计的资产损失。二是随着欧盟金融一体化程度的推进,各国之间金融市场的联系越来越紧密,一国的金融市场的动荡和传播更易对这些国家的金融业造成冲击。但与此相对应的却是欧盟监管能力的有限。一个典型的例子是,虽然欧盟跨境经营的金融机构众多,但却没有相应的跨境监管机制,因此形成监管真空。根据《欧盟金融服务法》的规定,欧盟跨境金融服务应主要遵循母国的监管规则,相应的监管责任也主要由母国监管当局承担。这种监管理念使监管界限变得相当模糊,而且国与国之间还会存在潜在利益冲突,形成监管漏洞。

### (2) 监管松弛导致房地产泡沫

在金融危机发生之前,除去德国等个别国家,欧洲和美国一样也发生了房地产价格持续数年上涨的情况。统计显示,欧洲地区整体房地产价格平均每年增加达到了6%左右。上涨最为明显的是西班牙、爱尔兰、英国以及波罗的海诸国。它们也正是在这次金融危机中遭受的损失最为惨重的国家。房地产泡沫形成的重要原因之一,就是监管的松弛。在房地产市场旺盛的情境下,许多金融组织放松了对于贷款申请人资格审查标准。以爱尔兰为例,爱尔兰的房地产泡沫的根源在于银行的低息贷款。爱尔兰前总理约翰·布鲁顿在伦敦政治经济学院(LSE)的演讲中就指责:英国、德国、比利时及法国的银行“存在不负责任的贷款……它们希望能从爱尔兰建筑泡沫中获取利润”。在爱尔兰,危机不但造成了巨额财政赤字以及大量的银行不良债权,也使爱尔兰的房地产市场迅速萎缩。著名经济学家克鲁格曼就曾撰文《以爱尔兰为镜》指出,银行向有问题的借款人提供大额贷款,而纳税人最终独自承担责任。<sup>[11]</sup>

### (3) 欧盟金融监管当局存在的问题

金融危机的形成和发生过程,暴露了欧洲金融监管中存在的不少问题。

首先,在应对危机时缺乏一个强有力的协调机构和磋商协调机制,成员国各自为政,应对效果较差。欧元区的货币政策由欧洲央行统一制定,财政政策却由各国政府分散制定,缺乏有效协调。失去货币政策工具的直接结果就是成员国政府过度依赖财政政策刺激实体经济,而《稳

---

[11] 克鲁格曼:“以爱尔兰为镜 论美国危机起因”,载《新浪财经》2010年3月8日。

定与增长公约》中关于财政的约束又捆住了政府的“跋脚”,致使复苏乏力。

其次,大量金融机构利用规则漏洞,通过结构性投资子公司或者特殊目的子公司进行将债务脱离资产负债表的证券交易,以及通过离岸结算中心的办事处逃避金融监管。而金融机构所谓的风险管理实际上忽略了巨大的潜在风险。房地产证券化产品中包含的巨大风险、高杠杆资金操作以及资产负债的期限和币种的不匹配,都在金融机构追求高额收益的过程中被忽略。

最后,欧洲央行难辞其咎。作为这些衍生品泛滥的根本原因,即房地产投资过热而产生的楼市泡沫,在数年之前已经大到触目惊心的状态。而欧洲央行和各国央行对此却毫无察觉,或者说虽早已察觉,但依然未进行有效的政府部门的警告或者政策上的舒缓。房地产市场所产生的巨大的资金需求促进了金融衍生商品的发展和 innovation,这种高度复杂的金融商品——信用衍生品的交易量也因此急速增长。而金融监管制度却完全落后于金融产品创新,缺乏有效监管也导致了危机的产生。

### (三) 英国监管执法失灵情况及其缺陷

2009年3月,英国金融服务局以主席特纳的名义公布了《特纳报告》(the Turner Review),从宏观层面阐述了此次危机的原因、影响及未来改革的计划。<sup>[12]</sup> 报告认为,一方面从全球角度而言,放任的金融衍生品以及金融创新忽略了宏观上的不平衡(macro - imbalances),却缺乏有效的国际规管机制;而另一方面对于英国,在金融危机之前拥有飞速的信用发展速度,以及大量的跨境金融基金,但自由市场却面临着失灵的问题。同时,金融服务局过于关注个体机构的日常监管,而忽略了作为一个整体的金融体系,因而导致宏观审慎监管缺位,以至于没有认识到金融体系积累的系统性风险。从目前英国政府和学界对金融危机前监管体制的审视和批评来看,主要集中于监管机构权力配置运行以及监管方法等几个方面。

---

[12] FSA, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March 2009, p. 11; available at [www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf), visited on 20 May 2012.



### 1. 监管机构权力配置不合理

财政部在英国金融监管体系中处于最高的地位,但同时它也是离金融市场最远的部门。英格兰银行向市场投放资金的救市行为必须得到财政部授权。这既不能保证政府对最新形势的了解作出及时的决断,也不利于央行充分发挥最后贷款人作用。金融服务局承担了金融监管的全部职责,但其金融监管职责却主要集中在微观审慎监管层面,无法从整个金融体系层面对被监管对象风险状况进行判断。英格兰银行和金融服务局均单向对财政部汇报工作,导致在横向层面上金融服务局与英格兰银行之间缺乏有效的相互沟通。由于各个监管机构的管理者之间缺乏必要的合作和共识,从而纵容了银行业债务大规模累积,并减慢了政府在危机来临时的反应速度。

由此可见,在英国危机前的监管体系中,没有任何单独机构有责任、职权或权力对整个金融体系进行监督、识别潜在的不稳定趋势,并采取协同行动来对此做出反应。这是金融服务局主席特纳勋爵与英格兰银行负责金融稳定的副行长塔克(Paul Tucker)曾经提到的“缺口”(underlap)问题,即在英国监管体系中没有机构负责宏观审慎风险分析与采取缓解措施的现象。

### 2. “轻触式”监管方法受质疑

除上述问题之外,在《特纳报告》中还指出,除宏观审慎“缺口”问题之外,金融服务局的微观审慎监管方法也有缺陷。在金融危机前夕,金融监管过于依赖对规则和官方指令的“勾选框”(tick-box)式遵守,而没有进行适当深入及战略性的风险分析。对金融机构有效的审慎监管需要一种基于对其商业模式的理解的方法,以及对金融机构业务自身及更广泛的金融体系整体带来的风险做出判断的能力。

此外,英国“轻触式”(Light Touch)监管方式也受到了广泛的批评。2008年,金融服务局主席麦卡思勋爵(Sir Callum McCarthy)即指出,在美国,花旗银行总部可能会常驻有超过三十名来自六大联邦监管机构和其他部门的监管官员,如遇特殊事件还将增员;但对于英国金融服务局,仅有六名员工负责对汇丰银行的监管,既不是常驻监管,同时也还要分

心其他事务。<sup>[13]</sup>

### 3. 监管资源捉襟见肘

早在2000年,当英国启动金融市场监管改革,确立金融服务局的统一监管架构时,其所监管的机构大约有10,000余家,其中包括7500余家投资公司,660余家银行,约70个建房互助协会(Building Societies),约1000家保险公司和互保协会(Friendly Societies)以及劳埃德保险市场(Lloyd's Insurance Market)。除此以外,金融服务局还监管着超过18万经授权从事金融服务的个人。<sup>[14]</sup>从2002年中期开始,金融服务局还监管着约700家信贷协会。但是从机构建设上来看,金融服务局在金融危机之前其2006年至2007年度的预算仅为2.76亿英镑,其中负责执法工作的人员仅占金融服务管理局全体雇员的8%,用于执法工作的预算为0.37亿英镑。从执法案件的数量来看,2005年至2006年度期间已进入执法程序的案件有418件,而同期结案案件仅为227件。因此,金融服务局在自身结构上即隐含着监管资源捉襟见肘的窘境。

### 4. 不当行为造成机制威慑力不足

在英国,“执法”仅仅只是金融服务局用以应对不合规行为的诸多监管工具之一,而且其在很多情况下都不是金融服务局普遍使用的监管工具。迫于监管的压力,金融服务局在执法资源有限而执法任务繁重的条件下,并不倾向于诉诸执法与处罚,而是以执法和处罚的威慑力为依托,建立了一套比较完整的违法或不当行为阻却机制,在日常监管、执法调查乃至处罚的过程中,注重寻求监管对象的合作,消弭市场风险,维护市场秩序。执法活动只是金融服务局的监管活动中很小的一部分,绝大多数的不合规行为都是通过“执法”之外的不当行为阻却机制,加以处理或预防。尽管这种机制能够加强被监管者的积极主动性,但是金融市场复杂多变,对这样一个市场进行监管,很多时候往往要求执法者迅速果断地采取行动。实践中如此“轻触”的方式,也会造成对被监管者的威慑力不足,进而造成监管机制失去应有的强制规范作用力。

---

[13] 张翊:“英国:十年河东 十年河西”,载《中国改革》2010年第8期。

[14] Introduction to The Financial Services Authority, available at [www.housingcare.org/downloads/kbase/2353.pdf](http://www.housingcare.org/downloads/kbase/2353.pdf), 24 May 2012.

### 三、危机后各国(地区)的监管变革及市场评价

#### (一) 美国的相关立法及监管变革

##### 1. 在 SEC 下新设三个办公室

一是投资者咨询委员会(Investor Advisory Committee),其主要职责是就证券产品、交易策略、收费结构、信息披露有效性等投资者保护的相关事项提供咨询与建议。二是投资者利益代表人办公室(Office of the Investor Advocate),其负责人由 SEC 主席任命,该办公室的负责人是投资者的利益代表人,直接向 SEC 主席报告,投资者的利益代表人的职责主要是帮助散户投资者解决其与 SEC 或自律组织之间可能产生的重大问题,确定投资者与金融服务提供者和投资产品的问题等。投资者利益代表人的设立实际上让消费者在监管部门有了代表自己利益的声音,防止监管部门为单纯维护金融机构的利益而对消费者及其利益视而不见。三是申诉专员(Ombudsman),直接向投资者利益代表人报告,在解决散户投资者与 SEC 或自律组织之间可能产生的问题中充当 SEC 和散户投资者之间的联系人。

##### 2. 重构 SEC 行政执法机构,完善举报奖励机制

SEC 对其行政执法机构进行了大刀阔斧的改革。一方面,简化内部流程。允许行政执法机构的负责人直接启动正式调查程序或直接与被调查对象进行和解,而不再需要事先经过证券交易委员会的批准;将该机构旗下原有的各部门领导重新部署至一线监察环节,使整个管理结构扁平化,以便展开更多调查。2009 年 SEC 的数据显示,这些新措施是有效的,几乎各个领域的强制执行案件数量都有增长。此外,值得注意的是,SEC 同时在行政执法机构内新建了六个特别小组,分别为资产管理小组、市场滥用小组、结构性新产品小组、外国反腐败法小组以及市政证券与公共养老金小组,负责在办案中提升职员对于证券市场各种复杂事物的认识,以满足查案所需。

另一方面,SEC 还完善了既有的举报奖励机制。为鼓励知情人士举报证券市场的违法违规行为,奥巴马政府建议授权 SEC 建立举报奖励

基金,对那些为执法提供有效信息和证据的人士进行奖励。目前,SEC 仅有权在内幕交易案中对提供情报者予以奖励,而新规则将扩展至其他违法违规行为的有效举报者,如欺诈案件等。举报奖励基金的来源为 SEC 在强制执行案件中罚没的款项(返还给投资者后的剩余部分)。

### 3. 提高对 SEC 的投入,加大执法力度

第一,自金融危机发生以来,美国加大了对 SEC 的投入。从 SEC 的运作成本即可看出。在 2005 年至 2007 年间,SEC 的运作成本呈现的是下降趋势,两年间降低了约 8% 左右。可以说,资源不足、监管削弱是美国金融发生金融危机的重要原因之一。因此,自金融危机发生后,美国就加大了对 SEC 的投入。2008 年,SEC 运作成本升至 930,903 千美元,同比增长 10.48%,到 2011 年,为 1,148,138 千美元,为近年历史之最。<sup>[15]</sup>

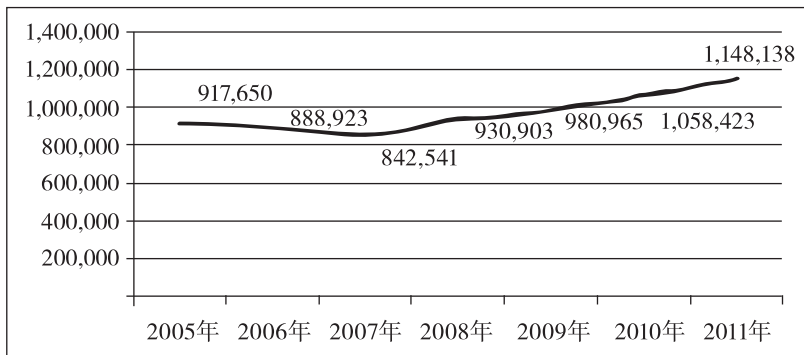


图 5:美国 SEC 金融危机前和金融危机后的运作费用(千美元)

第二,执法费用增加。与其他部门横向比较,执法部的费用是最高的。以 2011 年为例,执法部的费用占 SEC 总费用的 34%,大大超过合规检查办公室的 21%。从时间纵向来看,2009 年至今,执法部的费用逐年增加,相比 2009 年,与其他部门相比,执法部的费用增加是最多的,为 57,801 千美元。

[15] 参见 SEC 各年年报, [www.sec.gov](http://www.sec.gov), 2012 年 5 月 23 日访问。

表 3:SEC 各部门成本(千美元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	增加额 (相比 2009 年)
执法部	333,382	355,451	391,183	57,801
合规检查办公室	212,061	229,389	239,435	27,374
公司融资部	123,782	131,166	131,660	7878
交易和市场部	47,010	54,107	62,176	15,166
投资管理部	48,295	47,873	47,240	-1055
风险、战略和金融创新部	14,354	18,143	20,080	5726
首席法律顾问办公室	36,948	39,780	41,357	4409
其他办公室	45,140	48,603	45,122	-18
领导和行政支持	115,158	128,531	163,357	48,199
监察长办公室	4835	5380	6528	1693
总费用	980,965	1,058,423	1,148,138	167,173

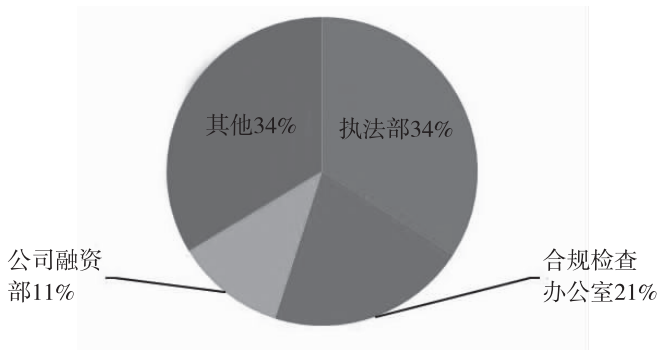


图 6:2011 年 SEC 执法部、合规检查办公室等部门费用占比

第三,在金融危机发生之前,SEC 的员工逐年减少,2007 年员工数降为 3470 人,这使金融危机发生前后监管资源严重不足,助长了违法不当行为的发生。自金融危机发生以后,SEC 的规模开始逐渐扩张,从 2007 年的 3470 人增长到 2011 年的 3844 人。预计未来 SEC 的规模还将继续扩大。2012 年 3 月,SEC 向众议院申请增加预算经费 2.45 亿元。SEC 主席夏皮洛承认,SEC 在此前存在不当监管,甚至没能及早发现麦道夫庞氏诈骗案。但 SEC 已经增强了市场稽查力量,并对机构进行改革。新的 2.45 亿美元将允许 SEC 增加 676 名员工,并投资于重要的技

术更新方面。

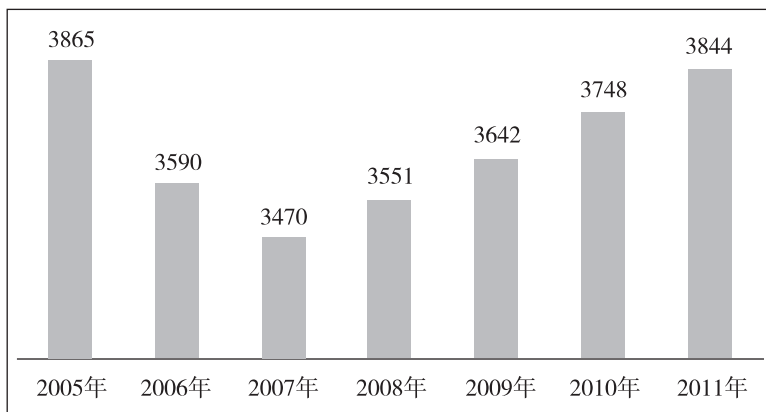


图 7:SEC 员工金融危机前与金融危机后的对比

#### 4. 授权监管部门更有攻击力地追踪违法不当行为

美国对此次金融危机的检讨,最终形成了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(以下简称《法案》)。在监管改革方面的主要内容包括以下几个方面:

(1) 为保护投资和商业交易,建立一套新的、更加严格的制度,以增加信用评级机构的透明度和责任感。SEC 有权检查评级机构的运营,对长时间评级质量低劣的机构,SEC 拥有处罚或摘牌的权利。另外,增强评级机构的信息披露,包括其内部运作、评级方法、历史表现、报酬来源等。《法案》第 932 条规定,允许投资者起诉失败的评级机构。另外,根据《多德—弗兰克法案》第 913 条,国会还授权 SEC 提高对经纪人的标准,要求股票经纪人在给出投资建议时保护客户的利益。此外,《法案》还对以往的一些规则作了改进,并授权监管部门更有攻击力地追踪金融诈骗、违背公共利益和操纵市场等行为。

(2) 根据第 111 条,《法案》要求建立金融稳定监管委员会(Financial Stability Oversight Council, FSOC),在大而复杂的金融公司的产品和行为威胁经济稳定之前,确定和解决其所带来的系统性风险。该委员会的职责包括:如果经评估后某大型综合性金融机构对金融稳定构成威胁,FSOC 可以建议美联储在资本金、杠杆及其他方面对该金融机构实施更

加严格的要求;在极端情况下,委员会有权对金融机构进行分拆。

(3)加强对对冲基金和私募股权基金的监管,使新型金融工具更加透明和负责任。比如,《法案》要求资产在1亿美元以上的对冲基金和私募股权基金在SEC注册为投资顾问,并提供与评估系统性风险有关的交易和资产组合信息。SEC与新成立的金融稳定监管委员会(FSOC)共享这些信息,并每年向国会汇报相关信息的使用情况。在SEC注册意味着对冲基金和私募股权基金将被纳入《1940年投资顾问法》的监管范围内,必须符合信息披露要求及相关监管规定,并向SEC报告下列信息:基金管理的资产数量和杠杆率;交易对手的信用风险敞口;基金的交易和持仓情况;基金的定价策略和交易方法;基金所持资产类型。

(4)加强对衍生品的监管,消除允许风险和滥用行为得以继续被忽视和无管制状态而存在的漏洞。《法案》赋予SEC和CFTC监管场外衍生品市场的权力,具体如下:第一,衍生品集中清算和交易规定,要求所有能标准化的衍生品必须在交易所交易,在清算所清算。第二,资本和保证金要求。对注册从事衍生品交易的金融机构及受联邦银行监管者监管的主要衍生品市场参与者,其审慎监管者要制定资本、保证金、报告、交易纪录和商业行为等方面新的监管规定。对于其他衍生品交易商由CFTC负责制定资本和保证金要求。第三,对银行从事衍生品交易的“林肯规则”。“林肯规则”规定吸收存款的银行必须在两年内将农产品掉期、无须清算的大宗商品掉期、多数金属掉期、能源掉期以及非投资等级证券的信贷违约互换(CDS)、股票相关的掉期和非标准化衍生合约剥离至独立的附属公司,但可保留用于对冲风险的利率掉期、外汇掉期、金银掉期和投资级证券的CDS等。

(5)高管薪酬与公司治理。根据《法案》第951条,《法案》给予股东“薪酬话事权”,让股东有权对行政赔偿和“金色降落伞”等公司事务进行表决,但决议没有约束力。此外,《法案》第956条也规定,美联储还可以对企业高管薪酬进行监督,确保高管不会因为薪酬,而导致对风险的过度追求。美联储将提供纲领性指导而非制定具体规则,一旦发现薪酬制度导致企业过度追求高风险业务,美联储有权加以干预和阻止。

(6)《法案》还要求SEC加强对投资顾问的监察的研究,进行投资者金融知识水平的研究、共同基金广告的研究、有关利益冲突的研究、提高

投资者自投资顾问和经纪交易商处获得投资信息的能力的研究,以及金融规划师和金融界有关头衔的使用的研究等。这些研究的目的,都在于更好地保护投资者的利益。此外,金融改革与投资者保护法案还规定,SEC有权通过颁布规则而要求经纪人或者经销商在投资者购买投资产品和服务之前向其提供文件或材料。

### 5. 市场对美国监管改革的评价

第一,降低了大型金融机构的盈利,对全球金融行业和金融监管格局有较大影响。在新的监管架构下,由于大型金融机构经营受到更多束缚,盈利能力将受到一定影响。根据《经济学家》引用的数据,金融监管改革法案中的相关改革措施可能导致美国规模最大的银行2013年利润缩水5%至20%。据华尔街分析师预计,新法案中有关限制银行自营交易、剥离部分衍生品交易等条款将使大型证券公司盈利下降10%以上。鉴于美国在全球金融市场中的特殊地位,金融监管改革法案的出台也将为未来全球金融改革树立新标尺。在新法案的影响下,随着各国对衍生产品及对冲基金等监管的加强,全球银行都将大量减少高风险、高杠杆率的表外业务,而转为关注传统业务的经营和发展。

第二,在立法博弈的过程中,遭遇到了华尔街金融巨头们的游说,这使监管改革的作用大大减弱。美国《财富杂志》就指出:“监管改革法最好的概括性描述就是,太含糊了”,800多页法案设法提出了更多问题而不是答案。法案内容的复杂化、模糊化符合金融利益集团的利益,这为其寻找法律漏洞提供了空间,普通消费者不可能花费精力去弄明白法案的全部条款。此外,监管改革法案还存在一些漏洞,比如,虽然股东可以对高管薪酬和“金色降落伞”进行表决,但是表决没有约束力。英国伦敦经济学院院长霍华德·戴维斯就认为,美国金融改革只是隔靴搔痒,《法案》治标未治本,也无法阻止下一次金融危机的到来。

第三,认为权力对市场“生硬而粗暴”的干涉,可能会窒息市场创新和金融效率。比如,靠肢解金融机构防范风险传染,与其是对系统性风险的防范,不如说是监管部门无法把脉风险而手足无措。不仅增加危机处理成本,而且降低了消费者获取高质量金融服务的便利性。金融衍生品带有明显的个性化、差异化特色,一般难以用标准化的流程式监管加以规范,“为控制风险而通过立法生硬地为权力进入市场扫清障碍是一



种全能政府理念的理性白痴式自负”。“市场是最好的风险管控和定价平台,监管层永远不可能在变化莫测的市场掌握充分的信息来直接判断风险,并加以管控和防范。相反只会降低市场风险管控水平和效率。”

第四,国会内部支持加强金融监管的力量在削弱,未来金融利益集团可能会进一步阻挠法案有效实施,法案面临“束之高阁”的危险。民主党在国会中期选举中惨败,使民主党继续推动加强金融监管的动力不足。一些支持加强金融监管的人士相继离职,比如沃克尔和多德,而其继任者与金融业关系密切,因此继续推动金融监管的动力不足。2012年4月,致力于改善小企业融资便利的美国《JOBS法案》生效。对新兴成长公司,《JOBS法案》免除其遵守《多德—弗兰克法案》中的某些条款,包括当前及未来的管理层薪酬披露条款。例如,高管薪酬待遇投票要求,金色降落伞支付投票要求(“金色降落伞投票权”),高管薪酬与公司财务绩效之间关系的披露要求(“绩效支付”),以及CEO的薪酬比率披露要求等。

第五,法案配套措施制定和实施可能会举步维艰。目前美国监管改革措施还只是一个路线图,仅明确了改革的总体方向,能否有效实施还存在很大的不确定性,因此金融监管改革能否取得实际效果,很大程度上依赖于后期立法。未来3年内美国各监管机构需完成243项配套监管规章的建设。2010年美国国会中期选举,民主党惨败,共和党大胜。共和党在中期选举前的拉票活动中已经承诺,在获得中期选举的胜利之后将不会对金融业采取更为严厉的监管措施,由此,立法僵局将不可避免。为“引导”具体监管规则的制定,金融利益集团已经开始对该法案做出有利于自己的解释(如自营交易的定义),并采取策略性行为来影响金融监管。此外,系统重要性金融机构往往具有很强的政治实力,它们可以通过政治说服而抵制对其实施有效的监管。

## (二) 欧盟的机构改革及规则修订

### 1. 机构创新

金融危机暴露了欧盟目前监管框架中各成员国监管者在合作、协调、信任以及共同体法律的一致适用等方面的不足。专家组报告提议,第一步,加强莱姆法路西框架中第三层级委员会的作用;第二步,建立一体化的欧盟金融监管体系,设立两个管理机构:一家管理银行和保险业,

并负责与金融稳定有关的其他任何事宜,另一家负责管理跨境商业行为和  
和市场事宜。欧盟在专家组报告建议的基础上,将上述第一步和第二步  
机构改革方案合并调整作为微观审慎监管的机构改革计划,并设立新的  
机构作为监管的第二支柱为宏观审慎监管服务,综合从微观和宏观审慎  
监管两个层面上改革欧盟金融监管体系。

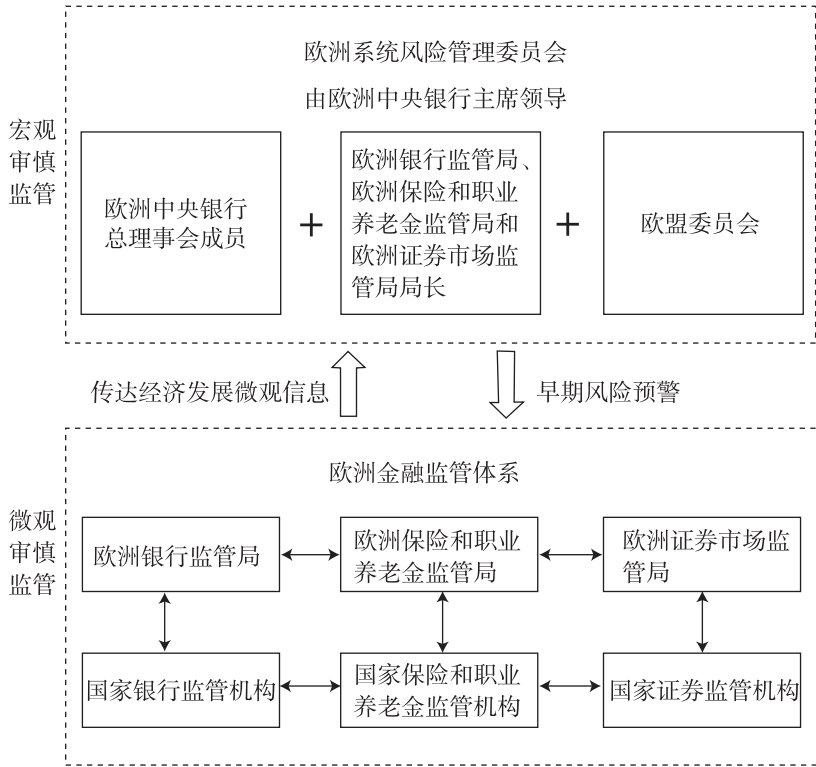


图 8: 欧盟金融监管体系

(1) 微观审慎监管层面

欧盟在微观审慎监管层面建立了一个三层级的欧盟金融监管系统 (ESFS): 指导委员会、三家欧盟监管局以及成员国监管当局。三家欧盟监管局分别是欧盟银行管理局 (EBA)、欧盟保险和职业年金管理局 (EIOPA) 和欧盟证券市场管理局 (ESMA)。它们由莱姆法路西框架中的第三层级委员会欧盟银行管理委员会、欧盟保险和职业年金管理委员

会以及欧盟证券市场管理委员会改组成立。虽然名称上仅仅是从委员会变为管理局,但它们的地位和任务却发生了巨大的变化。这些管理局将成为具有法人资格的机构,被赋予新的权限以制定可以约束成员国监管当局的决定,以及在紧急情况下,越过成员国监管当局直接监管重要的金融机构(其中包括对信用评级机构的唯一管辖权)。具体而言,这些权限包括:制定有约束力的与相关指令中特定领域有关的技术标准;确保共同体的规则被成员国监管当局一致适用,包括制定约束成员国监管当局的决定;在欧盟委员会认定的紧急情况下,采取约束成员国监管当局的决定或者直接干涉对于金融机构的监管;以及仲裁成员国监管当局之间的争议,包括采取约束成员国监管当局的决定以了结纠纷。后两个职权的行使必须基于一个重要的前提条件,即这些决定的行使不会侵犯成员国的财产责任。

此外,管理局还被赋予其他一系列的任务,主要是为了达到促进成员国监管当局之间的合作,以及在一个共同监管文化下的标准融合。并且,每一管理局都监测和评估各自领域内的市场发展情况,并与其他管理局、欧盟系统风险管理局和其他共同体组织分享有关微观监管趋势、潜在危险和弱点的信息。

## (2) 宏观金融监管层面

现行共同体的体制安排没有给予宏观审慎监管过多的关注,其宏观审慎分析过于分散和零碎。从事宏观审慎监管的不同层级的部门间缺乏一种机制确保宏观审慎风险能被适当地加以辨别,对风险的警告和建议能清晰予以发布,并得以遵守和转化为实际的行动。有鉴于此,欧盟采取了不同于改革微观审慎监管的方案。在宏观监管方面,欧盟考虑更多的不是如何使现行体制安排更好地运作,而是如何填补现有宏观监管体制的重大漏洞。因为系统性监管超出了成员国监管当局的能力范围,所以有必要在欧盟层面设立一个专门的新机构。

因此,欧盟拟在宏观审慎监管层面设立欧盟系统风险局(European Systemic Risk Board)。欧盟系统风险局由欧洲中央银行牵头设立,并依赖于欧洲央行的分析、行政服务机构及其技巧。其指导委员会由12位成员组成,其中包括七位欧洲中央银行系统成员(其中之一为欧洲中央银行行长)、欧盟监管局的三位主席、欧盟委员会的一位成员以及经济和

金融委员会的主席。其一般董事会则完全由欧盟 27 国的央行行长组成,这也进一步明确了央行在欧盟系统风险局的掌控地位。

尽管欧盟系统风险局是一个独立的没有法人地位的监管机构,仅具有咨询功能,但它仍将是欧盟金融监管新体系中的核心。它的主要作用在于监测并评估影响整体金融稳定的系统性风险,从整个欧盟层面上进行宏观审慎监管,通过信息的收集和分析,识别和评估欧盟宏观经济和金融发展过程中影响金融稳定性的潜在风险,监控宏观金融发展,向各政策制定者和监管当局发布早期警告和行动建议,达到预防和减少系统风险的目的,并执行预警后的相关监控,与 IMF、FSB 以及第三世界国家进行有关合作。

## 2. 规则修订

除了进行上述机构创新以加强欧盟宏观和微观两个层面的金融监管外,欧盟立法者也积极进行规则的修订,这既是对金融危机所凸显的各国国内市场机制不足的反应,也是对 G-20 峰会所做承诺的落实。

(1) 银行资本金要求指令。欧盟于 2009 年通过修订的银行资本金要求指令旨在严格银行资本金要求的规则和制度,以回应金融危机所显现的不足和缺失。指令此次修改主要体现在四个方面:

第一,加强跨境银行集团的监管。其主要措施有加强银行集团母公司所在地的成员国监管当局与银行集团分支机构的监管当局之间的紧密协调(分支机构的监管当局负责风险评估和额外资本金要求);成立以银行集团母公司所在地的监管当局为主席的监管当局联盟以监管所有的跨境集团;加强欧盟银行监管委员会的作用;以及赋予各国监管机构从欧盟层面进行监管的权限。

第二,规范证券化操作( Securitization Practices) 框架。为了弥补“Originate to Distribute”模式的不足,立法者加强了证券化业务发起人( originator) 在谨慎勤勉( Due Diligence) 和透明度方面的义务。投资者应当可以评估 Structured Products 所蕴含的风险,而不是一味地依赖评级机构的评级。为了鼓励投资者的风险评估,指令规定发起者必须在资产负债表上保留转让或出售给投资者风险的 5%。

第三,协调银行一级资本金和配备工具( Hybrid Instrument) 的分类,充分发挥欧盟银行监管委员会的作用,确保各监管当局操作中的统

一性。

第四,制定流动风险管理规则,特别是设立流动资本公积金,进行流动性测试(Liquidity Stress Tests)以及制定应急计划。

(2)跨境支付条例。新的跨境支付条例旨在达成以欧元提供支付服务的单一市场,消除跨境支付和境内支付的差异。新条例是对原跨境支付 2560/2001 条例的改进和替代。后者适用于信用转账、现金支取和电子支付包括银行卡支付,极大地降低了跨境支付的收费,向境内收费档次靠拢,并且鼓励支付行业成立一家欧盟范围内的“单一欧元支付区”的支付平台。新条例在此基础上扩大了直接债务收费平等性原则的适用,解决了一系列旧条例带来的实施问题,并且调整了条例中的定义和词语的含义,使之与 2007/64/EU 指令中关于支付服务的术语含义相协调。

(3)信用评级机构。信用评级机构在证券和银行市场发挥着巨大的作用,因为投资者、借贷者、发行者和政府都会借助它们的评级结果而做出投资和融资的决定。然而在 2008 年 11 月 12 日欧盟委员会提出对信用评级机构的监管提议之前,欧盟并没有有效的信用评级机构监管体系。金融危机的发生让人们对信用评级机构本身产生了怀疑,因此欧盟制定了信用评级机构条例,以规范信用评级机构本身的运作,加强对其监管。

新条例旨在确保欧盟范围内为监管目的而使用的信用评级具有高质量,评级机构出具的信用评级符合严格的要求。它在成员国层面建立了一个共同的框架,以确保欧盟内部市场的平稳运行,尽管这个市场中不同成员国对投资者和消费者的保护有不同的层次。其具体措施包括确保信用评级机构在评级过程中避免利益冲突或者至少能适当地解决利益冲突;提高信用评级机构所使用的方法学的质量以及它们评级结果的质量;通过附加信用评级机构的披露义务来加强透明度等。

### 3. 市场对欧盟监管改革的评价

第一,欧盟这一全新金融监管体系具有开创性意义。长期以来,以德国为代表的欧洲大陆国家一直强调要加强金融监管,但因美国的反对和英国的抵制而始终未能展开讨论。金融危机爆发之后,包括英美在内的世界各国重新审视金融创新与金融市场系统性风险监管的必要性,使

得欧洲大陆国家重视金融市场稳定、强化监管的理念和主张得以付诸实践,欧盟新金融监管方案得以出台,全面的金融改革得以拉开序幕。对于欧盟成员国来说,新监管体系的确立是欧洲经济一体化进程的又一里程碑,它标志着成员国部分金融监管权限开始向欧盟转移,各成员国在此领域长期各自为政、难以协调的局面开始发生实质性转变。而对于世界各国而言,欧盟的这一新体系为不同国家金融监管机构的合作开创了先例。

第二,监管改革的有效性令人担忧。德法是此次金融监管改革计划的积极推动者,因此在改革方案公布之后,德法均表示要加强本国金融监管。然而,由于此次机构改革不涉及各国财政权力,也没有对于三个监管当局与各国监管当局权限的划分最后达成共识,因此各方对于改革的最终效果心存疑虑。虽然此次改革方案获得欧盟理事会的最终通过,但作为非欧元国家的英国,在初期曾强烈反对该方案,其原因主要在于不愿欧盟过多干预其金融市场及监管。在改革方案推出之后,英国金融服务管理局(FSA)资产管理部门负责人赖特认为:“目前还没有清晰的长期欧洲金融监管框架。”欧洲中央银行执行董事会成员洛伦佐表示,欧盟恐将在金融监管方面落后于美国,人们对欧盟新监管体系的有效性不无担心。而且,方案的最终落实有赖于欧盟成员国对实施细则形成共识。

### (三) 危机后英国的监管执法变革

英国金融服务局(Financial Services Authority)主席阿岱尔·特纳勋爵(Lord Adair Turner)在英国银行家协会2009年度国际银行大会上的讲话中指出:“我们认识到,在危机发生之前的许多理论前提,所谓市场能够自我平衡、完善市场的金融创新产品绝对拥有价值、市场约束有效等等,是极度错误的。我们必须吸取教训,进行‘激进式改革’……我们已懂得未来监管机制的特征,那就是强化监管,从而去创造一个更稳健的金融体系。”特纳的言论也表明,在金融危机的冲击之下,西方国家已经开始对既有的监管、执法体系和模式进行深度的反思和改革。

#### 1. 转变监管执法思路

对于同样奉行“轻触”和少干预理念的英国而言,金融危机凸显了既有监管理念在面对复杂而隐蔽的市场不法行为时的不足,使政府在反思时对这一点进行了较大的改革。面对“轻触”式监管的不足,过去一年来,英国金融服务局已经尝试将“轻触”式的监管执法思路向“密集型

督查”转变。在金融危机前,英国金融服务局只对那些已经产生不良后果的行为进行干预;现在,金融产品还在设计阶段,金融服务局就会用自己的风险分析模型进行判断,决定是否允许产品上市。此外,金融服务局还加强了对市场违法或者不当行为者的处罚力度,在2009年一年内,即对46桩违法事件处以罚款,金额总计3360万英镑,并提起三项刑事诉讼并且胜诉。

## 2. 改革监管架构及制度

英国传统“三方监管”的模式在金融危机后受到了来自政府和民间各界的批评,更多人倾向于激进地对英国监管架构进行根本性变革。2011年6月16日,英国财政部公布了包含法律草案的白皮书《金融监管的新方法:改革蓝图》。改革方案直接提出从根本上变革“三方监管”的模式,撤销英国金融服务局,建立新的宏观和微观两个层面的监管格局。

在宏观层面上,白皮书主张在英格兰银行董事会的管理下设立金融政策委员会(Financial Policy Committee, FPC),将维护金融稳定作为其首要法定职责。在微观监管层面上,在英格兰银行下设立审慎监管局(Prudential Regulatory Authority, PRA),主要移植金融服务局的机构监管职能,负责对存款类机构、投资银行和保险公司等金融机构进行审慎监管。业务行为监管转由新的专业机构来负责,名称则由“消费者保护和市场监管局”改为金融行为管理局(Financial Conduct Authority, FCA),接替金融服务局,担起对所有商业行为的监管责任,维持公众对金融服务市场的信心。

金融行为管理局有对市场的监管和执法职能,可以对市场认可的投资交易所实施监督管理,并且在卖空行为与操纵市场行为等问题上履行管理职责。金融行为管理局实际上也行使了证券监管的部分权力。《改革蓝图》认为,金融行为管理局监管证券业务是巩固英国上市制度的一项新举措。这种监管主要体现在两个方面:一是在对保荐人的监管加大力度;二是要求证券发行人委任一名金融界人士准备金融行为监管局所要求的各种报告,并且对报告的真实负责。<sup>[16]</sup>

---

[16] Allen, Overy, *The Financial Conduct Authority: An Overview*, available at [www.allenoverly.com/AOWeb/binaries/65309.PDF](http://www.allenoverly.com/AOWeb/binaries/65309.PDF), 20 May 2012.

### 3. 加大对人力资源的投入

此外,金融危机的爆发,还在监管人员层面引起了各国的反思。北岩银行案不仅暴露出监管空白,也暴露出金融服务局自身人力资源建设的松散。因此,英国金融服务局在危机之后迅速提高了对监管对象任职人员审批的要求,金融机构雇佣高管或者直接关系客户利益的交易员,都要经过金融服务局的批准。2009年金融服务局面试了377名这样的人员,其中驳回了27名。

由于金融证券监管执法涉及的案件十分复杂,这就要求执法活动必须由相关的专业人士承担,唯有专业化才能保证在对高度技术化的案件事实进行调查和处理的过程中保持应有的判断力,从而拨开复杂的表象,查明事实真相。因此,尽管金融服务局当前已经作为过渡机构进行运作,但作为随后金融行为局的筹备机构,其也在人员建设上不断提升。2006年金融服务局的工作人员仅为2800人,而在2011年雇员则增加到4000人,其中有超过一半的工作人员来自金融证券行业,并且仍然以每年60名的速度加快招收。

### 4. 市场对英国监管执法改革的评价

在金融危机改革之后,尽管英国做出不断改革的努力,但是从效果和反应评价来看,则并不完全受到肯定。

第一,认为监管改革过于保守,没有给予监管机构履行职责的必要工具和条件。以《2009 银行法》为例,在该法案中,明确规定了英格兰银行作为中央银行在金融稳定中的法定职责和所处的核心地位,并在英格兰银行的董事会下设立金融稳定委员会,对金融风险的性质进行判断,制定和实施金融稳定战略。<sup>[17]</sup>但无论是实务界还是研究人员,均认为该法案力求在原有的“三方监管”框架下解决问题,是依然较为保守的。尽管金融监管体制赋予英格兰银行维护金融系统稳定的职责,但却没有配备有效履行该职责的必要工具,导致英格兰银行的法定权力、履职的工具与其承担的维护金融稳定的职责不相匹配。<sup>[18]</sup>

[17] 胡滨、尹振涛:“英国的金融监管改革”,载《中国金融》2009年第17期。

[18] HM Treasury, *White Paper on Reforming Financial Markets*, 8 July 2009, available at [http://www.shlegal.com/knowledge/publications/07/09\\_HM\\_Treasury\\_publishes\\_White\\_Paper\\_on\\_reforming\\_financial\\_markets](http://www.shlegal.com/knowledge/publications/07/09_HM_Treasury_publishes_White_Paper_on_reforming_financial_markets), 20 May 2012.



第二,改革未触及金融体制中的深层次问题。2009年7月8日,英国财政部发表《改革金融市场》的白皮书,提出成立金融稳定理事会(CFS),进一步完善和强化金融服务局的职能,赋予金融服务局制定规则、收集信息以及执法权,严惩金融行业中个人或企业的违法或不当行为,以加强对系统性风险的应对。但同样,该项改革方案并没有得到市场的认可,有分析认为其内容过于保守,并未触及到金融体制中的深层次问题。<sup>[19]</sup> 2010年5月,工党在英国大选中失利,因此,《改革金融市场》白皮书中所提出的内容实际上并没有得到执行。

第三,对2010年《金融监管的新方法:判断、焦点及稳定》表示欢迎。2010年7月,英国财政部公布了《金融监管的新方法:判断、焦点及稳定》。该白皮书公布后,在与公众讨论和磋商中,英国政府得到了来自银行业、保险业、证券业以及普通消费者各行业超过两百份回应,绝大多数对该白皮书所提出的金融监管框架表示欢迎,但同时也在责任和透明度、立法改革以及机构协调等方面对白皮书提出了询问。<sup>[20]</sup> 英国政府很快对上述询问所提出的问题进行了答复和说明。第二版白皮书《金融监管的新方法:建立强大的金融体系》对第一版进行了补充和完善,在结构和重点上都有所调整,于2011年2月17日公布。

#### 四、我国证监会执法现状及存在问题

我国证监会近年持续推进执法体制改革,如确立完善了“查审分离”机制,建立了专门的行政处罚委员会,建立集中统一指挥的稽查体制,组建了稽查总队,在日常监管和行政许可中针对不同监管对象的特点实行“分道制”等,取得了令人瞩目的成绩。但与先进国家或地区的执法机制相比,仍存在不小的差距,特别是在应对资本市场快速发展、违法违规现象特点多变的新情况时暴露出不少问题。

---

[19] Morrison & Foerster, *UK White Paper on Reforming Financial Markets*, News Bulletin, July 9, 2009.

[20] HM Treasury, *A New Approach to Financial Regulation: Summary of Consultation Responses*, HM TREASURY, November 2010, p. 5.

### (一) 以主体监管为主的模式遭遇挑战

我国现行的证券监管模式主要是将市场参与者按照主体性质分为证券公司、基金公司、期货公司、上市公司、非上市公众公司、交易所等进行监管,辅之以发行监管、并购监管、稽查、处罚等行为监管模式。这种模式在资本市场起步初期,市场参与者较少的情况下,发挥了重要的作用,有助于根据主体性质和特征不同,进行专业化的监管,在监管分工上比较明确,在被监管对象数量有限的情况下效率也较高。

但随着资本市场深度和广度的不断拓展,各类市场参与主体的数量有了突飞猛进的发展。以上市公司为例,2006年上市公司总数仅为1434家,2011年年底上市公司数量达到2342家,五年间增幅高达60%,且在持续增长中。有些被监管对象虽然数量增加不多,但其规模、资产、行为模式发生了比较大的变化。

这些都对以主体监管为主的监管模式提出了以下挑战:首先,被监管对象数量的迅速增加造成有些职能部门和派出机构监管负担的加重,在上市公司数量增加较快的辖区,派出机构人均监管的上市公司数量由原来的四五家,发展为人均监管十余家甚至二十余家,在上市公司数量和市场规模不断增扩的情况下,监管资源和监管队伍的增长有限,形成不可调和的矛盾。其次,主体监管和行为监管叠加的模式可能导致对同一主体的多头监管,如对证券公司虽主要由机构部监管,但其承担保荐职能的投行发行部有一定监管权。最后,有些新兴市场主体游离于监管范围之外,形成监管空白,如近年对市场影响力日渐增大的私募基金、信托公司、各类资产管理公司一直没有对口的职能部门对其进行监管。

### (二) 以信息披露为核心的透明度建设仍有改善空间

近期,证监会全方位提升了行政许可工作的透明度,如在发行审核领域,将预披露时间提前,首次公开发审流程和申报企业名单;在并购重组审核领域,公开审核标准,完善审核流程,提高审核质量;在稽查和处罚领域,除主动公开结果信息外,还试行公布一些过程信息。这些都说明,以公开透明为核心的市场监管法治化建设已经全面提速。但与先进的国家和地区相比,在理念和制度运作上还有一定的差距:

1. 规范性文件和内部指引的公开问题。随着《证券期货规章制度程序规定》的颁布,证监会行政规章的制定、发布已纳入法制化的轨道。但

其他一些不属于行政规章范畴的规定、办法、规则以及内部掌握的指引,其制定、实施与公开的问题悬而未决。如查办内幕交易、市场操纵案件的重要依据——2007年制定的《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》和《证券市场操纵行为认定指引(试行)》至今尚未正式公开,在稽查办案和追究刑事责任过程中已经遭到法律人士的质疑。

2. 行政许可过程信息的公开问题。近年,证监会按照《行政许可法》的要求完善了对行政许可事项的公开程序,对结果信息的公开臻于完善,但与其他先进国家和地区相比,在对过程信息的公开还有进步空间。如美国证监会将IPO审核中的所有意见和答复在首次公开发行完成后20个工作日完全公开,而我国并没有这方面的要求,从投资者及时、准确了解拟发行企业的角度出发,相关流程信息的公开是有必要的。

3. 上市公司信息披露理念存在偏差。长期以来,受制于“实质判断”的保姆式和纠问式监管理念,信息披露环节承载了大量实质审查的内容,尤其披露风险或负面消息的上市公司往往面临着被监管者“合理怀疑”的艰难处境,上市公司普遍有“多说多错,不如不说”的心态,主动性、自愿性披露信息的内在动力严重不足,成为透明度建设的一大掣肘。此外,在新兴企业中还存在非财务信息披露不足,定期报告冗余,网络化披露有待改进等问题。

### (三) 执法手段和方式存在局限

危机后,美国反思其执法缺陷,认为未能准确收集市场情报是影响其执法效率的一个重要因素,因此SEC建立了情报收集中枢系统——市场情报办公室(Office of Market Intelligence),用以对申诉和举报信息进行汇集、追踪、分析以及报告。为保障和鼓励从事非法活动组织的内部人员与SEC合作,SEC制定了正式的“合作协议”,允诺只要内部人提供了真实证据或同意作证,便有权减轻处罚,同时SEC完善了举报人保护机制,为举报人提供保护以免受报复,还大幅提高对提供有效信息和证据的人士的奖励,奖励额最高可达到因此举报而挽回资金的30%。

反观我国证券执法,这几项重要的执法辅助手段均付诸阙如:

1. 缺乏统一的情报收集和整理分析系统。目前交易所、市场部、办公厅、稽查部门、信访部门乃至地方局相关部门皆有一定的情报收集整理职能,但所了解的信息未必全面,情报的流转与汇总存在碎片化的问

题,也可能导致迟延和误差。

2. 缺乏高效率的执法和解机制。鉴于证券违法具有隐匿、诡秘、直接取证困难的特质,执法者在许多案件中均难以获得具有决定性优势的完整证据链,在现行的执法框架下,面对证据不足的案件执法者要么最终功亏一篑,纵虎归山,要么降格处置,施予较轻的法律责任。从美国等国的经验来看,对待内幕交易等特殊类型的证券违法行为,不能“明断”和“力敌”,只可“威慑”和“智取”,在掌握部分决定性证据的情况下,可以尝试以和解方式由违法当事人支付高额金钱了结案件,从而实现公平和效率的兼顾。

3. 缺乏内外结合的执法机制。即通过“卧底”或“线人”发现线索、收集证据最终破获证券违法行为的执法机制。近年境外的一些重大证券违法案件(如美国帆船基金案)都是通过内外结合的执法机制最终告破案的。鉴于证券违法行为的隐蔽性和有意规避性,内外结合的执法机制可以充分挖掘和掌握单一外部执法机制所难以掌握的核心机密,为案件的查处提供关键性证据。

4. 缺乏有效的举报奖励机制,举报反馈机制不完善。证券市场参与主体众多,违法行为隐蔽,近年市场操纵出现了短线化、跨市场化、多点合谋的新趋向,内幕交易出现了隐名化、集群化、公职化的趋向,说明违法违规行涉及利益群体日益复杂,违法对象反侦查意识日益强化,完全依靠日常监管和外部调查,是很难洞察这些违法行为的全貌。境外之所以能够发现隐秘的内幕交易等违法线索,除了中介机构恪尽职守外,举报奖励机制是重要的线索来源。我国长期欠缺类似的证券违法举报奖励机制,没有充分动用市场参与者“群防群治”,共同打击证券违法的积极性,在一定程度上减损了证券执法的有效性。此外,举报反馈机制也有待完善。在我国,许多实名举报、实名投诉后,最后却是“泥牛入海”、无声无息,严重挫伤了举报者的积极性。对于实名举报,应按照“谁承办、谁答复”的原则,及时给予答复反馈,并听取举报人的意见。除因通讯地址不详等情况无法答复的以外,都应将处理情况答复举报人。

#### (四) 执法联动与协调有待提高

从稽查处罚系统建设来看,经过多年努力,稽查处、稽查处总队、派出

机构和处罚委之间,通过合理分工,调整组织模式,案件协同侦办能力迅速提升。但是,稽查处罚系统与日常监管系统、公检法、地方政府等外部系统的执法衔接与协调能力仍存在一定问题。

一是稽查处罚系统与日常监管系统之间的反馈沟通不足。稽查处罚是一种事后处罚,日常监管是一种事前监管,二者是证券监管系统的重要组成部分。从成熟市场的经验来看,日常监管不是有了问题才进行的监管,稽查执法也不是查完结案就拉倒,应该建立科学的沟通和反馈体系,可以在两类执法系统间互通信息、协调合作,形成监管和执法合力。但从我国实际情况看,稽查处罚和日常监管一定程度上还存在“两张皮”的问题,稽查处罚与日常监管虽有一定程度的沟通,但没有建立固定的信息交流平台,日常监管发现的问题缺乏及时的稽查报警机制,稽查处罚中总结的经验教训也没有固定的反馈机制,两套系统制度性的执法协调机制并未真正建立。

二是行政司法衔接有待进一步理顺。按照现行衔接安排,证券期货犯罪案件是由证监会移送公安部,再由公安部交给各地公安机关办理。由于各地司法专业水平不一,地方保护干扰严重,市场监管的统一性和刑事追责属地管理的分散性矛盾日益凸显,削弱了执法效果。此外,受制于证明标准、证据转化、专业隔阻和监督缺位等法律技术问题,行政司法衔接并不流畅。2003年以来,证监会共向公安机关移送案件170起,公安机关立案侦查129起,检察机关提起公诉85起,法院判决52起,最终刑事追责率不足1/3,追责力度也逐环节递减,执法效果受到很大影响。

三是与地方政府之间的关系存在错位。在实践中,部分地区经济欠发达,上市公司、证券公司等较少,而公司对当地经济发展和社会稳定影响较大,如果公司因违法违规行为被立案调查,或者被行政处罚,或者因业绩不好而要求退市,往往会给公司经营带来负面影响,甚至导致资金链紧张,波及与公司有业务来往的其他企业、投资者等,对当地经济发展带来不利影响。因此,许多地方政府出于维护地方经济发展的考虑,往往会向监管执法部门特别是当地派出机构施压,而当地监管执法部门在当地执法生态环境下,也往往屈于地方政府的压力而网开一面,造成执法不严、违法不究等现象。

四是与地方政府的协同执法关系尚未形成。随着证券市场风险进入多发期和日益趋向复杂化,地方政府在资本市场执法工作中的作用日渐突出。如随着退市制度改革的日渐深化,地方政府将在退市公司风险处置中扮演重要角色。此外,日常监管、稽查办案也涉及需要地方政府及其部门配合的问题。从目前的协同现状看,证监会系统与地方政府的协同执法关系参差不齐,一些辖区沟通和协调较好,而另一些则缺乏有效的信息沟通、联席会议或风险反馈机制。总体而言,制度化的协同执法机制尚未形成。

#### (五) 跨境执法问题复杂

按照《证券法》和相关规定,证监会应当履行与境外监管机构执法合作的职责和义务。目前,我国境外上市企业已逾千家,来自境外监管机构的协查请求越来越多,事项越来越复杂。如近年美国的“中概股”事件使证监会在接受境外协查请求时面临较大的国际压力。涉外案件数量增加很快,2008年以来证监会办理涉外案件数量达257件,达到境内案件数的1/4。目前,证监会虽已建立内部联席会议机制和与相关部委的会商机制来解决涉外案件办理问题,但一直缺乏专门的涉外执法力量,跨境执法协作压力逐年增大,执法人员紧张的矛盾愈加突出。在涉外案件办理中,如何做到既维护监管主权,又遵守国际承诺,避免留下“护短”、“背信”的口实,是涉外执法需要重点思考的课题。

### 五、各国(地区)监管变革对证监会监管及执法的借鉴意义

没有一个国家或地区的监管法制是一蹴而就、臻于完美的,大多数成熟市场的监管体系都是在危机变革后的反思与纠错中逐渐完善和发展起来的。这次危机虽然没有对我国实体经济造成严重破坏,但“他山之石,可以攻玉”,美国、英国、日本、香港等国家或地区在危机后痛定思痛、反思总结的教训仍然值得我们借鉴和参考。

#### (一) 探索行为、业务或产品监管模式的可行性

从所研究的国家和地区看,大部分均采取以行为、业务或产品为主的监管模式,如SEC主要有五大职能部门:公司金融、投资管理、执法、

市场交易、风险策略金融创新,主要针对发行、交易、投资、产品创新和违法行为等具体行为进行的监管职能划分。以行为划分最大的好处在于能够集中资源专注于具体行为的监管,有效地避免多头监管和监管真空。由于专业化程度高,因此监管规模扩张所导致的人力资源紧张问题可以得到一定程度的缓解。当然,行为监管模式也并非完美无瑕,SEC执法部门在处理麦道夫等欺诈案件时就暴露出执法机制僵化、监管权责不明的问题,美国在应对对冲基金、结构性衍生产品等问题上也面临着监管真空的困境。

近年我国以主体监管为主的监管模式遭遇很大挑战,应逐步思考和探索行为、业务或产品监管模式的可行性。例如,我国上市公司的再融资割裂为股票、债券、定增、私募,归口不同的部门,在融资门槛、投资者准入、时间便利、金额豁免等方面都不统一,更无法与其他金融机构的替代产品相竞争,造成融资机会不公平、效率低下的结果。另外,在投资管理方面,券商资产管理、基金一对多、私募基金信托产品这些在本质上都属于私募产品,但由于主体不同,其管理体制和具体规定也不尽相同。鉴于行为监管的实际效果很难预估、监管模式整体变革的成本太高,可以考虑进行专门业务模块的试点。如在总结既有美国公司金融部门经验的基础上,设立专门的发行融资模块(含首发、再融资等),成立专门的会内联席办事机构,将会里各部门的相关职能整合在这个模块中,投资管理、并购、产品创新也可以作相同的制度设计。如此,可以在不改变既有监管框架的基础上,探索行为、业务或产品监管的实际效果。

不仅是会机关,派出机构也可以进行监管流程再造的试点。如山东证监局就将上市公司监管从传统的“人盯人”的主体监管模式,改造成“行为监管”的岗位责任制,综合管理岗、公司治理与法律事务监管岗、财务与会计监管岗、并购重组与再融资监管岗4个岗位,梳理制定了上市公司监管各项工作规程,补充完善了各岗位间的协调事项和衔接程序。类似的改革试点可以在派出机构公司监管、机构监管中作进一步探索。

## (二)切实增强识别和防范系统性风险的能力

金融危机的爆发是一个“点一线一面”的过程,“次贷衍生品—金融交易链—机构”是此次国际金融风暴的路径图,因此风险点的识别、监测

与防控是防范系统性风险的关键。我国可从以下几个方面进行系统性风险的防范:

一是防范高杠杆、结构复杂、风险难测的金融产品创新。应限制高杠杆率、过于复杂的结构性衍生品,限制难以评估测定风险权重的复杂产品,杜绝条款晦涩、构成复杂、风险难测的创新。同时,鼓励符合市场投资需求的简明易懂、操作简单的创新产品。

二是防范“大而不能倒”的或游离于监管之外的金融机构。首先,要防止出现“大而不能倒”的局面,在鼓励证券公司、银行、信托、保险、私募基金等机构做大做强的同时,重点防范那些具有系统重要性的大型金融机构,关注其风险隐患,尤其在复杂的市场环境下许多大型金融机构正面临业务转型,甚至参与国际并购和其他业务活动,这些都可能酝酿着未知的风险。其次,对影子银行体系应纳入监管,在现有主体监管的格局下,对混业、跨业的金融监管需要各金融监管部门加强协调与合作,尤其对信托、私募等游离于既有监管框架外的影子金融体系应加强监管或监测。此外,还要防范人员流动带来的监管风险,每年有大量投行、基金等从业人员转到私募基金,除收入因素外,规避监管也是重要驱动力,甚至有部分被证券市场禁入的人员转投创投或私募领域,这类流动人员应高度关注。

三是防范高频、算法、暗池交易等新兴交易模式的风险隐患。在此轮交易方式的创新潮中,我们既要看到高频、算法、暗池等新兴交易模式能够提高市场交易效率,也要看到在极端市场状况下,这些新兴交易模式可能偏离市场价值,加剧市场波动,甚至屡屡造成“闪电崩盘”,更可能利用交易手段优势进行损害投资者利益的活动。近日,SEC就在调查高频交易公司是否利用交易指令类型获得了相对其他投资者的有利条件,使他们可以在牺牲其他投资者利益的同时进行获利丰厚的交易。目前,我国越来越多的证券公司、信托、私募、理财机构等投资主体开始采用高频交易、算法、暗池交易模式,跨股市、债市等市场对不同金融产品进行对冲操作。要尽早从交易规则上考虑限制高频交易的速度,防止我国也出现“闪电崩盘”的系统性风险。此外,还要防止这些交易技术用于市场操纵等非法目的。这应当借鉴欧盟的立法改革,及时扩大市场操纵的界限,并同时建立内幕交易和利益输送的相关规定,把利用创新交



易模式进行的违法行为纳入监管范围,及时弥补监管盲区,防范风险隐患。

四是防范利益冲突、利益输送等违法不当行为。利益冲突、利益输送等不当行为的泛滥是华尔街在此次金融危机中最大的教训,我国证券业的国际化进程不断加快,对国外交易手法的学习速度比以往更快,风险放大的可能性更高。今后,应重点加强对市场主体间勾结串联行为的研究,加大查处力度,重点打击损害投资者利益的不法行为;应当建立稽查反馈机制,对办案过程中发现的监管漏洞,及时亡羊补牢,持续完善证券期货法律法规、信息披露制度、交易规则,努力压缩市场不当行为的空间。

五是改进日常监管方式,切实提高行业合规意识。要切实改进检查方式,杜绝形式化的日常巡检,在与信息披露、交易行为相关的“合规”与“内控”方面狠下工夫,及时发现、制止、减少、抑制、防范市场违法违规和不当行为,并且及时察觉、化解风险隐患点。

六是探索跨部门监管协调机制,共同防范系统性风险。我们可以效仿美国、欧盟以及英国的改革措施,联合相关单位共同探索系统性风险的管控措施,全面监控、评估和识别重大风险,提供各种建议和措施。

### (三) 建立健全统一互联的资本市场诚信约束体系

证监会于2007年年底开始建设诚信档案信息系统,用以记录资本市场各类主体的违法违规和重大失信行为。截至2011年年底,该系统共记录违法失信信息9500余条,已初步建立起一套失信惩戒机制。下一步诚信档案信息库的建设主要面临如何深化和扩大应用面的问题。我们认为,可以借鉴美国社会信用制度的安排,将现有的诚信档案系统升级建设为内容更丰富、形式更标准、功能更强大、使用更便捷、拓展空间更广阔的资本市场诚信档案数据库系统,并积极推进与其他部门和行业之间的诚信信息共享合作。如可以与人民银行、工商、税务、海关等失信违规信息系统联网,营造“一处失信,处处受限”的氛围。

统一互联的资本市场诚信约束体系还有赖于中介机构恪尽职守,发挥“看门人”的作用。从我国目前的情况看,证券公司、会计师、律师、资产评估等中介机构尚未充分发挥作用,甚至有些中介机构与违法者沆瀣一气,共谋从事违法行为。借鉴危机后各国、地区对中介机构的改革与

整饬经验,我国的市场中介体系建设需要在以下三个方面进行加强:

一是深入了解客户需求,大力开展客户管理。中介机构功能的发挥,是通过为客户提供服务来实现的。了解自己的客户,深入分析客户的需求,是实现功能驱动的基础。目前,在经纪业务拓展、基金及理财产品销售等工作中,证券公司等机构应逐步加强客户分类、信用状况与交易行为等方面的分析工作,形成整体的客户管理模式和运作系统,并针对客户的不同类别和特征进行有针对性的管理与服务。

二是不断创新组织管理模式,加强信息技术系统建设。随着我国资本市场的发展,按业务分类的传统组织管理形式的局限性日益凸显,以功能为主线的业务组织方式逐步成熟。一些中介机构如证券公司等开始实行大投行模式,即承销、并购、再融资、财务顾问、研究一体化,为公司客户量身定做解决方案,全方位满足客户的融资需求。另外,信息技术平台的建设也应当跟上功能驱动的需要。只有通过信息技术的广泛运用,大幅降低数据搜集分析和信息共享的成本,业务的开展和功能的提升才有坚实的基础。

三是强化风险控制,落实合规管理的各项要求。风险控制和合规管理是功能驱动型业务发展的保障,中介机构应当着力避免重业务发展、轻风险控制的倾向。这次国际金融危机爆发之前,国际上的不少大金融机构为了发展业务、吸引客户,产品创新发展很快,服务功能显著提升,但是相应的风险控制没有跟上,其中的教训值得我们认真汲取。应将中介机构的风险管理能力和合规经营水平作为评测中介机构持续经营能力和履职效果的重要指标,并将其与相关行政许可挂钩,如可作为申请增加业务种类、新设营业网点等事项的审慎性条件,以督促中介机构切实提高风险控制和合规管理的水平。

发达资本市场有相当比例的违法违规案件线索来自于中介机构,但在我国,中介机构的约束机制和报告作用尚未发挥出来,依靠中介机构提供线索的案件寥寥无几,不仅如此,还存在大量中介机构知情不报、通风报信、为违法违规者提供便利的现象。今后,应考虑通过法律控制、责任约束、利益激励三种方式,吸纳中介机构成为监管执法的助手,将中介机构培育成为发现案件线索、防范违法违规行为的前线“岗哨”。(1)建议修订《证券投资基金公司管理办法》、《证券公司合规管理试行规定》

和《期货公司管理办法》中的相关条文,明确证券期货经营机构的合规部门,在发现客户、内部员工存在违法违规不当行为时负有报告义务,并在违反义务时承担相应责任。(2)可以考虑将报告义务与机构合规评比挂钩,对于积极行使此项职责的机构,给予更高的评分。

#### (四) 针对违法违规的新动态,创新执法、司法手段和监管方式

尽管近年来司法界和证监会在及时发现、查处违法不当行为方面做了不少工作,但与快速发展的资本市场现实相比,与国外的先进水平相比,还有不小的差距,至少在以下方面还有进一步提升的空间:

一是提升派出机构的检查发现能力。目前,会机关和地方派出机构的人力比例约为 1:3(而 SEC 总部与派出机构人数配比约为 3:2),但在案件线索发现与查处方面,派出机构却未能有相匹配的表现,其提供线索的比例仍然很低。一些派出机构在市场发展和市场主体培育等方面倾注了较大精力,却对违法案件的发现与查处不够重视。今后,应通过加强派出机构稽查力量、配备和强化辖区监管责任制、转变派出机构工作重心、建立稽查执法有效激励机制等方式来提升派出机构及时发现、查处违法不当行为的作用。

二是提高认识,加大投入,提升交易所利用新技术进行市场监控分析的能力。中国互联网用户已经超过 3 亿人,通过网络炒股的人数接近 4000 万人,利用互联网从事内幕交易和市场操纵的人也越来越多;同时,近几年大量投资者开始使用手机炒股,传统交易终端出现变化,这些都对发现违法违规线索的能力提出了挑战。值得借鉴的是,美国金融监管局(FINRA)已建立一套名为“SONAR”的文本信息挖掘系统,将市场违法活动证据的收集、分析和链接过程自动化,为分析人员提供加工处理过的信息,便于进一步分析举证及移交 SEC 调查。与传统的交易所监察手段相比,文本挖掘技术能够挖掘出交易背后隐藏的信息,掌握盘口观察不能识别的证据,通过捕捉市场传言,及早识别违法违规线索,是提升发现和查处违法行为能力的重要武器。可以说,在市场监控分析过程中,文本挖掘技术等新技术的应用是革命性的,但类似的技术在我国还属空白。对此,决策者应提高认识,加大投入,从更高的层次将新技术的推广当作一项长期工作来抓,同时,要求交易所等一线监管部门积极开展这方面的开发应用研究。

三是开发舆情监控系统,将海量媒体信息作为线索发现的重要来源之一。具体可与证监会网控办或交易所建立协作机制,合作开发舆情监控系统软件,可由交易所负责后台运行及维护工作,同时建立线索定期报送机制,增强舆情线索抓取能力。

四是建立内外结合的发现机制。即通过证券期货经营机构及基金公司的合规部门发现线索、收集证据,最终破获证券违法的执法机制。近年国际上一些重大违法案件(如美国帆船基金案)都是通过内外结合的执法机制最终告破的。鉴于证券违法行为的隐蔽性和有意规避性,内外结合的执法机制更利于挖掘单一外部执法机制所难以掌握的核心机密,往往为案件的查处提供关键性证据。

五是建立统一的案件举报信息系统。近年我国证券违法违规案件举报数量增长很快,现行的多头受理机制不能有效应对举报数量增加,不利于处理质量的提升,可以考虑仿效 SEC 的改革措施,建立系统内统一的证券违法违规案件举报信息系统,设立专门的热线和网络联系方式,完善实名举报反馈制度,以有效提升举报信息甄别能力和监管查处能力。

六是建立有吸引力的举报奖励机制。金融危机后,多国监管机构提高了举报奖励额度,以鼓励市场各方向监管机构提供违法线索。以 SEC 为例,其设置的奖励额最高可达到因举报而挽回资金的 30%。证监会可考虑在此方向作进一步探索,在具体操作路径上,建议以《证券法》修订为契机,积极推动确立举报奖励机制,或者与财政部协商,建立专门用于举报奖励的基金。我国一些行政执法机关如工商、税务、海关、药监等均有类似的举报奖励机制,可作借鉴和参考。

七是理顺与地方政府之间的关系。证监会必须重新审视与地方政府间的关系,在加强沟通协调的同时,做到合理“切割”,弱化地方政府的有形之手。本质上,监管执法部门的目标,与地方政府的目标是一致的,就是推动市场主体健康稳定发展。证监会及其派出机构应该积极主动加强与地方政府的联系,采取各种方式向地方政府通报资本市场规范发展的政策导向,以及中国证监会的一些工作部署。同时,在处理具体问题的过程中,坚持原则、统筹兼顾、求同存异,做到合理“切割”,弱化地方政府的有形之手,并在沟通中争取对方的理解和支持。

### (五) 加强队伍建设, 充实人力资源

危机过后, 各国监管机构均不同程度加强了监管队伍的人力资源配置, 尤其呈现出向一线执法队伍倾斜的趋势。如美国国会大幅增加 SEC 执法费用, 预计 SEC 近几年将增加 600 多名监管人员, 其中大多数拟招聘资深调查人员, 特别是在资产管理、衍生品、对冲基金等方面具备专业经验的外部人士。而反观国内情况, 与市场快速发展、违法违规多变的客观现实相比, 执法力量还有较大的缺口, 加之执法队伍人才的流失, 案多人少的矛盾非常突出。2008 年至 2011 年, 证监会查办案件数量比 2004 年至 2007 年增长了 47%, 年均增幅达 11%, 但全系统稽查人员数量没有相应增加。

从提高队伍素质, 提升执法效率的角度考虑, 今后仍应大力加强稽查队伍建设, 吸纳优秀人才加入稽查队伍。

一是进一步充实人力资源, 增加稽查人员数量。目前稽查人员不足 500 人, 约占全系统人员的 1/6, 与其他国家或地区稽查人员平均占比达 2~3 成的情况相比, 还有较大的差距。今后资本市场改革的方向是“放松管制, 加强监管”, 意味着稽查队伍还将承担更为艰巨的执法工作, 而稽查人员的培养需要较长的周期, 需要在人力资源上早作储备。

二是提升稽查执法的专业化水平。资本市场新兴、疑难、复杂性违法问题层出不穷, 对稽查知识更新和专业化水平提出了较高的挑战。针对稽查人员经验、能力、水平不平衡的现状, 今后可以考虑以“内外兼修”的方式提升队伍的专业化水平: 对外招聘有经验的业内人员加入稽查队伍, 尤其吸纳如衍生品、对冲基金、程序化交易等新业务领域有相关经验的人才, 同时引入“外脑”, 通过专题培训和实地交流提高稽查人员的执法专业化水平; 对内通过稽查队伍的“传帮带”, “以老带新”的方式提升稽查新兵的业务水平, 同时通过稽查干部轮岗, 扩大干部交流的方式, 提升稽查干部的综合素质。

三是完善稽查队伍考核激励体系和支持保障机制。以稽查立功评奖为中心, 进一步健全完善适应稽查工作实际的干部考核激励体系, 继续争取各级领导对稽查工作的关心支持, 强化稽查办案人员、物质和待遇保障。如提高办案人员出差食宿标准或改革报销办法; 继续坚持为稽查人员集中购买人身意外保险; 尽快开展稽查专业技术职务试点, 鼓励更多专业人员专心从事稽查事业, 保持稽查队伍的稳定性等。