

金融创新监管中的若干法律问题

——基于对“金融管理成本过高”与“金融
创新过度”的法律分析

管晓峰*

摘要:当前的金融危机暴露出传统的监管方法对影响金融市场稳定的两个深层原因——金融机构管理成本过高及金融创新过度问题缺乏应对。笔者以为,对于金融机构管理成本,应当由法律明确最高限额。同时,为维护金融市场的稳定,金融创新应当适度。金融监管的理想状态应是防患于未然,监管机构应设身处地从投资者角度分析市场,以便及时进行风险提示。

关键词:金融创新 金融危机 经营成本
金融监管

一、问题的提出——现行监管体系遗漏的 两个问题

适时有效的监管是维护金融市场秩序的基本条件。当前的金融危机暴露出传统监管方法的不

* 中国政法大学民商经济法学院商法研究所教授。

足——对影响金融市场稳定的两个深层次的原因缺少监管:

第一,金融机构管理成本过高。现阶段,金融监管机构对金融机构的管理成本过高(主要是高管的薪酬成本过高)现象听之任之,致使大量的生产性资金转变成个人储蓄退出市场,金融市场的现金流不断减少,当没有足够的现金流进入市场时,逻辑上的必然结果将是现金支付信用危机的出现。

第二,金融创新过度。当下,金融监管机构对发展实体经济没有意义的过度金融创新持放纵不理态度,原因主要在于担心成为社会公众批评或指责的对象,如监管部门过于保守、对金融创新不支持及阻碍金融市场发展等。社会公众之所以对金融监管机构适度限制金融创新存在上述偏见,是因为这样一个主观假设的存在——金融创新都是对金融市场的繁荣有利的,而该假设的逻辑结果即凡金融创新都应当被允许和支持。然而,本质上,不仅过度的金融创新会影响实体经济的正常运作,过于复杂的金融工具的泛滥也极易使普通投资者遭致损害。

因此,为维护我国金融体系的稳定,金融监管机构应转变态度,完善金融机构管理成本和金融创新的监管体系。

二、金融监管与金融市场安全

金融监管当肩负三项任务:第一,谋划全局,对将来可能发生的金融风险从机制上进行整体防范;第二,立足当下,对市场秩序进行监管;第三,制止违法违规行并解决争议。然而,目前金融机构对金融市场的监管多将注意力集中于第二和第三项任务的实现上,对第一项任务未予充分重视。此种情况不仅为我国金融市场监管所独有,世界发达国家的金融市场监管同样存在对第一项目标实现的忽视,其中,最为集中表现的有二:第一,对金融机构的经营成本放纵管理,企图一切靠市场解决,希冀通过契约解决投资者和金融机构之间的所有问题;第二,对过度金融创新持放任不管,甚至无条件支持的态度,无论该金融创新是对实体经济有利,还是仅是少数发行人和金融机构获取短期利益的手段。

金融监管的主要力量应当放在风险防范,而非风险发生后的责任

追究上。如果将二者本末倒置,将会给金融市场带来惨痛的教训。纳斯达克股票市场前董事会主席伯纳德·麦道夫 500 亿美元欺诈案清楚地说明了此点。^①正是由于美国证监会对麦道夫基金的所作所为放任自流,才导致投资者受其欺诈长达 20 年之久。据报道,即使是麦道夫基金明显违反证券交易常理的做法,美国证监会也视而不见,仅以诚恳的语气提醒有关方面要注意信息充分披露的问题,而不采取任何具体措施进行规范。面对投资者持续不断地对盈利来源的质疑,麦道夫基金的回答一律是内部消息,^②以如此简单的欺诈手法蒙骗投资者长达

① 从华尔街传奇人物、纳斯达克股票市场前董事会主席伯纳德·麦道夫 500 亿美元欺诈案曝光到现在已经 4.5 天了,随着越来越多的案情细节浮出水面,美国公众的情绪从震惊演变为愤怒——在麦道夫涉嫌欺诈的二十年时间里,监管部门都干什么去了?! 矛头所指首当其冲的便是美国证券交易委员会。著有《华尔街的窃贼》和《华尔街与政府欺诈》的金融作家 Gunther Karger 日前已经正式向美国证券交易委员会总检察长投诉,要求调查该委员会主席考克斯和其他委员是否履行了各自的职责。据美国媒体披露,联邦调查机构在调查中发现,麦道夫公司除了股票经纪和投资顾问业务之外,还运营着一个资金管理部門,该部門的客户可能就包括欺诈案中涉及的对冲基金等,而这项业务从来没有按规定在证券交易委员会注册。更为甚者,自 2006 年 9 月麦道夫注册其投资顾问业务以来,证券交易委员会从来没有按惯例检查其账目。

事实上,作为美国联邦政府监督证券业法规实施的机构,证券交易委员会完全可以更早发现麦道夫的骗局。早在 1992 年,麦道夫就因卷入另一桩非法证券交易案受到监管部门的调查,不过当时调查结果认为他没有“不正当行为”。美国证券交易委员会在麦道夫被捕的第二天发表声明说,该机构检查人员在 2005 年对麦道夫的公司进行审查时发现了三起违规操作,2007 年又进行了一次审查,但是并未向证券交易委员会提请采取法律行动。在过去十多年间,有不少业内人士、媒体记者对麦道夫的投资奇迹提出过质疑。曾经是麦道夫竞争对手的哈利·马克伯罗斯仔细研究了麦道夫的投资策略后认定其投资收益结果是不真实的。马克伯罗斯在 1999 年给证券交易委员会的信中写道,“麦道夫证券公司是世界上最大的庞氏骗局”。其后 9 年间马克伯罗斯不断地向证券交易委员会纽约和波士顿的分支机构举报麦道夫,但都没有促成对其的调查。参见 <http://news.sohu.com/20081219/n261318190.shtml>, 2010 年 9 月 6 日访问。

② 据报道,麦道夫的吸引投资的苛刻条件是,如果你想投资于麦道夫,那么请你不要问他关于投资的任何问题。至于为什么在别人不赚钱的岁月里,他可以赚钱,麦道夫则用几个字简单做了解释:“内部消息”。很多精明无比的对冲基金经理者、专业投资人士,竟也被“内部消息”这几个字轻而易举征服了。在熠熠生辉的外壳下,很多的蛛丝马迹泄露出来,高傲的华尔街对之视而不见。从运作上来看,利用不知名的会计事务所进行日常审计,负责麦道夫投资证券公司 10 多亿美元资产审计的会计事务所,居然只有 3 名员工:合伙人、秘书以及一名会计师。违反隔离的控制原则。麦道夫投资证券公司的所有交易均为麦道夫一人独断,他管理资产,并同时汇报资产的情况,公司的资产管理和托管并未分开。参见 <http://news.sohu.com/20081219/n261314127.shtml>, 2010 年 9 月 6 日访问。

20年之久不能不引人深思。本案发生之后,我们除了应当追究麦道夫实施欺诈行为所应承担的责任外,更应思考的是如何防止类似情形的再次出现,而事先预防手段的顺利实施有赖于金融监管部门的重视及行政权力的支持。金融监管部门不能单以信息披露为主要监管措施,更应换位思考,设身处地以投资者的心态去观察、分析市场,适当区分市场风险和道德风险,并在可能发生道德风险的情形下,及时进行风险提示,并对涉嫌制造道德风险者及时查处,从而保证投资者在道德风险较小的环境下进行交投。

三、金融机构经营成本监管的法律分析

(一) 金融机构经营成本与金融风险

金融机构的资产主要来源于社会融资,因此,金融机构的经营成本与社会融资安全有本质上的关联。所以,即便金融机构不是国有企业,未曾接受政府财政补贴和资助,其产业性质仍然具有公众性,仍然与社会公众利益切实相关。若金融机构的经营成本过高,金融机构经营生产所需要的资金将大幅度减少,以至无法偿还到期债务,继而引发信用危机。公司成本包括生产成本、薪酬成本、税务成本及其他必要支出。生产成本通常范围较为确定,在没有运用独家重大技术的情况下,同行业各公司的生产成本差别较小;对于各公司而言,税务成本基本上是一视同仁的;至于其他必要的支出,虽然在不同公司中项目或多或少都会存在差异,但某个公司发生多少其他必要的支出在同业中比例也相差不大;在传统制造业和服务业里各公司的薪酬亦有较统一的标准,唯独金融创新业高管的薪酬与业绩直接挂钩,即业绩有多高薪酬就有多高。此种背景极易诱使高管开展不必要的金融创新以创造虚拟的业绩,甚至不惜造假伪造业绩,以获取高额薪酬。然而金融机构的业绩在很大程度上是与实物交易相背离的,金融创新可以在没有制造产品和贸易的情况下在市场上凭空增加财富,如果仅以资产负债表上是否增加资产以及增加了多少资产作为确定高管薪酬的标准的话,管理层造假、相关业务人员造市炒作、虚抬行情以及制造泡沫的行为也在意料之中。

就当下的金融监管体系而言,金融监管机构的监管主要包括对金融机构治理结构的监管和对金融机构行为的监管两种类型,并未完全覆盖可能发生风险的所有领域。自此次金融危机的产生过程来看,引发金融危机的一个重要原因即是金融机构的高管为获取业绩利益而滥用交易权,将金融机构的正常资产投入高风险领域,风险一旦发生,金融机构的现金流不能支持交易,金融机构的资产随之贬值。不少欧美国家的实践也表明,一些金融机构高管在进行交易时将高管小团体的业绩利益置于公司资产安全之上,以交易成功为唯一目标,无论风险程度与获益的比例是否适当。在此种观念的主导下,金融机构踊跃交投自是当然的逻辑,而交投所得利润的相当一部分又被公司高管以劳苦功高为由,通过制定畸高薪酬分流掉,最终留作公司偿付债务的现金流比例持续降低。假设金融机构的现金流占总资产的10%,当公司交投资量大幅度增加、资产大幅度膨胀时,现金流的比重与资产膨胀的程度成反比,即比例持续下降。而此情况之下,公司高管往往不是适当减缓资产增加速度或增加现金流储备,而是以高管的薪酬应随公司资产的增加而增加为由,攫取一部分(甚至大部分)现金流。因此,事实上,此时公司可用作生产的现金流已在不断减少,公司的偿债能力也随之愈加减弱了。^③ 因此,为避免金融机构高管不当攫取公司利益、降低金融机构的经营成本及维持金融市场的稳定,法律有必要规定金融机构高管薪酬的最高限额。

美国政府在此次救市过程中即对高管薪酬问题作出了具体的限制,要求被救公司的高管年薪不得超过50万美元,同时要放弃奖金和

^③ 以去年获得美国政府注资450亿美元的花旗集团为例,在如此困难的情况下,他们还要购买价值5000万美元的私人飞机,密歇根州参议员认为这是一项荒谬的交易,他要求美国新政府出面阻止。白宫发言人说,总统奥巴马不相信这是接受纳税人资助的公司最妥善的用钱方法。最后这一计划在财长的强力干预下才被制止。然而还有华尔街的其他巨头精英们,他们丝毫没有为造成这场全球性的金融危机而感到自责和内疚,而是以银行不能倒闭来绑架政府,在得到政府大量资金的同时,不是想方设法的去挽救他们造成的这场危机,近日又给自己发了总额大约200亿美元的红包。奥巴马总统在从一篇文章中得知这一情况后,感到极为不满,并且大为光火,奥巴马公开亲自表态:我们不能在堵洞的同时,他们将洞挖的更大,这样做是很不负责任而可耻的行为。参见宋强:“奥巴马痛骂华尔街精英可耻告诉我们什么”,<http://019571005.blog.sohu.com/109353803.htm>, 2010年9月6日访问。

期权。^④ 众所周知,美国文化崇尚个人自由及公司自治,公司高管的薪酬问题为公司内部自决事项,而此次美国政府之所以对传统政策作出如此重大的转变,其原因即在于它认识到次贷危机的原因之一即是公司缺少现金流,偿债能力不足,而现金流不足的原因又可追溯至高管分取了公司现金中的不恰当的份额。因此,美国政府强制规定被救济公司高管薪酬上限,从根本上减少公司现金流的支出,以维持公司的偿债能力。无独有偶,德国最近发生的一个案件也表明,金融机构高管薪酬问题已越来越受到关注。某银行的高管在缺少充分风险评估的情况下大量投资,因投资增加资产,高管们便分取高达数百万欧元的奖金。随着次贷危机的发生,银行不可避免地发生了亏损,银行认为这些亏损与

④ 据美国媒体2月3日报道,奥巴马已决定,对接受联邦政府大笔金融救助款的企业高管设立50万美元年薪上限。除这50万美元和应得股息之外,不得再有奖金等补偿。他定于4日上午宣布这一决定。在接受救市款的企业中,规模最大的分别是花旗集团、美国银行、美国国际集团、通用汽车公司和克莱斯勒汽车公司。这5大企业都面临严重问题,它们的高管年收入也都远超50万美元。资料来源:《中国青年报》,参见<http://star.news.sohu.com/20090206/n262081816.shtml>,2010年9月6日访问。据《新京报》2月5日的报道,对于下限薪金的原因,奥巴马是这样说的:“如果你接受纳税人的帮助,你就有责任不过奢华生活。”显然这是一个非常充分的理由。尽管美国的一位薪酬顾问称,这一限薪规定相当严厉,可能留不住高水平管理人才,但若是两害相权取其轻,当金融危机已危及企业生存、这些大企业必须依赖纳税人的钱方能渡过难关时,限薪令的发布无疑来得正是时候。两相对比,同样是受国家财政扶助,美国包括花旗在内的五大企业就必须接受奥巴马的限薪令,国内接受财政支持的国企数量更多,但除了少数几家主动做降薪姿态外,其余各家均默不作声。显然,当此全球金融危机之际,仅期望靠企业高管的道德自律来降薪,并不现实。所以,我们也有必要颁布一个限薪令,对那些拿着纳税人的钱渡过难关的国企予以制度上的约束。所有的国企都不能一方面在危机中享受着国家财政的高额补贴,另一方面却又给自己的员工,尤其是高管继续发放高得离谱的薪酬。倘若国内一直难有限薪令出台,无异于拿着纳税人的钱为这些国企高薪埋单,这是所有纳税人都不能容忍的。特殊经济时期的国家财政补贴,是帮助企业渡过难关的救命钱,对那些获助的大型国企,有关部门理当拿出一个限薪政策来。由奥巴马的限薪令,我不由得想到近期也接受过国家财政补贴的国内一些大型企业:此外,《第一财经日报》2008年11月27日报道,国资委表示,将在国有资本经营预算中支出196.3亿元,用于支持特大自然灾害中损失较重的中央企业灾后恢复重建,其中就包括电力公司。据悉电企获得的补贴至少应该在100亿元以上。与此同时,中国东航与中国南航将分别获得30亿元的政府注资,而国航则获得100亿元的政府注资。而且,因受金融危机波及,国内其他一些领域的大型国企,也极有可能获得国家财政的扶持。无论是国内五大电企集团,还是获得注资的三大航空公司,其企业高管与普通工作人员的年薪,都远远高于社会平均水平。获得财政补贴后,虽有电企高管表示将降薪酬,但此后便不了了之,似乎更像是一场秀。

高管没有尽到勤勉义务有直接关联,于是责令高管退回部分奖金,其中最多的高达 120 万欧元奖金。

(二) 我国对金融机构高管薪酬进行管理的规范依据

我国财政部于 2009 年 2 月发布了《金融类国有及国有控股企业负责人薪酬管理办法(征求意见稿)》,其中规定金融企业负责人基本年薪最高为 70 万元人民币,最低为 5 万元人民币。金融企业负责人总薪酬不应大于其对应的基本年薪的 4 倍,也即最高为 280 万元人民币。但是,此项规定主要是从社会公平的角度考量之结果,尚未将企业高管的薪酬与企业偿还债务能力之间的关系作为标准。金融机构的正常运转需要一定的现金流以偿还债务,如若大量现金流被分配至少数高管,必将导致金融机构偿还债务能力的降低。正如美国金融危机所展现的,诸多金融机构的高管拿取畸高薪酬,致使公司缺少现金流偿还到期债务,甚至导致公司无法正常运转,进而造成整个产业链顺利运转出现障碍,甚至产业链中断。

金融机构不是一个创造财富而是为创造财富服务的行业,在生产 and 消费活动中都起着承前启后的作用,连结着广大社会投资者。金融机构的现金流是维持其信用的根本保障,而由于金融机构的资产主要来自于负债,自有资产(净资产)所占比例很小,因此在通常情况下,金融机构的薪酬成本是来自负债资产。即在一定程度上,薪酬成本与金融机构的偿还能力之间呈现的是反比关系,金融机构高管拿取畸高薪酬即是从偿还能力中抽血。因此,自债法理论角度,对金融机构高管的薪酬进行限制是保护债权人的重要措施,实有其必要性。

进一步需要讨论的即是金融机构高管薪酬限制的标准应当如何确定的问题。对该问题的回答可谓仁者见仁、智者见智,无论是学界还是实务界皆是如此。有社会学学者主张,金融机构高管的薪酬以不超过社会平均收入的一百倍为宜,并认为这是社会公平所能容忍的极限标准。笔者以为,此种观点具有相当之合理,因为如果金融机构高管认为金融行业的报酬太低,可以转而投入制造业、养殖业等为社会增加有形财产的行业中,高管的薪酬是他们创造财富后应得的报酬,而且薪酬越高,代表社会增加的有形财产也越多,对社会是有益而无害,而且制造业等行业给付高管的报酬并不构成从金融市场抽走资产,所以无限薪

之必要。然金融行业不同,其所支付给极少数高管的巨额薪酬在性质上绝大多数是要退出金融市场的。因此,法律确定金融机构高管的薪酬的最高限额,并将该限额与公众所持有的社会公平观念相结合,不仅有利于防止过多的资产退出金融市场,保障金融市场有足够的现金流维持运转,而且有助于在金融机构的管理中体现公平正义理念之内涵。

四、金融创新监管的法律分析

(一) 金融创新与市场稳定

各种投资顾问公司、金融资产管理公司、投资银行等金融机构(以下简称理财机构)是在最近二十年来大量发展起来的,可谓是一种新兴产业。理财机构的高级管理人员不仅精通金融产品交易规则和崭新的市场术语,而且能够洞悉大众心态,深知何种金融产品为市场外潜在的投资者所认可。这为金融机构有针对性地开发适合市场投机心理的金融产品并美其名曰金融创新提供了便利。进而,由于金融产品的价值在一定的时间内可以独立存在,与其所代表的实体资产价值经常处于脱钩状态,少数害群之马便利用此种机会操纵金融工具,威胁甚至破坏金融市场的正常秩序,其方法主要有二:第一,快速抬高金融产品的价格,低进高出赚取价差;第二,抬高金融产品的价格多赚佣金。这两种方法均都虚增了金融产品的价值,模糊了金融产品的变现能力,把变现的风险移转给了投资者,将真金白银揽入口袋。

(二) 金融创新过度与公司利益最大化

金融创新是金融市场的核心内容之一,也是金融机构运用利率、期限、金额及发展前景等各种元素的排列组合形成精巧而严密的法律文件,并通过合法的程序发行以换取投资者的货币的重要手段。由于金融机构主要靠负债运营,伴随时间的推移,其负债规模将随资产规模的增大而增大,从而不断到期的债务偿还压力也随之增加。为了保证偿还能力,金融机构要不断地借钱,而当金融机构靠原来的金融工具不能满足借钱的需要时,发行新的金融工具去融资就成为当然选择。

而为了追求公司利益最大化,每一个金融产品无不极为充分地反

映了发行人的利益。投资者对金融产品代表多少实际财产价值并不一定十分了解,其利益只能在二级市场才能实现。当金融产品供不应求时,金融产品的发行价格由发行人决定,借此发行人可在一级市场上获得巨额利润;同时,在二级市场上,中介机构倾向于频繁交易或者无限量交易,因为交易量与佣金成正比关系。总之,发行人为了尽可能地获取市场上的现金会绞尽脑汁地进行金融创新;中介机构为了增加佣金等也会无限推崇金融创新并百般鼓励交易。

虽然我们对市场上金融产品的总量无从得知,但可通过对一个相邻产业——信息业的分析窥豹一斑。据不完全统计,仅被信息产业部清理停止的套餐产品就达4万种以上,^⑤面对种类如此繁多的产品,消费者能否辨别优劣不无疑问,眼花缭乱的最大可能就是选择错误。但是对于套餐发行者而言,消费者的选择失误增加了交易量,发行套餐者的营业收入也会随之增加。金融市场上金融产品的设计也有异曲同工之效。而且,从中国移动股份有限公司无节制地发行套餐的做法可以推断,某种程度上,公司为了盈利,不会考虑市场的真正需要。金融公司推出金融产品时亦是如此,二者在追求无限销售的精神上是一致的。在销售疲弱时,销售者就会想方设法劝说顾客购买,顾客喜甜就卖甜,顾客喜酸就卖酸,曲意逢迎顾客口味,并称之为金融创新。在一定程度上可以说,金融创新过度是利润驱使的必然结果。

金融工具的发行人不仅会无节制地发行金融产品,而且通过发行行为将金融产品中的风险移转至投资者。一般而言,金融产品的发行人在发行金融产品之前不会充分披露投资风险,也不可能完全披露风险。但是,为了更多地发行金融产品,一些金融机构会大量使用专业术语和长篇巨幅的专业报告,投资者从中无法辨识风险所在,若再考虑到销售人员通常巧舌如簧,该金融产品的风险自发行人处转移给投资者并非难事。如在2008年下半年,中国南方航空股份有限公司、国际航

^⑤ “截至7月底,全国资费套餐清理数量超过4万,套餐数量下降超过80%。其中,四川省在网用户资费方案由清理前的18,402个,减少到11,864个,减少率达到35.5%;福建省共清理电信资费套餐2788个,现有资费套餐比清理前下降83.9%;内蒙古自治区共清理资费套餐466个,迁出用户16,294户,停售套餐843个。”<http://it.people.com.cn/GB/1068/6255719.html>,2010年9月1日访问。

空股份有限公司及东方航空股份有限公司等公司购买的航油燃油套期保值合约、中信泰富公司购买的澳元汇率期权合约等投资产品,金融衍生产品 Accumulator(累计期权)的全名是 Knock Out Discount Accumulator,一般由私人银行出售给高端客户。这种产品可以和外汇或者股票挂钩,通常合约为期约一年,最低投资额为100万美元(或800万港元)。投资人在牛市时可以有折扣价买股票或者外汇赚钱,但在熊市也必须按协议价格买入,因此风险极高。假设股票A的股价为100元,投资者可每月以90元一股的折扣价购入股票,但该股票升到某一水平,如110元,发行商就可取消合约;而在股市下跌时,无论股票A的价格跌得多低,投资者都要以90元的价格购入股票,而且,当其跌破行使价,发行商可以售出双倍股票,即投资者要购入双倍蚀本货平仓。有的发行商甚至会以一个月的市价,计算出整张合约,即一年的平仓金额,让投资者一次付清巨额平仓费用。^⑥其风险虽然在合约条款中有所提及,对尚无个案可资参考的新型金融产品却没有案例风险提示,也即投资者只能看到可优惠交易的一面,而未曾看清强迫交易的一面,具有明显的不公平性质。

总之,金融创新是一把“双刃剑”:一方面,金融创新是促进交易的重要手段。它吸引未交投的人产生兴趣并进行投资,从而使货币资金在市场上得到比较合理的配置;另一方面,金融创新在本质上是用将来才能兑现的金融工具换取现在的货币,投资者的权利需要等到将来的某个时间才能实现,在这个时间段里,金融产品所代表的货币权利会随着市场变化而增值或贬值,金融工具增值则会出现“双赢”的结果,但如果金融工具贬值,金融工具的持有者将遭受损失甚至血本无归。

不仅如此,根据公司追求利益最大化的定理,金融机构的资产必然随着时间的推移而不断增加,因而它必须借进更多的资金才能满足偿还债务的需要。在经济利益的驱使下,金融机构过度开发金融产品,置市场的真实需要于不顾。当金融产品所代表的货币实现的希望趋于渺茫时,金融工具的持有者就会降价抛售,若潜在的投资者不愿接盘,该金融工具所代表的货币必然会减少,即所谓的资产缩水,当市场有代表

^⑥ <http://forex.jrj.com.cn/focus/aoyuanmen/index.shtml>,2010年9月1日访问。

性的金融工具全都无人接盘时,金融危机的发生即不可避免。由此可见,金融产品过多,严重超出投资者的支付能力时,金融市场不可或缺的现金流就会中断,最终将导致整个金融市场交投的停滞。因此,为避免金融公司过度追求自身利益而威胁金融市场的安全并对社会造成负面影响,法律应当对其金融创新程度进行适当的限制。

(三) 延伸——对金融资产和实物财产进行比例监管之可能性

金融资产指代表一定实物的无体财产,包括金融机构和股份公司发行的股票、债券等证券类金融工具、银行业的金融工具、保险业的金融工具等。如果这些金融工具在发行前代表的财产是充足的,在交易时就不存在变现不能或变现受损的风险,逻辑上金融危机也即不会发生。但是如果这些金融工具在交易中过分增值,甚至以金融工具为财产担保发行新的金融工具时,金融资产的存量就会增加,每一个单元的金融资产所代表的实物资产也会相应减少。形象地说,凡是金融工具都是发行人向投资者所借的资金,自法律角度,借钱即是负担债务,债务人最终应当向债权人进行清偿。而当金融工具的发行期限届满,投资者要求变现时,金融工具的发行人如果没有足够的实物资产就不具有偿付能力,在此情况下通常有两种解决之道:第一,延期还债,如果延期后还是不能偿还,就会因债务危机发展成金融危机;第二,发行新的金融工具,从新的投资者处借钱以偿还对此前投资者的债务。此种方法在本质上仍是延期还债,所以当没有足够的新投资进入时,债务偿还即会停顿,当多数债务不能偿还时,仍会因现金流中断发生金融危机。

自上述分析可以推出,负债数量和负债偿还能力应有必要的比例关系,所谓必要比例是指在金融资产的流通量与现金流最大供给量之间保持必要的比例。例如 5:1 或 10:1 的比例,具体采用何种比例应由监管部门组织权威部门以科学的计算方法及严密的数据论证决定,而非由个别机构或人员随意定夺。在金融市场确定了金融资产流通量与现金流最大供给量之间的比例之后,当二者之商超过上述比例时,金融监管部门就应对市场进行风险警示,而且监管机构应当根据风险的大小对警示作出等级划分。对此,金融监管部门可仿效气象部门的警示等级提示方式,如蓝色的文字提示表示安全、黄色的文字表示一般程度的风险、

橙色表示风险程度提高,黑色表示危机已经发生等。^⑦ 如果金融监管部门能借助气象部门警示等级做法,对金融市场风险等级给予不同的警示,相信将会对投资者了解市场风险和决定交投行为提供实质性的帮助,使投资者尤其是新进场的投资者了解市场状态,增强风险预防意识,当更加有利于金融市场的持久健康发展。

五、结论

虽然 2008 年的国际金融危机给我国金融市场造成了一定的创伤,提供了不少教训,发达国家推出一些治理金融机构的新规定,为我国金融监管体系的完善提供了不少经验。由于金融机构的现金流对维持其偿债能力及其应对风险的能力直接相关,因此,为维持金融市场的安全及稳定,法律有必要对与现金流数量成反比的高管薪酬额度作出强制性规定。不仅如此,限制高管薪酬对遏制高管推动过度金融创新也有重大影响,因为过度金融创新可以营造优质业绩之表象继而为高管要求高薪提供理由,而过度金融创新本身隐含了较大的市场风险,亦有规制之必要。与限制高管薪酬相比,规制金融机构过度创新不仅仅是为了增加金融机构的偿债能力,更重要的是为了减少金融机构的系统风险,维持金融机构的运营安全,以及维持金融市场的稳定。

^⑦ 国家气象中心副主任宋善允介绍说,“在国外的一些城市,用各种颜色来代表城市气象灾害的程度,绿色代表安全;黄色表示气象灾害等级上升,市民应注意防险避灾;橙色则表明气象灾害严重,要采取防范措施;而上升到黑色则说明城市将遭受最严重台风、暴雨的侵袭。”参见 <http://news.eastday.com/eastday/news/news/node4938/node26563/userobject1ai386085.html>, 2010 年 9 月 1 日访问。