

我国金融监管的立法选择： 以英国危机应对为鉴

张晓晨

(浙江财经大学法学院, 杭州 310018)

摘要:以2008年金融危机后英国金融监管者的应对措施为研究对象,为我国后金融危机时代的金融监管模式提供借鉴。本文对原则导向型监管模式与规则导向型监管模式进行比较,随后以英国为例,分析其在金融危机后对监管模式的反思以及因此而对法律规范本身进行的增量性微调,指出我国监管者在应对新的监管需要时,对规则本身的改变也许并不是那么重要,对监管理念的反思也许是在实践中更有意义也更节省成本的选择。经过修正后的原则导向型监管模式也许可以为我国监管者应对金融市场复杂性与创新性提供借鉴。最后分析英国在危机救助过程中的不透明性导致的市场不可预测性,指出我国应借鉴其经验,将危机救助机制公开化、确定化,以保障法律的可预测性,使市场主体更好地预见其行为后果。

关键词:政府救助;原则导向型监管;规则导向型监管;法律的可预见性

中图分类号:DF41 **文献标志码:**A **文章编号:**1009-1505(2015)04-0055-10

The Choice of legislation of China's Financial Regulation: An Example of UK's Experience in Addressing the Crises

ZHANG Xiao-chen

(Law School, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: This article analyzes the measures UK financial regulators applied as responses to the 2008 financial crisis, in order to provide reference for the post-crisis regulation for our country. The article compares the pros and cons of rule-based regulations and principal-based regulations, then takes United Kingdom as an example, analyzing the introspection and rectification of the principal-based regulations, and the prudent incremental changes of the legal rules, proposed that the regulators in our country should focus more on the reconsideration upon the principles of the regulation, rather than the change of the legal rules themselves, which may be a more meaningful and cost effective choice in practice. The revised principal-based regula-

收稿日期:2015-05-29

基金项目:杭州市社会科学规划课题“债权激励纳入我国公司管理层薪酬结构改革研究”(B14FX01)

作者简介:张晓晨,女,浙江财经大学讲师,中国政法大学博士研究生,主要从事公司法研究。

tions may provide reference for our country to answer the questions caused by the complexity and innovations of the financial market. Finally, the article points out the non-transparency in the process of government bailout leads to the unpredictability of the market, and proposes that our government should draw lessons from their experience, to make the rescue process more open and definite, to ensure the predictability of law. Therefore the market participants will be able to expect the consequences of their actions.

Key words: government bailout; principal-based regulations; rule-based regulations; predictability of law

2008年金融危机表明,现今金融市场已经是一个具有高度复杂性与创新性的市场,面对不断创新的金融产品,监管者的规定几乎在出台时就已经过时,大量游离于监管之外的金融创新产品被认为是导致危机的原因之一。相似的问题在我国同样存在,市场主体从来不缺乏以金融创新规避监管的智慧。监管者追逐在金融创新之后不断出台新的规定已被证明是疲于奔命的选择,适当改变我国的金融监管模式,以更灵活的方式应对后金融危机时代的挑战,也许是一个更为治本的选择。本文以英国金融危机后对其原则导向型监管模式的反思与修正为研究对象,从不同监管模式的优劣对比、英国对监管模式反思而导致的法律规则增量性改变及英国危机救助措施的教训三个方面展开研究,指出英国金融危机后经过反思与修正后的原则导向型监管理念也许可以为我国后金融危机时代金融监管模式的选择提供借鉴。

一、不同监管理念的比较与反思

金融危机前,以英国为代表的原则导向型监管(principal-based regulation)和以美国为代表的规则导向型监管(rule-based regulation)在各国实践中被广泛采纳,而理论界对究竟哪种监管理念更为占优则一直存在争议^[1]。原则导向型监管即监管者并不提供具体的规范细则,而仅仅对其监管对象提供原则性指引,由其自身决定如何实现监管者所要的结果^[2]。在这种监管理念下,监管的重点在于保障系统的正常运行,而依靠公司管理层去做出正确的决策,监管者不会被期待去质疑机构的总体商业决策。金融监管局有充分的自由裁量权以在法律为其赋权的广泛范围内选择适用规则,其关注点在保障原则的实施而非具体细节的规范本身,因此被称为原则导向型监管模式。

原则导向型监管的倡导者认为,这种监管方式可以给公司更大的自主权,由其自己决定如何达成监管目标,更重要的是可以降低监管机构的监管负担^[3]。而对原则导向型监管的批评主要集中在其对于法律确定性的伤害。细节性要求的缺失使得监管者对公司的评估将变得更为困难,由此也将引发监管标准的不透明性和不一致性^[4]。批评者认为,当“原则”遇上“无原则”的实施者,则模糊的原则更可能为其提供规避监管要求的操作空间^[5]。由于原则导向型监管的模糊性,监管者可能在实施过程中对某些行业放宽监管要求,从而影响市场公平竞争^[6]。

危机之前,英国原有的原则导向型监管模式在国际上被高度评价,并被他国广泛模仿。即使在以规则导向为主的美国,也由纽约州保险监管部门首次引入了原则导向型监管:监管部门仅仅发布简洁的一系列原则作为保险公司的“行为指南”,而非具体监管规定^[7]。本文认为,原则导向型监管固然具有灵活性等优势,但其执行无疑依赖于成熟的市场参与者和诚信的市场文化,事实上,对监管者的要求也更高。原则性的规定由于其模糊性变得更难把握和评估,在执行中如何确保监管者的公正也将变

得更为困难。

而规则导向型监管则直接提供具体明确的实施细则,并由监管者确保其得到遵守^[8]。这样的规定常常由大量具体的操作性规范构成,更易于理解和操作,对是否达成监管目标的评估也更为简单。与英国相比,美国监管者事先制定更多监管规则,也更多依赖事后手段确保这些规则的实施。规则导向型监管的倡导者认为,提供具体的规范可以提高透明度,降低市场进入的门槛^[4]。规则越是细化,则留给监管者和监管对象的自由裁量空间越小,这种理念来源于美国对于政府权力不信任的传统^[9]。而其批评者则认为其过于死板,过于注重技术性要求可能误导被监管者,使其忽视监管的目的而过度关注细节^[9]。事实上,繁复的规则并未真正有效地防止违规行为的发生。

两种主流监管模式各有优劣,而金融危机的实践证明,不论是实施规则导向型监管的美国抑或是实施原则导向型监管的英国,其监管效果都不甚理想。也因此,有必要重新审视原有的监管模式。我国实践无疑更多采纳了规则导向型监管理念,这也许是出于对市场参与者成熟度与监管者执法能力的现实考量。但是,我国并不缺乏规则的供给,问题在于不论监管者提供了多么完备与先进的规则,其执行始终距离监管目标相去甚远。如何将纸面上的法律(law in books)与行动中的法律(law in action)统一起来,这显然不是规则导向型监管理念能够解决的问题。

本文认为,只有解决市场参与者的动机问题,使其更主动地做出与监管目标一致的商业决策,才是釜底抽薪的办法。对我国而言,在提高市场参与者对监管规则的自主性适用方面,英国适用原则导向型监管的经验与教训也许更值得借鉴。下文将以英国在金融危机后对其监管理念的反思为例,分析其在监管理念上的改变,以期为我国监管者提供借鉴。

二、英国监管理念的变革

(一) 监管思路的反思与修正

金融危机后,英国金融监管局传统上一直奉行的“原则导向型”监管模式被认为是导致金融危机监管失灵的重要原因^[9],对其反思直接导致了英国监管者监管风格的改变,由更注重市场主体自我调节能力的“轻触式监管”转变为了由监管者进行更多干预,更加注重适用规则本身而非把握原则,执行也更为严格的“密集式监管”。

原则导向型监管模式源自1986年金融服务法案树立的市场自我监管原则,而英国金融监管局适用该模式的理由是,“过去的经验证明,描述性的标准在防止不端行为时并不十分有效。我们不断增多的庞大法律规则并未有效阻止市场上的各种违法行为。相反,我们相信那些细节性的规范越来越成为我们和社会资源的沉重负担。”^[10]可以说,英国金融监管局的原则导向型监管被认为是通过法律规则的选择性实践将国际和欧盟规则适用到英国本土环境的做法,而不仅仅是简单地改变本土规则本身。

然而,金融危机使英国监管者不得不对原则导向型模式进行反思。该模式被批评为过于关注微观层面的公司表现而忽略了个别公司行为的累加效果,即其个别风险行为累加之后将影响整个金融系统的整体稳定性。金融危机后,英国金融监管局公开承认,它在对金融系统的审慎监管(prudential supervision)和对商业行为的监管之间未能取得平衡,过于注重对后者的监管而忽视了整个系统性风险。报告显示,金融监管局70%的工作时间是花在对商业行为的监管上的^[11],而直到2008年为止,在金融

监管局的年度报告中都没有出现过系统风险等字样^①。当然,金融危机发生后,其年度报告开始重视对系统风险的评估,可惜事后再来强调系统风险不免有一些事后诸葛亮的意味了。

作为对危机原因进行反思后的应对措施之一,金融监管局改变了其监管风格,明确声称其将更加注重监管结果和“审慎的监督”(prudential supervision)。FSA在危机后采纳“可信的威慑”(credible deterrence)原则,更随之进行了许多对于自我交易的调查(传统上,英国20年来只进行过24项关于自我交易的调查^[12])。同时,也有学者提醒英国的监管者注意不要矫枉过正^[13],因为往往在过于自由放任的监管理念导致的危机之后,随之而来的是过于严厉的监管,可能带来过于严厉或浪费资源的不利后果。

上述改变绝不意味着英国监管者彻底转向规则导向型监管。在2009年的特纳报告(Turner Review)中,英国金融监管局(FSA)主席明确指出,对本次金融危机的反思中,需要指责的是金融监管局对市场自我监管(self-regulation)的依赖而非原则导向型监管本身:危机前的金融监管局过于信赖市场的自我纠正功能,认为经理人作为内部人具有更多信息,因此比监管者更适合承担控制风险的责任^[14]。而金融危机的事实证明,公司内部人虽然相对于监管者具有信息优势,面对市场竞争的压力与人性的贪婪,他们选择了更符合自身利益的方式解读监管要求,对个体而言利润最大化的选择却加重了整个系统风险,这正是经由危机而得到的宝贵经验。基于上述认知,英国监管者调整了原则导向监管的实施理念,明确区分市场主体的自我监管(self-regulation)与原则导向型监管,并对原则导向型监管的实施方式进行了反思和修正:原则导向型监管绝不等于放松管制或市场主体的自我监管,而是更注重监管结果,在与被监管对象密切沟通与监督的基础上,敦促其利用内部人信息优势,以最有利于企业自身发展的方式达成监管目标。

金融危机已经证明,面对当今市场不断创新的金融产品,细节化的规则几乎在其出台时就已经过时,原则导向型监管因其面对新问题时的灵活性和进化性而显得更有吸引力。经过英国监管者反思与修正后的原则导向型监管更注重对监管对象的及时沟通与密集监督,已经可以为我国监管者提供解决类似难题的思路。我国金融市场监管同样面临复杂性与创新性的挑战,面对监管者的管制措施,市场主体总有智慧开发出出于监管空白地带的创新金融产品。以达成控制证券市场整体杠杆率的监管目标为例,虽然2015年4月起证监会叫停伞形信托,新增伞形信托受到了遏制,但市场交易主体很快使用股票收益互换作为替代手段,证券市场杠杆率仍然居高不下^[15],其中隐含的系统性风险不言而喻。

如果应用原则导向型监管模式,则证监会应出台的不是具体禁止某一种交易行为的规定,而是设定一个具体的易理解的监管目标,如要求市场参与主体以“合理的方式”(reasonable approach)自行控制杠杆率,不管其在交易中使用哪种产品进行交易,最终必须达到证监会所要求的监管结果,即控制杠杆率在证监会要求的比例之下,无法达成监管结果的公司则将承担违反监管要求的相应处罚。在发布原则导向型监管要求时,证监会应注意与监管对象及时沟通,确保其理解了监管目标,并在整个过程中密集监控,及时追究。在这样的体系下,不管证券公司使用哪种新产品,只要导致其杠杆率达到监管警戒线,即受到证监会的关注。在原则导向型监管下,现有的监管真空地带将不复存在,不管是已经被叫停的伞形信托还是取而代之的股票收益互换,或是在证监会叫停股票收益互换后开发出的其它新

^①FSA的年度报告中提到系统这个词的有2000/1:0;2001/2:4等,见FSA Annual Report. http://www.meatrade-newsdaily.co.uk/news/050713/usa___the_fsa_annual_report_.aspx,2015年2月27日访问。

型配资手段,都已纳入监管范畴,不会因“目前尚无具体规定”而被市场主体用来规避监管。因此,对我国监管者而言,适度采纳原则导向型监管理念,而非追赶在市场主体规避行为之后不断出台新的规定,应该是更为治本的方法。

(二) 法律规则本身的变化:增量的而非根本性的

基于对原有监管模式的反思与修正理念下,对于法律规则本身,英国监管者也进行了相应改进,其关注焦点主要在有关公司治理规则的完善上。监管者的基本思路是,以股东为中心,鼓励机构投资者更多参与公司治理,同时在独立董事制度和董事薪酬的决策过程等方面进行完善。

董事,尤其是独立董事在控制公司风险上的失败,被认为是导致金融危机的部分原因,危机前,银行是否有独立董事,以及独立董事有经验与否都与银行的金融表现没有清晰联系,对公司治理质量的衡量也缺乏标准。沃克回顾报告建议,应加强对独立董事在金融专业知识和经验上的要求,以使其有能力更好地质疑专职董事的决策,同时也有助于其更好地达到法律上对其独立性的要求;同时该报告要求董事会更多介入风险管控过程,他建议在公司中成立风险控制委员会,并设立首席风险监控官的职位,对风险控制委员会负责并在整个公司运作层面进行风险把控^[16]。当然也有学者认为,金融危机并非由公司治理的失败所导致,因此在这方面的改革需要谨慎^[17]。

在对金融危机的反思中,FSA认为,董事薪酬虽然不是决定性因素,但仍是导致金融危机的因素之一^[18]。因此,金融危机促使立法更严格地审查董事的薪酬。新规则着重加强对报酬的披露,加强报酬委员会在公司层面制定政策的作用,要求公司在报酬政策方面促进有效的风险管理,认为赋予股东在决定董事薪酬的相关事项上更大的权力是增进有效的风险管理及有效股东治理的手段。2008年英国公司简要财务报告规则(SFS, summary financial statement)要求在公司简要财报中披露董事薪酬的总金额,董事则有权对此进行投票^[19]。2010年6月修改的公司治理法案要求,“应该有一个正式并且透明的程序决定董事的薪酬,董事不可参与决定他或她自己的薪酬。”^[20]该法案在目录A中提供了一个模版,帮助公司设计出与董事实际表现更为相关的薪酬制度,并在设定薪酬政策时更多地考虑长期目标。以上变化无疑是受到了2008年金融危机的影响。

然而,对以上改进进行回顾后,我们不难发现,这些改变都是细节性的,增量性的完善,而非根本性的变革。英国的立法者公开承认,英国公司治理规则“需要一些更新”,但现有的规范“仍然很好地达成了其目标”,对危机中揭示出的一些主要问题的解决方案也“已经存在于现有规范中。”^[21]另外,英国的立法者也拒绝为银行的公司治理问题单独立法,而力求保持法律体系的统一性和稳定性。可以说,英国监管者在对法律规则本身的改变上是持非常审慎的态度的。

另一方面,令人遗憾的是,对法律规则本身进行的改进似乎在实践中收效甚微。以苏格兰皇家银行2009年底关于增发奖金的风波为例,在苏格兰皇家银行已接受政府注资大约455亿英镑(750亿美元),2009年上半年净亏大约10亿英镑(17亿美元)的情况下,银行高管仍然要求增发奖金15亿英镑(25亿美元),比2008年上涨50%,这种要求无疑会引发纳税人的不满。在接受英国政府的资金救助后,2009年,英国政府在苏格兰皇家银行有表决权的股权比例已达到了70%,作为银行的大股东,财政部也表示准备否决这一计划。然而,据英国广播公司报道,“苏格兰皇家银行董事会成员威胁,如果不能如愿,他们可能集体辞职。成员们已向律师咨询相关事宜”^[22]。由此可以看出,不论立法者颁布的关于董事薪酬的法律规范本身是多么完善,在商业实践中,其实施往往面临股东利益最大化和董事人才流失的两难抉择,规则本身的进一步完备对于实际情况的改善效力有限。有时法律规范本身的完备与否

并不是最重要的,其能否在实践中得到实施才是关键。

法律规则本身,法律所赋予监管机构的监管权限,与监管机构在实践中因其监管风格而在何种程度上真正使用其权限,是完全不同的概念,需要分别加以分析。规则本身的完善固然重要,但更重要的是规则的实施过程,此时采纳何种监管理念也许是比单纯改变规则更为重要的问题。正如英国在反思此次金融危机的原因后,更多进行的是监管风格上的改变而非匆忙建立新法。相反,面对监管难题时,我国监管者往往更注重规则本身的制定和完善,期待从他国移植过来的完备规则可以达成监管目标,却忽略了规则的实施才是更为根本的问题。

事实上,每一次金融危机几乎都会导致随之而来的监管政策变动和集中立法,政府需要向民众表明他们正在努力做些什么以平息民众过高的关注。然而,随着危机过去,民众关注度的下降,这些危机时期集中出台的法律几乎都会在执行中放松其监管力度:这就是 John Coffee 所指出的监管正弦曲线问题^[23]。因此,为应对金融危机而出台大量新的规则也许并不能达成预期的监管目标,也未必能够有效防范危机的再次发生。与监管正弦曲线所揭示的典型危机应对方式不同,英国在本次危机的应对中,选择采取了较为审慎的态度,不论是对监管理念的修正还是对规则本身的增量性改变,这种应对方式相对于大量立法,也许反而可以积累下应对危机的宝贵经验。

对我国监管者而言,这种对立法的审慎态度无疑是值得借鉴的。我国监管实践已经证明,大量移植发达国家已有立法的做法已经被证明效果不尽人意,我国缺少的从来不是完备先进的法条本身而是其执行。如我国的证券市场,但从法条本身与发达经济体的差距已经非常小,但仍然成为世界上投机性最高的证券市场之一,同样先进的规则本身为何在我国无法发挥作用,这正是我国监管者需要反思的问题。翻译移植完备精美的法条本身并不困难,而在其移植过程中,我国完全不同的社会及经济背景下,如何避免对其本身理解的扭曲,确保接纳度才是保证执行的关键。因此,本文认为,我国监管者已经可以走出大量移植规则的历史阶段,对建立规则本身采取更为审慎的态度,更关注如何通过改进监管理念将已有规则付诸实施,而非盲目引进或创设规则。

在得到法律同样授权范围的情况下,监管者的监管风格不同,其选择使用的规制技巧和对法律规则的实施力度也不同,因此,当面临金融市场飞速变革的挑战时,监管者提供规则本身固然重要(在这方面,我国并不缺乏移植自发达经济体的精美立法),更要从监管理念的角度出发,思考现有的监管风格是否能够适应市场形势的变化,监管者在法律授权的范围内,应该如何运用自由裁量权选择适用哪些规则,在何种程度上适用规则,这些都是直接关系到规则在实践中的适用的重要问题,需要我国监管者的反思。

三、救助措施的可预见性

法律的可预见性对于为有效金融市场营造一个稳定的环境是不可或缺的。唯有如此,市场参与者才能明确地预测自己行为的后果,以作出正确的判断。然而,金融危机揭露的“道德风险”问题却表明,不论是对如英国一般的发达经济体而言还是对我国而言,如何在实践中确保法律的可预见性是一个复杂的问题。

金融危机中,企业因“大而不倒”(too big to fail)而迫使政府不得不干预以防止不可控制的社会动荡,这种救助行为将给予企业不合理的预期,即政府最终不会坐视不理。然而,这种干预产生了“道德

风险”(moral hazard)问题,即从经济规律的角度,这种干预不应发生,而应使企业在市场竞争中自然优胜劣汰,如美国政府在危机初期决定坐视雷曼兄弟公司的倒塌一般。然而,随着雷曼兄弟的破产,此次金融危机以未曾预料到的范围和强度迅速蔓延,各国政府为了防止危机对整个经济造成不可挽回的灾难性后果,而不得不违背经济规律伸出援手。

一方面,救助行为造成的直接后果是,对潜在的投资者而言,当企业或金融机构面临破产威胁时,如果存在国家或保险将负担其损失的预期,则对该未来救助行为的预期必将影响其现在的投资决策。从长期来看,该预期的存在将为市场主体提供另一种确定的可预见性,如美国在对1980年的金融危机进行救助后即形成了一些对困境中的银行进行支持的基本规则^[24]。而另一方面,对“道德风险”的担忧使多数国家包括欧盟在内,都不愿公开发布甚至建立一个为企业提供作为最后救助机制的借款机构。正如国际货币基金组织曾有意识地延缓对俄罗斯的经济援助,以向世界各国传递一个信号,即不可理所当然地认为面临破产的国家必然会自动得到救助^[25]。

也正因如此,在危机中,决策的过程都采取了非常规的方式,这固然是考虑到了市场对信息的迅速反应而需要保持其机密性,在有关救助的制度设置上的缺位也是导致各国政府采取临时应急措施的原因之一。“马上决定,立即行动,迅速解释,事后确认”^[26]成为各国行动的指导规则。在英国,仅仅来自政府、英格兰银行和金融监管局的少量代表在非正式的决策过程下即完成了对救助措施的安排。

以对苏格兰皇家银行的救助为例,英格兰银行于2008年曾向其提供总值高达366亿英镑的秘密贷款,作为回报,英格兰银行对此笔贷款收取了比平时高1.7%的利息。而一直到2009年危机过去,英国政府才将此事公之于众。墨文·金表示“这两笔贷款只有少数人知情,包括英格兰银行和政府高层、两家银行高层……有人猜测少数大股东、机构投资者可能也曾知情”^[27]。政府在此事上保持机密的原因可能是在2007年北岩银行陷入困境时发生的挤兑风潮为其提供了前车之鉴,规模比北岩银行大得多的苏格兰银行一旦发生类似事件,结果也许是灾难性的。也因此,英国政府选择了不公开的措施进行救助,普通投资者无从知晓事情的严重程度,以维持市场信心。

然而,此种决策机制无法保证法律的可预见性和确定性,市场主体只能在不可预见其行为后果的情况下做出决策,这无疑不利于市场的长期稳定。因此,在对危机的反思中,很多学者指出,应该将对危机的救助制度在宪法体系中固定下来,明确规定救助所需要满足的条件和程序,使用正式的、透明的法律规范取代原有的非正式不透明的做法,如英国2009年颁布的银行法案,即第一次正式提及银行在面临困境时的应对措施^[28]。为了保障金融系统的稳定,监管者应尽量避免不确定性的存在,其措施将国家干预的适用条件透明化和固定化,其中自然应包括对未来危机的国家干预体系的建立。

英国政府作为股东和公司担保人而拥有银行的一大部分资产,而这不可避免地会导致政府有了监管者角度之外的考量。政府作为公司所有者而产生的逐利目标与作为市场监管者的监管目标不可避免地会产生冲突,在这一点上与我国有相似之处。我国政府作为国有企业最大的所有者,同样面临作为市场监管者和同时作为企业所有者的角色冲突问题。而金融危机中他国面临的企业因过大而不得不救助以免其倒闭造成灾难性后果的问题,我国也同样存在,对我国的大国企和金融机构而言,其倒闭造成的后果也许不仅仅是经济性的。因此,考察英国在面临同样问题时的应对措施,总结其经验,对我国有着重要的意义。

英国在此次金融危机中及后续应对措施对我国的启示是,政府对企业的救助行为无疑构成了隐形的国家信用担保,进而给予企业与经济规律相悖的预期,即国家最终不会坐视不理。在此次危机中

发生过的救助经验对未来的投资者而言,无疑会使他们基于这样的预期作出投资决策,在此前提下,如果关于救助的条件程序等等细节都没有一个固定且明确的规范,则对市场主体而言,这就是一个存在大量不确定性的、不可预测的预期。换句话说,投资者在作出投资决策时,会预期国家信用的隐形担保的存在,即危机来临时,国家也许会提供救助,但具体在何种情况下,以何种方式提供救助,都没有体系化、固定化,都只能基于猜测和想象。众所周知,金融市场的稳定需要市场交易主体对其选择有可预测的后果,而这种不透明的决策机制带来的不可预测性对市场的稳定性伤害是极大的。

在本次危机中,英国及其他国家因对道德危机问题的顾虑,而在事前拒绝建立或公开承认救助机制的存在,这直接导致了危机应对中决策过程的不透明性,非正式性和事后追认性,以上措施都是对法律和金融市场可预期性的重大伤害。对我国而言,金融危机虽然尚未发生,决策层一直以金融危机的教训为鉴也致力于降低系统风险,但谁也无法担保危机注定不会发生。政府救助预期与国家隐形信用担保在我国已形成路径依赖,即使有打破刚兑与地方债置换等努力^{[29][30]},短期内也无法消除。信用资产证券化在我国正在推进,目前虽然严格控制为优良信贷资产,但市场反应较为平淡,将之扩大至不良信用资产的期待一直存在^[31],而一旦放开,无疑将大大增加系统风险。在危机来临之前,我们采取一切手段控制杠杆率,减低系统风险固然重要,但事先确立一个透明且明确的危机应对机制,一旦危机真的不幸发生,这样的备用机制所能提供的可预测性将在稳定市场主体信心方面发挥重大作用。因此,我国应将危机救助机制在法律体系中提前确认下来,建立透明的决策机制,如符合何种条件将启动救助机制,适合救助对象的要求是什么,都应在事先明确规定并公开,让市场主体能够在作出决策时即可根据现存公开的信息预测其行为后果。

四、结 论

本文分析了英国监管者在金融危机后对其监管模式及救助措施的反思与修正,以期为我国后金融危机时代的金融监管模式选择提供借鉴。结论如下:

金融危机之后,英国的监管者反思了其监管模式,认为之前的原则导向型监管在其实施中过于注重市场主体的自我规制能力,因而部分地导致了危机,由此而对原则导向型监管的实施理念进行了修正。经过反思后的原则导向型监管更注重与被监管对象的沟通,明确了原则导向型监管需要更多的监督与执行而非放松管制。与此同时,由于原则导向型监管在应对金融创新方面更有优势,我国监管者也许可以部分地借鉴其监管理念以减少监管真空,应对后金融危机时代的监管挑战,即市场主体通过金融创新规避监管的问题。

基于对监管理念的反思,监管者对法律规则本身也进行了改进,但这些改进更多的是细节性和增量性的,而非根本性变革。英国经验对我国的启示是,规则本身的完善固然重要,但更重要的是规则的实施过程。我国监管者可以参考英国应对危机时在立法层面的审慎态度,相比于大量创设新法,也许如何改变监管理念,以使现有规则如何更好地发挥作用才是更为重要的。

我国与英国相似,都存在着政府作为企业所有者和市场监管者双重角色的目标冲突问题;我国与英国的企业也都面临着“大而不倒”而使政府不得不在危机中进行救助,而在事实上形成了国家的隐形信用担保问题。英国监管者因对“道德危机”问题的考量而在危机前拒绝公开承认危机救助机制的存在,而直接导致了其在危机救助决策过程中的不透明性和非正式性,这种行为模式无疑是对法律可

预测性的伤害,我国应以英国经验为鉴,在事前即将危机救助机制在法律体系中固定下来,以公开透明的方式具体规定危机救助机制的启动条件和程序,以保障金融市场的可预见性。

参考文献:

- [1] AKSELI. The Financial Crisis and the Need for Effective Risk Retention[J]. *European Business Organization Law Review*, 2013, 14: 1-27.
- [2] FSA. Who We Are? [EB/OL]. (2014-06-14) [2015-03-17]. <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/index.shtml>.
- [3] BLOOMBERG M, SCHUMER C. Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership [EB/OL]. (2007-01-22) [2015-05-17]. http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf.
- [4] PERRYMAN E. FSA Should Not Monitor Compliance Process [EB/OL]. (2006-08-10) [2015-05-17]. <http://www.professionaladviser.com/ifaonline/news/1350157/fsa-monitor-compliance-process>.
- [5] WILLIAMS P. Commentary on "Principles Versus Rules-Based Accounting Standards and the Concept of Substance over" [EB/OL]. (2003-07-01) [2015-03-17]. <http://turan.uc3m.es/uc3m/dpto/EMP/noved/williams%20on%20baker%282%29.pdf>.
- [6] DINALLO E. New York Insurance Department Issues First Principles-Based Regulation Proposing Principles for Both Regulated and Regulators [EB/OL]. (2007-11-05) [2015-05-17]. <http://www.dfs.ny.gov/insurance/press/2007/p0711051.htm>.
- [7] WALLISON P. Fad or Reform: Can Principles-Based Regulation Work in the United States? [J]. *Financial Services Outlook*, 2007, 7: 56-80.
- [8] DINALLO E. New York Insurance Department Issues First Principles-Based Regulation Proposing Principles for Both Regulated and Regulators [EB/OL]. (2007-11-05) [2015-05-17]. <http://www.ins.state.ny.us/press/2007/p0711051.htm>.
- [9] HM TREASURY. Financial Services and Markets Bill: A Consultation Document. Part One: Overview of Financial Regulatory Reform [J]. *HC Deb*, 1999, 334: 34-110.
- [10] FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. Principles-based Regulation: Focusing on the Outcomes that Matter [EB/OL]. (2007-04-26) [2015-05-17]. <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>.
- [11] ECB. The Role of Central Banks in Prudential Supervision [EB/OL]. (2012-06-10) [2015-05-17]. <http://www.docin.com/p-420533939.html>.
- [12] BRIAN R CHEFFINS. Does Law Matter? The Separation of Wnership and Contrd in the United Kingdom [EB/OL]. (2000-11-03) [2015-05-17]. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560.
- [13] HM TREASURY. A New Approach to Financial Regulation: Building a Stronger System [EB/OL]. (2011-02-17) [2015-05-17]. <https://www.gov.uk/government/Consultations/a-new-approach-to-financial-regulation-building-a-stronger-system>.
- [14] LARSEN P, HUGHES J. Sants Takes a Fresh View of Regulator's Principles [J]. *Financial Times*, 2009, 13: 68-90.
- [15] 刘雁. 挤压伞形信托,各种股票配资利器上阵 [EB/OL]. (2013-06-19) [2015-04-20]. http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2013-06/19/content_478713.htm.
- [16] HARVARD LAW SCHOOL. A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities [EB/OL]. (2009-11-26) [2015-05-17]. http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

- [17] R ADAMS. Governance and the Financial Crisis[EB/OL]. (2009-05-04) [2015-04-20]. http://ssrn.com/abstract_id=1398583.
- [18] FSA. Senior Management Arrangements, Systems and Controls[EB/OL]. (2002-12-31) [2015-04-20]. <http://fs-handbook.info/FS/html/handbook/SYSC>.
- [19] DERINGER F. Directors' Remuneration Report Regulations, Checklist, Commentary and Related best Practice[EB/OL]. 2007[2010-04-20]. <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2010/nov10/29355.pdf>.
- [20] FINANCIAL REPORTING COUNCIL. The UK Corporate Governance Code[EB/OL]. (2011-12-02) [2010-04-20]. <http://www.docin.com/p-298876928.html>.
- [21] FINANCIAL REPORTING COUNCIL. Review of the Combined Code; Final Report[R]. london;2009.
- [22] 吴铮. 银行奖金“绑架”英国政府[EB/OL]. (2009-12-05) [2015-04-20]. <http://news.sina.com.cn/w/2009-12-05/042016720719s.shtml>.
- [23] COFFEE J. Systemic Risk After Dodd-Frank; Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight[J]. Columbia Law Review, 2010, 111:46-94.
- [24] LASTRA R. Lender of last resort, An International Perspective[J]. International and Comparative Law Quarterly, 1999, 340:206-351.
- [25] CHIODO A, OWYANG M. A Case Study of a Currency Crisis; The Russian Default in 1998[J]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2002, 7: 12-14.
- [26] JULIA BLACK. Managing the Financial Crisis-The Constitutional Dimension[EB/OL]. (2010-06-14) [2015-04-20]. <http://ssrn.com/abstract=1619784>.
- [27] 吕品. 避免倒闭英国央行秘密贷款两家英国银行 [EB/OL]. (2009-11-25) [2015-05-17]. <http://www.eeo.com.cn/finance/banking/2009/11/25/156527.shtml>.
- [28] WEBER R. Mapping and Structuring International Financial Regulation-A Theoretical Approach[J]. European Banking Law Review, 2009, 651:621-666.
- [29] 证券时报记者. 有序释放风险,打破刚兑神话势在必行[EB/OL]. (2015-05-27) [2015-05-28]. <http://finance.sina.com.cn/stock/t/20150527/040422274850.shtml>.
- [30] 金融时报记者. 万亿地方债置换绝非中国版QE[EB/OL]. (2015-05-25) [2015-05-25]. <http://money.163.com/15/0525/10/AQF1PSPA00253B0H.html>.
- [31] 周子崑. 流动性困扰仍存,信贷资产证券化待引爆[EB/OL]. (2015-05-25) [2015-05-25]. http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/20150525/105322258631.shtml.

(责任编辑 陶舒亚)