

适应金融发展需要 重塑监管框架*

李 扬

发端于美国,然后迅速蔓延至全球的金融危机,不仅重创了美国和全球的金融体系,而且导致全球性经济衰退。现在看来,本次危机的影响程度之深,破坏范围之广,堪比 20 世纪 30 年代的“大萧条”与 70 年代的滞涨危机。

本次金融危机暴露出发达经济体金融体系及其监管架构的诸多缺陷。为了重塑美国金融体系,防范系统性风险和金融危机重演,避免银行和其他金融机构因进行风险过大交易招致重大损失而不得不由政府出手救助的局面再次发生,美国从 2009 年起,进行了“大萧条”后最大规模的金融修法活动。

2009 年 6 月,奥巴马政府公布了 70 多页的《金融监管改革的新基础:重建金融监管》的改革方案。然后,根据美国的立法程序,众议院和参议院针对该方案各自提交了详细的修改版。2009 年 12 月和 2010 年 5 月,美国众议院和参议院先后通过了各自版本的金融监管改革法案。其后,法案进入两院协商期。2010 年 6 月 25 日清晨 5 时 40 分,经过长达 20 个小时唇枪舌剑的辩论,以参议院版为基础,吸收众议院版的若干条款,美国参众两院终于就金融监管法案的最终文本达成协议。2010 年 7 月 21 日,奥巴马总统签署金融监管改革法案。至此,经历了提案、众议院立法、参议院立法、参众两院协调等四个阶段,21 世纪美国第一个重要的金融监管立法尘埃落定,《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(以下简称“新监管法案”)终于面世。

这部新的历史性法案由 16 部分构成,共 800 多页,1000 余条,对包括银行、证券、保险、对冲基金、信贷评级机构、交易商、投资咨询机构、会计制度、上市公司等在内的金融体系运行规则和监管架构进行了全面的改革与修订。新监管法案只是确定改革的框架,其实施还有待相关监管当局制定进一步的细则。因此,新监管法案责成监管者进一步制定 243 项规则,进行 67 个领域的研究,并定期发布 22 份报告。因此,法案的细节还需跟踪研究,其全面的影响还有待长期观察分析。

由于美国在全球经济和金融体系中占据最重要地位,其国内发生的变化会对全球产生重要的实质性影响。鉴于世界各国的制度变化,在相当大的程度上会跟随美国,至少在重要方面刻上美国版的痕迹,新监管法案将对全球金融监管制度产生巨大的外溢性影响,也毫无疑问。因此,中国的金融学界必须认真研究这份法案:既从中观察新的国际动态,以备我国参与国际金融活动所用;又从中吸取精华,为我国的金融改革提供重要参考。正是考虑到这一点,中国社会科学院金融研究所将此法案全文译成中文,中国金融出版社也愿意将之付梓。

—

对于规模如此庞大的改革法案,研究者出于不同的目的,可以对其内容有不同的归纳。注意到法案的前言中对立法的目的有一概括,即:通过改善问责制和提高透明度来促进金融稳定、结束“太大而不能倒”的局面以保护纳税人利益,以及保护消费者免受不当金融服务误导。我们认为,主要依循这几条线索来分析介绍法案的内容,应当比较适当。

(一)防范系统性风险,维护金融体系稳定

* 李扬,《金融评论》主编,中国社会科学院副院长,学部委员。本文系作者为中国社会科学院金融研究所学者翻译、中国金融出版社即将出版的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》一书撰写的序言,先行在本刊发表,以飨读者。

鉴于本次金融危机给金融体系造成严重破坏以及对其进行救助带来巨大的宏观经济成本,防范系统性风险就成为法案的首要目标。为达此目的,新监管法案着力推动了下述五个方面的改革:

1.成立金融稳定监督委员会。该委员会由 10 个联邦金融机构监管者和 5 个独立的非选举权成员构成,由财政部长担任委员会主席。该委员会的职能被规定为:识别威胁美国金融稳定的系统性风险,对其作出反应并进行监管协调。金融稳定监督委员会不受联邦咨询委员会法案的约束,可以对联邦政府的任何部门和机构的资源进行利用,可以收集联邦金融监管当局和州金融监管当局的所有信息,以及银行控股公司和非银行金融公司的所有信息。但是,金融稳定监督委员会必须接受审计总署的审计。

2.对系统重要性金融机构实施统一、综合监管。法案规定,只要被金融稳定监督委员会认定为系统重要性的金融机构,无论是银行金融机构还是非银行金融公司,都被纳入到联邦储备理事会的监督管辖之下。同时,法案还赋予联邦储备理事会监管具有系统重要性的清算、支付和结算组织的权力。

3.限制商业银行的自营交易,对非银行金融公司的自营交易提出更高资本要求。法案规定,商业银行可以保留自营交易业务,但是这些业务必须是用于对冲风险或利率交换或外汇交换;允许银行投资对冲基金和私募股权,但资金规模不得高于自身一级资本的 3%。

4.加强对衍生品和对冲基金的监管。法案规定,由证券交易委员会和商品期货交易委员会共同监管柜台衍生品交易,以防止其吸纳更多的风险。法案要求衍生品交易需要在中央清算和票据交易中心交易。法案还要求监管部门对未清算交易保持警惕,需要对未清算交易的规模进行监管,以控制可能对金融体系带来的风险。掉期交易者和主要的掉期交易参与者需要受到资本监管要求。法案要求提高衍生品交易的市场透明度,通过票据清算所或者掉期参与者公开的数据进行数据的收集与整理,为监管者提供重要的分析工具和监控风险的途径。大型的对冲基金、私募股权基金及其他投资顾问机构,必须在证券交易委员会注册,并向证券交易委员会提供交易信息和资产组合信息,以评估其系统性风险。

5.成立全国性的保险监管当局。美国保险机构的监管职责历来被置于州政府一级,此次鉴于美国国际集团(AIG)等保险机构遭受重创的教训,法案决定在财政部内部设立联邦保险办公室,负责收集保险行业信息,监管保险行业的系统性风险暴露,并负责向金融稳定监督委员会建议具有系统重要性的保险公司。

(二)建立有序清算机制,保护纳税人利益

为防止雷曼和 AIG 危机的重演,法案赋予监管部门在紧急情况下接管陷入困境的金融机构并对其进行有序清算的权力。法案要求对这些具有系统重要性的金融机构实行更严格的资本和杠杆率要求,建立有序清算机制,终结“大而不能倒”现象,防止美国纳税人继续为大型金融公司的紧急救援买单。法案规定,在做出清算决定前必须要有充分的论证,证明清算的目的必须出于美国金融稳定的考虑,而不只是为了保存该公司;确保金融公司股东在支付完所有赔偿后才能接受补偿;确保无抵押债权人承受的损失与权益相称;确保董事会成员和管理层对金融公司陷入破产境地承担责任,以防范道德风险。

(三)保护金融投资者和消费者利益

美国对消费者保护的法案堪称汗牛充栋。但是,危机的进程显示,这些法案或者已经过时,难以在新的金融环境中对消费者提供有效保护;或者失之分散,在执行中常有相互推诿,以至于消费者得不到保护的情况。针对这一状况,新监管法案致力于进行了如下调整:

1.成立消费者金融保护局。整合过去各监管当局的消费者保护职能,确保消费者能够及时得

到关于抵押贷款、信用卡和其他金融产品的准确信息,杜绝隐藏费用、掠夺性条款和欺骗性情况发生。消费者金融保护局有权对资产超过 100 亿美元的银行和信贷机构、大型非银行金融机构及所有与抵押贷款有关的业务进行检查,并制定规则。对资产低于 100 亿美元的机构,将由银行监管者监管。消费者保护局将加强联邦和州关于消费者保护的律,确保个人和机构能在公正、平等和非歧视的基础上获得信贷。

2.改善抵押贷款的运作与监管。抵押贷款一向是美国金融机构特别是银行机构的主要资产。抵押贷款证券化机制被引入之后,由于有了将其中的风险向市场广泛分散的机制,贷款的发放者逐渐放松了对其成立条件的审查,遂有次贷的广泛推行并引发了此次危机。鉴于此,新监管法案对抵押贷款作出了一系列规定,从内容来看,其要旨是重申了在历史上曾经确认过的各项规则并要求严格执行。法案将为住房抵押贷款制定新的全国最低承销标准。严格要求贷款发放银行核实借款人的收入、信用记录和工作状况,以确保借款人有足够的偿还能力。将严禁银行为让经纪商引导借款人举借高息贷款而向经纪商支付费用,禁止银行对提前还贷进行惩罚等。对不负责任的贷款建立惩罚机制,贷款人或抵押贷款经纪人如果不能遵守新规则,将会受到惩罚,并向消费者支付三年的利息和损失及相关律师费。贷款人必须最大程度地向消费者清晰披露所需支付的抵押贷款利率,并且告知消费者抵押贷款利率会随着基础利率的变动而变动。

3.加强对信用评级机构的监管,促进投资者保护。在 21 世纪初的安然事件中,信用评级机构便已暴露出其公信力存在问题,此次危机更对其商业模式及其中揭示出的道德风险提出质疑。为加强对信用评级机构的监管,新监管法案要求在证券交易委员会下设立信用评级机构办公室,加强对信用评级机构的监管。法案将授权美国证券交易委员会(SEC)监督建立一个信用评级征信委员会,负责为银行等金融机构指派其认定为可靠的信用评级机构。法案同时还要求包括联邦存款保险公司在内的监管部门开发自己的信用评级标准,避免对评级公司过度依赖。

4.发起人承担证券化产品的部分风险。新监管法案对资产支持证券化进行了重新定义,强调了证券化资产的自我清偿功能。这就杜绝了那些以转移风险为能事的复杂类金融衍生品的产生和蔓延。新监管法案要求银行等金融机构在出售类似抵押贷款证券化产品时,需要自担 5% 的信贷风险在资产负债表内,但允许银行监管部门对符合某些最低标准的低风险抵押贷款予以监管豁免。商业抵押或其他类型资产可以承担少于 5% 的风险。要求证券化产品的发行者披露更多的资产信息,并分析打包资产的质量,确保他们不会向投资者出售垃圾证券。

(四)扩大美联储权力,同时加强对美联储的审计

除了上述进展,在机构权力的重新分配方面,新监管法案的一个被人关注的要点,就是赋予美联储更大的职能:系统性风险监管职能也将由美联储来实施执行;银行、证券、保险、基金各业界的大型机构均被纳入美联储的监管范围之内;美联储还将对企业高管薪酬进行监督,确保高管薪酬制度不会导致对风险的过度追求。

新监管法案规定,美联储应该对金融机构实施审慎监管原则,内容包括:风险资本要求和杠杆限制,其中,在确定风险资本要求时,也应考虑表外业务;流动性要求;风险管理要求;救助计划和信用风险报告要求;集中度限制;信息披露;短期债务限制等。联邦储备要求,金融机构应该保有一部分应急资本,以备在发生金融危机时转换为股权,承载风险损失。同时,法案还要求,接受联储监督的机构必须定期向联储提交相关计划和报告,内容包括:快速增长和有序清算计划,以防发生危机或破产;信用风险敞口报告,规定了信用风险敞口不能超过股本金的 25% 等。

新监管法案赋予美联储监管具有系统重要性机构的清算、支付和结算系统的职能,并且规定,接受稳妥资产救助计划(TARP)的大银行控股公司将不能以任何理由逃避美联储监管(也称“加州

旅馆条款”)。

根据制衡原则,在监管权力扩大的同时,美联储自身也将受到更严格的监督与审计。根据这项法案,审计总署将对美联储所采取的大量紧急流动性借款和量化宽松措施进行审计,并对在金融危机期间曾从美联储借款的金融机构进行审计。法案还要求美联储于 2010 年 12 月 1 日前在网上公布审计结果。美联储还须披露通过贴现窗口和公开市场操作向银行发放贷款的细节,但披露时间可以比操作完成时间延后两年。与外国中央银行之间的协议,比如正在进行的与欧洲中央银行之间的货币交换也在公开审计之内。

新监管法案对美联储依据《联邦储备法案》第 13 节第 3 条规定提供紧急信贷的权力进行了限制,规定:美联储通过提供紧急信贷救助某一机构的信贷方案,必须获得财政部长批准,禁止已破产公司参与美联储信贷项目,确保抵押贷款必须能够保护纳税人的利益不受损失。

二

新监管法案中诸多言及统一、加强、限制、综合、防范的条款,很容易给人“国家干预主义的回归”的印象。但若仔细分析体会新监管法案对于现存的金融运行机制特别是对在危机中备受责难的金融创新的态度,这样看可能更为适当:在提供一套更为完善的风险管理机制的同时,致力于最大限度地保留市场配置资源的基本机制。

(一)金融监管架构要适应金融体系发展的需要而不是相反

自 20 世纪 70 年代以来,在金融全球化和金融自由化浪潮的推动下,美国的金融体系发生了极大变化。

首先是金融机构的混业经营。在竞相追逐高额盈利的压力下,金融机构的传统业务边界日趋模糊:商业银行进入投资银行的领地,自营的表外风险业务超过了传统的贷款业务,“经营”和管理风险更成为其新的主营业务;投资银行通过日益做大的自营部门,发展出内部对冲基金,而对冲基金则开始同传统基金争夺业务;养老金、保险基金、货币市场基金等则开始引入其他机构正在规避的风险资产。

金融市场的重要性日益提高。花样翻新的金融创新尤其是金融衍生品的日新月异,导致了金融脱媒,传统银行业的盈利能力、商业模式受到了致命冲击,其规模也日益萎缩。与此同时,金融市场的融资功能日趋加强。市场交易成本的大幅降低和交易品种的不断丰富,致使更多的金融交易从传统的金融机构中移转至金融市场。以银行为主体的传统金融体系开始转向以资本市场为核心的新金融体系。

金融领域的上述变化,清晰地反映在美国金融监管法规的变化上。从 1980 年的《储蓄机构放松管制和货币控制法》、1982 年的《储蓄机构法案》、1989 年的《金融机构改革、复兴与执行法案》,到 1991 年的《外国银行监管促进法案》、1994 年的《洲际银行与分行效率法案》、1999 年的《金融服务现代化方案》,直至 2000 年的《商品期货现代化法案》,美国的金融监管一直朝放松的方向发展。虽然 2002 年为应对安然事件通过了《公司会计改革与投资者保护法》(萨班斯法),但那也颇多虚应故事的意味,放松管制的趋向一直没有改变。

与上述一系列监管法规相比,新监管法案的突出特点,是终止了美国立法中继续“去监管化”的趋势。但是,它恢复和加强金融监管的入手之处和强调的重点,并不像人们基于直线式思维所预言的那样对金融自由化趋势大动干戈,更很少援用事先被人们大肆渲染的、其本质趋向于重新划定金融各业之界限的“沃尔克法则”的精神。相反,新监管法案几乎完全认可了美国金融体系自 20 世纪 70 年代以来的一系列变化,只是通过调整监管架构和监管规则使之适应金融体系新变化的方式,来寻求管理金融体系上述变化所带来的新的风险。就此而论,新监管法案同产生于“大萧条”

之中的《格拉斯-斯蒂格尔法案》在精神上是背道而驰的。可以认为,新监管法案的立法精神,是在保留过去三十余年金融自由化的基本成果、确认市场化仍是美国金融业未来发展基本方向的前提下,致力于改善和提高金融监管的技术和艺术,并将其尽可能覆盖到所有的金融产品和服务、所有的金融市场和所有的金融机构上。

(二)重在构建监管架构而非进行实质性管制

为了防范系统性风险、维护金融稳定以及更好地保护金融投资者和广大消费者利益,新监管法案设立了金融稳定监督委员会、消费者金融保护局、金融研究办公室、联邦保险办公室等一系列新机构,同时撤销了储蓄机构监督办公室,将监管权力移交货币监理署,强化了联邦存款保险公司、证券交易委员会和美联储等机构的权力。这些变化不可谓不大。但是,在这些纷繁变化的背后,我们更多看到的是监管当局之间权力的调整,很少发现直接对金融市场的自由运转施以限制的意向。例如,新监管法案将过去由各监管当局承担的消费者保护职能统一移交给新设立的消费者金融保护局,但这一新设机构更多承担的是协调之责,而没有增加多少新的监管内容。又如,新监管法案要求针对具有系统重要性的金融机构提高审慎标准,但是,一方面,它没有对这种标准直接做出规定,而是授权联邦储备理事会根据实际情况和国际金融监管改革进程做出规定;另一方面,提出的改革方向主要是提高资本充足率,而后者正是市场化的防范风险的防线。再如,虽然新监管法案将对冲基金、场外衍生品交易等纳入了监管范围,但是,法案就此而提出的治理方略主要是程序性要求,比如注册、登记和集中清算等,并没有对其业务活动做出直接限制。应当说,新监管法案的立法精神并不在于为美国的金融监管制度设定具体的比例、指标和要求等,而是致力于为美国金融监管的未来发展设定体制架构,并指明发展方向。

(三)重于提供“更好的监管”而非“更强的监管”

所谓“更强的监管”,其主旨在于程度不同地限制市场主体的经营自由;而“更好的监管”则意味着既要有效管理风险、保护消费者利益,又不妨碍市场主体的自由经营。本次金融危机固然暴露出美国金融监管体系中存在着疏漏,存在着“无法可依”的问题,更暴露出原有监管体制未能被有效贯彻执行,更严重地存在着“有法不依”的问题。对贝尔斯登和雷曼破产案件的事后调查显示,在原有的监管架构下,如果严格执行原有的监管规则,这两家公司本可被拯救,但是,由于那些监管规则并未得到认真贯彻执行,导致形势恶化,使这两家公司终于落此灭顶之灾。这意味着,如果金融监管能做得“更好”,即便是在原有的监管架构下实施原有的监管规则,也不至于使危机如此一泻千里。基于这一认识,强化监管当局的内部管理和外部监督,提高其监管执行能力,成为新监管法案关注的重要内容。

总体上说,新监管法案有效照应了本轮金融全球化和金融自由化背景下金融体系发展和创新的现实,致力于为解决金融体系新发展所带来的负面效应提供一种解决问题的路径。至于如何加强监管,它并没有给出非常确定的答案。这样做虽不那么“解渴”,但无疑增强了监管架构的适应性和包容性,为确保未来金融体系的稳健发展奠定了基础。

进一步说,虽然新监管法案的立法意图是维持金融稳定,但是,贯穿其始终的则是这样的认识:金融稳定只是手段,金融和经济发展才是最终目的。因此,虽然新监管法案的要义在于维护美国金融体系稳定,但是,在金融全球化竞争的压力之下,我们仍能清晰地看出其发展主义的导向;字里行间所体现的主要倾向,是要求金融监管适应金融的发展,而不是削足适履。

我认为,这种立法精神,值得我们在改革我国金融监管体系中认真借鉴。

(责任编辑:赵一新)