

## 境外证券立法动态与发展趋势研究

中信证券股份有限公司法律部\*

**摘要:**肇始于 2007 年的金融危机使各国重新审视各自既有的证券立法和监管体系,一系列重要的改革法案相继颁布。从境外证券立法动态来看,证券监管模式有向目标型监管转变的趋势,各国证券立法均在加强对系统性风险的防范和治理,进一步强化投资者保护和信息披露制度,加强国际合作。这为我们深入研究和完善证券立法、探寻符合我国资本市场发展需求的监管模式提供了镜鉴。

**关键词:**金融监管模式 系统性风险 投资者保护 信息披露 国际合作

自 20 世纪 80 年代始,证券市场发生了巨大变革。一方面,综合经营、金融产品多样化和金融全球化渐成趋势,分散监管模式导致的监管冲突、监管真空和监管套利等弊病为各国公认;另一方面,

---

\* 执笔人:段涛、李秀娟、郭上上、张思思、李京、季铭;审校人:中信证券董事总经理关梦珠、法律部总监方哲。本文是在中信证券法律部长期跟踪海外证券立法动态的基础上形成的,清华大学法学院博士研究生毛海栋在实习期间也参与了资料收集及讨论。本文仅为课题组成员个人观点,文责自负,不代表所任职单位的意见。

在监管竞争潮流的推动下,各国均希望以更具吸引力的监管体制提升其资本市场的国际竞争力。在此背景下,发达国家掀起了一轮证券立法改革的浪潮。此轮改革在一定程度上为资本市场的发展提供了有利的法律和监管环境,并使境外证券市场高速发展,金融创新不断涌现。然而,2007年次贷危机在美国爆发并迅速演化为席卷全球的金融危机,为各国立法者、监管者敲响了警钟,境外各国针对危机中出现的各种问题纷纷提出立法改革措施,试图通过变革金融监管模式、加强对系统性风险的防范与治理、强化国际协作等方式,将更多具有系统性风险的金融产品和具有重大影响的市场参与者纳入监管范围,加强监管,促进投资者保护。

### 一、境外证券立法动态概述

英国于1986年制定《金融服务法》(Financial Services Act),随后于2000年6月又通过了《金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000,FSMA),实现了金融业的横向规制。日本效法英国,分别制定2000年《金融商品销售法》(Act on Sales, etc. of Financial Products)和2006年《金融商品交易法》(Financial Instruments and Exchange Act),逐步迈向统一的金融服务法。美国于1999年通过《金融服务现代化法》(Gramm - Leach Financial Services Modernization Act),放宽对金融机构混业经营的限制,打破了银行业与证券业的壁垒;2002年又通过了《萨班斯·奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act),强化了对上市公司的信息披露要求。随着欧洲证券市场的一体化,欧盟在2004年4月通过《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive,MiFID),为欧洲建立单一、有效的金融市场奠定基石。此外,德国、加拿大、澳大利亚、韩国等也在21世纪初进行了金融监管改革。在金融混业和监管竞争的背景下,金融业集中监管和“去监管化”(Deregulation)成为这一时期的趋势。

但2007年爆发的次贷危机再次引起了社会各界对“去监管化”的反思,并由此推动了国际金融法律体系的全面调整,促使各国立法者重

新审视本国金融监管体系并不断推出改革措施。美国于2010年通过《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 简称《多德—弗兰克法案》),被认为是自20世纪30年代以来美国最大的证券立法变革。英国监管者认为其监管体系需要激进的改革,<sup>①</sup>英国财政部于2009年7月公布了《改革金融市场白皮书》,着重加强对系统性风险的监管。<sup>②</sup>欧盟委员会则提出“泛欧金融监管改革方案”,并在2010年9月22日得到欧洲议会的正式通过,据此,新成立的欧盟金融监管局下设欧洲证券和市场管理局(European Sales and Marketing Association, ESMA),取代了欧洲证券监管委员会。<sup>③</sup>2009年以来,日本金融厅先后公布了《金融与资本市场机构框架发展》、《全新成长策略行动计划》、<sup>④</sup>2011年《金融商品交易法修正案》等金融法案,<sup>⑤</sup>力图将此次金融风暴转化为加快金融自由化改革、提升日本金融国际竞争力的一个机遇。

综上,目前出炉的几大改革方案虽在具体措施上有所差异——这与其所属实体的经济环境和政治背景相关,但“文明新旧能相益,心理东西本自同”,其中存在的共性之处值得我们高度关注和深入思考。

---

① “Our goal is to radically improve financial regulation in the UK,” See Mark Hoban MP, *Statement to the House of Commons by the Financial Secretary to the Treasury on Reforming the Institutional Framework for Financial Regulation*, HM Treasury Official Website, paragraph 23, available at: [http://www.hm-treasury.gov.uk/statement\\_fst\\_170610.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/statement_fst_170610.htm).

② See HM Treasury, *Reforming Financial Markets*, Official Website, pp. 77, available at: <http://www.official-documents.gov.uk/document/cm76/7667/7667.pdf>.

③ See Commission of the European Communities, *Regulation of the European Parliament and of the Council—establishing a European Securities and Markets Authority*, European Commission Official Website, available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009\\_503\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_503_en.pdf).

④ See Japanese Financial Services Agency, *The Action Plan for the New Growth Strategy*, available at: [www.fsa.go.jp/en/news/2011/20110128-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/en/news/2011/20110128-1/01.pdf).

⑤ The Japanese Cabinet submitted a bill to amend the Financial Instruments and Exchange Act on April 1, 2011, and the Diet passed it on May 17, 2011. The amendments to these acts were promulgated on May 25, 2011. Detailed information available at: <http://www.fsa.go.jp/en/policy/fiel/index.html>.

## 二、境外证券立法发展趋势及其启示

### (一) 金融监管模式立法

#### 1. 金融监管模式的演进

金融监管模式是指负责监管金融机构和市场的机构数目和架构,<sup>⑥</sup>也包括各监管机构之间的分工、协作和不同的监管进路。一般认为,世界上主要存在四种监管模式:机构型监管、功能型监管、一体化监管和目标型监管。<sup>⑦</sup>

所谓机构型监管(Institutional Regulation),是指按照银行、保险、证券等部门的划分,由独立的监管机构分别监管某一行业的金融机构。美国1933年《银行法》所确立的银行业与证券业分业经营和管理的体制即机构型监管的典型。

功能型监管(Functional Regulation)是指按照企业所从事金融业务的经济属性和功能来决定由哪个监管机构对其进行监管,即监管者按照银行、证券、保险等业务分类来划分监管权限,不再按照金融企业的类型进行监管。美国1999年《金融服务现代化法案》是功能型监管的典型代表。

一体化监管(Integrated Regulation),又称单一监管者(Single Regulator)模式,系指由一个超级监管者对整个金融市场和所有金融机构进行监管。英国2000年《金融服务和市场法》确立英国金融服务监管局(FSA)作为超级监管者,英国成为采取一体化监管的第一个金融大国。

---

<sup>⑥</sup> David T Llewellyn, *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: the Basic Issues*, Paper presented at a World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, available at: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/2057292-1162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>.

<sup>⑦</sup> See Working Group on Financial Supervision, *the Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, Group of Thirty Special Report October 2008.

目标型监管,又称双峰制,即根据金融监管的两个目标——金融稳定和投资者保护——分别设立审慎监管机构和商业行为监管机构。目标型监管首先被澳大利亚采纳,随后被荷兰采纳,其变体亦存在于西班牙、法国和加拿大。<sup>⑧</sup>

机构型监管和功能型监管都是以金融部门划分为基础的监管模式。随着金融机构从事各种金融业务的界限越来越模糊,一种业务的参与者可能是多类金融机构,如果仍坚持严格遵循机构型监管,则会出现从事同一业务的机构受制于不同监管标准的情形,甚至引起监管机构之间的相互竞争。为此,很多国家采取功能型监管模式,按照业务属性而不是机构来进行监管,对机构型监管予以补充和改进。然而,功能型监管也存在其自身的问题。首先,随着金融集团的出现,一个金融企业可能从事多种业务,在功能型模式下,该企业要受多个监管机构的监管,造成监管的重叠;同时,任何一个监管者都无法了解整个企业的风险,从而可能导致疏于对系统性风险的防范。其次,金融产品的界限日益模糊,当无法判定某个产品到底是银行产品还是证券产品时,监管权限的争议也会随之而来。

相对于机构型监管和功能型监管,一体化监管模式和目标型监管模式具有以下优势:第一,更好地解决了金融产品界限模糊的问题,对于所有金融产品的销售和推广行为,均由一个机构按照统一标准进行监管;第二,对大型金融集团采取了以集团为基础的监管,能够更好地监控系统性风险;第三,整合监管资源,节约监管成本,使监管更为有效。

不过,2007年金融危机以来的事实证明,单一监管者模式也存在问题。FSA对北岩银行(Northern Rock)的监管失败即是明证。<sup>⑨</sup>单一监管者可能过分注重对投资者的保护而偏重商业行为监管,却忽视了

---

<sup>⑧</sup> David T Llewellyn, *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: the Basic Issues*, Paper presented at a World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, available at: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/2057292-1162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>.

<sup>⑨</sup> See *Nationalisation of Northern Rock*, From Wikipedia, available at: [http://en.wikipedia.org/wiki/Nationalisation\\_of\\_Northern\\_Rock](http://en.wikipedia.org/wiki/Nationalisation_of_Northern_Rock).

对金融机构的审慎监管。这是因为,商业行为是政治敏感的,容易被衡量,而审慎监管的成功却不容易被衡量;除非发生金融危机,大多数情况下具有更小的政治影响。所以一个对这两个监管目标均负有职责的监管者自然会侧重于具有更加直接政治敏感性的目标。

正是因为审慎监管和商业行为监管之间存在上述冲突,目标型监管模式才把这两个职能分别赋予两个单独的机构予以行使。就目前的情况来看,目标型监管在澳大利亚运作良好。值得注意的是,英国正准备拆分 FSA,分别建立审慎监管机构和商业行为监管机构,迈向目标型监管。<sup>⑩</sup>而美国财政部的蓝图计划也认为最理想的监管模式是目标型监管,但 2010 年通过的《多德—弗兰克法案》仍然仅在现有体制上修补,离目标型监管有较大的距离。<sup>⑪</sup>

另外,从金融产品的监管角度来看,各国趋向于将金融产品纳入统一的监管范畴,制定统一的信息披露等要求。英国是最早对金融产品进行统一规制的国家,其在 2000 年通过的《金融服务与市场法》中“投资商品”的定义就包含了“存款、保险合同、集合投资计划份额、期权、期货以及预付款合同等”。<sup>⑫</sup>

2001 年 2 月,欧盟提出关于证券市场监管改革的《欧盟委员会关于欧洲证券市场监管的最后报告书》(以下简称《拉姆法路西报告》),<sup>⑬</sup>明确提出了对银行、证券和保险业建立统一监管的单一金融监

---

<sup>⑩</sup> See HM Treasury, *a new approach to financial regulation: building a stronger system*, HM Treasury Official Website, available at: [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult\\_newfinancial\\_regulation170211.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation170211.pdf).

<sup>⑪</sup> The Department of the Treasury, *the Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, available at: <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>.

<sup>⑫</sup> See Section 22: “The classes of activity and categories of investment”, and the Schedule 2 makes provision supplementing this section, *Financial Services and Markets Act 2000*, available at: [http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga\\_20000008\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf).

<sup>⑬</sup> See the Committee of Wise Men, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, available at: [http://ec.europa.eu/internal-market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal-market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf).

管机构,以便明确责任、改进管理、降低成本、增加透明度。<sup>⑭</sup>在《拉姆法路西报告》的基础上,欧盟于2004年4月通过的《金融工具市场指令》<sup>⑮</sup>引入了“金融工具”的概念。这一概念涵盖了可转让证券、短期金融市场工具、集合投资计划份额和衍生品交易,并对金融工具的信息披露进行了统一的规定。<sup>⑯</sup>根据《金融工具市场指令》要求,一些欧盟国家在其国内立法中定义了“金融工具”,例如德国《证券交易法》中就纳入了“金融工具”概念,包括“证券、货币市场工具、衍生品和证券认购权”。<sup>⑰</sup>

## 2. 对我国证券立法的启示

通过比较研究,我们认为在金融监管上并不存在完美的、适合所有国家的监管模式。一国立法者对本国监管模式的选择,应以本国金融市场的现实需求为出发点,将促进金融市场效率及增强投资者信心作为考察的重点。各国证券监管模式总体上遵循多元化的发展途径,但在金融集团的出现和金融机构混业经营的现实背景下,也呈现出监管机构减少和监管功能合并的共同趋势。

我国目前的监管模式更接近美国20世纪80年代以前的机构型监管,即银行业、证券业、保险业分别由独立的监管机构进行监管,而中国人民银行则负责货币政策和宏观经济稳定。随着我国金融集团的出现

<sup>⑭</sup> See the Committee of Wise Men, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, p.8, available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf).

<sup>⑮</sup> See the Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC, available at: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20060428;EN;PDF>.

<sup>⑯</sup> See Article 4: “Definitions” 17 ‘Financial instrument’, of the Markets in Financial Instruments Directive.

<sup>⑰</sup> “Financial instruments within the meaning of this Act are securities within the meaning of subsection (1), money market instruments within the meaning of subsection (1a) derivatives within the meaning of subsection (2) and securities subscription rights.” See Section 2: Definitions (2b) of Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), available at BaFin - Federal Financial Supervisory Authority Official Website: [http://www.bafin.de/nn\\_720786/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/wphg\\_\\_101119\\_\\_en.html](http://www.bafin.de/nn_720786/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/wphg__101119__en.html).

和金融产品界限日渐趋于模糊,<sup>⑩</sup>监管模式的问题将越来越突出,客观上需要新的监管模式。

从短期来看,我国宜借鉴美国的监管模式,在以部门为基础的机构型监管的基础上推进功能型监管,特别是在证券监管方面,以产品和服务为导向,将符合“证券”范畴的更广泛的金融产品纳入证券监管范围。从长期来看,我国应在借鉴国际经验和充分考虑自身发展的基础上逐步改革,顺应国内金融业发展和国际金融监管的变革,逐步实现各监管机构功能的整合。

## (二) 加强对系统性风险的防范和治理

系统性风险是指一个事件在一连串的机构和市场构成的系统中引起一系列连续损失的可能性;例如,某一重要金融机构的破产可能引发或促使其他重要金融机构陷入财政困境、甚至破产。传统上,系统性风险的防范一般针对银行和保险公司,未被列入证券监管的主要目标。随着复杂金融产品(如衍生品)和销售这些产品的高杠杆率机构(如对冲基金)的出现和发展,金融机构之间的证券投资交错,一旦出现问题,所有的金融机构都无法避免遭受严重损失。因此,各国均开始重视对证券监管领域中的系统性风险进行防范和治理。

### 1. 晚近西方国家的主要举措

综合来看,各国采取的具体措施主要体现在以下方面:

#### (1) 设立专门机构监管系统性风险

根据2010年《多德—弗兰克法案》,美国成立了金融稳定监管委员会(Financial Stability Oversight Council),<sup>⑪</sup>补充并加强了美联储的作用。该机构的权限包括:防范和识别系统性金融风险,认定可能对金融系统构成威胁的大型综合性金融机构,以及向美联储建议对该类金融

---

<sup>⑩</sup> 我国金融机构综合经营趋势已初露端倪。除金融控股公司模式外,2006年保险资本开始进入证券公司,2009年中国平安收购深圳发展银行30%股权成为其控股股东,2010年国家开发银行以收购方式建立全资子公司国开证券。

<sup>⑪</sup> See Section 111: “Financial Stability Oversight Council Established”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.



机构实施更严格的资本、杠杆及其他规定。<sup>④</sup> 在泛欧金融监管改革法案中,欧盟也将设立一个主要由成员国央行行长组成的欧洲系统性风险委员会(ESRB),负责监测欧盟金融市场上可能出现的宏观风险,及时发出预警,并在必要情况下建议采取措施。<sup>⑤</sup>

## (2)对金融创新的适度监管

### ①对私募基金的监管

《多德—弗兰克法案》第四章专门规定了对私募基金投资顾问的监管。其最重要的内容是要求很多目前豁免注册的投资顾问按照1940年《投资顾问法》向美国证券交易委员会注册,这样大量对冲基金和私募基金的投资顾问将被要求按照《投资顾问法》注册。<sup>⑥</sup> 欧洲议会于2010年11月11日正式通过欧盟对冲基金监管法案,其中最突出的一项内容就是引入了“欧盟护照”机制,相当于对冲基金的经营执照。此外,该法还提高了对冲基金运营的透明度,加大了对投资者的保护力度。<sup>⑦</sup>

### ②对场外衍生品的监管

鉴于场外衍生品在此次金融危机中起到了推波助澜的作用,《多德—弗兰克法案》专门设立第七章“增强华尔街透明度及问责法”,以弥补监管的漏洞。该法案明确了美国证券交易委员会及美国商品期货交易委员会对互换类产品、以证券为基础的互换类产品及融合前述两

<sup>④</sup> See Section 112: “Council Authority”, Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>⑤</sup> *Regulation (EU) no 1092/2010 of the European parliament and of the council of 24 November 2010 on European Union macro – prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board*, available at: <http://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRB – en. pdf? 8b02f29354903d2399db4aea483560e0>.

<sup>⑥</sup> See Section 403: “Elimination of Private Adviser Exemption; Limited Exemption for Foreign Private Advisers; Limited Intrastate Exemption”, Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>⑦</sup> See Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, Commission of the European Communities Official Website, available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_proposal\\_en. pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en. pdf).

类产品特质的混合类互换产品的监管职权;<sup>⑳</sup>将场外金融衍生品市场参与者区分为“互换交易自营商”、“市场的主要参与者”及其他参与者并分别实施监管,并将前两类机构作为监管重点对象,要求其向相应的监管机构履行登记注册义务后方可展开经营,且须遵守一系列审慎监管要求;<sup>㉑</sup>添加了强制性清算要求,命令众多衍生品交易合约转移至受监管的平台完成交易,增强场外金融衍生交易市场透明度。<sup>㉒</sup>

### ③ 对资产证券化的监管

《多德—弗兰克法案》对现有的关于资产支持证券(Asset - Backed Securities)的法规进行了修订:修改了资产支持证券的定义、<sup>㉓</sup>发行人的尽职调查、<sup>㉔</sup>信息披露义务<sup>㉕</sup>的相关规定,废止了1933年《证券法》关于交易豁免的规定,<sup>㉖</sup>并在1934年《证券交易法》中增添了15G“信用风险留存”条款。<sup>㉗</sup>

### (3) 加强对信用评级机构的规制

信用评级机构在复杂衍生产品中扮演重要角色,因此,有效规制信用评级机构的不负责评级行为,解决其在评级中的利益冲突等问题对于防范资本市场的系统性风险具有重大意义。为此,《多德—弗兰克法案》制定并授权美国证券交易委员会制定了一系列规则,包括:要求在美国证券交易委员会内新设评级机构监管部,并授权其对

---

<sup>㉑</sup> See Section 712: “Review of Regulatory Authority”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉒</sup> See Section 731: “Registration and Regulation of Swap Dealers and Major Swap Participants”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉓</sup> See Section 723: “Clearing”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉔</sup> See Section 941(a): “Definition of Asset - Backed Securities”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉕</sup> See Section 945: “Due Diligence Analysis and Disclosure in Asset - Backed Securities Issues”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉖</sup> See Section 942: “Disclosures and Reporting for Asset - Backed Securities”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉗</sup> See Section 944: “Exempted Transactions under the Securities Act of 1933”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉘</sup> See Section 941(b): “Credit Risk Retention”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

违规的评级机构进行处罚,以强化对评级机构的监管;加强信用评级机构的信息披露;<sup>⑳</sup>通过删减金融法规中对信用评级的引用来减轻市场对评级的过度依赖;<sup>㉑</sup>废除对评级机构的免责条款,使得全国认可的统计评级机构(NRSRO)不再适用于“专家责任”(Expert Liability)的豁免等。<sup>㉒</sup>

#### (4) 金融机构去杠杆化

金融市场高杠杆化运作,积累了极高的系统性风险,特别是影子银行系统<sup>㉓</sup>的运作模式,导致了金融机构的高杠杆。影子银行系统创造的金融工具几乎破除了金融系统中机构与市场的界限,导致监管不足。为此,《多德—弗兰克法案》采取了多项措施,规定私募基金顾问须遵循信息保存和报告的规定,并按照美国证券交易委员会的要求披露有

---

<sup>㉑</sup> See Securities and Exchange Commission, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, SEC Official Website, available at: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2011/34-64514.pdf>.

<sup>㉒</sup> See Securities and Exchange Commission, *Security Ratings*, SEC Official Website, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9245.pdf>.

<sup>㉓</sup> See Section 933: “State of Mind in Private Actions”, Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉔</sup> 影子银行系统(the Shadow Banking System),也有学术文献称其为平行银行系统(the Parallel Banking System),最早由美国太平洋投资管理公司(PIMCO)执行董事保罗·麦卡利(Paul McCulley)于2007年美联储年度会议上提出,此后相关文献沿用了这一称谓。通说认为,区别于传统的商业银行系统,影子银行包括投行、对冲基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资工具等非银行金融机构。影子银行的实质是以住房按揭贷款的证券化等方式行使着传统银行的功能,但没有传统银行的组织形式。See Paul McCulley, *The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey*, Global Central Bank Focus, PIMCO, May 2009, available at [http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB%20Focus%20May%202009.pdf?WT.cg\\_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB%20Focus%20May%202009.pdf](http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB%20Focus%20May%202009.pdf?WT.cg_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB%20Focus%20May%202009.pdf); see Bill Gross, *Beware Our Shadow Banking System*, a speech made on November 28 2007, available at: [http://money.cnn.com/2007/11/27/news/newsmakers/gross\\_banking.fortune/](http://money.cnn.com/2007/11/27/news/newsmakers/gross_banking.fortune/); 参见李扬:“影子银行体系发展与金融创新”,载《中国金融》2011年第12期。

关其资产和杠杆使用的信息,<sup>⑳</sup>同时制定参与掉期交易机构的资本和保证金要求,限制其风险敞口;<sup>㉑</sup>引入沃克尔规则,<sup>㉒</sup>限制大型金融公司自营业务,原则上禁止银行拥有或投资私募股权基金和对冲基金,<sup>㉓</sup>例外情形下投资额不得超过银行核心资本的3%,并要求银行将自营交易和类似的投资活动从加入存款保险体系的银行机构中分离出来,将信用违约互换(Credit Default Swap)等高风险衍生产品剥离到特定子公司,银行只保留利率、外汇、大宗商品等常规衍生产品;<sup>㉔</sup>要求以商业银行为主体的证券化产品发行人必须将至少5%的风险资产保留在资产负债表上,<sup>㉕</sup>防范道德风险。

## 2. 对我国证券立法的启示

此次金融危机表明,在金融创新的推动下,金融市场、金融机构和金融产品的风险与复杂性跟过去相比已经有了很大不同,金融风险之间的传导更快、更强,传导机制更为复杂。为了加强对系统性风险的判断、防范和应对,后金融危机时代,多数国家开始探索建立统一的监管

---

<sup>⑳</sup> 该法案要求披露的信息包括:管理资产的规模、杠杆的使用以及表外杠杆的使用;交易对手的信用风险敞口;交易和投资持仓情况;估值政策和基金采取的实际做法;持有资产的类型;基金中部分投资人是否拥有较其他投资人更为优惠的权利或授权的单边安排或单边函、交易;以及经由SEC和金融稳定监管理事会(美国在金融监管改革中新组建的监管机构)协商后,认为出于公共利益和投资人保护或基于系统风险评估需要而要求私募基金管理人保存和报告的信息。See Section 404: “Collection of Systemic Risk Data; Reports; Examinations; Disclosures”, (3): “Required Information”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉑</sup> See Section 736: “Margin”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Title VII, Part II: “Regulation of Swap Markets”.

<sup>㉒</sup> See Heath Tarbert and Alex Radetsky, *the Volcker Rule and the Future of Private Equity*, the Review of Banking and Financial Services, Vol. 27 No. 5 May 2011, available at: [http://www.weil.com/files/upload/Volcker\\_Rule\\_Future\\_Private\\_Equity.pdf](http://www.weil.com/files/upload/Volcker_Rule_Future_Private_Equity.pdf).

<sup>㉓</sup> See Section 619: “Prohibitions on Proprietary Trading and Certain Relationships with Hedge Funds and Private equity funds” (a) (1) (A) - (B), Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉔</sup> See Section 619: “Prohibitions on Proprietary Trading and Certain Relationships with Hedge Funds and Private equity funds” (d) (4), Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>㉕</sup> See Section 941: “Regulation of Credit Risk Retention”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

机构,对包括证券衍生品在内的各类金融产品进行统一监管,以防范和化解系统性风险。同时,将金融监管范围扩大到一切具有系统性重要影响的金融机构、产品和服务,包括加强对对冲基金、评级机构以及证券化资产等产品的监管,以减少监管套利。<sup>④2</sup>

在我国,目前金融衍生品由中国人民银行、银监会、证监会、保监会等多个金融监管机构及其派出机构负责监管,存在多头监管问题。借鉴各国经验,建议我国建立统一的金融监管机构,建立“一行三会”的协调监管机制作为对统一监管机构的过渡性方案,以防监管真空和监管重叠。

另外,在监管对象方面,我国在借鉴前述国际金融改革经验的同时,也要充分考虑自身的发展阶段和环境,从而有针对性地提出适应我国资本市场发展需要的监管要求。就金融创新而言,长期以来,我国监管机构对金融创新提出了较为严格的限制条件,虽然这在一定程度上减轻了国际金融危机对我国经济的冲击,但也严重阻碍了金融市场的发展。我们应当看到,国际上对金融创新的监管是通过将金融创新产品和相关中介机构纳入监管体系中,从而加强信息披露等方面的要求来实现的,而非一味地限制和禁止。因此,建议我国扩大“证券”的范围,将“证券衍生品”纳入证券范围统一规制。另外,在金融机构的杠杆化率方面,与国外资本市场不同,我国资本市场创新不足,风险对冲工具不够,市场的杠杆率较低。因此,区别于国外去杠杆化的做法,我国应注重给予市场参与主体相对充分的创新空间,使其在风险可控且接受监管的前提下,以自身商业判断,创设证券新品种,参与证券衍生品交易。

### (三) 进一步加强投资者保护

2007年金融危机的另一重要影响是严重打击了投资者对金融市场的信心,为此,以美国为代表的发达国家和国际金融组织纷纷出台相关法案,完善对资本市场投资者的保护制度,以增强投资者的信心。<sup>④3</sup>

<sup>④2</sup> 廖珉:《全球金融何处寻求再平衡》,中信出版社2010年版,第187页。

<sup>④3</sup> 需要注意的是,依据《多德—弗兰克法案》第十章成立的“金融消费者保护局”(Bureau of Consumer Financial Protection),其监管对象主要包括传统的商业银行以及各类贷款机构,证券投资者是否属于此处定义的“金融消费者”的范畴还尚待探讨。对于英国、澳大利亚、台湾等国家或地区,都将证券投资者纳入金融消费者的范畴或与消费者一起由统一的机构进行保护。

## 1. 晚近西方国家的主要举措

### (1) 设立专门的投资者保护机构

危机发生后,投资者保护在美国被提升到一个前所未有的高度。《多德—弗兰克法案》第九章专门规定了投资者保护条款,作用类似于设立金融消费者保护局,要求设置“投资者咨询委员会”(Investor Advisory Committee)、<sup>④</sup>投资者保护办公室(Office of the Investor Advocate)、<sup>⑤</sup>督查专员(Ombudsman)<sup>⑥</sup>这三大直接的投资者支持机构。此外,举报人制度、限制客户仲裁协议等新内容也都是对投资者保护机制的有力强化。

在危机后备受推崇的澳大利亚“双峰”监管体制中,金融消费者和投资者保护上升为与金融审慎监管同等层级的金融监管目标。澳大利亚证券和投资委员会(ASIC)承担了消费者和投资者保护的具体职责。2008年7月,全国金融督察服务署成立,专门负责处理金融消费纠纷。2010年通过的《澳大利亚消费者法案》<sup>⑦</sup>对澳大利亚2001年《证券和投资委员会法案》进行了修订,澳大利亚证券和投资委员会被赋予了更多有关投资者保护的权限。

### (2) 完善合格投资者制度

金融创新必须与市场的接受程度以及投资者的认知水平相适应。合格投资者制度是对投资者、尤其是对不成熟投资者利益加以保护的基础,并已经成为各国证券监管机构保护投资者利益的利器之一。

《多德—弗兰克法案》在将私募基金纳入监管的同时修订了“合格投资者”(Accredited Investor)的定义,要求美国证券交易委员会审核适用于自然人的“合格投资者”定义并且以后每隔五年基于通货膨胀调整

---

<sup>④</sup> See Section 911: “Investor Advisory Committee Established”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>⑤</sup> See Section 915: “Office of the Investor Advocate”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>⑥</sup> See Section 919D: “Ombudsman”, Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>⑦</sup> See *Competition and Consumer Act 2010*, available at: Australian Government Official Website; <http://www.comlaw.gov.au/Details/C2011C00003>. 该法于2011年1月1日正式生效,中文全名为《2010贸易条例(澳大利亚消费者法案)修正法(2号)》。

1933年《证券法》A 条例规则 205-3 下的“合格客户”标准。<sup>④⑧</sup> 2009年5月13日,美国财政部发布了关于场外衍生品交易(OTC)的监管新框架——目标之一即为确保场外衍生品不会向不成熟的投资者进行不当销售,主要通过限制交易对手类型、实施额外的披露要求、专门针对不成熟市场投资者建立销售规范等措施来确保将合适的产品卖给合适的投资者。<sup>④⑨</sup>

欧盟《金融工具市场指令》也对投资者进行了符合惯例的分类,将接受服务的客户分为零售客户、专业客户和合格交易对手三类。其中专业客户和合格的交易对手又分别区分了“真正的专业客户(合格交易对手)”和“可选择的专业客户(合格交易对手)”,而零售客户则被定义为除以上两者以外的客户。<sup>⑤①</sup> 英国在欧盟法的基础上,又规定在受监管的金融业务中,对投资者做出进一步的细分,形成了多层次的合格投资者制度。<sup>⑤②</sup>

日本为实现行为规范的弹性化,2006年《金融商品交易法》的修订中对投资者适当性原则进行了全面明确的规定,将投资者区分为专业投资者和一般投资者,并对二者在劝诱、忠实义务、禁止行为规范等方

---

<sup>④⑧</sup> 美国证券交易委员会在其公布的提案规则中进行了详尽的规定,建议将“合格投资者”限定为个人或与配偶净资产累计超过100万美元,只排除自然人常住住所的资产净值。See Section 413(a), Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; and see Securities and Exchange Commission, *Net Worth Standard for Accredited Investors*, SEC Official Website, available at: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2011/33-9177.pdf>.

<sup>④⑨</sup> “Ensuring that OTC Derivatives are not Marketed Inappropriately to Unsophisticated Parties”. See U. S. Department of the Treasury, *Regulatory Reform Over-the-Counter (OTC) Derivatives*, Objective 4, available at: <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg129.aspx>.

<sup>⑤①</sup> “One of the objectives of this Directive is to protect investors. Measures to protect investors should be adapted to the particularities of each category of investors (retail, professional and counterparties).” See *the Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC*, p. 31, available at: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20060428:EN:PDF>.

<sup>⑤②</sup> See U. K. Financial Services Authority, *Implementing MiFID's Client Categorisation Requirements*, FSA Official Website, available at: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/mifid\\_classification.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/mifid_classification.pdf).

面制定了不同的业务规则。<sup>②</sup>

### (3) 强化经纪—交易商受信义务

美国第二巡回上诉法院 Clark 法官在 *Charles Hughes & Co. v. Securities and Exchange Commission* 一案中指出,“证券法的宗旨在于保护那些不甚了解市场情况的投资人免受具有更多市场信息人士的过度行为的损害”。<sup>③</sup> 处于相对弱势地位的投资者,尤其是散户投资者在面对经纪—交易商时,即存在遭受上述损害的危险。而受信义务属于一种基于衡平法的救济而产生的,旨在保护处于弱势地位的受益人利益的法定义务。它要求受信义务人促使受益人的利益最大化,避免使自己的利益与受益人的利益发生冲突。基于此,强化经纪—交易商的受信义务成为投资者保护的有效手段。防止经纪—交易商在涉及利益冲突的交易中为自身或第三方利益损害其客户的利益,是经纪—交易商对投资者受信义务的核心宗旨。

在美国,与投资顾问不同,经纪—交易商在现有的法律框架下通常不承担受信义务。针对这一问题,美国证券交易委员会根据《多德—弗兰克法案》的要求,发布了有关投资顾问和经纪—交易商的研究报告。该报告建议对向散户投资者提供有关证券投资建议的经纪—交易商及投资顾问制定统一的受信义务标准;建议提出使经纪商—交易商在向零售顾客提供有关证券投资建议时,应当为客户的利益最大化行事而不应考虑提供服务者的自身利益。<sup>④</sup> 具体而言,经纪—交易商所应承担的受信义务应当包括忠实义务和注意义务。就前者而言,《多德—弗兰克法案》第 913 条(g)款将忠实义务解读为“应当披露所有实质的利益冲突或获得客户的同意。”经纪—交易商应当遵守统一的行为标准以消除或披露利益冲突。披露的内容包括通过对交易关系进行

---

<sup>②</sup> See Japanese Financial Services Agency, *Financial Instruments and Exchange Act* (Act No. 25 of 1948), Article 2 (31) and Article 34, available at: <http://www.fsa.go.jp/common/law/fie01.pdf>.

<sup>③</sup> *Charles Hughes & Co. v. Securities and Exchange Commission*, 139 F. 2d 434, cert. denied 321 U. S. 786, 64 S. Ct 781, 88 L. Ed. 1077(1944).

<sup>④</sup> See Staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, *Study on Investment Advisers and Broker - Dealers*, SEC official Website, available at: [http://www.sec.gov/news/studies/2011/913\\_studyfinal.pdf](http://www.sec.gov/news/studies/2011/913_studyfinal.pdf).



概述的文本来披露有关公司的服务、收费、其服务的冲突和范围。就注意义务而言,该法案要求经纪—交易商的行为符合最低的专业标准,包括经纪—交易商在向投资者提供建议时应当具备具体的理由,满足适当性要求、最佳执行要求以及公平定价和收费的要求等。<sup>55</sup>

## 2. 对我国证券立法的启示

首先,我国资本市场目前的投资者结构与成熟资本市场以理性机构投资者为主体的投资者结构具有较大的不同,投资者组成较为复杂,整体专业知识水平较低,且缺乏必要的风险控制意识。一方面,证券立法应当对投资者类别、条件等做更为细致的划分,使得参与某项金融交易的投资者,在获取、解读信息和风险承受能力等方面,能够真正与这项产品相匹配,同时建立相应的市场规则;另一方面,证券立法需要完善投资者教育制度、建立专门的投资者保护机构及配套机制,提供多元化的金融消费纠纷解决途径。

其次,应细化经纪—交易商受信义务的规定,在《证券投资顾问业务暂行规定》的基础上,仿照美国经验,进一步详细规定对经纪—交易商的适当性要求、最佳执行要求、公平定价收费的要求以及避免利益冲突的要求,并对经纪—交易商从事一些存在利益冲突的交易进行限制和禁止。

### (四) 完善强制信息披露制度

正如格拉德斯通(Gladstone)所说:“一切要做的就是披露,显露出来的欺诈没有杀伤力。”<sup>56</sup>美国自1933年《证券法》订立以来即确立了强制信息披露制度,此后的历次修订也均围绕信息披露制度的完善而展开。“美国证券信息披露体系演变的过程是一个在钢丝上行走并寻求平衡的过程:钢丝的一边是投资者保护,另一边则是公司发展和市场

<sup>55</sup> See Staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, *Study on Investment Advisers and Broker - Dealers*, SEC official Website, available at: [http://www.sec.gov/news/studies/2011/913\\_studyfinal.pdf](http://www.sec.gov/news/studies/2011/913_studyfinal.pdf).

<sup>56</sup> See House of Commons Hansard XXV (1844) 277, Bishop Carleton Hunt, *Development of the Business Corporation in England 1800 - 1867*, Harvard University Press in Cambridge, Mass, 1936, p. 95, footnote 12. 转引自何美欢:《公众公司及其股权证券》,北京大学出版社1999年版,第85页。

效率。”<sup>⑤7</sup>在1929年大萧条过后,1933年《证券法》和1934年《证券交易法》均确立了强制信息披露制度。随着经济的发展,从20世纪70年代中后期起,为了降低资本市场门槛、方便美国公司筹集资本,监管者开始对信息披露体系进行调整,方便公司筹资的制度设计逐渐增多。其中最具代表性的是,1982年美国证监会将其信息披露体系重构为整合的披露体系(Integrated Disclosure System)<sup>⑤8</sup>。1988年,美国证监会采纳了“简明英语”(Simple English)规则来解决披露文件过于复杂、不利于保护投资者的问题。<sup>⑤9</sup>另外,监管者所做出的有利于投资者保护的制衡性安排还体现在2002年的《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act of 2002)中,该法案是在2001年下半年安然公司破产、各种美国上市公司内部操作黑幕、财务会计丑闻纷纷曝光后,美国立法机构推出的核心改革措施。该法案试图通过要求公司高管对信息披露承担责任来增强投资者对于金融市场诚信的信心。<sup>⑥0</sup>可见,历次危机过后,美国证券监督管理机构对于加强投资者保护的诉求均不同程度地通过信息披露制度的完善来实现。这一特征同样体现在此次金融危机过后的美国证券法改革中。

《多德—弗兰克法案》对美国金融体制的多个方面进行了改革,其中多个方面都围绕信息披露的各项要求展开。一方面,从发行人的角度来看,该法案要求:(1)在高管薪酬及公司治理的方面,对于高管薪酬投票(say on pay)的情况以及并购交易所涉高管的“金色降落伞”的

---

<sup>⑤7</sup> 参见廖凡:“钢丝上的平衡——美国证券信息披露体系的演变”,载《法学》2003年第4期。

<sup>⑤8</sup> Adoption of Integrated Disclosure System, Release No. 33 - 6383 (Mar. 3, 1982) [47 FR 11380] (“Integrated Disclosure Release”).

<sup>⑤9</sup> See Securities and Exchange Commission, *Plain English Disclosure*, SEC Official Website, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7497.txt>.

<sup>⑥0</sup> See Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, fifth edition, Matthew Bender & Company, 2009, pp. 158 - 160.

补偿安排进行披露;<sup>①</sup>(2)在衍生产品的规制方面,该法案还对掉期交易、<sup>②</sup>资产证券化产品<sup>③</sup>的发行人规定了更加严格的披露要求。另一方面,从中介机构的角度来看,该法案对于此次金融危机后饱受争议的信用评级机构、<sup>④</sup>对冲基金及类似业务顾问<sup>⑤</sup>增加了更多的信息披露要求以解决其职业中的利益冲突等问题。综上可见,对于金融危机中暴露出的多重问题,包括对在金融市场中扮演重要角色的上市公司高管和各类中介的职责缺失,以及对于各类高风险的金融创新、衍生产品的监管问题,美国证券立法都选择通过加强相应的信息披露要求来实现。这同时也说明,有效的信息披露制度应是立体、全面的体系,它应覆盖发行和交易双重阶段,并体现在对发行人和金融中介等多重主体的义务要求上。

“阳光是最好的防腐剂”,<sup>⑥</sup>美国联邦最高法院大法官兰德斯(Louis D. Brandeis)大约100年前对公开原则在投资银行业务中作用的这一著名论断,奠定了美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》的立法基础。不仅上市公司,包括券商、证券交易所、证券金融公司、投资顾问公司在内的所有证券市场中介机构以及相关内部人员均应遵循公开原则。强化充分信息披露、放松微观管制,不仅能阻吓和遏制不法行为的发生,更重要的是,能够降低市场对监管机构在业务审批过程中所谓潜在担保或背书的预期、提高市场主体风险意识,给市场中

<sup>①</sup> See Section 951 “Shareholder Vote on Executive Compensation Disclosures” of Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.; and See Securities and Exchange Commission, *Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*, SEC Official Website, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>.

<sup>②</sup> See Section 729: “Reporting and Recordkeeping”, Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>③</sup> See Section 942: “Disclosures and Reporting for Asset – Backed Securities”, Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>④</sup> See Section 932: “Enhanced Regulation, Accountability, and Transparency of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”, Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>⑤</sup> See Section 404: “Collection of Systemic Risk Data; Reports; Examinations; Disclosures”, Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

<sup>⑥</sup> Louis D. Brandeis, “WHAT PUBLICITY CAN DO”, *Harper’s Weekly*, December 20, 1913. See also <http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/196>.

的守法者和创新者更为广阔的市场空间,避免出现同质化竞争甚至“劣币驱逐良币”的局面。

我们应当借鉴境外证券立法成功经验,将信息披露制度作为重要监管手段。在构建符合我国市场发展的信息披露规则时,应注意区分不同的市场、不同的责任主体,进行全面的规制要求和制度安排,使信息披露要求贯穿于一级发行市场层面和二级交易市场层面,覆盖发行人、中介机构等多方主体,通过有效的制度设计,强化上市公司信息披露的市场化约束机制,弱化证券监管机构和交易所审核,促进市场主体归位尽责。

### (五) 强化证券监管国际合作

证券法律制度的国别差异,将为证券市场的有效运行带来不利影响。从监管层面上来讲,各国为了其本国市场的繁荣,试图吸引更多的境内外发行人与投资者,争取证券市场的利益最大化,也许会采取“竞相降低监管门槛”(race to the bottom)似的恶性竞争。针对发行人对宽松监管环境的偏好,面对与其他国家监管机构的“博弈”,各国可能通过降低市场准入门槛或信息披露要求等宽松手段将更多发行人及其资本留在其境内,进而产生类似“劣币驱逐良币”的现象,导致各种欺诈行为和损害投资者利益的现象更易产生。同时,在缺乏监管合作的框架下,各国监管机构搜集信息和资料的能力有限,无法对市场上潜在的风险及变动做出连续性的评价,很难从整体上把握风险对整个金融系统的影响,浪费有限的监管资源。

面对全球金融危机的冲击,在2008年华盛顿举行的全球二十国集团(G20)“金融市场与世界经济峰会”上,各国领导人已就金融监管的全球协作达成一定共识,将加强国际监管合作原则提升到与加强金融市场统一,透明,维护交易公平等原则相平等的地位。承诺坚持适用以下原则:(1)维护并建立起针对显著重要的跨国企业进行专门监管的机构体系;(2)同一领域的监管机构定期进行沟通;(3)强调继续加强建立监管合作机制的重要性。<sup>⑦</sup>

---

<sup>⑦</sup> See G20, *Declaration: Summit on Financial Markets and the World Economy*, November 15, 2008, G20 Official Website, available at: [http://www.g20.org/Documents/g20\\_summit\\_declaration.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf).

### 三、结语

对于金融危机引发的诸多监管难题,上述探索究竟是各国在过渡阶段应对危机的“亡羊补牢”之举,还是反映证券监管长期发展趋势的“未雨绸缪”之道,尚待实践的检验。另外,以上新方案的实施也存在矫枉过正的风险。国际货币基金组织就指出,对于此次危机中广为诟病的复杂证券化市场,一些强调收紧的监管措施最终可能会扼杀信贷,国际货币基金组织主张应重启证券化市场,通过加强披露修改证券化机构的报酬体系等措施打造“健全的证券化”。<sup>⑥</sup> 同样,我们在了解境外证券立法动态与趋势的同时,也应结合我国证券市场发展的具体情况对上述改革动态进行重新审视,并在此基础上对我国的证券监管现状进行检讨。

通过对境外立法动态的梳理,我们看到:虽然各国普遍意识到过于宽松的证券监管环境一定程度上放大了金融体系的风险,但境外各国并未采用禁止金融创新的方式进行处理,而是采取各种立法改革和监管措施来变革金融监管模式、加强对系统性风险的控制、强化国际协作;通过将更多具有系统性风险的金融产品和对危机发生具有重大影响的市场参与者纳入监管范围、课以更为严格的信息披露要求等方式来实现加强金融监管的目的。

相比国外成熟的金融体系,我国证券市场尚处于起步阶段,一些重要的金融工具尚未向市场开放,同时金融创新也受到严格的限制,不利于资本市场的发展。因此,我国在充分借鉴境外证券市场与证券立法经验与教训的基础上,应逐步放开各类金融工具的使用,鼓励金融创新。同时,借鉴境外证券立法经验,采取有效的监管机制,实现市场的公开、透明及投资者保护,从而全面促进我国证券市场的繁荣与发展。

---

<sup>⑥</sup> See International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead October 2009*, Chapter II. Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/chap2.pdf>.