

) . / : "\$0"123%450678905 ; < < < "1%\$0#\$"10\$"0"3

论“穿透式”监管与我国金融监管的制度变革

□ 常健

摘要：近年我国金融市场引入“穿透式”监管，即基于“实质重于形式”的原则，监管者得以发现金融活动背后市场参与者的真实身份，识别隐藏在复杂金融产品形式化外衣下的实质性交易，从而借助各类有效的监管手段对复杂金融交易关系进行深度调整。但是现代金融市场的发展并不需要“全穿透”，且“穿透式”监管也无法对金融市场“全穿透”；其发展并不能打破当前的监管模式，成为我国金融监管体制改革的导向。基于我国金融综合经营的发展与“穿透式”监管等新型监管技术的有效运用，我国金融监管制度的变革应当以明确的监管目标为导向，并贯彻明确监管目标、强化中央银行监管职责、构建通畅权威监管协调机制和完善合作监管机制等基本原则。

关键词：“穿透式”监管；系统性风险；目标导向性监管

中图分类号：J1##0##%

文献标识码：?

文章编号："2@"-@#\$!(#\$"1)\$"- \$" ""-\$@

“穿透式”监管是近年金融法理论界与实务界广泛关注的焦点性议题。在国家层面，“穿透式”监管这一概念在 2017 年 12 月 1 日国务院办公厅发布的《互联网金融风险专项整治工作实施方案》中首次提及，其要求“根据业务实质明确责任”、“根据业务实质认定业务属性”、“根据业务本质属性执行相应的监管规定”、“透过表面判定业务本质属性、监管职责和应遵循的行为规则与监管要求”。一时间“穿透式”监管频繁现身各个监管机构的规章与规范性文件之中，引发了市场极大的关注与震荡，甚至有学者建议，将“穿透式”监管作为监管部门新的监管理念，在逐步完善的基础上将“穿透式”监管在金融市场广泛推广^{[1][2][3][4]}。那么，“穿透式”监管是否代表了我国金融监管规则的发展方向，这成为我国金融监管制度变革首先要解决的问题。

一、“穿透式”金融监管

“穿透式”穿透式监管

作者简介：常健，海南大学法学院教授、海南大学中国特色自由贸易港研究院研究员

基金项目：国家社会科学基金重大项目“中国特色自由贸易港的建设路径及法治保障研究”（17ZDA002）；华中师范大学中央高校基本科研业务费（人文社科类）重大培育项目“完善适应现代金融市场发展的金融监管框架立法研究”（2018YWF00001）；海南大学法学院自由贸易港院级课题“海南自由贸易港金融开放创新的法律引导与规制研究”（2018YWF00001）

收稿日期：2019-01-22

2016年重申“穿透式监管”^[1]。但需要明确的是,“穿透式”监管的范围是有限的,未发现在司法实践与监管过程中明确采用“穿透式”监管规则已成为金融法上普遍适用的概念^[2]。而在我国,早在《互联网金融》明确“穿透式”监管之前,已经有少量“穿透式信息披露”的案例存在^①,《互联网金融》作实施方案》的发布则进一步开启各金融监管部门竞相出台“穿透式”监管规则并迅速开展序幕。

“穿透式”监管能够在我国金融市场中进行实践并有不断扩大的趋势,其源于金融分业监管综合经营之间的内在矛盾。金融领域的分业监管造成了金融机构与金融产品之间的割裂,部门间的掣肘与低效率;金融综合经营中各监管部门争相开疆拓土又引致市场上的监管混乱,在金融市场中出现了大量具有跨市场、跨行业、跨地域、交易链条较长、信息不透明、结构复杂等典型特点的一些新的金融业务模式。这些业务模式虽然从单个金融领域观察,其空并无明显违规之处,但当深入探究资金来源与最终投向时,则不难发现其明显突破了市场准入、资本约束、投资范围、投资者适当性等监管要求,极易引发跨行业、跨市场风险传递^[3]。2012年党的十八大和十八届三中全会、五中全会,以及十九大报告明确提出“防范金融风险,维护金融稳定”和“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”的要求。“穿透式”监管正是为了“穿透”,即“穿透”名义上的当事人,发掘金融业务背后的实质当事人与最终当事人;通过“穿透”,即“穿透”金融产品的表面形态,直接认定产品的实质属性,从而决定适用何种法律;通过对嵌套层级的“穿透”,即对层层嵌套的金融产品交易结构进行深入剥离与穿透;对“穿透”——即对契约型私募基金、资产管理计划和信托计划等三类产品,既对产品进行穿透,又对其主体进行“穿透”^[4]。通过“穿透”,基于“实质重于形式”的原则,监管者可以发现金融市场中参与者的真实身份,识别隐藏在复杂金融产品形式化外衣下的实质性交易,从而借助各种监管手段对复杂金融交易关系进行深度调整,以达到“防范系统性风险、规避监管盲区、防止监管套利、规范混业经营监管需求等目的”^[3]。

二、“穿透式”金融监管的实践:发展与局限

随着我国金融综合经营的深化,跨市场、跨行业的新型业务大量涌现,造成监管空白的出现,交叉性风险传递。这突出表现在信贷市场、股票市场、信托市场与债券市场之间的风险传递,系统风险防范的压力增大。在这种情况下,运用“穿透式”监管,按照“实质重于形式”的原则,穿透金融业务本质,严防交叉性与系统性金融风险,已成为金融监管部门的共识^[5]。“穿透式”监管因此成为我国金融体系中“严肃监管氛围”,“去杠杆、防风险、控套利”展开从严监管的一个具体体现。“穿透式”监管按照“实质重于形式”的原则,不拘泥于形式上的监管要求,力求发现金融活动背后参与者的真实身份和识别金融业务的本质属性,实施全流程监管;这对于防范系统性风险、维护金融稳定、统一监管标准和消解监管套利具有重要意义。但“穿透式”监管在金融领域适用范围扩大以及“穿透式”金融监管规则的大量制定,其是否能够有效控制现行金融市场中存在的交叉性、跨市场的金融风险,其扩大适用会不会带来其他的监管风险,其是否代表着我国金融监管制度发展的趋势,这些问题也应引起监管者的高度关注。

(一)金融

“穿透式”监管在《互联网金融》中正式作为国家层面的指导性政策。《互联网金融》明确的分工和本方案要求,采取“穿透式”监管方法,“根据业务本质属性认定业务属性”,“根据业务本质属性执行相应的监管规则”,“根据业务本质属性确定监管职责和应遵循的行为规则与监管要求”。上述规定的实

① 2015年12月,中国证监会发布《关于非公开发行股票认购对象穿透后涉及认购主体认定问题的指导意见》,要求上市公司在发行非公开发行股票时,应穿透核查认购对象的最终出资人,并控制发布公告。证监会已经批准公司中止定向增发股票审核的申请,使其成为首家因“穿透披露”被暂停审核的公司。

信息披露内容与格式准则第2号——上市公司重大资产重组

用了“明确‘穿透’披露标准,提高交易透明度”的表述。

监管机构业务和行为实施全流程监管,将混业经营业务的资金来源、中间环节

监管,是要认清跨界经营每一个环节的业务和行为的实质,按照“实质重于形式”

品、金融工具的表面形态而把握其本质属性。纵向“穿透”监管更偏向于宏观

性金融风险,而横向“穿透”监管更偏向于微观审慎监管,其目标在于控制单个金融

张郁《商业银行资产管理业务的穿透式监管:本质、难点及对策》,载《南方金融》#年

现监管部门难以有效实施“穿透式”监管状况,一个重要原因在于监管机构人员的知识

研究局局长曾撰文提及,面对金融业进入混业经营的现实,监管人员专业化不

求具备系统掌握市场动态和监管规则的能力。从目前我国监管队伍来看,这样

成鲜明对比。市场机构人员已掌握行业监管重心和运作模式了如指掌,能够在不同行业之间套取资金,进行监管套

行行业监管改革。《财新周刊》#年第0期。

透”监管中 ,由于不少金融机构通过复杂金融工具的运用对金融产品过度创新以规避监管 ,从而实现监管套利 ,这使金融产品的本质属性难以在短期内得到认定 ,加大了横向“穿透”的难度。这也使纵向与横向“穿透”监管很难有机结合 ,“穿透式”监管沦为“纸上谈兵” ,甚至直接影响“穿透式”监管的整体效果^[1]。

“穿透式”监管适用的体制障碍

在我国带有明显的“地盘意识”的“分业”

的监管理 据目标设置监管机构 and 划分职责,并按目标对其进行考核。对于相同的目标,比如维护金融体系稳定,应当审慎监管机构。对于不同的目标,比如与维护金融机构健康不同的保护金融消费者目标,应当由银保监会和银保监会双峰监管。目标导向和央行统筹”载《财经》2015年第8期。

监管分立态势,增强金融监管协调的权威性与有效性,强化金融监管协调机制。2013年12月"日公布的国务院机构改革方案,将中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会职责整合,组建中国银行保险监督管理委员会;同时将中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会拟定银行业、保险业重要性法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行。进一步整合了我国现有的金融监管职能,强化了中央银行宏观审慎监管与系统性风险防范职责。金融监管协调框架中进一步提升了中央银行的地位。

国务院金融稳定发展委员会作为协调机构,它的设立仅仅实现了单纯的顶层协调,并没有改变监管与金融业综合经营之间的根本矛盾,难以从根本上协调监管机构的监管规范与行为。危机来临之时,“一行两会”与国务院金融稳定发展委员会之间的决策链条人为扩展,信息传递步骤降低,很可能错过危机救助的“黄金时间”^[1]。针对这种状况,有学者提出了“以矩阵式监管完善金融稳定发展委员会”的监管框架改革方案^[2],即维持现行“一行两会”总体监管框架不变,金融稳定发展委员会下设立若干专业委员会,负责主要政策横向信息共享、统筹决策和协调。专业委员会主席由一行两会的主要负责人担任,一行两会相关司局参与^[3]。毋庸讳言,如果“一行两会”总体监管框架不变,仅仅在国务院金融稳定发展委员会这一协调机构上做文章,在执行层面的抓手,一些关键领域的决策甚至是监管信息的共享,可能都难以协调落实。以管的实施为例,如前所述在纵向“穿透”监管时,对金融机构跨行业、跨市场、跨地域的资金结构必须拥有完整准确的信息才能“穿透”交叉性金融工具。但在矩阵式监管框架下,“穿透”信息依然有赖于现有碎片化监管机构提供,如果各监管机构认识不统一或有各自的利益平衡,“穿透式”监管的科学性有效性是难以保障的。

大财经委员会副主任委员吴晓灵明确指出,金融监管体制的改革,主要是改革监管理念^[4]。金融综合经营发展的现实与“穿透式”监管等新型监管技术的有效运用,我国金融监管制度的改革是迫切的,对现有的国务院金融稳定发展委员会与“一行两会”的监管格局调整应当以明确目标为导向,并明确以下几项原则:(一)明确监管目标,即“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”^[5]。要达成上述金融发展与监管的目标,国务院金融稳定发展委员会的协调对象显然不能局限于“一行两会”,尤其是“服务实体经济”与“深化金融改革”目标的达成,还需要协调财政部门、发改部门,甚至是税务部门等。(二)进一步强化中央银行监管职责。中央银行统筹监管系统重要性金融机构是防范系统性金融风险的必要制度安排;作为最后贷款人的央行在进行危机救助时掌握金融系统重要性的必要性明显提升,央行统筹监管系统重要性金融机构有利于消除信息不对称,抑制系统重要性金融机构的过度风险承担行为^[6],从源头上防范系统性金融风险^[7]。(三)构建通畅的权威监管协调机制。在我国政府体制中,单纯的国务院金融稳定发展委员会与金融监管协调联系机制的沟通效率与监管获取的即时性均难以保障。在马克斯·韦伯描述的现代政府组织的官僚制结构中,其运行效率主要依靠内部协调主要是依靠等级结构进行的;尽管等级多有它的问题,但比起部门之间的协调,等级控制更有它的优点,还有助于保证集中统一的领导^[8]。(4)完善合作监管机制。金融市场的监管不仅仅是监管机构的责任,同时也是投资者、上市公司、各类型交易所、行业协会甚至是金融消费者自身的责任,金融监管需要引入多方力量,形成合作监管、协同监管共举的综合性、公共产品型监管^[9]。

! 英国经济危机期间,政府动用公共资金救助金融机构,但救助资金仅占金融机构总资产的3%^[10]。即当金融危机爆发时,政府最多只有3%的小部分资产可以用来决定是救助还是关闭金融机构。信息传递的及时性是减弱甚至避免金融危机的重要条件。参见刘明康:《金融监管与系统重要性金融机构》,人民出版社,2014年版,第1页。

② 参见刘明康:《金融监管与系统重要性金融机构》,人民出版社,2014年版,第1页。

③ 2013年12月,中国银监会、中国证监会、中国保监会联合发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》(银监发〔2013〕25号)规定,系统重要性金融机构是指因规模较大、结构和业务复杂程度较高,对金融体系提供关键服务,一旦发生重大风险事件而无法持续经营,将对金融体系和金融稳定造成重大影响的金融机构。

④ 权威的监管协调机制是否就意味着将“两会”一合了之,很多专家给出了否定的答案。审慎监管与金融行为监管的整体协调,要考虑中央金融监管机构与地方金融监管机构之间的协调,要考虑金融监管机构与金融消费者权益保护与维护金融机构和金融市场的协调。

'''@