

# 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:** D922.28

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1671-7023(2019)01-0111-07

“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2016年10月13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<sup>[1][2][3][4][5][6]</sup>。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:缘起与价值

虽然我国现行法律、法规在一定程度上表达了“穿透式”监管的实质内容,但法律规则中很少直接使用“穿透式”监管的术语<sup>[5]</sup>。中国人民银行副行长潘功胜最早对“穿透式”监管进行了界定,“对于互联网金融应该实施穿透式监管,即透过互联网金融产品的表面形态看清业务实质,将资金来源、中间环节与最终投向穿透联接起来,按照‘实质重于形式’的原则甄别业务性质,根据业务功能和法律属性明确监管规则。”<sup>[7]</sup>此后多数文献对于“穿透式”监管的论述,均直接引用潘功胜对“穿透式”监管的解读。

实质上,“穿透”作为一种现代规制方法,不仅仅是金融市场的专利,其很早就应用于美国的税务穿透(look-through rule),是防止非法避税的税法原则<sup>[3][38]</sup>;而“穿透式”监管也与会计学中的“着重关注业务本质,实质不总与其业务形式、形态相一致”,即“实质重于形式”(substance over form)原则相契合<sup>[4]</sup>。在金融领域,美国则是“穿透式”条款(look-through provision)的发源地,《1940年投资公司法(Investment Company Act of 1940)》和《1940年投资顾问法(Investment Advisers Act of 1940)》中均有旨在发现事物本质、实现特定规范目的“Look-Through Provision”的法律条款;而为了加强对对冲基金的监管,美

**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”(18ZDA156);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”(CCNU17Z02005);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”(2018海大法研字第1号)

**收稿日期:** 2018-09-06

国证监会于2004年重申“look-through provision”<sup>[2][5]</sup>。但需要明确的是,境外各种金融立法上所称的“穿透”适用范围是有限的,未发现在司法实践与监管过程中明确采用“穿透式”监管的情形,也没有证据显示“穿透”规则已成为金融法上普遍适用的概念<sup>[5]</sup>。而在我国,早在《互联网金融风险专项整治工作实施方案》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<sup>①</sup>,《互联网金融风险专项整治工作实施方案》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从严监管的序幕。

之所以“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与金融市场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,导致监管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<sup>[4]</sup>。由于监管的混乱,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、交易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,其似乎风险可控并无明显违规之处,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、杠杆限制、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<sup>[2]</sup>。基于此,近几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”监管正是通过对主体的“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;通过对产品属性的“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实施监管;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“三类股东”的“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”,也对其主体进行“穿透”<sup>[5]</sup>。通过“穿透”,基于“实质重于形式”的原则,监管者可以发现金融活动背后的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,以达到“防范系统性风险、规避监管盲区、防止错误销售、适应混业经营监管需求等目的”<sup>[4]</sup>。

## 二、“穿透式”金融监管的实践:发展与局限

近年来,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,容易引发交叉性风险传递。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不断增加,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”的原则甄别业务性质,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<sup>[8]</sup>。“穿透式”监管因此也就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。诚然,“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的市场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的快速扩大以及“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的跨行业、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,这些问题也应引起理论界与实务界的高度关注。

### (一) 金融市场是否需要“全穿透”

“穿透式”监管在《互联网金融风险专项整治工作实施方案》中正式作为国家层面的指导性政策导向提出,其强调“按照部门职责、《指导意见》明确的分工和本方案要求,采取‘穿透式’监管方法,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”。上述规定的实质在于,针对互联

<sup>①</sup> 2015年10月31日云维股份发布《关于非公开发行股票认购对象穿透后涉及认购主体数量》的公告,使其成为“穿透式信息披露”的首例样本;2015年11月7日,海得控制发布公告称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”的要求而中止定增审核的公司。

网金融的特点,通过“穿透式”监管对复杂产品结构重新定性,提升市场透明度,增强金融消费者的保护力度,明确各监管部门的监管职责与监管要求。但中央政策出台之后,各监管部门则存在着层层加码、扩大适用的冲动。在各个监管部门出台的部门规章和规范性文件中“穿透性监管”、“穿透式检查”、“穿透核查”、“穿透披露”、“穿透解包还原”、“穿透显示”、“穿透识别”、“使用穿透方法计算最低成本”、“提升金融监管的穿透力”等表述频繁出现。互联网金融领域的“穿透式”监管政策被各个监管部门概念滥用和扩张解释,从“判定业务本质属性”向下扩张到诸如会计核算、具体交易、权益持有、资质认定、信息披露等,向上扩张到股东、关联交易者、一致行动人的市场准入控制。各监管机构通过各自部门立法将国家互联网金融领域的“穿透式”监管政策转化为几乎其所有管辖领域具体的监管规则加以固化和执行<sup>①</sup>;这实际上改变了中央金融政策的适用范围,曲解了中央金融政策的原有含义,形成了对现有的金融监管体系与治理模式的冲击<sup>[9]</sup>。例如,按照现行法律规定,上市公司以信息的重要性或者重大性为其信息披露义务的限制条件。以《证券法》等法律规定的首次公开发行股票规则为例,拟公开发行股票的公司应当披露主要股东等基本信息。而证监会“穿透披露标准”的提出<sup>②</sup>,极大地扩张了信息披露的范围,在资管计划等充当非主要股东的情况下,也需要“穿透”披露资管计划的委托人,这使得信息披露深度、广度和披露主体范围等均超出了法律规定的一般要求,这不仅极大地提升了监管成本与难度,也进一步提升了首次公开发行股票的成本,使得交易安排的不确定性大幅增加,破坏了原有的制度安排与利益均衡<sup>[5]</sup>。此外,“穿透式”监管还突破了原有的监管界限,用谁是股东来鉴别公司的好坏,实际是用监管手段“刺破”了公司法人的面纱,破坏了公司制度本身的权力分配机制、小型民主机制(股东会-董事会)和分权制衡机制等<sup>[9]</sup>。

## (二) “穿透式”监管是否能够对金融市场“全穿透”

### 1. “穿透式”监管自身面对复杂交易的悖论

现代社会的金融创新本身即为不同市场、不同行业、不同产品、不同地域的整合,带有强烈的复合性色彩,同时金融创新也是多项交易相互组合的复合型整体性交易,带有明显的结构性色彩。“‘穿透式’监管如果仅从单一市场、行业、产品和交易角度观察而不注重金融交易的整体性,很难避免因单一因素而否定整体性的交易或基于整体性的考量而忽视个别交易环节的正当性与创新性”<sup>[5]</sup>,这导致“穿透式”监管在适用方面可能挂一漏万、有失偏颇。

从理论上讲,“穿透式”监管可以分为纵向“穿透”和横向“穿透”,“穿透式”监管是纵向与横向“穿透”的有机结合<sup>③</sup>。但以资管业务为例,在纵向“穿透”监管时,信托公司、证券公司、基金公司等机构发起的各类资管计划错综复杂,资金在层层嵌套之后流向具有多元化、多渠道、隐蔽性等特点<sup>[9]</sup>。这导致监管部门与金融机构之间的信息不对称加剧,监管部门难以从纵向“穿透”创新型金融工具具有交叉性质的表面“迷雾”而对金融机构带有强烈复合性与结构性特点的资金流动进行有效监控<sup>④</sup>。而横向“穿

① 对于各监管机构通过各自部门立法将国家互联网金融领域的“穿透式”监管政策转化为其所有管辖领域具体的监管规则的做法,很多学者直接提出了批评。金融监管规则本身应该独立于政策,目前各监管部门对“穿透式”监管的扩大解释与应用,利用自身行政立法权,通过大量制定规范性文件改变现有监管规则,增加了被监管对象的经营成本,这实际上是与2015年12月中共中央、国务院印发的《法治政府建设实施纲要(2015—2020年)》中“规范性文件不得设定行政许可、行政处罚、行政强制等事项,不得减损公民、法人和其他组织合法权益或者增加其义务”有所矛盾。也与2016年1月国务院办公厅印发的《国务院部门权力和责任清单编制方案》(国办发[2015]92号)的要求相距甚远。参见邓峰《审慎对待“穿透式监管”》,载《财经·年刊(2018:预测与战略)》,第64-67页;王建平《证券市场穿透式监管的创新:综合监管机制——以前海人寿的跨界“监管穿透”为视角》,载《证券法律评论(2017年卷)》,北京:中国法制出版社2017年版,第8页、第17页。

② 2017年9月22日,证监会发布消息对《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组(2014年修订)》(证监会公告[2014]53号)进行了相应修订,采用了“明确‘穿透’披露标准,提高交易透明度”的表述。

③ 所谓纵向“穿透”监管,是对混业经营涉及的金融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、中间环节和资金的最终投向连接起来进行监管。所谓横向“穿透”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”的原则甄别金融业务和行为的性质,穿透金融产品、金融工具的表面形态而把握其本质属性。纵向“穿透”监管更偏向于宏观审慎监管,其目标在于防范系统性金融风险,维护金融稳定;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机构的风险,保证其稳健经营。参见张郁《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》2017年第10期。

④ 之所以出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体系与监管技能的专业化不足。中国人民银行研究局局长徐忠曾撰文提及,面对金融业进入混业经营的现实,监管人员专业化不仅是要求针对特定金融领域的专业知识,同时也要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,这样的人才还是匮乏的,监管人员的知识体系是落后的。与之形成鲜明对比的是,市场机构人员已对分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,进行监管套利。参见徐忠《央行徐忠谈金融监管体制改革之二:当前金融乱象与改革的紧迫性》,载《财新周刊》2018年第7期。

“穿透”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<sup>[11]</sup>。

## 2. “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”金融监管框架下,各监管部门往往“自扫门前雪”,以机构审批设立为原则,忽视对大量非金融企业非法从事金融业务和非持牌机构从事持牌机构业务的监管,且在出现风险时倾向于责任推诿。在大资管的市场环境下更是如此,资金在分属于不同系统监管的多个金融机构之间流动,这导致资金流动过程中脱媒现象严重,资金走向的“穿透”和监控无法实现<sup>①</sup>。在规则层面,受制于分业监管体系的约束,各监管部门即使出台“穿透式”监管的规章与规范性文件也多站在各自立场分别制定,使得“穿透式”监管规则制定标准不统一,难以形成监管合力和完整的监管体系。从现有的“穿透式”监管实践来看,各监管机构分别出台针对各自监管领域金融机构的规范与措施多属于甄别金融业务本质属性的横向“穿透”监管范畴,而真正能“穿透”综合经营、针对金融机构业务实施全流程纵向“穿透”监管的举措则相对较少<sup>②</sup>。

此外,场内与场外不同金融基础设施分散式建设和管理,互联互通不畅,缺乏统筹协调;金融业务统计的职权分散在各行业监管机构中,各金融监管部门的信息统计、数据收集、风险监测等方面没有统一标准,信息登记系统也处于相互分割无法共享的状态<sup>[2]</sup>。上述问题在技术层面上也极大限制了“穿透式”监管的有效实施。

### (三) “穿透式”监管是否代表金融监管制度改革趋势

虽然我国理论界与实务界已经广泛认可“穿透”和“穿透式”监管的表述方式。但毋庸讳言,“穿透式”监管在国际实践中仍处于摸索阶段,在市场经济发达国家(地区)也并无成熟经验可供借鉴。对于有学者呼吁,采用“穿透式”监管的目的,就是要借助“穿透”的概念重新塑造金融监管框架<sup>[5]</sup>,笔者并不认同。“穿透式”监管的广泛使用并不意味着其已经发展成熟,理所当然要成为我国金融监管制度改革的方向。

一方面,对于“穿透式”监管很多基本问题理论共识尚未达成。例如,“穿透式”监管的理论渊源,相当多学者认为,来源于功能监管和行为监管<sup>[2][10][11][12][13][14]</sup>。但“‘穿透’的核心功能在于‘发现事实’,而非基于发现的事实施加新的监管。将‘穿透式’监管的理论基础归结为功能监管和行为监管,容易偏离‘穿透式’监管的实质,进而限制‘穿透式’监管的适用范围,难免偏颇。”<sup>[5]</sup>“穿透式”监管只是在金融混业经营的趋势和在现有分业监管的基本体制下,以避免重复监管、解决监管真空、监管套利为目的的重要监管实践。“穿透式”监管是一种理念,是一种监管改良,它不是一种理论,也不是监管革命<sup>[12]</sup>。所以,直到目前,“穿透式”监管依然散见于各监管部门的部门规章和规范性文件之中,我国尚未对“穿透式”监管制度进行系统的制度改革与顶层设计。因此,“穿透式”监管缺乏成熟的理论指导与操作框架,很难担当“我国金融监管制度改革的方向”的重任。

另一方面,本轮“穿透式”监管实践具有明显的运动执法特点,“为监管而监管”的趋势明显。2016年前,由于各监管部门都弱化了自身监管者的角色,放松了对被监管金融机构的监管标准,充当行业代言人,推动做大自己监管的行业规模,呈现“监管逐低”的潮流<sup>③</sup>。2016年后,随着国家“防范系统性风

<sup>①</sup> 例如,资金从银行理财渠道流向私募或基金子公司的结构化产品后,资金的去向和监管就超越了银监会的管辖范围;而银监系统和证监系统又没有对接,证监系统的监管范围则限于上市公司的监管及交易行为,举牌者若非上市企业,其披露信息也只能通过上市公司公告的渠道进行,资金来源很难“穿透”。参见蔡玉梅《聚焦穿透式金融监管》载《时代金融》2017年第25期。

<sup>②</sup> 无论是银监会2017年开展的“三违反”、“三套利”、“四不当”的专项治理行动,还是证监会、保监会针对各自监管领域制定新的监管规则,其本质都属于对金融机构的业务和行为实施的横向“穿透”监管。参见张郁《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》2017年第10期。

<sup>③</sup> 这状况在保险行业尤为明显,保监会在废除《万能保险精算规定》与出台《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》之时,并未与证监会、银监会和中国人民银行进行监管信息共享并形成共识而单独冒进,从而导致2015年中国证券市场发生股灾。参见王建平《证券市场穿透式监管的创新:综合监管机制——以前海人寿的跨界“监管穿透”为视角》载《证券法律评论(2017年卷)》北京:中国法制出版社2017年版,第7-13页。

险’、‘严肃监管氛围’、‘强化监管问责’、‘守住不发生系统性金融风险的底线’等政策调整,“穿透式”监管异军突起,各监管部门在国家政策导向下层层加码、扩张解释,尤其是以保监会更为积极<sup>[9]</sup>。这种政策过山车式的调整,各监管部门过分关注“消极目标”滥用“穿透式”监管,也会产生制度性、系统性风险<sup>①</sup>。

此外,“穿透式”监管扩大化还需要面对监管风险与监管成本增加的问题。面对现代金融产品层层嵌套的交易结构,“穿透式”监管需要对产品不断剥离和穿透,在层级穿透时监管成本的增加与市场成本的增加是不言而喻的,同时还将极大限制金融创新并降低交易效率,甚至可能影响金融市场化进程。如果完全不考虑监管成本与监管收益之间的关系,忽略“穿透式”规则的技术特征,无限扩张“穿透式”规则适用范围,“为监管而监管”且不惜成本实施“穿透”,监管机构则有任意扩大司法管辖权和金融监管权的嫌疑<sup>[5]</sup>。

### 三、“穿透式”金融监管的发展选择:目标导向监管模式的构建

#### (一) 目标导向金融监管模式的兴起

虽然“穿透式”监管的改革并未涉及我国金融监管制度改革的目标,也并未对现有的金融监管框架的调整产生实质性影响,但“穿透式”监管在实践中取得了一定的效果,也折射出了我国金融监管体系和框架的种种弊端。“穿透式”监管虽然并不能够成为我国金融监管制度与监管框架的改革方向,但其作为一种行之有效的监管技术,完善金融监管制度与监管框架才能保障“穿透”效果的发挥。在理论上讲,“穿透式”监管的思路从传统的“牌照监管”转向现代金融的“功能监管”,从原有单纯的“机构监管为主”转向“市场监管为主”<sup>[4]</sup>。

实际上,次贷危机之后美国金融监管体制改革提出的功能监管理念,强调对相同的金融产品采取相同的监管规则<sup>[15]</sup>,但其并未明确监管的目标是什么,依然不能在金融监管体制上解决监管套利问题。而英国采取的目标导向监管理念认为,设计一国的金融监管体制必须基于监管目标来考虑。由于金融危机期间基于目标导向监管理念而采取了“双峰”监管模式的澳大利亚和荷兰等国金融体系基本上没有受到危机冲击,目标导向监管理念成为很多国家进行金融监管体制改革的潮流<sup>②</sup>。英国通过《2012年金融服务法》《2013年金融服务(银行改革)法》《2016年英格兰银行和金融服务法》等法律对本国金融体系进行了大刀阔斧的改革;在监管目标上将“促进监管部门协调”、“防范系统性风险”与“保护和增强对英国金融系统的信心”置于同等重要的位置。基于上述监管目标,英国的金融监管体制改革拉开序幕,一方面,撤销了金融服务局(FSA),明确了英格兰银行作为中央银行在金融稳定中的核心地位,英格兰银行从而成为名副其实的中央银行<sup>[16]</sup>。另一方面,在英格兰银行内部批准成立金融政策委员会(FPC),负责宏观审慎监管,维护金融稳定;设立了审慎监管局(PRA),作为英格兰银行的附属机构,负责对系统重要性机构的微观审慎监管,以提升被监管机构的稳健性和安全性为监管目标;此外,设立作为独立机构的金融行为监管局(FCA),其直接对英国财政部和议会负责,在业务领域接受英格兰银行的提示与建议,承担金融消费者保护职能并对非存款类的中小金融机构进行审慎监管<sup>[17]</sup>。

#### (二) 我国金融监管框架:从“穿透式”监管向目标导向监管的迈进

2017年7月14-15日第五次全国金融工作会议在北京召开,习近平总书记在会上提出了,金融工作要紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务;李克强总理强调,“要把服务实体经济作为根本目的,把防范化解系统性风险作为核心目标,把深化金融改革作为根本动力,促进经济与金融良性循环。”<sup>[18]</sup>可以明确,“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三个目标将是我国今后很长一段时间金融工作的重心所在,这也为我国金融监管制度改革与规则调整指明了方向。第五次全国金融工作会议还明确提出设立国务院金融稳定发展委员会,以打破当时“一行三会”各自为政、自

① 由于“穿透式”监管等从严监管政策出台,近期股市与债市下行、资金利率上扬、市场流动性趋紧等问题集中爆发。参见杨衍:《以“穿透式”监管强化金融“去杠杆”》,载《上海证券报》2017年6月1日,第8版。

② 目标导向的监管理念强调根据目标设置监管机构和划分职责,并按目标对其进行考核、监督和问责。对于相同的目标,比如维护金融机构的健康,应当由统一的微观审慎监管机构负责。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,应当由独立的行为监管部门专门负责。参见孙国峰《英国双峰监管实践与借鉴——目标导向与央行统筹》,载《财经》2018年第5期。

扫门前雪的监管分立态势,增强金融监管协调的权威性与有效性,强化金融监管统一性与穿透性。此外,2018年3月13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和中国保险监督管理委员会的职责整合,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和中国保险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,这实质上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的职责,在金融监管协调框架中进一步提升了中央银行的地位。

然而,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,并没有改变现行分业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。当金融风险来临之时,“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,信息传递的效率进一步降低,很可能错过危机救助的“黄金时间”<sup>①</sup>。针对这种状况,有学者提出了“以矩阵式管理充实国务院金融稳定发展委员会”的监管框架改革方案<sup>②</sup>,即维持现行“一行两会”总体监管框架不变,在国务院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、统筹决策和协调落实,各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<sup>[19]</sup>。毋庸讳言,如果维持现行“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,其如果没有执行层面的抓手,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“穿透式”监管的实施为例,如前所述在纵向“穿透”监管时,对金融机构跨行业、跨市场、跨地域的资金流动,监管机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,“穿透式”监管的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衡量,最终“穿透式”监管的科学性有效性是难以保障的。

全国人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<sup>[20]</sup>。基于我国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需求明显是迫切的,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的监管目标为导向,并明确以下几项原则:(1)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”。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、国资监管部门,甚至是税务部门等。(2)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充分信息的必要性明显提升,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<sup>③</sup>,从源头上防范系统性金融风险<sup>[21][22]</sup>。(3)构建通畅的权威监管协调机制<sup>④</sup>。在我国的政府体制中,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信息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,其运作和内部的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,等级控制在效率上自有它的优点,还有助于保证集中统一的领导<sup>[23]</sup>。(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、行业协会甚至是社会公众的责任,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<sup>[24][25]</sup>。

① 英国经济学家古德哈特(Charles Goodhart)教授曾提出“48小时法则”(48 hour rule),即当金融危机爆发时,政府最多只有48小时的时间来决定是否限制危机、如何处理危机和如何执行战略。可见信息传递的及时性是减弱甚至避免金融危机的重要条件。参见刘丽巍《当代中央银行体制——世界趋势与中国的选择》,北京:人民出版社2007年版,第79页。

② 矩阵式管理是在纵向组织管理结构上搭建横向组织管理系统,形成纵横交错、纵向为主、横向为辅、结构紧凑、问责有效的矩阵式管理体系,便于信息共享、统筹决策和协调落实。

③ 2018年11月27日,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会联合发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》(银发〔2018〕301号)规定,系统重要性金融机构是指因规模较大、结构和业务复杂度较高、与其他金融机构关联性较强,在金融体系中提供难以替代的关键服务,一旦发生重大风险事件而无法持续经营,将对金融体系和实体经济产生重大不利影响、可能引发系统性风险的金融机构。

④ 构建通畅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。构建通畅权威的监管协调机制依然需要考虑宏观审慎监管、微观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,要考虑对系统重要性金融机构监管与非存款类的中小金融机构监管之间的协调,还要考虑实现金融消费者权益保护与维护金融机构和金融体系安全之间的协调。

## 参考文献:

- [1]胡宇新《吴晓灵:用“穿透式”监管化解资管风险》,载《中国金融家》2017年第3期。
- [2]荀文均《穿透式监管与资产管理》,载《中国金融》2017年第8期。
- [3]袁达松、刘春华《论穿透式金融监管》,载《证券法律评论(2017年卷)》,北京:中国法制出版社2017年版。
- [4]谭人友、叶瑶、于涛《“穿透式”监管的内涵、目的与实践》,载《国际金融》2017年第11期。
- [5]叶林、吴焯《金融市场的“穿透式”监管论纲》,载《法学》2017年第12期。
- [6]苏诗钰《提振投资者信心实施穿透式监管政策》,载《证券日报》2016年7月1日第A02版。
- [7]汪青《潘胜功:互联网金融应实施穿透式监管》,载《中国经营报》2016年3月28日第A08版。
- [8]郭子源、温济聪、李晨阳《“穿透式监管”严防跨市场风险》,载《经济日报》2017年5月2日第1版。
- [9]邓峰《审慎对待“穿透式监管”》,载《财经·年刊(2018:预测与战略)》2018年版。
- [10]蔺鹏、孟娜娜《商业银行交叉金融创新的风险防控与监管策略》,载《南方金融》2017年第6期。
- [11]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》2017年第10期。
- [12]王福凌《穿透式监管理念在保险监管中的应用》,载《中国保险报》2017年12月15日第4版。
- [13]杨符《以“穿透式”监管强化金融“去杠杆”》,载《上海证券报》2017年6月1日第8版。
- [14]沈小平《加强穿透式风险管理》,载《中国金融》2016年第12期。
- [15]常健《美国金融监管的法律变革与特点评析》,载《中国矿业大学学报(社会科学版)》2011年第4期。
- [16]李凤雨、翁敏《英国金融监管体制立法及对我国的借鉴》,载《西南金融》2014年第11期。
- [17]孙天琦、袁静文《国际金融消费者保护的改革进展与趋势》,载《西安交通大学学报(社会科学版)》2012年第5期。
- [18]《服务实体经济防控金融风险深化金融改革,促进经济和金融良性循环健康发展》,载《人民日报》2017年7月16日,第1版。
- [19]徐忠《央行徐忠谈金融监管体制改革之一:以矩阵式管理充实金融委是最优方案》,载《财新周刊》2018年第7期。
- [20]胡宇新《吴晓灵:用“穿透式”监管化解资管风险》,载《中国金融家》2017年第3期。
- [21]孙国峰《英国双峰监管实践与借鉴——目标导向和央行统筹》,载《财经》2018年第5期。
- [22]常健《金融危机状态下中国人民银行的核心角色——以最后贷款人制度为中心的展开》,载《华中科技大学学报(社会科学版)》2009年第3期。
- [23]竺乾威《“大部制”刍议》,载《中国行政管理》2008年第3期。
- [24]乔新生《金融市场监管需要全社会参与》,载《证券时报》2017年3月3日第A03版。
- [25]冯辉《网络借贷平台法律监管研究》,载《中国法学》2017年第6期。

## On “Look-through” Supervision and Reform of China’s Supervision System

CHANG Jian, Hainan University

**Abstract:** In recent years, China’s financial market has introduced the “look-through” supervision, that is, based on the doctrine of “Substance-over-Form”, regulators discover the real identity of the market participants behind financial activities, and identify the substantive transactions hidden under the formal cloak of complex financial products so as to make in-depth adjustment of the complex financial transaction relationships with various effective regulatory measures. However, the development of modern financial market does not need “full look-through” and the penetrating supervision cannot “full look-through” all financial markets. Furthermore, its development cannot break the current regulation model and becomes the guidance of China’s financial supervision system reform. Accordingly, based on the development of comprehensive financial management and the effective application of new regulatory techniques such as “look-through” supervision, the reform of China’s financial supervision system should be guided by clear supervisory objectives. And we should also implement the basic principles of clearing the objectives of supervision, strengthening the supervisory responsibility of the central bank, constructing a supervisory coordination mechanism with unobstructed authority and perfecting the cooperative supervision mechanism.

**Key words** “look-through” supervision; systematic risk; goal-directed supervision

责任编辑 胡章成