

目 录 contents

主题研讨： 金融监管前 沿

反思与重构：影子银行监管的域外经验及
中国路径 张 量 / 3

论我国商业银行内部评级体系的效果及其完
善 吴任桓 / 48

我国上市公司重组中业绩补偿制度之完善
伍晓雯 柳 叶 / 72

开放市场与国家安全

——主权财富基金法律规制问题研究 殷 维 / 96

共享发展理念下普惠金融差异化监管问题研
究 史素英 / 115

理论纵深

恶意与敲诈：产权滥用的司法原则

[加] 拉丽莎·卡茨著 杜明强译 / 143

政治预测市场的操纵

[美] 亚历山德拉·李·纽曼著 李铭译 / 180

剥夺政治权利的合宪性控制 周 雷 / 217

论法理学视角下刑事和解的司法观与性质
问题 黎智鹏 / 243

实务探微

论以效率为价值导向的法官助理职责定位
党国华 / 267

中国的知识产权反垄断政策
——互用性、简评与对策 郭家昊 / 286

由“内容法律化”到“政策法治化”
——以互联网行业产业政策法治化优先进
路选择为视角 张燕城 / 302

司法精析

论“凶宅”买卖纠纷的法律适用
——基于类型化方法的运用 杨建伟 / 325

论网络游戏著作权的保护模式及其侵权判
定标准 金方斐 / 345

域外法制

纽约州“审判陪审员手册” 翟新辉译 / 371

反思与重构：影子银行监管的 域外经验及中国路径

王 磊

主题研讨

ZHUTIYANTAO



关键词：影子银行；监管风险；金融改革

2008年金融危机爆发，暴露出影子银行体系内在的脆弱性和监管引发的巨大风险。超国际组织英文至今对影子银行的概念及特征界定仍存重要分歧，国际金融监管界的监管重心从最初由“银监对影子银行监管重点以防范系统性风险为主，逐步转向“银监对影子银行监管以防范影子银行体系内信用（credit）风险为主，以应对市场变化，并避免承担经济萧条、银行体系崩溃等风险”^①为假设前提，我国影子银行发展于危机以后，近年高速增长，但监管措施滞后于影子银行的内涵和外延变化，对监管体系构建有待合理，不同监管者讨论影子

王磊，中国人民大学商学院金融风险管理专业硕士研究生。

① Fitch, “Improving Shadow Banking Risk Assessment and Systemic Risk”, <http://www.fitchratings.com/web-content/documents/shadow-banking>, 访问时间：2013年9月10日。

反思与重构：影子银行监管的 域外经验及中国路径

张 量*

□ ————— □

摘 要：金融危机爆发至今逾 10 年的时间里，国际金融监管者针对影子银行的监管理念已从“加强监管以防范系统性风险”逐渐转向“监测为主、引导影子银行转型并稳健发展”。反观我国，当下理论和实务中对本土语境下影子银行的内涵和外延仍未达成共识。观其表象，归因于舶来概念时相关研究的“碎片化”和“拿来主义”，我讨论的“影子银行”已与其应有面貌有所偏离；究其实质，则在于我国的监管理念与西方国家存在根本差异。以时间轴为线索，本文重新梳理了西方影子银行概念之沿革及目前相关改革的具体进程，并对我国影子银行的内涵和监管方式进行了反思。

关键词：影子银行；金融风险；金融监管

2008 年金融危机爆发，暴露出影子银行体系内在的脆弱性和由此引发的巨大风险。综观危机爆发至今对影子银行的研究及针对其进行的监管改革，国际金融监管者的监管重心从起初的“加强对影子银行监管整治以防范系统性风险”，逐步转为“推动影子银行转型为稳健的市场融资渠道（resilient market-based finance）^① 以应对市场变化，促进全球经济强健、稳定和平衡地发展”。与美欧不同，我国影子银行发展于危机以后，近年来增长迅速。但是，目前我国各界对于影子银行的内涵和外延等根本问题仍存分歧。不同研究者讨论的对

* 张量，中央财经大学法学院 2014 级金融服务法学硕士研究生。

① FSB, *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-Based Finance*, <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/shadow-banking/>, 最后访问时间：2017 年 3 月 3 日。

象本就千差万别,由此得出的监管建议自然迥异。有鉴于此,本文首先回到影子银行原本的语境下,沿时间线对其进行梳理以重现这一概念的本来面貌;其次总结主要国际组织和美欧监管者针对这一概念项下的影子银行的监管改革举措和当前进程,管窥贯穿于其中的监管思路;最后反思我国影子银行的概念及其背后隐藏的监管理念存在的缺失,试图重塑我国影子银行的概念并提出相应的监管建议。

一、域外影子银行概念的历史沿革

明晰“影子银行”(shadow banking)的概念,对于界定其外延、监测其规模、评估其风险,从而进行有效监管,尤为必要。这一概念属于“舶来品”,在我国引入之初,国际层面对其尚未形成统一认识,由此也导致了我国关于“影子银行”讨论的混乱。随着实践的展开,西方各界对于影子银行概念的认识也有着一个逐渐深化的过程,目前基本上已达成一致。不过,西方国家对影子银行概念的动态认知进程通常为我国研究所忽视,我们总是在这一时间序列中根据主观需要进行截取或打乱、比较,结果自然是“莫衷一是”。因此,为统一我国对影子银行的认识,还须重新回到这一概念的原本语境,“知其然并知其所以然”“充分了解其中的种种考量”和“界定影子银行背后的理念”。^①总的来说,影子银行的定义(definition)本身不长,但要真正理解概念(concept),就须理解每一个定义配套的界定影子银行范围的方法和其关注的影子银行的特点和风险,有一个成体系的整体认知。

抽象而言,定义影子银行无外乎从两个角度出发:一是从实体机构的角度(entities-based/institutions-based),二是从业务功能的角度(activities-based/functions-based)。^②这两种定义思路实际上就是源于金融监管的两个视角:机构监

^① 参见王兆星:“影子银行及其治理的再思考”,载《中国金融》2015年第7期。

^② 如国际货币基金组织(IMF)2014年发布的《全球金融稳定报告》中对影子银行的定义进行了一个粗略的梳理,主要以“从业务活动出发”“从实体机构出发”“兼顾业务和实体”标准对各种定义进行了大致分类。但是它们主要是从字面上来区分的,即定义中列举了什么(是只有机构还是只有业务,抑或二者兼而有之),就将该定义划归到哪一类。笔者认为,其实细细深究,“兼顾”类定义从本质上还是会被划归到“业务”类或“实体”类,

视角 (institutional perspective) 和功能监管视角 (functional perspective)。^① 具体而言, 笔者认为, 可以将影子银行概念的历史沿革划分为三个时间段: 1. 2007—2010 年“基本认清”阶段, 此阶段对影子银行的研究主要集中在美国的资产证券化链条; 2. 2011—2013 年“认识扩展”阶段, 这一时期, 特别是在金融稳定理事会 (Financial Stability Board, FSB) 的推动下, 影子银行概念扩展适用到美国以外的经济体, 各国家和地区也在此基础上纷纷开展相应的监管改革; 3. 2014 年至今“认识反思”阶段, 这一阶段, 随着改革实践的具体落实, 监管者发现了以原概念定义为基础进行监管存在的漏洞与问题, 因此对原概念进行了调整。

(一) 2007—2010 年“基本认清”阶段：主要基于实体机构角度

通说认为, 太平洋投资管理公司 (PIMCO) 执行董事 Paul McCulley 于 2007 年最先提出了“影子银行体系” (shadow banking system) 这一称谓,^② 用以描述那些“游离于监管体系以外, ‘有银行之实但无银行之名’ 且增加了资金杠杆的投资通道、工具、结构”的“大杂烩” (whole alphabet soup)。^③

起初“影子银行” (shadow banking) 概念被简单统归至“非银行金融机

接上页注②

管具体将在下文进行细述。See IMF, *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking—Curbing Excess while Promoting Growth*, Oct 2014, p.91, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/text.pdf>, 最后访问时间: 2017 年 3 月 1 日。

① See Dwight B. Crane, et al., *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, 1995; Robert C. Merton, *A Functional Perspective of Financial Intermediation*, 24 *Financial Management*, 1995, p. 23.

② 也有学者认为, “影子银行体系”最早是由剑桥大学经济学教授 Geoffrey Ingham 在 2002 年 OECD 出版的《货币的未来》一书中提出的, 当时是对从事地下外汇交易业务各种机构的统称, 与现在的概念大不相同。参见唐红娟: 《影子银行体系金融创新功能研究》, 中国社会科学出版社 2014 年版, 第 4 页。

③ See Paul McCulley, *Teton Reflections*, *PIMCO Global Central Bank Focus*, Sep 2007, <https://www.pimco.com/en-us/insights/economic-and-market-commentary/global-central-bank-focus/teton-reflections>, 最后访问时间: 2017 年 3 月 1 日。

构”项下。^①然而随着相关研究的深入,这一概念下又有了“体系”和“机构”的区分。其中,影响力较大的研究是纽联储的 Pozsar 等,他们主要以影子银行指代引发次贷危机的证券化 (securitization)。该研究将“影子银行体系”定义为“执行信用、期限和流动性转换且没有央行提供流动性保障的复杂的信用中介链条 (a daisy chain of credit intermediaries)”。这一链条完成了“从贷款发起 (loan origination) 到批发融资 (wholesale funding)”的过程,具体包括政府支持型 (government-sponsored)、金融控股集团内部型 (financial holding companies, FHC-internal) 和多样化证券经纪商^②外部型 (diversified broker dealers, DBDs-external) 三类子系统。牵涉在这个体系内的金融机构或实体就是影子银行机构 (shadow banks), 如投资银行、信用对冲基金、货币市场共同基金 (money market mutual funds, MMMFs)、单线保险公司 (monolines)、结构性投资工具 (structured investment vehicles, SIVs)、资产支持商业票据 (asset-backed commercial paper, ABCP) 通道、政府支持企业等。^③耶鲁大学的 Gorton 和 Metrick 同样持此观点。^④

① 如 McCulley 在 2009 年给出的正式定义,他认为影子银行是与传统、正规、受监管的商业银行体系相对应的金融机构,包括投资银行、对冲基金、货币市场共同基金、单线保险公司、结构性投资工具等;它们筹集到的大多是期限短、不稳定的资金,游离于联邦政府的监管体系之外,不能向央行申请再贴现,也不能加入存款保险制度。Krugman 将影子银行定义为“采用高杠杆财务操作,持有大量复杂金融工具的非银行金融机构”。See Paul McCulley, *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, Research Foundation of CFA Institute, May 2009, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2009.n5.15>, 最后访问时间:2017 年 3 月 1 日。See Paul Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, 2009, pp. 153 - 154; See Ben S. Bernanke, *Economic Policy: Lessons from History*, April 2010, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100408a.htm>, 最后访问时间:2017 年 3 月 1 日。

② 主要即投资银行控股公司 (investment bank holding companies)。

③ See Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of N. Y. Staff Report, No. 458, Jul 2010, http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf, 最后访问时间:2017 年 3 月 1 日。

④ Gorton 和 Metrick 认为,影子银行体系是与传统银行具有相同功能,但参与者名称不同、监管薄弱或监管不存在的体系,包括:投资银行、货币市场基金和抵押贷款经济商等类似机构,一些像出售—购买协议 (如回购协议, Repo) 一样古老的合同形式,以及如资产支持证券 (ABS)、担保债务凭证 (CDO) 和资产支持商业票据等让人难以理解的金融工具。See Gary Gorton and Andrew Metrick, *Regulating the Shadow Banking System*, Oct 2010, available at

总的来说，这一阶段讨论的影子银行概念主要局限于美国，特别是证券化，^① 更具特殊性。不过，这一阶段的研究对我国却产生了深远的影响，我国其后言及影子银行，仍先入为主地将其与证券化等同或以证券化为典型。^② 自此出发，这些研究轻易得出“中国金融市场尚未那么发达，没有西方的影子银行”的结论，并另树起了“中国特色”的“影子银行”概念。笔者将在本文第四部分详述，这“拿来主义”虽行的顺手，其实早就偏离了影子银行概念的本意。

（二）2011—2013 年“认识扩展”阶段：基于实体角度关注业务活动

2011 年，FSB 首次发布报告界定影子银行的范围，^③ 在其推动下，影子银行的研究视野走出了美国。此时，原适用于美国的影子银行概念便显得缺乏普遍性。一方面，其他国家的金融市场没有发展出像美国一样具有相当规模的、复杂的且足以危及金融稳定的证券化市场；另一方面，影子银行体系在不断演化（evolving）。^④ 因此，这一阶段的影子银行逐步演变成一个兜底性概念，倾向于宽泛表述（表述上兼顾实体和业务），意将各国家和地区的多元化样态都

接上页注④

SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676947. See also Gary Gorton and Andrew Metrick, *Securitized Banking and the Run on Repo*, Jun 2012, available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440752, 最后访问时间：2017 年 3 月 1 日。

① 早年，学者更关注证券化的理由主要有三：第一，危机肇始于证券化链条的挤兑，证券化因而受到广泛关注；第二，证券化是金融创新的代表性产物，它有力印证了明斯基金融不稳定假说和私人杠杆循环（private leverage cycle）理论；第三，证券化产品的数据是现成的，可供监管者在短时间内分析得出危机发生的结论并推行相应的监管改革。See Daniela Gabor, *The Power of Collateral: The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis*, May 2012, p. 1, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2062315>, 最后访问时间：2017 年 3 月 1 日。

② 对此，可参见易宪容：“‘影子银行体系’信贷危机的金融分析”，载《江海学刊》2009 年第 3 期；张坤：“影子银行：商业银行的机遇与挑战”，载《新金融》2012 年第 6 期。

③ See FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issue*, Apr 2011, http://www.financials-stability-board.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf, 最后访问时间：2017 年 3 月 1 日。

④ 如英格兰银行的 Tucker 所说，“我们将在未来面对影子银行系统新的变化形态，宽泛的含义能够灵活地随着时间的推移将发展变化包罗在内”。See Paul Tucker, *Shadow banking, financing markets and financial stability*, Jan 2010, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2010/speech420.pdf>, 最后访问时间：2017 年 3 月 1 日。

囊括其中。

FSB 奠定了研究影子银行的体系化视角,并给出了广义和狭义的影子银行体系定义的“两阶段式分法”(two-stage approach):广义的影子银行体系(system-wide),指(全部或部分)游离于传统银行体系之外的信用中介(包括实体和活动);而狭义的影子银行(entity/activity-based),则指游离于传统银行体系之外,并可能引发系统性风险和监管套利的信用中介体系(包括实体和活动)。其中,系统性风险主要由期限/流动性转换、有瑕疵的信用风险转移和高杠杆引发。^①虽然该定义在表述上兼顾了实体和业务,但从FSB采用的与其定义配套的具体监测方法^②上可以看出,此阶段FSB提出的影子银行概念本质上还是以实体机构为切入点。首先,广义划分(macro-mapping)方法,主要收集非银行金融中介机构部门中的“其他金融中介”(Other Financial Intermediaries, OFIs)^③的资金流(flow-of-fund)数据,^④框定广义规模;其次,限缩范围(narrowing-down),刨除用以自我证券化(self-securitization)^⑤的金融资产、已纳入银行审慎并表监管覆盖范围的业务(如银行自设的SPVs)及不直接涉及信贷中介的实体(如私募投资基金),基本是基于机构之上的简单加减。

① See FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issue*, Apr 2011, http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf, 最后访问时间:2017年3月1日。

② 可至FSB官网<http://www.financialstabilityboard.org/>查询“Global Shadow Banking Monitoring Report”(2011—2014)。

③ 其他金融中介,就是除下列机构以外的所有金融机构:银行、保险公司、养老金、公共金融机构、中央银行和一些金融辅助机构(financial auxiliaries),如荷兰的特殊金融机构(special financial institutions, SFIs),其主要是非金融的公司为避税且吸引外部投资、促进集团内部交易而注册设立,绝大部分未涉及影子银行业务。最后剩下的主要就是证券经纪商、结构性金融机构、对冲基金、财务公司和货币市场基金和其他投资基金。它基本等同于广义影子银行体系。

④ 资金流数据,是指金融系统内部资产(intra-financial system assets)数据,如非银行机构间融资的资产数据;或本国/地区影子银行体系(即等同于OFIs)提供给非金融商业、个人家庭、政府的融资规模。See Joshua Gallin, *Shadow Banking and the Funding of the Nonfinancial Sector*, Federal Reserve Board Working Paper, May 2013, <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201350/201350abs.html>, 最后访问时间:2017年3月1日。

⑤ “自我证券化”是FSB创设的词汇,指代那些仅为了向央行融资而利用证券进行抵押的、没有向第三方投资者出售的意愿证券化活动。这些证券化产品都是由银行下属的特殊目的机构发行的,目前在澳大利亚、英国等国家存在。

此后，FSB 的影子银行概念基本为西方发达经济体的监管者所采纳。^① FSB 概念的提出主要是服务于其监测目的，实质上也是旨在配合彼时美欧各国准备“大刀阔斧”推行的金融监管改革及满足发达经济体维护其国际金融秩序规则制定者地位的需要（容后详述），因此表面上尽可能地将传统银行体系外的金融中介业务都兜到广义影子银行概念项下。^② 在此阶段，于监管者层面以外，许多学者在研究中也倾向于扩张影子银行概念的射程范围，如杜克大学的 Schwarcz 认为影子银行本身是 SPVs、金融公司、对冲基金、共同基金、投资银行、政府支持企业等非银行金融机构，而影子银行体系包括影子银行提供的金融产品和服务，还包括用以提供这些产品和服务的金融市场。^③

（三）2014 年至今“认识反思”阶段：主要基于业务活动角度

早在 2010 年，英格兰银行的 Tucker 就提出功能分析的视角，认为影子银行应指“那些单独或合作，复制（replicate）商业银行核心特征（提供流动性、期限错配和高杠杆）的工具、结构、企业和市场”，只有具有这三个功能特征

① 如欧盟央行的 Bakk-Simon 等即沿用了 FSB 的二分法。他们将影子银行定义为：在传统银行体系之外相关信用中介流动性和期限转换的活动。因为欧盟央行没有资金流数据，他们框划了测算欧元区广义影子银行的数据来源（货币市场基金和其他金融中介）：（1）“欧元区账户（Euro area account, EAA）”的“其他金融中介”项目，包括除“货币金融机构（monetary financial institutions, MFIs）”项目（主要是受监管银行系统的数据，包括中央银行、信用机构和货币市场基金）和“保险公司和养老金”项目以外其他全部金融机构。（2）货币数据，它提供了货币市场基金的完整、实时的数据，以及一部分属于 OFI 项目的机构 [投资基金和从事证券化业务的金融机构公司（Financial Vehicle Corporations, FVCs）] 的表内和现金流数据。但是，货币数据和 EAA 数据两者不可简单合并，因为它们适用不同的测算要素和方法指引。而狭义的，他们主要关注证券化、货币市场基金、回购和对冲基金。See Klára Bakk-Simon, Stefano Borgioli, Celestino Girón, Hannah Hempell, Angela Maddaloni, Fabio Recine and Simonetta Rosati, *Shadow Banking in the Euro Area: An Overview*, ECB Occasional Paper Series, No. 133, Apr 2012, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecboep133.pdf>, 最后访问时间：2017 年 3 月 1 日。

② 如黎四奇所言，这种扩张的一个重要原因是源于对金融危机恐惧而产生的“零容忍”监管意识及监管权力借机扩张的真实意图。参见黎四奇：“对后危机时代影子银行监管的冷思考”，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2014 年第 8 期。笔者将在下文细述，这或许是美欧监管者想要表现自己“零容忍”监管意识的一种政治姿态。

③ 参见 [美] 斯蒂文·施瓦茨（Steven L. Schwarcz）：“监管影子银行系统”，张洁莹、姬晴柔译，载《交大法学》2013 年第 3 期。