

## 降低系统性风险

——证券监管机构的角色\*

国际证监会组织技术委员会 文

上海证券交易所资本市场研究所 译

### 【内容简介】

这篇讨论稿由国际证监会组织(IOSCO)技术委员会(TC)撰写,主要讨论了证券监管机构在促进金融市场稳定中应扮演何种角色。特别的是,本文提供了有关被监管机构用来识别、监督、降低与管理系统性风险的监管工具的介绍与指导意见。

从证券监管机构作为市场诚信监管者的特定视角来看,证券监管机构在应对系统性风险的过程中扮演着极为重要的角色。为此,IOSCO已经将证券监管机构的三个核心目标之一设定为降低系统性风险。最近发生的金融危机导致证券监管机构更加强调系统性风险与金融稳定。

在2010年6月,IOSCO采用了证券监管机构的新原则,包括需要监视、降低与管理系统性风险过程,以及需要回顾监管覆盖面程度。<sup>[1]</sup> IOSCO也创

---

\* 本稿仅为国际证监会组织技术委员会讨论稿。

[1] IOSCO的目标与证券监管机构的原则,2010年6月,参见<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>。

建了系统性风险(工作组)的工作组来考核证券监管机构在应对系统性风险中作用。作为该工作组交付的核心报告,这篇论文主要的目标在于:

- 促进有关系统性风险和证券监管机构职责交互方式的讨论。
- 洞察 IOSCO 和证券监管机构应当如何识别、监视、降低与管理系统性风险。

促进金融稳定是监管界的共有责任。证券监管机构、审慎监管机构和中央银行都在运用与配备各自支配范围内的不同工具方面起着重要的作用。识别风险的本质在很大程度上将是指导选择哪些工具来最有效的处置系统性风险。

由于证券监管机构的职责与持续的监督,他们在评价某些特定的系统性风险关注方面拥有大量的优势。比如,通过他们对透明度与披露方面传统的关注,能够使证券监管机构可以较好地实现市场参与者、投资者与监管者之间恰当的信息传递。

这篇论文透露出来的一个重要信息就是证券监管机构决定发展更加稳健的监督和监管框架,该框架强调:

- 不论适用于透明度与信息披露的监管水平如何,各市场间要有更强的透明度与信息披露,以及监管范围的扩展。
- 金融创新的方法,这种方法是为了更好地理解与金融创新相关联的潜在风险和权衡好不受约束的创新与过度监管之间的关系。
- 增加内部资源,致力于监督市场发展和识别突发的风险。
- 与国内外其他监管机构(审慎监管机构、中央银行和自律性组织等)合作建成一个更加稳健与协调的框架来促进金融体系稳定。

本文旨在提供指导意见而不是一系列要求。因而,根据自身权限、本国监管架构以及证券市场的相对规模与特征,每个 IOSCO 会员将需要决定自己的应对措施。因而单一的监管机构需要评估他们的应对规模和充分借鉴监管界其他成员工作方法的程度,而不是简单复制。

包括全方位的监管者和那些聚焦于行业的监管者在内,IOSCO 的会员有各种不同的监管模型。除此之外,大量的国家采用了在一个特定机构或者论坛内的协调框架来研究和监督系统性风险。因而,不论其来源如何,这篇论文的目的旨在识别出监管机构本应了解的工具和信息。

这篇讨论稿一开始讨论了证券监管机构在处理系统性风险中所扮演的角色,并以此作为背景。从最近的金融危机中我们可以汲取大量的教训,这将有助于明确证券监管机构的角色。在世界范围内已经发生了许多变化,这些变化旨在加强监管基础性架构和积极处理系统性风险的能力。基于此,IOSCO 在协调监管机构活动和为证券监管机构建立最佳实践方面扮演着极为重要的角色。

在第二章中,本文描述了系统性风险在证券市场中发展的一些主要模式。本文也强调了证券监管机构思考系统性风险传播途径的重要性,系统性危机的相关效应能够通过这些途径在金融体系和实体经济间传播。对风险发展与传播的理解无疑将便于监管机构在研发识别方法和有效处置突发系统性风险中发挥作用。

在第三章中,本文为证券监管机构提供了一些用以识别系统性风险来源的方法与指标。在很大程度上,证券监管机构将能够充分利用其他监管机构的工作,以致力于证券市场的系统性风险的识别活动。对于证券监管机构而言,通过使用定性信息(通过一般的市场监察,产品回顾和证券发行以及商业行为监督)和定量数据(微观与宏观层面的指标),识别或研发自身的风险识别指标是很重要的。

最后,本文为证券监管机构提供了有关降低系统性风险发生的概率和降低其冲击所能采取行动的指导意见。证券监管机构能考虑使用的工具包括提高透明度的措施、商业行为规则、组织化、审慎和治理要求以及紧急处置权。在有些情况下,证券监管机构将不得与其他监管机构合作,并提高风险意识。这些措施的目的是提升市场环境,在这样的环境下市场参与者具有更大的能力和内在动机来管理风险和恰当的为风险定价。

本文的基本目标是概括出监管机构能采取的一般方法,以及鼓励对证券监管机构在处置系统性风险中发挥何种作用进行更深入的讨论。考虑到这个话题的讨论将会持续下去,IOSCO 将会为证券监管机构之间以及更广泛的监管界和其他利益相关者之间的对话提供持续的便利。

这个系统性风险方面的工作组是由魁北克省金融市场管理局(Autorité des marchés financiers of Québec)与安大略证券委员会(Ontario Securities Commission)共同主持。

## 第一章 证券监管背景下的系统性风险

本章阐述了证券监管机构在应对系统性风险中所扮演的角色,主要内容包  
括:(1)从系统性风险的角度看,我们从以往的历次金融危机中吸取的教训;  
(2)证券监管机构在系统性风险的过程中扮演的角色;(3)国际证监会组织  
(IOSCO)在维持金融系统稳定过程中扮演的角色,以及对系统性风险的监  
管原则。

### 一、介绍

2007年的全球金融危机对广大投资者与金融监管机构而言是一件严重事件,对全球实体经济产生了巨大的影响。此次危机的发生,使市场参与各方开始质疑现行监管模式的许多基础性假设。

对于一些证券监管机构来说,这些质疑凸显出目前被广泛认可的证券监管概念框架已宣告失败,需要在危机的背景下进行重新思考。另一部分证券监管机构则认为,此次危机所引发的市场质疑并未对危机前的监管框架有实质性的挑战,而还有观点认为,即便在金融危机前,也并不存在被广泛接受的证券监管概念框架。

尽管存在分歧,此次金融危机为证券监管机构提供了值得汲取的深刻教训,充分说明证券监管机构的实践需要作出相应改变,以解决这些事件中凸显出的问题。

对此次金融危机达成共识的重要因素之一是证券监管机构必须懂得自身在处置系统性风险和维护金融稳定中的角色定位和作用。证券监管机构需要考虑,如何充分发挥商业行为监管和维护透明、公平高效的这些核心功能,以监测和降低证券市场系统性风险,并反过来进一步促进这些核心功能的发挥,以及如何更好地使用证券监管的核心工具,来解决系统性风险有关问题。

从这个角度讲,证券监管机构的思考与其他后危机时代的工作是一

致的。应对金融稳定面临的风险是次贷危机后的三年时间以来,国际金融机构、各国政府和各行业监管机构工作中十分重要和统一的一个主题。

系统性风险对市场影响的强度、传播速度和影响时间的不断提升,凸显了证券监管机构扩大传统金融监管工具使用范围以及引入宏观审慎监管因素(指那些触发系统性风险的变量)来加强市场监管的必要性。证券监管当局正在努力提升自身对市场系统性风险的理解,强化自身识别风险、控制风险和降低风险的能力。目前,上述工作大多由国际金融机构[如国际货币基金组织(IMF)、金融稳定委员会(FSB)与国际清算银行(BIS)]、中央银行和审慎监管机构在《巴塞尔协议Ⅲ》下主导实施。

在2009年4月,G-20集团各国领导提出一种宏观审慎的监管框架,以完善全球证券系统的监管模式,减少系统性风险对市场的影响。该监管框架要求所有的金融监管当局必须考虑如何实现金融稳定并发展有效的监管工具来处置系统性风险。<sup>[2]</sup>作为金融稳定论坛的后继工作成果之一,金融稳定委员会(FSB)于2009年4月成立。金融稳定委员会的主要工作为,采取各种措施来应对金融脆弱性,以及发展和实施相关监管措施和其他相关政策。

在2010年6月举办的多伦多峰会上,<sup>[3]</sup>G-20集团各国领导纷纷承诺会降低证券市场的系统性风险。同时,他们也承诺会在不同领域内加强工作,包括对系统性风险的辨识、信息共享,以及加强系统性重要金融机构(SIFIs)监管工作。

与国际监管发展一致,本文重点讨论了证券监管机构通过从这次危机中吸取教训所得的实践意义。

---

[2] *Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency*, G-20, March 2009, 载 [http://www.g20.org/Documents/g20\\_wg1\\_010409.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_wg1_010409.pdf)。

[3] “最近的金融波动强化了我们的决心,要共同努力完成在金融市场中的弥补与改革。我们需要构建更加富有弹性的金融体系,来满足实体经济的需求,降低道德风险,限制系统性风险的累积,和支持强劲稳健的经济增长”,参见G-20国多伦多峰会宣言G-20, 26-27 June 2010, 载 [http://www.g20.org/Documents/g20\\_declaration\\_en.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf), 可供下载。

## 二、证券监管的传统模式

### (一) 国际证监会组织的目标与证券监管原则

在1998年亚洲金融危机后,国际证监会组织(IOSCO)制定了IOSCO的监管目标和监管原则,<sup>[4]</sup>并在2003年进行了修订。IOSCO提出了对证券市场、市场中介、证券发行人和集合投资计划等相关市场参与者进行监管的基本框架。IOSCO希望通过该框架能为证券监管机构提供高水准的工作指导。目前,这些监管原则和监管框架已经成为证券行业重要的监管标准。

IOSCO提出的监管原则以综合方法论作为理论支撑,<sup>[5]</sup>IMF与世界银行通过金融部门评估规划(FSAP),利用方法来分析各国证券监管机制。此外,该方法论也被金融稳定委员会(FSB)作为同行评论标准使用。

IOSCO提出的监管原则认为证券监管机构肩负的首要责任是维护与促进证券市场的诚信、效率与公正,以及保护投资者免遭知情交易者利用信息优势、内幕信息获取不正当收益。此外,IOSCO提出的监管原则也明确了证券监管机构应在维持市场信心和提升市场透明度方面起到重要作用。

这些监管原则主要强调了全面的信息披露与市场约束,通过监管支持,以保护投资者和提升市场信心,也强调了商业行为监管和公司治理在保护投资者、处理管理层与投资者利益冲突中的重要性。

这些监管原则明确指出系统性风险的影响以及证券监管机构防范与控制系统性风险的重要性。<sup>[6]</sup>值得一提的是,本次全球金融危机带

[4] *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, 载 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>, 可供下载。

[5] IOSCO的目标与证券监管原则的综合方法论参见 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD266.pdf>。

[6] 证券监管机构的三个核心目标之一就是降低系统性风险,第30条原则就与减少系统性风险有关。

给我们的最大教训之一就是证券监管机构一般对系统性风险重视程度不够。

## (二)对系统性风险关注不足

在金融危机前证券监管机构的行为和 IOSCO 的监管原则反映出证券监管机构在证券监管工作中对金融稳定性缺乏足够的洞察力。在许多情况下,证券监管的关注动态也反映了金融与经济监管的基本架构。

大多数货币管理当局关注货币市场和信用市场工具的金融稳定,金融监管当局更关注个人金融机构的稳健程度与金融市场的健全度,因此,证券监管机构有必要从金融市场稳定的视角来考虑金融市场如何发展。然而,上述观点并未得到市场的一致认同。有关金融市场发展对金融机构稳健性和金融系统稳定性影响的研究并不多,这导致证券监管机构在识别与应对宏观审慎问题方面并未发挥显著的作用。

不过,我们认为通过监管机构间的合作来确保金融稳定具有一定的可行性。在各自职权管辖范围内,审慎的监管机构与货币当局能够通过信息共享、压力测试等与银行系统进行合作。对个人金融机构监管的关注并不意味着要限制监管机构对这些实体机构风险分布和风险预测等方面的研究与协调工作。

## 三、次贷危机对证券监管机构的教训

本次危机表明尽管证券监管机构传统的信息披露与商业行为监管职能对降低系统性风险起到了积极贡献,但是对此方面的监管并非仅仅在金融危机发生时才专门启用,它也不能充分阻止系统性风险出现并对金融稳定造成威胁,特别是当这些风险出现在传统披露与商业活动监管不能充分适用或者不能充分、不足够发挥这些功能的暗区时。在金融危机期间,大量的威胁金融稳定的影响因素未被当时占主导地位的商业活动监督与披露监管实践所充分的转移。

举例如下:

1. 非银行金融机构的作用(证券监管机构作为主要的监管者)。与银行机构一样,部分非银行金融机构在制造与传播系统性风险方面具有

类似的作用,但是这些机构并未受到相应强度的监管。

2. 全球市场的互联关系。银行系统与资本市场日益增长的互动和在系统内相互交流的水平并未被监管机构与市场参与者理解和监督,因而,相互联系所放大的风险未被市场合理地进行定价。

3. 并未在风险承担方面起到激励作用的资本要求和审慎标准。市场参与者有动力将其商业活动转移到监管少、披露少的系统中去,这抵消了现有监管体制的有效性。

4. 产品的复杂程度。为了解决信息不对称与市场参与者之间的利益冲突,需要一定程度的信息披露与市场监管,但是产品的复杂性对此产生了负面影响。在现有的可行的披露水平下,包括专业投资者与市场监管者在内的特定的市场参与者对复杂投资的内生风险缺乏足够的了解。

5. 产品创新。不管产品创新给投资者带来的收益如何,对于从事复杂金融活动的机构投资者而言,产品创新使机构的风险管理更为复杂,并且由于市场互联关系日益增长,产品创新增大创新产品的披露成本,放大了特定市场中各类规模和各类功能机构投资者的问题,导致风险在金融系统内不同部门间进行扩散。对与新产品有关风险的不充分披露进一步恶化了上述问题,而且对风险缺乏了解也导致了披露不充分。

6. 管理冲突。目前,管理金融机构特别是大型金融集团利益冲突越来越困难,成本也越来越高。一些特定的金融市场看门人(gatekeeper),特别是信用评级机构,未能受到足够的(声誉)约束,而且它们对机构、产品和战略的风险评估,而非内部风险评估,被市场过分依赖。

7. 金融市场周期以及监管机构与市场参与者的顺周期性行为倾向。

8. 场外市场风险。场外市场透明度不足,稳固的基础架构缺乏,这损害了市场对此次危机高度的信心,增加了交易对手方的担忧,降低了市场流动性,因而进一步恶化了此次危机。

由于证券监管机构不能有效处理上述问题,导致市场产生了一系列后果,具体包括以下几点:

1. 对信心、信息流和风险的分布有显著的冲击的特定业务活动,在许多管辖范围内未被监管(如信用评级机构);

2. 人们并未充分关注作为单个机构的业务活动导致的负面外部性



问题和风险的系统性影响风险累积(这需要国际监管机构组织以及G-20集团的领导所强调的宏观审慎监管框架);

3. 在此次全球金融危机发生前,许多证券监管机构在自身管辖权限内并未去评估市场系统性风险的状况,而是通常将注意力集中在投资者保护与市场诚信建设方面。也并没有将评价市场系统性风险作为他们分内工作职责。在有些情形下,存在一种对系统内的风险以及为了通过市场管制、信息披露和公司治理来限制那些未被审慎评估的各类风险行为而被传统监管机构采用的不充足或不完全的监管工具的误解。

#### 四、危机后证券监管机构的应对措施

在次贷危机发生后,国际机构和监管组织的工作主要集中于评价对金融稳定性造成影响的风险。本部分主要阐述这些应对措施,概括了IOSCO与证券监管机构如何进行应对。

##### (一) 国际范围内的近期工作

##### 1. 系统性风险的定义与测度

在2009年,IMF、FSB以及BIS提出一种方法来评估“系统重要性”。<sup>[7]</sup>他们首先提出将“系统性事件”定义为“一种产生瓦解金融服务的风险”,这种风险一是由全部或者部分金融系统的损害引起,二是由于有潜在可能对实体经济产生负面冲击。

它们随后概括出具有“系统重要性”的公司、市场与金融工具的三个主要标准。这三个主要标准分别是规模(由金融系统内个人业务组成的金融服务总量)、替代性(在出现市场危机情况下金融系统内其他组成部分所能提供的相同金融服务的程度)与互相关联性(与金融系统内其他组成部分的关联性)。他们认为,基于这三条标准,在评估时,还要

---

[7] *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations and Background Paper*, October 2009, 载 <http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>.

参考金融的脆弱性(杠杆、流动性风险、期限错配与复杂性)及处理金融倒闭问题的各类机制框架(包括市场基础框架)。这些指导原则提供了早期的一些概念性框架,并且这些概念性框架已经成为监管机构和类似部门工作的参考基准。然而,由于证券市场的特性,以及除了数量标准之外测度评估这些金融工具之外还包括其他标准,在实践中市场参与者如何使用上述指导原则仍旧面临着挑战。

包括保险、对冲基金和货币市场基金在内的各行各业纷纷提出了各自的行业观点,这些最初的建议逐渐得到扩充,引发了特别的担忧(如高频交易或者信用违约互换市场的系统性方面的问题)并反映了行业观点(特别明显的是,关于系统重要性与系统性风险以及大型金融机构的利益之间的区别)。他们讨论了系统性风险的不同纬度,如行业集中度的冲击、风险传染机制、集体性行为的特征(羊群效应、拥堵交易和市场冻结),而这些不同纬度的系统性风险大多与证券监管机构有关。与金融系统风险的潜在冲击和波及范围相比,系统性风险的时间维度是又一个必须考虑的重要因素,这是与顺周期的金融监管行为密切相关。哪些不同的建议凸显了我们正在思考的风险的复杂性与多样性。

IMF、BIS、中央银行、学术界以及其他一些人都付出巨大努力来完善系统性风险来源的识别方法,改进系统性风险预警机制(如使用压力指标和风险地图等)。通过测量个人对系统性风险的贡献,改进对贯穿金融系统(如网络模型、co-risk 和违约聚类模型以及资产组合分析法)的各种传染效应的理解,金融系统新的方法论得到了检验。与这一工作相联系,除了建议加强数据搜集外,<sup>[8]</sup>FSB 与 IMF 还出版了信息鸿沟地图来甄别系统性风险来源(特别的,有关金融机构间相互联系信息的收集,包括金融系统内监管真空区域)。撰写报告、提供分析和信息交换所需数据类型和数据范围(从宏观与金融机构层面),以及数据搜集成本,对监管机构和行业而言已经成为一个巨大的挑战。

---

[8] *The Financial Crisis and Information Gaps*, FSB/IMF, October 2009, 载 [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_091107e.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107e.pdf); *Systemic Risk Information Study*, SIFMA, June 2010, 载 [http://www.sifma.org/regulatory/pdf/SIFMA\\_Systemic\\_Risk\\_Information\\_Study\\_June\\_2010.pdf](http://www.sifma.org/regulatory/pdf/SIFMA_Systemic_Risk_Information_Study_June_2010.pdf)。

## 2. 新审慎框架和对系统重要性金融机构的监管和审视

对银行系统审慎监管框架的修改是防范金融系统风险累积的一个重要步骤。测量方法包括寻求资本(数量与质量)的增加、对市场风险等特定风险进行更准确的测度,以及对信用对手方风险的处理等措施。其他一些修改旨在处置和规模、杠杆率或互联性相关的风险,以及降低顺周期性和系统性风险的形成(如建议采取反周期资本缓冲)。上述修改也给那些可能带来系统性风险的产品与金融机构提供了新的监管框架。比如,新监管框架鼓励通过中央对手方(CCPs)来为OTC市场衍生品交易提供清算服务。从次贷危机后,市场开始出现了结构化趋势,为了降低中央结算风险,上述激励措施将支持重要的国际化趋势[国际证监会组织(IOSCO)的技术委员会与支付结算体系委员会(CPSS)现有工作就是修改中央对手方(CCPs)的标准]<sup>[9]</sup>

为了通过不同方法来确保资本损失吸收能力,FSB正在增加额外的工作来评价系统重要性金融机构(SIFIs)的风险。一个主要的挑战就是定义那些系统性重要机构,以及如何管理相关的道德风险。为了减少系统重要性金融机构的道德风险,全世界的监管机构正在国际层面加强国际监管合作,完善危机管理和解决工具。

## 3. 设置新机构以加强宏观审慎监管

特别的新机构设置已经被证明了能够加强系统范围的监视,帮助应对金融危机期间的一些挑战。比如,美国专门成立了金融稳定监督委员会(FSOC),欧洲成立了欧洲系统风险委员会(ESRB)。这些机构负责识别系统性风险,防范监管漏洞以及在监管范围之外的风险。不论是FSOC,还是ESRB都在致力于相关的工作。目前,包括英国、法国、德国、西班牙、中国香港地区以及巴西等在内的多个国家与地区也都成

---

[9] CPSS - IOSCO Review of Standards for Payment, Clearing and Settlement Systems 2 February 2010, 载 <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS177.pdf>。

立了系统性风险委员会。证券监管者是这些机构的会员。<sup>[10]</sup>

不论是现有的组织架构,还是新的组织架构,均是为了把微观审慎与宏观审慎模式结合起来,便利监管机构之间的合作。正在进行的数据搜集工作,将为这些多样的系统性风险体提供支持。此外,数据搜集工作也考虑了国际关联程度以及跨部门、跨市场等事宜。

至今,证券监管机构参与讨论的程度非常有限,部分原因在于机构面临的相关市场风险非常散乱并难以追踪,还有部分原因在于证券监管机构往往并非处于考虑金融市场稳定问题的第一线。然而,在次贷危机后,证券监管机构关注的改革通过聚焦特定的系统性风险的脆弱性和潜在来源,对金融市场的稳定提供了帮助。这些都表明了证券监管机构和IOSCO开始尖锐的聚焦于系统性风险这个关键点上。

## (二)修正后的证券监管模式

### 1. 修改后的IOSCO原则

在此次金融危机后,IOSCO修正了监管原则,为如何处理此次全球金融危机引发的诸多问题提供了指导建议。修改内容包括增加了8条新原则和对现有原则许多修改。FSB和G-20都已注意到这些相关的改动。

特别需要关注的是IOSCO提出的两个新原则,其中原则6涉及系统性风险的识别、评估和控制等问题;原则7是则是关于监管视野的问题。此外,IOSCO正在考虑研究出合适的方法来支撑其提出的相关原则。本文正是为了上述目的而被撰写。上述新原则被归入与证券监管机构业务相关的8条原则中,且与证券监管的第三个目标——降低系统

---

[10] 比如,在欧洲,除了各国的监管机构,新成立的欧洲证券及市场管理局(ESMA)是ESRB一般的监管业务的领导者;在美国除了审慎的监管机构以及财政部外,CFTC与SEC等市场机构就在FSOC中参与风险评估工作。在巴西,财政部在2006年成立了一个委员会,金融体系、资本市场、私人保险与社会福利监管委员会(COREMEC),来协助与改善联邦机构的工作绩效,管理与控制好金融体系相关的活动。COREMEC最近设立了筹划指导委员会,要报告市场参与者对金融体系造成的风险,以及明确四个监管机构联合行动的需求来确保金融稳定。其他一些区域已经有了正式或非正式的机构间协议,可以允许监管者、中央银行、政策制定者来监视金融市场中跨两个或多个部门的风险。举个例子,澳大利亚的金融监管机构议会在危机前与危机中就扮演这样的角色,在今后也会这么继续下去。

性风险相关。<sup>[11]</sup>此外,在未来五年内,IOSCO决心在组织战略、使命与目标方面将系统性风险的识别与控制有机结合起来。

原则6以及IOSCO认可的相关评论如下:

在适当的授权范围内,监管机构应该在监督、降低与管理系统性风险过程中有所作为。

系统性风险指在对金融体系甚至更广泛的实体经济产生影响的任何潜在的能蔓延开来的负面效应。能够引起系统性风险的因素可能包括在特定投资产品的设计、分布或行为、被监管实体的活动或破产、市场崩溃,或对市场整体性的损害。由投资者保护标准不高、监管执行不严、信息披露不充分、决策机制不完善等问题所引起的系统性风险会逐渐损害证券市场的信用。

监管机构应当在跨区域监管、降低和精确管理风险的监管过程中有所作为。这一过程会因市场复杂程度的不同而有所变化。监管机构要特别关注投资者保护、市场诚信以及恰当的市场商业行为,并将这些作为降低系统性风险的主要因素。

原则7以及IOSCO认可的相关评论如下:

监管机构应当参与到常规性的监管审查过程中,或对此过程有所作为。

监管机构应该采取或参与到对市场和市场参与者行为严格的常规审核流程中,这样便于识别和评估那些市场上潜在的对投资者保护、市场公正、市场效率、市场透明度以及金融体系会产生负面影响的各类风险,并为了降低那些对监管目标有风险而审视现存监管范围是否合适。这样的审视应该包括考察金融产品的新发展是否对证券监管范围产生影响,以及在现有的监管豁免下监管范围是否继续有效(如如何监管成熟投资者或机构投资者)。不论是定期性的还是临时性的,监管机构应该审时度势地判定自身现有的权力、组织架构与规章是否足够应付潜在的突发风险。

这样的过程允许现有的监管范围可以进行包括法规修正等在内的

---

[11] 证券监管目标与原则, See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>, 2010年6月访问。

必要调整,以使监管机构对任何识别出来的突发风险进行有效和及时回应。

## 2. IOSCO 在监视与降低系统性风险中的作用

除了与系统性风险相关的新原则的应用外,IOSCO 通过其他活动来进一步支持证券监管机构对系统性风险监管的观点。在发展国际标准和应对证券规则和改进行合作议题方面,IOSCO 提供了大量的措施和被建议的活动。

IOSCO 的政策与导向性活动允许其对突发性监管实践做出回应,包括那些可能导致系统性风险发生的问题。例如,IOSCO 的专责小组与常务委员会(TFSC)会处理金融危机所引发的各类问题(见图表 D)。

为了收集和讨论系统性风险的目的,IOSCO 正与各行业与资深监管人士展开合作与咨询。更重要的是,IOSCO 也建立了自己的研究力量来对证券市场进行跨司法辖区的分析。

上述活动使得 IOSCO 在有关如何应对突发风险和采取何种应对工具的国际化讨论中的影响力越来越强大。这些有关 IOSCO 的机遇与案例将会在本文第四章的第二部分进行讨论。

## 3. 证券监管机构面临的问题

为了与 IOSCO 原则的修正保持一致,证券监管机构已经开始关注系统性风险的管理工作,这些工作在上文中已经进行了概括。他们意识到危机前强调市场纪律与透明度的实践仍是必要的,但是需要进一步通过对系统性风险带来挑战的持续关注对其进行强化和补充。

对系统性风险的关注不仅将要求证券监管模式做出相应的调整和改变,也要求监管机构加强信息接触(如通过交易资料储存库)及构建能够应对更大的市场整合与技术发展的更好的预警体系。这将会要求证券监管机构为了进行更多的监管而投入更多的资源,并提升证券市场的风险分析能力。这使得人们要在市场参与者和监管者成本因此增加的成本与更深入监管带来的好处之间进行平衡。最后,对系统性风险的关注不仅要求监管机构联合责任主体(中央银行或系统性风险监控主体)来降低任何的突发的系统风险,将其扼杀在萌芽状态中以免其进一步扩大从而威胁到整个金融体系,同时也要求监管机构尽量降低任何具体化的风险带来的冲击。

在市场效率与诚信、公司治理与投资者保护方面,所有监管措施与证券监管机构现有使命一致,并且这些措施对监管机构的监管行为具有支持作用。

目前,证券监管的新方向不仅包括监视金融系统内的潜在突发风险,也包括要确保金融市场有效运作并对实体经济有积极贡献(融资、风险对冲与转移、定价以及更好的市场流动性,以便于储蓄的有效分配)。

本讨论稿将重点讨论证券监管机构在处理系统性风险方面应关注的问题。在第二章概述了系统性风险的来源。第三章阐述了系统性风险的识别,在第四章讨论了证券监管机构在处理系统性风险方面能够采取的措施。

## 第二章 系统性风险的来源及传播

本章描述了系统性风险的来源、发展、在证券市场的传播过程,以及对证券监管机构的启示。本部分试图为第三、四章中关于系统性风险的识别和降低等方面提供理论基础。图表 A 阐述了新兴市场在金融危机期间总结出的监管经验。

### 一、证券市场系统性风险的来源

监管机构和专业学者已经对诸多系统性风险的来源进行了鉴别。本文主要研究属于证券监管机构管辖范围内的风险来源。下文中所讨论的这些来源可作为在衡量某一特定市场要素(例如,某一市场参与者、市场本身、市场基础建设或者市场活动)是否会引起潜在的系统性风险时的决定性因素来加以考虑。系统性风险可以因某一单一因素而逐步放大,但也极可能通过下列因素的共同影响而逐步累积。

在衡量系统性风险潜在的发生概率时,市场规模、内在联系和可替

代性是我们最常考虑的核心影响因素。<sup>[12]</sup> 此外,还有许多其他因素也可以引起系统性风险,但是将这些因素分割开来独立考虑时,并不会对市场系统性风险产生决定性影响。下文中我们将对这些因素进行更为详细的阐述。不过这里需要指出的是,由于无法穷尽所有的影响因素,我们只能对部分因素进行详述。

### 1. 规模

在判断系统性风险的可能性时,规模通常都被认为是最重要的因素。从人们通常的概念上来理解,某一市场因素的规模越大,其失灵时对整个市场所造成的危害会越大。尽管我们通常都认为系统性风险的产生与银行部门不无关系,但是非银行部门的扩张和增长已经明确指出这样一个道理:是金融机构的规模,而不是其地位,在对系统性风险起着举足轻重的作用。<sup>[13]</sup>

规模通常被用来判断银行是否应该“大而不倒”,但在考虑多家小公司合并时,规模也是一重要的考虑因素。<sup>[14]</sup> 例如,当多家小公司都采用类似的投资策略时,他们合并后将可能达到一个相当大的市场规模。系统性风险也与金融市场实践活动、对其他市场参与者的风险敞口、个人交易和交易量相关。此外,杠杆的运用使得小规模市场参与者能对市场能够产生与其规模不成比例的冲击,从而增加其引起系统性风险的可能性(下文将对“杠杆作用”做更为详细的阐述)。

从市场角度看,规模也是一系统性风险的决定性因素。由于市场提供流动性,因此一旦某市场达到一定规模,其本身就会产生风险。

从投资产品,尤其是那些复杂程度高、缺乏透明性和(或)具有不良

[12] *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations and Background Paper*, Report to G-20 Finance Ministers and Governors FSB, IMF, BIS, October 2009, See <http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>.

[13] Schwarcz, Steven L., *Systemic Risk*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 163; Georgetown Law Journal, Vol. 97, 2008, 193 - 250, See [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1008326](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008326).

[14] 20世纪80年代美国的储贷危机就是一个例子,在这次危机中,大约750家储贷机构破产,需要政府动用1600亿美元进行紧急援助,或者是平均每家机构2.13亿万美元。参见案例, Nouriel Roubini and Stephen Mihm, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*.



销售行为的产品的角度看,规模也会对其产生很重要的影响。

然而,仅用绝对规模来表示系统重要性会使得一些系统性风险的来源被忽略。“立法提案指出,基于规模的系统性风险识别流程会错误地将本不是高风险的公司划分为高风险公司,而识别不出那些正面临着高系统性风险的公司”<sup>[15]</sup>

尽管在衡量系统性风险时,规模是一个重要的考虑因素,但是不能脱离其他因素而单独考虑规模这一单一因素。就实体、行为或市场本身而言,仅仅规模这一个因素并不能完全决定系统性风险。

## 2. 互相关联性

在衡量系统性风险时,机构或者市场之间的互相关联性是一关键因素。因此,监管机构不仅需要从企业的层面来分析一个公司,而且也要从产业角度加以审视。由于诸多因素的影响,如全球化(包括世界金融机构的增加)、金融改革(金融衍生品,证券化以及大额融资等)、商业策略、技术和产品特点等,金融系统内、外的互相关联性已有所增大,除此之外,通讯技术的发展加快了信息在机构、市场间的传播,从而也加速了互相关联性的影响速度。<sup>[16]</sup>

上述市场发展导致了“联系过密而不可倒”这一观念的引入,<sup>[17]</sup>同时也促进了各种衡量这种互相关联性的方法的发展。不得不承认,关联程度的分析非常复杂并很具挑战性。<sup>[18]</sup>一家因规模不够大而看起来不具系统重要性的公司,很可能因为和其他机构高度关联而成为系统重要

---

[15] Laursen, Christopher; Sharon, Brown - Hruska; Mackay, Robert, Bovenzi, John, *Why "Too Big to Fail" is Too Short - Sighted to Succeed: Problems with Reliance on Firm Size for Systemic Risk Determination*, New York: NERA Economic Consulting, 2010, See [http://www.nera.com/67\\_5566.htm](http://www.nera.com/67_5566.htm).

[16] Schwarcz, Steven L. and Anabtawi, Iman, *Regulating Systemic Risk*, UCLA School of Law, Law - Econ Research Paper No. 10 - 11, 2010, See [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1670017](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1670017).

[17] 比如,在私有证券化中,衍生品和三方回购市场 - *United States - Selected Issues*, International Monetary Fund, 2009, See <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09229.pdf>.

[18] See *Global Financial Stability Report*, IMF, April 2009; including the Network Approach and the Co - risk Model, See <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/text.pdf>.

性金融机构。如果参与者互相联系,相互依赖,那么系统性风险发生的可能性会增加。互相关联性透明度的提升可以帮助监管机构和市场参与者理解系统性风险的传导机制,从而便与其采取预防措施来应对系统性风险传播所带来的不利影响。

互相关联性不仅存在于银行之间,而且也存在于其他的市场参与者(如保险公司、经纪人、托管机构以及对冲基金)、清算和结算系统或者市场之间。在执行或制定决策的时候,市场参与者一般都不会考虑自身对其他人产生的冲击影响(被称为外部性)。这些溢出效应会大大增加金融市场的脆弱性。<sup>[19]</sup> 例如,在设定资本水平时,市场参与者不会将其降低瀑布式破产和金融市场不稳定的作用考虑在内。

市场参与者之间的联系不仅仅是信贷或者对手方风险敞口等直接影响因素影响的结果,也受一些间接因素和信息传递渠道的影响,而后者比前者更难以界定和预测。

### 3. 缺少替代品以及产品过于集中

只有当一个或者少数几个市场参与者提供某种商品或者进行某种活动的时候才会出现集中度风险。当没有有效或是潜在的替代品时,那么产品过于单一引发的影响就会凸显出来。例如,提供诸如清算和结算系统等关键性服务的市场基础设施的实体往往缺少替代品,因此,该市场必然存在集中度风险。

同样,当某市场发挥其作为交易和集资平台的功能时,市场本身也暗含着集中度风险。如果当这种市场被作为对冲重要性风险或提供重要价格发现机制的唯一途径,为市场提供极为重要的资本流动性时,风险会进一步加剧。比如,作为投资者短期资金的重要来源,回购市场已广泛地被许多市场参与者所使用。因此,该重要市场一旦失灵,将会为该市场的参与者带来严重的后果。<sup>[20]</sup>

---

[19] Schwarcz, Steven L., *Systemic Risk*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 163; Georgetown Law Journal, Vol. 97, 2008, 193 – 250, See [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1008326](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008326).

[20] Fontaine, Jean – Sébastien, Jack Selody and Carolyn Wilkins, *Improving the Resilience of Core Funding Markets*, Bank of Canada Financial System Review, December 2009, See [http://bankofcanada.ca/en/fsr/2009/fsr\\_1209.pdf](http://bankofcanada.ca/en/fsr/2009/fsr_1209.pdf).

此外,在某市场中,当一小部分市场参与者控制了整个交易过程时,也会出现集中度风险。这种流动性过于集中的现象将会使市场依赖于参与者持续不断的支持。比如,在 CDS 市场中,雷曼公司是重要的流动性提供者,其经营不利曾严重加大了许多其他市场参与者在风险敞口方面存在的不确定性,并对他们的资产负债表造成一定程度的影响。这些市场参与者需要非常努力才能抹平自身对雷曼兄弟的风险敞口,通过置换交易调平账项。<sup>[21]</sup>

金融危机结束后,部分市场参与者被淘汰,关于金融界整合的市场压力还在持续,这使金融机构数量下降,从而使得能够发起兼并活动的的能力集中于少数几个公司手中。

当某些特定风险集中于一个或少数几个市场参与者手中,而这些市场参与者又不能很好地控制或规避这些风险时,也会导致系统性事件的发生。尽管 AIG 公司的案例可能太过特殊而不具有普遍的代表性,但就其为美国住房抵押贷款证券(RMBS)提供违约担保这点来说, AIG 是一个有趣的案例。当 AIG 身处财务困境并签订了大量的信用违约掉期合同这一事实人尽皆知时,其交易对手方的信心也严重受挫。这使得许多参与者不愿再继续交易,从而导致了其市场流动性的枯竭。

通过调整持有头寸和对交易对手的风险敞口,个人市场参与者也会成为集中度风险的制造者。若这些个人参与者的规模较大,将会使金融系统产生的风险更加复杂。

#### 4. 缺乏透明度

市场参与者需要关于市场或者产品全面而准确的信息来测量潜在收益和风险敞口。市场透明度缺乏,有关产品特征和市场现状的信息披露不足,会引起诸如资产价格不确定性等问题。

因为产品估值与产品风险直接相关,所以,市场参与者要求市场具有一定的透明度。某产品的透明度缺失会导致无法正确评估其风险和进行次优价格评估。风险低估和由此造成的风险错误定价又会反过来引发资产泡沫或使复杂金融资产更为广泛的分布在那些不能够很好评

---

[21] Three Market Implications of the Lehman Bankruptcy, pp. 6 - 7 BIS Quarterly Review, December 2008, See [http://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r\\_qt0812x.htm](http://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r_qt0812x.htm).

估自己风险的投资者手中。

对于证券监管者来说,透明度的缺乏与产品复杂性相结合是其关注的重点。产品复杂性“会导致存在于金融工具发行者和投资者之间的内在信息不对称性”。<sup>[22]</sup> 仅仅是提供更多的信息并不等同于透明度的增加。<sup>[23]</sup> 要理解结构化投资(如双重债务抵押债券)的标的资产是非常困难的,这会降低市场透明度,从而使得按市值计价(mark-to-market)变得更加困难。

市场透明度有助于一个有效的价格形成机制的建立,促进市场流动性。就标准化产品、价格发现和公开交易方面而言,交易所交易证券和衍生品的交易提供了市场透明度;而 OTC 市场交易证券和衍生品市场相对来说透明度较低。透明度的缺乏将对市场参与者的合理定价和风险评估产生不利影响,也会影响到市场监管机构识别系统性风险累积的能力。在这一方面,商品期货市场技术委员会专责小组指出,大型交易者的头寸信息将有助于监管机构在此方面的监管工作。

透明度缺乏不仅是市场参与者关心的问题,也是监管机构关心的问题。为了创造出一个既可以培育有效资本市场又可以保护投资者的监管环境,监管机构需要具备有关他们所监管领域的相关专业知识。知识缺口很可能导致监管机构的不作为或者使监管机构的监管行为建立在不正确的假设基础上。

透明度非常重要,但它本身并不足以制约风险的扩大。例如,透明度本身并不能保证各种风险诱因被监管机构有效监管。从监管机构的角度来说,仅获取到信息这一步还远远不够,监管机构一定要恰当地使用这些信息,并据此作出相应的行动。

---

[22] Schwarcz, Steven L., Systemic Risk, Duke Law School Legal Studies Paper No. 163; Georgetown Law Journal, Vol. 97, 2008, 193 - 250, See [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1008326](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008326).

[23] “但是双重债务抵押债券的投资者将会需要阅读 10 亿页文件来理解内在的机理”, Rethinking the financial network, Andrew G. Haldane, Executive Director, Financial Stability of the Bank of England, p. 17, April 2009, See <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf>.

## 5. 杠杆

杠杆的放大作用使其成为系统性风险的重要来源之一。通过杠杆作用,非系统性风险可以演变成系统性风险。通过直接使用借贷资金或通过衍生品或其他内嵌杠杆产品进行间接投资,投资者可以实现杠杆化。其中,内嵌杠杆会强化金融体系的顺周期性。<sup>[24]</sup>

在贷款交易的情况下,必须要有愿意承担杠杆风险的一方和愿意借出资金的另一方。通过需要对手方的金融市场交易(如衍生品合约)也能实现杠杆化。尽管对手方的风险可以通过包括抵押担保在内的许多途径得到降低,但是带杠杆头寸的市场参与者所承担的风险增加会使得出借方或者对手方的风险也相应增加。为了衡量某一金融机构的杠杆作用,我们需要对其资产负债表的借贷两方同时加以考虑。整体杠杆作用不仅由负债情况决定,也由内嵌与资产部分的杠杆(如结构化产品的杠杆)来决定。

正如之前所提到的,杠杆作用可以让一个或多个小公司成为一个资产类别中的重要市场参与者,进而成为一个潜在的系统性风险影响者。

在全球金融危机之前,市场中杠杆作用使用泛滥,使市场参与者不得不对他们的资产负债表和投资组合进行去杠杆化(deleverage)处理。这一做法使得市场参与者不约而同的出售资产,从而加速了金融危机中市场价格的螺旋式下降。

## 6. 市场参与者行为

市场参与者的行为会导致资产的错误定价和金融系统内风险的累积。许多宏观经济因素可以影响到市场参与者,例如,持续较低的名义利率和不寻常的低风险溢价,这些因素的影响最终会造成过度杠杆化和冒险行为。<sup>[25]</sup>“或是由于近几年市场的良好表现,或是由于因财富不断增加而降低的风险厌恶情绪,或是由于两者的共同影响,在经济持续繁

---

[24] *Redesigning the Contours of the Future Financial System*, Kodres, Laura and Aditya Narain, International Monetary Fund Staff Position Note, August 2010, available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1010.pdf>.

[25] See *Global Financial Stability Report*, Chapter 2, International Monetary Fund, April 2010, See <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/index.htm>.

荣时期,市场参与者会对其出现损失的风险过分乐观,集体低估了风险。”<sup>[26]</sup>

当许多个体或者公司同时以相似的方式行动时,市场就会出现羊群效应。引起羊群效应的因素很多且会导致市场出现多种问题,<sup>[27]</sup>首先与之相联系的就是资产泡沫的出现,然后是非理性恐慌,这种恐慌会引起市场瘫痪或者一个乃至多个市场价格的迅速下跌(如由于风险偏好的降低)。<sup>[28]</sup>如今,信息的快速传递进一步促进了市场羊群行为的发展。在监管机构管辖范围内,如果缺少收集交易活动以及/或者头寸信息的机制,要识别羊群效应将非常困难和富有挑战性。

### 7. 信息不对称和道德风险

金融市场是否能有效的发挥其功能高度依赖于信息的流通,因此,金融市场不可避免要受到信息不对称问题的影响。在这种情况下,市场参与者评估金融产品质量和中介服务质量、评价交易对手方可靠性方面(如评估交易对手方风险)的能力都会受到挑战。

由于中介机构的报酬结构大多只关注短期利益,投资者和中介机构的利益可能会不一致。这会诱使某些中介机构利用信息不对称的优势,把自身的利益放在顾客的利益之前,从而导致风险的错误定价或者对产品的不恰当的选择,这种情况如果蔓延开来,就可能成为系统性风险的来源。

信息不对称也会引发道德风险问题。当市场参与者掌握信息的程度不同或某些市场参与者被其他参与者孤立开来,他们的行为就会引起这些问题。市场参与者如果不必对自身行为负责,会导致其倾向于承担更高等级的风险,这样就会出现令人担忧的状况。举例示之,如果不进行尽职调查的后果并不严重,中介机构则可能不再恪尽职守。

[26] *Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007 – 2008: Written Testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds*, Lo, Andrew W., *Hedge Funds*, 2008, See [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1301217](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1301217).

[27] 例如,运用相同的风险模式,跟随相同的指数或者相似的投资策略,采用相同的交易算法或是交易策略和动量投资。

[28] 风险偏好作为国际市场条件的一个组成部分,可能影响系统性事件的发生概率。See IMF, *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, 2009, *supra* note 18.

道德风险也会扭曲金融机构的激励机制。有内在或明确政府担保的大型机构(如那些大而不倒的机构)会因其更低的资金成本而具有相对优势,因此,贷款给这类机构的企业会因此优势而认为其不偿还资金的概率变小,因此,会要求相较于没有此优势时更低的贷款利率。进一步来说,资金的低成本使得大型金融机构可以很方便的借到钱,从而鼓励其承担更高的风险。

道德风险和不对称的概念一直被用于解释证券化市场<sup>[29]</sup>信用评级<sup>[30]</sup>以及中介分销业务中出现的问题。

## 二、系统性风险的发展与传播

尽管风险可以在系统的不同部分以不同的形式累积起来,但是若要系统性风险爆发,则需要催化剂的触发作用,即一个突发事件能够将负面影响从诸多实体和市场最终扩散到实体经济。实际上,催化剂通常都是一系列事件或者许多事件的组合。本部分描述了可以引发系统性危机的事件种类以及风险传播的渠道。

触发事件可能是突然的和不可预测的,因此,对于证券监管机构而言,关注系统性风险的来源以及风险如何传播非常重要。只有这样,才有可能限制某个事件的发生。尽管触发事件很难预测,但了解这类事件的发生形式可以预防其出现或者限制其影响。

### (一) 触发事件

系统性事件的触发事件可以是广泛存在的,同时会影响许多市场参与者或者金融系统的多个组成部分。触发事件也可以是微观层面,即仅通过影响某个或多个参与者或者组成部分进而引起连锁反应。此外,触发事件还可以以宏观和微观事件相结合的形式出现。

触发事件本身可能是很明显,也可能并不起眼(如对市场参与者偿

---

[29] 逆向选择适用于解释贷款启动流程、评级机构作为信用评级和产品结构建议的供应商的角色。

[30] 比如,发行者付费模式可能会引起利益冲突。

债能力的担忧),但是触发事件有雪球效应。作为触发事件的结果,市场参与者需要重新衡量自身的风险敞口,并对持有的投资组合和业务运营做出相应的调整。

### 1. 宏观事件

说到系统性事件,人们想到最多的是可以同时影响整个金融系统或者系统内的多数机构的冲击。这种宏观冲击一般都是能同时影响金融系统多个部门的单一事件。市场参与者共同承担的风险敞口能够导致其几乎同时遭受损失,从而威胁到这些市场参与者的偿债能力。

外在的宏观事件(如起源于金融系统外部的事件)可能有多种形式,且一般与货币危机有关系。比如,1998年俄罗斯和巴西的货币危机。然而,其他类型的宏观经济问题,如OPEC的石油危机、房价下跌,甚至是农作物歉收也能够同时影响大量的市场参与者。这些类型的事件以诸如直接持股或者衍生品这样的多种方式与证券市场相联系。

起源于证券市场内部的事件也可能与系统性风险有关。例如,市场估价大幅下跌又或者市场突发事件,会对这些市场参与者产生大范围的同时的冲击。

### 2. 微观事件

即便触发事件可能是从一小部分公司或者市场开始,系统性风险依然值得我们担忧。通过直接和间接的联系,这样的触发事件可以扩散到证券市场的其他部分,并最终影响到整个实体经济。举例来说,一个公司的破产会直接引发另外一个横扫更多机构和市场的连锁反应,并最终对证券市场乃至更广泛的经济活动产生负面影响。

## (二) 风险传播

系统性风险的另一个关键要素是触发事件的负面影响在多个公司以及/或者市场之间的传播渠道。如果传播的范围足够广,触发事件可能就会威胁到金融市场的稳定和实体经济活动。这一点已经在这次金融危机中得到证实,期间抵押承销业务的失败正是通过证券化传播到了整个金融市场。

在某种程度上,金融市场的存在就是为了将风险从一个市场参与者传播到另一个参与者那里。这样一来,市场条件变化的影响自然作为市场面对新信息调整的一部分被传播开来,这种传播对于市场有效发挥作



用非常关键。但是在面临压力的时候,这些渠道也会导致系统性风险的传播。

风险主要通过两种渠道从一个公司或市场传播到另一个,从更大的金融系统传播到更广泛的经济领域。第一种是实体之间存在直接的金融风险敞口,例如,一家公司亏损或者更极端的情况——破产,会对与这家公司有债务关系的公司产生直接影响。

第二个传播方式是通过信息效应。证券市场严重依赖于信息,并且容易受到能被察觉到的各类风险变化的影响。这种风险传播渠道如同直接的金融敞口一样具有毁灭性,但是对于监管机构而言,要了解以及解决它则更具挑战性和现实意义。

我们已经甄别了风险传播的五大渠道,主要是金融敞口或者信息渠道,又或者是两者的结合。

#### 1. 对手方风险敞口

金融系统通常都被描述为一张互相关联的资产负债表网络。同样的,证券市场是相互关联的交易账户和投资组合的网络。市场参与者通过彼此之间的交易关系(像衍生品合约)或者作为中央对手方的成员联系起来。

市场中介彼此之间进行交易,其中证券经纪商市场对证券市场的重要性就像银行同业拆借市场对银行业一样。这些互相关联性关系形成了对手方或者信贷风险传播的渠道。

#### 2. 流动性的变化

流动性实际上是金融系统的命脉,它允许参与者可以有效进入或者退出资产而不对证券价格产生不恰当的冲击。流动性市场也是市场参与者融资和资本的重要来源。流动性快速消失会影响公司执行金融债务的能力,也能成为让触发事件负面影响传播到证券市场乃至金融体系的渠道。

近年来,证券市场已经成长为公司筹资的重要来源。<sup>[31]</sup> 这一趋势意味着公司容易受到流动性变化的影响。某些市场流动性降低,对于依

---

[31] *Global Financial Stability Report*, Chapter 2, International Monetary Fund, October 2010, *supra* note 18.

靠短期负债来为长期资产寻求资金来源的公司来说尤其值得担忧。在金融危机期间,商业票据市场,包括以资产支持的商业票据市场,就尤其值得人们的担忧。

例如,雷曼兄弟就是一家大型商业票据发行机构。许多货币市场基金都持有它发行的商业票据,当雷曼兄弟宣布破产的时候,这些票据变得毫无价值。这使货币市场基金遭受巨大损失,其中以“储备主基金”(Reserve Primary Fund)最为大家所熟知。当时人们对商业票据发行者的偿债能力越来越担心,导致市场参与者通过退出市场来降低他们的风险敞口。结果在雷曼破产后六周内,金融商业票据的数量骤然下降了30%。<sup>[32]</sup>

市场条件不确定性的增加将导致市场参与者迅速退出市场。例如,金融风险敞口或者潜在对手方偿债能力缺乏透明度会导致流动性逐渐消失,因为市场参与者会降低在市场的参与程度和风险敞口。此外,由于市场参与者不愿意在流动性越来越差的市场环境中进行交易,资产价格大幅度下降会引起有效流动性的进一步恶化。

流动性降低可能导致那些投资者甩卖,即他们会被迫结束流动性不佳的市场中的头寸,这会进一步使投资者不得不出售其他市场的资产。这会导致一个市场流动性的不足影响到另一个市场的资产价值。<sup>[33]</sup>

2010年5月6日,美国证券市场经历了一个非常极端的短期市场波动(所谓的闪崩),大量的证券价格在几分钟之内暴跌。这种极端的价格变动使得许多市场参与者不能确定真实的市场条件。这导致许多市场参与者退出市场,降低了市场流动性。一旦市场稳定,市场参与者就能判断市场的真实条件,保持持续的交易活动,从而使市场价格在短时

---

[32] *When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007 – 2009*, Kacperczyk, Marcin and Philipp Schnabl, *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2010, See [http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/pschnabl/kacperczyk\\_schnabl\\_nov09.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/pschnabl/kacperczyk_schnabl_nov09.pdf).

[33] *Market Liquidity and Funding Liquidity*, Brunnermeier, Markus K. and Pedersen, Lasse Heje, *Review of Financial Studies* 22 (6), 2201 – 2238, June 2009, See <http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity.pdf>.

间内回升。<sup>[34]</sup>

### 3. 反馈环

如果一个过程从一个阶段发展到另一个阶段而不受干扰,这个过程被称之为紧密耦合。<sup>[35]</sup> 在金融市场里,当交易建立在价格变化基础上时,会随后引起资产价格的进一步变化,紧密耦合就会出现。从这个方面来说,资产价格的变化是自我调节的。举个例子来说,在信用等级被下调后,尤其是那些要调低到投资级别以下的产品,会迫使投资者将手中的头寸套现,使该产品的资产价格存在下降的压力。

当交易中使用自动化程序时,就会发生紧密耦合现象。如果证券的价格是由交易算法或其他交易商设定,在这种算法对证券价格的变化做出反馈时,算法交易就能够创造出反馈环。

当合约要求对价格变化做出回应时(如债务契约),风险便可通过这一方式传播。比如,如果一家带较高杠杆头寸的公司所持有的头寸价格下跌时,它可能要面临出售资产进行保证金担保的要求。这会加剧市场价格的下跌和担保品级别的下降,导致公司不得不继续出售资产。公司会发现必须卖出的那些投资组合是他们希望持有的,而非他们想要出售的。这会进一步压低次级证券的价格,并有可能引发对大量投资者产生影响的资产价格的螺旋式下降。通过这种过程,稳定运作的市场会受到价格下降和其他市场不稳定的影响。

### 4. 相关性

相关性是指同时受到某个事件或是发布新消息的影响,不同资产价格同时变化的趋势。相关联的资产能够通过价格变化将风险从系统的一个部分传播到另一个部分。

当投资者持有相似的投资组合或者运用相近的策略时,某一资产价格的急剧变化会引起许多市场参与者做出类似的投资组合决定。个别

---

[34] SEC - CFTC Joint Report Regarding the Market Events of May 6<sup>th</sup>, published 1 October 2010, See <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@otherif/documents/ifdocs/staff-findings050610.pdf>.

[35] “紧密耦合”的概念是由 Richard Bookstaber 在他的文章 *The Myth of Non - Correlation* 当中首次提出的。See <http://rick.bookstaber.com/2007/09/myth-of-noncorrelation.html>.

来看,这些决定本身不会形成系统性风险。然而,如果从集体行为来看,这些看上去可能理性的决定却会对资产价格和市场流动性造成巨大影响。

如果市场参与者没有完全搞懂这种相关性或者相关性随着时间推移而变化,不同资产价格之间的相关性及其放大效应会导致系统性风险。在处于金融压力的不同时期,相关性的变化很大。在相关性发生变化时,市场参与者预知某一资产价格会对其他资产价格变化进行调整的能力就会减弱。

投资和风险管理策略建立在金融资产相关性的基础上。因此,当被认可的相关性发生改变时,市场参与者可能会遭受巨大损失。比如说,投资者认为如果住房抵押贷款在地理位置被分散,且住房抵押贷款违约的风险互不相关的话,他们可能会购买美国的住房抵押贷款证券。可是,当房价出现显著下跌时,违约行为就具有高度的相关性。

#### 5. 失去信心

尽管人们普遍认为风险是通过市场参与者之间的直接金融联系传播的,但是系统性风险也可以通过信息效应来传播,后者这信息效应与明显的互相关联性和直接的因果联系无关。<sup>[36]</sup>

一个公司或者市场的损失可以引起其他公司或市场出现不确定性。这种不断被加强的担忧会导致其他市场参与者行为的变化。他们将会尝试通过规避某些对手方、市场或者产品来降低自身风险。基于系统性事件的市场通常与大量决定降低承担风险的投资者有关。<sup>[37]</sup> 信息的缺乏以及未能将稳健的对手方、市场或者产品与那些具有风险的区分开来,会引起人们对证券市场一个或更多部分丧失信心。

---

[36] Banking and currency crises and systemic risk; Lessons from recent events, Kaufman, George G. Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 24, August 2000, See <http://www.highbeam.com/doc/1G1-65379501.html>.

[37] New Directions for Understanding Systemic Risk A Report on a Conference Cosponsored by the Federal Reserve Bank of New York and the National Academy of Sciences, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Nov 2007, See <http://www.ny.frb.org/research/epr/2007n1.html>.

### 三、系统性风险和证券监管机构的监督

我们必须承认,证券监管机构在传统意义上并没有对在证券市场开展的所有行为进行监督管理。例如,多年来信用评级机构已经成为证券市场不可或缺的一部分,但是直到最近它们才被归入一些监管机构进行监管。

然而,证券监管机构可能会遇到同时起源于证券市场内部和外部的系统性风险。证券监管机构要警惕那些现有的或者随时间发展的监管缺口。此外,监管机构对监管政策可能对系统性风险的形成产生意料之外的影响要越来越敏感。

#### (一) 内部风险

在证券监管机构的管辖范围内,监管缺口可能来源于以下意料之外的事态的发展:

1. 基于其潜在风险的衡量而言,目前被监管的行为监管较为宽松;
2. 在免责市场,监管机构或者公众主管当局为了保护投资者,从开始就决定对某些行为采取不那么直接的监管;
3. 监管者必须应对的新行为。

在有些情形下,对于在证券监管机构职责范围内仅引起有限风险的行为和实体来说,对其采取较轻的监管方式可能较为合适。这样的决定是通过对比监管成本、投资者保护及市场效率之间的权衡后做出的。

当某一特定的市场要素需要监管但却免于任何形式的监管(不论是通过法律免除还是自主决定免除)时,就会出现监管缺口。免除监管可能产生的一个意料之外的结果就是有时更少的监管会使市场更加不透明,这反过来又会使市场积累过度的风险。这样的结果表明,重新审视免责市场监管政策非常必要。重新评估非常关键,因为它能够是将豁免行为带入监管领域,并可能引起部分市场参与人士的反对。

最后,由于新的市场活动的复杂性,形成既恰当又适应性强的监管反馈需要时间,以及监管机构和市场参与者之间的信息不对称的原因,

新的市场活动常常会引发监管缺口。如果牵涉的因素数量已经达到相当规模或十分重要,且监管机构需要时间以形成恰当的应对,那么由此而产生的风险将会非常复杂。

## (二) 外部风险

如果市场中具有系统重要性的领域不在证券监管者的管辖之内,监管缺口就会出现。这些风险可能来源于金融工具,这些工具从定义上来讲并不构成证券或者实体公司/市场,而且证券监管机构对其没有监督权。这些工具、实体或者市场可能受到其他监管者不同方式的监管,或者根本不受监管。在第一种情况中,证券监管机构需要与其他监管者合作、协调,以确保证券监管机构关心的问题得到解决。在第二种情况中,要考虑将这些工具纳入监管范围之内。正如 IOSCO 第 7 条新原则所言,通过定期审视监管范围,证券监管机构可能会找到需要被监视或监管的市场因素。

当某种市场活动在监管者管辖之外被复制的话,监管缺口就能产生。从功能上讲,类似的活动应该以类似的方式进行监管。此外,由于证券市场与金融体系其他部分的互相联系越来越紧密,市场风险可能来源于其他受到监管的部门,如保险和银行业。在这种情况下,风险就会相互交叉或贯穿证券市场(如美国的次贷危机)。这会增加监管机构的压力,使他们不得不在全球范围内在解决系统性风险方面发挥更为积极的作用。

## (三) 其他启示

系统性风险经常,但不总是穿越地理界线,监管行为可能会无意间造成监管套利,证券监管机构要对此提高警惕。因此,有效的监管需要全球证券监管机构协调合作。

除此以外,为了避免意料之外的后果,在制定或者修订监管规则时,证券监管机构应当以采取更加长期的模式进行,在进行任何市场冲击分析时都要把系统性风险作为一个因素包括在内。

图表 A: 新兴市场的系统性风险以及全球金融危机<sup>[38]</sup>

该图表关注新兴市场在全球金融危机中的经验教训,包括系统性风险被传导到这些市场的传导机制以及市场政策制定者和监管者的反应。

与许多发达国家的经历不同的是,全球金融危机以不同的方式影响了新兴市场。<sup>[39]</sup> IOSCO 新兴市场委员会(EMC)在 2009 年指出,尽管新兴市场对复杂市场与产品的直接风险敞口通常比较低,但是通过全球风险的传染,新兴市场对金融破坏的间接冲击的风险敞口虽然没有高过直接冲击,但是依然较高。事实上在信用危机期间,尽管金融危机是从其他地方开始的,但是金融紊乱对新兴市场尤其是对宏观经济因素的冲击影响很明显。从那以后,正如国际货币基金组织(IMF)连续在《世界经济展望》中所指出,许多新兴市场的金融、经济表现远超过更发达国家。

导致出现上述差异的原因主要有以下几个:

- 发达国家金融体系的失衡比新兴市场更严重、在危机之前其系统性风险比新兴市场更大,以及全球金融中心开始发生危机。
- 与一些发达国家相比,许多新兴市场与国际金融中心的联系没有那么紧密,对于国际金融中心的依赖也没那么严重(部分是因为新兴市场的财政和经常账户赤字小一些,发达国家的投资者不愿意投资新兴市场的长期资产)。
- 与许多发达国家相比较,无论是从证券发行者还是投资者的角度看,大多数新兴证券市场在比例上只是金融体系的一小部分。
- 最近几年,许多新兴市场都经历过了严重的系统性冲击,他们已

---

[38] 该注释有多个来源,包括“Impact on and Responses of Emerging Markets to the Financial Crisis, Final Report”, Emerging Markets Committee of IOSCO, September 2009, See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD307.pdf>; Shyamala Gopinath, *Macro – Prudential Approach to Regulation – Scope and Issues*, presented at the ADBI – BNM Conference on Macroeconomic and Financial Stability in Asian Emerging Markets, Kuala Lumpur, 4 August 2010, See <http://www.bis.org/review/r100916d.pdf>。

[39] *Impact on and Responses of Emerging Markets to the Financial Crisis*, Final Report, Emerging Markets Committee of IOSCO, September 2009, paragraph 29, See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD307.pdf>。

经采取了一些政策措施,如建立大型的外汇储备,来降低这类事件再次出现的可能性,这让其能够应对资产外流。

- 在此次危机后持续的经济增长给许多新兴经济体持续增长提供了足够的动力。这使他们能更好地对危机的负面效应做出回应。与发达国家经济相比,发达市场的低利率加上发展中国家的成长潜力增加了其对投资者的吸引力。

- 因此,由于上述原因,尽管新兴市场经济面临着严重的短期资产组合投资外流,并不得不制定各种应急措施,但是金融风险对实体经济的影响比发达国家要小。

将系统性冲击带入新兴市场的传导机制有一些特别的特征。作为外部冲击(也即来源于外部),主要来源于以下三种形式:

- 在2008年第四季度贸易融资都被冻结,主要是受限于发达国家需求微弱的增长,进出口在逐步恢复前经历了长达一年的骤降。

- 由于投资者要持有流动现金,短期外国投资组合流入瞬时出现逆转,新兴市场的国内股票市场急剧下滑。

- 在暂时冻结的外国市场进行滚动融资也有问题。然而,严重的冲击对那些新兴市场的影响有限,在这些新兴市场中,在自己母国受到严重打击的外国银行占到国内金融体系的较大的比例(如在许多东欧国家)。

新兴市场的政策制定者和监管机构对危机的反应并不像发达国家那么激烈。然而,全球金融危机让诸多新兴市场的证券监管机构对金融创新更加谨慎,对系统性风险更加敏感。

自危机以来,多数主要发达国家经济采取了扩展性货币政策作为刺激经济复苏策略的一部分。在这一阶段产生的流动性将对支持世界经济增长和一些资产价格起到帮助作用,并且不会出现通货膨胀。然而,流动性的增加也开始增加了新兴市场货币和资产的升值压力,增加投资组合涌入这些国家的可能性。有时候,货币压力会对该国宏观经济管理产生负面影响。

短期债务和组合投资的流入意味着潜在的系统性风险,因为如果资金流入突然逆转,这种风险可以在接受流入的经济体中形成严重的金融以及/或者经济困难。作为对这些问题的部分回应,为了抑制来自于发



达国家金融和经济发展溢出效应,一些新兴市场对于资金流入控制与汇率干预,或者其他策略,都采取了较为赞许的态度。

### 第三章 系统性风险识别的初步设想

本章为证券监管机构提供了一些可以用于识别系统性风险来源的方法与指标。其目的在于使监管机构能高效利用现有的方法与信息,而非简单重复他人现成的工作,特别是银行业监管机构(也称审慎监管者)的工作。同时本章还将综合利用与证券市场的系统性风险紧密相关的各类微观与宏观层面的指标,以帮助证券监管机构制定措施与政策。

证券监管机构一方面可以利用现有的风险评估信息来评估系统性风险;另一方面还能利用其他监管机构整理的数据,观察不同市场与管辖范围间的交互流动,以评估潜在的风险溢出效应。上述方法正与IOSCO的新原则6相一致,该原则指出,“监管机构应当在恰当的权限范围内,有一套完整的或正在完善的监控、降低及管理系统性风险的程序”。

然而,现有测度系统性风险的条件与方法有限,同时度量系统性风险还需要大量不同类型的数据,其中涉及的信息可能不仅来自于其他监管机构,以及国家统计局,也可能来自于包括SROs、交易资料储存中心与中央对手方CCPs在内的其他渠道。<sup>[40]</sup>

另外,对风险进行优先级的划分非常必要,它能够降低或者减少系统性风险。然而,在实践中,利用不同维度对风险优先级划分并非易事。现有划分模式还处于萌芽阶段,仍未得到有效的测试。

进行风险测度时,另一个要考虑的问题是,具备不同权限的监管机构有不同的监管范围与责任。一部分监管机构只专注于证券市场,而另一部分机构则具有更多的权限以进行更广泛的审慎监管。本文中所

---

[40] 此处的数据被称为“新”是因为尽管本章第二部分描绘的许多数据集已经是存在的了,但是此处的数据对于在系统性风险衡量中扮演证券监管者角色的机构或者人而言是新的(如与财政债务可持续性,国际资本流动和地缘政治环境有关的数据)。

讨论的指标并非均适用于任何监管机构,但所有的监管机构都应当重视并熟悉其所处的宏观环境、了解金融体系中风险传递的本质以及对市场不同参与主体参与动机与风险承担的影响。这些问题将在本章第二部分中进行详细探讨。

最后,图表 B 中提供了一个案例,介绍了加拿大证券监管局(CSA)如何在加拿大市场中识别系统性风险的相关问题。

## 一、证券监管机构识别风险的现行做法及借鉴意义

### (一) 识别风险的方法

证券监管机构有时会与其他金融监管机构在其权限范围内进行合作,因此会用不同的方法来甄别风险,从而产生最为合适的监管与监督效果。典型的风险甄别方法是一整套包含单个金融公司、发行方、产品、交易以及市场在内的风险分析组合。具体而言,监管机构一般通过与公司的常规联系以及公司的信息披露与备案来识别被监管实体的风险;同时通过对公司的资产负债表、外部和内部风险以及审计报告,以评估公司的偿付能力;此外,监管机构还会分析公司的产品与运作流程,以及客户对公司投诉,甚至有时还会与公司高层进行相关讨论。

有些风险会对市场或公司所在的细分市场有深远的冲击,通过对此类风险的分析,可以对公司层面的风险进行识别和跟踪。因此,监管机构可以在内部交换对风险的看法,并对风险做自上而下的补充分析。

一个典型的自上而下的风险分析方法,是通过现有市场数据、产品以及细分市场数据分析,<sup>[41]</sup>来甄别能够影响市场运行的风险。一些监管机构还会通过调查或接触市场参与者,来了解他们关于风险敞口的信息。监管者会跟踪相关市场的趋势,并研究市场行为,调查市场运行风险、金融风险以及欺诈带来的风险。这些监管者通常分析的问题包括:

---

[41] 次贷危机后,对交易数据库的在新的法规允许的管理权限内的强制性使用,在这方面能有所帮助。

- 产品市场与持有集中度
- 家庭与公司的负债与杠杆
- 产品与服务的复杂性
- 披露不透明、不充分,产品与服务的定价
- 激励机制
- 产品、服务以及技术创新

金融危机以后,监管机构已经开始关注与风险有关的事务,并尝试处理一些风险识别过程中的疑难问题,如在数据仓储间的信息共享问题。例如,美国证监会设立了一个新的部门,叫作风险、策略和金融创新部,其他一些监管机构也设立了内部风险委员会(参见图表 B 加拿大的经验)。在欧盟,欧洲证券监管委员会(CESR)设立了经济与市场分析委员会(CEMA),该部门致力于识别、监控以及评估微观审慎层面的趋势、潜在的风险以及金融市场跨部门、跨区域的脆弱性,包括在批发与零售业务层面中相关的金融创新与诱因。特别需要指出的是,为了判断对金融市场稳定性的潜在威胁,证券监管机构正在运用其日复一日的工作中收集的信息与数据,以此来识别潜在的过失行为或对市场诚信的威胁。比如,英国金融服务局搜集了有关对冲基金在系统性风险生成过程中潜在作用的相关信息。市场监察数据,传统上是用于追踪价格操纵及内幕交易行为,现在也能用于监视市场趋势,如高频交易的发展情况、用以测度市场成熟度的流动性及交易量的增长以及市场新进入者的变化等,并用以评估可能造成的后果。<sup>[42]</sup>

证券监管机构还可运用一些特殊的信息,包括其用于产品与证券发行中识别特定趋势的信息。例如,欧盟新的另类投资基金管理指引允许各国监管机构搜集另类投资中的杠杆信息,并向 CEMA 汇报,在 CEMA 对杠杆水平综合分析之后,会最终反馈回各证券监管机构。综合考虑 OESR 的相关建议,CEMA 会分析某一个或某一类另类投资基金管理者运用的杠杆,判断其是否会对市场稳定性与金融体系完善性构成潜在的

---

[42] 参见 AMF 的第 9 号工作论文, *Equity trading: A review of the economic literature for the use of market regulators*, 特别是第三部分用到了 AMF 的市场监察数据([http://www.amf-france.org/documents/general/9541\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9541_1.pdf))。

风险,就此会对相关监管机构提出详细建议以及可采用的补救措施。

尽管现有监管方法本身并未关注系统性风险的识别,但是这些方法能够用于发现风险形成的早期信号,并在金融体系风险的宏观的审慎监管方面有所作为。当然,我们还是应当积极探索能多点风险提示的、更新更综合的方法。

## (二) 系统性风险识别方法

在现有的监管环境下,对于如何识别系统性风险,证券监管机构能使用的方法非常有限。例如,当监管的覆盖面变化的时候,或者当系统性风险识别还处于初级阶段的时候,现有的方法无法为现实提供最优的解决方案。

许多金融行业的监管机构正在研发系统性风险的识别方法,并致力于促进金融市场的稳定。迄今为止,大多数研发工作还是由审慎监管者完成,并局限于银行业层面的监管。

对于证券监管者而言,采用审慎监管者的方法无疑是一个挑战,因为其方法可能并不适用于证券市场。因而,构建一个系统性风险识别的新方法,要求把证券市场错综复杂的事务与不同市场参与者的互动结合起来。

证券监管机构制定方法,首先要分析政策环境,因为有些政策环境容易哺育并诱发风险,在这样的情况下,缺乏风险意识的公司与投资者将承担较大的风险,而那些具有风险意识的公司要么选择进入这个市场,要么冒着丧失市场份额的风险(如不参与发行也不投资产品),从而导致金融系统内部风险的积聚。最近的一个例证就是投资银行大量发行与投资次级资产,从而导致金融危机。

发现系统性风险的另一个有效方法是寻找知识壁垒。在复杂的新产品、服务以及技术领域,知识壁垒普遍存在。一般而言,投资者通常不会对非常复杂产品的相关风险进行全方位思考。

最后,识别市场中哪里存在数据空白并用量化的信息填补这些数据空白非常重要,比如,与市场参与者会晤所获取的常规信息对于识别风险非常重要。另外,易得的量化数据的缺乏也会导致监管机构无法关注潜在风险,而量化信息有助于识别潜在风险,并促进数据搜集或调查工作的进一步发展。

### (三) 从全球层面识别系统性风险

在本次全球金融危机发生后,人们更加关心如何在证券市场间,特别是如何从全球层面来识别系统性风险,这就促使 IOSCO 开始组织研究力量对此进行研究和分析。目前,IOSCO 已采纳了策略方向,更为强调证券监管机构寻求识别、监视与管理系统性风险方法的必要性。本文初步介绍了研发评估系统性风险的方法,这些尚处于研发阶段的方法已经考虑到了监管机构在评估系统性风险时所面临的诸多重要问题。

从全球与区域层面看,BIS、FSB、IMF、世界银行以及 ECB 正在通过大量的学术工作,研究不同层次的系统性风险监管框架。尽管大多数从理论层面的和银行业层面出发,但这些方法提供了有关证券市场中系统性风险识别方法的指导意见,并将有益于审慎监管机构与证券市场监管机构之间关于系统性风险的互动交流。

## 二、证券监管机构对系统性风险指标的初步思考

本部分作为一个引子,讨论了证券市场监管机构该如何构建系统性风险指标。这些特定的指标目前均处于摸索阶段,会在附录 A 中列出来,但这并不意味着我们给出的指标没有遗漏。为了对系统性风险进行全面测度,我们需要开发一个有更多信息含量的方法。更重要的是,传统的中央银行或审慎监管机构的跟踪方法主要侧重于宏观指标,若将这些宏观指标运用到证券市场监管中来,则要经过慎重考虑。本文的目的是为证券市场提供可行的系统性风险指标,尽管宏观指标不是证券市场的传统工具箱中的一部分,但当证券市场监管者在研发系统性风险的早期预警或风险提示信号时,对这些指标有所了解是非常必要的。

本文第二章讨论了风险来源以及传导机制。一旦系统性风险通过传导机制凸显出来,监管机构将会发现恢复市场信心变得非常困难。因此,证券监管者应当集中精力关注从系统性风险源头的指标。然而,证券市场监管机构也需要好好理解系统性风险的传导机制,因为这些系统性风险的来源可能是互相联系的。特别需要指出的是,证券市场新的发展会对传导机制产生影响。比如,中央对手方(CCPs)的出现,因此,我

们也应当紧密监视市场的新的服务或产品的发展状况。

### (一) 寻找系统性风险评估指标的可能方法

证券监管机构与 IOSCO 的首要任务是在实践中校验系统性风险测度方法,并对测量系统性风险流程度量的方法进行大量的试错检验。对大多数证券监管机构而言,评估系统性风险是一个新的任务,有能力承担该任务的机构应当与其他机构共享他们的经验与结果。

证券监管机构在处理系统性风险过程中研发的监管工具包括情景测试和压力测试。我们用这两种方法构建完成了附录 A 中的指标体系,可以对各种环境下如何识别风险累积演变为系统性风险过程,以及监管机构如何和何时应对突发风险进行分析。

情景测试和压力测试能够对风险规模进行深入分析,如果有足够的可用数据,甚至可以对风险敞口进行合理的测度。荷兰金融市场管理局 (AFM) 处理系统性风险就是例子之一, AFM 利用情景分析方法模拟了利率对家庭和金融机构持仓的冲击,<sup>[43]</sup> 该分析方法考察了金融体系面对利率冲击时的潜在脆弱性,利率冲击还会通过银行持有单位基金抵押贷款对证券市场产生影响。<sup>[44]</sup> 最近,法国金融市场管理局在假定指数发生不同变化的情况下,分析了重新平衡杠杆和反向 ETFs 对标的资产市场的潜在影响。<sup>[45]</sup> 其他情景测试还能与压力测试结合起来,用于测试市场中基础架构提供者或大型参与者破产带来的冲击。

#### 1. 定性与定量方法

对系统性风险的有效评估总会运用到两个明显不同但又互补的方法:一个是基于可靠数据,经过细化和认真研究而获得的定量评估;另一个是依赖专家观点和当地管辖经验的定性评估。

最初,由于进行定量分析缺乏足够的数据,IOSCO 不得不更多依赖于定性方法。但在未来,不仅 IOSCO 自己的研究团队会在全球范围内

[43] *Interest Rate Risk, The Consequences of an Interest Rate Shock for Households in the Netherlands*, 2005, AFM.

[44] 相比其他产品,单位基金抵押贷款作为荷兰的一个产品,在家庭金融与证券市场之间很强的联系。

[45] *Effects of Rebalancing Leveraged and Inverse ETFs on the Underlying Equity Market*, Economic and Financial Newsletter, pp. 7 - 12, December 2010, AMF.

搜集数据,而且 IOSCO 的会员也会在当地法律允许的范围内进行数据搜集。因此,数据的可得性将会提升,从而也会发展出更加量化的方法。

为了区分各种系统性风险的优先级别,系统性风险分析的第一个步骤是对特定的情景下的潜在冲击进行评估。在进行评估时,要通过绝对货币价格,或通过一个相关的基准比例。比如,该资产的市场规模或基础设施提供者的资产负债表,来量化风险的潜在冲击。这样做的目的在于可以对规模与体系的互联性有所了解。

数据的缺乏是监管机构经常面临的问题,有时仅仅能获得一个国家、一个细分市场或一个公司的数据,这经常导致监管机构很难对冲击进行精确估计。在这样的情况下,就要运用推断所获得的数据进行情景分析与压力测试,以便给其他管辖区域和(或)全球市场提供参考。

系统性风险分析的第二个步骤是分析与评估系统性风险转变为系统性事件的概率,这是一个更加困难的任务,情景分析与压力测试可以再次运用到这里,不过这样也仅仅能了解系统性事件可能发生的概率。即使非常困难,如果不可能预见重大冲击事件的时间,我们也希望能判定系统性事件的大、中、小发生概率的范围。

系统性风险分析的最后一个步骤是把潜在冲击与概率结合起来,对风险进行分级。这样的分级结果可以为监管者与 IOSCO 监控系统性风险的优先级别提供重要参考。一个简单的划分风险级别的方案包括红色、黄色(琥珀色)与绿色预警。其中,红色预警是需要 IOSCO 马上采取监管措施的风险级别。

## 2. 系统性风险指标与金融危机

将系统性风险识别方法代入最近的金融危机中,来检验使用效果,看结果是否有助于识别出我们从危机中汲取的教训,这是对系统性风险识别方法的有益运用。一个好的预警系统能随着杠杆率的增加和风险的演变、累积与集中,将预警指标由从 20 世纪 90 年代的绿色显示为黄色,然后在 2005 年左右变为红色。附录 A 中的许多指标,若得到充分研究后,应该可以复制这一过程。比如:

- 宏观经济指标将能够显示出超过平均水平的信贷增长、异常低的风险调整后的信贷成本、明显偏高的资产估值,以及巨大并集中的国际资本流动。

- 微观指标将能显示出信贷产品和投资工具的快速增长,系统重要性机构(SIFIs)间过密的资产集中度,过于依赖量化风险模型与信贷分级,以及日益增长的与信贷市场流动性间不相匹配的无担保风险敞口。

- 规模指标将会显示 CDOs、CDSs、资产负债表和杠杆巨大的增长。

- 互联性指标将会揭示在国际与区域管辖范围内日益膨胀与强化的对手方风险敞口以及信贷市场风险敞口。

- 交易指标将会显示资产头寸情况,并且这些头寸的估值将有助于识别该行业的集中度。

- 集中度指标将会揭示系统重要性机构(SIFIs)间对定价过高资产日益增长的风险敞口,这些资产价格在之前曾经被严重低估过。

- 行为指标将会显示出在商业模式、交易策略和风险敞口方面令人担忧的趋势。

- 监管指标将会揭示未受监管与监管不足的细分市场的强劲增长,以及利用监管进行套利的证据。

若监管机构能很明显识别出这些指标,也就能够发现未来市场的脆弱性。

## (二) 问题与挑战

### 1. 数据收集与风险衡量问题

尽管在系统性风险的衡量标准以及降低风险的分析解决办法等方面,国际社会已经达成了共识,但是考虑到汇总的复杂性,人们对上述方法的有效性仍持强烈的保留意见。由于现有数据的零散化,距离真正可以试用还存在一定的差距。此外,数据的及时性也是个问题,这会增加一定的风险——因为多数现有数据需要时间来搜集和公布,在监管者可以使用数据时,这些数据很可能过时了。尽管如此,过时的数据仍然可以提供一些有价值的线索,不过,过时的数据在预测即将到来的危机时用处不大。在国际前沿,考虑到证券市场数据的不一致性,数据的兼容性成了各国都面临的共同问题。例如,人们对于如何衡量杠杆作用引致的风险程度方面并没有达成一致,这限制了人们使用数据来衡量风险的能力,以至于更能测量累积的风险。

金融稳定委员会(FSB)和国际货币基金组织(IMF)在题为“金融危机与信息鸿沟”的报告里也提到了需要更好的数据。他们指出的重要一



点,就是在国际层面缺乏可使用数据,正如报告里两个关键点表明的那样:

- 要解决上述所有的鸿沟需要花费时间与资源,也需要国际层面各学科的协调和高层的大力支持。在一些经济实体中,信息收集的法律框架也需要强化。

- 执行时间表的灵活性与优先程度需要考虑到各国相关数据的发展和资源限制情况。

2. 全球监管者,以及各国内部的银行业与证券市场监管机构,要负有共享信息的法律责任

监管机构要合法的搜集市场信息,并通过他们的能力,及时收集并反馈到研发中的风险识别方法中。在区域和国际范围内分享信息能了解风险发展提供一个新的维度,这一点已经被最近的金融危机所证明,尽管危机大多起源于当地,但是从本质上而言,金融危机是全球性的金融危机。

欧洲系统风险委员会(ESRB)强调开发基于欧盟共享信息的基础架构将需要大量的分析、数据方面的专业知识和市场知识。为此,欧洲系统风险委员会与欧洲监管当局之间已经就常规的信息共享展开相关工作,并进行程序制定,<sup>[46]</sup>同时国际层面的信息共享也在加强。

### 3. 合作

传统的风险分析测度方法并未考虑金融市场的相互关联性。因此,需要一个新的模式把诸如影子银行、另类交易系统(ATs)以及非银行贷款机构这类未受监管或监管不足的体系考虑进来。同时,突发性事件和市场参与者的行为的预测非常困难,资产泡沫的预测亦是如此,所有这些都很难量化。要解决上述提到的部分问题不仅需要利用多学科的知识和方法,还需要所有的参与者和监管机构进行国际间的全面合作来解决。

只要按照协议,现代信息基础设施对信息的及时共享不无裨益。为了利用更加便利的信息共享来对世界不同区域的风险进行评估,我们需

---

[46] 欧洲三大监管当局包括欧洲证券监管机构(ESMA)、欧洲银行监管机构(EBA)和欧洲保险和养老金监管机构(EIOPA)。

要国际间合作的努力来进行数据搜集。

#### 4. 资源限制

在系统性风险分析中,由于缺乏技术手段,阻碍了监管机构对系统性风险的有效监视与控制,这已经成为全世界监管机构所面临的共同问题。证券监管机构在传统意义上更加关注于市场行为,但是它们缺乏诸如如有市场经验的经济学家、统计学家以及金融分析师之类的娴熟专业人士,这阻碍了对系统性风险分析框架的研发。同样,许多监管机构需要构建 IT 基础设施,以便储存与分析大规模的海量数据。这些重要的因素不仅会影响到对新的系统性风险测度方法的研发,也会影响到监管机构如何更好地使用现有的数据、信息以及专业技术来监视与减少系统性风险。

#### 图表 B: 加拿大经验

##### 加拿大证券市场的系统性风险评估

2009年10月,加拿大证券管理机构委员会(CSA)<sup>[47]</sup>成立了一个委员会来设计识别、分析与监视加拿大证券市场中系统性风险的工作流程,以评估加拿大市场现有的系统性风险状况,并对如何减少系统性风险提供建议。加拿大不同省份与地区证券监管机构指派了会员参加该委员会,这些会员具有不同的证券监管经验。该委员会从证券监管机构的视角定义了系统性风险,并以自上而下的方式梳理了证券市场的各个方面。

该委员会提出了一个评估流程。除了考虑单一的具有一定规模的重要实体之外,该方法还将群体与市场行为考虑进来。起初,该委员会分析了证券市场的七个重要因素,包括:市场参与者、市场本身、市场服务提供商、清算与结算体系、投资产品、销售行为以及市场行为、监管者

[47] 加拿大证券证券管理委员会(CSA)是加拿大各省与地区证券监管机构的自愿性的伞型组织,这些机构的目的是对加拿大的资本市场进行改善、合作与协调,从而来确保加拿大证券行业的顺利运转,以及确保证券法律执行中的紧密合作。加拿大证券管理委员会的使命是确保加拿大协调的证券监管体系,这样的监管体系一是可以保护投资者以免其受到不公平、不恰当、欺诈行为的伤害;二是培育公平有效的资本市场;三是降低风险以免其损害市场诚信与投资者市场信心,同时保持加拿大省区监管体系的灵活性与创新性。

和(或)其他监管机构。在这些因素中,委员会从风险类别的维度识别了超过50类风险因素。为了深入研究,该委员会还进一步选出了以下一些因素进行重点分析,包括:场外市场衍生品、清算结算体系和中央对手方、对冲基金、直接市场接入、电子交易、信贷分级机构、回购协议、证券化投资、投资经纪商、托管机构和商品指数。此外,该委员会调查了对手方风险、资金流动性风险和市场风险在系统性风险中扮演的角色。对于每个所选的类别,根据FSB、IMF以及BIS在2009年10月的报告的指导意见,<sup>[48]</sup>该委员会评估了系统性风险发生的可能性。作为证券监管者评估系统性重要性的一部分,该委员会也将管辖范围和监管边缘考虑进来。

在将系统性风险影响因素初步划分类别的基础上,加拿大证券监管委员会还识别了系统性风险的一些特定来源。系统性风险的识别过程通过多种方法实现,包括CSA内部其他监管者的学术观点和相关专家的咨询意见。大多数识别出来的潜在系统性风险一般来源于真实或潜在的集中度、互联性、大型对手方风险敞口和信息披露的不透明。其他识别出来的一些不常见的系统性风险包括潜在高杠杆、道德风险、市场创新与现有监管的不匹配等。该委员会给出了每个风险的应对措施,包括:监控现有或新的数据、修订监管措施,以及与其他监管者进行深度合作等。在许多情况下,该委员会认定一些潜在的令人担忧的方面已经成为CSA再研发需要重点考虑的部分。例如,CSA的委员会已经考虑采取措施处理与场外衍生品市场和信贷评级机构相关的风险。

#### 第四章 降低系统性风险以促进金融稳定性

本章将就如何在其司法监管权范围内降低金融危机发生的可能性及严重程度,为证券监管机构提供指导,这些指导措施以预防为主,目标是为市场创造环境,以便市场参与者能更加精确地控制风险并为其定价;并使代理商、中介机构及信息传递者的利益能够更加紧密地与投资

---

[48] FSB, IMF and BIS (2009) 文中第7条注释。

者的利益联系在一起。

当系统性风险出现的时候,监管机构的指标体系将会发出红色预警,与风险状况相匹配的监管工具就可以用以降低风险程度。例如,在缺乏监管的细分市场中,高杠杆和高风险金融工具的发展可以配合更透明的未平仓合约的信息披露、限制市场参与者的杠杆系数以及进行有效的沟通策略,这样做可以使市场对潜在的风险引起足够警觉。

然而,系统性风险也会出现在证券监管部门的控制范围以外,例如宏观经济环境变化。这就意味着,尽管监管部门会尽全力创造一个功能完备、高度透明、高效的信息量充足的市场,系统性风险还是会发生。

在这种情况下,证券市场的监管机构应该不失时宜的与其他金融监管机构合作,增强市场参与者、其他监管机构及立法机构的风险意识,以限制风险的发展及累积,最终降低证券市场风险对整个金融系统的影响。

本章的第一部分与前几章的研究相互呼应,描述了适用于证券监管机构的政策及监管工具,这些政策及工具可以帮助降低证券体系中的系统性风险的发展。本章的第二部分描述了国际证监会组织(IOSCO)在系统性风险方面的现状及发展中所起到的作用。

## 一、适用于证券监管机构的工具

证券监管机构在增强金融系统的稳定性方面有着特定的工具,无论是处理风险传递机制还是针对系统性风险在证券市场的源起及传递,监管者均可以采取特定行动施行监管。

证券市场的监管者应该小心谨慎地考虑任何一种降低风险的措施可能会带来的意想不到的后果,特别是同时要考虑到,一项新的举措会引致另外一种相关行为的可能性,而该种行为很可能会增加风险的相关性或者构成新的风险反馈回路。例如,在施行一项新举措之前,监管者应该思考这项举措是否会引起市场参与者采取类似的行为,以及这种行为在多大程度上会减少市场的多样性。另外,一项新举措的引入,很可能仅仅是将问题转移至其他地方,或者甚至将问题集中化,因此可能会

引发“单点故障”。

为了将发生意外的可能性降至最低,任何一项举措的实施都应当与已识别的风险的兼容性。除此之外,虽然这样的举措通常本质上的目标都是为了降低风险,是国际通用的准则,但依然要与本国市场的需求与特殊性相一致。

下面的内容将讲述适用于证券监管机构的监管工具。

### (一) 证券与监管工具

证券监管机构的干预可以归结为以下五大类:

- (1) 透明度和信息披露;
- (2) 商业行为监督(用以约束市场参与者行为的规则及其他干预措施);
- (3) 组织规范、审慎性规则及公司治理要求;
- (4) 风险传递预防性措施;
- (5) 紧急情况的处置权。

一旦引发系统性风险的各种原因被鉴别出来,以上干预形式便可起作用。例如:

- 规模性及交互性风险的缓解可通过以下干预形式:
  - 限制实体间的风险敞口,或者限制关联实体间人事共用的情况(如共同的公司董事),以及披露公司董事间潜在的利益冲突;
  - 披露向其他实体提供内部信息的情况;
  - 商业行为准则:例如限制可能存在于普通商业行为中的利益冲突。
- 通过引入更加严格的金融产品和市场信息披露要求,可以解决透明度缺失的问题。
- “缺少替代性”和“集中性”的问题可以通过引入鼓励竞争的政策和设定市场规则来解决,如大额交易报告以及持仓限额。
- 由于杠杆效应引发的风险可以直接通过审慎监管要求来解决。这些要求可以限制商业实体的杠杆系数,也可以通过信息披露、施加义务或其他刺激等间接方式。
- 与市场参与者行为相关的问题可以通过组织和管理要求予以解决,如有针对性的薪酬制度。

值得注意的是,信息的高透明度和强有力的商业行为监督不仅仅是缓解风险的工具,同时也是发现市场系统性风险紧急情况的工具(见第三章)。

### 1. 信息透明度与信息披露

信息透明度是价格形成、风险评估、克服信息不对称以及维持市场信心的基础。信息透明度还为市场建立了一套标准,这套标准对市场过度监管的风险承担行为做出了建设性的贡献。传统的信息透明度及披露工具将协助证券监管机构识别市场的集中性风险,这些风险的有效识别可能为进一步监管或立法做出贡献。确保对于金融产品和市场保持适当的信息透明度及完整度,是证券监管机构的职责所在。

#### 产品信息透明度

加强金融产品的透明度,应该给予投资者必要的信息以评估与产品相关的风险,只有这样才能使投资者更好地做出投资决策。尤其是在过度自信的市场中,信息的不透明将导致群体效应,并最终会引致大规模的损失,并对实体经济产生不良后果。

改进信息透明度,还能增强投资者对于他们所投资产品的内在风险评估能力。20国集团(G-20)已经建议删除鼓励投资者单纯依靠外部信用评级作出投资决策的规定。新的针对信用评级机构的规范将要求其扩大评级方法的披露程度,使研究机构更好地理解外部评级情况并且拓展其内部信用风险评级,为良好的市场秩序以及减少系统潜在的不稳定性提供保障。<sup>[49]</sup>

#### 市场信息透明度

市场信息的透明度对有效价格的形成过程及市场的诚信大有裨益。同时,它还便于市场发现潜在的风险以及在紧张市场局势下帮助遏制恐慌。场外交易市场(OTC市场)的改革,包括“交易储存数据库”的建立以及外汇交易和集中清算的发展,将大大增加对监管机构和市场参与者的信息披露透明度。美国和欧洲在衍生品市场方面也在考虑其他新的举措(例如美国商品期货交易委员会(CFTC)的交易者持仓周报),欧洲

---

[49] 金融稳定委员会(IOSCO为其下设组织)已经设计了一系列章程来降低对信用评级的依赖性,See [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf)。

也要求向监管机构和市场披露超过一定范围的短期净持仓信息(包括股票以及主权债券)。

2009年3月,商品专门委员会的报告<sup>[50]</sup>基于这些原则,呼吁所有的期货市场监管机构通过有效途径获取市场信息,以了解持仓集中性以及市场整体组成情况,还包括监管者对交易者相关财务状况及持仓水平的信息。为了确保监管机构的权力范围,与之相配套的司法管辖权也相当重要,如果有必要的话,可以采取积极的措施去寻求司法权力的帮助。<sup>[51]</sup> 尽管这些建议仅仅是针对金融衍生品市场提出的,但是这些建议同样适用于其他市场。

在资本市场,2010年5月6日的“闪电崩盘”凸显了一些关于信息透明度的风险,如完整的资本市场信息由不同交易市场数据汇集而成,但获取数据的延时性和复杂性可能会加剧市场的不确定性并且使得市场的流动性下降。

在场外交易(OTC)居多的固定收益市场,一些监管者研究了缺乏信息透明度的影响,尤其关注于投资者保护以及价格形成问题。在美国债券市场,从2002年起就建立了强制报告系统;在欧盟,这个问题还在商讨之中。如今,在金融危机的影响下,证券监管机构考虑金融稳定性监管的必要性,即在固定收益市场中获取更多的价格和交易量信息。

#### 财务和风险披露

精确的财务和风险披露对于市场参与者来说是至关重要的,这是因为:

- ✓它对于保持投资者的信心是必要的。
- ✓它对于增强市场的整体信心是有潜在作用的。
- ✓正如金融危机中所表现出来的,它能够更全面地监管金融系统中的稳健性指标和累积的风险。

---

[50] 商品期货市场专门委员会,IOSCO技术部门的报告,See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD285.pdf>,2009年3月访问。

[51] 商品期货市场专门委员会,IOSCO技术部门的报告,See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD285.pdf>,2009年3月访问。也可参加提交G20的商品期货市场专门委员会报告,See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD340.pdf>。

✓也许最重要的是,一个信息披露框架的建立将有利于对风险与投资的定价。

证券监管机构关注整体的财务及风险披露情况,目的是为了保护投资者的利益及市场的诚信。谨慎的监管者通常关注信息的私密性以在危机情况下控制金融机构潜在的运营风险。金融危机的发生以及其他近期的发展说明,从谨慎性的角度来说,信息的透明度和披露度是必不可少的。信息透明度重要性的一个范例就是美国(2009年7月)及欧洲(2010年7月)金融机构压力测试结果的公布,以及对于私人银行“暴露于特定金融产品的风险”的关注。这些措施通过向投资者提供信息帮助他们评估资金缺口的规模或者向特定机构推断额外的资金压力情形,为市场减少了不确定性。<sup>[52]</sup> 在金融危机的复苏阶段,那些传统意义上被认为是机密的资本比率的信息披露已经变得常规化。

关于风险披露,目前我们在回顾金融稳定论坛在2008年的建议;总体目标是在特定时间内,确保与市场条件最相关的可靠估值及风险的披露。<sup>[53]</sup>

#### 1(a)信息透明度和披露的加强如何有助于缓解危机?

加强信息透明度和信息披露,可以向监管机构和市场参与者更加清晰地呈现出在金融系统中发生的问题,从而降低那些导致危机的风险。信息透明度的增强还能弥补危机的形成过程中风险定价过低的情况。

一些规则鼓励机构投资者在使用信用评级机构的评估信息的同时,还能对风险做出自己的判断,而不仅仅是依靠信用评级机构数据,这可能会带动对次贷证券化资产的强劲需求,并鼓励定价更准确的反映风险。关于衍生品合约“交易储存数据库”和集中清算将使得监管机构和市场参与者能识别金融机构累积的风险(如AIG),并确保风险被有效控制并防护。而针对于金融机构的压力测试,可以识别由于宏观经济环境

[52] 可参见 Donald P. Morgan, Stavros Peristiani, Vanessa Savino 的“压力测试的信息价值与银行不透明性”,载 [http://www.ny.frb.org/research/staff\\_reports/sr460.html](http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr460.html); “危机中压力测试下的银行”,载 <http://www.ecb.int/pub/fsr/shared/pdf/ivafinancialstabilityreview201012en.pdf?d80416324a10f3cb4149e717e226311e>。

[53] 金融稳定委员会的 FSB invites feedback on risk disclosure practices,载 [http://www.financialstabilityboard.org/press/pr\\_100721.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_100721.pdf)。



变化(如住房需求的下降)引发的威胁金融系统的行为。

## 2. 商业行为的监督

证券监管机构对监督商业行为负有主要责任,并制定相关规则,包括对市场参与者资质认定,以及管理或禁止利益冲突。

近期的全球金融危机凸显了投资者保护和尽职不足的问题,这些问题将会导致系统性风险。事实上,这次危机说明,次级抵押贷款的推广和分销问题是一个反映更深层次系统性问题的预警信号。因此,加强市场中介机构及其他人员的监管可以确保商业行为的正常秩序、保护投资者的利益以及维持金融系统的稳定性。特别来说,商业行为规则应解决利益冲突问题,包括在特定情形下禁止不合理的行为。另外,积极施行规则也是至关重要的,因为这对于市场参与者行为的影响是非常明显的,能够抑制风险的发展。

考虑到不当销售手段的潜在可能性,证券监管机构应该考虑经济刺激手段(如严重依赖佣金的薪酬制度),经济和金融环境对于不同市场参与者的商业模式的影响(长期的低利率环境下对收益率的追求)以及金融产品的特性(如复杂的金融产品)。在某些情况下,监管机构应该具备提高商业行为要求的能力,还应该能够在他们自身的司法管辖权范围之内与系统性风险的主体一起,限制可能会威胁整体金融系统稳定性的行为。<sup>[54]</sup>

### 2(a) 商业行为监督的增强如何缓解危机?

以改变激励结构为目标的行为是为了更好地将金融中介和代理机构的利益与投资者的利益紧密联系在一起,这样将有助于解决由于利益冲突引发的风险。确保当证券化产品的风险传递至投资者的同时,那些推广证券化产品的金融中介机构同样也暴露于风险之中,并且让他们对投资者遭受的风险负责。这种做法可能会鼓励金融机构严格评估证券

---

[54] 欧洲证券市场管理局(ESMA)“可能暂时禁止或限制那些威胁到金融市场秩序及诚信、部分甚至整体稳定的金融行为……或在紧急情况下执行……”美国的金融稳定监督委员会“在面临严重威胁时的责任”包括:限制公司的合并或成为其他公司的子公司,严格控制公司提供金融服务或产品,要求公司停止部分活动,在部分公司行为中加强规范,或者当董事会的行为没有减轻威胁,会要求公司卖出、转移资产或转为非关联公司的表外业务。

化产品价值,促使投资者远离那些规避风险分担的金融中介机构。

证券监管机构积极监管商业模式和商业行为,还可能会使得监管机构和投资者对于金融机构的新问题变得更加警觉。

### 3. 组织要求、审慎监管要求和公司治理要求

这些要求为市场参与者更好地管理市场可能出现的系统性风险提供了原动力;简言之,它们为企业提供了外部效应内部化的原动力。包括基于风险的审慎监管要求、风险管理要求、合规性要求、更广泛的治理安排(包括有关赔偿的原则)以及利益冲突有效管理的支持性安排。尤其需要注意的是,监督者应该对风险管理技术的量化评估以及企业内部的文化多加关注,而不仅仅是将对一整套要求的遵守作为企业的唯一责任。这样通过企业和监管者的努力,将能够避免使这些要求仅仅成为一种机械的形式。

在2008年国际证监会组织(IOSCO)有关次贷危机的原始报道<sup>[55]</sup>发表之后,证券监管机构已经审阅了金融企业的内部控制体系以协助并补充巴塞尔银行监管委员会的工作(巴塞尔委员会)。国际证监会组织在2010年8月发布了一份咨询报告,<sup>[56]</sup>主题为结构化金融产品价格核实相关的中介机构控制,该报告讨论了一系列问题,如价格核实的分析能力、风险文化、治理程序、测试与对冲策略等问题;该报告还就最佳的操作模式发表了观点。文章还强调了市场价格的角色以及市场参与者正确评估价格和流动性的重要性,目的是了解企业的真实风险水平。文章还提及了附加风险,如对集中持仓和建仓。最后,这篇文章强调了监管者以及其他防范承担过度风险的工具的重要角色。例如,对于低于特定资本水平的企业或违反监管机构其他要求的企业,加以限制其业务范围。

尽管大多数的方案都是针对银行机构和券商的,但是这次危机过

---

[55] 结构化金融市场中信用评级的代理角色——Report of the Technical Committee of IOSCO, Consultation Document, March 2008, available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD263.pdf>。

[56] 结构化金融产品价格核实相关的中介机构控制与流动性管理的监管方法——Consultation Report Report of the Technical Committee of IOSCO, August 2010, available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD331.pdf>。

后,一个重要的变化就是对于资产管理公司风险管理的关注。一份发表于2009年7月的国际证监会组织(IOSCO)的报告<sup>[57]</sup>关注了投资经理在对结构化产品投资时的尽职调查。近期在欧洲,新的规则,资产管理公司必须采用足够强效的程序和技术以便于他们有充足的能力管理各种不同种类的受托资产可能会面临的风险。定期回调测试和压力测试很可能将变得更加普遍,场外衍生品头寸的独立估值也将受到更多的关注。这些进展将鼓励更好更持续的风险评估,并且有助于限制承担过度风险的行为,但需要在资产管理公司的资源水平和技能水平方面做出更多的努力。

第二个需要解决的重要问题就是薪酬。金融稳定委员会(FSB)制定的薪酬原则和实施标准,目的是避免过度风险的承担,并且通过薪酬制度与风险管理的匹配防范利益冲突。<sup>[58]</sup> 这些原则和标准已经转化为银行业的规则,同时金融稳定委员会也对同行业的实施情况进行了审查。2010年3月公布的结果凸显了二者衔接的必要性和共同努力以防止监管套利以及风险在司法管辖权或金融体系的各部分之间转移的重要性。<sup>[59]</sup> 如今,尽管考虑到所涉及的各种商业模式的特殊性,那些有关薪酬的原则在金融行业的其他部分也得到了良好的回应(如在欧洲资产管理业中)。<sup>[60]</sup>

3(a) 组织要求、审慎监管要求以及公司治理要求的加强怎样有助于缓解危机?

这次金融危机的一个关键的教训就是许多市场参与者误解了其投

---

[57] 结构化产品投资经理尽职调查的有效实践,IOSCO技术部门的报告,See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>,2009年7月访问。

[58] 金融稳定委员会关于稳健薪酬的实践原则,金融稳定委员会,See [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf),2009年9月5日访问。

[59] 关于薪酬的议题回顾,金融稳定委员会,See [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_100330a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100330a.pdf),2010年3月20日访问。报告记录了治理、监督和披露领域的物质化进展,并分析了若干为解决风险调整标准而设立的薪酬结构问题,报告还提供了其他一些测量方法和分析对象,包括一些典型的非银行类金融机构。

[60] 欧洲的“另类投资基金管理办法”要求管理者建立与有效风险管理和避免承担不适宜风险相挂钩的薪酬体系,未来对资产管理公司的立法倡议,试图构建一个基于UCITS,AIFM,CRD的薪酬框架;而最新的欧盟议题也是关于薪酬问题。在国家层面,法国已采纳了一套新的行业准则,而英国也在加快实施。

资的风险实质,并低估了风险规模。监管标准规定了资产管理公司如何评估风险,有助于更深入地理解全球金融系统中的风险问题,从而鼓励一种更精确的风险定价方式并有助于降低风险。将这些标准与限制风险承担结合在一起,更容易降低风险。

这次危机的另外一个教训就是,设计欠佳的激励结构能够导致对风险承担的轻率态度,其规模足以威胁金融系统的稳定性。正如上文中提到的方法,将薪酬与风险管理更加紧密的联系在一起,会鼓励更加精确的风险定价,并有助于减缓系统性风险。

#### 4. 风险传递的预防

证券监管者能够运用不同的政策及监管工具预防或限制风险的蔓延或传递。

##### 交易规则

交易速度的加快以及市场之间的高度融合形成了新的贸易格局,在新的环境下,交易基础设施必须能够与强有力的规则相匹配,这样才能够预防交易的中断并且确保市场在受到冲击时的稳定性。由于市场价格反映了市场与金融机构之前的相互依存关系(如估值、市值规则以及其他可能的反馈效应),监管者应该确保价格形成过程是有效的、稳健的。

监管机构目前正在审查现有的关于各种“断路器”措施的因素,确定是否需要修改,以便为市场参与者提供更多时间重新评估自己的战略,并在一个公平及有秩序的方式恢复交易,并重置其各因素的算法,有助于防止极端价格走势。正如上文中提到的方法,将薪酬与风险管理更加紧密地联系在一起,会导致对风险更精确的定价,有助于减缓系统性风险。与此同时,监管机构正在审议目前有关订单与交易撤销政策的相关要求,以及本应该也健全的其他信息共享机制。其他有助于预防风险传递的方法涉及结算规则,包括罚款以及交易关闭的要求。跨市场的类似交易规则,与交收失败的大金额罚款或者其他措施(如抛售)一起,将减少套利、无序结算以及无货沽空的潜在可能性。

##### 交易对手风险、关联性以及中央对手方(CCPs)的作用

集中清算通过减少多重披露及用中央对手方替代对手方成员的方式,其目的是减少市场的风险总量,解决市场的相互关联问题。中央对

手方通过敦促其成员遵守规则并要求他们提取清算准备金,这部分准备金将用于抵御成员的破产或者违约行为,以此来增强市场的作用。中央对手方制度还鼓励严格加强市场参与者的风险纪律,并且通过抵押和保证金追加的方式来限制风险。如果集中清算不可行(这取决于金融产品的特性),监管机构应该鼓励其他的风险管理技术,如更高的资本需求(正如新巴塞尔协议框架Ⅲ所预见的一样)、针对交易对手方的更加严格的分析或者对企业层面上的抵押行为的监督。

正如场外市场改革所建议的那样,这增强了中央对手方的作用。监管机构和监督人员必须确保它们受制于严格的商业行为准则和统一的组织要求,以确保其稳健性。

国际证监会组织已经针对场外金融衍生品的规范建立了专门调查组,以发展在清算、交易、交易数据收集与报告及特定市场参与者监管领域的与场外金融衍生品监管相关的一致国际标准。<sup>[61]</sup> 国际证监会组织与支付结算体系委员会(CPSS)正致力于审议用于支付、清算与结算准备的监管标准,包括中央对手方的流动性风险。<sup>[62]</sup>

#### 流动性风险

上次的金融危机凸显了流动性的系统性角色,并且凸显了当市场处于压力状态下流动性的一系列问题。除了在银行方面做出努力以更好地解决流动性风险,证券监管机构还正在研究一项重要的、针对券商的流动性体制的审议。IOSCO 发表于 2010 年 8 月咨询报告强调了从金融危机中汲取的教训、流动性管理体制改革的必要性以及增强流动性风险监管的必要性。

证券监管机构的一个单独工作组关注了共同基金和集合投资计划的流动性风险问题。金融危机期间货币基金业的危机,尤其是随着 2008 年 9 月雷曼兄弟的破产,凸显了金融系统的基金市场良好运作的重要

---

[61] IOSCO 组成 OTC 衍生品监管的专门委员会, See <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS191.pdf>, 2010 年 10 月 15 日访问。

[62] IOSCO 和 CPSS 关于 OTC 衍生品市场上中心对手方和交易存管的政策指导, See <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS182.pdf>, 2010 年 5 月 12 日访问。

性,同时表明了货币市场基金运作的可能性。<sup>[63]</sup> 证券监管机构已经在逐步改进对基金流动性的管理,如通过暂停基金赎回业务以及设置“门槛”(gates)或“侧袋账户”(side pockets),这样可以帮助防范火热销售情形及基金运作。尽管股票市场的问题以及潜在的监管方案与银行业是有根本区别的,但是不理想的基金流动性管理的潜在影响需要监管机构对其更大力度的监管(不仅仅是货币市场基金方面),以及向更加国际化的标准努力的可能性。

#### 4(a) 防范风险传递的方法是如何缓解危机的?

2008年9月和10月期间,市场参与者遇到的一个问题就是,他们极其不确定金融机构会暴露什么样的风险,这个问题会造成流动性的迅速消失,从而导致金融机构不得不廉价出售资产,并引发价格下滑。中央对手方、“交易信息存管处”以及交易所交易的衍生品的应用,通过减少交易对手方的暴露及市场的不确定性,可以缓解危机的严重性。场外交易数据的可获得性会帮助市场参与者和监管者更好地识别那些市场中的风险的形成,并且采取相应的行动。

不仅仅它们可以在金融危机发生时帮助保持市场的流动性并规避由于对市场的信心不足所造成的损失,基金流动性管理的规则通过使资产管理公司提高对流动性风险的敏感性,也可能会有助于防范危机的发生。危机前几年的标志是对流动性风险的严重低估(抑价),这些风险的累积,进一步导致了危机的严重性。因此,意识到流动性的重要性以及对其的精准定价,会有效降低发展于2008年9月之前的货币市场的风险。

#### 5. 紧急处置权

一旦市场的混乱有可能发展成为重大的冲击,监管机构将不得不采取紧急措施,如对某些证券的交易活动暂时中止或暂停,或者对某些特定市场行为加以限制,如卖空行为。这些紧急措施是重要的,也是严厉

[63] 货币市场基金报告,美国总统辖下的金融市场工作小组,See <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/10.21%20PWG%20Report%20Final.pdf>,2010年10月访问。报告承认了金融危机后改革执行的价值,但认为要降低与货币市场基金相关的系统性风险和脆弱性,还有很多工作要做,本报告还探讨了一系列政策选择。

的,并且应该仅仅在市场压力很高的情况下施行,这样做的目的是防范不利事件的接连发生以及市场走势的放大,并且帮助市场参与者捕捉信息以重新评估他们的投资策略。然而,那些措施也可能会引发意料之外的后果。例如,市场参与者会选择在其他相关市场持仓,而这些市场不在紧急条例的适用范围之内。在这种情况下,为保证紧急措施的有效性,监管机构间的合作(国内机构与国际机构)将变得至关重要。这就是为什么在众多的司法管辖权内,促进监管机构间的合作是系统性风险委员会的关键任务。

## (二) 提高警惕性:与其他监管机构的合作及对其他沟通工具的应用

证券监管机构应当与相关的监管者及监管机构建立常规的对话机制,以确保对产生于或传递于证券市场的系统性风险给予足够的重视。他们通过交流对系统性风险的不同看法,能够提高风险意识,并且有助于和其他监管机构或金融机构共同发起行动,甚至联合立法机构。<sup>[64]</sup>

### 1. 合作

监管机构对系统性风险的内部司法管辖区之间的信息沟通和交流是必不可少的,这样做可以帮助防止出现监督空白,并找出可能的风险转移或跨部门的风险。

在某些司法管辖范围内,建立系统性风险监管机构应促进监管机构之间的沟通和协作。在以促进金融稳定性为相同目标的前提下,证券监管机构可以借助其他监管机构,来加强自己的工作。通过提醒其他监管机构的关注,同样能够促使严厉的监管与规范商业行为的工具更加有效地结合,或者会引起对相关监管规范的重新审议。如果可行,证券监管机构还可以依靠自律监管组织(SRO)来协助减少其相关领域的风险。

当今的系统性风险是超越国界的,因此,国际监管机构间的合作也是非常必要的。证券监管机构应该继续通过国际证监会组织加强合作,以增强各国际证券市场的信息透明度和披露度,同时他们还须积极参与到国际监管组织联盟中来。不同部门的监管机构的不同视角,不仅能够

---

[64] 有些情况下,证券监管机构的分析会与会员机构相冲突,或者他们不得不用金融发展的重要意义这样的观点来说服。

有助于风险的识别,而且还能够更好地识别出他们所建议回应的潜在后果。

例如,金融稳定委员会正在讨论的有关影子银行的监管和监督框架需要监管机构之间的合作,以更精确地定义跨越传统监管范围的影子银行相关的风险的潜在来源。<sup>[65]</sup>目前的看法是,影子银行是最好被定义为职能,而非实体。影子银行的主要包括银行系统外的信用创造(Credit Creation)、期限转换和流动性转换(maturity and liquidity transformation)。其他重要的方面可能包括期限转换与杠杆效应之间的相互作用,这会大大增加流动性风险,信用评级、保险、基金以及银行提供的流动性为影子银行的某些业务提供了便利。可能的结果将取决于影子银行的各种不同的形式、他们对期限转换业务的重要程度、他们的成长前景(如新的银行审慎监管框架对其的影响)以及各种审慎和非审慎的监管工具的有效性。证券监管机构对当下正研究的杠杆信贷及偿债期转换的许多形式都提出了重要的观点。

监管机构还应当分享他们监管领域的相关风险监管和研究结果,尤其是当跨部门的高度风险出现时。国内风险监督委员会将组织一个论坛以在司法权内分享这种类似的信息。在国际上,一个分享这种信息的论坛可能包括国际证监会组织建议的风险与研究标准委员会和金融稳定理事会的可行性评估标准委员会。对研究发现的多次交流和对发展有效的监管响应系统是相当必要的,不管是国内的抑或是国际的。

## 2. 通过关于风险的沟通来提升信心

证券监管者在提升市场信心方面也扮演着独特的角色。虽然各司法辖区投资者保护程度不尽相同,但是所有证券监管者都对提升资本市场信心方面充满兴趣。正如上文所讨论,增加信息披露和透明度,给予了投资者更多的信息,来分配资本远离风险或针对高风险投资要求更高的回报。增加透明度也可能使监管者获得与特定产品、市场或参与者相关风险的重要信息。然而,监管者会认同:即使是最稳健的信息披露和

---

[65] “随着监管机构加强银根紧缩,我们不得不重估影子银行复苏的情况;在FSB的改革进程中,对影子银行设立防火墙的必要性进行估算是重要一步”。FSB致G-20领导的一封信,See [http://www.financialstabilityboard.org/press/pr\\_101111b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_101111b.pdf), 2010年11月12日访问。



透明制度,在帮助减轻资产错误定价影响的同时,永远不可能完全消除错误定价和证券市场泡沫,它们是金融市场周期性的一部分。尽管如此,还是可能会出现:不论是通过监控、调查、检查还是个人登记者的披露,证券监管者也能认识到尚未充分被市场披露的更广泛的风险。从这样的角度来看,证券监管者应采取措施来确保这些风险对于其他监管者透明并且在合适的情况下推向市场。

与其他监管者沟通的目的是学习和提高发现潜在漏洞的能力,促进关于连带后果的深入讨论,并制定协调一致的应对政策。沟通同样为监管者创造了一个提出自己观点、分析他人观点和被质疑的机会。可能有时监管者认为,与公众直接沟通关于系统性风险的担忧是合适的,但是因为关于宏观经济趋势(如长期定价)的沟通在传统上属于大多数中央银行的权力范围,证券监管者应该密切协调中央银行和其他监管者来制定一个合适的沟通策略。

通过现有工具,证券监管者已经在市场沟通方面发挥了作用,而且这些工具可用于寻找新兴风险。除了与登记者直接沟通来改进披露和采取与披露相关的行动,证券监管者可以发布研究以及开展行业圆桌会议(可通过自律性组织、专业机构和其他行业团体)来提高对新兴风险的意识或寻找相关信息。尽管证券监管者应注意报告的内容和形式,一些监管者可能还会选择专门或定期公布风险评估。<sup>[66]</sup>这可能帮助监管者发展风险应对方法并有助于严肃市场规范。

### (三) 金融创新、杠杆和顺周期性的新应对措施

上述工具已经可以供证券监管者使用,并可用来减少系统性风险的产生,但同时监管者还需要探索其他工具和措施,特别是如何解决商业模式的发展问题,因为这些模式为了保证健康发展需依赖于杠杆和强劲经济增长。通常这些商业模式在繁荣周期快结束的时候显现,并且结合与信贷宽松有关的金融创新。此时,系统性风险来自于高杠杆率导致的金融机构和信贷市场的经济环境变化和不良结果的脆弱性。

---

[66] 类似的报告包括:每年出版的FSA“年度风险报告”和AMF“风险和趋势计划”,2010年7月公布的CESR“金融市场趋势、风险及脆弱性”,这些报告可以解释监管机构的关注重心并支持其政策和行动,同时,这些观点也会对中央银行或国际机构的市场稳定报告(如IMF“全球金融稳定性的半年期报告”)有所帮助。

## 1. 金融创新的应对措施

金融危机的部分原因与一系列的金融创新有关,如债务抵押债券 CDOs、信用违约掉期 CDSs、结构性投资工具 SIVs 等,这促使了很多关于利益、复杂性以及监管者如何应对这些创新的辩论。关于金融创新带来的风险,有很多方面需要考虑:创新常常具有将风险从系统一部分转移到另一部分的作用,或者增加杠杆率及市场参与者间的联系;此外,预见某些创新可能对冲击的反应以及系统风险的最终分配可能如何演化都是很困难的。创新也可以采取多种形式,如新产品、新商务模式和新成员、新交易策略和场所以及新技术。由于市场和参与者的互相联系,金融创新的作用常常引起系统不同部分的共鸣,而且并不总是创新本身的大小或重要性的一个直接结果(如信用违约掉期 CDS 市场)。市场的创新和改变也可以改变不同细分市场的关系,可能增加风险传递的可能性(如股票、衍生品和交易型开放式指数基金之间的相互作用,尤其在“闪电崩盘”期间)。最后,在大多数情况下,金融创新创造了对需要与快速发展的市场保持同步的监管主管和监管者的挑战。

第一个应对范围是增加中介机构关于新产品治理和风险管理水平的要求,如建立产品和风险管理委员会。通过对风险的更多考虑,监管者也改变了针对金融创新的方法。监管者监管下的金融创新的例子包括复杂的结构性产品,高频率交易的增长或复杂杠杆式交易所交易基金的增长。新形成的系统性风险主体也常被给予以下任务——考虑创新对金融稳定性的影响。

金融创新的一个新框架就应该包括:在金融机构和监管者水平上的创新所带来风险的更多考虑;监管主管和监管者之间关于考虑创新和转移风险的不同潜在影响和金融市场、机构和产品的演化关系的密切合作;监管者需要来维持监督和控制水平的资源的含义;为防止监管套利的金融创新的国际维度的考虑。

## 2. 监控和处理市场的过度杠杆率和集中性问题

传统上,证券监管者会监控那些控制和拥有大量特定证券或衍生品的公司和客户,虽然目标是防止市场操纵行为,但是也可以确定与市场重大事件有关的任何风险(如通过交易对手风险)。例如,在 2008 年的亚洲金融危机后,在香港,法定持仓限额被强加在交易所交易的大多数

衍生品上。在美国,新的立法将允许美国商品期货交易委员会在不同的市场施加持仓限额,包括能源和农产品市场以及关于某些场外衍生品交易的市场。2009年3月,与美国商品期货交易委员会已有部门相比,国际证监会组织特别小组在大宗商品期货市场中呼吁所有期货市场监管者和其他相关部门应利用允许他们来鉴定持仓集中和市场总成分的信息。2011年欧盟也有望进行大宗商品市场的改革。

对对冲基金监管框架的加强,也将追踪对冲基金或一组基金由于在市场中的相对量和存在所产生的潜在的 systemic 影响。<sup>[67]</sup> 特别地,国际证监会组织开发了一个模板来收集和交换监管者和其他相关部门的一致和可比数据来促进识别这一领域可能的系统风险的国际监管合作。<sup>[68]</sup>

对冲基金的新监管框架将允许监管者更好地监控他们的杠杆(通过借贷或衍生品仓位持有情况),以及基金交易对手方信息的披露程度和性质等其他信息。当金融市场的公平性可能被削弱的时候,监管者(或系统性风险主体)将有必要采取措施来加强杠杆限制。

### 3. 顺周期性和证券监管者的工具

传统上,关于金融系统的顺周期性的讨论聚焦在资本需求的顺周期作用上。其他讨论的主题包括会计标准的影响、信用等级的角色以及抵押行为的影响。对于信用评级,当信贷等级被下调时可能发生的“悬崖效应”放大了顺周期性并可能导致系统性混乱。从证券监管的角度来看,国际证监会组织试图建立一个包括解决信用评级质量和机构商业模式利益冲突的措施的行为规范。<sup>[69]</sup> 该行为规范已经被 G20 集团作为全球性信用等级规则认可。此外,金融稳定委员会已经建议监管者:中央银行和私人市场参与者来减少信用评级的机械依靠,这可能导致“悬崖

---

[67] 2009年,IOSCO技术部门发布“对冲基金观察”的报告,包括了针对对冲基金的一些新的监管要求,See <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS166.pdf>。

[68] 国际监管机构发布针对对冲基金的系统性风险数据,See <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS179.pdf>,2010年2月25日访问。

[69] 信用评级机构的基础性行为规范,IOSCO技术部门,See <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>,2008年5月访问。

效应”。<sup>[70]</sup> 这些措施的全面实施将显著提高评级质量从而有助于解决潜在的顺周期作用。关于会计准则,资产减值的标准当前正被国际会计准则委员会审核;这项工作将有助于解决会计准则的部分顺周期问题同时也提高用户财务报表的透明度和实用性。最后,更多关于抵押行为和潜在顺周期作用的工作需要完成。<sup>[71]</sup>

#### (四) 证券监管范围的审查

与国际证监会组织新的第7条原则相一致,证券监管者应定期审查并开展其他活动,融资活动的监管范围应确保没有任何行为逃避正当监管。例子可能包括:

- 新的和不受监管的融资活动的快速增长。
- 之前受到监管不足或被证券监管者免除监管的融资活动的快速增长。
- 银行在证券市场的行为,以及顾客认为像银行一样安全的行为,因为这些行为是由银行来操作的。
- 伴随审慎监管要求的增加,从银行或保险部门到未经监管或受监管的主体的转移活动。

这项任务需要证券监管者。

- 金融和证券市场的定期调查活动以了解发展和潜在的监管套利以及识别合作机会和可能的变化。
- 设立内部门槛以干预新市场和扩大市场和行为。
- 为干预设立监管目标以便评估干预是否合适或需要修改。

检查的一个重要区域是银行类似的金融活动,这些活动可能被监管者在他们的监管范围之内发现,通常被成为“影子银行”。一些影子银行的例子可能包括货币市场基金、与现金抵押相对的证券借贷(现金可

[70] 金融稳定委员会:“关于降低 CRA 评级依赖性的原则报告”,载 [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf), 2010年10月27日访问。欧盟召开了一次咨询座谈会,要求重新审视目前的监管框架,特别来说,欧盟认为金融机构和机构投资者过度依赖外部评级,而缺少有效的内部信用风险估算,从而导致了市场波动和金融系统的不稳定性, See [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm)。

[71] 例如, The role of margin requirements and haircuts in pro - cyclicity, See <http://www.bis.org/publs/cgfs36.pdf>。

有效调用并投资于较长期资产),通过隔夜或短期回购市场并利用这些所得投资长期资产,如果发行短期负债(如短期商业票据),结构性投资工具和金融公司(如果发行短期负债),和某些对冲基金,如信贷对冲基金。上述列表反映了一些当前法律结构和实体类型,它们包括在近期的金融危机中(即结构性投资工具 SIVs)。由于未来结构可能改变,对影子银行的功能定义的运用将变得越来越重要。

在影子银行活动发生的情况下,证券监管者是否应该考虑对其监管的决策应由审慎监管者做出,其中包括:

- 是否需要监控和参与其他监管机构,以及如果系统性风险被评定为低时是否需要避免采取任何措施。
- 间接监控和调节,通过更严格的监管和控制已经存在的影子银行实体和地区间的接触点的相互影响。
- 发展与审慎监管者相似的监管运用能力。
- 试图寻求修改产品的部分特征使其减少与“银行”产品的相似度。
- 加强信息披露和透明度,以使市场参与者对产品的成熟度和流动性有一个更好的理解。
- 将与银行相似行为的监管责任转移到审慎监管机构。

决策应该根据产品的属性、适用的对象来进行制定,而且应可以提供合适的监管而不是按照传统监管方式。这样,系统性风险的主要组成风险将会降低。

图表 C 描述了系统性风险的可能形式以及证券监管机构解决它们的可行指标和措施。

图表 C: 供证券监管机构可用以处置可能的系统性风险及应对方案范例

这张图表列出了可能的几种类型的系统性风险以及证券监管机构可能会用以解决这些问题的工具。该图表的目的是引起对这些问题的进一步讨论。

系统性风险类别	指标	可用工具范例
<b>1. 主要市场失衡</b>		
例如： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 市场上出现大幅低估价值的历史趋势</li> <li>• 竞争的压力驱使市场利润率变得很低</li> </ul>	例如： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 市场作为一个整体是显著超过高于长期平均水平</li> <li>• 大量资金流入某种资产类别</li> <li>• 杠杆水平达到历史最高点</li> <li>• 承保标准下降</li> </ul>	例如： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 与其他监管机构的合作分析及行动</li> <li>• 适时提高公众的市场高风险意思</li> <li>• 评论审慎监管要求以确保他们与特定市场/产品的风险水平是一致的</li> <li>• 在财务顾问的监督中强调信息披露及适当性(在合适的方面)</li> </ul>
<b>2. 在证券监管机构监管范围内的系统性重要实体</b>		
例如： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 对市场有过显著影响力历史的市场参与者</li> <li>• 跨国投资银行</li> </ul>	例如： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 对特殊实体的分析及与其他监管者的讨论揭示出基金的资产负债表上风险资产的集中(该基金主要来源于一些 SIFI 的借款)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 通过多边信息交互与/或联合监管机制加强跨境监管</li> <li>• 要求董事会像监管机构汇报交易对手风险的管理及其他风险,并同时向审慎监管机构递交报告</li> <li>• 考虑将此类报告公开化以增强披露度</li> <li>• 分析交易对手风险,特别是零售投资者(包括养老基金)</li> <li>• 在受监管实体的信息披露上与审慎监管机构合作</li> <li>• 对金融实体更加常规化、密集化的检查</li> <li>• 分析重要实体的市场细分,尤其在替代性方面</li> <li>• 通过更高的资本要求以提高损失吸收能力</li> </ul>

续表

系统性风险类别	指标	可用工具范例
3. 在证券监管机构的监管套利问题或显著的期限错配问题职权范围内的重要产品		
例如: ● 一个显著的承诺短赎回期但受惠于长期资产的金融产品的开发,如房地产投资信托基金 ● 复杂的结构性产品/杠杆ETF市场的散户投资者	例如: ● 数据显示,SIFIs 已经使结构性投资工具暴露于显著的流动性风险之中,并且金融资产的高增产率和结构化产品是由创新但是高风险的金融工具产生的 ● 购买特定产品的投资者情绪和动机的调查	● 提高或增加产品的披露要求,特别强调风险 ● 修订散户投资者的分销渠道 ● 分析分销代理行为,强调适用性,并采取措施,以解决不适当的激励 ● 通过例如要求上市或增加流动性的要求解决流动性错配问题 ● 提醒其他监管机构和其他政策制定者可能存在的监管空白

## 二、国际证监会组织的角色

国际证监会组织(IOSCO)是证券市场国际标准的制定者。作为标准的制定者,它为降低系统性风险的措施提供了指导。它所制定的规则是为了使所有的成员在其当地法律法规的允许范围内施行。正如第一章所描述的,IOSCO 最近修改了它的组织目标和原则,其中包括两条特别针对监管和降低系统性风险的原则。文章的这一部分反映了 IOSCO 对其可能使用或进一步发展的用以降低系统性风险的工具的初步回应。随着这些工具的发展,他们对降低系统性风险的贡献度也将日益明朗。作为本章第二部分的一个结论,自此次金融危机以来,IOSCO 为了帮助减少系统性风险而制定标准的目的将在图表 D 中讨论。

### (一) 政策与研究

国际证监会组织(IOSCO)所扮演的角色就如在本章第一部分中已经描述过的监管工具应该何时、怎样使用提供指导,并改进法规政策及标准。这种指导将鼓励证券监管者之间处理系统性风险时具有一致性与合作性。例如,《监督合作原则》为一系列的领域提供了指导,包括监

管者在识别与评价包括系统性风险在内的风险上能够合作的方式。

国际证监会组织的首要承诺就是构建一种科研能力,这种研究能力将其初始的努力集中于研究系统性风险上。一些活动已经由从一个小的研究单位开始着手,这个单位设在总秘书处。由几个最关键市场的证券监管机构的专家们组成的新的风险与研究常设委员会已经形成。该常设委员会将会讨论并发起研究活动。除此之外,国际证监会组织已经决定成立在总秘书处成立一个独立的研究部门,该部门旨在代替现有的研究单位,并计划从2012年开始运作。

该研究部门计划筹备一个年度“全球证券监管风险展望”,其目标是在全球的视野上为证券监管识别最重要的系统性风险。这就需要拟定附录A中的指标,并评估跨多个司法管辖的系统性风险的程度。

第二种类型的风险分析是关注于特定产品风险、市场细分风险或者技术风险的探索性分析。通过发布报告,国际证监会组织试图发起有关证券业主要风险的讨论,以提高对风险问题的理解。研究部门还将建立一个由市场从业者、行业协会及学术机构组成的外部专家网络。这个网络可以作为国际证监会组织获取来自于金融市场的有关系统性风险的量化信息的渠道。

国际证监会组织认为,其贡献的特殊之处应该在于从证券市场的角度分析系统性风险。市场监管机构的独特地位在于将众多市场作为一个整体的系统,来理解发生于市场之中或者跨市场间的风险,而不是作为研究机构的信息收集器。由于证券市场在全球相互关联,因此国际证监会组织在分析发生于全球市场间的系统性风险上扮演着特殊的角色。然而,为了达到这个目标,研究部门需要大量的专业知识和资源。另外,为了保证有效性,它还必须保持其独立性、可信性并达成目标。

## (二) 协调与合作

全球水平上的合作与协调,是国际证监会组织存在的原因之一。国际证监会组织已拔得头筹,并已经着手建立多边谅解备忘录(MMOU),来处理以执法为目的的证券监管机构之间的合作、协作和信息共享。利用这个模式,国际证监会组织协助系统性风险研究和标准制定的一个选择就是鼓励成员加入双边谅解备忘录(MoU),或者通过多边谅解备忘录的协商来处理其他领域的合作问题,尤其是数据的分享及风险的合作



应对。

国际证监会组织采取的另外一步是使 IOSCO 的成员 SROs 通过自律监管组织顾问委员会(SROCC)来参与特定风险问题。由于这些 SROs 比监管当局更贴近市场,因此使用他们的信息、数据及专业知识来帮助研究及传播国际证监会组织的讯息与标准也是有意义的。国际证监会组织及其自律监管组织顾问委员会组织已经开始合作,其中就一些问题进行了讨论。国际证监会组织研究组与自律监管组织顾问委员会组织还会就未来可能合作的领域的发现展开磋商。

国际证监会组织探索降低风险、促进金融稳定的另外一条途径就是通过对常规股东的咨询。在这些咨询会议上,国际证监会组织的政策制定者与主要行业组织的代表会就他们的工作项目进行讨论。这些会议的举办是常规化的,并且为有关系统性风险构建的信息交换提供了绝佳的机会。他们的观点对发展国际证监会组织的年度“全球证券监管风险展望”起着举足轻重的作用。

国际证监会组织还考虑以效仿高级监督组(SSG),组织与更高水平的行业组织就重要的系统性风险展开更密集的对话。<sup>[72]</sup>这个组织自2005年以来,与各大银行进行了密集的对话,在场外衍生品市场的交易和清算上取得了一步又一步的改善。

在某些特定问题上,国际证监会组织需要与其他国际机构紧密合作,如 G-20、FSB、BCBS、CPPS、IAIS、ESRB、IMF、世界银行等,另外,如果情况必要,可以通过国际证监会组织的成员与国内的机构合作。在跨部门影响下的更加复杂和广泛的风险领域,这些国际机构能够在找到降低类似风险的解决方案上提供专业知识和经验。协作研究能够给予国际证监会组织以较好的信誉度。目前,CPPS-IOSCO 的标准发展过程就是一个很好的范例,它关注国际金融市场基础设施的复杂性。巴塞尔委员会就被邀请为该过程服务,并且与近期的巴塞尔框架Ⅲ也有合作。这里另外一个重要的角色就是联合论坛的工作,该论坛是由巴塞尔

---

[72] 高级监督组有5个国家和他们的监管代表部门组成,即法国银行委员会(FBC)、德国联邦金融监管委员会(GFFSA)、瑞士联邦银行委员会(SFBC)、英国金融服务委员会(FSA)、美国货币监理署(OCC)、美国证券交易委员会(SEC)以及美联储。

委员会、国际保险监督官协会(IAIS)、国际证监会组织(IOSCO)联合举办的,尤其关注跨部门方面的问题。

通过设置有关系统性风险的数据收集标准和规范的文件,国际证监会组织的全球工作领域内的新活动可能会改善透明度和信息披露。鉴于这种活动的成本较高,在这个问题上还需要做更多的工作,以识别和评估此类活动的可行性。

### (三)沟通

通过发展国际证监会组织的推广方案、网站、培训和教育方案和其他手段提高意识,可以更好地使国际证监会组织成员、业内人士、政治家和其他全球性机构采取措施来降低产生于或传递于证券市场的系统性风险。国际证监会组织的年度刊物如《全球证券监管风险展望》与《探索分析》也将协助这一过程。另外一个选择将会是通过国际证监会组织的门户网站发展一个信息交互的网站平台。

通过参与二十国集团的对话,国际证监会组织能够试图对全球范围内对系统性风险的争议做出直接的影响。在整个危机期间,国际证监会组织一直在积极地与二十国集团、其他全球性的机构及标准制定者合作,并且合作的水平将继续保持或提高。当国际证监会组织在重要议题上贡献出它的专业知识并分享出自己的观点,对话合作便会自然产生,各机构则更有可能联起手来,共同确保证券监管机构参与其中。

### (四)稳定性工具

通过其国际间的协作与推广作用,国际证监会组织对系统的稳定性提供了间接的支持。虽然不能直接解决诸如顺周期性这样的问题,但它能够在一个国家或国际水平上为如何解决系统性风险的问题提供指导和最佳的实践。

#### 图表 D: 金融危机以来国际证监会组织的倡议

国际证监会组织已经主导了(单独或是与其他标准制定者一起)大量倡议以处理金融危机的关键性的失败。这些重要的改革,与近期所做的其他工作一起,表明了证券监管是如何有助于减少系统内的风险来源以及如何有助于风险监测。

监管与监督市场参与者:国际证监会组织已经为对冲基金的监管发布了高水平的准则(包括登记注册以及相应的持续监管要求的准则)

(2009年6月)。这些准则发布之后,紧接着就是一份全球对冲基金信息收集的模版的发布,这将有助于评估该部门产生的系统性风险的可能来源(2010年2月)。国际证监会组织还发展了一些准则,旨在更好地保护评级过程的公正性,并且确保信用评级机构受制于合理的监管之下(2009年3月)。除此之外,国际证监会组织还审议了为结构化产品投资者所做的尽职调查(2009年7月)以及与结构化产品价格核实相关的中介机构的内部控制(2010年8月);这份报告还讨论了对流动性风险的监管方式;目前,有关流动性风险的工作是由国际证监会组织的第五常设委员会(资产管理)负责的。

**促进信息透明度及市场稳健性:**国际证监会组织支持场外交易市场的改革。由于共同对手结算方与交易数据库的核心地位,目前,CPSS-IOSCO的主要工作就是确保用于这些实体的标准具备足够的稳健性。金融稳定委员会(FSB)也请求国际证监会组织引导对场外衍生品交易、报告与整合要求等问题的反思。国际证监会组织的TFUMP报告还肯定了证券化和信用违约互换(CDS)市场的监管缺口,并建议(在其他事项上)加强投资者的信息透明度,完善证券化产品的发起人与投资者之间的利益分配,发布更加精确和及时的市场数据,提升风险管理。除此之外,国际证监会组织还为大宗商品交易市场设立了专责小组。

**监控交易行为:**国际证监会组织针对卖空行为建立了专责小组,并且发布了有效监管卖空行为的高水平准则(2009年6月),包括为减少或最小化潜在风险而进行合理控制的需要,目的是保证市场功能的有效发挥和稳定性。

**限制市场创新性风险及由于其他变化引发的风险:**国际证监会组织对市场发布了针对直接电子市场接入(DEA)的准则,该准则是基于这样一个认识,即市场、中介机构及监管者必须在处理由直接电子市场接入引起的潜在风险上发挥各自的作用(2010年8月)。国际证监会组织还发布了与暗池交易的增长和影响相关的咨询文件,并且目前正在致力于有关与高频交易的发展及交易所买卖基金的增长相关的潜在风险的工作。

**加强监管机构之间的合作:**通过讨论、谅解备忘录、监管团(supervisory colleges)和监管机构网络,国际证监会组织一直在努力加

强监管机构之间的跨境监管合作和信息共享(2010年5月)。

预防监管漏洞,鼓励跨部门合作:国际证监会组织是差异化与监管范围联合论坛专责小组的组成部分(2010年1月),它与其他两个标准制定机构再次合作,对特殊目的实体处理的审查贡献了力量。

## 第五章 结 论

证券监管机构在识别和降低系统性风险上扮演着举足轻重的角色。在他们的日常工作和流程中融入对如何降低系统性风险更多的关注,这对证券监管机构如何看待他们的作用有着显著的意义。这样做也会影响他们对自己职责的定义方式、与市场参与者的沟通方式以及与其他共同负责系统性风险的监管权威部门的合作方式。他们在市场方面的知识使得证券监管机构可以从独特而有用的视角来识别、分析、监测和降低那些构建于金融体系上的系统性风险。

证券监管机构意识到,他们与中央银行及审慎监管机构共同担负着处理系统性风险的责任,这一直是保持整个金融体系稳定性工作的焦点。因此,国际证监会组织和证券监管机构正寻求与中央银行及审慎监管机构一起研究解决系统性风险的方法并对维持金融稳定有所贡献。从全球视角上来看,监管机构通过金融稳定委员会(FSB)、巴塞尔银行监管委员会及国际证监会组织等机构的合作,对于增强信息共享、专业知识的结合及监管行动的协作是必不可少的。除此之外,现代金融市场的全球化和互联性的本质,使得证券监管机构们与国际证监会组织一起合作来解决系统性风险方面起关键作用显得更加重要。

为了更好地确定证券监管机构在这方面的角色,国际证监会组织建立了证券监管的两个新准则:第一,证券监管机构负责或参与其职责范围内监视、降低与管理系统性风险;第二,证券监管机构负责或帮助定期审查其监管的范围。这篇讨论稿正是建立在这些准则之上的,并倡导研究方法来识别、分析、监管及减少系统性风险以及促进金融系统稳定。国际证监会组织构建了一个研究部门,关注系统性风险的突发来源,并制作了《全球证券监管风险展望》,这些成果是建立在国际货币基金组

织(IMF)等机构工作的基础之上的。

基于这样的分析,国际证监会组织将继续讨论和研究其关于关键风险度量及降低系统性风险方法的观点。这篇文章强调了以下几点初步发现:

1. 在识别系统性风险的发展和为监管者提供处理系统性风险所需的信息方面,信息披露与透明度是至关重要的。除了为市场参与者更好地进行风险定价,金融市场和金融产品的透明度对于理解和降低系统性风险也是至关重要的。证券监管机构有着特殊的责任和利益,来促进市场层面的透明度以及产品与市场参与者层面足够的信息披露。

2. 稳健的商业行为监管对于管理利益冲突与金融体系内不合理的激励机制的形成是必要的。如果没有它,激励很快就会随着诸如金融体系内不断增长的杠杆及风险等严重的后果而变得扭曲。而有了它,投资者的信心则很可能给市场注入更多的稳定性。

3. 金融创新及其对金融稳定性的影响应该成为证券监管机构的一个关注点。当创新能对提高市场的效率产生潜在作用时,或能够将有用的金融产品和吸引新参与者进入市场时,则需要鼓励创新并且为创新提供便利。而那些创新涉及不透明或不当的管理时,则应当被仔细监视。

4. 鉴于证券市场在整个金融体系中的核心作用以及他们制造和(或)传递风险的能力,证券监管机构应该与其他监管者协作,以增强对证券市场经济、证券市场的脆弱性和与更广泛的金融部门及实体经济的相互关联的整体理解。进行市场信息与知识的分享,这对系统性风险进行真正有效率的监管而言是十分必要的。

5. 对于证券监管者来说,发展与证券市场上生的系统性风险相关的关键风险度量方法,改善他们对系统性风险的理解和采取切实步骤降低已识别出的系统性风险,都是相当重要的。

上述研究发现为证券监管机构建立了稳健而有效的系统性风险框架。对于证券监管机构而言,应对系统性风险进程的发展是一个不断演进的领域,它需要证券监管机构持续不懈的研究。IOSCO 继续鼓励其会员参与发展系统性风险框架也是非常重要的。

(附录 A 和附录 B 翻译略)