

所有人都同意
改革金融市场
治理，但是谁
来做什么工作
却不清楚



一张缠绕的网

照片为位于瑞士巴塞尔的国际清算银行总部。

Amar Bhattacharya

席卷全球的金融危机暴露了目前全球金融市场治理的严重问题。20世纪70年代以来，受成熟市场机构控制的世界金融市场呈指数增长，事实上世界金融市场的增长比其他任何全球市场都快得多。

世界金融市场快速扩张是国家对经济干预减少和金融创新这两种力量相互作用的结果。银行在世界金融市场急剧、持续的扩张和国际化日益增强等方面发挥了主要作用，但资本市场和证券化趋势也同样对金融转型有所助益。

但制度和结构却没有得到发展，更恰当地说是没有跟上市场扩张的步伐。制度和结构通过制定和实施监管规则对市场进行管理。市场活动和监管范围之间仍横亘着恼人的鸿沟，尤其是涉及成熟市场时。

当前的金融危机极大暴露了这些监管缺陷如何损害全球经济，并凸显了管理全球市场的全球手段的必要性。直到20世纪90年代，只出现过关于全球治理的更广泛议程（并是一个神秘的议程），金融市场改革已被普遍认为

是一项急迫的任务，是国际改革的重中之重。尽管有许多改革建议，但对于需要实施多大程度的改革、由谁来实施以及如何加强和协调国际合作，目前却未达成一致。

金融市场的迅猛发展

直到20世纪80年代初，各国的金融系统仍受银行控制，受到相对较严格的管理，而且与国际接触有限。20世纪80年代开始适度发行欧洲债券后，跨国的金融流动和联系开始急剧扩大。尽管20世纪80年代的债务危机抑制了发展中国家的一体化，20世纪90年代的金融危机重创了一些新兴市场国家，但这些危机对全球金融市场的发展和扩张的影响有限。

在国际银行迅速扩张的带动下，全球金融市场继续膨胀，从1970年的区区0.1万亿美元增加到1990年的6.3万亿美元，而到2007年，这一数目已有31.8万亿美元之巨。国际金融市场迅速扩张的同时，伴随一轮跨国并购的浪潮，国际金融业开始整合。银行进入了以往非银行机构的保留领域，如保险业、资产管理、投资银行和所有权贸易等。这模糊了银行和其他金融机构的界限，并催生了“影子银行”体系，致使大部分银行活动处于监管范围之外。复杂的证券产品（如证券衍生品）的迅速增长加剧了银行的杠杆作用，隐藏了潜在的风险。在2001年还是无足轻重的证券衍生品市场，2007年已增加到约50万亿美元。

亚洲危机敲响警钟

1997—1998年的亚洲金融危机引发了一系列关于改革的倡议，包括改革国际金融体系结构（见专栏），降低未来金融危机的可能性并减少为可能的金融危机所付出代价，以及减少跨国溢出效应。

在金融危机之后，一个工作组（所谓的Willard小组）随即成立。该工作组由来自22个发达国家、新兴市场国家以及国际金融机构（IFIs）的决策者组成，负责确定在促进金融系统透明度、增强金融系统和解决国际金融危机方面的改革重点。

随后，1999年七国集团（G7）的主要工业国要求Hans Tietmeyer（德国中央银行行长）考虑加强全球协调的制度方案。Tietmeyer提交了一份报告，建议成立一个由财政部长和中央银行行长组成的论坛，和另一个由决策者、监管者和IFIs以及最高机构中的标准制定者、管理者和监督者组成的论坛。这些建议最后导致在当年成立了两个目前引人注目的机构——二十国集团（G20）和金融稳定论坛（FSF），这两个机构将主要经济体的金融当局、管理机构和IFIs联系在一起。

自成立以来，G20已成为发达国家和主要新兴市场开展全球经济、金融以及国际金融体制改革对话的重要论坛。

FSF得到了国际清算银行（BIS）少数董事的支持，该论坛旨在将各经济体金融当局的高级代表、

一个监管者的网络

对全球金融市场的监督在这些年中有所发展，这反映了国际金融市场的变化，但监管范围和金融市场活动之间的差距仍在扩大。成立于1930年的国际清算银行（BIS）是协调全球金融治理时间最久的主要机构。BIS的55个成员包括发达经济体的中央银行和数量日益增多的新兴市场。

BIS主要得到十国集团（G10）的支持，该集团主要由10个发达经济体的财长和央行行长组成。G10成立了重要的委员会，其秘书处设在BIS。这些委员会在其各自领域发挥关键作用。负责银行监管的巴塞尔委员会负责制定银行监管的标准；支付和支付清算系统委员会负责支付、清算、结算和相关安排；全球金融系统委员会负责确认和

评估造成全球金融市场压力的可能来源，以及促进新兴市场稳定的措施。

BIS设有国际保险监督者协会的秘书处。该协会代表近140个经济体190项管辖权的保险业监管官员，约占世界保险费97%。BIS还设有金融稳定论坛的秘书处。

与BIS无关的国际证监会组织拥有109个成员，占全球证券市场的90%。另外的重要机构——国际会计准则委员会，负责监督国际会计准则的制定和协定。

当前，尽管金融管理机构对会计实践和信用评级机构实施了间接管理，但会计实践和信用评级机构并没有包括在任何全球管理机构之内或直接由其管理。

包括IMF在内的其他标准制定机构和全球合作论坛，负责制定货币和金融透明度准则；OECD负责为公司治理制定标准和良好的惯例；世界银行和联合国国际贸易法委员会联合制定破产制度和债权人权益标准。

IFIs、国际管理和监督集团联系在一起，重点关注金融市场的系统性风险并提出解决之道。FSF成员主要来自G7国家，每一个成员由各经济体财政部、中央银行和监管当局的高级官员作为代表。澳大利亚、香港特别行政区、荷兰和新加坡仅由中央银行作为代表。

FSF已成为全球金融的主要联系机制，连接全球金融治理所涉及的日益增加的分支机构，并实施被置于全球议程优先位置的跨境话题的技术工作。这些全球议程包括：全球标准和规则、高杠杆机构、离岸金融中心和存款保险系统。FSF建立了横跨国际金融机构和监管集团的系统化的清算工作，同时也提供一个评估和回顾金融市场发展和可能风险的论坛。

除FSF外，1997—2003年期间，IMF的许多工作和注意力投向促进国际金融体制发展的积极行动之中，如启动由IMF和世界银行金融分部联合实施的评估计划、关于标准和准则执行的报告，以及已放弃的主权债务重组机制。

所有这些努力均向新兴市场经济体倾斜，并没有将重点放在成熟市场的潜在问题。事实上，FSF和IMF均假定成熟金融市场已经足够健全，加强对这些市场的监督没有太大价值。将管理扩大到发达经济体系统的重要组成部分如对冲基金，同样遭遇来自一些主要国家和市场参与者的阻力。

当前的危机暴露了深层的缺陷

当前的金融危机引发了对金融市场作用和对金融市场治理失败的重新思考，尤其是对于发达经济体。许多人认为，金融市场的作用已超出其应发挥的作用，金融市场只是一种手段而不是最终目的。金融市场不加限制的全球化使国家和民众易受市场固有的反复无常性的影响。尽管这样的反思——尤其是关于在什么地方出了问题以及可以从危机中汲取的教训——仍在继续，但目前已能够确认三个主要的失误，这涉及到未来的改革。

首先，危机凸显了金融市场功能的根本缺陷。信息不对称、道德风险、代理人问题等金融市场的缺陷已广为人知，但危机还暴露出公司治理（部分与赔偿执行特点有关）、贷款发放以及处于欺诈边缘的保险业标准这些方面的弱点。危机还表明新的金融工具及其日益增加的复杂性（代表新的证券化产品如信用违约互换）如何放大顺周期性，并掩盖潜在风险。市场调整的两个重要支柱——通过金融机构实施的风险管理和市场准则——都没有发挥作用。

第二，金融市场管理存在广泛失灵。尽管金融市场管理强调资本的充足，但资本管理的方式允许重要

杠杆作用的累积并促进顺周期。此外，管理的不连贯（尤其是美国），激发了监管制度套利，加剧了风险。事实上，大量系统内的重要部门，如由银行创建的对冲基金和特别投资工具，都处于谨慎的管理范围之外。

第三，危机暴露出国际协调和合作方面存在的主要不足。IMF和FSF的监督仍然薄弱且不全面，很大一部分原因是由于这两个机构缺乏有效监管系统内重要发达经济体的关键功能。即使已充分理解所存在问题，如日益增加的宏观经济失衡加剧了问题的积累，对于实施必要的合作行动仍然没有一致的责任或措施。正如最近的危机所表明的，IMF缺乏资源和手段以积极应对系统的不稳定，这同样反映出其成员国关于该机构应发挥何种作用的不同观点。IMF中新兴和发展中经济体发言权和代表性不平衡，在国际清算银行和其他标准制定机构中更为严重，这破坏了全球金融治理的合法性和有效性。

提出新的改革建议

关于监管隐患的越来越多的共识带来了不同领域的众多改革建议。一个共同的主题是需要恢复监管和自由主义间的平衡，以支持反周期的谨慎调控全面覆盖金融机构，并使调控在全球的范围实施且具有连贯性。

这些建议强调，我们需要：（1）通过诸如补偿机制的改革，以及使贷款和证券发放方分散更多风险等措施，提高对谨慎地承担风险的激励；（2）更为从紧的资本管理，对杠杆的更为严格的限制，并建立内在稳定器阻止顺周期性和资本泡沫的积累；（3）更加关注对流动性的监督和资本风险；（4）监督复杂的巨型跨国金融机构的更好机制；（5）扩大金融监管范围，确保所有体系内重要的金融机构得到适当的监管；（6）更多地依靠交换贸易或电子贸易平台而不是买卖双方直接的金融衍生品交易，来提高透明度并减少衍生品和复杂金融工具的系统风险；（7）确保信用评级机构满足最高标准，并避免利益冲突。

尽管这当中的大部分方面可能会存在广泛共识，但仍存在许多细节的问题。那些主张更为严格管理的建议，不同于主张依靠市场原则管理的建议，后者认为应为金融创新保留空间。

谁将采取哪些措施？

金融改革的广泛议程提出了一系列更为复杂的问题，包括谁将要为什么负责，如何填补已有制度结构的漏洞，以及如何加强国际合作等。

最富有雄心的建议是建立一个全新的机构（尤其是大型跨国机构）或采用新的方法进行管理，通过一个世界金融组织、一部国际银行宪章和一套国际破产机制具体落实。如果这样的新机制并没有物化，有建议提出创建“监督者协会”能够集体负责有效监管。更一般地讲，由于在国家范围进行管理和金融市场全球性的特点，在需要通过管理机构改善合作和沟通的问题上已经形成了一致意见。

由于宏观金融联系在问题形成和危机解决方面的重要性，明确FSF和IMF的作用及加强两者间合作的问题也同样凸显出来。更重要的是对IMF进行重大改革，从而使IMF能够在降低金融不稳定的风险及应对危机时，发挥主要和有效的作用。IMF将需对其监督作用进行较大修正，尤其是在重要的国家和市场，并对IMF的工具和政策进行较大调整，从而为更多的成员提供必要的预防措施和危机支援。IMF被赋予更多的资源，其治理正在进行改革，以使其承担更多责任并更具代表性。目前也应重新审视IMF在国际货币体

系和资本流动不稳定的新世界中的作用了。这并不局限于在华盛顿的改革，所有成员国都需要平等地致力于增强机构的合作程度。

鉴于全球金融治理改革的广度、复杂性和政治障碍，需要一个在全球层面具有足够政治力和技巧性的指导小组来推动改革。G20将大部分体系内重要国家的财长和央行行长召集在一起，因此适合承担这一职责。将讨论提升至领导人层面将对解决跨界问题给予更多的政治推动力。

虽然G20能够发挥建设性作用，但它不能取代更普遍和合理的决策机制。关于这一方面，讨论范围应尽可能广泛，并服从适当机构的最终决策，对于G20（和其他相关论坛，如FSF）而言尤为重要。尤其是国际货币和金融委员会、IMF理事会以及作为世界领导者层面的最普遍的机构——联合国，将需要发挥关键作用。

Amar Bhattacharya是G24秘书处主任。



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu