

金融商品交易视域下的次贷危机原因及立法启示

黄爱学

(北方民族大学 法学院, 宁夏 银川 750021)

摘要: 美国次贷危机的发生无疑具有复杂性,是多因素共同作用的结果。从根本上说,次贷危机是美国新自由主义经济政策和宽松的货币政策的产物。但是,从金融商品交易的角度出发,资产支持证券等衍生性金融商品的过度发展以及金融监管制度的缺失是构成美国次贷危机的重要原因。次贷危机后,加强金融商品交易的场外监管、功能监管,增强市场透明度,增进监管合作已经成为各国监管改革的重点。

关键词: 次贷危机; 资产证券化; 资产支持证券; 金融商品交易

中图分类号: F830; D912.28 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2012)03-0009-13

2007 年美国次贷危机爆发,并逐渐演变成为席卷欧盟各国等世界主要金融市场的金融危机。同时,全球也开始反思这次危机爆发的原因。而且,这次危机的爆发也成为全球金融监管改革的契机,如欧美等国先后颁布多项金融监管改革法案,国际组织也发布监管改革报告,并修改相应的规则制度。美国次贷危机的发生是宏观和微观方面多因素共同作用的结果,可以从多视角进行分析。在宏观上,对美国次贷危机爆发的原因已经形成了一些共识,如美国实施新自由主义经济政策和执行宽松的货币政策等等。但是从资产支持证券等金融商品交易的角度而言,则缺乏体系化的分析。因此本文从金融商品交易这一微观视角结合美国立法发展和最新研究成果对美国次贷危机的成因进行分析,并总结和归纳国际金融监管立法改革的新趋向,以进一步推动我国金融监管法制建设。

一、美国次贷危机原因分析

在美国,根据针对借款方的消费信用评分体系(FICO),抵押贷款市场主要分成三个层次,即优级抵押贷款市场(Prime Market)、次优级抵押贷款市场(Alternative-A Mortgage)和次级抵押贷款市场(Subprime Market)。次级抵押贷款,简称“次级贷款”或次贷(Subprime Mortgage Loan),是指一些贷款金融机构向信用程度较差和收入不高的借款人提供的房屋抵押贷款。次级房贷有别于普通房贷,预期其完全正常还款付息的机率较低。一般常用于评定次级房贷的指标包括借款者信用记录及点数、债务占收入比重(debt service-to-income,DTI)及房贷占房价成数。“次贷危机”(Subprime Loan Crisis)实际上指的是次级抵押贷款的危机。2007 年美国次贷危机爆发,并逐渐演变成为席卷欧盟各国等世界主要金融市场的金融危机。随着次贷危机逐渐扩散成为全球性金融风暴,人们用“金融飓风”、“金融海啸”等词汇来描述这场危机,以体现对全球经济的冲击和影响。

美国次贷危机的成因是多方面的。学者指出,从今天来看,次贷危机的原因是非常清晰的,即过于宽松的货币政策、欧洲和美国等金融机构对金融杠杆的大规模运用、房地产价格快速上升及其导致的泡沫、监管机构在规则执行方面过于宽松的态度等都构成危机的原因。^[1] 本文认为,从根本上说,次贷危机是美国新自

收稿日期: 2012-04-02

作者简介: 黄爱学,男,土家族,湖北建始人,法学博士,副教授,主要从事证券法、金融法研究。

由主义经济政策和宽松的货币政策的产物。但是,从金融商品交易的角度出发,资产支持证券等衍生性金融商品的过度发展以及金融监管制度的缺失是构成美国次贷危机的重要原因。在某种程度上说,此次金融危机始于住房危机。^[2]本世纪初,为了刺激经济的增长,美国政府实行宽松的货币政策,不断调低利率。伴随着利率的下调,次级抵押贷款急剧扩张,直接推动了房地产市场的繁荣。在强烈的投机性和趋利性的驱使下,各类金融机构以抵押贷款为基础开发、销售诸如抵押贷款证券(MBS)、担保债务凭证(CDO)、信用违约掉期(CDS)等品种丰富、风险不同的资产支持证券,大量的实业企业、金融机构和散户投资者成为这些金融商品的购买者。此后,为了应对通货膨胀的压力,美联储开始上调利率,住房市场逐步降温,借款人不能按期偿还贷款,抵押贷款机构遭遇经营困难,资产支持证券的投资者损失惨重,进而引发次贷危机。

(一) 衍生性金融商品的过度发展

“次贷危机”亦称“次债危机”。“次债”是特指基于次级房地产抵押贷款而发行的债券。次债的实质是次级抵押贷款支持的证券。此次美国次贷危机的爆发,一个很重要的原因就是在金融机构监管不力的情况下过度发展诸如资产支持证券之类的衍生性金融商品。资产支持证券是资产证券化(asset securitization)的产物。在全球化的背景下,国际金融市场高速发展,金融机构混业经营,外汇管制逐渐宽松,利率趋向自由化,投资融资需求日益增长,这些都为资产证券化市场的兴起提供了难得的契机。同时,电子计算机技术和电信业的发展,为资产证券化的实现提供重要技术保证。资产证券化创始于美国,它是指将缺乏流动性但是未来现金可以预测的资产进行组合,建立资产池,以资产池所产生的现金流为偿付基础,通过风险隔离、资产重组和信用增级等手段,在资本市场上发行债券的融资行为。资产证券化是多层次法律关系的组合,运作过程也极其复杂。通过资产证券化,大量的不同层次和风险的金融商品不断被设计开发出来。因此,资产证券化也被称为结构融资(structured financing)。具体而言,资产证券化就是基于特定资产在将来的现金流,与资产原始持有人的信用和实力区别开来,并通过真实销售,达到与资产原始持有人的破产隔离。

结构融资方式与传统融资有很大的区别。因为传统融资注重融资对象的信用和整体实力。正因为如此,作为最近几十年来国际金融市场最重要的金融创新之一,资产证券化已经成为全球主要金融市场和金融机构的重要业务构成和收入来源,也是各国有效管理经济和金融风险、发挥金融市场投融资功能并促进社会和经济稳定发展的重要工具。例如,美国证监会1992年的报告显示,资产证券化“已经成为美国资本形成的一个主要方式。”^[3]但是,资产证券化也会导致金融市场风险的传递和扩大。通过资产证券化,大量以基础资产为支持的衍生产品以及以这些衍生产品为基础的再衍生产品被创造出来。其基本过程是:首先,从抵押贷款到抵押贷款证券(Mortgage Backed Securities, MBS),或其它资产到资产支持证券(Asset Backed Securities, ABS)。其次,从MBS或ABS到担保债务凭证(Collateralized Debt Obligation, CDO)。最后,从CDO到基于CDO的各类衍生产品,即CDO的再衍生。投资银行以CDO为资产池,继续证券化,产生了名目繁多、设计复杂且价值远远脱离原生产物的衍生产品。此外,金融机构还通过类似于“保险合约”的信用违约掉期或信用违约互换(Credit Default Swap, CDS)对资产支持证券进行保值。这些衍生性金融商品渗透到金融市场的各个角落,市场风险被进一步放大。基础产品市场的任何异动将引起整个金融市场的动荡。

资产证券化被形象地称为“炼金术”理论。金融技术导致“无中生金”。也就是说通过资产证券化这项金融技术可以激活金融资本,使资本无限扩大。金融炼金术的魅力就在于风险和收益的重新组合和分配,并创造出适合不同风险偏好投资者的金融产品。随着衍生性金融产品的不断开发,风险在无限分散的同时,也变得越来越隐蔽、越来越难以察觉,以至于投资者购买的金融产品,除了一些数字符号以外,根本无法判断资产的质量和产品的结构。一些研究报告表明,投资者根本不能理解像MBS之类的证券。因此,资产支持证券也可称为华尔街的“数字游戏”。虽然资产证券化的目的是要通过增加资产的流动性来降低风险,但是,从本质上看,资产证券化并没有降低、消灭风险,只是把风险转嫁给了资产支持证券的投资者。衍生性金融商品的基本功能是分散风险,然而在美国却直接促成了金融风险,甚至引发金融危机。

此外,衍生性金融商品的市场“泛滥”,评级机构“功不可没”。由于衍生性金融商品交易存在严重的信息不对称,因而就需要借助一定的方式、方法来矫正信息不对称。信用评级机构正是迎合了这种需求。但从美国次贷危机来看,评级机构相反加剧了这种不对称,扩大了市场风险。衍生产品的投资风险评估是一项非常复杂的系统工具,一般投资者没有能力进行,其投资决策主要依靠资信评估机构评级。信用评级主要涉及债务人的信用风险、资产支持证券的未来收益以及相关法律制度。衍生产品的信用评级不同,其风险、价格和现金流分配规则都存在差异。投资者可以通过信用评级更直观地了解其收益和将要承担的风险。由此可知,信用评级机构在资产证券化的整个过程中,起着极为重要的风险控制或风险过滤作用。然而,美国次贷危机所反映出来的问题之一就是信用评级机构信用风险控制功能的缺失。主要有三个方面的因素:

第一,信用评级体系处于高度垄断的状态。标准普尔、穆迪和惠誉“三巨头”(Big Tree)占据了美国评级市场98%的份额。竞争机制的缺失导致公平和透明难以实现。正是这种垄断地位,使得评级机构在资产证券化的过程中掌握了很大的“话语权”。

第二,评级付费方式存在利益冲突。评级机构既是属于第三方中介机构,也是追求利益最大化的商业机构。由于评级付费方式(pay model)是“发行人付费”(issuer - pays)而非“使用人付费”(subscriber - pays),故评级机构很难对抵押贷款支持证券作出客观评级判断。对评级机构而言,评级越高,金融产品越容易出售,业务规模越大,收益越多,业务运作过程中存在严重的道德风险和利益冲突。信用评级机构对次级债评级过高,放大了市场风险。

第三,评级方法和依据不透明。美国证监会2008年的报告显示,诸如MBS和CDO之类的评级过程和方法根本未予披露。^[4]衍生产品的评级方法和数据对监管部门、公众和使用者的不透明,造成市场和监管的部分失灵。评级公司的数学模型依赖于历史数据,而且还包括有很多的假设,如房市走向、通货膨胀、利率预测等等,难以预见到真正的风险。而且,经过多个环节重组和多个链条的延伸,市场数据已经无法准确获得。此外,各评级机构在评级时运用的模型不同、标准各异,评级结果各不相同且缺乏可比性,投资者更难以判断。这些因素的存在使得对资产支持证券的信用评级缺乏科学性、公正性、独立性和客观性。

(二) 金融商品交易监管的缺失

美国次级贷款的快速增长和资产支持证券的过度泛滥也与监管当局的监管缺位有关的。在美国的金融商品市场上长期存在场外衍生性金融商品交易法律地位问题的争论。美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》只是通过列举的方式对“证券”进行了规定。而美国制定的1936年《商品交易法》也是通过列举的方式对“商品”进行界定。由于美国“证券”和“期货”分属于不同的法律适用范围,而且规定较为概括、界定不清晰,造成美国商品期货交易委员会(CFTC)和美国证监会(SEC)对于股指期货等衍生产品长期存在管辖权之争。根据《商品交易法》的规定,美国商品期货交易委员会享有期货交易的管辖权,除非属于《商品交易法》明确列出的例外情况或者获得豁免。1974年美国的商品交易法修正案正式免除了美国商品期货交易委员会对场外衍生产品市场的监管责任。1974年美国《商品交易委员会法》扩大了“期货”的范围,法案授予商品期货交易委员会对包括期货、期权在内的所有商品期货的惟一管辖权。

此次修改引发了美国证监会与商品期货交易委员会关于管辖权的争议。1981年双方达成了沙德—约翰逊管辖权协议。1983年该协议正式成为法律,体现在《1933年证券法》第2条、《1934年证券交易法》第3条和《商品交易法》第2(a)(1)(B)条中。该法案进一步明确美国商品期货交易委员会拥有对股指期货和期权交易的独立监管权,而美国证券交易委员会则只负责股票期权和证券交易的监管。虽然管辖权之争得以解决,但仍然没有明确场外衍生性金融商品的监管机构。根据1992年《期货交易实践法》,国会授予美国商品期货交易委员会广泛的豁免权。只要豁免有利于公众利益,而且该合约是在合格的参与者之间达成的,就可以获得豁免。另外,美国法院通常对证券或立法作出解释。法院根据功能分析,对“证券”范围进行扩展或限缩,事实上就隐含了法律上的风险。

事实上,关于场外衍生性金融商品的法律地位问题在美国受到广泛的关注,除了美国商品期货交易委员会和美国证监会外,美国国会、政府、财政部、美联储等都对管辖权、市场发展进行研究或发表建议。1998 年美国金融市场监管工作组(PWC)建议以证券为参照物的混合工具不受 1936 年《商品交易法》监管。1999 年 11 月美国总统金融工作小组向国会提交了《场外金融衍生品与〈商品交易法〉》的报告。该报告认为 1936 年《商品交易法》的主要目的是防止市场操纵和保护投资者,而参与场外衍生产品交易的大多是金融机构,这些机构都有足够的能力保护自身的利益和控制对手方的违约风险,因此不必进行监管。^[5]另外,放松监管还可以促进金融创新,确保美国在该领域的竞争优势。

美国国会采纳了上述报告的意见,在 2000 年颁布了《商品期货现代化法案》(CFMA)。该法规定,只要交易满足以下条件,就不受美国商品期货交易委员会的管辖:(1)在达成协议、合同或交易时,缔约双方都属于“合格缔约方”;(2)缔约双方属于个别协商完成交易;(3)没有在统一交易平台上完成或进行交易。根据 2000 年《商品期货现代化法》的规定,美国对互换的管辖主要集中在“合格参与者”(eligible participants)的管辖方面,同时该法对“合格参与者”进行了详细界定。此外,该法案对衍生产品方面的监管职责进行了划分。根据该法,美国证监会监管所有在全国性证券交易所交易的证券。同时,一些交易所交易的衍生产品也被划归为“证券”而受到美国证监会的监管,包括货币期权、股票期权、股票指数期权。美国商品期货交易委员会对《商品期货现代化法案》列举的衍生产品享有监管权,包括所有商品或期货交易所、期货业协会(NFA)、所有期货标准合约交易以及期权标准合约交易。股票期货由美国证监会和美国商品期货交易委员会联合监管。

此外,《商品期货现代化法案》还将多项场外衍生产品交易排除在美国商品期货交易委员会的监管范围之外。而美国商品期货交易委员会也多次修改豁免规定,将一部分由合格参与者在场外进行的相关合成工具进行监管豁免。^[6]1997 年,美国证监会还发布规则(Broker-Dealer Lite),允许证券商出售场外衍生产品,并对这些产品是否属于“证券”保持沉默。这次美国金融危机的爆发说明,在金融业高度混业经营并快速发展的背景下,多头监管已经难以满足金融市场监管要求,如各监管机构各自为政,监管职责不清,监管标准不统一,协调机制欠缺,导致监管重复或空缺,使得风险进一步扩大,形成系统性风险,最终导致危机爆发。

需要指出的是,信用评级机构监管也存在不足。就市场定位来看,评级机构处于一个“双重角色”的地位。一方面,评级机构是投资服务机构,通过资产支持证券评级为投资者提供投资服务;另一方面,评级机构通过对资产支持证券的过滤保护投资者的利益,因而充当了资本市场的“看门人”,甚至是“准监管者”的作用。^[7]因为“投资者依赖他们准确反映产品或公司的信誉”。^[8]这种角色冲突决定了对其加强监管的必要。但从实践来看,美国并没有采用恰当的监管体制来调整评级机构的活动来解决职能冲突。主要表现在如下几个方面:

其一,评级机构主要是行业自律。二十世纪七十年代以前,美国对信用评级业基本上不存在专门的监管,市场自律占据主导地位。评级机构虽然可以根据 1940 年《投资顾问法》自愿注册为顾问公司,但无需向美国证监会报送信息披露材料及接受常规监管。依靠信用评级机构的内控机制来抑制利益冲突,并没有采取强制措施对信用评级中的利益冲突进行规范。

其二,评级机构的监管侧重于市场准入。美国注重准入资格的监管,要求评级机构具备必要的资质,包括净资本、营业期限、市场认可度以及“无异议函”程序等。例如,1975 年,美国证监会(SEC)建立了“全国认可的统计评级机构”(NRSRO),但主要是规定了评级机构的净资本规则。美国国会和证监会对于净资本规则(Net Capital Rule)极其依赖。^①评级机构业务行为的具体规则的缺乏导致评级行为的不规范。这种市场

^① See Lcaitlin M. Mulligan, From AAA to F: How the Creditor Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protectors, Boston College Law Review, September 2009, p1283.

准入监管立足于评级机构的市场发展,而不是投资者所面临的风险。

其三,评级方法和评级程序监管的缺失。美国国会认为评级机构的评级方法和评级技术属于评级机构内部问题,国家不应当干预。因而监管部门没有权力对信用评级模型及方法的科学、合理性进行实质审查,使得评级的准确性得不到保障。此外,评级方法和评级模型甚至成为评级机构的商业秘密,受到知识产权的保护。

其四,信息披露规则执行不力。在金融商品的信息披露方面,美国证监会于1997年修订了S-K条例,要求注册人披露与金融商品或衍生产品市场风险有关的定量分析和定性分析,包括对价值信息和合约术语的图表说明、市场价格和潜在损失的敏感性分析以及市场变动引起的风险价值披露等等。2004年和2005年,美国又分别通过了《ABS和MBS证券信息披露规则》和《资产支持证券法案》,对资产证券化中的信息披露作了明确规定。但这些规定并没有得到有效执行。

另外,评级机构的法律责任严重缺失也是一个重要因素。美国现行法律框架下对评级机构民事责任的追究存在着较大的法律障碍:第一,评级机构巧妙而成功地从美国宪法第一修正案对言论和出版自由的保护规定中寻求到了庇护。信用评级机构一般皆会在公开说明书的声明中特别指出,有关受益证券的信用评级只是“意见”(opinion),并非买卖或持有受益证券的“建议”(advice),信用评级机构并不同意被认为是任何证券法令所指的“专家”,其得以随时更改或撤回其所出具的信用评级,亦未对任何投资者就受益证券的市场价格或适合性作任何评论。因此投资者对于自己的投资行为必须自负风险,信用评级机构与投资者的损失毫无关系。即使一些法庭不支持评级机构受言论自由保护,但也要求证明其“恶意”(malice),或者根据参与程度来确定。第二,法律依据的缺失。例如,1933年的《证券法》第11节规定,律师、会计师、评估师、承销商及其它专业人士等须对其在发行登记文件中的重大不实陈述承担法律责任,对信用评级机构没有明确的规定。第三,避免受到投资顾问法的调整。为了避免因成为“顾问商”而担责,评级机构通常声明对投资者的债券买卖行为不提出任何意见,即信用评级仅限于信用状况的描述,并非投资建议。

在司法实践中,评级机构因评级行为而承担民事责任的案例极为少见。例如,在1996年美国橙县(Orange County)控诉标准普尔案中,法院认为,除非标准普尔于契约中明白表示其所应给付的内容为“精确的评级”(accurate rating),而可被视为标准普尔不主张宪法第一修正案保护的弃权声明(wavier),否则标准普尔的评级仍应属于“意见”而受宪法第一修正案的保护,即其无须对橙县负担赔偿责任。1997年杰佛逊社区学校区(JCSD)对于穆迪所提起的诉讼,JCSD主张穆迪于公开市场中发表错误评级信息影响其订约,且其行是为了报复其使用其它家信用评级机构的评级,故主张穆迪应负妨碍契约之侵权责任。但法院仍然引用宪法第一修正案,而认定该评级意见属于商业言论,受到言论自由保护,故穆迪发布的评级意见并无妨碍契约之侵权责任可言。在同一案件中,原告亦有主张评级机构的不正竞争行为违反联邦反垄断法案,但仍然因为宪法第一修正案而被法院驳回。^① 法律责任的缺失助长了评级机构的寻租行为。美国安然事件及世通公司事件后,美国开始重新审视信用评级业的运作及监管体制。在此背景下,国会通过了一系列法案^②,加强了对评级机构的监管,如减少市场垄断、加强内部控制、增强市场透明度等,但依然是一种“有限监管”或者“半自律监管”模式,缺乏追究法律责任的立法支持。

二、美国次贷危机启示

金融危机成为全球金融监管改革的契机。在次贷危机的背景下,G20国际峰会与会各国就进一步加强

^① See Arthur R. Pinto, Control And Responsibility Of Credit Rating Agencies In The United States, 54 Am. J. Comp. L. 341, Fall 2006, at 355.

^② 《萨班斯-奥克斯利法案》(2002年)、《缓解少数信用评级机构垄断市场法》(2006年)、《信用评级机构改革法案》(2006年)、《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(2010年)等。

金融监管改革达成了一些共识,美国、英国、欧盟等先后颁布多项金融监管改革法案,国际货币基金组织、国际证监会、国际清算银行、巴塞尔银行监督委员会等国际组织也发布监管改革报告,并修改相应的规则制度,这些都反映了国际金融监管立法改革的新动向。加强场外衍生性金融商品市场的有效监管、防范和控制系统性风险以及加大金融消费者保护力度等都成为改革重点。次贷危机所暴露出的金融监管体系的根本性缺陷为监管体制的进一步完善提供了经验教训。从金融商品交易而言,主要表现在如下几个方面:

(一) 加强场外交易的监管

一般来说,场内交易会受到各级监管部门的严格监管,中央对手方(CCP)制度和货银对付(DVP)机制能够缓解交易中的系统性风险、履约对手风险等。^[9]而场外市场由于没有固定的交易场所,市场准入资格宽松,缺乏严格的规则制度,交易产品限制较小,交易成本相对较低,最容易出现风险。场外交易的金融商品种类更加丰富多样,金融机构可以根据需要设计出不同内容的产品,金融机构需要有较高的金融技术和风险管理能力。由于缺乏一个集中的交易结算场所,交易的数量、交易价格等无法为外界所知。价格风险和违约风险都非常突出。而交易所交易可以基于第三方的价格输入增加透明度。^[10]上述场外市场交易的特点增加了监管的难度。如果场外交易的法律调整以及监管处于真空状态,就会加剧了场外交易的无序发展。美国次贷危机无疑是一个经验教训。美国是世界上资产证券化最为发达的国家,也是全球最大的资产证券化市场,但从其产生发展之日起,美国对于资产证券化的法律监管就很宽松,基本上是一种自律状态。^[11]如此宽松的法制监管环境为资产证券化这一复杂的法律复合产物提供的不仅仅是金融市场的机遇也带来了潜在的金融风险。

此外,监管标准的不一致、监管机构的多元化、监管市场的分割也是美国次贷范围进一步扩大的一个重要原因。在交易市场,许多资产支持证券都是标准化的产品,但是在场外进行交易,导致监管上的漏洞。事实上,标准化的产品应纳入集中交易或结算。因为集中的交易市场可以防止过度投机、操纵行为、价格不透明和其它不公平交易行为。尽管美国也对场外市场的监管的加强采取了一些措施,但也无法适应衍生性金融交易市场的发展。例如,为了防止场外交易市场中的欺诈行为,美国证监会于1938年说服国会颁布了有关《证券交易法》的《马诺尼修正案》(Maloney Act)。该法案规定,1939年建立全国证券商协会作为自律组织,适用于场外交易。但是,衍生产品的风险监控则主要依赖于华尔街投资银行等金融机构的内部治理。衍生产品监管制度和交易规则的缺陷,助长了资产支持证券的过度泛滥。此外,从全球衍生性金融商品交易来看,场外交易的法制建设比较落后,场外交易规则不明确。次贷危机表明,单纯依靠金融机构自身对衍生产品风险进行控制是远远不够的。因此立法上需要设计出适合这一特点的场外交易监管制度,以防止交易秩序的无序和混乱。

二十世纪九十年代美国学者曾撰文指出,尽管衍生产品交易诱发系统性金融灾难的几率还处于公开争论中,但确定无疑的是使用这类产品的投资者面临着遭受巨大损失的可能性。^[12]这次金融危机的爆发对其进行了印证。美国次贷危机导致大量的购买衍生性金融商品的金融机构出现经营困难甚至是破产倒闭,是这次金融危机的受害者。从这一角度分析,这些金融机构无疑是衍生性金融商品的投资者。事实上,交易环节的监管也是这次危机所暴露的一个重要问题。但是,长期以来,各国金融监管却只专注于金融机构作为“最终用户”这一身份时的监管,即购买衍生性金融商品的金融机构是否构成合格的“市场参与者”(eligible participant)。根据各国监管要求,合格的参与者的衡量要素主要包括资本充足率、管理能力、内部控制、会计报表等等。监管机构根据这些因素对金融机构进行审慎监管,防止系统性风险。例如,2010年美国前美联储主席沃克尔就提出要限制金融机构的自营交易(proprietary trading),即“沃克尔规则”(Voleker Rule),并被同年颁布的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》所采纳。

这种审慎监管的强调也可以从一些国际自律组织的有关指导文件予以说明。1994年2月,国际证监会发布了《场外衍生品交易风险及金融风险控制机制》,首次对衍生产品交易的五种主要风险,即信用风险、市

场风险、流动性风险、法律风险和操作风险进行了分析,并要求全球从事衍生产品交易的机构和各国监管当局必须建立有效的内部监管机制,以控制上述风险。同年7月,国际证监会又发布了《参与场外衍生品交易的受监管证券公司的运作和财务风险管理机制》。1995年5月,巴塞尔委员会和国际证监会联合发布了《银行和证券公司衍生品活动的信息监管框架》。同年11月,二者又联合发布了《银行和证券公司交易及衍生品活动的公开信息披露》。1998年9月,支付清算系统委员会和欧洲货币委员会联合发布了《场外衍生品的报告:清算程序和对对手风险管理》。欧盟银行业协会、欧洲储蓄银行集团和欧洲合作银行协会还于2001年和2004年先后颁布了《金融交易主协议》。这些指导性文件虽然也涉及交易环节的监管,但主要是关注金融机构的风险控制,如交易对手的签约资格和履约能力。这次金融危机说明,衍生性金融商品的开发和销售需要进一步加强监管。当金融机构作为“交易商”(dealer)向投资者提供投资者服务如销售金融商品时应遵循相应的行为规则,如说明义务、适合性规则、最佳执行规则和透明度规则。而当金融机构作为“最终用户”(end-user)时也应加强内部控制,注意风险防范。

(二) 提高交易市场透明度

根据国际证监会组织《证券监管目标和原则》及欧盟《金融工具市场指令》第21条的规定,交易市场透明度是指交易前和交易后的信息透明。提高市场透明度可以有效地防范交易欺诈。相比于场内衍生产品交易而言,场外衍生产品市场包含着更多的信息不对称的因素,因此蕴含着巨大的市场风险。资产证券化是以可产生预期现金流的资产作为基础的证券,本质上是一种融资手段,具有调节资产风险的功能。但是资产证券化结构复杂,其价格极易与基础资产发生偏离。信息披露能使投资者获得公平均等的信息,提高市场的透明度,防范风险的发生。同时,信息披露还能够保证信息真实反映资产证券化的情况,避免资产价值与价格之间出现过大偏差,引导资金合理流动。信息不对称造成了投资者对风险的识别难度加大。随着资产证券化技术的发展,资产证券化产品的价值已经越来越脱离基础资产的价值,这就为投资者进行投资判断造成了困难。美国资产支持证券适用美国证券法较为宽松的信息披露规则144A规则而不是第5节的严格规定无疑说明了立法上的缺陷。因此,减少市场风险的一个重要因素就是立法上加强诸如担保债务凭证、信用违约掉期等衍生产品的信息披露。

资产证券化交易结构要求就应收款项如何回收并被有效执行预先作出确定的假设。^[13]因此,与传统意义上的证券信息披露专注于证券发行人的状况不同,资产证券化信息披露侧重于支持发行证券的基础资产和证券化运作过程,主要包括资产池中的资产结构、现金流的大小、信用风险状况以及信用评级和增级等等。在资产支持证券开发设计阶段,信息披露义务的主体主要是发起机构即拟出售信贷资产的信贷机构和信用评级机构。这次危机暴露的问题是,在次级抵押贷款转变为次级债券过程中,为了实现信贷风险的转移,信贷机构并不关心借款人的信用状况和还款能力。原始债务人的信用风险缺乏真实性。资产支持证券的开发设计所依赖的数据模型和计算方法并不透明。从产品准入来说,衍生性金融商品的设计开发并没有达到分散风险、套期保值的基本要求。此外,由于投资者往往依赖于评级机构的信用评级,因此评级机构应对评级依据履行必要的披露义务。

美国次贷危机爆发后,美国国会通过了《2006信用评级机构改革法案》修改美国《证券交易法》3(a)条、新增15E条,美国证监会先后于2007年、2008年和2009年发布了《对注册为NRSRO的信用评级机构的监管》、《对NRSRO的建议规则》(Proposed Rules for National Recognized Statistical Rating Organizations)和《对有关NRSRO法律规则的修正》。上述规定都强化了评级机构的信息披露义务。2008年,国际证监会对其所属的技术委员会2003年发布的《信用评级机构的行为准则》也进行了修订,对评级业务规定了更高的行为标准。2009年奥巴马政府提出了监管改革建议,其中一个内容就是要求衍生性金融商品标准化,并增强成为衍生产品的透明度。^[14]美国2010年颁布的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》第九章“投资者保护及加强证券监管”第三节“信用评级机构监管规章的完善”对于信用评级的监管作了进一步的完善,主

要包括加强信用评级机构内部治理和独立性地位,提高评级信息和评级方法的透明度。

资产证券化是多个市场主体的博弈。除了信贷机构可以转嫁风险、信用评级机构可以获利外,投资银行等“交易商”也成为衍生性金融商品进入市场的重要环节。“交易商”直接面对的是“最终用户”即广大的投资者。他们构成资产证券化的最后一个环节。“交易商”为了完成金融商品的销售就可能掩盖定价信息和信用风险,或者进行不当劝诱和利益承诺,从而误导投资者。为了提高交易环节的信息透明,需要对“交易商”的行为进行规范:其一,交易风险作出书面披露,以确保客户能够意识到这些风险而且没有被误导。风险揭示书,包括交易的风险、成本和技术性细节,应反映衍生性金融商品交易的特殊风险和复杂性,没有包括夸张或不确定的意见或预测。其二,销售价格与市场价格保持合理的关系。交易商的不合理加价行为应进行有效规范。价格的计算应考虑到结构性产品的构成以及市场的流动性等因素,参考国际上的指引文件,如国际会计标准委员会于 2008 年 10 月发布的《不活跃市场进入工具公允价值的计量和披露》。计算原则包括公允价值应是有序交易情况下的价格,无序交易下的价格不能成为公允价值的计算基础,而且应适用所有可以得到的相关信息。^[15]

此外,为了提高定价机制的透明度,还需要在场外市场上建立结算中心。从次贷危机的教训来看,统一结算的缺乏造成市场定价效率低下,使得市场上的衍生产品定价极大地偏离了正常水平。交易价格完全由计算模型和评级方法决定,严重的扭曲了市场交易机制。2008 年 7 月,美联储与主要做市商初步达成建立中央清算中心的协议。2009 年 3 月,经美国证监会批准,美国州际商品交易所(ICE)正式开始为信用违约掉期提供集中清算服务,从而成为全球第一个在信用违约掉期市场引入的中央对手方。2009 年 12 月,美国芝加哥商品交易所(CME)也正式成为中央对手方开始为信用违约掉期提供清算服务。2009 年 6 月,美国财政部公布了《金融监管改革——新基础:重建金融监管》,并于 2009 年 12 月获众议院通过,力图从监管理念、监管制度、监管架构、监管手段等各个方面革新现有的监管体系,实施更为严格的消费者保护政策,出台对金融产品更为严格的监管规制,其中就包括结算制度的完善。新法案要求修订《商品交易法》及《证券法》和《证券交易法》等立法,使得所有标准化的场外衍生产品通过受监管的中央交易所(CCPs)进行统一清算。这些建议已经体现于 2010 年颁布的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》。总体上看,金融危机后,美国加强了对场外衍生金融商品市场的全面监管,并采取了一系列措施增加场外衍生品市场的透明度,保护投资者利益。中国人民银行发布的《中国支付体系发展报告 2009》也提出了场外市场的支付结算建议。报告表示,尽管目前我国场外衍生产品市场还处于发展初期,但仍有必要未雨绸缪,尽快研究构建场外衍生产品市场的集中清算机制。

(三) 强化功能监管及监管合作

随着金融自由化、全球化的发展,金融业务出现交叉,金融产品边界模糊,金融监管须更多强化功能监管和事前监管。监管体系有必要从过去强调针对机构进行监管的模式向功能监管模式过渡,即对各类金融机构的同类型的业务统一监管手段、统一监管标准和统一监管机构,以减少监管的盲区,提高监管的效率。在金融商品交易中根据金融机构的业务性质而不是金融机构的分类进行监管。但是,美国的投资机构往往受到不同的监管机构的监管。例如,证券公司由美国证监会监管,期货公司受美国商品期货委员会的监管,金融控股公司由美联储监管,其子银行根据业务情况分别受到上述机构的监管。这种体制看起来是完美的。但是,如果金融机构设计开发的金融商品不属于美国法的“证券”或“期货”,则很可能出现监管上的真空。证券公司、期货公司在开发产品、销售产品时有明确的监管机构监管。而且美国《证券法》、《证券交易法》以及期货法等立法的规定也非常明确。另外还有证券交易所、期货交易所、行业协会的一系列规则的自律监管。但是,许多场外金融商品如信用违约掉期既不属于证监会,也不属于商品期货交易委员会的监管。此时金融机构向客户销售金融商品与证券商向客户销售金融商品并无二致,业务性质一样,具有功能上的一致性,却因为分属于不同的监管机构而适用不同的标准。因此来说,这种情形并不真正属于功能监管。日本和

韩国通过立法将金融投资业务按功能加以区分,实施交易市场的统一监管。英国《金融服务及市场法》通过对“投资”的界定实际上将衍生性金融商品也纳入调整范围之内,也就受到英国金融监管局的管辖,并适用统一的法律规则。欧盟《金融工具市场指令》对于衍生性金融商品规定非常详尽,因而也不会存在监管上的真空。

美国次贷危机中的金融机构对金融商品的开发销售正是利用了美国法律调整的空隙,即一些金融商品都难以落入“证券”和“期货”的范畴,从而获得管辖上的豁免,这反映了立法上的漏洞。投资者也就面临着法律风险。但是,在理论上,从功能监管的角度而言,非属于美国证监会和商品期货交易委员会监管的金融机构在向客户销售金融商品时也需要遵循相应的规则。这种行为与证券商向客户销售证券并不具有功能上的差异,因为二者都是买卖关系。那么此时也应了解客户的投资需求、投资经验、投资目标、财务状况等个人情况,然后确定是否适合投资者。也就是说,这些金融机构要遵守适合性规则或了解你的客户规则。当然,投资者也可以区分为专业投资者和散户投资者。专业投资者在资金实力、投资能力等方面远强于散户投资者。因此,散户投资者更应得到保护。^[16]功能监管要求对于同一性质的业务行为应适用同样的行为标准。基于美国金融商品监管暴露出的问题,美国财政部于2008年提出的监管改革蓝图建议美国实行“双峰监管”模式(Twin Peaks),加强目标监管,以确保具体目标的实现。北美证券管理者协会(NASAA)也于2008年11月9日发布改革计划。该协会主张,所有的金融商品和金融市场都应该受到监管,并应避免监管上的漏洞和真空。同时强调,在现行的监管体制之下,应加强原则监管。^[17]2009年6月17日美国奥巴马政府提出了金融监管改革建议。该建议承认美国证监会的规则监管和商品期货交易委员会原则监管方面存在差异,并要求这些机构调和它们在场外衍生产品的监管差异,实现一致的监管。^[18]需要指出的是,美国2010年颁布的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》第761条将一部分互换类产品纳入“证券”范畴,并在第763条规定了清算制度。

20世纪80年代以来,金融国际化和全球化趋势的不断扩展和深化。放松管制、自由化以及快速发展的技术革新使得金融中介机构提供各种各样的金融商品或金融服务。而且,为了保持全球市场的竞争力,金融机构要求合并国内外的金融中介机构,从而形成了大量的国际性金融集团。^[19]随着跨国金融机构的不断涌现,金融业务不断拓展,资本流动日趋频繁,各国在金融业务、金融市场、金融政策和金融监管立法等方面相互依赖、相互影响和相互融合。一方面,国际证监会、巴塞尔委员会等国际自律组织发布了一系列指导性文件,规范金融机构的交易行为,加大对投资者的保护力度;另一方面,欧盟、美国、英国、日本、韩国等国家和地区的立法相互借鉴和完善,对金融商品交易规则的规定出现了趋同的现象。如欧盟先后颁布了《投资服务指令》和《金融工具市场指令》对欧洲各国的市场规则进行协调。成立于1983年的国际证监会成为国际证券监管领域最重要的国际组织。其宗旨在于通过成员机构的合作,促进监管的高标准,以维持证券市场的公正、有效及合理发展;通过成员交换信息和交流经验,发展各国的国内市场;共同努力建立证券交易的规范和有效监管准则;互相协助,通过严格遵守相关准则,有效打击违规行为,以促进市场的完整性。国际证监会成立之后,先后通过了一系列报告、签订了一系列协议,如《证券监管目标和原则》、《关于衍生工具及交易活动的监管信息框架》、《国际商业行为准则》、《顾客资产保护》等。这些报告和协议不仅有利于促进有关证券的国际统一法律制度的形成,而且还为各国证券监督机构统一监管标准,为国家之间的合作和协调监管跨国证券活动提供了依据和途径。

次贷危机充分表明,在金融市场日益全球化、金融创新日益活跃、金融产品日益复杂的今天,传统金融市场之间的界限已经淡化,跨市场金融产品日益普遍,跨部门的监管协调和监管合作显得日趋重要。监管协调既包括各监管机构共享信息,增强交流沟通,加强监管机构之间的政策协调和配合,也包括监管标准和行为规则的协调。例如,2008年国际证监会发布了修改的《评级机构行为基本准则》。要求建立健全内部工作程序和审核机制,对结构性金融商品与其它金融商品加以区分,并提供风险信息,保证评级机构的独立性、公允

性,有效的防止利益冲突。美国次贷危机实际上涉及了多种行业和机构,如银行业、保险业、投资业、会计业以及信用评级机构。随着金融业务综合化、金融自由化的不断发展,不同类型金融机构之间的业务区分日益模糊,业务往来更加密切,它打破了不同业务之间的划分,给金融监管体制带来了新的挑战,要求加强监管协调,提高监管力度。例如,为适应市场一体化的需要,欧盟通过颁布大量的立法使投资服务市场的监管逐步从最低限度的协调(minimal harmonization)过渡到最大化的监管整合(maximum regulatory convergence)。^[20] 2009 年奥巴马政府提出了监管改革建议,其目标之一就是提高国际监管标准,加强国际合作。^[21] 我国分业经营、分业管理的体制也急需加强监管机构的协调。虽然 2004 年 6 月中国银监会、证监会、保监会公布的《三大金融监管机构金融监管分工合作备忘录》建立了共同参加的监管联席会议机制和经常联系机制,但这种监管协调机制对监管各方没有直接的管辖权,缺乏强制性、权威性和全局性。

(四) 金融创新与金融监管的平衡

“创新”这一概念为 1912 年美籍奥地利经济学家约瑟夫·熊彼特在其出版的《经济发展理论》中首次提出。熊彼特所论述的“创新”主要是指经济创新,包括新产品的出现、新生产方法或技术的采用、新市场的开拓、新材料供应来源的发现、新企业管理方法或组织形式的推行等。20 世纪 70 年代以来,金融领域发生了革命性的变化,人们将金融领域的这些变化称之为金融创新。尽管人们对金融创新尚未形成统一的认识,但一般包括金融产品的创新、金融业务的创新、金融体制的创新以及金融市场的发展等等。例如,在实践中,投资银行、商业银行、证券公司、保险公司等金融机构可以根据市场发展需要,开发、设计不同类型的投资产品,包括大量的衍生性金融商品。而各国立法也积极应对,将这些投资性质的金融商品纳入法律的调整范围。英国《金融服务及市场法》通过对“投资”的界定将所有的场内和场外金融商品都纳入监管范围。例如,差额合约(Contract for Differences)几乎可以涵盖所有的场外衍生产品。2006 年日本颁布的《金融商品交易法》以及 2007 年韩国颁布的《金融投资服务及资本市场法》对金融商品作了明确的界定。^① 金融创新是金融自由化的必然产物。金融创新是金融深化的突破口,是金融机构化解和防范金融风险、提高生存能力、抗风险能力和更好地适应市场经济发展的重要措施。

金融服务的全球化发展对商业银行、投资银行、保险公司等带来了挑战,加剧了竞争。^[22] 随着金融领域的不断创新,金融机构的业务品种越来越多,业务范围越来越扩展,与其它金融机构的业务界限越来越模糊。一些银行业、证券业、信托业和保险业之间边缘业务合作与创新,突破了分业界限。例如,资产证券化作为 20 世纪 70 年代以来最重要的金融创新。通过信贷资产的证券化,信贷机构分散和转移了金融风险,活跃了交易市场,促进了房地产的发展。在金融创新之下,“次债”被无限制的衍生,纷繁复杂的衍生性金融商品被创造了出来。资产证券化使得原本简单的借贷关系,变成相当复杂的投资关系,这种关系涉及到借款人、贷款人、证券化机构、投资银行、评级机构、信用增级机构、次级债投资者等诸多利益主体。在这一利益博弈关系中,投资者处于利益的最末端,在投资信息的获取方面处于弱势地位。毫无约束的金融产品创新,将房地产市场的风险转嫁到资本市场,迅速传递给众多的投资者,释放放贷机构风险的同时放大了资本市场风险。虽然资产证券化提高了资产流动性,起到了分散风险的作用,满足了不同投资者的需求,但它也增加了金融体系的不稳定性,削弱了金融监管的有效性,引发了更大的系统性风险。由于资产证券化缺乏有效的监管,衍生产品泛滥,市场过度投机,最终导致次贷危机的爆发。

学者指出,证券化是一个非常有用的金融技术,特别是在房地产业作用更是非常突出。因而不应该被禁止。^[23] 可以说,美国正是通过资产证券化再次实现了经济的繁荣。但是,这种空前的经济繁荣却掩盖了金融发展中存在的问题,如金融产品泛滥、金融安全失去保障、金融监管失衡等等。美国次贷危机表明,金融创新

^① 值得指出的是,我国立法上的“证券”界定并未注重金融商品的功能性特征。也就是说,一些具有投资性的金融工具并未纳入“证券”的调整范围之内,如各种集合类理财产品。

不只是金融商品和金融业务的创新,而且也是金融监管体制的创新。金融创新在给金融业带来了革命性变化的同时,也对传统的监管体系提出了严峻的考验,潜在的风险和危机加剧。若金融体系没有进行机制和效率上的改进,必然无法适应错综复杂的新型金融业务的展开和金融产品创设。金融市场的发展变化推动了金融监管不断地进行调整和深化。金融创新改变了金融监管运作的基础条件,创新的层出不穷和多样化对金融监管不断提出新的要求,客观上需要金融监管机构作出适当调整。但从各国实践来看,金融创新的发展不断地使金融监管运作陷于困境。金融监管机构落后于金融创新的节奏,传统的监管模式不能适应创新所带来的对新形势下的监管要求,因而需要对其进行重新调整深化,与金融创新的发展保持同步,进而能够支持、鼓励、保护金融创新。

虽然美国次贷危机与金融创新有着密不可分的联系,但由此否定金融创新无异于就是因噎废食。正如学者所指出的那样,衍生金融商品是经济发展和金融市场运行必不可少的工具。如果使用得当,可以管理风险和转移风险;如果使用不当,就会放大损失和扩大风险。这正是这次金融危机的根源所在。^[24]可以说,次贷危机是金融创新泛滥、监管不力的结果。创新是推动金融业发展的动力之源,没有创新就没有效率。金融创新与金融监管二者是一种互动关系。金融创新与金融监管是一个动态的博弈过程。金融市场的发展一方面需要金融创新作为动力,另一方面又需要加强金融监管以维护金融安全,以利于金融业持续、健康稳定的发展。金融创新与金融监管就这样互相作用,作为一对矛盾统一体,在自身发展的同时,共同促进金融改革的深化。随着金融市场的不断发展,特别是金融创新和开放程度的加深,金融系统风险和个别风险的概率也会相应提高。因此,适时调整金融监管以适应金融创新的不断发展成为金融监管的迫切任务。金融监管机构应实时掌握创新动态,促进金融业的发展。回顾始于1929年的金融危机以来的金融监管演变,“自由放任、金融危机、金融管制”——“自由放任、金融危机、金融管制”总是呈现周期性的变化。始于2007年的金融危机也是在因金融商品等金融创新带来的市场繁荣之后出现的。^[25]因此,金融监管需要跳出金融机构和监管部门相互博弈而造成的“管制、放松与重新管制”的轮回。金融监管体制应未雨绸缪,重视逆周期金融监管。

三、结语

从上述分析可知,美国场外金融商品交易市场的过度发展和监管缺失是导致美国次贷危机发生的重要因素。由此,场外金融商品交易市场的监管改革也成为各国立法的重点。近年来,我国的资产证券化、理财市场等都得到快速的发展。投资市场的各种投资产品日趋复杂。虽然我国的场外金融商品交易市场相对来说并不发达,但是美国场外市场所暴露出的问题在我国依然存在,如资产支持证券和理财产品的法律属性界定不清、场外交易市场透明度较低、监管机构分散、监管标准不一以及缺乏法律上的监管协调和合作机制等等。在经济全球化进程中,我国金融业将进一步融入国际金融体系中,直接面对国际金融市场的挑战。而且,金融市场和金融产品的创新也增加了监管的难度。因此我国也应积极借鉴各国立法经验,进行金融监管改革。主要包括:其一,扩大“证券”的范围,将一些具有投资性和风险性的标准化产品纳入“证券”范畴;其二,增强场外市场的透明度,如揭示各类金融商品的特殊风险和定价机制、进行统一结算等;其三,规范评级机构的评级行为,增强其独立性,如不存在利益冲突、适当公开评级方法和依据、改革评级付费模式等;其四,制定完善的金融商品交易者业务行为规则,我国应借鉴欧美、日韩等国立法规定的行为规则体系,包括说明义务、适合性规则、最佳执行规则和透明度规则;其五,中国证监会、银监会、保监会和中国人民银行等监管机构应建立具有法律约束力的监管协调和合作机制,统一监管标准。总之,为了维护整个金融体系的安全与稳定,我国应积极推进金融监管创新,健全金融商品监管法律制度,进一步加强金融商品交易监管的力度。

参考文献:

- [1] Kenneth W. Dam ,The Subprime Crisis and Financial Regulation: International and Comparative Perspectives , Chicago Journal of International Law ,Winter 2010:638.
- [2] Frank D Souza and Nan S. Ellis and Lisa M. Fairchild ,Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives Market ,University of Pennsylvania Journal of Business Law ,winter , 2010:489.
- [3] Edward M. Iacobucci and Ralph A. Winter ,Asset Securitization and Asymmetric Information ,The Journal of Legal Studies ,January 2005:163.
- [4] Timothy E. Lynch ,Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment ,Case Western Reserve Law Review ,Winter 2009:266.
- [5] Willa E. Gibson ,Investors ,Look Before You Leap: The Suitability Doctrine Is Not Suitable for OTC Derivatives Dealers ,Loyola University Chicago Law Journal ,Spring ,1998:566.
- [6] Philip McBride Johnson ,Thomas Lee Hazen ,Derivatives Regulation(Volume I) ,Aspen Publishers 2004 : 17.
- [7] F Phillip Hosp ,Problems and Reforms in Mortgage – backed Securities: Handicapping the Credit Rating Agencies ,Mississippi Law Journal ,Spring 2010:541.
- [8] Lcaitlin M. Mulligan ,From AAA to F: How the Creditor Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protectors ,Boston College Law Review ,September 2009:1279 – 1280.
- [9] Matthias Haentjens ,Harmonisation of Securities Law: Custody and Transfer of Securities in European Private Law ,Kluwer Law International 2007:52.
- [10] Laurin C. Ariail ,The Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: The Impact of Dodd – Frank on End – Users Hedging Commercial Risk in Over – the – Counter Derivatives Markets ,North Carolina Banking Institute ,March 2011:188.
- [11] Georgette Chapman Phillips ,The Jumbled Alphabet Soup of the Collapsed Home Mortgage Market: ABCP , CDO ,CDS and RMBS ,University of Miami Business Law Review ,Winter 2010:168.
- [12] Joseph L. Motes III ,A Primer on the Trade and Regulation of Derivative Instruments ,Southern Methodist University Law Review ,March / April ,1996:606.
- [13] Claire A. Hill ,Who were the villains in the subprime crisis ,and why it matters ,Entrepreneurial Business Law Journal 2010:329.
- [14] Frank D Souza ,Nan S. Ellis ,Lisa M. Fairchild ,Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives Market ,University of Pennsylvania Journal of Business Law ,Winter 2010: 499 – 450.
- [15] 朱崇实. 资产证券化的法律规制——金融危机背景下的思考与重构 [M]. 厦门: 厦门大学出版社 2009: 163.
- [16] 叶林 郭丹. 中国证券法的未来走向——关于金融消费者的法律保护问题 [J]. 河北学刊 2008(6) : 161.
- [17] Jerry W. Markham ,The Subprime Crisis——Some Thoughts on a “Sustainable” and “Organic” Regulatory System ,Florida International University Law Review ,Spring 2009:397.
- [18] Frank D Souza and Nan S. Ellis and Lisa M. Fairchild ,Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives Market ,University of Pennsylvania Journal of Business Law ,winter , 2010:501 – 502.

- [19] Douglas Arner ,Jan – juy Lin ,Financial Regulation – A Guide to Structural Reform ,Sweet & Maxwell Asia , 2003: 7 – 8.
- [20] Iris H. Y. Chiu. Regulatory Convergence in EU Securities Regulation ,Kluwer Law International 2008: 6 – 7.
- [21] Frank D'Souza ,Nan S. Ellis ,Lisa M. Fairchild ,Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives Market ,University of Pennsylvania Journal of Business Law ,Winter 2010: 499.
- [22] Robert Grosse ,The Future of Global Financial Services ,Blackwell Publishing 2004: 23 – 32.
- [23] Kenneth W. Dam ,The Subprime Crisis and Financial Regulation: International and Comparative Perspectives , Chicago Journal of International Law ,Winter 2010: 624.
- [24] Frank D'Souza and Nan S. Ellis and Lisa M. Fairchild ,Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives Market ,University of Pennsylvania Journal of Business Law ,winter , 2010: 488.
- [25] Aldo Caliarì ,Global Financial And Economic Crisis Symposium: Assessing Global Regulatory Impacts of the U. S. Subprime Mortgage Meltdown: International Banking Supervision and the Regulation of Credit Rating Agencies ,Transnational Law & Contemporary Problems ,Winter 2010: 149 – 151.

Reasons for U. S. Sub – Prime Crisis and Revelation from the Perspective of Financial Instruments Exchange

HUANG Aixue

(Beifang University of Nationalities ,Ningxia ,Yinchuan 750021 ,China)

Abstract: The occurrence of the U. S. subprime mortgage crisis is undoubtedly complex. It is the result of many factors. Fundamentally ,the U. S. subprime mortgage crisis is the product of neo – liberal economic policies and loose monetary policy. However ,from the perspective of financial commodity transactions ,the over – development of asset – backed securities and other derivatives and lack of financial regulatory system are important reasons for the U. S. subprime mortgage crisis. After subprime mortgage crisis ,to strengthen supervision of OTC financial products and functional regulation ,to enhance market transparency ,and to enhance regulatory cooperation have become the focus of national regulatory reform.

Key words: sub – prime crisis; asset securitization; asset – backed securities; financial instruments

(责任编辑: 黎 芳)