



分层制度下的新三板市场发展与监管

国家金融与发展实验

2016年6月24日

分层制度下的新三板市场发展与监管

胡滨：

谢谢李扬院长。今天很高兴在这里与大家交流，这也是我们金融法律与金融监管基地第一次在国家金融与发展实验室这个国家级的智库平台发布成果。今天的发布会主要有三部分内容，第一部分主要是由我给各位朋友介绍我们最近研究的一些成果，希望这些研究成果能够对各位无论是在金融机构的从业人员还是研究机构的科研人员有一些帮助。之后，我们有一个主题的演讲，针对我们最近一系列研究成果中关于新三板发展与监管的问题做一个主旨的发布。最后，我们也请了一些业界的专家，包括股转系统、券商、基金业的研究人员和从业人员针对主旨发言中新三板市场发展的问题进行研讨。

首先，我想介绍一下我们这个基地，也就是国家金融与发展实验室金融法律与金融监管基地都做了哪些事情。我们基地关注的是金融监管的研究。这里给大家展示的就是基地的网站：金融监管网（中文版、英文版、成果以及微信公众号）。大家可以看到，我们的成果大概包括四个固定的栏目。金融监管评论，这是一个时评性的不定期的评论；金融监管的月度报告；金融监管每周资讯；还有一个是国际研究镜鉴，这个成果也在今天发布。再看看我们往年，其实，在最初的时候，我们做的叫金融法治报告，我们大概做了有4本，后来基地成立之后，我们改为金融监管报告，金融监管报告已经做了5本。在金融监管报告的风格中，我们刻意模仿像IMF、世行一些定期年度报告的风格，每年都会选取一个当年金融监管领域非常重要的热点问题进行研究。

胡滨

国家金融与发展实验室

副主任

中国社会科学院金融研究

所副所长

大家可以看到，我们前期的研究比如说金融监管的道路，这是在金融危机以后做的一个研究，很多学者认为，中国的金融监管有别于西方的监管的特征和理念，这方面我们做了系统的梳理。再比如说，金融监管改革的若干重大问题，也是我们一直在跟踪研究的。前年我们对影子银行的监管做了系统的梳理和研究，去年是针对互联网金融的监管，今年的主题是有关新三板的发展与监管。

为什么要选择新三板作为我们年度的主题报告呢？是因为我们认为新三板发展到现在这个阶段，随着规模的不断扩大，随着市场定位的不断明晰，我们发现设立之初新三板定位的一些功能在发展过程中出现一些偏离，随着新的分层制度的建立，新三板能否为中国整个中小企业的融资提供基础性的市场环境，需要对已经出台的经验进行归纳，对存在的问题进行分析，以利于下一步新三板能够走好。所以，我们主题定为新三板。后面，郑联盛博士会就新三板的研究做系统性的阐释。

第二个是国际研究镜鉴。这个是我们从13年开始启动的。初衷是次贷危机以后，当时李老师在担任金融所所长的時候，指出金融危机之后，全球开始进行金融改革，希望我们针对各个国家金融改革的动态进行跟踪研究，对改革方案进行系统研究。在研究的基础上，我们在09年推出了一本书《金融危机背景下的全球金融改革》。在这本书里，我们系统地研究了包括IMF、世行、清算银行以及美国经济研究局等等一些重要的国际组织、国际研究机构、智库的研究成果，对其进行分析、归纳，最后整理成书。经过这样的研究，我们发现，我们需要把眼睛放在外面。刚才李老师说了一句很重要的话，不要让学费白交了。有关金融危机的国际研究里面有大量值得我们借鉴的地方。因此，我们在做中国研究的时候，我们一定要关注国际研究的进展。而研究的进展浩如烟海，我们怎么去梳理？我们能否做一些基础性的公益性的工作？所以，我们建立了一个文献库。我们按照我们的标准，选择了像IMF、世行等几十家研究机构，包括国际金融研究这样的杂志，将其工作论文库作为一个基准库。然后，安排我们专门的研究人员包括博士后，带领研究团队，每个月跟踪现有的研究，专注于金融监管，特别是金融危机、金融风险的研究等等。我们根据这样来分类，分出几个专题，然后把这些研究成果进行梳理、归纳、编译和评论，这个工作从

13年一直做到现在。每个月两期，一共62期。目的是让监管的从业人员，监管的决策者以及监管的研究人员有简单、清晰了解国际最新研究进展的渠道，可以根据我们的线索和分析进行深入的研究。经过这些年，我们觉得这些成果有必要进行系统的归纳和梳理，所以我们把这些成果选其精要进行集籍出版，这是第二本书的一些内容。

这里是2016年发布的两本书，一个是《金融监管报告》，一个是《金融风险与监管：国际研究镜鉴》，书大家都有，我就不具体介绍。接下来一些时间，我想就金融监管蓝皮书关于金融监管框架改革这个热门的话题谈谈自己的看法。一些核心观点在我们监管报告的主报告中也有体现。

大家知道，金融监管改革的方案呼之欲出，到目前为止，很多的方案在讨论当中。李老师曾经说过，“一二三四五”方案。“一”是“一个机构”，“二”是“两个机构”“三”是“三个机构”，“四”是现有的“四个机构”，“五”是四个机构再加一个机构。这些建议的方案中，到底哪个方案可行，哪个方案符合中国的情况，目前没有定论。不同的方案来自不同的观点。比如来自监管部门研究机构的观点，来自智库的观点包括社会科学院的观点、国家金融与发展实验室的观点，大家的观点在这里汇集，但是谁也很难说服对方。

我想说的第一个问题就是，改革的方案到目前为止还没有形成定论的一个关键原因是现有这些方案的设计者们、建议者们往往是自说自话，没有一个逻辑的起点。什么是逻辑的起点，我们为什么要改？从哪儿改？改的针对性在哪儿？通过这些改，能解决什么问题？举例来说，很多人同意的一个观点，就是英国的监管改革模式可能是最好的。在金融危机以后，英国在央行下面设立了FPC（金融政策委员会），它可以发出指令和建议，由两个监管实体——审慎监管局和新闻监管局实施。他们认为英国的监管模式是未来发展的方向，因此建议中国采取英国的模式。但是，反对派就问为什么英国的模式就适合中国呢？为什么英国的模式就一定能成功呢？你的理论依据在哪里？你的实践基础在哪里？这个事情，我们很难回答。再比如说，有人说，我们应该学习德国的经验，德国的BaFin（联邦金融监管局）是三会合并成立的一个独立的混业监管机构。几年之前，我曾经去BaFin访问过，就这个问题跟他们沟通，我问他们，第一，你们为什么要从分业监管改为统一监管；第二，你们改过后有没有进行实证的

研究，监管的有效性是否得到了提高，监管的效率是否得到了提高。当时他们的回答是，我们正在做，但是目前看不到明显的证据。从这个情况反映出来，实际上，这些方案当中，至少从实证方面，很难说清楚哪种方案是最优的。所以，我们怎么来设计方案，这是个难题。

我想，如果要设计方案，是要在原有的框架基础上。这好比一个人穿了一双鞋，我们的监管架构就是现有的鞋，我们的脚就是监管的对象。现在发现这双鞋不合适了，怎么改？每个人会拿出各种方案来改，你穿这双鞋，他穿那双鞋。我想改革的逻辑是：首先是脚的感受，哪个地方紧了，哪个地方松了，哪个地方宽了，依据这个感受，先改什么，后改什么，哪个是最紧迫的。明确这些以后我们才可以改。这是我想谈的第一个问题，：改革的逻辑起点。我们要考虑现有的、国际上的监管经验的依据，和中国的金融体系中的适应性，这两者之间如何去借鉴，中国的国情是什么，金融监管的特点是什么，这些问题搞清楚之后，自然就会想到怎么改，从何处入手。

从国际经验来看，金融危机以后的几个基本结论已经形成共识。第一是宏观审慎的政策框架，防范系统性风险；第二是加大金融信息的统计，使得我们在防范系统性风险的时候，能有更充分的信息共享。第三是为了防范系统性金融风险，需要做一些风险的隔离。比如说对于衍生品的问题，银行资金和资本市场资金隔离的问题，所以我们才有了沃尔克法案等等。这些是国际经验。当时李老师带领我们从09年开始做的全球金融改革的启示中，我们也总结出类似的八条启示。这是09年的成果。这成果对中国适用吗？中国金融体系的发展阶段和全球的金融体系发展阶段一样吗？后来，我们的研究发现，在不同的发展阶段，我们的特征是不一样的。现有的阶段中，首先第一个不一样的地方就是，我们中国的金融体系是以银行为主导的金融体系，和美国以资本市场为主导的金融体系有显著的区别；第二个，金融危机的启示是过度的金融自由难以控制，所以我们应该往回收一点，往政府主导方向靠一点。从中国的角度来说，我们从长期的计划经济转轨以来，我们是从行政主导在往市场化方向迈进的过程中，这个又是不一样的地方；第三个，金融的发展水平，包括金融市场和金融机构的发展水平，和国外发达的体系又是不一样的。我们是在一个多层次的金融体系中，在这个体系中，既有规模很大的机构，也有规模很小、不同类型的众多小

型金融体系，在这个体系中，同时又有很多金融服务触及不到的领域和产品，我们这样一个复杂的体系，能不能仅仅借鉴到西方这些发达的、过度竞争而导致危机的这些经验呢？显然不能。在这个问题上，我们反过来在考虑中国金融监管的改革中，一定要考虑刚才所提到的中国国情的特点。

第三个，怎么改？首先，要找到改革的痛点。什么是改革的痛点。我们大家的分析研究中一般会认为系统性风险，宏观审慎的架构，组织结构的调整等等。其实，十八届五中全会已经给出了。总书记在五中全会的说明中讲的很清楚，本轮的股市危机反应出来的我们的监管体系不能适应金融市场的发展。然后，下一步，需要做的是统筹协调。总书记总结了三个，我补充一点，认为有四个。

主要经济体的金融体制的重大改革目前反映四个方面需要统筹。第一，统筹系统重要性金融机构和金融控股公司，尤其是对这些机构审慎管理的统筹。这个是全球的共识；第二个，是统筹系统重要性的金融基础设施。也就是说怎么样让这些重要性的比如支付、清算、交易等等基础设施能够为整个金融体系所共享，来共同地应对可能出现的危机；第三个，是金融信息的统筹；第四个，是中国特色的，中央监管与地方监管的分工与统筹。这些也是随着当前互联网尤其四P2P监管政策的出台，中央与地方监管的分工也会突出出来。

需要统筹的是这些。同时，还有一个协调。一个基本的共识是我们现在是分业监管体系下的混业经营，这产生了一种监管体系和业务发展之间的一种错配。所以，我们需要改革，需要协调。我们要解决的是如何适应混业经营的发展。

中国目前金融改革所要解决的是如何解决统筹协调的问题。这个是痛点，是我们首先要改革的。依据以上的分析，我们怎么改呢？一定是渐进式的改革，不是断崖式的改革，休克式的疗法。我们一定是在原有的基础上，逐步地、稳定地改革。用邓小平的话，叫“摸着石头过河”。

怎么改？首先第一步要解决当前中国在金融监管体系当中所存在的统筹问题。上面所说的四个统筹，所反映的问题就是，我们监管机构之间，中央和地方之间缺少一个统筹的机构，统筹的力量。我们多次提出要监管的分工与协调，这个协调始终做不到，原因是缺少统筹。需要有人、有机构来统筹。所以，我

们第一个观点一定要提出来，是首先要有一个统筹的机构，而这个机构还必须是一个实体性的机构。这是首要的问题。解决了这个问题，就可以调动现有的监管部门的资源进行统一的安排。比如，去年在股市危机的时候，我们给国务院写的要报，第一点就提出面对股市危机，我们要防止由股市危机带来的系统性风险、连锁反应和向整个金融体系的传染。要怎么样去防止？首先必须要有一个机构来统筹整个救市的措施。我们当时提出了设立金融稳定小组或金融稳定委员会这样的机构来统筹。后来的事实恰恰反映出了我们在股市救市的过程中缺少统筹。我们看到各个监管部门在不断的推出各自的监管措施来维护股市的稳定。我们同时也看到最后国务院这个层面还是表明了对于股市稳定的一些态度。而这中间缺少一个金融的统筹的部门，来代表国务院来发声。如若有这样一个机构的话，一方面，可以协调好现实的监管部门，包括“一行三会”以及发改委和财政部等；同时，又不会给那些所谓的市场原教旨主义者中国政府在不断的干涉金融市场的口实。因为我们是由金融稳定委员会或小组这样一个部门来统筹这样一个改革，并不是政府直接干预金融市场。

第二个是协调问题。统筹是解决监管机构之间，中央和地方之间监管的问题。协调是解决监管者现有的分工和合作问题，现有金融交叉领域如何去监管的问题。这个可能就涉及到机构的合并问题。通过机构的合并来带动监管的协调和整合。从目前的情况来看，三会的合并恐怕是解决协调比较务实的办法。

第三个是监管方式的转变。在解决了统筹和协调的问题之后，接下来要做的事情在于监管方式的转变以及监管有效性的提高。这里就涉及很多细节的工作，比如说监管理念是原有的全面覆盖的监管，风险监管，还是功能监管。只有当有了统筹、协调的机构以后，监管方式的转变才能真正的实现。否则的话，只会停留于纸上，不能提高金融监管的有效性和效率。以上是我个人认为未来金融监管改革基本的次序和框架。

总结一下，针对这么多种方案，我们研究的观点认为，比较务实的考虑，应该是“三层+双峰”。但这不是一蹴而就的，它是有一个次序和发展阶段的。

“三层”是中央和地方的分层，宏观审慎政策和微观审慎监管的分层；“双峰”是指审慎监管和行为监管。这个基本上是值得思考的未来的比较模式。但是这样的模式不是一次性改革到位的。一个比较务实的考虑是，从机构的角度首先

成立国家金融稳定委员会或小组来统筹，然后在这个基础上，进行协调三会的合并。先有统筹的机构，后有监管实体的合并来适应混业监管。未来的另一个“峰”，比如行为监管、投资者的保护等等，可能会放在后一步考虑。因为从目前来看，我们三会都成立了投资者保护局。我们的投资者保护不是没有事情做，而且这三个投资者保护局都跟监管部门之间是一体的。至于下一步的整合，是不是要成为一个机构是可以放在后面的，它不是目前最痛的痛点。

后面就是我们主题报告发言。谢谢各位。

李扬：

谢谢胡滨博士。他主要介绍了两方面内容。首先是把我们机构介绍了一遍，大家可以看到，对于中国金融与法律的关系集中在金融监管这个方面。我们是一个有持续性的专业机构，希望大家多关注我们的成果，多多合作。

再一个，他谈到了监管问题。其观点也比较明确。关于监管的问题，估计今年的中央金融工作会会有一个说法。正如我之前在一个会议上说的那样，现在正在一个高度保密的状态下研究，征求意见。“一二三四五”算是一个笑话，等于什么也没说。刚才胡滨也提到现在看起来“二”和“三”比较靠谱，“一”太简单，“五”又太复杂。不管怎样，这个事情已提上日程。监管的问题，我们作为研究者，总感觉它有既得利益在，这样就使得一些问题的研究很难落在科学的层面上。科学的层面就是不考虑利益的，这个事情是什么样的、问题在哪里、怎么去调整。如果是这样的话，事情就好办了。中国的改革方案都是由负责这个领域监管或者管理的部门去提出，那当然它要把自己说的非常合理，非常必要，必须做大。遇到几个部门，大家就争来争去，争执不下，可能就会不了了之。这确实是需要解决的。中国的问题，就像胡滨说的那样，很多就是不协调，不统一。要说统一协调，每个部门都说应该统一，应该协调，说的头头是道。后面一句话就是都应该统一到我这里，协调到我这里来，使得很多事情都不能真正有效地推进下去。希望这次，能有决心，打破利益的格局，按照科学性来解决问题。

刚才也谈到了国情问题。发展到今天，我们不必对所谓的国际经验、国际惯例、国际最佳实践奉为圭臬了，没有这个必要了。今天公投，英国都脱欧了，这个世界不知道要发生什么事情了。刚刚有人发短信，说这个世界就真正变成G2了。那边已经搞得四分五裂了，所以他们的有些东西就很难说我们必须要去学。他们的考虑也未必就一定合乎逻辑。中国发展到今天，确实要考虑自己的国情，有些东西，也许我们永远都不会有；有些东西，别的国家也许也永远不可能有。我觉得发展到今天，应该有这样的看法。习主席在阐述他对国际关系的看法时，有几个要点。世界是多样的，发展道路也多种多样，不能因为我做的不错，就否认别人；也不能你发展了几百年，发展的不错，就否认我们道路的合理性。考虑国情，应当是非常重要。既考虑国际惯例，又考虑国情，这是在考验我们智慧的时候了。希望我们的研究能贡献我们的智慧。