

事后监管：法律如何应对 金融市场失灵

[美] 伊曼·安纳布塔维(Iman Anabtawi)*
[美] 斯蒂文·施瓦茨(Steven L. Schwarcz)**
许多奇*** 桂俐宁**** 译

目次

- 一、引言
- 二、法律与系统
 - (一) 系统的性质
 - (二) 法律相关系统
 - (三) 作为法律相关系统的金融系统
- 三、金融系统范式中的事前监管与事后监管
 - (一) 事前监管与事后监管
 - (二) 事前金融监管的局限
- 四、金融系统的事后监管
 - (一) 事后监管的策略
 - (二) 事后金融监管的成本
- 五、平衡事前金融监管与事后金融监管

* 美国加州大学法学院教授; anabtawi@law.ucla.edu。原文出处: Iman Anabtawi & Steven L. Schwarcz, “Regulating Ex Post: How Law Can Address the Inevitability of Financial Failure”, 92 Texas Law Review 75 (2013).

** 美国杜克大学法学院斯坦利·A. 斯达(Stanley A. Star)法律和商业教授; 杜克全球资本市场创始主任; schwarcz@law.duke.edu。作者感谢劳伦斯·百克斯特(Lawrence Baxter)、萨蒙·比约(Samuel Buell)、丹尼尔·巴塞尔(Daniel Bussel)、安娜·盖本(Anna Gelpert)、凯瑟琳·贾奇(Kathryn Judge)、沃尔夫·卡尔(Wulf Kaal)、蒂莫西·马洛依(Timothy Malloy)、萨拉·鲁斯(Sara Roos)、丹尼尔·施瓦茨(Daniel Schwarcz)提出的宝贵意见, 以及罗伯特·道布尔(Robert Double)、阿里·欧里斯(Arie Eernisse)、道格拉斯·默克尔(Douglas Merkel)、迪伦·瑞夫(Dylan Raife)提供的宝贵研究帮助。

*** 上海交通大学凯原法学院教授、法学博士。本文为译者主持的2011年上海市曙光计划(11SG17)和2012年上海交通大学文理交叉重点课题(12JCZ04)的阶段性成果。

**** 上海交通大学凯原法学院2013级法学硕士。

六、结论

摘要 与其他领域的监管迥异,金融监管的运行环境是一个相互依赖的复杂系统。企业、市场、法律规范之间的相互联系对金融监管政策存在潜在的要求,尤其影响着事前监管与事后监管的抉择。事前监管旨在防范金融失灵的发生而事后监管则意在应对市场失灵,监管理论对两者差别的关注相对较少。如果监管全部由法定职责规范(duty-imposing norms)构成,忽视两者区别或许能得到有效辩护。然而,在系统性的环境中,监管也可采取干预的形式来减小金融失灵潜在的系统性危害后果。我们认为金融监管的双重角色意味着设计金融政策需要平衡事前与事后监管措施,对此我们提出了一些指导性建议。

关键词 金融失灵 事后监管 系统风险 明线规则

一、引言

金融体系可以被视为一个复杂网络,其中金融机构在法律规则的大环境下直接或间接(通过市场)相互作用。与任何体系一样,金融体系的行为依赖于其结构——即各要素间的相互关系。金融体系结构的关键在于具有高系统性风险的特性。高风险系统容易引发事故,它们倾向于保持长期的稳定,而偶然爆发灾难性危机。

本文研究了系统性分析对减轻系统性金融风险的影响,^[1]这对金融监管者而言是一个严峻的挑战。文章从第二章开始论述了系统的性质以及系统分析作为法学研究方法论的作用。法律相关系统(law-related systems)是指法律作为整体必不可少组成要素的系统。对于金融系统以及任何其他法律相关系统而言,法律都可以在不同环节介入,尤其可以通过事前或事后的监管来防止金融危机的发生或缓和初露端倪的金融危机。

第三章阐明了事前监管与事后监管的区别。这种区分在法律学术界比较常见,它在与法律相关的系统环境中通常会起到明显的效果,尤其能够影响金融系统。事前与事后的争论总是围绕应在损害行为发生之前还是之后考虑法律内容而展开。如果法律最主要目标是形成威慑力,那么这种威慑应当通过“明线规则”(bright-line rules)还是“灵活标准”(flexible standards)确立就很值得探讨。然而在与法律有关的系统中,监管不仅可采取事前手段以阻止危害行为的发生,也可在事后减轻该行为带来的危害后果,这就使法律在危害行为发生之后也能发挥应有的作用。

阐明金融系统的事前与事后监管的区别后,我们对事前监管的局限进行省思。我们认为,虽然完全依赖于事前监管乍一看可能是可取的政策方针,但它无疑还需要事后监管的补充。事前监管不可能防范一切金融危机,更何况完全依靠事前监管的做法欲摆脱金融服务业的政治反对也是不太现实。最后,严苛的金融管制也会遇到一些问题,如风险承担的骤冷效应以及诱发监管套利问题。

[1] 系统性金融风险是指:(i) 由某一经济震荡引发,如某一市场或机构失灵,从而引起的跨市场跨机构连锁瘫痪或金融机构的连锁性重大损失,(ii) 并且在结果上导致资本成本的上升或资本有效性的下降,通常伴随金融市场的大规模价格波动。Steven L. Schwarcz, “Systemic Risk”, 97 Georgetown Law Journal 204(2008). (后文简称 Schwarcz, “Systemic Risk”。)

在第四章第一节，根据对金融系统特点的研究，我们提出两种减轻系统性风险的事后监管策略。第一种是建立金融安全网，作用于金融系统各组成要素。这一设计的目标在于吸收金融企业衰弱或金融市场衰退的损失。第二种是打乱系统性风险的传递机制，通过金融系统的内在联系发挥作用。两种干预都可以减少金融危机的扩散，减轻金融市场失灵的严重性。

金融事后监管策略面临一些正当性方面的指摘，主要包括对道德风险、纳税者负担、不必要救市危险以及与救市相关的无效性担忧。针对这些反对意见，我们在第四章第二节进行探讨并做出回应。我们认为，事后监管的这些潜在实施成本可以控制，同时监管包括系统性风险在内的风险抑制效用也远大于成本。

经历了2007—2009年金融危机后，多德-弗兰克法案(the Dodd-Frank Act)彻底整改了美国的金融监管体制。在第五章中，我们注意到，该法案建立在对事前金融监管严重偏好的基础之上。而后续的分析表明金融监管应当转变为一种更为均衡的方式来应对系统性金融风险。在对两种监管的各自局限进行评判的基础之上，我们提出达成这一均衡目标的指导方案，目的在于鼓励审慎、劝诫鲁莽与风险承担。

二、法律与系统

(一) 系统的性质

1. 系统结构——所谓系统，广义来讲，是指一群相互联系的要素所形成的明确整体。^{〔2〕} 系统可以根据各种不同的属性进行分类。比如，系统可以是生物性的或者非生物性的，^{〔3〕} 可以是简单的或是复杂的，^{〔4〕} 也可以是稳定或不稳定的。^{〔5〕} 尽管各种系统不一而足相差甚远，它们都拥有某些属性。欲称之为系统，必须满足以下条件：(1) 它必须由要素或元素组成，(2) 这些要素必须互相联系，(3) 系统必须具备要素自身所不具备的功能。^{〔6〕} 以上任何一个要件的缺失，都不能称其为系统。^{〔7〕}

要素是系统的基本单位，^{〔8〕} 也是系统的组成部分。这些部分或者像具体物质一样具备物理性质，亦或抽象存在，比如法律规则。此外，仅仅只是要素的组合还不能形成系统，^{〔9〕} 系统中各个要素必须相互联系，这种联系将它们联结成为一个系统。^{〔10〕} 最后，系统都具有一些独特的功能，事实上，系统的各要素往往具有一些个体功能，但系统作为一个整体的功能往往与其个体功能迥然有异。^{〔11〕}

人类呼吸系统作为一种我们熟悉的生物系统，就具备上述三个属性。首先，呼吸系统由众多

〔2〕 See A. D. Hall and R. E. Fagan, "Definition of System", 1 GEN. SYS 18 (1956). (将系统概括定义为“一系列客体、客体之间的联系以及其属性之间的联系所组成的整体”。)

〔3〕 James G. Miller, "The Nature of Living Systems", 20 Behavioural Science 343-348 (1975).

〔4〕 See Donella H. Meadows, *Thinking System: A Primer*, 22 (Diana Wright ed., Vermont: Chelsea Green Publishing, 2008) (以浴缸为一个简单系统从而推断出适用于分析更多复杂系统的原则).

〔5〕 Hall and Fagan, *supra* note [2], at 23.

〔6〕 Meadows, *supra* note [4], at 11.

〔7〕 *Id.*, at 12.

〔8〕 See *id.* (提到“系统中的要素通常是最容易注意到的部分”).

〔9〕 *Id.*

〔10〕 See Miller, *supra* note [3], at 347 (“系统是一整套相互作用的单位与他们之间的联系”).

〔11〕 See Meadows, *supra* note [4], at 12-17 (主张系统能实现的效果“不见得是系统中的任何一个部分所欲实现的”).

要素组成,包括鼻子、气管、支气管、横膈膜和肺。^[12] 所有这些有关要素,我们都可以单独研究它们的特殊功能。^[13] 此外,每个部分都与其他部分直接或间接联系着。^[14] 最后,作为一个整体,人类的呼吸系统拥有区别于这些部分功能的功能,即它承载了人类呼吸的代谢过程。^[15]

如果一组要素不具有相互联系或其联系方式无法实现与要素本身不同的独立功能,那么它就不是一个系统。^[16] 非系统具有“可分性”,^[17] 这种可分性表现为一个要素的运作独立于其他要素。^[18] 以棒球卡收集为例,虽然各卡片间有相同的属性,它们仍然是分离的,因为没有任何一张卡片真正地依赖于其他卡片。而且,在卡集中加入或拿走部分卡片虽然会改变卡集的价值,但剩下的卡片依然能够保持一个完整的集合。与此不同的是,如果拿掉人体呼吸系统中的任何一个组成元素,整个系统的运作就会受到根本上的影响。

在选择分析层次时,系统与非系统的区分至关重要。非系统可以通过研究它的单个要素进行有效分析。^[19] 虽然非系统中的各个要素可能也表现为集合在一起,但我们不必把它们作为一个整体考虑,因为这种做法不会得到比单独研究具体要素更为深入的发现。换句话说,就非系统而言,从构成要素层面开展研究不会有什么问题。

然而,如果我们只研究系统中的单个要素,就会忽略掉要素之间的联系以及系统的整体性功能。对一个系统而言,其中每个要素的状况都取决于其他要素。^[20] 如果将研究层面仅局限于要素就会忽略要素之间的相互影响,从而就会忽略各个要素与他们所组成的整体系统之间的联系。因此,把握和预测一个系统的动态既需要掌握各要素的知识又要了解它们的相互作用。

2. 系统行为——系统与非系统在结构方面的差别导致它们各自行为的差异,这并不令人惊讶。回顾我们之前提到的非系统由一些状态彼此独立的要素组成,^[21] 它只是一组没有关联关系的要素,不存在组成部分之外的其他行为。^[22] 因此,只要根据其中离散的各要素,就可以很好地研究非系统的行为。

系统行为的研究则需要一种根本不同的研究路径。系统要素间的联系性决定着其中一个要素的活动可能影响其他要素的活动。^[23] 此外,系统本身也有它自己的活动。^[24] 系统论的一个重要见解就是系统的行为是其内在结构的产物,^[25] 系统分析的魅力也由此洞察而来。它解释了为

[12] Jeremy P. T. Ward et al., *The Respiratory System at a Glance*, 3rd ed. (Hoboken: John Wiley Sons, 2010), pp. 10 - 13.

[13] See id. (描述了呼吸系统组成部分的功能).

[14] Id.

[15] See id.

[16] See Miller, *supra* note [3], at 362 n. 7 (“如果没有部分之间的交流就不会有组织,因为我们只能得到相互独立的个体要素组成的集合”).

[17] See id. (解释了有组织的系统呈现“内部制约性”,而非系统呈现“可分性”).

[18] See id. (提到可分性表现为一种机械形式“看上去像一个由两个或多个相互独立的子部分拼凑在一起的机器”).

[19] See id.

[20] Id.

[21] See *supra* note [18] and accompanying text.

[22] See Meadows, *supra* note [4], at 12 (发现当其中的某个要素被拿掉后,非系统的功能不会发生改变).

[23] See id. at 12 - 13 (通过大树系统阐述了要素之间的内在联系如何造成某个要素的改变从而影响系统中其他要素的运作).

[24] See id. at 15 (解释了系统的目标并不一定与组成要素们相同).

[25] Id. at 89.

什么很多类似的行为模式产生于各不相同的环境,^[26]因为这些模式的类似是由系统结构特征的类似导致。^[27]由此可知,无论令人满意与否,由于它们潜在于系统,哪怕行为本身可能还未真正地表现出来,我们却可以通过分析和改变系统的结构进行分析。

3. 系统的功能——系统也有自身的功能。^[28]呼吸系统的主要功能是气体交换。^[29]存货控制机制的主要功能是控制存货在生产、销售、派送方面的可用性。^[30]美国《统一商法典》(*The Uniform Commercial Code*)第9条规定存档系统的功能是记载可能存在的担保物权及其优先性。^[31]在这些例子中,系统要素都是共同运作从而实现一个或多个独特的系统整体功能。要判断系统的功能,最准确方式是观察运作中的系统。^[32]因为系统总是有产出的,^[33]通过识别系统产生的效果,我们就可以推断系统的功能。

作为一个积极的事物,系统是一种达成目标的手段。^[34]在此层面上,系统实际产生的结果与其功能密不可分。但在规范角度,我们可以给系统安排一些与它实际运作不相符的目标。^[35]换句话说,系统的设计者可能意欲实现某些系统在运作中不能实际产生的目标,这时系统总是“加计完成了一个谁也不想要实现的行为”。^[36]很重要的一点是,如果一个系统的运作偏离它预设的目标,它很可能通过改变系统来实现更多令人满意的结果。^[37]

(二) 法律相关系统

1. 如何识别法律相关系统——如果法律是构成某个系统必不可少的要素,那么我们可以认为这个系统“与法律相关”。^[38]根据定义,系统中的要素是相互联系的,并非每一个要素对系统的重要性都是等同的。^[39]我们所指称的要素属于系统“一体化”的一部分,如果移除该要素,会显著影响系统的运行。因此,在一个法律相关系统中,法律的规定对系统的运行发挥关键的作用。^[40]

2. 将系统分析作为法律研究的方法论——一旦将一个系统认定为与法律相关,我们就可以系

[26] See *id.* (提到不同的反馈环路结构会造成不同的行为模式)。

[27] See *id.* at 27 - 29 (以反馈调节环路为例,描述了两种结构相似的系统会呈现出相似的行为)。

[28] *Id.* at 11.

[29] Ward, *supra* note [12], at 11.

[30] See Sven Axsater, *Inventory Control*, 2nd ed. (New York: Springer-Verlag N. Y. Inc., 2006), pp. 1 - 2 (将存货系统描绘为机构的采购、生产、市场部门间矛盾目标的平衡)。

[31] See *McCarthy v. BMW Bank of N. Am.*, 509 F.3d 528, 530 (D.C. Cir. 2007) (“该条款的主要目标是通过与存档备案保持严格一致来贯彻打压秘密留置权的政策”。

[32] See Lynn M. LoPucki, “The Systems Approach to Law”, 82 *Cornell Law Review* 479, 503 - 504 (1997) (详细描述了如何通过观察法来依次由小到大地辨别系统中子系统的运作)。

[33] *Id.* at 503.

[34] *Id.* at 485.

[35] *Id.* at 503.

[36] Meadows, *supra* note [4], at 15.

[37] See *id.* at 16 - 17 (描述了一个系统如何通过改变他的要素、内部关系、运作来实现改变)。

[38] See LoPucki, *supra* note [32], at 488 - 489 (描述了一个法律相关系统并且将它与法律系统相区分)。

[39] See Meadows, *supra* note [4], at 16 (提到变换一个要素“通常对系统不产生什么影响”但“某些特定的要素可能的确非常重要”)。

[40] 当然,并不是所有系统都与法律相关。我们的太阳系由太阳和在它周围受到重力束缚的轨道中的天体组成。制定法并非太阳系的要素,因而不能对它产生影响。如果法院认定地球绕着太阳公转是违宪的,那么这样的判决对地球的运转轨道是不产生效果的。因此,与大多数物理系统一样,太阳系不是一个法律相关系统。

与物理系统不一样,社会系统往往是与法律相关的。司法系统、医保系统、破产体系,随便举出几个例子,都是法律相关系统,法律在其中扮演着重要角色,离开法律的参与这些系统将会有很大不同。

统分析为方法论来研究法律在其中的角色。系统分析需要力求把握系统的结构、关联关系以及运作功能。^[41] 林恩·洛普基教授(Professor Lynn LoPucki)已经在很多法律相关系统的研究中采用了系统分析方法,他把系统分析视为“在传统法学分析方法之上的构造”。^[42]

系统分析者从系统组成部分在系统中的角色出发,将各部分放在系统整体中进行考虑。^[43] 他们考虑系统的动态机理特征,而非忽略它。对系统分析者而言,系统的各要素本身的确很重要,毕竟它们是系统的组成部分。然而,系统分析者认为如果不借助要素间的相互作用很难正确理解系统具体要素的运作。^[44] 换言之,系统组成要素之间的关系与组成要素的个体运作同样重要。相应的,系统分析者认为整个系统的行为取决于系统的个体要素。^[45] 他们认为不考虑部分而直接研究系统的做法会忽略掉有价值的信息。根据系统论者的观点,即便系统的整体运作不是完全取决于个体要素的运作,但个体要素仍然影响着系统运作。^[46]

为了更加具体地阐述系统分析方法,我们设想一下蚁群的例子。大多数人都赞同蚁群不仅仅是很多蚂蚁的集合,其中每个蚂蚁成员都执行着不同的分工,比如“觅食、蚁穴维护、巡逻、清理工作(垃圾残骸的清扫)”。^[47] 这种任务的分工是蚂蚁种群的一个重要特征。但是如果仅仅研究孤立的蚂蚁个体的任务,就会忽略其在种群层面所明显具有的行为合作性质。在蚁群的层面,蚂蚁间的任务分工在不断变化着,^[48] 环境变化了,蚂蚁也对部落部署进行相应的调整。^[49] 考虑蚁群的动态变化对于把握个体蚂蚁们的不同任务承担十分必要。

系统分析发现系统由它的要素以及要素间的相互关系共同组成,蚁群就是典型范例。作为法律相关系统的研究方法论,它给我们提供了一种手段来分析各要素在系统整体中的相互关系,这是超越要素本身之外的。更具体地说,它给我们提供了一个框架来分析系统中的特定要素是如何、为何影响其他要素的,系统的运作是否实现了它的目标,以及当系统结果出现偏差时法律能够进行怎样的干预。^[50]

利用系统分析法对法律相关系统进行研究,可以规范和明确法律与其所处系统环境的关系。^[51] 系统分析的方法论实现了对法律在系统中角色作用的洞察,这是传统的法律分析可能欠

[41] See, e. g., LoPucki, *supra* note [32], at 482 - 483 (“‘分析’一个系统就是把它分解成具体的组成部分,从而确定这些子部分的性质并解释它们之间的关系”).

[42] *Id.* at 509.

[43] See *id.* at 503 - 505 (解释了任何系统分析都需包括对其组成部分的分析以及这些部分如何对系统的整体运作发挥作用).

[44] See Meadows, *supra* note [4], at 13 - 14 (通过描述大树系统的要素内在联系阐述了内在联系的重要性).

[45] See *id.* at 17 (“要问要素、内在联系或目标是否是系统中最重要,就不是在问一个系统问题,它们全部都是不可缺少的”).

[46] See *id.* at 15 (解释了虽然系统中的个体要素很重要,但整个系统的功能或目标未必与各要素所欲达到的功能相同).

[47] Nino Boccarda, *Modeling Complex System* (R. Stephen Berry et al. eds., New York: Springer-Verlag New York Inc., 2004), pp. 1 - 2.

[48] *Id.* at 2.

[49] *Id.*

[50] See, e. g., LoPucki, *supra* note [32], at 506 - 507 (展示了规范分析法无法发现系统意外结果并进行修复的过程).

[51] See *id.* at 480 - 482 (描述了系统分析如何“适应尽可能复杂的情况”来实现概念的运作,对每种命题都进行经验主义的验证,并断言系统分析“能够让法律学者接触到事实”).

缺的。分析型法律学者的典型研究路径是发现特定问题然后用特定方法来解决。^[52] 用这种方式来限定研究范围使其更容易处理;^[53] 然而,仅仅局限于一个特定问题的缺点在于容易忽略问题所处的大环境。^[54] 抛开系统中的相关要素以及系统的内在联系,传统法律学者往往被迫离散地对待法律的动态效应。^[55]

3. 法律在法律相关系统中的作用——在法律如何影响法律相关系统的问题上,系统分析范例有更为具体的内涵。由于系统运作行为的呈现总是跨越不同时间,^[56] 因此系统分析对于阐述法律角色的跨时期性^[57]——也即法律在系统运作的不同时间点的作用,有着尤其重要的帮助。具体而言,法律可以跨越三个不同的时间段:一是在某一事件发生前,二是在事件发生后影响结束前,三是在事件的全部影响已经发生完毕。^[58] 在这其中任何一个时间点,法律的干预都有重要的效果。

当法律的运行是为了避免损害发生时,它的运作是预防性的。^[59] 预防性法律的设计目的是在最起初将问题防范于未然。^[60] 此外,法律也可以在损害性事件发生后减轻其消极后果,^[61] 在这种情况下,法律的运作是为了放慢和阻止这些后果的发生进程,从而使接踵而来的损害降到最小。减损性干预可以在预防性干预停止的场合进行接管。^[62]

(三) 作为法律相关系统的金融系统

在这部分,我们旨在建立金融系统的法律相关性,而非对通常理解的“金融系统”进行详尽描述。正如我们所定义的,系统包括组成要素、内在作用以及其功能。^[63] 更深一步说,法律相关系统是以法律为不可或缺要素的一类系统。^[64]

[52] Id. at 480.

[53] Id.

[54] See id. (批判了这种研究方法,因为它会“忽略重要的方面”并可能“导致错误的分析结论”); J. B. Ruhl, “Complexity Theory as a Paradigm for the Dynamical Law-and-Society System: A Wake-Up Call for Legal Reductionism and the Modern Administrative State”, 45 Duke Law Journal 849, 906 (1996) (“我们的法律系统在方法和理论上一直以来都是还原主义”).

[55] See J. B. Ruhl, “The Fitness of Law: Using Complexity Theory to Describe the Evolution of Law and Society and Its Practical Meaning for Democracy”, 49 Vanderbilt Law Review 1407, 1411 (1996) (“如果仅仅进行不断细化的离散分割,我们将无法理解和掌控法律与社会的动态特性”).

[56] See Meadows, supra note [4], at 2 (将系统描述成“通过不同时期各自的运作模式而内在作用的一组事物”[重点补充]).

[57] 在统计学界,跨时期是指“时间序列”。See generally Genshiro Kitagawa, *Introduction to Time Series Modeling* (London: Chapman and Hall/CRC Press, 2010) (跨时期性与时间序列进行了同样的描述).

[58] See Timothy F. Malloy, “Principled Prevention”, 45 Arizona State Law Journal (forthcoming 2013) (manuscript at 6-7), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2304420. (描述了化学物品的两种监管模式,一种力求禁止化学物品的使用,而另一种力求减轻其产生的危害效果.)

[59] Id. (manuscript at 4).

[60] Id.

[61] Id. (manuscript at 3-4).

[62] 即使在全部损害结果发生后,法律也有它的一席之地。在这时,法律也可以通过设计减轻痛苦的措施来设法帮助系统参与者应对系统行为产生的后果。就本文的目的而言,我们的讨论集中于法律的预防性、减损性作用,不考虑法律在事件全部后果发生后的介入功能。我们将其排除在研究范围外的依据在于我们相信与经济震荡有关的损失的最终分担涉及一些最好通过政治决定做出的抉择,这是金融系统力所不及的。

[63] See supra text accompanying note [6].

[64] See supra note [40] and accompanying text.

功能路径通过探寻金融系统所服务的客观目标来判断该系统的组成要素,^[65]然后试图分辨出系统中有益于实现这些目标的要素。^[66]另外一种方法是以机构为标准的方法,^[67]该方法根据是否具有特定法律属性来判断系统的组成要素。^[68]机构性方法的难处在于,当系统经历变动时不太具有适应性。^[69]例如,为了实现金融套利,大量转存为贷的金融中介在1990年到2007年间由商业银行转为了影子银行的形式。^[70]影子银行与传统银行的相同处在于它是借贷双方的中介,^[71]不同点在于影子银行的运作没有正式政府担保,也没有正式渠道获取央行流动资金。^[72]影子银行无法像传统银行一样受到法律监管,这被广泛认为是金融危机来临前金融系统风险的重要诱因。^[73]

金融系统的要素可以按照这些机构在金融资本提供、分配、调度方面的功能不同进行确定。^[74]就这个角度而言,金融市场的三个最重要组成要素是企业、市场、法律规则。金融企业是金融系统中最基本的组成单位,他们发挥中介服务的作用。^[75]金融企业由商业银行和其他金融市场参与者构成,如投资银行、保险公司、投资基金;^[76]也包括政府发起的企业(GSEs),他们采购、担保并实现抵押的资产证券化。^[77]总体来说,金融企业是经济活动金融资本的重要来源。^[78]

[65] See Group of Thirty, "The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace" (2008), 13, available at <http://www.group30.org/images/PDF/The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf> (解释了在以功能为标准的方法下,监管是根据被交易方标的决定的)。

[66] See *id.* at 26 - 27 (以意大利为例介绍了功能论并详细描述了它的监管系统)。

[67] *Id.* at 13.

[68] *Id.*

[69] Cf. Wulf A. Kaal, "Evolution of Law: Dynamic Regulation in a New Institutional Economics Framework", in Kaal et al. (eds.), *Festschrift in Honor of Christian Kirchner* (forthcoming 2014) (manuscript at 4), available at <http://papers.ssrn.com/abstract=2267560> (描述了监管的动态特性)。

[70] Margaret M. Blair, "Financial Innovation, Leverage, Bubbles and the Distribution of Income", 30 *Review of Banking and Financial Law* 225, 227 - 228 (2010); see also Federal Reserve Bank of New York, Staff Report NO. 458, *Shadow Banking* 8 fig. 1 (rev. 2012). 向监管宽松中介的转型是随着更多新型高效企业进入金融市场而产生的。See Charles K. Whitehead, "Reframing Financial Regulation", 90 *Boston University Law Review* 1, 37 (2010) ("很多监管宽松的企业都是比传统中介更有风险管理效率的新兴市场参与者,它们不受监管差异的影响")。

[71] Federal Reserve Bank of New York, *supra* note [70], at 10.

[72] Steven L. Schwarcz, "Regulating Shadows: Financial Regulation and Responsibility Failure", 70 *Washington and Lee Law Review* (forthcoming 2013) (manuscript at 14 - 15), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2159455.

[73] See, e. g., Federal Reserve Bank of New York, *supra* note [70], at 1 (主张影子银行促成了金融危机来临前的房地产泡沫)。

[74] See generally Robert C. Merton and Zvi Bodie, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", in Dwight B. Crane et al. (eds.), *The Global Financial System* (Boston: Harvard Business Review Press, 1995), pp. 3, 5 (说明了金融系统的首要目标是资金分配)。

[75] See Whitehead, *supra* note [70], at 3 (指的是在其他金融机构之间作为中介的证券公司、银行、保险机构)。

[76] Jeff Madura, *Financial Markets and Institutions*, 10th ed. (Joe Sabatino et al. eds., 2010), pp. 11 - 13.

[77] GSE是根据美国国会特许成立的私营企业。U. S. Gen. Accounting Office, *Gao/Afmd - 91 - 17, Budget Issues: Profiles of Government Sponsored Enterprises* 1 (1991). 他们将资金指引至私人信用市场不充足的特定财政部门。*Id.* at 6. 他们尤其会“参与私人部门的经营来增进信贷流向购房者、农民、学生以及大学”。*Id.* GSE的例子包括联邦全国抵押协会(Fannie Mae)、联邦住房贷款抵押公司(Freddie Mac)以及融资公司(FICO)。*Id.*

[78] See Madura, *supra* note [76], at 10 (描述金融企业如何通过“从剩余方接受资金并将其引导至需求方”发挥重要作用,并且断言“如果没有金融企业,金融市场一定充斥着膨胀的信息和过高的交易成本”)。

金融市场是金融系统中另外一个重要的组成要素。在金融市场中,金融资产得以实现交易,^[79]他们促进了金融资本的分配。^[80] 金融市场也越来越多地取代金融中介成为一种融资渠道。这种趋势是非居间化的结果,即不通过银行或其他金融中介而直接通过市场获取资本的能力。^[81]

金融企业与金融市场的运作都是在各种各样的监管下运作的,它们管理着金融资本的提供、分配和调度。^[82] 虽然这些监管规定根据主管机关的不同比较分散,^[83]但它们可以大致分为四种。一是市场信用监管(market-integrity regulation),它促进金融市场参与主体之间的公平交易,^[84]主要包括披露的要求、贸易交换的监督、不公平交易行为以及市场操纵行为的禁止。^[85]二是竞争监管(competition regulation),它强调金融市场的正常结构,^[86]力图通过对市场行为及行情的双重监管来保证金融市场运作的竞争性。^[87]三是审慎监管(prudential regulation),它旨在保证金融企业谨慎经营,强调金融企业容易遭遇的各种风险。^[88]其主要监管有关企业相对于交易方所应负有的义务能否得到满足,^[89]包括资本充足率、偿付能力、资金流动性要求,投资指导,风险管理担任程序。^[90]最后是消费者保护监管(consumer-protection regulation),它负责管理金融企业与其零售客户之间的关系。^[91]这一监管主要包括信息披露的充分性、产品与服务条款的合理性、纠纷解决程序的正当性。^[92]上述四种监管的共同普遍作用使得法律成为金融系统中另

^[79] Id. at 3.

^[80] See id. (“金融市场将资金从剩余方转向需求方。”)

^[81] See Wesley B. Truitt, *The Corporation* (Westport: Greenwood Publishing Group, 2006), pp. 107 - 109 (描述了公司可以直接从市场获取资金的两种方法:“发行股票和承担债务”。公司常常利用资本市场实现非流动资金的变现。比如,银行可以通过资产证券化措施将长期抵押变为易于交易的有价证券。Meir Kohn, *Financial Institutions and Markets*, 2d ed. (2004), p. 381. 另外,企业可以通过债券和商业票据获得比银行更廉价的借款。See id. at 145.

^[82] 更广义地说,金融系统是“法律建构的”。Katharina Pistor, “A Legal Theory of Finance”, 41 *Journal of Comparative Economics* 315, 317 (2013). 合同法将这些权利明确为当事人对金融工具的义务;公司法规定了投资者的有限责任;破产法将损失在竞争的债权人共同分担。See generally id. at 315 - 321.

^[83] See generally Alejandro Komai and Gary Richardson, “A Brief History of Regulations Regarding Financial Markets in the United States: 1789 to 2009”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 17443 (2011), available at <http://www.nber.org/papers/w17443> (提出“分散的监管机构是……金融不稳定性的根本原因”).

^[84] Jeffrey Carmichael and Michael Pomerleano, *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions* (Washington, DC: The World Bank, 2002), p. 26.

^[85] Id. at 26, 35.

^[86] Paul B. Stephan, “Global Governance, Antitrust, and the Limits of International Cooperation”, 38 *Cornell International Law Journal* 173, 178 - 179 (2005).

^[87] Id.

^[88] Kristin N. Johnson, “Macroprudential Regulation: A Sustainable Approach to Regulating Financial Markets”, *University of Illinois Law Review* 881, 884 (2013).

^[89] Id. at 884 - 885.

^[90] Id. at 883 - 885.

^[91] See, e. g., Susan Block-Lieb, “Accountability and the Bureau of Consumer Financial Protection”, 7 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law* 25, 30 (2012) (将美国消费者保护监管的根源追溯到禁止欺诈性消费借贷的条款).

^[92] See, e. g., Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 - 203, § § 1011, 1028, 1032, 124 Stat. 1376, 1964, 2003 - 04, 2006 - 07 (2010) (codified at 12 U. S. C. § § 5491, 5518, 5532 [2012]) (建立了消费者金融保护局对消费者金融产品进行规制,授予其权力在此外做出规定以保障披露的真实性,并限制消费者金融产品中仲裁条款的使用).

一不可或缺的要素。^[93]

金融系统内部的各个要素具有高度的关联性,^[94]他们之间的联系使得金融系统具有金融网络的特性。^[95]在一个网络中,要素之间的关系是一个要素的状态变化能够传递到其他要素的手段。^[96]金融危机很大程度上和金融系统要素间的关系有关,这些关系中的很多方面在之前都没有得到正确的评估。^[97]关系中最明确的是直接合约,如金融衍生品。^[98]包括信用违约互换(CDS)在内^[99]的金融衍生品使得企业可以在各种敞口上进行信用风险交换。^[100]由于这些合约相互联系,其中一方对自己债务的违约可能导致其交易方的债务违约,从而产生多米诺效应式坍塌。^[101]

多米诺模式的风险扩散描绘了一种冲击在金融机构间直接传播的网状机制。^[102]另外一种影响方式是通过金融市场影响金融系统。在以市场为基础的金融体系中,资本的价格受供求影响。^[103]当金融机构寻求流动性来满足监管指标、保证金追缴要求、提款或资金撤回要求时,有风险的资产可能以低于其基础价值的价格出售,也即折价出售。^[104]这些资产市场价格的下跌会导致进一步的资产出售,以及由额外融资需求造成的贬值。^[105]因此,市场实际提供了一个渠道,使

[93] Cf. Pistor, *supra* note [82], at 325 (“法律是当代金融最真实的存在状态……”).

[94] Markus K. Brunnermeier, “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007 – 2008”, 23 *Journal of Economic Perspectives* 77, 96 (2009) (将现代金融系统描述为“金融债务的相互交织网络”).

[95] Olufunmilayo B. Arewa, “Financial Markets and Networks—Implications for Financial Market Regulation”, 78 *University of Cincinnati Law Review* 613 (2009).

[96] *Id.*

[97] *Id.*

[98] Steven L. Schwarcz, “Regulating Complexity in Financial Markets”, 87 *Washington University Law Review* 211, 235 (2009) (后文简称 Schwarcz, “Regulating Complexity”).

[99] 在信用违约互换中,一方(信用出售方)同意承担特定债务人的某一债务风险,由另一方(信用购买者)支付其一定费用。Steven L. Schwarcz, *Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization* § 10: 1. 1, 3d ed. (Adam D. Ford ed., New York: Practising Law Institute, 2010). 如果特定债务人的“信用风险”(如违约、破产)实际发生了,信用出售方向购买方支付一笔根据债务的其计算的金额,或以完整面值从信用购买方处买下该笔债务(或特定债务人其他符合条件的债务)。*Id.* § 10: 3. 1.

[100] Schwarcz, “Regulating Complexity”, *supra* note [98].

[101] *Id.*; Schwarcz, “Systemic Risk”, *supra* note [1], at 198 – 199; see also Hal S. Scott, “Interconnectedness and Contagion”, *Committee on Capital Markets Reg.* (Nov. 20, 2012), 5, http://www.capmktreg.org/pdfs/2012.11.20_Interconnectedness_and_Contagion.pdf (主张金融企业的相互联系会使企业的债务形成系统性风险).

[102] See Markus Brunnermeier et al., *The Fundamental Principles of Financial Regulation* (2009), p. 16 (通过三个银行的假设例子解释了多米诺骨牌效应); see also Thijs Markwat et al., “Contagion as a Domino Effect in Global Stock Markets”, 33 *Journal of Banking and Finance* 1996 (2009) (通过局部股市崩盘演化为区域、全球性崩盘来解释了多米诺骨牌效应).

[103] See Brunnermeier et al., *supra* note [102], at 19 (解释了资产的供求回应及其变化对经济震荡的影响).

[104] See Yesha Yadav, “Looking for the Silver Lining: Regulatory Reform after the ‘Credit Crunch’”, 15 *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 314, 320 (2010) (描述了出现银行挤兑时,缺乏流动性是如何导致资产折价出售的).

[105] See *id.* (“在资产类型相似的企业间,资产市场价值的下降会影响整个经济,使得大量企业卷入与最初受害企业相同的危机状况”).

得某一资产的价格压力在金融市场间传递。^[106]

除了具有相互联系的要素,系统也有与各个要素不同的功能,或者说目标。正如我们在第二、(一)3节所探讨,系统功能可以从实证和规范两个方面表述。系统的实证功能是指它实际产生的一切结果,无论是什么。另一方面,系统的规范性功能是政策制定者认为它应当产生的结果。当一个系统的实证功能与规范功能不一致时,这个系统则偏离它的目标结果。^[107]

我们在上文简略提到了金融系统提供、分配和调度金融资本的基本功能。^[108] 更具体来说,金融系统将不同来源的资金聚集到一起,创造金融工具以实现风险转移,为金融工具持有者提供流动资产,为金融消费和投资支出提供支付信用机制,^[109] 此为金融系统实证方面服务的目的。

除了认识到金融系统的实证功能,我们还可以为其定性规范性功能或目标。在《系统之美:决策者的系统思考》(*Thinking in Systems*)一书中,德内拉·梅多斯(Donella Meadows)指出系统特定功能的变动如何能够戏剧化地改变系统的行为,^[110] 她建议设想游戏中参与者与规则都保持不变,但将游戏目标由赢改为输。^[111] 在德内拉的例子中,改变系统的目标就改变了它的行为。结合我们的上下文,对金融系统目标的明确鉴别为评估其绩效提供基础,也是做出可供替代的监管策略以影响系统运作的依据。我们对金融系统运作状态好坏的评估取决于我们希望它如何运作。

金融监管策略规范化目标的核心是提高经济效率,^[112] 效率目标的达成包含矫正市场失灵。^[113] 在金融系统中,大量市场失灵可能导致大规模的风险。^[114] 主要包括代理问题,行为偏差,金融产品与市场的不确定性,过度开发有限资本的公地悲剧。^[115] 这些市场失灵在效率层面为金融系统

^[106] 在金融市场中,风险敞口在信息不确定的情况下不断调整,局部经济震荡的系统性传播甚至无需企业之间的合同关系或是存在减价出售。如果不能确定哪些企业参与了受损的证券,市场参与者就会推断所有类似处境的企业都有这样的敞口因而拒绝为其延展信用。See Jeffrey N. Gordon and Christopher Muller, “Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank’s Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund”, 28 *The Yale Journal on Regulation* 151, 160 (2011) (指出借款方会视相似的企业有相同的风险,并说明了主动表示没有遭受同样风险对企业而言是很重要的)。

^[107] See supra section II(A)(3).

^[108] See supra note [74] and accompanying text.

^[109] Peter S. Rose and Milton H. Marquis, *Money and Capital Markets*, 9th ed. (2006), pp. 7 - 10.

^[110] Meadows, supra note [4], at 16 - 17.

^[111] Id. at 16.

^[112] Steven L. Schwarcz, “Controlling Financial Chaos: The Power and Limits of Law”, *Wisconsin Law Review* 815, 825 (2012) (后文简称 Schwarcz, “Controlling Financial Chaos”)。如果资源不能进行再分配使得“在没有人变坏的情况下让一个人状况变好”,那么这个资源分配就是具有经济效率的。Ivan Png and Dale Lehman, *Managerial Economics*, 3rd ed. (Hoboken: Blackwell Publishing, 2007), p. 145.

^[113] Schwarcz, “Controlling Financial Chaos”, supra note [112], at 818; see also Paul A. Samuelson and William D. Nordhaus, *Economics*, 15th ed. (1995), p. 756 (将市场失灵定义为“使得资源不能有效分配的价格制度缺陷”)。

^[114] See Iman Anabtawi and Steven L. Schwarcz, “Regulating Systemic Risk: Toward an Analytical Framework”, 86 *Notre Dame Law Review* 1349, 1352 (2011) (指出市场失灵“掩盖或促使企业忽略了他们的冒险行为对系统稳定的影响”)。

^[115] Schwarcz, “Controlling Financial Chaos”, supra note [112], at 818 - 821, 822 & note 24, 824 & note 35; see Steven L. Schwarcz, Essay, “Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown”, 93 *Minnesota Law Review* (2008), 373, 379 note 35, 404 - 406 (下文简称 Schwarcz, “Protecting Financial Markets”) (指出全球性金融危机很大程度上可以归结为金融系统内部的冲突、自满、复杂性以及某种公地悲剧)。

监管提供支持。^[116]

正如前述论争,金融监管策略应当将金融稳定作为另一规范化目标。^[117] 如果金融系统能够在金融活动无重大损害的情况下承受金融冲击,那么它就具有了稳定性。^[118] 金融系统危机会产生大量的社会成本。^[119] 虽然这样的影响为广义的经济效率视域所涵盖,但它们有时也被认为涉及非效率的考量。^[120]

考虑到金融的稳定,即便符合效率这一规范化目标的金融系统也可能频频产生金融危机。^[121] 本文假设维护金融系统是社会所需,而金融监管者追求它的稳定性,我们相信理想的金融监管制度会平衡金融系统的效率与稳定的双重规范化目标。^[122]

三、金融系统范式中的事前 监管与事后监管

在第二章,我们探讨了金融监管在一个法律相关系统中运行,系统中发生在先事件可以影响后发事件。我们还探讨了采取预防性措施阻止损害行为发生,是因为金融监管只可以为一个目标提供服务。金融监管的另一重要目标是在损害事件发生之后减轻其不利后果,这种监管的作用已经在现实中得以发挥。在第三部分,我们更确切地提出了对事前与事后金融监管的区分,并认为事后监管对于减轻系统性风险是始终不可或缺的。

(一) 事前监管与事后监管

事前监管与事后监管的分野是法学学术界中耳熟能详的议题。^[123] 视某部法律为事前还是事后监管通常围绕行为进行界定。^[124] 事前措施指向尚未发生的行为;事后措施指向已经发生的行

^[116] See Schwarzc, "Systemic Risk", supra note [1], at 231 - 234 (解释说市场约束充其量是对其他监管机制的补充).

^[117] See, e. g., Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 - 203, 124 Stat. 1376, 1376 (2010) (把“增进美国金融稳定”阐述为它的目标).

^[118] Schwarzc, "Systemic Risk", supra note [1], at 207 - 208 (指出系统性风险威胁到金融系统的稳定性).

^[119] Id. at 207.

^[120] See id. (认为系统性风险要求金融系统在经济效率的目标外也应包括保持金融系统稳定的目标).

^[121] See W. A. Brock et al., "More Hedging Instruments May Destabilize Markets", 33 Journal of Economic Dynamics and Control 1912 - 1913 (2009) (认为越来越多的套期工具可能会破坏市场的稳定性); Fabio Caccioli et al., "Eroding Market Stability by Proliferation of Financial Instruments" (Oct. 1, 2009), 2 - 3 (未公开出版), available at <http://arxiv.org/abs/0910.0064> (认为金融工具的激增导致金融市场的不稳定性); Matteo Marsili, "Complexity and Financial Stability in a Large Random Economy" (Sept. 8, 2011), 2 - 3 (未公开出版), available at <http://ssrn.com/abstract=1415971> (认为即便是在理想状况下,未经规范的金融创新也会导致金融的不稳定性); Fabio Caccioli and Matteo Marsili, "Information Efficiency and Financial Stability", Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal (July 14, 2010), available at <http://dx.doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2010-20> (指出金融市场离理想状况越近,越容易具有缺陷).

^[122] 在有些情况下,这些目标可能会有冲突,因为追求稳定的监管可能会产生不良效果。See infra subparts III(B), IV(B). 在这些情况下政策制定者就要平衡金融市场中效率与稳定的价值。

^[123] See, e. g., Steven Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law* (Boston: Belknap Press, 2004), pp. 572 - 574 (探讨了法律干预的基本类型)。

^[124] See, e. g., Louis Kaplow, "Rules Versus Standards: An Economic Analysis", 42 Duke Law Journal 557, 568 - 570 (1992) (探讨了事前与事后的规则制定对行为的影响)。

为。^[125] 法律和经济学者尤其专注于研究事前监管与事后监管何者的颁布能使得社会福祉最大化。^[126]

事前措施总是与规定或者预防性监管有关。^[127] 这些规则和预防性监管是一些在行为发生前就规定明确内容的法规,^[128] 它们的运作在目标活动发生前就决定好了。^[129] 事后监管总是与标准审核或起诉有关。^[130] 不同于规则,标准审核和起诉不在事前决定允许何种行为。^[131] 它们的内容随着相应的行为发生而确定。^[132]

假设法律的首要目标是形成威慑力,那么依据行为来区分事前与事后监管则很有助益。^[133] 监管法的很多地方都经常运用此类假设。在每个案子中问题都雷同:法律应当如何建构,才能以最小净社会成本的方式监管危害行为?^[134]

然而在法律相关系统中,监管的目的并不单单是防止损害行为发生,还包含防止损害结果。^[135] 因而根据行为来区分事前与事后监管差异就会有不完备性。虽然法律相关系统中的监管政策对阻止损害行为发生起到重要作用,但无论行为是否发生,在应对系统性损害后果方面也扮演重要角色。

法律相关系统的跨时期特性决定着法律可以在系统运作的不同时间环节介入,为了对这一点做出解释,有必要超越以行为为基础理解法律运作的传统方法。我们的做法是围绕法律的影响做出事前与事后监管的区分。在金融系统的环境下,监管具有两种效果。其一,有助于阻止消极金融海啸的发生;其二,可以在金融危机发生后帮助减轻危害后果。我们将前者,即金融监管的预防角色称为事前监管,将后者即减损角色称为事后监管。^[136]

(二) 事前金融监管的局限

如果事前监管总是成功的,那么金融系统就绝不会发生危机,系统要素也不会出差错,而且要素之间的相互关系会运行顺利。然而,通过完全事前金融监管即可防范一切失灵目标不切实际。正如我们在下文即将探讨,仅靠事前监管来实现金融系统的有效平稳运作是徒劳的、不切实际的、

[125] Id. at 559 - 560.

[126] See, e. g., id. at 568 - 571 (探讨了法律建构旨在使得净收益最大化的社会目标)。

[127] See Richard A. Posner, "Regulation (Agencies) Versus Litigation (Courts): An Analytical Framework", in Daniel P. Kessler (ed.), *Regulation Versus Litigation: Perspectives From Economics and Law* (Chicago: University of Chicago Press, 2010), pp. 11, 13 (说到“监管倾向于采用事前的预防性管制措施”)。

[128] See id. (以交通规章制度作为事前监管的例子)。

[129] Id.

[130] Id.

[131] See id. (列举了一下事后措施的例子,如对醉酒驾驶提起公诉,这类措施在事前没有规定何种行为被允许)。

[132] Id. at 15.

[133] Pierre Schlag, "Rules and Standards", 33 *University of California, Los Angeles Law Review* 379, 384 (1985).

[134] See Kaplow, *supra* note [124].

[135] See Robert Charles Clark, "The Soundness of Financial Intermediaries", 86 *Yale Law Journal* 1, 10 - 11, 123 - 126 (1976) (提到提供监管的一个理由是保护特定种类的人群和经济系统整体免受危机的影响)。

[136] 我们对事后监管这一术语的使用与其他学者不同,他们用来指代金融危机后设立的特定监管机构。See, e. g., Anna Gelpern, "Financial Crisis Containment", 41 *Connecticut Law Review* 1051, 1064 (2009) (用事后监管来描述保证企业有一定的经济缓冲来抵挡今后经济萧条的监管); Adam J. Levitin, "In Defense of Bailouts", 99 *Georgetown Law Journal* 435, 439 (2011) (探讨了紧急援助的例子作为事后监管措施)。

未必令人满意的。

1. 常态意外——意外事故时有发生。并且,根据查理斯·佩罗(Charles Perrow)的观点,有些系统是“高风险的”“易于发生系统故障的”。^[137] 在这些系统中,意外事故并不经常发生,但仍然难以令人安心,因为一旦系统发生意外,就会是灾难性的。^[138]

佩罗用“常态意外”来描述即便系统中有预防性措施也会发生意外事故或失灵,^[139]它描述的是意外事故发生的不可避免性而非频率。^[140] 正如他坦率表述:“死亡是很正常的,但我们只有机会经历一次。”^[141]

佩罗所探讨之易遭受意外事故的高风险系统具有两个特性^[142]——“交互复杂性”与“紧密耦合性”。^[143] 如果一个系统中要素间的关系呈现不可预料的组合方式,即难以察觉的或不可思议的组合方式,那么这个系统在内部作用方面具有高度复杂性。^[144] 紧密耦合系统则是指要素间高度相互依赖以至于一部分的紊乱能够即刻传递至其他部分的系统。^[145] 总的来说,交互复杂性与紧密耦合性意味着高风险系统对监管者构成严峻的挑战,因为系统要素会以一种迅速的、不可预料的方式相互作用,这种情况虽然偶尔发生但却是相互之间以不可预料的方式迅速产生效力。^[146]

虽然佩罗在高风险技术环境中研究了常态意外理论,^[147]而该理论很容易应用于金融系统。^[148] 金融系统由相互联系的企业与市场组成,并在不充分信息环境中运作。^[149] 金融系统内的参与者既不充分了解系统中其他人所持有的金融工具机构特性,也不甚清楚系统的网络拓扑结构。^[150] 这种不确定性使个体企业与市场很难查明受到外部冲击的脆弱性,^[151]从而导致不可预期的差错,

^[137] Charles Perrow, *Normal Accidents: Living with High-Risk Technologies* (Princeton: Princeton University Press, 1999), pp. 16 - 18.

^[138] Id. at 18.

^[139] Id.

^[140] Id.

^[141] Id.

^[142] See Herman B. “Dutch” Leonard and Arnold M. Howitt, “Understanding and Coping with the Increasing Risk of System-Level Accidents”, in Simon Woodward (ed.), *Integrative Risk Management: Advanced Disaster Recovery* (2010), pp. 13 - 26 (指出了高风险系统的两个特性,同时率先提出,目前迫使经济、金融、物理系统共同进化的做法导致系统层面的失灵越来越普遍)。

^[143] Perrow, supra note [137], at 17 - 18.

^[144] Id. at 130.

^[145] Id. at 17.

^[146] See id. at 18.

^[147] Id. at 17.

^[148] Michael Power, “Preparing for Financial Surprise”, 19 *Journal of Contingencies and Crisis Management* 28, 30 (2011); Andrew G. Haldane, Executive Director, Financial Stability Bank of England, “Rethinking the Financial Network” (Apr. 28, 2009), 11 - 12 (transcript available at <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2009/speech386.pdf>).

^[149] Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1371 & note 86, 1393.

^[150] See id. at 1393 - 1394 (强调企业不清楚他们之间的联系方式,也不知道危机通过这些联系进行传播的程度)。

^[151] See Michael J. Naylor et al., “A Network Theory of Financial Cascades” (July 23, 2008), 5 (unpublished manuscript), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1184604 (总结认为如果不了解金融系统的各个节点以及整个系统拓扑结构进行检查,就不能了解某项干扰对金融系统造成的影响)。

这就是交互复杂性的结果。^[152]

金融系统也呈现着紧密耦合性。任何特定企业的失灵都能通过某种渠道在金融系统中反映出来,直接合约就是其中一例。例如,在信用违约互换中,信用出方向购买方保证会担保第三方对其债务违约所带来的风险。^[153] 如果出方向不能向购买方守约、同时债务足够大,那么购买方就可能被迫对自身债务违约,从而导致多米诺效应的崩塌。^[154]

市场在此提供另外一种路径,使市场失灵具有网络间传播的效应。在金融故障传染的多米诺模型中,假设资产价格是固定的,交易对手方的违约是通过违约行为将一个企业的困境传递到另一个。^[155] 然而,在以市场为基础的金融系统中,资产总是以市场价进行评估。^[156] 结果是,被要求追加保证金的企业可能被迫进行折价销售、低价销售,从而要求更多的抛售,在这个正反馈循环中价格被压得更低,或者说“螺旋式下降”(loss spiral)。^[157]

由于企业不断根据新信息调整它们的风险敞口,^[158] 局部冲击的系统性传播甚至无须企业之间具有直接的合同关系或折价销售压低资产价格。仅信息的不透明性,比如由于证券间接持有造成的信息不确定,^[159] 就会导致局部冲击的传播,因为无法判别特定证券的受益方。在不知道哪些公司参与了受损证券的情况下,^[160] 市场参与者可能把这些证券归属于所有相似处境的公司,因而不愿为这些企业延伸信用。^[161]

^[152] Schwarcz, “Regulating Complexity”, supra note [98], at 231 - 236. 凯瑟琳·贾奇(Kathryn Judge)曾经观察到交互复杂性随着发现“碎片节点”的增生而增加,即一种类型的资产转为另一种类型时产生的法律结构。Kathryn Judge, “Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk”, 64 *Stanford Law Review* 657, 659 - 60, 676 (2012).

^[153] See supra note [99].

^[154] Schwarcz, “Regulating Complexity”, supra note [98].

^[155] Brunnermeier et al., supra note [102].

^[156] Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1372.

^[157] See Yadav, supra note [104]. 查理斯·怀特海德(Charles Whitehead)教授指出,这种反馈回路可能由于统一的规定而自相矛盾地更加恶化。See Charles K. Whitehead, “Destructive Coordination”, 96 *Cornell Law Review* 323, 326 - 327 (2011). 例如,格式合同的使用会增加市场经济参与者共同应对相似外部冲击的可能性。See id. 金融管制也有相似的效果。Id.; see also Clifford De Souza and Mikhail Smirnov, “Dynamic Leverage: A Contingent Claims Approach to Leverage for Capital Conservation”, 31 *The Journal of Portfolio Management* 25, 28 (2004). (探讨指出,市场行情不好时,为筹集追加保证金而变卖资产的短期压力可能导致剩下的资产遭受进一步的逐日盯市损失[mark-to-market losses],从而引发新一轮的变卖,这个过程会不断循环直到市场改善或公司倒闭,并将这个过程称为“危险偿债循环”[Critical Liquidation Cycle].)这些螺旋式的事件可能在几天内迅速发生。See, e.g., “Systemic Risk: Examining Regulators’ Ability to Respond to Threats to the Financial System; Hearing Before the House Committee on Financial Services”, 110th Congress 8 (2007) (statement of Richard Bookstaber, Author, “A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation”) (研究了“市场迅速发生危机的倾向”,并类推了工程学的概念将这种倾向称为“紧密耦合”).

^[158] See Schwarcz, “Regulating Complexity”, supra note [98], at 237 - 238 (描述了金融机构如何不断调整其行为以应对由所有金融企业共同造成的新的市场行情).

^[159] 几乎所有公开交易的证券都处于间接持有系统,由中介机构,如经纪公司,代理投资者持有这些证券的收益。See id. at 231.

^[160] 在经济学层面这被称为逆向选择的变异。See George A. Akerlof, “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, 84 *Quarterly Journal of Economics* 488 (1970) (描述了当卖方针对货物质量拥有比买方更多的信息时,代理成本会上升).

^[161] See supra note [106].

技术革新加速了局部冲击整个金融系统的过程。^[162] 近期发展的贸易技术极大提升了加工和交易信息的速度。依靠电子量化模型的高频算法交易系统可以在几秒钟内实现上千个命令而无须或需要极少的人工操作。^[163] 由于极速和自动化,高频算法交易系统得以诞生,使得金融事件在金融系统中迅速传递,以至于监管者没有充足的时间和机会做出应对。^[164]

常态意外理论认为,在金融系统环境中,即便是最严厉的事前监管措施也不能阻止金融系统免遭周期性危机。^[165] 由于金融系统具有交互复杂性与紧密耦合性,决定了它如所有此类系统一样,会遭遇失灵。^[166] 而且,由于系统要素作用的不可预测和迅速传递,金融系统偶尔会出现惊人的市场障碍。^[167]

2. 金融监管的政治经济学——学者们发现只有经济危机的代价才能唤醒金融监管改革的热情。^[168] 那些提倡在危机发生前加强金融监管的事前监管支持者遭遇到金融行业与公众间强大的政治力量干扰。特殊利益集团反对针对风险的过度约束,而公众既缺乏手段也没有利益激励与他们竞争。^[169] 公众的不满只有在遭遇严重经济低迷后才能转化为监管改革的推动力量。^[170]

金融服务行业的政治影响在社会经济的风险累积中扮演着重要角色。监管的公众选择理论从各种监管过程的影响因素角度解释了监管的产生,^[171] 这些因素包括被监管的行业以及公众满

^[162] See Schwarcz, “Regulating Complexity”, supra note [98], at 214 - 215, 231 - 232.

^[163] Carol L. Clark, “Controlling Risk in a Lightning-Speed Trade Environment”, Chicago Fed Letter (Fed. Reserve Bank of Chicago) (Mar. 2010). 大型交易的交易方案目前有许多种,消费顾客可以选择交易时的人工参与度。Commodity Futures Trading Commission-Securities and Exchange Commission, “Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010”, 2010, 14, available at <http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>.

^[164] See Clark, supra note [163] (解释了高频交易速度的增加放大了金融风险,这给监管者造成了主要问题).

^[165] See Levitin, supra note [136], at 461 - 478 (评论了金融系统事前监管的各种措施,从而认为这些措施是不完备的). 列维京总结剩下的风险要依靠事后措施防范,事后措施考虑到最后的损失分配。Id. at 479 - 480. 凯瑟琳娜·皮斯特(Katharina Pistor)将金融系统的“内在不稳定性”归结为不确定性与流动性波动的结合。Pistor, supra note [82], at 316.

^[166] See Perrow, supra note [137], at 18 (主张在交互复杂与紧密耦合的特性下,系统中的事故是不可避免的).

^[167] See Leonard and Howitt, supra note [142], at 18 (将系统故障描述为通常是意料不到的子系统的同时相互作用结果).

^[168] See, e. g., Stuart Banner, “What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence”, 75 Washington University Law Quarterly 849, 849 - 851 (1997); John C. Coffee, Jr., “The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to Be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated”, 97 Cornell Law Review 1019, 1020 - 1024 (2012); Wulf A. Kaal, “Dynamic Regulation of the Financial Services Industry”, 48 Wake Forest Law Review (forthcoming 2013) (manuscript at 5 - 6), available at <http://papers.ssrn.com/abstract=2273857>; James J. Park, “The Competing Paradigms of Securities Regulation”, 57 Duke Law Journal 625, 675 (2007).

^[169] See Park, supra note [168] (注意到经济不景气容易导致公众不满而造成限制性立法).

^[170] See Coffee, supra note [168], at 1021 - 1022 (论证指出在通常情况下,“更小的、紧密结合的利益集团会胜过大的、以市民为基础的集团”).

^[171] Park, supra note [168]; see also Bronwen Morgan and Karen Yeung, *An Introduction to Law And Regulation* (Cambridge: Cambridge University Press, 2007), pp. 16 - 18 (“监管的政府利益和私人利益理论可以用来解释为何政府公权力要出台细则来规范私人主体的行为”).

意度。^[172] 在金融领域中,金融服务业在经济相对稳定时期主导着公共政策。^[173] 由于金融市场参与者有能力使与风险有关的重大社会成本外部化,因此承担高风险、放松监管对他们有利,因为监管措施可能会限制其行为或增加操作成本。^[174]

放松金融行业监管大多数时候都只遭到微弱的反对。公众是限制过度风险的最大受益者,但他们分布广泛而分散,缺乏有效组织,享有散在的话语权。^[175] 另外,当市场平稳时,通常的行为偏差往往会抑制有关经济风险增长的普遍忧虑。例如,人们容易受“可得性偏差”(availability bias)的影响,它反映的是人们总有记起最近发生的或最显著事件的倾向。^[176] 可得性偏差有利于解释为什么人们系统性地低估低频但却潜在的灾难性风险可能发生的概率,这种现象有时被称为“灾害近视”(disaster myopia)。^[177] 可得性偏差的存在可能会使金融冲击的风险评估过于保守。^[178] 在平稳的市场环境中尤为糟糕,它会放松人们对金融危机的警惕。^[179] 这样看来,金融服务行业这一特殊利益集团总是能够在金融平稳时期主导公共政策就不值得惊讶了。^[180]

金融危机为改革提供了动力。反对金融行业的大众民情常常对繁荣所带来的过剩做出反应,他们弱化了金融行业在监管问题上的强势地位。^[181] 随着不满情绪的刺激,公众要求改革,选民们联合所谓的“政治企业家”并准备落实。^[182] 金融部门相关政治影响的转变以及公众态度的变化推动了金融监管力度增强。^[183]

危机的到来对金融监管改革而言是一个关键时刻,它将改革提上日程,但随之而来的监管措

^[172] See id. at 674 (“根据公众与被监管者的各自偏好,以原则为导向的执行制度多见于公众影响强烈的情况,而当被监管者施加的影响更多时一般采取立法方式”).

^[173] See id. at 675 (论证了行业参与者在经济繁荣时期对证券监管的影响更大).

^[174] See Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1375 - 1376 (描述了金融市场参与者如何根据与风险有关的非内部成本追求自身利益).

^[175] Coffee, supra note [168], at 1021.

^[176] 在可得性启发下,人们如果能想起一件事的相似例子或与相似事件相联系,那么就可能高估这类事件的发生频率。Paul Slovic et al., “Facts versus Fears: Understanding Perceived Risk”, in Daniel Kahneman et al. (eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), pp. 463, 465. 例如,如果人们能在身边朋友里找出几个离婚的例子,他们通常会高估离婚率。

^[177] See, e. g., Lynne L. Dallas, “Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance”, 37 *The Journal of Corporation Law* 265, 315 - 316 (2012) (将灾害近视认定为一种“低估了低频经济震荡”的现象); David J. Matthews, “Ruined in a Conventional Way: Responses to Credit Ratings’ Role in Credit Crises”, 29 *Northwestern Journal of International Law and Business* 245, 269 - 270 (2009) (将灾害近视定义为“由于长时间没有发生灾害而导致灾害的发生可能性被主观降低的倾向”[internal quotation marks omitted]).

^[178] Dallas, supra note [177], at 315.

^[179] See Matthews, supra note [177], at 270 (提到当金融环境平稳时,灾害近视导致出借方“放宽资本状况要求和放贷标准”).

^[180] See Coffee, supra note [168], at 1021 - 1022 (通过一个理论解释了为什么国会只能在危机发生之后颁布金融和有价证券改革立法,其中特别引用了金融服务行业游说集团的主导作用).

^[181] Id. at 1020 - 1022.

^[182] Id. at 1021 - 1022.

^[183] See id. at 1036 - 1037 (引用例子说明民情推进增加了金融监管力度).

施可能依然仓促而考虑不周。^{〔184〕} 由于对“泡沫法律”缺陷细察入微的担忧,^{〔185〕} 而又对于金融行业事前监管造成的实际限制感到沮丧,约翰·考菲教授总结认为在危机后颁布哪怕是不健全的金
监管措施并依靠后续完善机制进行补救也好过完全错失这次改革机会。^{〔186〕}

3. 不可预料的后果——即便彻底的事前金融监管存在可能性,也未必令人满意,因为严苛的事前监管可能对风险造成过度隔离并导致监管套利。当市场运行不理想时,监管能够增强经济运行的功能。^{〔187〕} 然而,在纠正市场失灵之外,监管也会产生反作用。监管者试图阻止一切失灵的同时可能阻止了社会需要承担的风险。

“风险”被定义为结果偏离预期的可能性。^{〔188〕} 一项风险投资可能产生不可意料的回报,^{〔189〕} 这种意料之外既可能是积极也可能是消极方面。^{〔190〕} 通过风险披露,企业可以获得最大化回报,但也必须面对可能产生低于预期的回报。^{〔191〕}

如果一个企业在承担风险时,边际收益超过边际社会成本,那么其风险承担就具有社会效率。^{〔192〕} 在完全竞争市场中,投资的预期回报反映出与其有关的所有风险。^{〔193〕} 如前所述,我们谈及市场参与者倾向于承担过度的社会风险,因为一系列市场失灵掩盖了他们承担风险对系统稳定性的影响,或者刺激他们忽略影响。^{〔194〕} 因此,金融企业以一种社会次优利率水平折中了风

〔184〕 See Stephen M. Bainbridge, *The Complete Guide to Sarbanes-Oxley: Understanding How Sarbanes-Oxley Affects Your Business* (Avon: Adams Media Co., 2007), p. 20 (认为国会以“一种如此无计划的方式”通过萨班斯-奥克斯利法案导致了“授权的混乱”,使得遵守法案要比预期耗费更多的成本); Henry N. Butler and Larry E. Ribstein, *The Sarbanes-Oxley Debacle: What We've Learned; How to Fix it* (Washington: American Enterprise Institute Press, 2006), pp. 16 - 18 (提到政治企业家单方面的证词无疑促成了国会在萨班斯-奥克斯利法案中有缺陷的政策制定); Stephen M. Bainbridge, “Sarbanes-Oxley: Legislating in Haste, Repenting in Leisure”, 2 *Corporate Governance Law Review* 69, 70 (2006) (认为在颁布萨班斯-奥克斯利法案时,国会“把众多观点丢到一个篮筐然后急匆匆地制定出法律,使得气愤的投资者可以把股市泡沫和公司治理丑闻归咎于其他人”); Roberta Romano, “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance”, 114 *Yale Law Journal* 1521, 1526 - 1527 (2005) (解释道立法者在思考萨班斯-奥克斯利法案的过程中可以参考那些论证了被提议授权无效性的文献,无论是文献未被察觉的还是被忽略都会导致“决策……说得婉转些,就是决策的不理想”).

〔185〕 See Larry E. Ribstein, “Commentary, Bubble Laws”, 40 *Houston Law Review* 77, 79 - 83, 87 - 90 (2003) (探讨了金融市场监管发生作用的“繁荣—泡沫—萧条—监管循环”,特别关注了在股市混乱中出台的萨班斯-奥克斯利法案以及法案的不理想效果).

〔186〕 Coffee, *supra* note [168], at 1034 - 1035. 安娜·盖本(Anna Gelpern)教授注意到金融监管的政治经济学可能会使得不完善的监管更加不完善,因为,正如她所猜想“事前监管还是事后监管的决定是非常尖锐的政治问题,因此导致了对事前监管的偏好。谁想告诉选民们他不能保护他们?”E-mail from Anna Gelpern, Professor of Law, Am. Univ. Wash. Coll. of Law, to authors (June 28, 2013) (on file with authors).

〔187〕 See Schwarcz, “Systemic Risk”, *supra* note [1], at 198 (论证了市场监管是必要的,因为如果没有监管,就像公地悲剧那样,没有哪个单一市场参与者有动力减轻风险).

〔188〕 Aswath Damodaran, *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2d ed. (Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2001), p. 151.

〔189〕 Anabtawi and Schwarcz, *supra* note [114], at 1362.

〔190〕 *Id.*

〔191〕 *Id.*

〔192〕 See Samuelson and Nordhaus, *supra* note [113], at 348 - 349 (指出在成本—收益分析中效率由“平衡某项行为的边际收益与边际成本”来决定).

〔193〕 Anabtawi and Schwarcz, *supra* note [114], at 1363.

〔194〕 *Id.* at 1352.

险和回报。^[195] 换言之,对于任何回报他们都承担了过多风险。

彻底的事前监管则会产生截然相反的效果。金融监管制度设计越规避风险,就必须有更多预期回报的投资证明风险承担的合理性。极端的风险规避甚至可能摒除对社会有益的机会,因为金融市场参与者通常反对有风险却能增加社会福利的投资机会。在极端情况下,监管体现出无限风险厌恶时,企业就会认为从事任何风险都会造成很差的结果。在这种情况下,企业只会投资于预期回报更优的机会。在非极端的情况下,监管依然可能诱导金融市场参与者为了规避风险放弃有益社会的风险的行为。监管制度越严苛,企业越不冒风险。事前监管引发的过度威慑都可能导致经济潜在增长率的衰退。^[196]

试图施加彻底的事前金融监管还可能导致另一种规避的危险。在法律相关系统中,法律上的任何改变都会造成系统中其他要素做出回应。^[197] 人们对约束性法律法规的回应方式是遵守抑或改变自己的行为。^[198] 约束性法律经常引发逃避,^[199] 人们通过自己的行为逃避法律约束的一种典型方式就是监管套利。监管套利是指企业从事实质相似的活动却获取不同对待结果的过程。^[200] 监管套利现象在金融监管领域尤为明显,“谙于世故且资源丰富的行为人参与复杂的法律,时常上演令人发狂且代价极高的猫捉老鼠监管游戏”。^[201]

监管套利一直是影子银行成长背后的重要推动力量。^[202] 很多影子银行都是为了逃避有关银行的资本要求,从而获取比传统银行更高的杠杆效率。^[203] 这种行为在 2008 年金融危机之前的几年中尤为显著。^[204]

由于金融资本的流动性,监管套利已经超越管辖权边界。各国监管政策的差异影响金融机构的竞争。^[205] 如果一国司法权单方面向金融部门施加成本过高的监管措施,就会让本地机构处于

^[195] See *id.* at 1381 - 1382 (论证了如果没有旨在保护社会福利的政府监管“市场参与者会理性地权衡得失,金融危机机会充当对过度追求风险的惩罚机制”).

^[196] See Lawrence G. Baxter, “Adaptive Regulation in the Amoral Bazaar”, 128 *South African Law Journal* 253, 271 & note 77 (2011) (“概念教条主义有时候会阻碍……”).

^[197] See Samuel W. Buell, “Good Faith and Law Evasion”, 58 *University of California, Los Angeles Law Review* 611, 612 (2010) (提到“法律的制定会造成法律适用领域中行为的改变——必须是在法律颁布后并以该法特有的方式改变”).

^[198] *Id.* (指出“法律改变行为”,同时法律“不能完全控制行为自由变化”).

^[199] *Id.*

^[200] Frank Partnoy, “Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage”, 22 *The Journal of Corporation Law* 211, 227 (1997); see also Victor Fleischer, “Regulatory Arbitrage”, 89 *Texas Law Review* 227, 229 (2010) (给出了监管套利的广义定义).

^[201] Buell, *supra* note [197].

^[202] Steven L. Schwarcz, “Regulating Shadow Banking”, 31 *Review of Banking and Financial Law* 619, 626 (2012) (提到监管套利是“影子银行出现的驱动因素”).

^[203] See Viral V. Acharya et al., “Securitization Without Risk Transfer”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 15730 (2010), 2 - 3, available at <http://www.nber.org/papers/w15730> (发现银行通过影子银行的方式减轻其资产负债表中的资本要求); Guillermo Ordonez, “Sustainable Shadow Banking”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 19022 (2013), 2, available at <http://www.nber.org/papers/w19022> (解释了银行用影子银行的方式来避开包括资本要求在内的监管措施).

^[204] See Ordonez, *supra* note [203] (“在美国 2007—2009 年金融危机发生的前几年,越来越多的银行设计出了一些避开资本要求的工具,从传统银行转变为所谓的影子银行”).

^[205] See Ethan B. Kapstein, “Resolving the Regulator’s Dilemma: International Coordination of Banking Regulations”, 43 *International Organization* 323, 326 - 327 (1989) (指出一国的监管政策对国内金融企业的国际竞争力有直接影响).

一个竞争失利地位。^[206] 这时监管实际上扮演了企业竞争力的负面冲击的角色,这种冲击可能使得资本流向监管相对宽松的国外管辖区域。^[207] 金融全球化因此为监管者设立了一个“监管困境”,他们想要从国际交流中获利但却要向金融系统妥协。^[208]

简而言之,力求阻止危机发生的事前金融监管充其量是应对系统性风险的一种途径。由于彻底的事前监管既不可能也不现实,因此还必须关注事后,即危机事件发生之后。此外,把追求事前监管作为唯一的或者是主要的监管策略防范系统性风险是不够的。事后金融监管应当与事前金融监管相互补充,共同推进金融系统有效、稳定目标的实现。

四、金融系统的事后监管

我们将在这一部分中论述事后的金融监管如何缓解金融系统失灵带来的冲击。我们强调此类事后金融监管措施未必具有临时性,^[209] 它们可以在金融危机发生前后任何时候设计和构建。事前与事后监管措施的区别不在于它们被采用的时间,而在于它们真正发挥管控作用的时间。

事后的金融监管在至少三个方面对事前监管做出补充。正常意外理论告诉我们,在复杂并且高度联系的系统中,比如金融系统,^[210] 危机一定会发生,因此事后监管就是用来应对这些不可避免的危机。公共选择的理论告诉我们,当经济稳定时,金融行业不会僭越监管措施的限制而采取业内过度的风险行为,^[211] 因此需要事后监管来应对这些风险行为。此外,由于事前监管会过度限制市场主体的风险行为并导致监管套利,^[212] 事后监管可用来降低政策制定者为避免下一次金融危机的到来,而进一步采取过度监管造成金融系统的危害。

(一) 事后监管的策略

对系统的分析为我们提供了两种防守性的策略防御金融危机的蔓延。第一种是从开始就杜绝危机的发生,^[213] 第二种则是当危机发生后,通过影响系统要素和要素间的相互作用来减轻危机的后果。^[214] 事后监管的策略就是着眼于第二种类型的防守策略。

1. 金融安全网。基本上,对金融系统的维系总是涉及某种形式的金融安全网。所谓“金融安全网”,我们指的是政府监管机构或者公共机构的某些权力,就金融机构而言,将金融机构流动性紧缺或无债务清偿能力^[215] 导致的损失转移给自己;就金融市场而言,协调金融市场的供需不平衡。金融事后监管聚焦于金融系统的各个要素,将其比作马戏团里的安全网恰如其分。马戏团安

^[206] Id.

^[207] See id. at 327 (用银行资本来解释这一现象).

^[208] Id. at 324, 326 - 327.

^[209] See Levitin, supra note [136], at 491 (注意到事后监管既可以临时运用也可以制度化地运用).

^[210] See supra notes [142]-[154] and accompanying text.

^[211] See supra notes [115], [170]-[180] and accompanying text.

^[212] See supra notes [188]-[201] and accompanying text.

^[213] See supra notes [58]-[59] and accompanying text.

^[214] See supra notes [60]-[61] and accompanying text.

^[215] See Kenneth Ayotte and David A. Skeel, Jr., “Bankruptcy or Bailouts?” 35 The Journal of Corporation Law 469, 474 - 475 (2010) (讨论了特定金融企业的资本结构是如何使这些在缺乏流动性和清偿能力时变得脆弱的); Levitin, supra note [136], at 481, 491, 513 (讨论了政府通过破产或者紧急援助分散损失时扮演的角色).

全网的直接目的是防止杂技演员严重受伤,^[216]同时,安全网络还有间接的目的,它使杂技演员大胆而量力而行地尝试高难度而同时非常精彩仿佛真要掉下来的惊险动作。^[217]“量力而行”这个词强调的是,马戏团里的安全网是为了鼓励杂技演员做出冒险但谨慎的动作。^[218]

与马戏团里的安全网一样,金融安全网络也有防止金融危机的直接目的。更宽泛来讲,金融安全网为金融系统提供整体保护,这些保护使得金融市场的参与者避免因为对手方违约(从金融机构的角度来说)或者整个市场崩溃(从金融市场的角度来说)而遭受损失。^[219]安全网络是一种事后监管的策略,因为它的主要目的不是制止有害行为的发生,事实上这些有害行为往往已经发生,而是减轻金融危机开始后产生的系统性影响。如果一个金融机构在整个系统中举足轻重,那么即便只是单个金融机构遭遇危机,与之相关的一系列其他机构的危机也会一起爆发。^[220]因为危机而无法顺利运转的金融市场同时又会损害内部众多的金融机构。^[221]当然,政府性的安全网络可能会导致道德风险,即由于人们相信当自己遭遇危机时必定会得到救助,而从事不谨慎的高危行为。^[222]虽然如此,我们依旧相信这些问题可以得到妥善处理,这一点我们将在第四章第二部分进行论述。

(1) 金融机构。金融机构的安全网络可以把机构股东的损失转移给政府监管机关或者其他公共机构。^[223]值得注意的是,政府监管机构和公共机构是在企业破产体系以外采取这类行为,^[224]而事实上,这正是这些举措存在的原因,破产法才能通过破产清算或者破产重整来决定企业损失的分配。^[225]

长久以来,破产都只适用于非银行企业,包括那些非银行金融机构。^[226]多数情况下,破产是这些机构解决所面临问题的有效方法。^[227]然而,有时候监管者更愿意选择破产以外的解决方式,

[216] Edward J. Kane, “Financial Safety Nets: Reconstructing and Modeling a Policymaking Metaphor”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8224 (2001), available at <http://www.nber.org/papers/w8224>.

[217] Id.

[218] Id.

[219] Steven L. Schwarcz, “Keynote Address: Ex Ante Versus Ex Post Approaches to Financial Regulation”, 15 *Chapman Law Review* 257, 263-265 (2011) (后文简称 Schwarcz, “Ex Ante Versus Ex Post”).

[220] Jean Helwege, “Financial Firm Bankruptcy and Systemic Risk”, 20 *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 1, 5 (2010).

[221] See Viral V. Acharya et al., “Market Failures and Regulatory Failures: Lessons from Past and Present Financial Crises”, Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 264 (2011), 20, available at http://www.adbi.org/working-paper/2011/02/08/4377_market_regulatory_failures_lessons_gfc/ (主张金融机构的破产会通过金融市场产生连锁反应,这种连锁反应对经济有更广泛的影响)。

[222] See Jin Cao and Gerhard Illing, “Regulation of Systemic Liquidity Risk”, 24 *Financial Markets and Portfolio Management* 31, 36-40 (2010) (“搭便车的激励会导致过度的风险行为”)。

[223] See *infra* notes [238]-[239] and accompanying text.

[224] Id.

[225] Raymond T. Nimmer, “Negotiated Bankruptcy Reorganization Plans: Absolute Priority and New Value Contributions”, 36 *Emory Law Journal* 1009, 1013-1014 (1987),.

[226] See, e.g., Ayotte and Skeel, *supra* note [215], at 477-483 (断言“破产制度如此完善以至于能很好地处理非银行金融机构的溃败”并且他用德崇证券和雷曼兄弟的破产作为例证)。

[227] 肯尼斯·艾约特和大卫·谢厄尔教授会把绝大多数满足破产条件的金融企业都归到破产程序适用范围内。Id. at 471. 不过他们承认“破产的最大局限是没法缓解系统性风险导致的人们对市场的顾虑”,他们认为人们对破产的系统性结果的担忧是过度的。Id. at 483. 监管者们认为系统性风险给了干预以正当理由,但是艾约特和谢厄尔却更看重一种“居中协调”的策略,即企业申请破产并且政府选择性承担救助责任。Id. at 491.

原因在于那些“大而不能倒”的机构。所谓“大而不能倒”的金融机构，是指那些一旦破产就可能“引发波及全社会的宏观性危害结果”的机构。^[228] “大而不能倒”并不是一个法律意义上的判断，它的标准在于金融机构是否具有影响整个金融系统的重要性。“大而不能倒”的机构可能是一个重要的金融中介机构，比如银行，或者其他类型的机构，比如那些广泛面向市场参与者的对冲基金。^[229] “大而不能倒”的身份是对市场结果的隐形代表，^[230] 即一个金融机构如果被监管者认为“大而不能倒”，它就可以成为安全网保护的合适对象。

“大而不能倒”的机构一旦遭遇危机，就会通过各种渠道给金融市场带来系统性的后果。要被称为“大而不能倒”，该机构必须与其他市场主体存在着紧密的联系，或有直接的契约关系，或对其他企业有潜在的影响。^[231] “大而不能倒”的企业若违约，则其交易对手很可能会以相似方式在其他契约中违约，从而导致了一种“多米诺骨牌效应”式系统崩溃。^[232] 此外，遭遇危机的那些“大而不能倒”的机构可能被迫变卖自己的金融资产，并导致这些资产价格趋于下降。^[233] 比如，“按市值定价”或者“公允价值”的会计规则要求投资者特定证券资产的会计价值与它们当前的市场价格相符。^[234] 由于这些资产的价值减少了，遭遇危机的“大而不能倒”的企业最初的困境会进一步扩大，它必须抛售更多其他资产以偿还合同或法律上的债务。^[235] 最终，由于人们对具有类似状况的其他金融机构的信心滑坡，“大而不能倒”金融机构的困境便波及其他企业身上。^[236]

金融安全网可以保护那些遭遇困境的金融机构。当监管者认为遭遇困境的金融机构“大而不能倒”时，政府就会作为“最后贷款人”，消化这些企业的损失而不任其破产。^[237] “大而不能倒”的金融机构是金融系统的组成元素，通过保护这些元素，金融安全网减轻了金融危机的损害。

金融机构安全网的设计可能具有临时性，即当监管者发现正在遭遇困境的“大而不能倒”的金融机构之后，才发挥金融安全网的作用。金融危机来临时，政府对贝尔斯登公司、美国国际集团银行和花旗银行的紧急援助，正佐证了我们的描述。^[238] 由于临时措施在潜在危险几乎确定发生时才采用，这些措施对于最小化系统损失可能为时已晚，或者监管者没有足够的时间全面考虑最优制度设计。

这些顾虑可以通过使安全网络制度化的方式解决，即授权某个政府部门以紧急援助的权力，对那些面临危机的“大而不能倒”的金融企业提供担保、贷款或者直接投资。^[239] 这种制度化的方

[228] Levitin, *supra* note [136], at 452.

[229] Schwarcz, “Systemic Risk”, *supra* note [1], at 202.

[230] *Id.*

[231] See Levitin, *supra* note [136], at 452 (申明“对‘大而不能倒’企业破产有所顾虑是为了保护其一系列交易对手”从而防止宏观经济层面的直接或者间接的风险外溢)。

[232] See *supra* notes [101]-[106] and accompanying text.

[233] See *supra* notes [155]-[157] and accompanying text.

[234] De Souza and Smirnov, *supra* note [157].

[235] Whitehead, *supra* note [157], at 326 - 327.

[236] See *supra* notes [160]-[161] and accompanying text.

[237] Anabtawi and Schwarcz, *supra* note [114], at 1376.

[238] See Schwarcz, “Systemic Risk”, *supra* note [1], at 248 (以贝尔斯登公司为例论证金融安全网总是临时发挥作用); Steven M. Davidoff and David Zaring, “Regulation by Deal: The Government’s Response to the Financial Crisis”, 61 *Administrative Law Review* 463, 498 (2009) (描述了救济美国国际集团所需的额外的政府资源以表明“临时援救的危害”)。

[239] Levitin, *supra* note [136], at 491.

式可以通过事先确定的标准对金融机构援助进行提前设计。安全网的资金也可以得到具体明确。当危机隐约可见时,金融安全网的启动就具有了政治上的可能性,只有这样,金融安全网才会充满活力。

美国目前尚没有正式的金融安全网紧急援助机制。财政部在国会的批准下才能进行紧急救助。^[240] 根据《多德-弗兰克法案》,联邦存款保险公司有权对即将破产的金融企业进行救助,但仅限于流动性上的支持。^[241] 美联储处理系统性风险问题的权力同样受到了限制。历史上,根据《联邦储备法》第 13 条第 3 款,美联储在“非同寻常以及紧迫情况”下,可以成为金融机构的最后贷款人,但是《多德-弗兰克法案》彻底限制了美联储根据前述条款规定对金融机构提供紧急贷款的权力。^[242] 《多德-弗兰克法案》对《联邦储备法》第 13 条第 3 款进行修正,要求美联储在提供援助前必须征询财政部部长的意见并取得批准,以保证美联储的紧急贷款是为了提高市场流动性,而非救助濒临破产的金融机构。^[243] 《多德-弗兰克法案》的这一限制事实上增加了大金融机构破产,以及由此带来系统性后果的风险。^[244]

(2) 金融市场。为金融机构提供安全网,是为了解决多米诺骨牌效应下的危机传染,但这一措施对遭遇危机的金融市场来说并不充分。当金融市场本身也面临相似的风险因子时,对单个乃至数个金融机构的援助可能无益于其他类似机构的状况。跳出多米诺骨牌效应下危机传染这一语境,系统性风险的主要传导机制并不是通过机构交易对手的单个违约,而是一个或多个市场的恶性冲击以及市场本身对于众多机构的影响。^[245] 缓解系统性风险的传导,主要依靠通过为金融市场本身提供安全网,稳定困难金融机构的资产价格。^[246]

回顾金融危机,住房抵押贷款支持证券市场的崩溃,其威力不亚于 2008 年政府拒绝对雷曼兄弟援救。^[247] 2008 年 9 月 15 日,雷曼兄弟申请破产。^[248] 由于雷曼兄弟的破产与其他众多毁灭性金融事件同时发生,经验上我们很难判断,究竟多大程度上,随后金融市场的混乱是由它的破产导致的。^[249] 同一时期内众多金融冲击的汇聚,使我们很难厘清雷曼兄弟的破产与金融危机之间的

^[240] Id. at 493.

^[241] Id. at 487.

^[242] Id. at 495, 498 n. 265.

^[243] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 1101(a)(6), 124 Stat. 1376, 2113-15 (2010) [codified at 12 U.S.C. § 343 (2012)].

^[244] See Dino Falaschetti, Fred Karlinsky and Richard Fidei, “Dodd-Frank and Board Governance: New Political-Legal Risks to Monetary Policy and Business Judgments?” 29 Banking and Financial Services Policy Report 1, 5 (2010) [认为金融改革给金融机构增加的责任,通过“从一些人(比如债券持有人和借款人)的损失中为其他人(比如股东和贷款人)制造利益”的方式,成为风险的一个来源].

^[245] Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1372 (解释了除了多米诺骨牌式的传染,“市场充当着另一种机制,在这种机制下震荡会产生网状式的影响”).

^[246] Id. at 1404-1405 (主张最终流动性提供者可以致力于“在市场恐慌时稳定市场,即当有价证券的价格跌至它们内在价值之下但高于当前市场通行的价格时购买这些有价证券”).

^[247] See Levitin, supra note [136], at 460-461 (“经济部门遭遇的冲击可能导致个体企业的大量破产,并由此产生范围更广的经济危害”); see also Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1359-1360 (将金融危机的主要原因归结为住房抵押贷款支持证券市场的倒塌).

^[248] Andrew Ross Sorkin, “Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold”, New York Times (Sept. 14, 2008), available at http://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html?pagewanted=all&_r=0.

^[249] See Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1359-1361 (描述了住房抵押贷款支持证券市场崩溃等金融事件如何促成了金融危机).

内在关联。

一方面,雷曼兄弟破产的系统性影响似乎雷霆万钧。雷曼申请破产的第二天,持有雷曼兄弟债务的美国联邦首要储备基金(the Reserve Primary Fund)即宣布债务价值“跌破1美元”,这是历史上货币市场基金份额的价值第二次跌到1美元以下。^[250] 由于针对雷曼兄弟债务的信用违约背书保护数量巨大,其破产也影响到信用违约互换市场。^[251] 另一方面,雷曼兄弟破产的系统性影响也不应被夸大。雷曼兄弟的破产发生在关键时点,市场参与者有充足理由质疑那些大型金融机构的偿付能力,这些理由并非基于雷曼兄弟的内在关联,而是它们面向住房抵押贷款支持证券市场的风险敞口。

住房抵押贷款支持证券就像是一种神奇的炼金术,它将个人有风险的抵押变成债务工具,其中优先受偿等级被评级机构评定为最高信用等级。^[252] 当房地产价值突然下跌,贷款者出现了超出预期的高比率违约。^[253] 这些违约,特别是次贷市场中的违约,反过来又引起了大量住房抵押贷款支持证券的违约或者评级下调。^[254] 投资者逐渐对住房抵押贷款支持证券失去了信心,并从住房抵押贷款支持证券市场以及其他相关市场撤离了资金。^[255] 结果是,住房抵押贷款支持证券的价格下跌至其真实价值(支持这些证券的住房抵押贷款未来现金流的折现价值)之下。^[256] 住房抵押贷款支持证券市场的崩溃导致金融企业不得不下调其资产价值,这无疑损害了其资产负债表并使之显得更加资不抵债。^[257] 因此,在金融危机期间,很大程度上是住房抵押贷款支持证券市场的风险敞口侵蚀着投资者对金融企业的信心。

对金融市场来说,流动性的最后提供者(做市者)可以为金融市场提供安全网功能。流动性提供者的目标主要有两层含义:于事前,降低金融市场中投资者恐慌的可能性;^[258] 于事后,“当证券价格低至其内在价值以下并且金融企业遭遇市场恐慌时,实现金融市场稳定”。^[259] 流动性提供者

^[250] Diana B. Henriques, “Money Market Fund Says Customers Could Lose Money”, *New York Times* (Sept. 16, 2008), available at http://www.nytimes.com/2008/09/17/business/17fund.html?_r=0.

^[251] See Mary Williams Walsh, “Insurance on Lehman Debt is the Industry’s Next Test”, *New York Times* (Oct. 10, 2008), available at <http://www.nytimes.com/2008/10/11/business/11credit.html> (探讨了“信用违约互换对雷曼兄弟的巨大价值”在其破产之后的寓意)。

^[252] See William Poole, “Causes and Consequences of the Financial Crisis of 2007 - 2009”, 33 *The Harvard Journal of Law and Public Policy* 421, 424 (2010) (提到住房抵押资金池内的靠上部分被评级机构评为 AAA 等级)。

^[253] *Id.* at 426.

^[254] Levitin, *supra* note [136], at 461.

^[255] Schwarcz, “Protecting Financial Markets”, *supra* note [115], at 378 - 379.

^[256] See U. S. Government Accountability Office, GAO - 12 - 247, *National Credit Union Administration: Earlier Actions Are Needed to Better Address Troubled Credit Unions* (2012), 24.

^[257] Levitin, *supra* note [136], at 460 - 461.

^[258] Cf. William C. Dudley, President and Chief Executive Officer, Federal Reserve Bank of N. Y., Remarks at the New York Bankers Association’s 2013 Annual Meeting and Economic Forum: “Fixing Wholesale Funding to Build a More Stable Financial System” (Feb. 1, 2013) (副本见 <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2013/dud130201.html>)。 (描述了“最后贷款人的两个核心功能”,第一个是“降低一开始发生的市场恐慌的风险”,第二个是“防止企业资产贱卖在金融系统中扩散和经济环境中的授信被破坏”。)

^[259] Anabtawi and Schwarcz, *supra* note [114], at 1405. 问题资产救助计划,一开始是为了通过允许美国财政部向金融企业购买问题资产以完善金融的稳定性,但后来变成了财政部可以直接投资于金融企业的股票并保证新债的发行。See Dinara Bayazitova and Anil Shivdasani, “Assessing TARP”, 25 *Review of Financial Studies* 377, 380 - 382 (2012) (构建了问题资产救助计划相关事件的时间轴)。

可以通过购买企业的那些跌至内在价值以下但高于当时公认价格的有价证券,对恐慌的市场进行援助。^[260] 流动性提供者也可尝试通过介入衍生品合同承担市场未能有效对冲的风险从而实现市场稳定。^[261]

我们知道,针对金融企业的监管措施旨在金融危机期间对企业进行援救,因而具有临时性,^[262] 针对金融市场的危机援救方法和途径具有相似性。在限定的语境下,美联储正扮演着流动性提供者的角色。在金融危机期间,美联储推出的最大的流动性项目是住房抵押贷款支持证券的购买项目,它们由房利美、房地美这两家政府设在美国住房与城市发展部门内的政府所有公司提供担保。^[263] 该项目 2010 年 3 月 31 日到期,初始限额为 5 000 亿美元,随后提高到 1.25 万亿美元。美联储同时发起了收购政府支持企业的债务的项目,初始限额 1 000 亿美元,后来提高至 2 000 亿美元。此外还有一个购买 3 000 亿美元中期财政证券的项目。此前财政部也声明推出类似项目,美联储项目是对财政部 MBS 项目的强化。^[264]

2012 年 9 月开始,美联储“以每月 400 亿美元的步调购买额外的 MBS”来进一步提供政策便利。^[265] 此外,美联储目前“根据 2011 年 9 月 21 日做出的政策声明购买 MBS,并将持有机构债务和机构 MBS 的主要收益再投资于机构 MBS”。^[266]

此外,美联储通过定期资产抵押证券贷款工具(TALF),进一步支持了消费者资产支持证券市场(ABS)。^[267] 资产支持证券是一种与 MBS 类似的有价证券,但它以非住房抵押贷款为担保物,例如汽车、信用卡和学生贷款应收款项。^[268] ABS 市场在历史上一度为消费者和各行各业提供了相当大部分信用。^[269] 考虑到“ABS 的不断崩溃可能极大地限制普通家庭和各行各业获得授信,并进一步弱化美国经济的活力”,美联储运用了定期资产支持证券贷款工具为那些愿意发行新的资产支持证券的借款者提供无追索权的资金。^[270]

^[260] Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1405. 为了让证券持有者以这些价格出售他们的证券,流动性提供者可以运用灵活的价格策略,比如在结构化金融交易中购买价值不确定的金融资产的策略。Steven L. Schwarcz, “Too Big to Fail? : Recasting the Financial Safety Net”, in Lawrence E. Mitchell and Arthur E. Wilmarth Jr. (eds.), *The Panic of 2008: Causes, Consequences and Implications for Reform* (Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2010), pp. 94, 99.

^[261] Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1405. 比如,为了鼓励私人企业从银行购买劣质资产,财政部为这些资产保证了最低价格。Floyd Norris, “U. S. Bailout to Rely in Part on Private Money”, *New York Times* (Feb. 8, 2009), http://www.nytimes.com/2009/02/09/business/09_bailout.html?pagewanted=all&_r=1&_.

^[262] See supra text accompanying notes [239]–[240].

^[263] Johannes Stroebl and John B. Taylor, “Estimated Impact of the Federal Reserve’s Mortgage-Backed Securities Program”, 8 *International Journal of Central Banking* 1 (2012).

^[264] *Id.* at 1–2.

^[265] Press Release, Board of Governors of the Federal Reserve System (Sept. 13, 2012), available at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>.

^[266] Open Market Operations, Board of Governors of the Federal Reserve System, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm (last updated June 3, 2013).

^[267] Press Release, Board of Governors of the Federal Reserve System (Nov. 25, 2008), available at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125a.htm>.

^[268] See *id.*

^[269] *Id.*

^[270] *Id.*

商业票据主要面向的是短期融资,在商业票据市场面临巨大压力的情况下,美联储推出了商业票据融资工具(CPFF),以期在商业票据的发行者无法私人筹集资金时,为他们提供流动性支持。^[271] CPFF使商业票据的发行人更多地到美联储贴现窗口进行有效贴现,而这原本仅针对发行商业票据的存款机构开放贷款工具。^[272]

为了应对金融危机,美联储执行了一系列创新性的项目,包括上文我们探讨的那些,旨在为金融市场注入流动性。这些项目导致了美联储资产负债表的大大膨胀。^[273] 另外,美联储也通过公开市场操作缓和信贷市场的状况,而公开市场操作是美联储传统的货币政策工具。^[274]

观察者广泛认为,政府应对金融危机的举措避免了更严重的经济衰退或低迷。^[275] 伴随着MBS购买计划的退出,住房抵押的利率扩散全国,国债价格开始下降,至2009年7月回归到稍低于长期均价的位置。^[276] 经验证据同样验证了,TALF对消费者ABS市场的积极作用。2009年,消费者ABS的发行开始稳步上升,3A级信用卡ABS的发行则大为收紧。^[277] 商业票据融资工具(CPFF)似乎也对稳定商业票据市场发挥了作用。^[278] 市场利率的波动介于优质商业票据和商业票据融资工具推出之前相应的美国国债利率之间,然后逐渐缓和并最终回归正常水平。^[279] 这些相关性,虽然不能在政府对市场的干预和市场信用状况的好转之间建立因果联系,但是印证了项目和措施的有效性。^[280]

另一方面,政府回应金融危机却不够周全和及时,其中大部分是一些危机催生的应急措施。除了传统的开放市场操作,政府几乎所有的政策回应,都是在试图援救的市场事实上已经崩溃后才采用。^[281] 即使美联储的公开市场业务也没能在金融危机刚爆发前,为金融市场构建安全网机制,因为政府在公开市场购买证券的行为,在历史上一直是为刺激经济而设,并非援救信贷市

^[271] Tobias Adrian et al., "The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility", 17 Federal Reserve Bank of New York-Economic Policy Review 25 (2011).

^[272] Id.

^[273] Ben S. Bernanke, Chairman, Fed. Reserve, Speech at the Nat'l Press Club Luncheon, Nat'l Press Club, Washington, D. C. : "Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet" (Feb. 18, 2009), <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090218a.htm>.

^[274] Open Market Operations, *supra* note [266].

^[275] See, e. g., Alan S. Blinder and Mark Zandi, "Stimulus Worked", Financial and Development (Dec. 2010), 14 ("美国大萧条之所以能很快恢复很大程度上是因为货币政策和财政政策制定者史无前例的努力"); Paul Krugman, "Averting the Worst", New York Times (Aug. 9, 2009), <http://www.nytimes.com/2009/08/10/opinion/10krugman.html> (相信金融紧急援助和经济刺激会阻止又一次大萧条的到来); Deborah Solomon, "U. S. Economy Gets Lift from Stimulus", Wall Street Journal (Sept. 2, 2009), <http://online.wsj.com/article/SB125185379218478087.html?articleTabs%3Darticle> (提到经济学家一致认为政府开支逆转了经济颓势).

^[276] Stroebel and Taylor, *supra* note [263], at 2.

^[277] William C. Dudley, President and Chief Executive Officer, Federal Reserve Bank of N. Y., Remarks at the Securities Industry and Financial Markets Association and Pension Real Estate Association's Public-Private Investment Program Summit, "New York City: A Preliminary Assessment of the TALF" (June 4, 2009) (transcript available at <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2009/dud090604.html>).

^[278] Adrian et al., *supra* note [271], at 35, 36 chart 7.

^[279] Id. at 36, 37 chart 9.

^[280] See Stroebel and Taylor, *supra* note [263], at 3-7 (认为判断这些陈述能否得到计量经济分析的支持是重要的,因为这些分析支配了非政府机构对市场的影响力).

^[281] Cf. Dudley, *supra* note [258] (提到政府干预是事后采取应对金融危机的紧急措施).

场。^[282] 如果在金融危机伊始就存在流动性提供者,那么在信贷状况刚开始恶化的时候,就可以介入市场进行策略性地购买或者对冲足够多的证券以稳定 MBS 和 ABS 市场,从而减轻信用倒塌最终对实体经济造成的冲击。^[283]

如金融机构那样,在下一次金融危机到来之前部署制度化的金融市场安全网,意味着更加仔细地设计,同时也能为流动性提供者提供政策的政治合法性和事前授权。最终,监管者才能灵活果断地应对市场崩溃。

2. 破坏风险的传递链。系统的任何一个要素失灵都会产生系统性影响,即问题会直接或间接地传递给系统的其他要素。^[284] 系统各要素之间的联系使得系统变得脆弱。^[285] 处理系统性风险的事后金融监管范式应当不仅仅为系统中各个要素提供安全网,同时致力于破坏系统性风险的传递机制。

如我们在第三章第二部分中分析过的那样,那些倾向于发生灾难性后果的最危险系统,正是具有交互复杂性和紧密耦合性的系统。这种系统使得风险变得模糊并导致系统内某处发生了震荡之后,很难及时有效地对其进行干预。^[286] 而那些并不同时具备交互复杂性和紧密耦合性的系统不存在如此高水平的系统性风险。比如,一个内部交互复杂但并非紧密耦合的系统,很可能产生要素间无法预期的互动,^[287] 但最终系统造成的损害是可控的,因为要素间松散的联系使得干预的提前介入成为可能。^[288] 一个内部要素紧密耦合但这种耦合并不复杂的系统同样容易稳定,因为各要素互动的方式都是可以预判的。^[289] 当监管者理解了系统性风险传递的方式之后,他们就能够进行干预并摧毁这种传递。事实上,他们甚至可以为系统设计安全机制。

在第三章第二部分我们也提到金融系统是高风险的系统,因为它的内部既是交互复杂的又是紧密耦合的。正因为如此,金融系统必然会遭遇危险和事故。^[290] 本节中我们提出的事后监管方法旨在减轻金融危机系统性风险的广度和深度。前文中谈到金融安全网,可将其作为作用于金融系统各要素的监管策略。在这里,我们将其作为应用于各要素间相互联系性的策略。这些策略包含降低金融系统内部要素的交互复杂性或者紧密耦合性。

^[282] See supra note [281] and accompanying text.

^[283] Cf. Dudley, supra note [258] (注意到尽管美联储在金融危机期间运用的市场流动性工具“最终稳定了资本市场并维系了个人融资……这些都是紧急应对措施,而不是可持续的、长期的解决之道”).

^[284] John Downer, “When Failure Is an Option: Redundancy, Reliability, and Regulation in Complex Technical Systems 13”, Center for Analysis of Risk and Regulation at the London School of Economics and Political Science, Discussion Paper No. 53(2009), available at [http://www.lse.ac.uk/researchAndExpertise/units/CARR/pdf/DPs/Disspaper 53. pdf](http://www.lse.ac.uk/researchAndExpertise/units/CARR/pdf/DPs/Disspaper%2053.pdf) (称绝大多数致命事故都发生在“当一个要素的危机蔓延到其他要素上”).

^[285] See, e. g., supra notes [94]-[101] and accompanying text.

^[286] See supra note [145] and accompanying text.

^[287] See Perrow, supra note [137], at 160 - 161 (将大学描述为松散耦合但是内部交互复杂,以至于内部各要素可以“以一种无法预见的方式互动”).

^[288] See id. at 160 - 163. (称在那些内部互动非常复杂但是紧密耦合性并不紧密的大学里,系统一个要素的危机几乎不可能造成系统的崩溃,因为“有足够的松弛可以缓冲要素危机的后果”,并且“有足够的时间可供恢复”。)

^[289] See id. at 524 - 526. (提到当危机发生时,那些内部互动并不复杂,换句话说,线性的,以及紧密耦合的系统,“不会以一种无法预见、不可理解的方式,而是以可预见并且可观察的方式进行内部互动”。)

^[290] See supra notes [142]-[146] and accompanying text.

(1) 降低交互复杂性。降低交互复杂性的事后策略侧重以减轻系统性后果的方式简化系统。在金融监管的语境下,这可以用破产法和化解问题企业复杂资本结构相关方法加以佐证。^[291] 在每个例子中,监管的目标都是调整问题企业的债务以降低违约后果的广度和深度。企业陷入金融困境总是由于两种原因:它们的业务先天无法盈利或者它们资不抵债。^[292] 在前一种情形,破产法主要提供了一种高度简化的解决机制——通过出售企业的资产以获得流动性资金,并用这些资金按照债权人的受偿顺序偿债。^[293] 破产清算虽然会造成一些不良后果,但是对先天无法盈利的企业而言,这些后果总好于在失败业务上无限期地补贴。^[294]

然而,对于具备内在盈利能力却背负过多债务的企业,破产不仅减少就业、对当地社区造成毁灭性打击,同时也可能引发其他债权人和供应商系统性违约,破产的后果远超过企业债务重组以达到合适的资本结构效果。^[295] 欲使企业恢复合适的资本结构,也可以通过减少交易对手违约的方式帮助金融市场重塑投资者的信心。^[296]

为了达到那样的结果,企业可能致力于通过协商来调整债务结构,而不是诉诸破产法。然而,我们在下文将解释,如果没有破产法的作用,大多数企业的交互复杂性很难降低。这种交互复杂性产生于问题企业和其债权人之间合同形成的网络。很多企业,包括大多数公众公司,都有与第三方数量众多的合同,这形成了企业和其他当事人之间大量的债务责任。

问题企业可能会致力于通过单独协商调整这些债务责任,但通常并不现实。不只是因为合同的数量太多,而且由于涉及众多第三方合同,特别是债务合同,通常在这些多方当事人之间达成一致合意之后,才能修改合同条款,比如本金、利率和支付期限。^[297] 一致同意的要求会激励债权人策略性地拒绝合理调整。^[298] 做出拒绝策略的一方总是希望他们可以“全额获得主张的偿付或者无可奈何的债权人不得不分配给拒绝者超出公允部分的额外份额”。^[299] 此外,合同当事人本可以就合同修改达成合意,但除非问题企业的其他债权人就他们的合同条款做相似修改,否则债权人

^[291] 这些解决机制主要应用于企业而不直接应用于市场。Schwarcz, “Ex Ante Versus Ex Post”, supra note [219], at 268.

^[292] See, e. g., Douglas G. Baird, Essay, “Bankruptcy’s Uncontested Axioms”, 108 Yale Law Journal 573, 580 (1998). 贝尔德教授将“因为竞争对手生产出质量更好且价格更低的产品而无法在市场中立足并因此陷入困境”的企业,与“因资不抵债而遇到麻烦”的企业进行比较。Id. 第一种企业的压力“不依赖于企业的资本结构”。Id. 第二种企业的压力源于企业不合理的资本机构:“企业的收入不足以弥补其借款。”Id.

^[293] See, e. g., 11 U. S. C. § § 721 - 727 (2012) (提供了这种破产制度).

^[294] See Baird, supra note [292], at 598 (将“给破产企业的补贴”理论化可能比当前的破产耗费更大的成本); id. at 580 (“勉强维持一家经营不善的餐馆推迟了不可避免的问题,并且拖延了劳动力和资本向能得到更好利用的领域转移”).

^[295] See Levitin, supra note [136], at 483 (提到“用破产的方式解决大而不能倒的企业的问题可能会产生的危害正是我们试图避免的”); cf. id. at 478 (注意到“破产体系的设计是处理金融危机的核心,因为它损失分配的功能对于恢复市场信心来说是至关重要的”).

^[296] Cf. id. at 478 - 479. (“破产体系的设计对于处理金融危机的传染问题也是至关重要的。成功的破产体系可以限制金融危机的传染效应,因为这一体系使得市场可以看到多米诺链条的争点,因而也就可以判断哪些企业是经营良好的,这为投资创造了必要的信心。”)

^[297] Steven L. Schwarcz, “Sovereign Debt Restructuring Options: An Analytical Comparison”, 2 Harvard Business Law Review 95, 99 (2012) (注意到“金融协议要修改这些条款往往需要各方当事人的一致同意”).

^[298] Id. at 98.

^[299] Id. 做出拒绝策略的一方也可能希望其他债权人购买他们的请求权。Id. at 98 n. 17.

总是不愿意修改合同条款,问题就会进一步恶化。^[300] 因此,系统内部的交互复杂性实际上导致了严重的集体行动问题。

破产法的一个核心目标是解决集体行动的问题。^[301] 比如,在美国,破产法解决集体行动问题,是基于破产企业^[302]的债权人必然遵循少数服从多数的表决模式。处境相似的债权人中占压倒性优势的多数人,他们赞成修改合同条款的投票,会在法律上对那些不同意的债权人产生拘束力。^[303]

尽管乍一看对于不同意的债权人来说,似乎是不公平的,少数服从多数的表决方式已经被证明在破产领域得到公正地运用。^[304] 因为只有处境相似的债权人可以通过表决约束那些不同意的债权人,并且,因为任何结果都会约束所有相似的债权人,一次表决的结果给那些坚持不同意者和异议者的主张带来的益处,与给大多数人的主张带来的益处,应当是一样的。^[305] 若多数派中表决的债权人被发现与其他债权人存在冲突,则可以驳回这些债权人的投票。^[306]

其他为了降低交互复杂性的事后策略几乎都把焦点集中在化解问题企业复杂资本结构的解决机制上。尽管《多德-弗兰克法案》要求银行以及其他一些具有“系统性重要性”的金融机构满足一系列资本或其他类似要求,^[307] 法案仍然为企业破产提供了可能性,并要求这些企业提交破产计划,详尽安排如何以有序和最小化系统性影响的方式进行破产,^[308] 这被称作是企业的“生前遗嘱”。这一方法不像债务重组那样灵活,债务重组调整了问题企业,使其资本结构切实可行。并且对于具有先天可盈利业务的企业来说,考虑到非系统性的结果,破产也不如债务重组那样有利可图。但是,破产旨在降低违约带来的系统性风险的广度和深度。^[309] 比起债务重组,破产是否在减轻系统性后果上更有效率,似乎需要根据具体情况做出事实性判断。^[310]

^[300] See *id.* at 98 (主张“正是那些拒绝的债权人的存在削弱了其他债权人就合理的重组计划达成一致的意愿”).

^[301] See Thomas W. Joo, “Who Watches the Watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure”, 72 *Southern California Law Review* 1071, 1105 (1999) (提到学者普遍赞成“克服集体行动问题和最大化债权人利益的复原是破产法最核心的目标”).

^[302] 美国的破产法是由《美国法典》第 11 部规定的,即《破产法典》。除了银行以外的金融机构一般都要遵守《破产法典》。See 11 U.S.C. § 109(b) (2012) (将银行和其他某些金融机构排除在《破产法典》适用范围之外)。我们的文章并不参与争论金融机构不受《破产法典》调整的范围是否应该扩大或者应该修改《破产法典》并增加一章就专门适用于金融机构的破产机制进行规定。关于这些争论, see, e.g., Ayotte and Skeel, *supra* note [215], at 477 - 483 and Levitin, *supra* note [136], at 485 - 487, and see generally Kenneth E. Scott and John B. Taylor (eds.), *Bankruptcy Not Bailout* (Stanford: Hoover Press, 2012).

^[303] 11 U.S.C. § 1126.

^[304] See David Arthur Skeel Jr., “The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganization Cases”, 78 *Virginia Law Review* 461, 489 - 490 (1992) (比较了第 11 章程序下那些拒绝的债权人和类似企业中表示拒绝的债权人,并主张 11 章程序的多数决对保护这些表示拒绝的债权人来说并不是必需的)。

^[305] See *id.* (注意到少数派债权人受到了破产表决规则的保护,因为所有同一序列的债权人都受到破产结果的约束)。

^[306] See 11 U.S.C. § 1126(e) (假定了法庭得认定那些机构“出于非善意的目的接受或反对破产计划,他们的行为以非善意方式或非按照本法规定的方式被咨询或者获得”)。

^[307] See 12 U.S.C. § 5325(b), 5365(i), 5462 - 5463 (2012)。比如,《多德-弗兰克法案》引导美联储为某些大型的金融机构设定了“谨慎的”资本标准,包括 15: 1 的最大资产负债。§ 5365(j)。

^[308] See § 5365(d) (需要一个“破产计划”)。

^[309] See § 5365(a) (为非银行金融公司和银行确立谨慎的标准是“为了防止或减轻危及美国金融稳定性的风险”)。

^[310] See Ayotte and Skeel, *supra* note [215], at 491 - 493 (比较了有序清算和破产); cf. Levitin, *supra* note [136], at 468 - 469 (主张“至多……生前遗嘱的价值会通过‘大而不能倒企业’的事前行为的影响表现出来”)。

与此相似,化解问题企业复杂资本结构,另一种可能的事后办法是要求这些企业,至少一部分债务,必须满足所谓的或有资本形式。^[311] 当特定的具体事件发生时,比如企业金融状况的具体恶化,或有资本债务即自动转换为股本。^[312] 或有资本像预先计划好的债务重组一样有效地运行。^[313] 比起债务重组,如果转变为股本的或有资本足以使企业恢复到合理的资本结构,并且自动转化能够在需要的时候精确地发生,那么或有资本在降低系统性后果上会更加有效。然而,或有资本在经济上是否更广泛地有效运用并不明确,这取决于因或有资本的要求产生的成本等因素的影响。

总而言之,在金融监管的语境下,降低交互复杂性的事后策略,会着重化解问题企业复杂的资本结构,以降低违约造成后果的广度和深度。尽管企业可以尝试以一致同意的方式重组它们的债务,以达至合理的资本结构,但是大多数企业的交互复杂性使得它们很难达成一致同意,因为债务重组缺乏像破产及其类似法律在解决集体行动问题上的优势。

(2) 降低耦合的紧密程度。降低紧密耦合性的事后策略(正如降低交互复杂性的事后策略一样)致力于降低事故后果的广度和深度。然而,在内部紧密耦合的情形中,重点在于时间,即减缓或者暂停危害结果的累积效应。^[314] 这些策略包括为困境中的企业和市场提供流动性,这我们已经在前述论述中讨论过了,它们可以暂缓这些企业和市场的溃败。^[315] 然而,下面我们将会讨论基于不同的语境,还有其他的事后策略。

比如,在金融市场的背景下,使市场急剧下跌趋势停下来策略可能还包括断路器规则^[316]和暂停按市值计价的核算要求。首先考虑断路器规则,在我们的语境下,它指暂停证券交易机制,从而缓解不稳定的价格波动。^[317] 尽管数据传递增加的速度总体上跟市场销量相联系,但当由算法驱动时,数据传递也会产生危险,而且自动证券交易会致价格剧烈波动。^[318] 断路器规则可以通过快速暂停交易减轻这一剧烈波动。

^[311] See, e.g., John C. Coffee, Jr., "Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies beyond Oversight", 111 Columbia Law Review 795, 805-806 (2011). 科菲教授对“自救”式或有资本的转换的建议要求在逐步增加的基础上进行转换。Id. at 830. 债务可以转化为高级别的、不可转化的优先股,享有累积股息和投票权。Id. at 795. 这一结构允许股权稀释以阻止企业过度从事风险行为,创造一批风险厌恶型的优先股东以抵消普通股东风险爱好的倾向,并且避免了“全有或全无”的交易。Id.; see also Wulf A. Kaal, "Contingent Capital in Executive Compensation", 69 Washington and Lee Law Review 1821, 1844 (2012) (提示了股权稀释的威胁和或有的可转换债券的转换特性一起会影响那些具有系统性意义的金融机构的企业治理); Stan Maes and Wim Schoutens, "Contingent Capital: An In-Depth Discussion", 41 Economic Notes 59, 72 (2012) (建议调整平均股价以对抗那些“被诱使压低股价以从银行股权的稀释中获利”的卖空者,并通过这样的方式触发债转股)。

^[312] Coffee, supra note [311], at 805.

^[313] 然而,或有资本的要求可能会产生使风险恶化的负面的影响。“比如,对自动转换债务的股息的要求会使相对人产生风险,因为满足这些要求的企业的利润会下降。”Schwarcz, "Controlling Financial Chaos", supra note [112], at 837.

^[314] 回忆下内部紧密耦合会导致系统一部分的混乱突然扩散至系统的其他部分,并且当交互复杂性和紧密的紧密耦合性共同作用时,高风险系统会给监管者提出巨大的挑战。See supra notes [142]-[146] and accompanying text.

^[315] See supra section IV(A)(1).

^[316] Cf. Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1400 (注意到市场断路器和“暂时变得越发复杂的市场的的不稳定性”之间的关系)。

^[317] Securities and Exchange Commission, "Investor Bulletin: New Measures to Address Market Volatility", <http://www.sec.gov/investor/alerts/circuitbreakersbulletin.htm> (last modified Apr. 9, 2013).

^[318] Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1398-1399.

例如,2010年5月,道琼斯工业平均指数经历了一场价格灾难,在20分钟内暴跌接近1000点,促成这一暴跌的原因是,在不考虑时间或价格的情况下,由计算机算法驱动价值几十亿美元的衍生品合约买卖。^[319] 美国证券交易委员会运用涵盖全市场的断路器规则做出回应,即如果证券价格在五分钟内浮动了10%以上则所有证券交易所内的证券交易都会暂停五分钟。^[320] 断路器规则背后的假设是,五分钟的暂停能给交易者足够的时间识别因交易程序的疏漏导致明显价格剧烈波动,并对此做出反应。^[321]

接下来考虑通过暂停按市值计价的会计要求来降低系统内部的紧密耦合。^[322] 在最简单的形式下,按照市值计价的会计核算要求证券账户随着证券市场价值的变化而调整。^[323] 考虑到一个投资者从证券经纪人处购买证券,并以证券作为抵押的情形,该经纪商要求投资者维持抵押物的最低价值,以期在投资者违约时保护自身利益。^[324] 如果抵押物的市场价值跌至最低值以下,经纪商将会要求该投资者提供额外的抵押物(“追加保证金通知”)。^[325] 如果投资者没能追加,经纪商可以取消投资者对其抵押物的赎回权。^[326]

按市值计价的规则被普遍认为可以降低风险。^[327] 然而,在极端市场波动时期,它们可能会“对系统稳定产生不当影响”。^[328] 强制平仓以满足保证金要求,对证券价格会产生下跌的压力,这些强制平仓是紧密耦合的,证券价格的下跌反过来要求更多的强制抛售,从而导致了螺旋形的下降。^[329] 如此的螺旋下降在有杠杆^[330]的情况下特别容易发生,并且似乎描述了当前我们金融危机中住房抵押贷款支持证券价格的表现。^[331]

^[319] Id. at 1399.

^[320] Id.

^[321] Id. 本文中,我们打算宽泛地检验这一假设的有效性或者市场断路器规则的实质优点。But see id. at 1399 n. 206 [提到“交易者失信交易暂停(由全行业范围的断路器规则导致)是基于基本的估值问题”从而使问题更加严重的可能性].

^[322] See supra notes [233]-[236] and accompanying text (描述了按市值计价的会计核算方式).

^[323] Schwarcz, “Regulating Complexity”, supra note [98], at 232.

^[324] Id.

^[325] Id.

^[326] Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Marcus, *Investments*, 8th ed. (New York: McGraw-Hill Publishing Co., 2008), pp. 71 - 72.

^[327] See, e. g., Gikas A. Hardouvelis and Panayiotis Theodossiou, “The Asymmetric Relation Between Initial Margin Requirements and Stock Market Volatility Across Bull and Bear Markets”, 15 *Review of Financial Studies* 1525, 1554 - 1555 (2002) (发现更高的保证金要求和系统性风险的下降之间的相关性,并推测更高的保证金要求会使不理性的行为被市场淘汰,最终只剩下那些合理的赌注).

^[328] Rodrigo Cifuentes et al., “Liquidity Risk and Contagion 9”, Bank of England Working Paper Series, Working Paper No. 264 (2005), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=824166.

^[329] Id.; see also De Souza and Smirnov, supra note [157]. (主张在不良的市场里,由于资产是依市值定价核算的,出售资产以筹集现金来满足保证金要求的短期压力会导致资产的进一步损失,这又会触发新一轮的出售潮,整个过程重复进行直到市场得到改善或者企业已被淘汰,并将这个过程称为“流动性危机的恶性循环”。)

^[330] De Souza and Smirnov, supra note [157], at 26 - 27.

^[331] Rachel Evans, “Bankers’ Counsel Poll: Banks Tell of Downward Spiral”, *International Financial Law Review* 16, 17 - 18 (June 2008); see also Ian Katz, “FASB Eases Fair-Value Rules Amid Lawmaker Pressure” (Update 5), *Bloomberg* (Apr. 2, 2009, 17: 21 EDT), <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=agfrKseJ94jc> (报道了联邦存款保险公司前主席威廉·艾萨克认为按照市值计价的规则是金融危机的“一个主要原因”).

一种可能降低这种紧密耦合性的事后策略是,当依照市值计价会扭曲价值时,例如,这种核算方式可能要求证券账户,特别是拥有长期证券的账户,根据短期价格浮动进行调整,^[332] 暂停依照市值计价的方式核算。然而,适用这种策略的关键问题是,如何对短期价格浮动和那些真实反映证券价值变化的价格浮动进行区分。^[333]

这一问题,反过来提出了一个更加宽泛的问题:不论是什么降低内部紧密耦合性机制,这些机制应该在什么时候发挥作用?过早地运行一个机制会干扰原本有效的市场。^[334] 另一方面,在系统性崩溃变得不可补救之前发挥机制的作用至关重要。

比尔·麦凯维(Bill McKelvey)和罗斯特萨·亚拉莫娃(Rossitsa Yalamova)教授严密地审视过这个问题,他们把这个问题称作关于金融弹性工程学的问题。^[335] 他们主张,也就是降低紧密耦合性的机制发挥作用的干预点,应该是金融系统的实质“临界点”。^[336] 临界点在这里意指系统发生根本性改变的点。^[337] 比如,对于股票市场交易来说,麦凯维和亚拉莫娃主张实质临界点由“有效市场交易行为”变成“泡沫开始积累的”。^[338] 然而,就尝试区分短期价格浮动和真实反映价值变化的价格浮动而言,^[339] 除非我们事后回溯,确定临界点何时发生还是有困难的。

假设实质临界点事实上可提前确定,麦凯维和亚拉莫娃主张,要使干预(比如降低紧密耦合性

^[332] See, e. g., R. Christopher Whalen, “The Subprime Crisis — Cause, Effect and Consequences”, 17 *Journal of Affordable Housing and Community Development Law* 219, 225 (2008) (“公允价值跨级正导致并增加投资者对大批金融机构倒闭的恐惧”); Peter J. Wallison, “Fair Value Accounting: A Critique”, *Financial Services Outlook* (American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D. C.) (July 2008), 2, available at http://www.aei.org/files/2008/07/28/20080728_23336JulyFSOg.pdf (“资产价值基于市场的浮动会导致资产负债表和财务报告的大幅度缩水——而这又取决于企业的商业模式”); Adair Turner, Chairman of Financial Services Authority, Address at the Cass Business School: “Shadow Banking and Financial Instability” (Mar. 14, 2012), 16 (transcript available at <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0314-at.pdf>) (注意到“信贷行为与公允价值会计间的互动……使亲周期性的风险和信用创造的缩水进一步恶化”).

^[333] 为了回应当前的金融危机,由美国证监会授权享有设定美国财务会计准则权限的美国财务会计准则委员会通过赋予企业在计量它们账簿上债券价格时极大的自由裁量权,放松了依照市场价值计价的会计要求。See Katz, *supra* note [331] (基于美国财务会计准则委员会放松标准决定进行的重新核算的行为); Facts About FASB, FASB, <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&-cid=1176154526495> (提到美国证监会承认美国财务会计准则委员会的会计准则是有效的)。

^[334] 即使是旨在降低交互复杂性的机制运用的时机掌握也适用这一原理,比如基于事先协议事件的发生的或有资本债务向以资本为基础的债务转换的时机掌握。转换越有可能发生,将债务卖给投资者的成本就越高。

^[335] Bill McKelvey and Rossitsa Yalamova, “Financial Resilience Engineering: Toward Automatic Action Formulas Against Risk and Reckless Endangerment”, in Gunilla Sundström and Erik Hollnagel (eds.), *Governance And Control Of Financial Systems* (Surrey: Ashgate Publishing, 2011), p. 133. (后文简称 McKelvey and Yalamova, “Financial Resilience Engineering”).

^[336] *Id.* at 137.

^[337] See Malcolm Gladwell, *The Tipping Point* (New York: Back Bay Books, 2002), p. 9 (“给它的名字是戏剧性的时刻……当一切都可以在临界点上立刻改变”).

^[338] Rossitsa Yalamova and Bill McKelvey, “Using Power Laws and the Hurst Exponent to Identify Stock Market Trading Bubbles”, in Gunilla Sundström and Erik Hollnagel (eds.), *Governance and Control of Financial Systems* (Surrey: Ashgate Publishing, 2011), pp. 85, 105 (后文简称 McKelvey and Yalamova, “Using Power Laws”).

^[339] See *supra* note [333] and accompanying text.

机制)有效,它必须在临界点到来时自动触发。^[340] 这一要求旨在消除人类的滞后性,^[341] 特别与政治上敏感干预决定相联系时,干预的决定可能被“受游说集团影响的政治家和政府监管者”干扰。^[342] 尽管麦凯维和亚拉莫娃承认回过头来看,有些干预可能并不明智,但监管者可以事后决定撤销这些干预。^[343] 这很有效地展现了对这一判断的要求:确保不可能发生不可挽救的金融市场崩溃带来的好处,应当超过旨在降低紧密耦合性的机制提前生效所产生的危害。

这一判断的要求可以类推到预警原则。政府机构在设计监管措施处理灾难性事件或实际风险等级无法确定不可逆的较大后果时,^[344] 经常超越严格成本收益模型的计量分析方法,基于收益会大于成本的假定运用预警原则。^[345] 然而,这一类推并不遵循预警原则最常用的形式,即监管者在缺乏某一行为具有危害的决定性证据情况下,决定对该行为进行监管。^[346] 相反地,前面的判断要求与更强版本预警原则有更接近的类推关系,即当一个行为(指内部紧密耦合性)呈现出极大的健康或安全风险,监管决定应旨在阻止此类行为的实施(指通过机制降低紧密耦合性)而不管损害的性质或者它发生的可能性等科学上的不确定性(指使机制提前发挥作用而不考虑有关于临界点是否以及何时会出现这些不确定性)。^[347] 然而,这个更强版本的预警原则对监管者几乎不提供实践指导。^[348] 再者,更强版本预警原则的适用有时候会导致无法预测的后果。^[349]

^[340] McKelvey and Yalamova, “Financial Resilience Engineering”, supra note [335], at 134. 当然,这假设了实质临界点不仅可以准确判断还可以提前确定。判断必须是准确的,如果干预在临界点之前发生,就会“干扰有效市场本不受损害的交易行为”,因为“实质上当前所有被建议的抵抗危机的措施在临界点之前都太强了”。Id. at 144.

^[341] 麦凯维和亚拉莫娃似乎接受即便在临界点之后的短时间内才适用干预也可能是有效的这一可能性,并提到证明“在股市交易临界点和市场崩溃之间有一段合理的弹性时间供有弹性的干预措施发挥得到运用”的证据。Yalamova and McKelvey, “Using Power Laws”, supra note [338], at 103.

^[342] McKelvey and Yalamova, “Financial Resilience Engineering”, supra note [335], at 134.

^[343] Id. at 137.

^[344] 这一类监管在凯斯·桑斯坦的书中有讨论,“Irreversible and Catastrophic”, 91 Cornell Law Review 841, 848-50 (2006). 预警原则经常在评估人类行为对复杂系统的影响时使用,比如环境和人类健康,这些领域内人类行为的后果可能是不可预料的。See James Salzman and Barton H. Thompson, JR., *Environmental Law and Policy*, 3d ed. (Tucson: West Press, 2010), p. 17 (讨论了预警原则,因为它涉及关于环境的科学不确定问题); Robert G. Chambers and Tigran A. Melkonyan, “Pareto Optimal Trade in an Uncertain World: GMOs and the Precautionary Principle”, 89 American Journal of Agricultural Economics 520, 520 (2007) (讨论了预警原则,因为它涉及转基因玉米)。

^[345] 这一原则在国际环境监管中总是被明确提及,而且在内部监管比如防止恐怖袭击或者核工业监管这些领域也是不言自明的,即便面临着不确定风险,这些领域的高成本也是合理的。See Cass R. Sunstein, “Beyond the Precautionary Principle”, 151 University of Pennsylvania Law Review 1003, 1005-1007 (2003) (探讨了预警原则在环境监管和恐怖袭击预防中的运用)。

^[346] See id. at 1017-1018 (讨论了欧盟委员会对这一方式的运用)。

^[347] See Sunstein, supra note [344], at 849 (讨论了欧洲对于预警原则的较强形式的理解)。

^[348] Sunstein, supra note [345], at 1020.

^[349] See, e. g., John D. Graham and Jonathan Baert Wiener, “Confronting Risk Tradeoffs”, in John D. Graham and Jonathan Baert Wiener (eds.), *Risk Versus Risk* (Boston: Harvard University Press, 1995), pp. 1-2 (证实了为降低一个风险进行的干预会产生新的此消彼长的风险); Jonathan B. Wiener, “Precaution in a Multirisk World”, in Dennis D. Paustenbach (ed.), *Human and Ecological Risk Assessment: Theory and Practice* (Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2002), p. 1509 (主张尽管“预防”在某些情形下是亟需的策略,强式的预警原则导致不可预料的此消彼长的风险,风险预防的目标应当是最优预防而非最大化的预防,并且实际的监管为了避免这些无法预料的风险经常节制预防的程度)。

本文并不打算为实质干预时点的判断提供相应的公式和准则,我们也不试图评价麦凯维和亚拉莫娃提出数学模型的准确性。^[350] 然而,我们注意到,这些模型的提出看起来似乎是为了“防止(金融市场)累计泡沫并且(或者)减少它们的负面影响”。^[351] 我们的分析已经指明了另外一些可以使政府干预具有合理性的规范性目标,比如防止市场的急剧衰退。^[352]

(二) 事后金融监管的成本

正如对应的事前监管一样,事后系统性风险监管会为金融市场带来直接和间接成本。然而,事前监管和事后监管的相关成本并不相同。事前监管不够完备、面临着行业抵制、压抑风险承担,并且鼓励监管套利;而事后监管则会导致道德风险、加重纳税人负担、产生不适宜的恐慌,并且导致不效率。对这两组成本,我们都不能置之不理。

1. 道德风险。任何事后金融监管的方法都必然会面临这样一个问题,即会产生不当的事前性风险。特别是,缓解危机型的事后监管可能会导致道德风险上升。相对于无监管情形,道德风险发生在决策者受到激励从事超过前者其会去从事风险水平的行为,因为从事这些风险行为的全部或者部分后果被转移给了第三方。^[353] 如果事后监管鼓励这种风险转换,那么将会降低它在完善金融稳定性方面的有效性。

关于金融企业道德风险的主要顾虑,为金融机构或者金融市场而设置的安全网会鼓励这些机构从事过度风险行为。^[354] 安全网保护金融机构,使其不必承受风险承担带来的完全不利后果。^[355] 由于这种不对称后果的风险敞口,决策者会忽视他们认为受到保护的风险,从而增加金融系统的脆弱性。^[356]

市场机制很难限制企业在安全网保护下从事过度风险行为。投资者总是可以要求运营不良的企业支付风险溢价。^[357] 然而,在分析一家企业金融状况时,投资者往往考虑这家企业被视为

^[350] 麦凯维和亚拉莫娃承认自己的算法并不总能预测临界点。尽管如此,他们注意到“即便只有一半的市场崩溃被提前预测到了,其对宏观经济受到影响的降低也会转化为几十亿美元的节约”。McKelvey and Yalamova, “Financial Resilience Engineering”, supra note [335], at 148.

^[351] Id. at 133. 同时,麦凯维和亚拉莫娃主张这些泡沫的累积是由羊群效应造成的。Id. at 134. 我们并不打算分析市场泡沫所有可能的原因。

^[352] See supra notes [117]-[122] and accompanying text (将金融稳定视为规范性目标)。

^[353] Karl S. Okamoto, “After the Bailout: Regulating Systemic Moral Hazard”, 57 University of California, Los Angeles Law Review 183, 204 - 205 (2009).

^[354] 有人可能争辩说缓解危机的时候监管在任何形式下都会导致“监管性的道德风险”。比起相信他们会因为放任系统危机蔓延而被追责,如果监管者相信金融市场任何消极的后果都会被控制,他们可能更容易懈怠。Cf. Bert Ely, “Regulatory Moral Hazard: The Real Moral Hazard in Federal Deposit Insurance”, 4 The Independent Review 241, 247 (1999) (提到了相关的一点,即存款保险造成了监管者的松懈,如果银行破产时储户或者纳税人处在最先承担损失的位置上,监管者可能会更加勤勉一些); Marco A. Espinosa-Vega et al., “Systemic Risk and Optimal Regulatory Architecture”, 3 IMF Inst., Working Paper No. WP/11/193 (2011), available at <http://ssrn.com/abstract=1910496> (描述了监管克制的诞生主要是因为金融机构在监管者的注意下破产对监管者来说有更高的行政成本,并且因为给定足够的时间,企业可能会恢复)。因而,为克制金融危机而设计的措施可能会促进监管克制。

^[355] See, e.g., Alison M. Hashmall, “After the Fall: A New Framework to Regulate ‘Too Big to Fail’ Non-Bank Financial Institutions”, 85 New York University Law Review 829, 840 - 841 (2010) (讨论了防止储户去银行挤兑的存款保险保护安全网)。

^[356] See id. at 841 (描述了存款保险制度如何通过扭曲存款者的激励而催生了道德风险,“我们已不能指望存款者将市场机制应用到银行身上并阻止银行过度的风险行为,因为他们已经没有做这些的激励了”)。

^[357] See id. at 840 (描述了未投保银行的债权人如何向银行要求更高的利率或者从那些参与风险行为的银行全部取回存款)。

“大而不能倒”的可能性有多大。^[358] 投资者认为,这些企业比非“大而不能倒”企业更加安全,因而呈现出一定的道德风险,在与这些企业的交易过程中,会接受比较低的风险溢价。^[359]

当决策者可与其所有行为负面影响相隔绝时,道德风险最为严重。^[360] 相应地,控制道德风险的努力通常涉及这样的技巧,即令市场机制继续扮演影响市场主体行为的角色。^[361] 关于这一点,可以从几个方面通过事后金融监管实现。比如,安全网提供者可以运用有益模糊性的可信政策,并不对事前监管是否和如何致力于支援任何企业做出承诺。^[362]

另一个控制企业道德风险的方法是金融安全网保护保险的运用,这一保险要求“大而不能倒”的企业必须参保,并支付基于他们造成的系统性风险溢价。^[363] 这种基于风险的定价方式可以犹如存款保险一样消除道德风险,因为基于风险的溢价费用会诱使企业以对于社会更有效率的方式从事风险行为。^[364]

作为选择,事后金融监管可以与破产型折扣相结合,或者说“折价出售”,即将损失加于“大而不能倒”企业的债权人,只要被运用的折价机制是结构化的,不至于削弱事后接管欲实现的系统性稳定目标。^[365] 正如基于风险进行调整的溢价费用,折价出售使得决策者将他们风险承担行为的系统性成本内化了。^[366] 那些相信一旦企业破产他们会遭遇企业资产折价出售的债权人,可以向企业要求更高的价格以便反映出这种可能性。^[367] 因而,一个企业越从事高风险的行为,它就越需要支付高成本以使自己获得足够信任。

^[358] See supra notes [228]-[238] and accompanying text.

^[359] See Hashmall, supra note [355], at 841 (“道德风险是指金融机构的股东、经营者或者债权人在他们认定政府会保护他们之后就较少地采取风险预防措施的风险”).

^[360] See Schwarcz, “Systemic Risk”, supra note [1], at 209 (预测了由于政府的紧急援救,投资者会更不谨慎并且公司会容忍更多风险行为).

^[361] Id. at 238 - 239 (建议用市场机制补充其他监管措施).

^[362] Id. at 226. 积极的模糊性也可以被运用到决定是否稳固每一个金融市场中去。其在降低道德风险上的有效性取决于关于安全网提供者会如何对潜在危机做出回应这一问题的模糊程度。道德风险,不管在企业还是投资者的层面上,都不能被有益的模糊性除去,因为特定企业或者市场可能如此之重要以至于它们的稳定需要用高度的确定性进行预测。See id. at 226 - 227 (讨论了最后的私人流动性提供者就符合有益的模糊性政策的要求和对决定哪一方接受援助的优先系统的需求).

^[363] 关于现有的联邦存款保险该如何重新调整, see Ely, supra note [354], at 250. 另外,史蒂夫·施瓦茨教授主张最后的流动性提供者可以最小化道德风险并处理市场崩溃。Schwarcz, “Systemic Risk”, supra note [1], at 225 - 230. 市场流动性提供者旨在在金融处于困境时稳定金融市场。Id. at 225. 施瓦茨考虑到市场流动性提供者通过向市场参与者索要类似保险费的费用来筹资。Id. at 226. But see Levitin, supra note [136], at 473 (质疑了运用保险方法处理系统性风险的可行性)。一个孤立但是相关的问题是,是否最后市场流动性提供者的存在会对市场产生扭曲,鼓励金融市场仅仅为了获得这些流动性保护而发展壮大。这正是正规市场比如股票交易所的情形,但对非正规市场比如债券市场来说,这种情形几乎不可能,债券市场有机地发展并且不受指令控制。这篇文章对最后市场流动性提供者的分析主要适用于债券市场。

^[364] See Ely, supra note [354], at 250 (声称依风险而定的保险费鼓励银行更慎重对待风险,总体上最优了整个经济中银行的风险行为).

^[365] 亚当·列维京教授主张危机时为了避免给债权人造成过分的负担,折价出售机制必须灵活,允许在紧急援助时立刻将折价出售加于某些债权人,并允许其他具有重要的系统性意义的债权人“以后再购买该折价财产”。Levitin, supra note [136], at 440 - 441, 510 - 513.

^[366] See id. at 508 - 509 (陈述了低价出售资产将一部分紧急援助的成本分配给了问题企业的交易对手).

^[367] See id. at 509 (主张折价出售导致大而不能倒的企业“将折价出售机制的成本转移到与交易对手的交易中”).

事后监管和道德风险之间可能的折中平衡,并不意味着我们必须将事后监管概念抛在一边。降低系统性风险在补充市场机制^[368]和事前监管^[369]的功能上,扮演了极有价值的角色,从而进一步推动了系统的稳定。另一方面,尝试最小化事后监管所带来的道德风险也有其合理性。

2. 纳税人负担。在提议金融安全网时,我们敏感地考量到纳税人可能需要为此出资。运用政府资源支援困境中的企业或者市场,在正当性上值得商榷,因为需要支援的原因可能由它们自己造成。进一步而言,这在政治上也变得难以接受。^[370]

评估执行安全网试图给纳税人带来多大的预期成本,并不在我们这篇文章讨论范围之内。^[371]然而,我们希望指出,在一定的限度内,安全网的设计可以将源自企业破产的潜在损失分配给三个支持者,其中只有一个(即政府)直接依赖于纳税人的支持。另外两个,即债权人和私人保险公司,也可以参与困境企业和市场设立安全网的资金筹集。我们在第四章第二节第一部分中描述过,将资不抵债企业的资产折价给其债权人后,如何将市场准则适用于“大而不能倒”的企业。折价出售也起到了运用安全网时,减轻纳税人损失的作用。当折价出售给企业的债权人时,即当折价出售与安全网结合,很可能将随着企业的破产带来的损失分散给债权人。^[372]损失还可以通过互助保险分配给“大而不能倒”的企业。^[373]最后,我们中的一位建议,另一种保护纳税人免于承担安全网成本的方法,是私人金融主体享有给问题企业提供贷款的优先权。^[374]

事实上,很难预测安全网引起的损失。我们描述了几种结构化的损失分配方案,以限制将安全网成本强加于纳税人。然而,看起来似乎很清楚,以某种形式向纳税人筹资必不可少,对于稳定金融市场来说,非政府性来源的资金池总是不够充足或者很难在资本市场进行融资。

3. 错误肯定的危险。限制一个企业或市场危机的后果是,使我们很难知晓这些后果是否具有系统重要性。事后缓解金融危机的后果是提高了过分援救市场或企业的可能性。这种“Ⅰ类错误”,或者说“错误肯定”,发生在显示某一状况的指标出现,但实际上这种事实并不存在的情况下。^[375]在金融系统的语境下,“Ⅰ类错误”是指错误的警报驱使人们以高昂的代价努力保护金融系统,而事实上金融系统并未陷入危机。

至于纳税人责任,“Ⅰ类错误”是无法消除但可以减轻。“Ⅰ类错误”的风险与安全网提供者的风险容忍度相关。^[376]更高的风险容忍意味着判断一个事件是否具有系统重要性时采用更为严苛的标准,从而导致更少的“Ⅰ类错误”。^[377]

当然,减少“Ⅰ类错误”的可能性通常会增加“Ⅱ类错误”,或者说“错误否定”的可能性。^[378]事

^[368] See generally Anabtawi and Schwarcz, supra note [114] (讨论了系统性风险以及对监管系统性风险的考察)。

^[369] See supra notes [187]-[196] and accompanying text.

^[370] 正是基于这种理由,《多德-弗兰克法案》实现系统性风险主要是通过事前的监管。See Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1370 n. 85.

^[371] 关于政府紧急援救相关的成本测量问题, see Cheryl D. Block, “Measuring the True Cost of Government Bailout”, 88 Washington University Law Review 149, 196-225 (2010).

^[372] Levitin, supra note [136], at 440.

^[373] Id. at 473.

^[374] See Schwarcz, “Systemic Risk”, supra note [1], at 226-230.

^[375] Levitin, supra note [136], at 499.

^[376] See id. (描述了机构的风险厌恶会促成更多的“Ⅰ类错误”)。

^[377] Id.

^[378] See id. at 500 (描述了国会不愿开始紧急援助以减少“Ⅰ类错误”,但却导致了更多的“Ⅱ类错误”)。

后监管的“Ⅱ类错误”是指报警失败。换句话说,它们发生于安全网提供者对具有系统重要性问题反应过于疲弱或有不应有的延迟。

4. 效率低下——我们已经描述了金融安全网等事后监管具有导致金融市场效率低下的潜在特性,这种低效性由道德风险引发而致。^[379] 我们所提倡的另外一种事后监管措施,也即阻断风险传递链,也可能通过它影响金融过程危害金融市场的效率目标。我们通过论证得知,使金融系统更安全的一种方式减轻其交互复杂性。^[380] 佩罗将系统内部复杂交互的危害性描述为,产生不常见的或不可预料的序列,它们多具有隐蔽性或尚未为人类所掌握。^[381] 无论这种复杂性出现在金融资产、证券还是市场上,它都增加了对外部冲击影响的预测和控制难度。^[382] 复杂性也使企业对于外部事件如何影响自身状况的预测更加艰难,并加重监管者对企业或市场障碍产生系统性影响的预测难度。^[383]

为了应对这些困境,可通过机制设计解决问题企业的复杂资本结构。^[384] 然而,如果不仔细设计,这些机制可能会适得其反,降低市场的有效性。例如,制定“生前遗嘱”的破产解决方案不如债务重组灵活,并且对于具有先天可盈利业务的企业来说,考虑到非系统性的结果,破产也不如债务重组那样有利可图。^[385] 或有资本解决方案的效率和效益取决于多方面因素,包括转化为股本的或有资本规模是否足以使公司恢复到切实可行的资本结构,以及或有资本的自动转化能否在需要时精确地发生。^[386] 也可以通过加强金融产品的标准化等措施来降低金融系统的复杂性,从而解决上述困难。^[387] 然而,利用金融系统的复杂性也可能从中获益,例如,可以满足投资者特殊的商业需求或风险偏好。^[388] 在这种情况下,复杂性有助于金融市场的正常运作。^[389]

我们提出的另一种破坏传递链的方法是降低紧密耦合程度,这种方法如果设计不完善也可能降低金融市场的效率。紧密耦合性意味着系统要件之间鲜有缓冲,^[390] 要件状态的变化在系统间直接、迅速传播,人们判断的介入余地很小。在要件之间设置缓冲装置可以增加要件故障的传递困难。另一方面,金融系统的紧密耦合性可能会跨时期产生,因为它可以增加系统运行效率。在金融平稳时期,设置缓冲可能很不经济。例如,一个机制的过早介入可能会扰乱本应具有效率的金融市场,^[391] 而事前又很难准确知道这样的机制应当何时展开运作。^[392]

^[379] See supra section IV(A)(1).

^[380] See supra subsection IV(A)(2)(a).

^[381] Perrow, supra note [137], at 130.

^[382] See id. at 143 - 144 (论证了复杂系统意料之外的内部作用更加难以预测或诊断)。

^[383] See Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1389 - 1390 (提到“金融产品与市场”的复杂性会导致“信息不确定”)。

^[384] See supra notes [291]-[313] and accompanying text.

^[385] See supra notes [308]-[310] and accompanying text.

^[386] See supra notes [312]-[314] and accompanying text.

^[387] See Anabtawi and Schwarcz, supra note [114], at 1390 & nn. 170 - 171 (讨论了通过将交易所交易证券的特征标准化来降低金融产品和市场的复杂性)。

^[388] See id. at 1390 (表明复杂的金融工具可以使得企业提供“关于风险、收益和现金流的多种选择”)。

^[389] See id. at 1390 - 1391 (提到通过允许“市场参与者设计满足投资者需要的金融产品”可以创造“有效的”复杂性)。

^[390] Perrow, supra note [137], at 148.

^[391] See supra note [334] and accompanying text.

^[392] See supra note [333] and accompanying text.

五、平衡事前金融监管与事后金融监管

到目前为止,我们的分析表明,虽然事前与事后金融监管都有减轻系统性风险的效果,但是金融系统保护仅仅依靠其中任何一种都是不够的。因此,监管者必须决定如何平衡这两种手段来实现经济效率与金融稳定的双重目标。^[393] 我们对金融系统的研究在回答这个问题上也是很有帮助的。

我们在第三章第二节与第四章第二节分别对事前金融监管与事后监管局限的探讨表明,确定二者如何理想结合的相关因素有金融危机的可预测性、金融监管的可行性^[394]以及监管者在不造成大范围市场失灵与金融套利情况下贯彻其政策的可能性。具体而言,相较于事后监管,监管者对事前监管依赖更大,因为监管者对他们模拟金融系统动态变化的能力越自信,对系统性重要活动的控制就越多,他们在不引发市场失灵与金融套利情况下贯彻政策的能力也就越强。

监管者对金融系统运作的了解程度越高、预测的准确性越强,他们就能越好地识别出系统要素的状态变化如何影响其他要素以及整个系统。在监管审查的过程中,监管者通过评估市场参与者的安全稳健情况来判断他们的金融状况、经营范围、规模、集中度、相互联系以及活动性质是否会对金融稳定产生威胁。能够可靠掌握金融系统运作情况的监管者能够更好地行使他们的监管权来防范那些关键性金融企业和市场的崩塌。

然而,特别在这样一种迅速变化的金融环境中,可能会存在某种风险,即监管者高估这些企业的安全性或者高估自己的认识。就这点而言,我们发现,监管者对金融系统的模拟准确度很大程度上取决于金融企业与市场的透明性。市场竞争与监管套利的结合使得金融企业开发日益复杂的金融产品,^[395]这些产品与金融系统之间的复杂联系反过来又增加了金融市场的复杂性;^[396]而且,金融市场参与者比监管者更具有谋略。^[397]不论由于市场复杂性还是监管者自身能力限制,他们在金融市场中遇到的不透明度越小,就能越好地监管金融行业并发出金融危机的预先警报。

监管者单单识别出可能引发金融危机的情形还不够,他们必须要有使得金融系统健康发展的必要工具。这就意味着,必须授权监管者进行预防性监管,这既为了降低关键企业或市场出现系统性失灵的可能性,也是打破他们之间传染效应的要求。这一点目前所遭遇的困境为,金融服务业利益集团通过行政与法律手段阻止《多德-弗兰克法案》的适用。如此,公众的优先考虑可能不再是金融系统风险,同时金融服务业利益集团可能再度主张主导金融监管政策。

^[393] 至少是在证券法环境下,有迹象表明,政府事前监管参与得越多就意味着事后对这些监管的执行参与度越小, see John C. Coffee, Jr., "Law and the Market: The Impact of Enforcement", 156 *Pennsylvania Law Review* 229, 257 (2007).

^[394] 这包括了采用事后金融监管的可行性。Cf. E-mail from Anna Gelper, *supra* note [186] (注意到金融监管的政治经济学可能有事后监管的偏好)。

^[395] See Anabtawi and Schwarcz, *supra* note [114], at 1376-1377 (描述了“投资者对更准确符合其风险与回报偏好的证券有怎样的需求”,以及监管套利是如何导致金融产品复杂性增加的)。

^[396] *Id.* at 1370-1371, 1378 (主张认为“金融产品的创新增加了节点之间的跨时期联系”,也就是系统中机构之间的联系)。

^[397] Alan Murray, "Future of Finance (A Special Report)—Getting Started: Sir Howard Davies of the London School of Economics and Political Science Offers Action Items for Fixing the Financial System", *Wall Street Journal* (Dec. 13, 2009), available at <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704825504574585902675259622.html>.

金融监管者的另一个困境是,如何在允许企业和市场自由运转和处理市场危机之间划出一条界线。正如我们在第四章第一节第二点所探讨的,减轻紧密耦合性的机制如果过早介入,会扰乱本应具有效率的金融市场,但重要的是,这种机制一定要在系统性崩溃变得不可逆转之前运作。^[398] 事前监管还面临着潜在监管套利的挑战。金融市场参与者越容易在司法管辖权的界限之外运作,系统性重大活动就越容易在缺乏监管之地进行。^[399] 即便适合事前监管,事后监管也是应对系统性金融风险的综合监管策略中的必要组成部分。正如我们所强调的,在交互复杂性与紧密耦合性情况下,系统风险不可避免。^[400] 除非事后监管能够在金融危机发生时及时发挥作用,否则监管者就不得不采取一些次优的、有时间限制的特别措施。

然而,美国近期的金融监管发展对事后监管较为敌对。在金融危机之后的《多德-弗兰克法案》中,对金融监管的彻底修改就体现了这样的态度。根据法案的相关条款,如果一家金融企业被财政部长认定为“监管覆盖的金融企业”,也即发生系统性影响的违约或有类似风险的企业,那么这家公司必须由美国联邦存款保险公司(FDIC)接管进行清算。^[401] 另一条款禁止联邦政府帮助信用违约互换机构。^[402] 还有一条一针见血地限制了美联储向丧失清偿能力的企业提供紧急贷款的权力,从而限制了美联储长期以来作为流动资金提供者充当金融企业救命稻草的角色。^[403] 法案中没有条款保证监管者的市场监管权力。在他们看来,这些条款(以及省略的其他条款)容易导致事后监管盲目性紧急救济和纳税者征用。因此,他们彻底反对事后监管,这就增加了与系统相关的重要金融企业或市场崩溃的风险,从而会对其他金融企业和市场产生系统性影响,最终影响整个经济。

正如我们在本文中论证的,金融监管旨在减轻系统失灵的危害后果,它可以与事后响应措施相结合从而应对那些不好的担忧。周全的监管方案设计可以通过风险导向型保险的设置、与那些接受公共支援的企业的私债权人分享损失等措施从而控制道德风险、限制纳税者责任。事后监管还可以通过透明、公正、纳税者最小负担的方式减少危机后的特别措施,即便不能完全消除这些特别措施。

六、结 论

我们认为,事前监管或者预防性监管,对于解决系统性金融风险尚不足够。设计综合性系统风险监控政策还需要事后措施作为补充,也称为减损性措施,它聚焦于限制金融失灵的损害性后果。然而,认识到事前监管与事后监管这两种措施在规制系统性风险中的重要性只是保障金融系统的第一步。监管者必须进一步权衡如何平衡这两种手段。我们的文章为事前与事后监管的恰当组合提供了一些建议,意欲借此为金融系统保驾护航。

(责任编辑:黄韬)

^[398] See supra note [334] and accompanying text.

^[399] See supra notes [197]-[204] and accompanying text.

^[400] See supra notes [137]-[146] and accompanying text.

^[401] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § § 204-205, 124 Stat. 1376, 1454-58 (2010) [codified at 12 U. S. C. 5384 (2012)].

^[402] § 716, 124 Stat. at 1648-51 (codified at 15 U. S. C. 2305).

^[403] § 1101(a)(6), 124 Stat. at 2113-15 (codified 12 U. S. C. 343); see supra notes [240]-[244] and accompanying text.