

# 黑暗中的监管立法

[美] 罗伯塔·罗马诺(Roberta Romano)\*

翁小川\*\* 译

---

## 目次

### 一、引言

### 二、危机时代金融法规的制定

### 三、提高以危机为基础的金融监管法规的质量

#### (一) 定期废止金融监管法规

#### (二) 开放金融立法试验

### 四、结论

**关键词** 金融危机 危机立法 定期废止金融法规 金融立法实验

---

## 一、引言

在金融危机爆发之时如何规制？这对金融监管是个基本的命题。如果该命题并非无解，那么其又会因为蕴含问题的复杂性而难以准确回答。基础性的金融立法可能在危机环境中被制定。<sup>〔1〕</sup>在过去的十几年中，当面临基础性的金融立法问题时，美国国会采取行动的成本和结果似乎反映了

---

\* 耶鲁大学法学院斯特林讲席教授(Sterling Professor), 公司法研究中心主任。本文发表于由卡瑞·科格里安内斯(Cary Coglianese)主编的《监管失效？美国规制的信心危机》一书。Cary Coglianese (Ed.), *Regulatory Breakdown? The Crisis of Confidence in U. S. Regulation* (Philadelphia, Pennsylvania: University of Pennsylvania Press, 2012). 笔者要感谢阿兰·皮特朗考斯塔(Alain Pietrancosta)为本文命名的建议, 同时也要感谢卡瑞·科格里安内斯、吉尔·菲希(Jill Fisch)、乔纳森·梅西(Jonathan Macey)、安德鲁·维尔斯坦(Andrew Verstien)和其他所有宾大规制项目(Penn Program on Regulation)研讨会学者, 昆尼皮亚克大学(Quinnipiac University)法学院联邦主义协会章节午餐讲座和耶鲁大学法学院研究生研讨会的参加者提供的有益点评。

\*\* 上海交通大学凯原法学院研究员、法学博士。

〔1〕 Roberta Romano, “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance”, 114 *Yale Law Journal* (2005), 1591-1594.

其条件反射性地通过大规模立法来扩大对商业组织——特别是对金融机构和金融工具——的监管范围和等级来解决问题。通过一个比较立法复杂性的简单有效的常用方法就能够发现国会通常的做法：即出版的法规的长度。2002年的萨班法案(the Sarbanes-Oxley Act)和2010年的多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案(the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)分别有66和848页之多,而作为20世纪基础性的联邦银行立法的联邦储备条例(the Federal Reserve Act)和格拉斯-斯蒂格尔法案(the Glass-Steagall Act)各自为24和37页。<sup>〔2〕</sup>

一个与解决金融危机中监管难题相关的命题是：和其他的被监管领域相比，金融机构和金融市场是否存在区别，进而使得监管更加具有挑战性？并使危机处理更可能导致立法上的失败？本文将通过比较三个最近的金融监管立方案例来专注于这两个问题，同时笔者认为这三个案例在很大程度上被误读了。这三个立方案例是：在21世纪初，为应对伴随着股票市场缩水会计丑闻和几个大型上市公司破产危机的萨班法案；在21世纪10年代后期为处理由次贷危机引发的全球金融危机的多德-弗兰克法案；和在20世纪80年代末，主要工业国家的央行和银行业监管机构寻求协调国际金融规则的巴塞尔资本协议。

我相信回答前述两个有关危机催生的金融立法问题并不是制度的有效性问题，而是国会缺乏必要的专业素质来理解技术上高度复杂的金融产品和金融市场。对金融监管者来说，通过颁布一系列国际层面上调和的资本要求来保护全球金融系统以避免灾难性的系统风险的工作并没有取得太大的进展。并且笔者认为这样的做法反而无意地助长了系统性风险。但是，人们很难从媒体报道中得出这样的结论。<sup>〔3〕</sup>

监管问题的难点源自于这样一个事实：金融机构在一个动态的环境中运作。在这个环境中，存在着未知的且不可知因素，并且前沿的知识很快地过时。在这样的语境下，因为监管者必然在相当的不确定性和落后于私人应对的境况下运作，所以即使是最周全的监管应对措施（而最近国会对危机的应对并不是那么的周全）都可能是错的，并且可能产生旨在解决危机之前老问题的金融监管措施，而不是解决新问题的措施。但是，正如最近的危机所展示的，依靠银行内部风险评级来核定资本要求的巴塞尔协议二的彻底失败，证明了参考市场参与者较丰富的市场知识来监管并不一定是有效的做法。这样仅是进一步强调了金融机构运作的流动性的、迅速变动的和不确定的环境，即使是金融机构最纯熟的风险控制技巧在面对全球金融危机时也被证明是不足的。

为了了解危机中采取的金融监管措施，我们必须像弗兰克·奈特(Frank Knight)提出的那样必须把“我们所知的人之本性”考虑在内。<sup>〔4〕</sup> 在本文中，人之本性可以理解为立法者在对金融危机采取行动时不可能不通过“做些什么”的方式来回应危机，其体现为：尽管彻底共识化地理解发生了什么，和彻底共识化地理解起草的既定方案之后会带来相当的信息上的优势，进而提高决策的质量，但是立法者只是通过强化监管，而不是等到彻底共识化地理解上述内容后再来应对危机。当金融立法被广泛认为是有缺陷的或是严重不足时，国会不愿意灵活地重塑金融立法，这进一步加剧了前述“人之本性”问题。比如，花了十几年来废除格拉斯-斯蒂格尔法案中关于商业银行和投资

〔2〕 多德-弗兰克的页数为单倍行距的计算方法；媒体和佩瑞公布的更长的版本为2319页，参照了官方法案的两倍行距的格式。佩瑞计算的用来对比两部新法的早期两部法案的页数是被低估了的，因为它们的页边距更窄。然而，即使笔者们调和格式上的差距，该观点仍然基本准确：多德-弗兰克法案在长度方面使两部早期的立法相形见绌。Mark J. Perry, “Major Financial Legislation: Number of Pages”, Carpe Diem. (July 16, 2010), available at <http://mjperry.blogspot.com/2010/07/dodd-frank-aka-lawyers-and-consultants.html> (accessed August 17, 2011).

〔3〕 Roberta Romano, “For Diversity in the International Regulation of Financial Institutions: Rethinking the Basel Architecture”, unpublished manuscript (January, 2012), Yale Law School, New Haven, Connecticut.

〔4〕 Frank Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (New York: Harper and Row, 1965), p. 270.

银行分离的规定;耗时11年,仅对《海外腐败法》(Foreign Corrupt Practices Act)中关于会计和贿赂条款做出相对细微的修订;尽管对一些法律问题已经形成实质性的共识,萨班法案仍经过了九年的时间才被修订,免去有关内部控制有效性要求的审计听证。

本文认为典型模式的金融监管立法中(即在危机的情况下,并在现状粘性导致的实质不确定性条件下进行立法)最优的应对手段是:国会和监管者必须将下列要素囊括于金融危机的事中和事后金融立法和监管之中。第一,要求自动的事后评价和重新考虑立法和监管的程序性机制;第二,在可行的前提下,赋予制度性豁免或者减免的权利,鼓励小规模有选择的实验并给予行使的灵活性,进而使监管机构更好地了解现况的同时对自身进行调整。这样的方式能够在一定程度上减轻长期伴随着危机环境催生的金融立法和规则制定的错误。考虑到金融机构、市场对经济增长和社会福祉的中心地位,对立法者来说,以最正确的意图回应金融危机而避免加剧危机是非常重要的。

## 二、危机时代金融法规的制定

大多数重要的金融法规都是为应对金融危机而被通过的。<sup>〔5〕</sup>该模式可以在有关政治目的的政治科学文献中得到印证。根据这些文献的论证,主题会因为与关注的焦点问题相关而被置于立法政策诸项的顶端,并且根据国民的关注度而发生改变。由此将公众的感受施加于政府行为之上以矫治具体的问题。<sup>〔6〕</sup>一系列的事件创造了一种可能,个人(“政治鼓吹者”)可以将他们已有倾向性的政策推崇为目前问题的“解决方案”。<sup>〔7〕</sup>在金融危机中的典型的模式是:媒体强烈要求应对措施,这种应对措施是反映而非激发相似广泛诉求的。并且随着危机的加剧,一个随之而来的建议是:政府的不作为会延长人们的痛苦。<sup>〔8〕</sup>无论这样的诉求是由媒体提出的、广泛认同的或确实是解决问题所必需的,一个厌恶风险并立志连任的立法官员无疑会在缺乏寻求论证的前提下(如果寻求论证是可能的)得出需要采取应对措施的结论。

有理论性和经验性兼具的政治科学文献,基于政治现象的代理模式,支持了对立法者行为的方针的假设:它表明了媒体报道的突出问题、选举结果和政策施行之间存在紧密的联系。<sup>〔9〕</sup>对立法者而言,较之不作为,以“做些什么”的方式来回应危机,既容易向焦虑的大众解释又更可能被媒体积极地报道。因此这样做显然是连任(假设这是立法者的注意焦点)的较优途径。

虽然立法者可能意识到,他们不可能确定当下采纳何种政策是最优的:因为首先关于发生了

---

〔5〕 Stuart A. Banner, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860* (New York: Cambridge University Press, 1998), p. 257; Roberta Romano, *supra* note [1], at 1591-1594.

〔6〕 John W. Kingdon, *Agenda, Alternatives and Public Policies*, updated 2nd ed. (Boston: Longman, 2011), pp. 19-20.

〔7〕 *Ibid.*, at 20.

〔8〕 比如,一个热衷于公司会计丑闻、要求政府回应的媒体是萨班法案颁布的重要因素。Roberta Romano, *supra* note [1], at 1559, 1567. 在尚在持续的全球金融危机中,媒体每天都在不断重复地诉求政府采取广泛多样的行动来解决危机。

〔9〕 这些模式表明通过突出某问题,媒体有助于公民监督他们选出的代表的能力实现,并由此使得政府采纳全体公民所支持的政策。有大量的经验性研究支持该理论并发现了政策、选举结果和媒体报道的联系。对这些文献的总结, see Roberta Romano, “Does the Sarbanes-Oxley Act Have a Future?” 26 *Yale Journal on Regulation* (2009), 255-257. 金登(Kingdon)认为媒体通过影响公众对某事物的看法进而影响在意公共观点的立法者,或者放大已经在别处开始的政治程序运动以对政策制定起到间接的效果,而不是直接影响政策问题的被列入立法安排与否。John W. Kingdon, *supra* note [6], at 58-61.

什么和为什么会发生就可能存在相当的不确定性。但是伴随着金融危机之下因迫切需要而被放大的问题重要程度，或者俗称的“媒体疯狂”(Media Frenzy)，迫使立法者不仅要回应，而且必须迅速地回应。然而除了偶然的情况外，对危机起因的一无所知必然会导致错误的监管应急措施。事实上，与政治科学文献关于政策性的建议是如何进入国会决策的议事日程的解释类似：金融危机时所采取的立法方式往往包含用来解决想象出来的或者真实存在的无关问题的提案，并且该提案在过去被反复使用。这些提案被政策鼓吹者作为现成的方案提出，以解决当前迫切需要解决的问题，同时也能满足国会尽快颁布特别制定法律的需求。<sup>[10]</sup> 基于这一事实，我们所见证的一再出现的金融监管立法上的失败并不是个意外。

比如，萨班法案就是一个立法失败的案例。该法竭力兜售的对于独立审计委员会、限制审计师服务和论证内部控制的种种要求，特别是被政策鼓吹者一度拥护的“现成”手段等治理要求只得到非常有限的公开学术文献的支持。在该法颁布之前及甚至很久之后，这些要求在提高公司表现或者降低审计失效方面的效用也鲜有学术支持。<sup>[11]</sup> 这些流于形式的改革显然对提高金融机构应对2007-2009年的金融危机的能力没有贡献。<sup>[12]</sup> 然而萨班法案的治理要求仍然是使商业组织承担相当成本的法律，<sup>[13]</sup> 并且囿于政府的组织形式，修改该法将是项非常费力的工作。

此外，相当部分的多德-弗兰克法案和较少部分的萨班法案是由相当数量的联邦监管者相关立法指引构成的。多德-弗兰克法案要求400项最终立法和67项研究，其中绝大部分的立法期限无疑是无法被满足的。<sup>[14]</sup> 事实上，在该法颁布满周年之时，104项立法期限已经错过。<sup>[15]</sup> 理论上，因为在预期的立法程序中需要更多信息来提高政策制定的质量，所以，在笔者提到的危机时期立法信息收集方面，代理的立法策略表面看来是周全的。这样的解释与传统的授权与遵从理论高度契合：在政府机构中，“被授权代理机构是专业知识和经验的储藏库”。<sup>[16]</sup>

但是，因为法条在立法的数量和实施的时间安排上对被授权机构的荒谬要求，所以很难严肃

[10] 例如，John W. Kingdon, *supra* note [6], at 139-143, 181-182; Stephen Bainbridge, “Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II”, 95 *Minnesota Law Review* (2011), 1796-1819, 1821, 关于多德-弗兰克法案的治理条文部分; Roberta Romano, *supra* note [1], at 1568-1585, 关于萨班法案的治理条文部分。

[11] Roberta Romano, *supra* note [1].

[12] Andrea Beltratti and René M. Stulz, “Why Did Some Banks Perform Better During the Credit Crisis? A Cross Country Study of the Impact of Governance and Regulation”, *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No. 254/2009* (July 2009), available at [http://ssrn.com/abstract\\_id=1433502](http://ssrn.com/abstract_id=1433502) (accessed August 20, 2011).

[13] See e. g., Anwer S. Ahmed et al., “How Costly is the Sarbanes-Oxley Act? Evidence on the Effects of the Act on Corporate Profitability”, 16 *Journal of Corporate Finance* (2010), 352-369; Leonce Barger et al., “Sarbanes-Oxley and Corporate Risk-Taking”, 49 *Journal of Accounting and Economics* (2009), 34-52; James S. Linck et al., “The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors”, 22 *Review of Financial Studies* (2009), 3287-3328; Roberta Romano, *supra* note [9].

[14] 多德-弗兰克要求的监管举措多得令人难以置信，这对商业组织来说是如此地难以奉行，以至于律师事务所创设了收费的客户服务来追踪具有立法义务机构的制规和报告的进程。Davis Polk, “A Dodd-Frank Progress Report” (July 22, 2011), 10-11, available at <https://regulatorytracker.com/regtracker/viewWikiPage.action?metaData.channelId=9&metaData.siteID=2&metaData.wikiID=56> (accessed August 17, 2011). Davis Polk, “Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010” (July 21, 2010), ii, available at <https://regulatorytracker.com/regtracker/viewWikiPage.action?metaData.channelId=9&metaData.siteID=2&metaData.wikiID=20> (accessed August 17, 2011).

[15] Davis Polk (2011), *supra* note [14], at 2.

[16] William N. Eskridge Jr. and John Ferejohn, *A Republic of Statutes* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 2010), p. 276.

地假设:国会通过如此广泛的授权立法,所关心的是给立法提供可用的信息。<sup>[17]</sup>不能寄望于被授权机构能够实现法律所预设的“积累在立法过程中相关可得信息”这一目的,更不能寄望于其能吸收这些信息。这里有一个关于多德-弗兰克法案所授权的美国证监会(SEC)的代理获取规则的说明:该规则由于成本收益效果的分析不足使得立法变得“武断和无常”,因而,在商事圆桌组织诉美国证监会一案<sup>[18]</sup>中被美国哥伦比亚特区上诉法院所否决。然而,与绝大多数的法定的制规过程相比,该法律在过去的十多年里已经在形成中了。

政治科学文献的一支提供了一种可供选择的监管授权理论:这是一种立法者规避因负面政策效应而产生的责任的手段。<sup>[19]</sup>与国会热切寻求通过设立额外的立法信息收集和监管调整渠道来解决在不确定的情况下紧急立法的理论解释相比,该理论为多德-弗兰克法案的大规模授权方式提供了一个更令人信服的解释。在这种情况下,授权使得立法者在危机中有所“作为”。通过制定“一些东西”并且籍此安抚媒体和大众的忧虑来有所“作为”。而与此同时,将潜在的政策失败和其他政策结果的责任转移给被授权机构。因为在立法时,由于关于危机原因的可用信息的缺乏或者质量低下,这些潜在的失败和其他结果的出现是非常可能的。如果前述的失败和结果出现,立法者将适时地站在批评被授权机构的立场,同时不仅将政策失败归因于错误的施行而不是设计拙劣的国会授权制度,而且仍保有通过行政行为提供有价值的相关服务,和辅助商事组织与个人渡过难关的可能性。<sup>[20]</sup>但是,如果政策施行成功,立法者当然还是能够邀功。<sup>[21]</sup>简而言之,可以说通过授权,立法者能够立于不败之地。

从立法者的角度,无论是善意的解释还是更易操纵的解释,授权策略只会产生最小的成本。但是许多商界和学界人士却认为多德-弗兰克法案已经缓解了在全球金融危机之后严峻的经济颓势。同时,银行花费十几亿美元在多德-弗兰克法案的合规上,<sup>[22]</sup>而该法好像真地对信贷的价格和可得性产生了反作用。但是,同等重要的是大量监管要求也增加了商业的不确定性。直到这些要求被建议(注意:非被颁布)监管合规的成本已经无法被准确地估量。这对投资是有抑制作用的。此外,和获得两党支持、全票或者接近全票支持的金融立法相比,多德-弗兰克法案是在一党支持的情况下通过的。因此,一个额外影响商业投资的不确定性的可能是:在所有的监管要求被完成或者原有的法律施行方式被彻底改变前,国会的控制权和总统人选都可能变化。

监管者的裁判给多德-弗兰克法案的完全成本带来了进一步的模糊性。在监管者试图执行时,多

---

[17] 国会不断地设定不切实际的期限,而对推广这样的操作并没有令人信服的解释。一种理论是国会在完全意识到该到期日将无法被满足或者将制定出“不完整的或者有瑕疵的”规定的情况下,利用了期限作为责任机制,通过为相关人提供巧妙设计的优势在法庭中向法规制定发难,并且对法规内容施加影响。Cornelius M. Kerwin and Scott R. Furlong, *Rulemaking: How Government Agencies Write Law and Make Policy*, 4th ed. (Washington, D. C.: CQ Press, 2011), p. 226. 到目前为止,作为已诉讼的与多德-弗兰克法案相关的法规制定,美国证监会(SEC)代理获取规则并没有期限。并且尽管商事圆桌组织(The Business Roundtable)的诉讼理论上代表了这样的解释,但是这却与立法支持者所计划的相左,原因是他们的政治支持者(工会团体)竭力地拥护美国证监会采纳该规则。

[18] *Business Roundtable v. SEC*, USCA Case # 10-1305 (July 22, 2011).

[19] Morris P. Fiorina, “Legislative Choice of Regulatory Forms: Legal Process or Administrative Process?” 39 *Public Choice* (1982), 46-52.

[20] See e. g., *ibid.*, at 47, 53.

[21] Albert Nichols, “Legislative Choice of Regulatory Forms: A Comment on Fiorina”, 39 *Public Choice* (1982), 68.

[22] Ben Prosser, “Banks Preparing for (and Fearing) Derivatives Rules”, *DealBook*, New York Times Blogs (July 11, 2011), available at <http://dealbook.nytimes.com/2011/07/11/banks-preparing-for-and-fearing-derivatives-rules/> (accessed August 27, 2011).

德-弗兰克法案授权造成了无法预计的可能产生新风险的操作性问题,该问题也使执行变得更复杂。比如,为了降低定制的场外交易衍生证券的交易风险,国会要求在可能的情况下衍生品交易须在交易所清算(多德-弗兰克法案, Title VII)。但结果是,这些要求却因交易所处理保证金抵押的方式问题,增加了养老基金和资产经理人的风险,改变交易所中介机构的安排以降低风险的做法却增加了成本。<sup>[23]</sup>

简而言之,通过要求被授权机构颁布大量不仅缺乏指示而且对如何与机构操作相协调欠缺考虑的规则,多德-弗兰克法案的授权策略创设了一片商事规划的危险区域。此外,雪上加霜的是,多德-弗兰克法案甚至没有试图去解决这次金融危机的诱因:房利美和房地美(Fannie Mae and Freddie Mac)。这些政府资助的机构(the Government-Sponsored Enterprises, “GSEs”)从事的是担保按揭贷款活动,预计在2012年底,估计需要几千亿美元来自纳税人的支持。<sup>[24]</sup>可是,对诱因解决的遗漏大概并不奇怪,因为在他们接受救助之前,政府资助机构被认为“因具有巨大影响力和紧密政治联系而不可能被监管的”。并且每届继任总统内阁都会对高度举债和越来越具风险的借贷行为“睁一只眼,闭一只眼”。<sup>[25]</sup>

但是至少也有些对机构的授权(包括要求被授权机构实施无裁量权行动的法律条文)和金融危机是有联系的。这些授权明确旨在减少系统风险,例如对金融稳定监督委员会(Financial Stability Oversight Council)的创设(多德-弗兰克法案, Title I)和最低杠杆融资和风险资本要求的监管指导意见。<sup>[26]</sup>这一事实说明有意义的比较参考基准将是:国际金融监管群体对于通过调和巴塞尔协议中的资本要求以降低系统性风险所做出的努力。正是由于与国会相比金融立法者更具有技术上的专业性,所以,如果以机构的能力来解释已制定金融规则的缺陷,那么金融立法者将被期望比国会做得更好。

此外,与国会在金融危机期间的审议不同,金融监管者关于巴塞尔协议的商讨并没有受到过多的媒体报道、大众关注和催促立即行动的公众意愿的影响。比如,自1998年启动的巴塞尔协议二(Basel II)和其他的主要巴塞尔措施直到2004年才被通过。<sup>[27]</sup>丹尼尔·塔鲁洛(Daniel Tarullo)认为巴塞尔协议二(Basel II)“并没有被成员国的某个具体的危机所推动”。<sup>[28]</sup>(即1997年的亚洲金融危机并不是诱因,因为巴塞尔的成员银行并没有被严重地影响到)但是,和国会相对迅速地回应危机的立法成果相比,即使是被危机驱动的巴塞尔的应对措施也花了几年的商讨时间

<sup>[23]</sup> Jeremy Grant, “Buyside Seeks Clearer View of OTC Trading Reconstruction”, *Financial Times* (January 10, 2011), 15.

<sup>[24]</sup> Viral V. Acharya et al., *Guaranteed to Fail Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 2011); Congressional Budget Office, “The Budgetary Cost of Fannie Mae and Freddie Mac and Options for the Future Federal Role in the Secondary Mortgage Market”, Testimony Before the House Committee on the Budget (June 2, 2011), available at <http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=12213&zzz=41781> (accessed 28 August, 2011); Peter Wallison, “Dissenting Statement”, In *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* (Washington, D. C.: National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, January, 2011); idem, “Dodd-Frank and Housing Finance Reform” (2011), available at <http://www.aei.org/outlook/101049> (accessed August 21, 2011).

<sup>[25]</sup> Ibid, Viral V. Acharya et al., at 22, 28.

<sup>[26]</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010), § 171.

<sup>[27]</sup> 尽管可能有人 would 认为巴塞尔二是为应对1997年亚洲金融危机所创,塔鲁洛认为这并不是有因果关系的引发因素,因为巴塞尔成员银行并没有严重地被该危机影响。Daniel K. Tarullo, *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation* (Washington, D. C.: Peterson Institute for International Economics, 2008), pp. 90-91.

<sup>[28]</sup> Ibid, at 90-91.

才达成最后的一致。<sup>[29]</sup> 一个显著的案例是,在2010年,相对迅速地通过(在全球金融危机最初的两年内)了巴塞尔协议三(Basel III),却包含了一个延长施行和观察重估时间表。这个时间表对一些关键的条款跨度达五到十年。<sup>[30]</sup> 因此,进一步和国会相比较,国际监管者们有更多的时间来获取有关危机成因和后果的额外信息,并以此来改善监管应对的手段。

尽管看上去由国会和中央银行们主导的金融监管法规存在明显的区别,并且这些区别也能说明后者可能有更好的条件以做出正确的决策,但是时下的金融危机却恰恰说明这样的期望被寄错了对象。事实上,由巴塞尔协议产生的调和后的国际金融监管规则一定程度上错误地导致了时下的全球金融危机,并提高了系统性风险。因为它鼓励银行持有住房按揭抵押和与按揭有关的证券和主权债。而这些资产正是时下危机的来源。<sup>[31]</sup> 因为该协议为全球性的协议,并且世界范围内的银行有遵循大致相近的商业策略的动机,所以当巴塞尔推崇的按揭相关资产价值崩溃的时候,导致了全球性的金融危机,而并不是一两个地区化产生的次贷危机。巴塞尔的缺陷性监管设计同时也暗示着时下欧元区主权债务危机的发生,因为较住房按揭抵押和按揭相关证券,主权债券甚至被巴塞尔协议风险权重列表更为青睐。

制定这些规则的主体是最发达国家的央行和银行监管者。他们没有媒体要求其快速行动,具有可任意支配的资深专业知识和资源。但是,为何他们制订出的金融规则最终陷入如此巨大的错误?一个可能的解释是:运气不佳。尽管颇有些坏运气的成分,但是对笔者来说更主要的原因是金融市场剧烈变化的不确定性的特征和明显的政治目的影响着巴塞尔协议。“剧烈变化的不确定性”(Dynamic Uncertainty)被用于反恐文献,<sup>[32]</sup>它的定义指的是:为应对监管,被监管者的行为以无法预期的方式改变风险。这种改变是非线性的,并且随着时间的流逝使得预期监管的影响变得极度困难。

事实是目前已有的知识状态并不允许我们以任何程度的自信来预期什么是最佳资本要求或者什么是降低系统风险的其他监管政策。实际上,我们也无法预期未来哪种行为或者机构可能产生系统性风险。由于金融系统的商业、法律和技术上的条件变化,在颁布时合时宜的监管规则可能快速地转变为不合时宜的。此外,机构和个人不断地根据监管调整行为和应对措施。这些反应以非线性的方式与监管环境互动,使得分析变得复杂。

尽管我们的知识取得了相当大的进步,但是快速运动和持续变化的金融市场的特性同样不太可能让我们自信地凭借任何未来的知识状态来预测。在现今大型并普遍联系的金融机构和复杂的金融工具的背景下,风险管理必须和未知的、不可知的和不能简单了解的风险博弈。<sup>[33]</sup> 然而,巴

[29] 例如,塔鲁洛提到于1988年被通过的巴塞尔协议一(Basel I)是用来应对20世纪80年代初的拉丁美洲的债务危机所启动的。Daniel K. Tarullo, *supra* note [27], at 91 n. 9.

[30] Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems* (2010), p. 77, available at <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf> (accessed August 21, 2011).

[31] Jeffrey Friedman and Wladimir Kraus, *Engineering the Financial Crisis: Systemic Risk and the Failure of Regulation* (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2011); Roberta Romano, *supra* note [3].

[32] 在反恐文献中,“剧烈变化的不确定性”被普遍用来区分恐怖主义风险和自然灾害。两者实质的风险都是高度不确定的,但是恐怖分子根据目标的保护措施来改变它们的行动,并且由此随着时间的推移影响风险。Erwann Michel-Kerjan, “Report No. 3: Financial Protection of Critical Infrastructure—Uncertainty, Insurability and Terrorism Risk”, Institut Veolia Environnement (June 2005), available at <http://www.institut.veolia.org/en/cahiers/protection-insurability-terrorism/terrorism-insurability-terrorism-uncertainty.aspx> (accessed August 27, 2011).

[33] Francis X. Dieblod et al., “Introduction”, in F. Diebold et al. (Eds.), *The Known, the Unknown, and the Unknowable in Financial Risk Management* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 2010), p. 3.

塞尔的方式是让民间、监管者和学术研究人员注意力集中在已知的元素上。这些元素是指通过风险统计概率来衡量资本充足性，而不考虑设立内部控制和监管系统（该系统强调对未知挑战的适应性和对不可知风险的监管）的同等需求。<sup>[34]</sup>此外，与资产回报相交叉，并用于风险管理关系的旧知识可能具有误导性，因为在金融危机的时代，资产的相关性不仅变化，<sup>[35]</sup>而且会显著地提高，<sup>[36]</sup>在这样的环境下，监管者一定会犯错误，同时巴塞尔的全球调和模板并不是很适合来发现这些错误。原因是该模板既不能便利地调整出增加系统生存能力的策略，也不能培养出多样化；<sup>[37]</sup>相反，可能增加系统危机的风险。<sup>[38]</sup>

但是巴塞尔协议的失败并不是仅仅因为自上而下不合理的调和的监管方法，而是该监管方法无法应对金融市场的剧烈变化的不确定性。同时，该协议也被政治性的判断所影响，<sup>[39]</sup>进而对金融稳定产生了负面的影响。该协议的大多数重要条款[核心资本(一级)的定义以及风险权重的选择]已经变成了反复政治交易的主体。例如，在巴塞尔一(Basel I)之下三方设计的协议中，日本谈判者得到了他们想要的，将缓征的税务资产作为核心资本来对待。同时美国的谈判者们得到了按揭贷款服务权，欧洲(法国和德国)的谈判者们得到了在其他金融机构中少数派利益(该互惠交易被沿袭至巴塞尔三)，即所有三种资产继续作为适格一级资本，尽管被限制在相同的10%。<sup>[40]</sup>对于平等对待这三种资产分类没有经济或者理性的解释，更不用说去解释为什么他们被当作股权资本来对待。并且正如前述，受到追捧的巴塞尔风险权重，在住房按揭抵押方面能说明影响风险权重分配的政治考量。这些政治考量是为了顺应和促进国家的政策。<sup>[41]</sup>

因为缺乏可用的可供做出高质量决定的信息，在需要进一步审慎考量时，国会通过仅以回应当前危机为目的的完整金融立法来最快速准确地展开行动。当有关信息显示监管方式可能是错误的或者监管方式不再合适的时候，建诸于全球调和主旨之上的巴塞尔监管体系一样不能迎合需求。这是因为它的目的并不是为了采集关于新风险可能要求的监管有关信息，更不是关于什么样的法规最适合具体类型的监管。它不能灵活快速地调适方向以制止即将到来到的问题。尽管国会不会限制自己在危机中的行动，并且巴塞尔委员会的成员也不会在今后的将来违背调和的承诺，但是在笔者看来，可能会伴随着他们的决定一同到来的不期恶果能通过两种方法缓解：a. 部署立法修改要求的系统性程序机制，或 b. 通过准许监管方法的实验。

### 三、提高以危机为基础的金融监管法规的质量

有两个关键的组成部分必须被包括到降低立法和监管失败可能性的金融监管法规中去：1. 在

[34] Ibid, at 5.

[35] Ibid, at 25.

[36] Stefan Erdorland and Nicolas Heinrichs, “Co-movement of Fundamentals: Structural Changes in the Business Cycle”, University of Cologne Graduate School in Management, Economics and Social Sciences Working Paper 01-01 (December 2010), Köln, Germany, available at <http://ssrn.com/abstract=1609570> (accessed August 21, 2011).

[37] Andrew G. Haldane, “Rethinking the Financial Network”, 53 BIS Review (2009), 1-26.

[38] Roberta Romano, supra note [3]; Richard J. Herring and Robert E. Litan, *Financial Regulation in the Global Economy* (Washington, D. C. : Brookings Institution, 1995), pp. 134-135.

[39] Roberta Romano, supra note [3], at 39, 43-44; Daniel K. Tarullo, supra note [27], at 87.

[40] Basel Committee on Banking Supervision, supra note [30], at 26.

[41] Mathias Dewatripont et al., *Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis* (Princeton, N. J. : Princeton University Press, 2010), p. 30.



法规颁布固定的一段时间之后(比如五到六年)重新讨论和审核是否需要修改,即定期废止要求(Sunset Requirement);并且,2. 建立一个在可能情况下支持监管实验的模式。通过允许立法者和监管者在决策程序中加入新的信息,并且同时增加由实验带来的监管多样化所产生的新信息可能性,就有可能进一步提高决策质量。

#### (一) 定期废止金融监管法规

定期废止模式(假设法规将在特定的时点到期,除非重新颁布新的法案)是以时间为手段的立法工具。<sup>[42]</sup> 尽管它作为立法手段来应用时有起落,在美国建立时它已被国会和州立法者所采用了。比如,在20世纪70年代,定期废止立法迅速地在美国传播。有35个立法机关颁布了定期废止的法律来审核行政被授权机构。这被广泛地认为是无效和浪费的。<sup>[43]</sup> 与此同时,国会也考虑过(但是并没有行动)广泛的定期废止的立法。然而在1974年的商品期货交易委员会法案(the Commodity Futures Trading Commission Act of 1974)中还是以定期废止的方式设立了商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission)。

在1990年,考虑到审核的时间和成本因素,对行政被授权机构定期废止法律的热情消退了,但是二十多个州仍然保有一些现行有效的定期废止审核的形式。在近几年,因为州财政状况恶化,各州又重新采纳或者兴起了该程序。<sup>[44]</sup> 在20世纪70年代州定期废止审核(Sunset Review)的全盛时期,一些讨论其有效性的文章表示这一机制总体上是成功的。定期废止的审核导致了一些被授权机构的终止(尽管没有重要的机构被终止)并改进了他们的运作。即使在一些停止采用定期废止审核的州,这点也是被认可的。<sup>[45]</sup> 定期废止特别适合危机驱动的金融立法。在采纳定期废止策略的理论中,金融监管领域中的核心理由是定期废止能缓解最小信息立法产生的困境;从实际的角度出发,并且同时缓解因此产生的严重错误的、永久持续的风险。诚然,国会原

---

[42] 定期废止法律(Sunset Statutes)是临时立法的一种,对于临时立法的总结参见 Jacob E. Gersen, "Temporary Legislation", 74 *University of Chicago Law Review* (2007), 247-298. 实际上,美国收入税法日益盛行时间上限制的条款。这常常被称为“混合条款”(因为这些条款自动延展)而不是“定期废止条款”。对于税务定期废止条款的政治动态的重要评估来说,它与应用于定期废止条款在纸面上的危机驱动的立法问题相垂直。同时它也和规避限制性预算法则有关。See, Rebecca M. Kysar, "The Sun Also Rises: The Political Economy of Sunset Provisions in the Tax Code", 40 *Georgia Law Review* (2006), 335-406.

[43] Lewis A. Davis, "Review Procedures and Public Accountability in Sunset Legislation: An Analysis and Proposal for Reform", 33 *Administrative Law Review* (1981), 393-413; Dan R. Price, "Sunset Legislation in the United States", 30 *Baylor Law Review* (1978), 401-462.

[44] Richard C. Kearney, "Sunset: A Survey and Analysis of the State Experience", 50 *Public Administration Review* (1990), 49-57; Sarah Weaver, "Sunset Review in the States", Report for the California Legislature Joint Sunset Review Committee (June 8, 2011), available at <http://sunsetreview.assembly.ca.gov/sites/sunsetreview.assembly.ca.gov/files/hearings/Sunset%20Review%20in%20the%20States.pdf> (accessed August 29, 2011).

[45] *Ibid.*, Richard C. Kearney, at 52-55; Dan R. Price, *supra* note [43], at 440; John Coffee, "The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated", Columbia Law and Economics Working Paper No. 414, 19 n. 39 (January 9, 2012), available at [ssrn.com/abstract=1982128](http://ssrn.com/abstract=1982128) (accessed March 14, 2012). 约翰·考菲质疑笔者对萨班法案的批判和拥护把定期废止作为降低紧急立法负面效应的手段的思路的连续性。同时他也引用了另一篇文章来批判笔者拥护的定期废止审核的观点。该引文是“总的来说,没有经验性的证据证明阳光法案提供任何的好处”,同时他还认为,“这好像是自相矛盾的,罗马诺教授批评国会在制定萨班的许多条款时,没有(在她看来)足够的经验性支持并且由此提出没有经验性支持的立法救济(强制性的定期废止规则)”。考菲和其他作者宁愿忽视长久以来美国定期废止立法的经验和评估它们结果的文献。定期废止立法是立法者传统的立法工具。笔者这么说的理由是,尽管经验性的关于定期废止审核的研究是有限的,但是本文提及的那些研究提供了积极的,尽管大多数是定性的评价。

则上可以修改事后被证明是错误的危机立法，但是美国的政治系统分权和制衡的组织原则在整个立法程序中会产生诸多法案可能被否决的环节（比如两院的同意，然后是总统的批准，或者是被两院的绝对多数同意），进而使得要废除一部法律异常的艰巨。定期废止通过要求现行法律通过得到在某一具体时点的积极的立法行为来保持效力，进而降低现存制度粘性（Institutional Stickiness）。

但是，在金融立法中更为重要的是定期废止在运用中会创设一套程序。通过这套程序，颁布法令后的信息能够被吸收到监管体制中。比如，某个法律在颁布几年后被定期废止审核的时候，成因（立法寻求解决的危机的成因）和颁布后的结果会更被理解。而那些对于做出正确决定是不可或缺的，但在需要回应危机时又无法获得的信息也将更加充分。有了事后评价的优势，除了提供一个更清晰的危机立法评价外，随着金融创新的飞速发展，经济和技术条件也可能在过渡期已经发生了巨大的改变。同时，因为最佳监管回应将毫无疑问地发生变化，所以那些信息也能通过立法“第二次审视”（Second Look）而被利用。约翰·考菲（John Coffee）对定期废止危机驱动的金  
融立法的批判基于两个理由。<sup>[46]</sup> 第一，他坚持审核程序将被金融机构所控制并且产生与公共利益不一致的结果。并且他认为紧急立法具有公共利益的特征。<sup>[47]</sup> 第二，他断言危机立法的缺陷会随

---

[46] 考菲通过扫荡式地驱逐相关作者[史蒂夫·班布里奇（Steve Bainbridge）、拉瑞·瑞波斯坦（Larry Ribstein）和笔者]来寻求拒绝接受他不同意的学术观点，将这些作者比作公司证券法教授的“造反团”（如果不是那么认真地提出的话，这个提法会是幽默的）（例如 *Ibid*, John Coffee, at 7；或比比皆是）；“没有新意的证券规则的批评者”（至少对笔者来说，如果去掉第一个形容词的话是正确的）（*Ibid*, John Coffee, at 5）和进一步把班布里奇和瑞波斯坦称为“（笔者的）忠实战友”（*Ibid*, John Coffee, at 7）。

当试图贬低学术对手的时候至少需要贴对标签。从事实的角度，在美国政治传统和学术文献中，对定期废止方式的拥护（具体来说，作为施行成本高效的法规的手段）因党派而异。它有鲜明的自由主义的传统，曾被吉米·卡特（Jimmy Carter）、参议员爱德华·肯尼迪（Edward Kennedy）、政治科学家西奥多·罗维（Theodore Lowi）和“善政”的支持组织 Common Cause（译者注：美国无党派政治团体）所拥护。See Stephen Breyer, *Regulation and Its Reform*（Cambridge, MA: Harvard University Press, 1982）；Rebecca M. Kysar, “The Sun Also Rises: The Political Economy of Sunset Provisions in the Tax Code”, 40 *Georgia Law Review* (2005), 335-406. 一个更近的例子是在美国爱国法案（the USA PATRIOT Act）中的两党共同对定期废止条款的支持。See Robert O’Harrow, Jr., “Six Weeks in Autumn”, *Washington Post* (October 27, 2002), W06. 此外，定期废止模式的目标是消除低效、缺乏信息或是不良后果的法规。并不像考菲在他的评论（*Ibid*, John Coffee, 7）中提出的，“这样的结果（笔者：定期废止审核会导致从 20 世纪 30 年代开始的联邦证券法完全被废除）只有当你相信[正如她（Romano）会相信的]市场不需要规制的时候才看上去很有道理”（并且那么监管的干涉应当是短期的，像阳光下的雪花一样消失）。定期废止方法的历史经验表明考菲误解了该立法技巧：各州并没有根据 20 世纪 70 年代的定期废止审核而终止所有的甚至是大多数的行政代理机构。只有具体的被认为是成本效率低下的项目、做法和机构才被终止了。See e. g., Richard C. Kearney, *supra* note [44], at 49-57. 国会也并没有终结作为定期废止类型代理机构（定期地被重新考虑和审核）设立的商品期货委员会。

考菲（*Ibid*, John Coffee, 5）进一步提出笔者（和其他类似对萨班法案持批判观点的人）把民主政治看成了“使人沮丧的、危险的和必须被阻止的”。他恰好颠倒了这一情况。拥护定期废止审核（在紧急金融立法的情况下），通过让选出的代表（立法者）做出决定而完善了民主政治。正是考菲支持不修改有缺陷的危机驱动的立法和不当的施行，并把他们留给不经选举的公职人员从个人或者制度的角度来斟酌（更多的情况是这样的）而摆脱公众的监督。抑或被告诸于众的时候，这样的技术也超越了公众的理解力。在同一篇文章中，考菲对多德-弗兰克法案中高管薪酬规则立法者的施行的批评（剖析国会的目的）证明了笔者的观点。

[47] 考菲断言他的论点（行政程序危机驱动的金  
融立法的撤销或者“注水”）并不代表立法者会被挟持。John Coffee, *supra* note [45], at 13, 82. 但是尽管他声明了，考菲的分析证明了相反的论断。比如，他认为金融监管者常常是紧密地和被监管者纠缠在一起以至于监管者以模棱两可的，甚至是害羞的方式来回应。正常的理解是，该描述恰当地表述了对“被控制的”代理机构的传统理解。

着时间流逝而消失。这是因为行政程序(立法因行政程序而得到执行)最终会修正有问题的部分。尽管考菲并没有清晰地地区分出上述第二点和定期废止审查的不同,但是他好像认为恶法会随时间的推移而被行政被授权机构的行为所修正。无论如何解释,他的底线是:因为“全情投入”的法规是“经常被撤销或者相对快速地被削减(并且不需要强制性定期废止要求)”并且“惰性的力量将否定或者阻碍所有的改变”,所以很少或者没有监管改革会在危机中被启动才是“更大的危险”(Greater Danger)。<sup>[48]</sup>

然而考菲第一个关于立法程序的论点也是错误的。他将危机驱动的金融立法描述为分散的公众利益对抗集中的商业利益的胜利,这种利益在平时的政治中无法体现。<sup>[49]</sup>事实上,在金融监管问题的两方面都有高度组织化的和有利的利益团体。同时,在危机驱动的立法中,解决方案常常是那些一系列团体长期拥护的政策。<sup>[50]</sup>另外正如考菲认为的,也并非单单是投资者(他们的声音在非危机时期,国会和立法者是根本无法听到的)胜利的产物。<sup>[51]</sup>

具体地说,在政治科学的领域,考菲所提及的分散的公众利益(集中的商业利益的相对方)并不是需要由危机催生的“政治鼓吹者”来代表商业利益的分散的投资大众,而是有良好资金支持和政治影响的工会团体、公众养老基金<sup>[52]</sup>和原告团体,再加上公司治理相关但又良莠不齐的行业和种类繁多的交易团体(这些行业和交易团体的领导经常需要做国会听证)<sup>[53]</sup>。此外,正如考菲认为的,这些团体是全职的政治参与者,而并非仅仅在危机时刻才作为商业利益的平衡者出现。这样的团体在平时的行政程序的政治活动中都是同等活跃,而考菲却将它们归类为一个集中的利益的领域——商业。尽管这些与公众利益或者与个人投资者有关的团体,他们的目标可能存在很大的问题,<sup>[54]</sup>但他们在危机和非危机时代政策程序中的突出参与是不争的事实,这种参与可能平衡商业利益集团的影响。

此外,曼瑟尔·奥尔森并不如考菲期盼的一般也持有这样的观点,商业并不是单一的利益团体。<sup>[55]</sup>

---

[48] John Coffee, *supra* note [45], at 79-80.

[49] *Ibid*, John Coffee, at 5-6 n. 11. 考菲援引了曼瑟尔·奥尔森(Mancur Olson)著名的关于集体行动问题的作品来支持他的论点:紧急金融立法事关公共利益而利益团体将会支配定期废止审核的结果。他由此断言笔者关于紧急金融立法程序和政策鼓吹者的角色的分析并不是基于“任何的理论”并且“好像没有意识到政治科学文献和经验性经济学的个性化的焦点”。这是荒谬的断言。被他批判的文章在得出那些分析时广泛地援引了政治学和经济学的文献,只是没有援引或者说讨论奥尔森关于集体行动的文章。Roberta Romano, *supra* note [1]. 这是因为这本身就是错误的(在本文中已被详细地解释)。

[50] Stephen Bainbridge, “Quack Federal Corporate Governance Round II”, 95 *Minnesota Law Review* (2011), 1779-1821.

[51] John Coffee, *supra* note [45], at 13.

[52] 考菲不接受公众养老金的政治重要性,因为他们不提供竞选资金。John Coffee, *supra* note [45], at 17. 但是这样却遗漏了一个问题:公众养老金常常被突出的州政治人物所领导。Roberta Romano, “Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered,” 93 *Columbia Law Review* (1993), 795-853. 他们的职位和关系网提供了可观的政治影响和上佳的平台,可以被用来帮助他们实现政治野心。

[53] Roberta Romano, *supra* note [1].

[54] See e. g., Ashwini Agrawal, “Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders”, *Review of Financial Studies* (forthcoming). Iman Anabtawi and Lynn A. Stout, “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, 60 *Stanford Law Review* (2008), 1255-1308; Paul Rose, “The Corporate Governance Industry”, 32 *Journal of Corporation Law* (2007), 887-926.

[55] David M. Hart, “Business Is Not an Interest Group: On Companies in American National Politics,” 7 *Annual Review of Political Science* (2004), 47-67.

相反,包括那些互相联系的金融机构在内,商业组织经常在立法问题上分化。比如,在支持萨班法案问题上,大公司和小公司就意见相左。<sup>[56]</sup> 金融行业的证券、期货和银行业在 20 世纪 90 年代也长期在衍生品监管的问题上发生冲突。<sup>[57]</sup> 当然,即使商业在某一问题上协调一致了,像考菲这样简单的臆测(即因为商业支持特殊的政策,所以该政策不可能是好的公共政策)也是错误的。相反,一项关于商事政治游说(Business Lobbying)的全面研究发现:当联合的商业阵线在审议程序中“赢得了”监管问题的争论时,其原因是公众支持商业所支持的政策立场,而非商业控制了立法者。<sup>[58]</sup>

考菲的第二个论点(即存在危机驱动金融立法中存在问题的部分会在将来被行政程序所修改)与他的第一个观点(即行政程序被商界所控制:适当地修改了不完善立法的行政程序不能同时将“公共”利益植入立法中)矛盾。这两者不能兼得。另外,考菲提供的关于监管“快速”调整(与存在问题的萨班法案有关的内部控制条款)的例子被证明是与他的观点完全相悖的。耗费八年时间并且通过一项成本畸高的国会法案才得以废除的前述萨班法案条款,再加上许多被授权机构的行动(其间针对这些问题的行动)都说明:并不像是考菲认为的那样是自我改正型的行政行为,而是

[56] Roberta Romano, supra note [1].

[57] Roberta Romano, “The Political Dynamics of Derivative Securities Regulation”, 14 Yale Journal on Regulation (1997), 279-406.

[58] John Coffee, supra note [45], at 16-17 n. 35. 考菲援引了一篇法学评论文章[Dorie Apollonio et al., “Access and Lobbying: Looking Beyond the Corruption Paradigm”, 26 Hastings Constitutional Law Quarterly (2008), 13-50]来支持他的观点(商业主导政治,因为商业在政治游说上的花费远超工会组织),但是明显没有注意到鲍姆加特纳(Baumgartner)等人的书中关于政治游说的完整研究。See Frank R. Baumgartner et al., *Lobbying and Policy Change Who Wins, Who Loses, and Why* (Chicago: University of Chicago Press, 2008). 该研究具体地介绍了抵消政治游说的资源。这些资源联合对抗并抵消了由商业承担的大型有组织的政治游说成本,并且这些数据表明这些花费的资源不能解释政治游说的成功原因。他引用并依靠该文章的错误是阿波罗尼奥(Apollonio)等人的书运用的是累计政治游说成本,并没有研究如何在不同问题上的资金分配方式来确定他们的排列方式;较之工会团体,商业不仅受到许多其它因素的影响(因为不同的商业团体被不同的法律影响),而且许多事件上工会组织和商业是不一致的。更重要的是,与该文相关联的观点相反(商业在政治游说上的花费远超工会组织)并且考菲进一步认为银行的花费也远高于工会组织,责任政治中心(the Center for Responsible Politics)列出了竞选资助并设计出了一个表格来显示长久以来(1989-2012)最大的竞选资助者。Center for Responsible Politics, “Top All-Time Donors 1989-2012”, available at <http://www.opensecrets.org/orgs/list.php> (accessed March 14, 2012). 在最大的十五位捐助者中,有九个工会组织,一个审判组织,一个全国性的地产经济交易组织,最大的捐助者是民主党候选人筹集资金者 ActBlue,而公司却只有三家:AT&T, Goldman Sachs 和 CitiGroup。另外还有三家非公司或贸易组织的工会组织列入了前二十的行列。当然,这些捐助并不包括其它种类的竞选捐助。这些方式包括工会组织捐助而非商业组织的选票和其他候选人支持措施。

考菲进一步援引作为他文章的主要支持:紧急立法是民主政治的理想活动而后危机立法则会被商业利益所指挥;事实上,与普通大众和工会组织相比,金融机构花了大把的金钱在多德-弗兰克法案的要求规则上。在金融机构自身的经济生存能力都成问题的时候,金融机构愿意花更多的资源,是因为在多德-弗兰克法案制定过程中他们有更切身的利益,这本身就是一个不证自明的观点。考菲并没有意识到存在于他对这些花费评估中的互相矛盾的讽刺之处。许多的花费都是由代理机构自己聚集的,因为他们繁多的监管提案包括了几百个指向私人行业的问题以支持他们的提案。最重要的是,考菲的关于商业政治游说的观点是自相矛盾的。他认为(相较定期废止审核带来的更审慎的立法程序,他更赞成紧急立法的“民主”特性)后危机代理机构的商业政治游说使它主导法律制定的过程,但是几页之后,在他论证支持任何对危机驱动立法的重新考量都需要留给代理机构这一观点和他反对定期废止的方法时,他通过提出“唯一支持定期废止的理由只有认为代理机构被‘控制’了”这一论断强化其定期废止方法的反对。John Coffee, supra note [45], at 22.

被国会的有针对性的行动或者威胁要展开行动所推动的。<sup>[59]</sup>最后,恰恰和考菲的论点相反,事实上核心症结是:他用以支持其反对定期废止的两个根本性问题能够通过定期废止的要求来解决(而不是缓解)。如果他的第一个反对定期废止的理由成立并且危机后行政施程序被影响商业利益所控制(该利益是反对公众角度立法),那么定期废止就更应该被支持。定期废止审核带来相较行政行动更加透明的公开程序,因为国会的听证会吸引媒体的注意,这使得任何一个或者几个有组织的利益团体更难控制程序。同时,如果考菲的第二个反对论点是准确的话,并且如果后危机行政程序正如他所认为的那样能最终解决所有法条缺陷的话,那么定期废止会通过进一步协助和加速修改程序来降低此类错误的成本。

但是为了能够有效率地制定规则,根据各州起草定期废止的经验来制定定期废止程序是非常重要的。为了在定期废止审核中指导如何收集和分析信息,同时为了基于此来重新评估立法是否需要保留或修订,定期废止审核的评估条件和非简单化的到期日都需要在回应危机的法规中被细化。否则,审核会没有重心并可能成为形式上的程序,因为立法者常常会有更多直接关心的问题。立法者们希望解决这些问题而不是从事严格的评估。特别是如果在危机中起初催生立法的大众关心的问题被新生的问题所淡化的时候,这点尤为明显。<sup>[60]</sup>当然,评估条件会根据具体立法的不同而变化。

以多德-弗兰克法案为例,伴随着“收益(比如,加强了银行业的稳定)是否大于成本”这一较为宏观的评估条件,另一个危机下的评估条件可能是:被执行的法规是否对金融系统的稳定(银行业的安全和稳定)有积极的(或者至少是非消极的)效果。关于成本评估条件的例子可以参考是否会增加对小企业的借贷成本,因为小企业相较能借助公开资本市场的大公司更依赖银行资助,所以他们被认为是最有可能受到法规引起的银行借贷减少影响的群体。同时考虑到学术界和银行业立法者的技术人员经常地分析监管的变化对银行个体和经济的影响,所以对金融立法的经济效果进行评估是非常可行的(尽管在多数情况下是不完美的)。在任何情况下,这样的做法不仅比单单在完全无知的情况下运作好,而且对尝试评估危机驱动监管立法所产生的效果也是必要的。

当然,在二次对法条投票时,要求可用的新信息来维持该法条的效力并不能保证立法者会真正地评估而不是流于形式。<sup>[61]</sup>为了增加确实使用新信息的可能性,在到期日和评估条件之外定期废止条款还需要包括另一个元素:成立定期废止审核委员会来行使审核职能并配合日期要求<sup>[62]</sup>。定期废止审核委员会的职能应该是建议国会应采取什么样的行动(废止、重新颁布或是修订),并且日期要求必须留出过渡期间。在过渡期间,委员会的建议会被上下院中有相关立法权的委员会

[59] Roberta Romano, *supra* note [9]. 考菲认为内部控制条款问题并不是国会的过错,而草率地起草危机催生的法条是因为 PCAOB(译者:美国上市公司会计监管委员会)的执行问题。See John Coffee, *supra* note [45], at 26-29. 正如前文提及的,危机立法常常采用授权的方式以转移由欠考虑的立法策略产生的后果所带来的责难,进而执行机构会成为被责难的对象(考菲也是这样做的)。考菲在做区分时误解了危机驱动立法中到期废止审核的范围和目的:它围绕的是监管执行和法规起草两个问题。此外,考菲所认为的执行问题不能被准确地和立法程序割裂(正如他试图做到的),因为事实上执行难点是鼓励利用现成方案所制定的(应当被更清醒地认为是不合适的)危机驱动的立法产物。内部控制条款就是这一现象的说明。它草率地基于 1991 年联邦储蓄保险公司改革法案(the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991)的一个条文,而要求银行向银行业监管者提交关于内部控制的报告(和审计报告一并提交)作为银行检验程序的一部分(U. S. Senate, “Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002”, Report of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs to Accompany S. 2673 together with Additional Views, 107 th Congress, 2d Session, Report No. 107-205, Washington, D. C. : U. S. Government Printing Office, 31.);不幸地是没有人试图去考虑,更别说分析这样的模板能否作为上市审计程序的一部分施加到所有规模和类型的公众公司而不产生成本。

[60] Lewis A. Davis, *supra* note [43], at 394,396-401.

[61] Stephen Breyer, *supra* note [46], at 365.

[62] *Ibid*, at 366.

考虑。在考虑之后，如果上下院委员会没有将其提交表决或者提出修改稿，定期废止审核委员会的建议会自动形成草案提交表决。<sup>[63]</sup> 定期废止审核委员会应当由既非政府雇员又非官员的独立专家组成，并且被授权从相关监管机构和商业组织获得信息来进行审核。独立专家相较于指令等级森严的政府雇员，其优势在于专家们更倾向于认同专业操守并且更加关心名誉损失（如果被同行发现和利益集团或者是政党交易的话）。因为该审核委员会既是负有政治责任又是独立的，所以需要由国会和总统共同任命。该模式类似用以创设蓝丝带政府委员会（blue ribbon government panels）的做法。尽管国会能成立可能降低未来国会成立委员会的成本的常务蓝丝带审核委员会，但是如果由专门为评估法律而成立的委员会来完成，审核将会更有效。理由是相关的专家可能因法规注意重心的不同而不同。比如，宏观经济学的专家可能适合审核多德-弗兰克法案，但是不适合审核萨班法案。

为确保定期废止程序的意义，授权的法律需要囊括审核需要的足够资金。先前国会制定的蓝丝带调查委员会的预算能够被用来提供指引。出于预算的考虑，国会能以要求受到立法相对方承担费用的方式来解决审核委员会的运作成本问题，也可以以授权的方式请政府的研究机构[如国会研究服务（the Congressional Research Service）或总会计办公室（the General Accounting Office）]和相关的监管机构向该委员会提供定期废止法规评估报告用于审核该法规。但是后者可能不会显著地降低定期废止审核的开支，因为委员会可能会想要寻求再次由自己重新评估。

该专家委员会和时间表审核机制的原理是：由外部专家要求对提案进行全体投票以造成威胁，以此促使各方做出更高质量的法条重新评估（具体地说被促使的对象是知道无法阻止对提案全体投票的国会委员会成员，否则他们可能通过仅仅不作为来反对）。这会更好地激励审核委员会成员，因为他们知道他们的成果一定会进入全体投票程序。采用审核委员会有进一步的益处：减少立法者要求的时间和设计定期废止审核的人数。这是因为委员会会收集数据并为立法机关重新审核进行必需的分析。这样将缓解 20 世纪 70 年代各州经历的主要操作性问题。该问题导致几个州放弃了该程序，特别是在那些立法人员是兼职的州，立法人员没有时间或者资源来从事高要求的审核繁多州内机构的程序。<sup>[64]</sup>

一个立法定期废止的变体会使执行法规的被授权机构受到定期废止审核的影响。同时该变体也能进一步减少国会对必要审核的需求。在这种方案下，危机驱动的金融立法授权代理机构对在具体法律框架下被执行的监管规则进行重新评估，规则五年自动到期，除非被认为是有成本效益的并且由独立专家们代替该机构的工作人员进行技术分析将潜在的代理机构的歧视（歧视源于机构与规则存在过度的联系以至于机构的行政人员不能客观地评价该规则）降到最低。<sup>[65]</sup> 为了防止代理机构出于支持现行的监管或者该机构自己的目的而在解释“独立专家们的分析”这一涵义时存在内在歧视，在行政的定期废止审核框架下应当要求国会就代理机构的该决定进行投票。

定期废止可利用性是国会剧本中的著名技巧，它凸现了一个疑问：为什么定期废止危机驱动的金融监管法规有令人信服的信息优势，而国会却不选择这样的做法呢？笔者认为有三个可能的

<sup>[63]</sup> Ibid, at 366-367. 笔者支持布雷耶(Breyer)法官(彼时为教授)的建议，但需稍加修改。因为联邦法规项目的审核既浪费又低效。布雷耶反对定期废止模式的原因是他担心国会少数派会通过阻止议院委员会提出提案、阻碍或延宕国会或其他立法机构通过提案或阻挠集体表决来妨碍再次通过已获得多数支持的项目。因此他的建议能延续一个项目，即使国会不通过提案。布雷耶建议的自动执行消除了委员会被阻碍的问题，当然，虽然没有消除少数派妨碍议会集体表决的问题，但是定期废止能够被保留并且少数派妨碍议会集体表决的问题也能被与应用于预算立法中的服从程序（限制辩论、规避阻碍、延宕国会或其他立法机构通过提案的现象）类似的定期废止审核规则所消除。

<sup>[64]</sup> Richard C. Kearney, *Supra* note [44], at 55.

<sup>[65]</sup> Cary Coglianese, “Let’s Review the Rules”, *Los Angeles Times* (29 April, 2011), A 23; Roberta Romano, *supra* note [1], at 1611.

解释:出于谨慎的、政治的和实际的解释。首先,可能是出于这样的谨慎考量,认为定期废止法律将通过降低监管确定性(因为存在到期日)给组织和个人带来额外的成本。笔者并不认为这是个令人信服的解释。在金融监管的情况下,定期废止之前的多年过渡期对完成围绕被监管的金融投资和金融工具所开展的商业计划而言常常足够,特别是考虑到金融环境改变的速度。简而言之,被金融监管影响的商业计划通常不会由长期发展的手段构成,例如制药研究和发展。另外,经验也提供了反例。作为定期废止机构的美国期货交易委员会(CFTC)存在被撤消和现行监管框架被废止的可能性,但是这并不能明显地阻碍在其监管职权范围内金融衍生品的创新活动。

其次,根据笔者的判断,相对较有说服力的一个解释是,定期废止给立法者增加了政治成本,因为它将法条内容的决定性控制从当前的立法者转移到了未来的国会,<sup>[66]</sup>由此使得允许法条被再次考量的想法变得非常不受欢迎。可能对多德-弗兰克法案而言尤其是这样(被非常多数量的民主党多数派通过的该法,很可能无法在未来获得相同的支持)。因为该法含有对民主党核心支持者重大利益的条文,但是仅获得了最低限度的选民支持并且很可能在独立投票或者单独表决中无法通过。这样的条款包括:上市公司对高管薪酬保留股东投票权<sup>[67]</sup>(一个之前的会议中作为草案被提出的工会的问题,但是被上议院长期搁置了);联邦金融监管机构、任何被该机构监管的行业(例如,银行和律师事务所)和参与监管机构的项目或者合同等雇佣关系中所应遵守的反歧视法案的要求<sup>[68]</sup>[一个被议员玛克辛·沃特斯(Maxine Waters)支持的黑人内阁问题]。已经认识到危机环境能保证提案通过的立法者们投机性地加入那些条款,并且他们不愿意冒不必要的风险让一系列的事后考量来质疑他们所谓立法的贡献。

最后,政党领导者的人性和对现实的考虑可能会对解释该疑问有所贡献。起草紧急金融法律的制定者可能会自傲地认为他们真地起草了比任何可能的监管方案都好的里程碑般的立法。结果是,将定期废止的条款囊括在发条内的方法不能引起他们的注意,并且关于该方法的建议可能被认为是当前立法者工作成果的责难而非一个为了改善注定不完善的规则的必须机制。另外,起草者往往个人命名立法(有时带有起草者的名字)。在这样的情况下,立法者将认为定期废止是潜在的降低或者威胁他们认为是他们的遗产的因素。在危机中的金融立法中,政党领导人很少需要通过采用定期废止来满足战略上的利益,因为此时的立法通常被大多数立法者、媒体和恐慌中的大众所支持。这种情况进一步说明了此类人性的缺点。这个现实的考虑好像能解释为什么美国爱国法案(the USA PATRIOT Act)有定期废止条款而一年后的萨班法案没有。这不仅仅是因为美国爱国法案是没有立法者名称的行政草案,更是因为只用党纪要求其成员一致投票的模式已经不能阻止法案的通过(彼时足够多的两党立法者已对执法权的大规模扩张感觉不安),同时那些条文也被媒体认为是存在问题的。

因为立法者的动机常常不能与定期废止一致,那么在以提高金融立法决策为目的的诸多安排中,一个关键的事项是公众意识的发展和如何说服立法者去跨越前述诸多障碍。教育媒体、政治

[66] 尽管定期废止法规也能被作为一种当前国会控制未来国会的机制(通过迫使未来国会考虑当前立法,参见 Jacob E. Gersen, *supra* note [42]),但是在笔者看来,在颁布法条时的多数派更关心保持被制定的法律,而非影响未来国会的安排。这是因为未来国会究竟会对该“里程碑”的法律做什么是相当不确定的。就定期废止降低了法律对相关人的现今价值这一事实而言,这会减少立法者能从寻求颁布相应法条的利益集团处获得的“租金”(例如竞选捐助),从而进一步产生政治成本。笔者并不强调该成本,因为文献中存在是否是增加还是降低此类“租金”的争论。比如,凯泽(Kysar)争辩说定期废止增加了该“租金”,因为利益集团需要游说立法续展。See Rebecca M. Kysar, *supra* not [42].

[67] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010), § 951.

[68] *Ibid.*, § 432.

精英和提高金融法规价值所需要的公众焦点的逻辑起点是：至少在目前的语境下，定期废止是合适的治理方式。定期废止和善政(Good Government)紧密合作的观点在短时间内被政治精英广泛认同，当时的总统吉米·卡特信奉此观点，甚至 Common Cause 组织协助科罗拉多州立法机构起草了定期废止的法律。<sup>[69]</sup>

因为有文献显示媒体能够并且事实上确实通过渲染问题的重要性来左右政治结果，<sup>[70]</sup>所以借助媒体的教育运动来培养定期废止的社会认知将可能是极佳的在立法安排上推进定期废止方式的初步手段。但是，这是个不容易完成的任务。为了影响公众的观念，定期废止方式的益处需要借助例子或者事件来具体化，因为公众的注意更倾向于集中于具体的问题并被其影响，诸如与公众利益相关的故事性的节目而不是抽象的说教。<sup>[71]</sup> 根据这样的观点，媒体倾向于报道利益攸关的事项，并且如此形式的信息也受到观众的欢迎。<sup>[72]</sup>

## (二) 开放金融立法试验

当代国际金融规则的调和前提是不鼓励监管创新：不过因为执行机制的缺乏，同意遵守巴塞尔协议的国家通过国内法律程序(比如，美国是通过行政规则的制定)将协议内容添加到国内可执行的义务中以执行议定的标准。<sup>[73]</sup> 结果，由于国家对条文的竞争(围绕有利于或者至少不是不利于国内金融机构并且和国内政策一致的条文)，有关协议中与修改相关的谈判变得热烈和持久。这些能够被理解的政策植入性的程序使结果变得不甚理想并且使得修改变得累赘，同时它阻碍了试验的开展或鼓励了对协议的违反。

然而，金融机构不断变化的运作环境需要既能适应新产品，又能适应伴随的风险和防止国际金融系统受到系统监管失误影响的灵活监管机制。监管试验和多样化是能够解决上述两个问题的安全阀。但是为了向国际金融规则引入监管多样化的特性，巴塞尔的体系结构需要改变：脱离协议拘束的试验应当被允许和鼓励以降低一个国家的试验负面影响全系统稳定的可能性，尽管是从结构方式的角度而言。

在防止增加系统性风险时，以向国际金融监管体系介绍多样化和试验为目的的机制是一个具有三个元素的互相审核的程序。<sup>[74]</sup> 首先，希望采用与巴塞尔不同监管方式或法规审核方式的国家，要向巴塞尔委员会指定的同等级的立法者委员会提交包括：1)附有对金融系统稳定性影响计量经济学的预报；2)对建议的背离(Proposed Departure)的描述。其次，寻求获取进一步信息或者进行自身经济分析(委员会将基于上述结果评估该提案)将在该背离被假设批准的前提下进行：背离将被批准，除非发现实质的证据证明建议的背离将增加系统性风险并且因此负面影响金融系统的稳定性。最后，被批准的背离将受到实时的监控和定期的重新评估，以决定是否对批准假设的撤回(比如，当发现被批准的法规的背离有负面的系统性影响，该影响无法在初审时被确定。或者当监管法规的影响被新经济和技术条件所改变)。

所有三方面审核程序的文件应当向公众公开，因为参与者将有更强的动机证明他们偏离了巴塞尔要求的报告，并提供有力理由。别的国家也能够从该经验中学习，并由此搜集充分的信息以

[69] Rebecca M. Kysar, *supra* note [42], at 353.

[70] Roberta Romano, *supra* note [9], at 255-257.

[71] Werner J. Severin and James W. Tankard, Jr., *Communication Theories: Origins, Methods, and Uses in the Mass Media*, 5th ed. (New York: Addison Wesley Longman, Inc., 2001), pp. 228-229.

[72] James T. Hamilton, *All the News That's Fit to Sell: How the Market Transforms Information into News* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 2004).

[73] Michael S. Barr and Geoffrey P. Miller, "A Global Administrative Law: The View from Basel", 17 *European Journal of International Law* (2006), 15-46.

[74] 对建议程序机制的具体介绍，包括国际金融机构成本的含义，see Roberta Romano, *supra* note [3].



做出更好的立法选择。实时审核程序的透明度向最初的审核程序提供了重要的额外益处：它为比较巴塞尔框架和背离之间的绩效提供了一项机制。因为重新评估应当提供替代规则的绩效数据，所以也能鼓励其他国家为巴塞尔要求进行重新评估，同时促进了对巴塞尔自身的修订。

笔者已经对如何将立法试验介绍到国际金融规制的问题提供了一管之见，但是实验的方式也能被国内的金融立法所采用。正是由于美国联邦体制的优势使得这样的方法十分经得起考验。<sup>[75]</sup>此外，将金融法规重构成为对试验方法更友好的法规是与当今经济学中将试验方法引入政策制定这一潮流（作为政策评估的黄金法则）一致的。<sup>[76]</sup>格林斯通（Greenstone）支持通过小规模随机试验或者允许各州执行不同的监管方法来实施监管措施。<sup>[77]</sup>从实质的成本收益度量的角度，这样做的预期是：如果该初步试验成功，那么将会被推广到全国。正如他提到的，尽管这样的做法在食品药品监督管理局（Food and Drug Administration）对新药——在环境、健康、劳动力市场和安全方面——的测试要求的监管方式下（在这些领域，不相联系的项目能通过随机尝试性试验或者“准”试验来施行）是最可行的，但是笔者认为同样可以应用到金融领域。这个想法可以通过以下方式来完成：提供被授权代理机构更大的豁免权和减免权，并且对其如何行使权力来准许个体或一类机构在不同法规框架下运作提供指引。<sup>[78]</sup>

事实上，国会在危机驱动的金融立法中采用了该方法，但是它的应用范围很有限。比如，萨班

---

[75] Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* (Washington, D. C. : American Enterprise Institute Press, 1993).

[76] See e. g. , Michael Greenstone, "Toward a Culture of Persistent Regulatory Experimentation and Evaluation", in D. Moss and J. Cisternino (Eds. ), *New Perspectives on Regulation* (Cambridge, Mass. : The Tobin Project, 2009).

[77] Ibid, at 118.

[78] 出于批判笔者对定期废止的危机驱动金融立法方法的支持, see John Coffee, supra note [45], 21. 考菲认为笔者“从未讨论”什么是他认为的“最可行的救济方法”——代理机构的豁免权。这是让人吃惊的论断。笔者的两篇文章都明确地讨论了考菲煞有其事的批评：对代理机构豁免权的缺失。在笔者2005年的文章中，笔者建议修补被误解的萨班法案条文的最方便的方法是美国证监会运用它的豁免权，但是提到它可能不会这样做（See Roberta Romano, supra note [1], 1595）。该文支持了国会指引代理机构在施行紧急立法时使用该权利。笔者认为明确的指引是必须的，因为历史告诉我们美国证监会不会自发地运用它的豁免权来补救它所施行的紧急立法中有缺陷的规则。著名的对先存事物的认知偏见[See William Samuelson and Richard Zeckhauser, "Status Quo Bias in Decision Making", 1 *Journal of Risk & Uncertainty* (1988), 7-59]帮助解释了考菲提出的为什么仅依靠代理机构的豁免权并不能有效改变有缺陷的法律。事实上，考菲的主要行政程序对缺陷法规的救济例子恰恰驳斥了他的观点：国会提出要求免除非提速文件的萨班内部控制审计报告要求，原因是美国证监会不能完成该要求。

考菲针对笔者假定的对美国证监会豁免权的忽视提出的不寻常论断是他文章的一部分。他在文章中认为笔者关于紧急催生的立法的观点有许多的错误。举个例子，考菲把笔者对危机驱动的金融立法的批判叙述成针对萨班法案中对美国上市公司会计监管委员会（PCAOB）的创设（John Coffee, supra note [45], 24）和针对多德-弗兰克法案中和分解权利相关的条文（同上，第58页）。但是笔者2005年批评萨班法案的文章是仅针对公司治理要求的。这至多可以被用来作为经验性的证据来表明这些要求并没有补救驱动彼此立法的会计欺诈。笔者的文章中从未提及美国上市公司会计监管委员会（PCAOB），这当然是因为其是审计师的监管者，和公司治理要求没有关系。笔者从未撰文针对多德-弗兰克法案中和分解权利相关条文。史蒂夫·班布里奇批评多德-弗兰克（正如笔者对萨班的批评的焦点一样）是仅针对公司治理的要求，也没有针对过考菲所提及的问题。但是考菲仍然把班布里奇对法律的批判和笔者对危及驱动立法的批判联系为针对多德-弗兰克法案中和分解权利相关的条文的论点。考菲的方法是试图通过暗示笔者文章认为危机驱动立法中的每个条文都等同于误判，来最小化定期废止审核的改良属性。但是全盘否定并不是定期废止建议的主旨。定期废止的方法的主旨是为了制定出更审慎的起草程序，该程序将从优良者中去除无根据者。上述改良在危机中是不可能达到的，并且，因为时间和资源的有限，之后也不可能被代理机构自愿地去除。代理机构受到前述先存事物认知偏见的束缚而无法直接重新审视之前的规则。

关于独立审计委员会的要求(通过要求美国证监会指示证券交易所禁止没有独立委员会的公司上市)规定了美国证监会能豁免法律规定的独立董事的条件。<sup>[79]</sup>只有在独立专家分析成本收益之后,这种方法才能被更加广泛地应用。同时基于该分析,代理机构也能通过小规模试验和逐渐扩张试验规模的方式来执行规则。

试验能够在减免的制度框架下通过一种方式来完成。这种方式是通过允许一个公司或者一类公司请求监管减免,并且不仅仅将该事项由代理机构主动来启动试验程序。豁免批准的标准将根据评估其是否对法定目标产生最小负面影响的结果来制定(比如,关于多德-弗兰克法案系统性风险或者萨班法案金融报表欺诈的法定目标)。因为代理机构应当预先被推定为,相信无论什么现存法规都是良法并且因此反对豁免,同时能被要求接受或者以至少一个有意义的理由来驳斥由独立专家建议的减免分析。法定目标的维护将通过代理机构参与实时监管的方式和审核批准减免的权力来保证,从而确保不会产生负面影响。同时与格林斯通设想的监管改革程序并列的是:如果减免被认为是成功的话,那么代理机构将被寄希望于进一步扩大减免范围,或者对所有的商事组织进行减免。当监管者手中掌握着建议减免的主动权时,商事组织会被要求承担代理机构的评估成本和执行试验。

但是,减免监管试验和要求定期废止审核之间的互动关系是复杂的。当被减免的商事组织是非随机选择的,那就不能适当地从总体的角度来评估减免的影响或者在定期废止审核之下的监管之绩效。这是因为分析会受制于选择偏见(Selection Bias),而被选的和被排除的商事组织是无法比较的。比如,请求减免的组织最可能是那些受法规负面影响最严重的商事组织。如果监管减免被设计成一项自然试验(组织是否受到减免由抓阄决定),那么上述困难就可以得到解决。<sup>[80]</sup>但是笔者看来,这样的方法在许多情况下会是政治上行不通的且不合适的。这是因为它会严重地影响市场竞争,那么被豁免组织的运作成本就会少于受到监管的组织。另外,如果豁免是在有限的时间框架下(例如,直到该“试验”受到代理机构对其效果的评估时),那么组织的行为将不会表现为他们如何应对永久性的规则模式,这是由于他们通过制定策略来影响结果。简而言之,定期废止审核和试验之间有着内在的张力。但是笔者不认为潜在的冲突是反对目前所建议的双重监管方式的充足理由。<sup>[81]</sup>考虑到定期废止审核委员会的专业性,选择问题会被很好地调整,同时当根据

[79] Sarbanes Oxley-Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 2002 U. S. C. C. A. N. (116 Stat.) 745, codified in scattered sections of 15 and 18 U. S. C., § 301.

[80] 美国证监会(SEC)在2004年进行过对于调查放松卖空限制的效果的实验。See U. S. Securities and Exchange Commission, Office of Economic Analysis, “Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions under the Regulation SHO Pilot”, available at <http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf> (accessed November 12, 2011). 该实验结果导致了代理撤销限制卖空交易的分开规则。See U. S. Securities and Exchange Commission, “SEC Votes on Regulation SHO Amendments and Proposals: Also Votes to Eliminate ‘Tick’ Test”, Press release 2007-114 (February 6, 2007), available at <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-114.htm> (accessed November 12, 2011). 尽管该政策基础的改变是基于一个“黄金标准”的自然实验,但是在金融危机初期,受到对规则改变反对者的压力,美国证监会恢复了存在规则限制的版本。See U. S. Securities and Exchange Commission, “Final Rule. Amendments to Regulation SHO”, Rel. No. 34-61595, Federal Register 75: 11, 232-325.

[81] 应当注意到格林斯通在他的监管改革计划中建议自动定期废止和实验,并且不认为他们之间存在冲突。See Michael Greenstone, *supra* note [76]. 这最可能是因为他所计划进行的是随机的小规模实验。这并不会影响定期废止,反而会帮助他设想的关于定期废止审核成本收益的评估。另外,他支持的对所有规则的自动定期废止中,很多并不包含实验的内容。

试验数据进行监管评价时,会对分析重新校验。

尽管笔者认为允许背离进而将试验和多样化引入金融监管要求(特别是巴塞尔国际金融监管体制)的审核机制和定期废止方法是相当可行的,但是仍存在有力的反对采纳的动机。具体而言,金融监管者面对着银行坚持不懈的政治游说和为了不对大的国际性本国银行产生负面影响而调和监管的立法者。本质上,这是现代商业唯利是图主义合法化的做法并且应该受到抵制。另外立法者可能会受到对先存事物的认知偏见<sup>[82]</sup>的影响,从而导致他们负面地评估减免请求,特别是那些最具创新性的请求。同时,立法者出于骄傲自大可能会拒绝批准对要求的背离。那么上述因素就使另一个领域——以推行提升价值的金融监管实验和多样化为目的的媒体和公众教育运动——变得尤为重要。

#### 四、结论

即使是在最佳的情况下,决定如何有效地监管金融机构也是具有挑战的。这是因为他们在不确定和不断变化的环境中运行。当新的风险因为金融机构和金融产品以难以预测的方式与监管发生互动而突然显现时,看上去是最佳的监管政策可能成为一个严重的错误。尽管国会通常在危机环境下颁布有关金融事项的法律,这样的环境并不利于做出高质量的决定。因为国际金融监管者关注调和全球金融的监管,进而限制了对其他监管方式相关信息的获得,并且阻碍了灵活、有适应能力的监管法规制定程序的产生,所以在适应环境变化方面,国际金融监管者并没有做得更好。

能够减少金融监管领域立法失误的一种有效立法方式是:制定定期废止的法律。通过其受到程序性保护的结构性同行审核方法,也能提高国际金融监管的决策质量。这样的程序允许监管实验和多样化。通过国会指示代理机构行使监管豁免和减免权来达到将实验和多样化纳入立法程序的目的。紧接着是定期废止,使用该立法工具将带来更大的灵活性,其有助于立法和监管结构的及时更新。这样的做法对于金融监管而言是特别合适的。

(责任编辑:许多奇)

---

[82] Samuelson and Zeckhauser, supra note [78].