

监管影子银行系统*

[美]斯蒂文·施瓦茨(Steven L. Schwarcz)**

张洁莹*** 姬晴柔**** 译

沈伟***** 译校

目次

- 一、影子银行系统的定义
 - (一) 影子银行系统的范围
 - (二) 影子银行系统的特征
- 二、对影子银行系统的评估
 - (一) 非中介化
 - (二) 分散化
- 三、监管影子银行系统
 - (一) 致力于经济效率最大化的监管
 - (二) 致力于系统性风险最小化的监管
- 四、结论

关键词 影子银行 影子银行系统 风险 监管

* © 2012 by Steven L. Schwarcz.

** 美国杜克大学法学院 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. 作者感谢丹·奥瑞(Dan Awrey)、劳伦斯·百克斯特(Lawrence Baxter), 以及参加波士顿大学银行 & 金融法评述 2012 年首届研讨会(Boston University Review of Banking & Financial Law 2012 Inaugural Symposium)的与会者们提出的宝贵评论以及肖恩·巴恩斯(Shaun Barnes)提供的极为有用的研究帮助。《交大法学》(SJTU Law Review)准备出版一期主题为金融危机之后的金融监管的特刊, 邀请我为之撰稿, 我深感荣幸。鉴于系统性风险与美国和中国的影子银行系统都具有联系, 我认为本文非常切合特辑的主旨。

*** 上海交通大学凯原法学院硕士研究生。

**** 宾夕法尼亚大学法学院硕士研究生。

***** 上海交通大学凯原法学院教授、法学博士。

2012年以来,根据估算,影子银行系统的全球规模已增至67万亿美元。^{〔1〕}据估计,在中国,影子银行系统目前达到了20万亿元左右,这一数值大约是银行贷款市场规模的三分之一。^{〔2〕}中国监管者似乎非常关注与影子银行有关的风险。^{〔3〕}中国与美国在影子银行活动的某些细节方面不相一致。例如,中国影子银行系统包括点对点的商业贷款。在这种借贷模式中,公司有时在银行的安排下借款给其他公司。^{〔4〕}如同中国之外的影子银行网络一样,中国影子银行网络也反映出了由非银行中介融资的事实。然而,相较于这样一种事实,中国影子银行网络中不断变化的细节便不那么重要了。因为本文的分析总体上能够适用于任何非银行中介融资网络,所以应能普遍地适用于中国影子银行网络。在本文中,我将(1)比较影子银行系统和传统银行系统,(2)考量影子银行系统的效率和风险,以及(3)探究如何监管影子银行系统进而使其效率最大化并使其风险最小化。为了实现这些监管目标,我认为我们应当不局限于传统银行监管的工具,而且应当更加切实有效地针对那些构成影子银行网络的公司和市场进行监管。为了达到上述研究目标,我们首先需要理解什么是影子银行系统(shadow banking)。

一、影子银行系统的定义

不论采纳怎样的定义,影子银行系统的范围很广。有些人估测它“与传统银行体系在给家庭和企业提供信用中介活动方面不相上下”。^{〔5〕}影子银行系统也发展迅速:一份联邦储备银行员工报告(Federal Reserve Bank Staff Report)估算说“(影子银行的产业总规模)在2008年3月几乎达到了20万亿,这一规模比起传统银行体系的负债而言要大很多”,^{〔6〕}有人还估计过影子银行的产业规模会在2011年12月达到上述规模的3倍之多——60万亿。^{〔7〕}然而,因为缺乏对影子银行系统范围的清晰界定,这些数据依然无法精确。

(一) 影子银行系统的范围

经济学家和投资经理保罗·麦克雷(Paul McCulley)被公认为是影子银行系统这一术语的创

〔1〕 Financial Stability Board, “Global Shadow Banking Monitoring Report” (November 18, 2012)(估计了2011年影子银行系统在全球的资产)。

〔2〕 “In China, Hidden Risk of ‘Shadow Finance’”, Wall Street Journal (November 26, 2012), also available at <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324712504578133053914208788.html>[报道了美国桑福德·伯恩斯坦投资公司(Sanford C. Bernstein & Co.)做出的估测]。

〔3〕 中国银行董事长肖钢论述了“中国影子银行系统促进了金融市场中逐渐增长的流动性风险……(在)某些情况下,长期项目受到了短期融资的投资,并且在这样的情况下如果市场突然紧缩了,有可能引发流动性危机”。Xiao Gang, “Regulating Shadow Banking”, China Daily (October 12, 2012)。

〔4〕 “China Slowdown Stymies Plan to Curb Shadow-Banking Risks”, Bloomberg News (July 17, 2012), available at <http://www.businessweek.com/news/2012-07-16/slowdown-threatens-curbs-on-shadow-banking#p2>. (“影子银行系统,包括在朋友、家庭和寻求资本的公司间,以及资产负债表外业务的贷款者和信托公司间转手的贷款,总计达到15万亿之多,大约为中国官方贷款市场规模的三分之一。”)存在着许多点对点的网站,使小型企业可以从个人和其他企业中获得贷款。“China Shadow Bankers Go Online as Peer-to-Peer Sites Boom”, Bloomberg News (July 24, 2012), available at <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-23/china-shadow-bankers-go-online-as-peer-to-peer-sites-boom.html>.

〔5〕 Zoltan Pozsar et al., “Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 458 (July 2010), Abstract.

〔6〕 Ibid, at 4-5.

〔7〕 Philip Halstrick, “Tighter Bank Rules Give Fillip to Shadow Banks”, Reuters (December 20, 2011), available at <http://www.reuters.com/article/2011/12/20/uk-regulation-shadow-banking-idUSLNE7BJ00T20111220>(表明影子银行业是个60万亿的产业)。

始人。他用“影子银行系统”来指代“杠杆化且非银行的投资导管、载体和结构形成的字母缩写组合整体”。^{〔8〕} 这只能粗略地描绘结构性融资(structured finance)世界,因为结构性融资创造和使用了这些导管、载体和结构类型(统称为“特殊目的实体”或英语缩写为“SPEs”)。^{〔9〕}

近来,更多的评论者扩大了“影子银行系统”的含义。比如,美联储(Federal Reserve)的经济学家们使用这一术语以指代“从事期限、信贷和流动性转化而无法获得中央银行流动性或者公共部门信用担保的金融中介机构”。^{〔10〕} 他们认为这些中介机构包括“金融公司、资产支持的商业票据导管、有限目的金融公司、结构性投资工具、信贷对冲基金、货币市场共同基金、证券出借者及政府资助机构(government-sponsored enterprises 或 GSEs)”。^{〔11〕} 因此,通过列举资产支持的商业票据导管、有限目的金融公司、结构性投资工具,影子银行系统的定义包括了特殊目的实体,除此之外,上文对这一术语的扩大将涵盖金融公司,诸如家庭财务公司(Household Finance Corp.);对冲基金,诸如黑石公司(BlackRock, Inc.);共同基金,诸如美国富达投资集团(Fidelity Investments);政府资助机构,诸如联邦国民抵押协会(简称房利美, Fannie Mae)和联邦住房贷款抵押公司(简称房地美, Freddie Mac);以及许多投资银行。

然而,即便是这个更加广泛的“影子银行系统”的定义迄今为止也仅包括了实体(机构)。当仅包含了实体的有限含义可能足以充分定义“影子银行”时,“影子银行系统”可能是指影子银行的经营活 动。但是,这个假设产生了两个问题。第一个问题便是“影子银行系统”究竟应当是指影子银行提供的任何金融产品和服务,亦或仅指影子银行提供的通常应由传统银行提供的金融产品和服务。有些人采纳具有更多限制意义的后者。^{〔12〕} 而我采纳的是更广泛的含义,因为影子银行系统的核心要素是非银行金融机构提供金融产品和金融服务。此外,宽泛的含义能够灵活地随着时间的推移,将金融产品和金融服务不可避免的演变发展包罗在内。^{〔13〕} 第二个问题便来得有些更抽象了:影子银行系统——或者说,至少,影子银行网络的概念——是否应当限于影子银行提供的金融产品和服务,或者是否应当包括影子银行提供金融产品和服务时所运用的各种媒介? 影子银行主要通过金融市场提供金融产品和服务。^{〔14〕} 影子银行系统的核心,即结构性融资,^{〔15〕} 主要便是通过这些金融市场进行运作,因为证券化这一结构性融资的主要手段^{〔16〕}非常依赖特殊目的实体发行可

〔8〕 Paul McCulley, “Teton Reflections”, Pimco Global Central Bank Focus (August/September 2007), at 2, available at <http://media.pimco.com/Documents/GCB%20Focus%20Sept%2007%20WEB.pdf>.

〔9〕 Steven L. Schwarcz et al., *Securitization, Structured Finance, and Capital Markets* (LexisNexis, 2004). 特殊目的载体(special purpose vehicles 或 SPVs)有时也指代特殊目的实体(SPEs)。

〔10〕 Pozsar et al, supra note [5], at 11 n. 7.

〔11〕 Ibid, at abstract.

〔12〕 See e. g., Paul Tucker, “Shadow Banking, Financing Markets And Financial Stability”, presented at a BGC Partners Seminar, London (January 21, 2010), 3, available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2010/speech420.pdf>. (“我现在并没有……用‘影子银行系统’指代除银行借贷外任何为了进行信用中介所采用的旧的方式……确切地讲,我在这里感兴趣的是那些工具、结构、公司或者市场,它们能够单个或结合使用并且或多或少地复制商业银行的核心特征:流动性服务、期限错配以及杠杆效应”。)

〔13〕 Ibid, at 3[承认了“我们(将)在未来面临新的影子银行系统变化形态”].

〔14〕 Cf. Steven L. Schwarcz, “Systemic Risk”, 97 *Georgetown Law Journal* (2008), 200(评论了持续进行的非中介化的趋势增加了在金融市场中任何审查系统风险的重要性). 影子银行系统促进了金融非中介化。见下文二(一)部分(讨论了金融非中介化)。

〔15〕 见前注〔8〕-〔9〕和相应主文。

〔16〕 See e. g., Henry A. Davis, “The Definition of Structured Finance: Results from a Survey”, 11 *The Journal of Structured Finance* (2005), 7(论述了“现今市场中被认定为结构性融资的大部分包括了证券化”)。

以满足资本市场投资者需求的证券。^[17] 另一个影子银行系统中众所周知的例子便是回购借贷(repo lending),它也类似地通过金融市场进行运作。^[18]

基于这些原因,我的研究将涵盖影子银行网络中的金融市场。因此,我定义的“影子银行系统”不仅指影子银行提供的金融产品和服务,而且也指用以提供这些产品和服务的金融市场。出于这样的语境,我承认当受到监管的银行积极参与影子金融市场时就有可能出现重复监管。回购市场便是例证。^[19] 根据纽约联储员工报告的论述,^[20]我在“影子银行”这一术语中不仅包含了特殊目的实体,而且包含了金融公司、对冲基金、共同基金、投资银行以及政府支助机构。^[21]

(二) 影子银行系统的特征

任何对影子银行系统特征的探讨必然是初步的,因为我们缺乏对影子银行系统准确清晰的定义。尽管如此,我们仍可对影子银行系统的特征做一些基本的观察。

首先,传统银行往往被高度监管,而影子银行通常受到较少的监管。在谈及影子银行系统的时候,媒体时常关注这个特征。^[22] 美国金融危机调查委员会(Financial Crisis Inquiry Commission)最近形成的报告也强调了这一个特征,指出影子银行系统中“类似银行的金融活动游离在传统商业银行体系外进行运作,其中许多经营活动不受监管或者只受到轻度监管”。^[23]

第二,影子银行比传统银行受到更少监管的事实不可避免地意味着在某种程度上,监管套利促进了对影子银行系统的需求。因此,增加银行的监管将几乎必然地增加对影子银行系统的需求。^[24] 如果影子银行系统仅仅靠监管套利来驱动,那么影子银行系统可能不会代表一种公共产品。比如,监管套利者们可能会运用交易结构,尽管其相较于受到监管的方式会产生更高的交易

[17] 相应地,比起特殊目的实体自身的本质而言,这种发行证券来满足资本市场投资者需求的能力更加依赖交易和证券的结构。对此,有些原因可以解释。比如,破产隔离——许多证券化交易的关键要素,首先依靠的是真实出售而其次才是特殊目的实体的破产隔离机制。此外,就投资者而言,特殊目的实体发行证券的可接受性较少地依赖于特殊目的实体的本质却更大程度地依赖诸如超额担保和信用增级的结构问题。

[18] 比较下注[46]-[47]和相应主文(论述了回购借贷)。

[19] 比较,同上注(论述了被监管的银行有时是回购的借贷方,即使回购市场是一个众所周知的影子银行市场);下注[104](论述了影子银行系统的不同要件可能需要不同的监管对策)。

[20] 前注[6]-[7]和相应主文。

[21] Bryan J. Noeth and Rajdeep Sengupta, “Is Shadow Banking Really Banking?” 19 Regional Economist (2011), 8, 9(“影子银行系统由一系列涉及资金转让和证券、借贷交易的中介机构组合而成,这些中介机构将资金向上输送到公司,而对价交换的是再将各种证券和贷款文件往下移转至资本市场中的投资者”。

[22] See e. g., “Richard Cordray: What His Appointment Means for the Consumer Financial Protection Bureau”, The Diane Rehm Show (Jan. 9, 2012), available at <http://thedianerehmsshow.org/shows/2012-01-09/richard-cordray-what-his-appointment-means-consumer-financial-protection-bureau>[讨论了“金融公司不是严格意义上的存款机构,诸如发薪日贷款公司(payday lenders)或者甚至抵押贷款公司”,并且这些公司缺乏联邦监管]; Ben Protess, “Shadow Banking Makes a Comeback”, N. Y. Times Dealbook (May 27, 2011), available at <http://dealbook.nytimes.com/2011/05/27/>(伴随着“Shadow Banking Makes a Comeback”的网络链接)[解释了多德-弗兰克法案(Dodd-Frank Act)没有将影子银行纳入法案付诸实施的许多监管规定中去]。

[23] Financial Crisis Inquiry Commission, “Shadow Banking And The Financial Crisis”, Preliminary Staff Report (May 4, 2010), 7, available at http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/2010-0505-Shadow-Banking.pdf(着重强调)。

[24] 比如 Halstrick, 前注[7](评论了“国际监管者努力地通过加紧银行监管规则以加强金融系统却可能在不经意间有助于促进未受监管的或者说‘影子’金融参与者的机会”)。欲知政治经济学中关于监管套利和放松监管的有趣讨论,以及影子银行的起源, see Erik F. Gerding, “The Shadow Banking System and Its Legal Origins” (August 23, 2011)(未发表手稿), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1990816.

成本,但是这些交易结构因为避免了监管却能给各方参与者提供净收益。^[25] 监管套利也会使那些缺乏资金、专业知识以及政治关系的市场参与者在利用套利机会方面处于不利地位。^[26]

第三,当影子银行系统到达了不受监管套利驱动的程度时,它很可能因有助于实现效率而成为公共产品。即“当影子银行的活动肯定包括那些似乎承载着有限目的的活动且这些目的不同于监管资本套利时,它也包括了一系列中介化活动,这些中介化活动似乎具有在传统银行业体系之外的重大经济价值”。^[27] 显然,这些中介化活动包括“非中介化”,正如我以下会论述的那样,非中介化是指在资金源头(资本和其他金融市场)以及资金使用者[例如,在实体经济中运营的公司,诸如美国电话电报公司(AT&T)或者通用汽车公司(General Motors)]之间消除对银行中介的需求。^[28] 这些中介化活动也包括了金融产品和服务供应的分散化,这会提高效率但也会增加风险。^[29]

最后,如果对影子银行系统不加监管,那么它会对金融系统造成系统性风险。例如,有评论者提出:“影子银行体系里的期限和信贷转化……在(2008年)金融危机之前就在很大程度上造成了住宅和商业房地产市场中的资产泡沫。”^[30] 此外,当影子银行系统达到了为长期资本需求提供短期融资的程度时,它会产生资产流动性不连续的风险。^[31] 尽管有些观点可能认为短期融资是影子银行系统的核心特征,^[32]但影子银行系统能够(并且确实)同时提供短期和长期融资。^[33] 出于短期融资潜在的危害性,评述者有时仅仅关注短期融资,并把它作为一个特征。然而,从一个更大的角度来看,为长期资本需求提供短期融资并非影子银行系统本身特有的问题,而是金融体系的问题。^[34] 即使是传统银行通过短期存款为自己提供资金,仍会导致被称为“银行挤兑”的资产流动性不连续的后果。

在评估影子银行系统的效率和风险之前,思考一下促使影子银行系统发展的因素是有所帮助的。我认为主要的促进因素是技术。从某种程度上来说,相较于传统银行业而言,影子银行系统提供了更加多样以及更加创新的金融产品。尽管传统银行迟早有能力应对投资者对金融产品的需求,但是技术已经使非银行金融市场参与者们,诸如对冲基金,能够在迅速地且以更低成本提供金融产品方面与传统银行相竞争。谈及这一竞争,唐纳德·兰格沃特(Donald Langevoort)写道:

“冒着太过于简单化的危险,机构对(尤其是)短期债务工具存在着如此巨大的需求,加上技术在这些金融产品结构化方式上得到了发展,这些需求存在和技术发展意味着传统上应由银行体系完成的工作逐步转移到了华尔街——因此,它被称为‘影子银行体系’。”^[35]

[25] Victor Fleischer, “Regulatory Arbitrage”, 89 Texas Law Review (2010), 275(“当新的形式因为相较于旧的结构能够减少监管成本以及增加交易成本而被选择时,我们损失了两次:增加了交易成本从而减少了效率,以及受监管的负担也被移转至那些没有参与套利的主体身上”); Frank Partnoy, “Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage”, 22 The Journal of Corporation Law (1997), 240-42(描述了金融衍生品监管效率的动态经济模型)。

[26] Fleischer, *supra* note [25], at 280-82.

[27] Pozsar et al., *supra* note [5], at 5.

[28] 见下文二(一)部分(讨论了非中介化)。

[29] 见下文二(二)部分(讨论了分散化)。

[30] Pozsar et al., *supra* note [5], at abstract.

[31] 下注[46]-[49]及相应主文。

[32] 举例而言,这是一些专题讨论小组成员在我发表开幕演讲的那个研讨会里的见解。

[33] 例如,在证券化交易中,发行的证券通常有长期的期限。

[34] Cf. Morgan Ricks, “Money And (Shadow) Banking: A thought Experiment”, 31 Review of Banking & Financial Law (2011-2012), 731-748(作者存档文稿)(论证了短期的且“类似于钱一样”的证券的不稳定性是金融监管政策的核心问题)。

[35] Donald C. Langevoort, “Global Securities Regulation after the Financial Crisis”, 13 Journal of International Economic Law (2010), 799-815, at 803(着重强调以及省略引文)。

此外,另一个促进影子银行系统出现的因素就是监管套利。受到高度监管的银行不可能像不受监管或者受到轻度监管的影子银行那样便宜地提供金融产品和服务。^[36]

二、对影子银行系统的评估

因此,影子银行系统不仅能够潜在地提高经济效率,而且也能够增加风险。首先,我要论述的是非中介化,这是影子银行系统提高效率的主要机制。然后,我要讨论的是影子银行系统所产生的分散化,分散化既提高了效率也增加了风险。

(一) 非中介化

影子银行系统的非中介化可能提高经济效率。银行是资金的中介机构:它们从存款人和资本市场投资者手中借到资金,随后便把这部分资金借出去。^[37] 作为营利机构,银行遵循着“低价买入,高价卖出”的基本准则,银行“买入”资金的价格按照银行借款时的利率,银行“卖出”资金的价格按照银行贷款时加价的利率。因此,从银行借款实质上就像“零售购买”。^[38] 然而,借由影子银行系统的非中介化能使公司不用支付利息的加价部分而借得贷款。举例而言,在证券化交易中,公司通过特殊目的实体进行借款而做到不用支付利息增加的差价。^[39]

在影子银行的交易中,非特殊目的实体、营利实体——诸如投资银行、金融公司以及对冲基金——处于银行的地位发挥着中介的作用。这样的交易通常产生较低的效率。尽管如此,因为在非银行环境中经营可能会比在传统银行环境中产生更低的监管费用,只要充分解决了监管套利问题,非银行中介活动能够取得效率。

(二) 分散化

然而,通过分散化贷款,影子银行系统会有积极和消极的结果。分散化通过扩大个人投资者可获得的资金和金融产品的种类,允许个人投资者根据他们自身的喜好量身定做投资组合进而增加消费者福利。^[40] 分散型的金融系统在面对负面冲击时也可能更加强健稳固。^[41] 如果损失分散

[36] 同上注(评论了“对银行紧密的安全性和稳健性的监管,尤其是资本充足原则,在美国确实不适用于那些由证券公司起着中介作用的金融产品”)。

[37] See e. g., Christopher Viney, *Financial Institutions, Instrument and Market*, 5th ed. (Sydney: McGraw Hill Higher Education, 2007), pp. 54-55. 尽管商业银行从存款人手中借到部分资金,但是它们资金中的很大一部分是从资本市场上借来的。同上注第 54 页(注意到商业银行“不再依赖它们的存款基础进行贷款业务”,因为它们通常能从国内和国际资本市场中借得充足资金以满足它们预期的贷款需求)。

[38] Steven L. Schwarcz, “Securitization and Structured Finance”, in *Encyclopedia of Financial Globalization* (2011), at 4(作者存档文稿)。

[39] 特殊目的实体通常不赚取利润。See e. g., Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York, “New Developments in Structured Finance”, 56 *The Business Lawyer* (2000), 95-182, at 132(评论了特殊目的实体并不以营利为目的); Gary B. Gorton and Nicholas S. Souleles, “Special Purpose Vehicles and Securitization”, Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper Series No. 05-21 (2005), at 1, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=713782(评论了特殊目的实体“除了因交易目的而被设立之外没有什么经营目的”)。

[40] Franklin Allen and Douglas Gale, “A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the U. S. ”, 39 *European Economic Review* (1994), 179-209, at 189(将美国分散化的金融系统与德国银行主导的金融系统做比较)。

[41] Cf. Halstrick, *supra* note [7](评论了“直至 2012 年年中,影子银行对于那些为了遵守欧洲监管资本目标而试图清理风险资产的贷款方而言可能正扮演着白衣骑士的角色”)。(白衣骑士指政治上的革新者和事业上的成功者或者失败事业中的挽救者——译者注。)

于小型金融机构之间,那么一些公司倒了也不会威胁市场稳定。^[42]除了有助于减小公司规模,分散化也能缓解“太大而不能倒”的问题。

然而,分散化也会增加风险。例如,市场失灵在影子银行体系中比在传统银行体系中可能会更频繁地出现,从而增加了系统性风险,因为未被矫正的市场失灵会导致金融系统中的资本分配缺乏效率并导致系统性失灵。^[43]此外,正如我在下文中所要解释的那样,影子银行系统可能会提高引发系统性风险的可能性。尽管目前还不太明朗,但是影子银行系统同样也可能促进系统性风险的传播。

影子银行系统可能通过制造恐慌增加引发系统性风险的可能性,这一点又通常更可能会作用于引发一系列系统性失灵的开始。^[44]因此,丹·奥瑞教授(Dan Awrey)主张,间接地,由于分散化,影子银行系统造成市场分割化(market fragmentation)、市场关联性(market interconnectedness)以及市场不透明,^[45]这使市场参与者们很难有效处理信息。^[46]风险因此在未受注意以及未加核实的状况下累积了起来。^[47]当隐藏的风险突然显而易见了,市场参与者们便惊慌失措了。^[48]

尽管出于不同的原因,加里·戈顿(Gary Gorton)和安德鲁·梅特里克(Andrew Metrick)也论述了影子银行系统可能会增加引发系统性风险的可能性。^[49]他们主张某些短期的影子银行活动,诸如回购借贷(repo lending),能够在影子银行系统中产生相当于银行挤兑的系统性风险。^[50]例如,在近期的金融危机中,住房抵押贷款支持的证券被用作短期回购贷款(repo loan)的担保物,随着它的价值

[42] 例如,美国联邦存款保险公司(FDIC)自2008年以来处理了四百多起银行倒闭中的绝大多数且在金融系统中并没有产生负面反馈效应。Fed. Deposit Ins. Corp., Complete Failed Bank List (last updated March 27, 2012), available at <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>.

[43] 在 Steven L. Schwarcz, “Controlling Financial Chaos: The Power and Limits of Law”, 2012 Wisconsin Law Review (2012), at 818-826, available at http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2510/中,我论证了总体上,四种市场失灵是金融体系中固有的,并且我阐明了这些市场失灵能促使系统性风险。例如,信息失灵、代理失灵以及激励失灵能够单独或多个相结合地导致一个或多个大公司投资过度,最终引起破产。理性失灵可能导致大型金融市场中的证券价格暴跌。

[44] Steven L. Schwarcz, supra note [14], at 199-201. (“在本文语境中系统性风险的典型例证便是‘银行挤兑’,在银行挤兑中一个银行不能满足提款的需求,造成了它自己的破产,进而引发了其他银行或者它们的债权人依次破产。”)

[45] Dan Awrey, “Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets”, 2 Harvard Business Law Review (2012), 235-294, at 249, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916649(论证了这些因素使影子银行系统特别容易产生内因性的震荡);Jon Danielsson et al., “Endogenous and Systemic Risk”, in Joseph G. Haubrich and Andrew W. Lo (Eds.), *Quantifying Systemic Risk* (Chicago and London: University of Chicago Press, 2013), available at <http://www.riskresearch.org/files/JD-HS-JZ-37.pdf>.

[46] Dan Awrey, supra note [45], at 243-244(把复杂性定义为信息成本和有限理性的应变量)。

[47] Cf. *ibid.*, at 12-13(描述了当复杂性作为影子银行体系中固有的数个可变因素中的一个应变量出现在影子银行系统中,一个行为人对该复杂性的忍耐程度)。奥瑞主张说,这些反常现象可能会导致市场主体间在缔约时缺乏效率,同样也会导致金融机构进行“欺诈、不正当行为以及其他机会主义行为”。Dan Awrey, supra note [45], at 286.

[48] Dan Awrey, supra note [45], at 261-264(论证了金融市场的一些特点“产生了巨大的信息成本以及使我们与自己的有限理性处于一个冲突分歧的过程中”);Danielsson et al., supra note [45], at 75-77(“危机事件中的突出特点便是事件似乎聚集了来自于市场主体本身自发性应对的力量”)

[49] Gary Gorton and Andrew Metrick, “Regulating the Shadow Banking System” (Oct. 18, 2010)(未发表手稿), 1, available at <http://ssrn.com/abstract=1676947>. 戈顿教授以及梅特里克教授的上述观察无论如何应当被转化为观点。影子银行系统也提供大量的长期融资,就这点而言影子银行系统并没有产生他们所描述的影响。见前注[33]-[34]及相应主文。此外,长期资本需求的短期融资也是金融系统中比较大的问题。见前注[38]和相应主文。

[50] Gary Gorton and Andrew Metrick, supra note [49], at 1. (“当这个安宁的时期最终于2007年告终时,紧随其后的恐慌并没有在传统的银行和存款人体系中发生,但取而代之的是聚集在了新兴的‘影子’银行体系中。”)

急剧下降,回购贷款方不得不要求借款方增加担保物。^[51]戈顿和梅特里克认为,这些增加担保物的要求近似于银行挤兑——在银行挤兑中惊慌的存款人从他们的存款银行中提款——且近似到这样一种程度,即银行回购借款方(bank repo-borrower)被迫出售资产产生额外的担保物。^[52]这些被迫出售的资产也进一步被压低了资产价值,进而引发了金融冲击并快速传播于相互关联的金融系统中,最终影响到依赖短期债务的影子银行实体(诸如结构性投资工具以及货币市场共同基金)。^[53]

影子银行系统传播系统性风险所造成的净影响不如其引发系统性风险所造成的影响来得那么清晰。事前确定所有系统性风险传播机制可能行不通。然而,考虑一下伊曼·安纳布塔维(Iman Anabtawi)教授和我描述的影子银行系统对至少一种这样的机制产生的影响吧。^[54]我们论证了另外两个独立的相关(性)(correlation)能相互结合以将局部的经济冲击转变成影响范围更广的系统性危机。第一个是公司内部相关(性),它将公司健全的财务同其面对来自不良事件的风险相联系,这类不良事件虽然低概率却会造成或可能引发经济震荡。第二个与影子银行系统更加息息相关,它是在多家金融公司和多个金融市场之间整个系统的相关(性)。

因为影子银行系统利用金融市场来提供产品和服务并且也增加相互关联性,它就可能增加不同金融公司和不同金融市场间全系统的相关(性)。^[55]从这方面看,影子银行系统可能会增加系统性风险的传播。^[56]从另一方面而言,通过增加金融公司的数量以及使它们的功能多样化,^[57]影子银行系统事实上可能减少这些公司之间的相关(性),从而降低系统性风险。没有充足的信息来确定哪一种效果将占主导地位。^[58]

综上所述,影子银行系统犹如一把双刃剑在经营中既增强了效率又增加了风险。接下来我将考察如何监管才能使上文所述的效率最大化以及风险最小化。

三、监管影子银行系统

因为影子银行系统有增加效率的潜力,监管目标不一定专注于限制影子银行系统本身。取而代之的是,在监管使效率最大化的同时,使影子银行系统导致风险增加的潜能最小化。^[59]

[51] Ibid, at 15; Gary Gorton and Andrew Metrick, "Securitized Banking and the Run on Repo", Yale ICF Working Paper No. 09-14 (2010), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440752. (论证了增加担保物这样的要求主要是由不透明性引起的,这种不透明性来自于不同借款者遭受萎靡的房地产市场的状况以及在违约时借款方担保物的价值。)

[52] Gary Gorton and Andrew Metrick, *supra* note [49], at 15.

[53] Gary Gorton and Andrew Metrick, *supra* note [49], at 15-16; Steven L. Schwarcz, "Regulating Complexity in Financial Markets", 87 *Washington University Law Review* (2009), 211-268, at 232-33[通过按市场计价法(又称公允价值)的会计制度以及证券经纪自营商(broker-dealer)要求追加保证金制度为例论证了信息的不确定性].

[54] Iman Anabtawi and Steven L. Schwarcz, "Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework", 86 *Notre Dame Law Review* (2011), 1349.

[55] 前注[14]和相应主文[讨论了相关性(correlation)].

[56] Hyun Song Shin, "Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System", Bank for International Settlements Working Paper No. 304 (March 2010), 9, available at <http://www.bis.org/publ/work304.pdf>. (论证了当金融中介机构吸收有限的外部资金池,扩大资产负债表会不可避免地导致机构间相互交易,进而促进了相互关联性。)

[57] 有了影子银行系统,金融机构不再以银行为主,也包括特殊目的实体、金融公司、对冲基金、共同基金、投资银行以及政府支助机构。Pozsar et al., *supra* note [5], at 4-5, n. 9.

[58] Cf. Danielsson, *supra* note [45], 手稿第2页(尝试从理论上阐明哪一种效果将占主导地位)。

[59] 欲了解更多关于金融监管基本原理批判性的讨论,见 Emiliios Avgouleas, *Governance of Global Financial Markets: The Law, the Economics, the Politics* (New York: Cambridge University Press, 2012)。

(一) 致力于经济效率最大化的监管

通过修正“市场”失灵，监管能够使经济效率最大化。^[60] 在本文的语境下，“市场”是形成影子银行系统的整个非银行网络——金融企业（无论是特殊目的实体还是营利实体）以及它们所运作的市场。在这个网络之内，至少可能存在四种部分相互关联的市场失灵：信息失灵、理性失灵、代理失灵、激励失灵。^[61] 尽管以上这些失灵不是影子银行系统所特有的，但在影子银行系统的复杂性之中进一步加剧。

1. 信息失灵。影子银行网络复杂得难以想象。^[62] 复杂性会破坏披露的效果，^[63] 而披露恰恰是对信息失灵的最主要的监管回应。^[64] 尽管多德-弗兰克法案(Dodd-Frank Act)非常强调改善披露这一理念，^[65] 它的功效却非常有限。影子银行网络的某些部分过于复杂，以至于某些专家都认为它们是不可思议的。^[66]

因而产生了一个问题，即监管是否应该试图简化或者标准化影子银行系统，使其复杂性达到最小的程度。例如，多德-弗兰克法案的众多目标之一就是标准化影子银行网络中涉及衍生品交易的部分。^[67] 但标准化的措施实施可能会适得其反。例如，标准化衍生品交易可能会不经意地增加系统性风险，因为在清算交易所这一层面集中曝光了衍生品的风险。^[68] 标准化所带来的总的经济效果也尚未明了，因为标准化可以扼杀创新，并且当机构根据投资者的要求和风险偏好制作金融产品以提高效益的时候，他们这一能力将会受到干涉。^[69]

多德-弗兰克法案也试图减少影子银行网络中涉及证券化交易部分的信息失灵。^[70] 证券化产品的卖方被要求在其出售的每一类证券中都持有最低限度的未对冲头寸，以此确保卖方有一个所谓的“自身利益在其中”(skin in the game)^[71]。这一点也可能产生反作用。卖方通过保留所卖出

[60] Steven L. Schwarcz, *supra* note [53], at 262-64(提供了一些监管在何处发挥作用的例子)。

[61] Steven L. Schwarcz, *supra* note [43], at 818-826(论证了这四种市场失灵是整个金融系统所固有的)。

[62] 欲了解更多关于由于复杂性导致信息失灵的讨论，见 Steven L. Schwarcz, *supra* note [53], at 238(“不确定性会导致众多的金融市场失灵，最明显的就是削弱证券市场的披露效果”)。

[63] Steven L. Schwarcz, “Disclosure’s Failure in the Subprime Mortgage Crisis”, 2008 Utah Law Review (2008), 1109-1122, at 1110(讨论了因市场复杂性导致的次级债披露失灵)。

[64] See e. g., Langevoort, *supra* note [35], at 803(观察到“监管主要还是以卖方披露为导向，尽管他们的产品越来越复杂”)；Cynthia A. Williams, “The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency”, 112 Harvard Law Review (1999), 1197[讨论了在1934 证券交易法案(Securities Exchange Act of 1934)和1933 证券法案(Securities Exchange Act of 1933)中披露的一般目的]。

[65] See e. g., Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 1103, 124 Stat. 1376, 2118 (2010) (to be codified at 12 U. S. C. § 225b)(要求更多的披露)。

[66] See e. g., David Barboza, “Complex El Paso Partnerships Puzzle Analysts”, New York Times (July 23, 2002), C1[描述了“作为一个行业巨头的埃尔帕索公司(El Paso Corporation),如何变得前所未有地依赖于一些复杂的证券交易(使用了特殊目的实体),以至于专家都觉得无法搞懂这些交易”]。

[67] Dodd-Frank Act § 723 (to be codified at 7 U. S. C. § 2)(要求通过票据交换所集中清除很多衍生品)。

[68] Anabtawi and Schwarcz, *supra* note [54], at 1395.

[69] 同上注(“标准化会对个性化的交易产生破坏性作用，尽管这些个性化的交易在风险承担方面更有效率”)。

[70] 我在本文中都是用证券化和衍生品作为例子，以和金融危机调查委员会的初步工作人员报告(preliminary staff report)保持一致。Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note [23], at 4(参考影子银行系统在“证券化产品、结构化产品、商业票据、资产支持的商业票据、回购协议和衍生品市场”的统治地位)。

[71] Dodd-Frank Act § 941(b) [to be codified at 15 U. S. C. § 78o-1 1(c)(1)][指示证券交易委员会(Securities and Exchange Commission)向资产担保债券的赞助商要求至少保留标的资产5%的信用风险]。一份近期的美联储银行员工报告将此风险自留视为“在提议的(多德-弗兰克法案)规则中，针对影子银行系统的”最重要的方面之一。Tobias Adrian, “Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 533 (2011), abstract.

的某种复杂证券化产品的剩余风险部分,使得不能充分理解这些产品的承保人激发了错误的投资信心,这导致了2008年金融危机。^[72]

因此,在影子银行网络之中,一定程度的信息失灵是不可避免的。

2. 理性失灵。人类拥有有限的理性。^[73]而且,事物越复杂,我们就越不能够对它确信,理解起来也越困难。^[74] 我们就会倾向于关注对我们来说更加熟悉的并且更加简单直接的因素。^[75] 我们也会倾向于相信我们愿意相信的东西。^[76]

这有助于解释为什么,有鉴于影子银行系统的复杂性,市场参与者会在不充分理解的前提下采取行动。比如,基于一些他们无法理解的数学模型,投资者们愿意相信在高度复杂的二次证券化交易中发行的,^[77]为他们提供大大高于相似评级债券回报的投资评级债券(investment-grade rated securities)代表了好的投资,即使,他们至少部分是由次级抵押提供支持的。况且很多这样的数学模型充其量不过是粗略的近似估计。^[78]

3. 代理失灵(principal-agent failure)。评论家们广泛承认这类代理失灵的存在,但其认识仅限于公司管理层和所有人之间的利益冲突。然而,至少在影子银行网络中,公司内部存在着更加严重的冲突:二级经理们(例如投资分析师和投资银行副总裁)的薪水几乎总是根据短期薪酬计划支付的,使得他们的利益和公司的长期利益不相吻合。^[79] 尽管这种企业内部的代理失灵并非影子

[72] Steven L. Schwarcz, supra note [53], at 241-42[在此指“共同误导”(mutual misinformation)问题]。

[73] Awrey, supra note [45], at 9 n. 24[引用了 Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism* (Free Press, 1985), p. 45] (“有限理性是半强型理性,经济主体被假设是‘意图理性,但只能是有限理性’”。

[74] 同上注,第13页(提出了“我们对于复杂性的忍受程度是有限的”)。

[75] 同上注[提出了一个“复杂性边界”(complexity frontier)的概念,超过此“复杂性边界”则主体就要被迫采取试探方法作为次优方法以理解一组特定事实或世界状况]。

[76] Cf. J. Barkley Rosser Jr., “Alternative Keynesian and Post Keynesian Perspectives on Uncertainty and Expectations”, 23 *Journal of Post Keynesian Economics* (2001), 545-566, at 554-57[提出了不确定性将导致自我促成的(self-fulfilling)错误]。

[77] 这些交易包括了担保债务凭证的证券化(securitization of collateralized-debt-obligation securities),或“资产支持的担保债务凭证”(“ABS CDO”)交易。See e. g., David Milliken and Richard Barley, “ABS CDOs, at Heart of Crisis, May Disappear”, Reuters (April 1, 2008), available at <http://uk.reuters.com/article/2008/04/01/bis-assetbackedsecurities-idUKL0161391420080401> (“信用衍生工具的使用事实上造成了比它所具有的债券发行数量更甚的曝光活动”); Joshua Coval et al., “The Economics of Structured Finance”, 23 *Journal of Economic Perspectives* (2009), 3-25, at 3[发现担保债权凭证(collateralized debt obligations 或 CDO)等复杂的证券化交易放大了评估标的债权风险中的错误]; David Reilly, “Center of a Storm: How CDOs Work”, *Wall Street Journal* (June 23, 2007), B1 (“担保债权凭证因其复杂性而引发人们的争论,并因偏离被打包的真实资产、债务之外的众多步骤而造成了风险”)。

[78] Thomas S. Y. Ho and Sang Bin Lee, *The Oxford Guide To Financial Modeling: Applications for Capital Markets, Corporate Finance, Risk Management, and Financial Institutions* (New York: Oxford University Press, 2004), pp. 348-349[讨论了蒙特卡罗模拟(Monte Carlo simulations),通过假设的利率波动确定预付风险(prepayment risk)]; *Advanced Analytics, Inc. v. Citigroup Global Markets, Inc.*, No. 04 Civ. 3531 (LTS)(HBP), 2008 WL 2557421, a * 1 (S. D. N. Y. June 26, 2008) (把用来估计预付风险的计算机化过程描述为是“复杂的”); Steven L. Schwarcz, supra note [53], at 217 (描述了金融模型的复杂性); Erik F. Gerding, “Code, Crash, and Open Source: The Outsourcing of Financial Regulation to Risk Models and the Global Financial Crisis”, 84 *Washington University Law Review* (2009), 127-198, at 170-171 (“这些模型与其他的金融或科学模型一样,面对复杂性时,通过假设来简化市场行为以得出一些预测”)。

[79] Steven L. Schwarcz, “Conflicts and Financial Collapse: The Problem of Secondary-Management Agency Costs”, 26 *Yale Journal on Regulation* (2009), 457-470, at 460. (“争论焦点在于薪酬。二级经理们的薪水一般都是依据完成指定任务的情况来决定,而不考虑这些任务对于公司的长期影响。”)。

银行系统所独有的，影子银行系统的复杂性质连同使影子银行系统盛行的技术^[80]会加剧失灵的状况。^[81]

为避免该类代理失灵，公司可以根据长期的薪酬计划支付管理者（包括二级经理）的薪水，例如，设置根据长期表现延迟支付的薪水。^[82]然而，在实践中，解决方法必须克服集体行为困境问题：那些为二级经理提供长期薪酬机制的公司招聘上的竞争力可能会低于那些提供更为短期的薪酬机制的公司。^[83]因为优秀的二级经理可以在全世界各个金融中心获得工作，监管可能不仅需要在国内实施而且还要跨国实施以解决这一集体行为困境。

4. 激励失灵。我注意到，技术已经使得影子银行网络比传统银行能提供更多样、更创新的金融产品。^[84]比如，在证券化交易中，这些产品通常所包含这样一类证券，其向投资者分配收益乃是基于精确校准的、意欲满足特定投资者风险偏好的风险水平。这个可以通过多种方式加以建构，比如通过分组，对不同受偿顺位（repayment priorities）的不同种类的证券区别还款；或通过资产剥离（asset stripping），用产生于潜在的金融资产的特定现金流偿还各类证券（如纯本金或纯利息证券）。先进的技术，包括计算机化，通过使追踪被分配的现金流成为可能而这一切提供了便利。

这使得投资风险很好地被分散了，并且从理论上来说这种分散投资是有益的。但是，当风险过于分散时，理性市场参与者个人缺乏监督风险的激励，风险因而有时被忽视了。^[85]因此这种因动机失灵产生的缺乏监管的状态，至少已经部分地导致了2008年的金融危机。^[86]然而，激励失灵问题非常难以解决。^[87]

[80] Langevoort, supra note [35], at 803(讨论了科技如何使传统的银行活动转移至华尔街)。

[81] Steven L. Schwarcz, supra note [79], at 461-465(阐明了金融市场不断增长的复杂性会使二级经理和他们公司之间的矛盾更易产生)。

[82] See e. g., Kimberly D. Krawiec, “The Return of the Rogue”, 51 Arizona Law Review (2009), 127-174, at 158 n. 145(给出了一个公司试图采取递延报酬的案例)。

[83] Ibid, at 157-158(主张金融机构在使收益最大化的动机和偏好与过度冒险行为而产生的挫折之间做好平衡有困难)。

[84] 前注[26]-[31]和相应主文。

[85] Steven L. Schwarcz, “Marginalizing Risk”, 89 Washington University Law Review (2012), 487-518, available at <http://ssrn.com/abstract=1721606>(“风险太过分散以至于理性个人投资者缺乏监控的动机”)。

[86] Jean-Claude Trichet, “Undervalued Risk and Uncertainty: Some Thoughts on The Market Turmoil”, speech at the Fifth ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main (Nov. 13, 2008), available at http://www.ecb.int/press/key/date/2008/html/sp081113_1_en.html [提出“(金融)危机最本质的肇因是对存在于市场中、金融机构中和国家里的风险整体的、大规模的低估”]; Joe Nocera, “Risk Mismanagement”, New York Times (January 2, 2009), available at <http://www.nytimes.com/2009/01/04/magazine/04risk-t.html?pagewanted=all>. (“所有的动机——收益、薪酬、名誉甚至是工作保障，都促使人们承担更多的风险，即使你怀疑有50%的可能性结果会变得很糟糕。毕竟，所有其他的人都会跟着一起倒霉。”)

[87] 例如，监管会要求——可能正对特定的大量发行复杂证券的行为——单个成熟的投资者在每一类别的证券中都持有一份最低限度的未对冲头寸。Steven L. Schwarcz, supra note [85], at 507-512. 对于风险分散的监管尝试可能会权衡。因此，多德-弗兰克法案要求证券化卖方保持“自身利益在其中”，保留至少5%的未对冲垂直风险。Dodd-Frank Act, Pub. L. No. 111-203, § 941(b), 124 Stat. 1376, 1891 (2010) [to be codified at 15 U. S. C. § 78o-11(c)(1)]. 问题是，这种自留只能缓和自留方和承担风险方之间的冲突，而不能缓和金融市场参与者和承担了因金融体系系统性崩溃的外部化风险的非金融市场参与者之间的冲突。Steven L. Schwarcz, supra note [81], at 507-512; Cf. Kevin Villani, “Risk-Retention Rules Set up the Private Investor for Failure”, American Banker (August 29, 2011), available at <http://www.americanbanker.com/bankthink/QRM-qualifying-residential-mortgage-risk-retention-housing-private-investor-1041645-1.html>(提出缺少“自身利益在其中”并不是导致金融机构利用“庞大杠杆”的原因)。

简而言之,影子银行系统可加剧市场失灵。监管有助于控制但不能完全消除失灵的状况。^[88] 另一方面来说,尽管存在市场失灵,影子银行系统也可带来社会福利,因为它为金融系统增添了积极特性,例如非中介化以及效率提升。^[89] 平衡这些益处和市场失灵后产生的净效应目前还是不确定的。

(二) 致力于系统性风险最小化的监管

我同时也注意到,监管应致力于使影子银行系统制造系统性风险的潜能最小化。特别是,影子银行系统可能通过增加系统性风险引发的可能性以及尽管不十分明确,却通过推动系统性风险的传播而提高这一潜能。

影子银行系统更可能通过制造恐慌增加引发系统性风险的可能性。^[90] 为了减少此种可能性的具有针对性的监管可能并不可行,因为要确认所有恐慌的来源是不可能的事情。^[91] 另外,除了特定的事实模式(fact pattern)外,^[92]人们难以理解监管如何能够直接减少影子银行系统的分割化、关联性和不透明,而这些增加了恐慌的可能性。^[93]

然而,监管可以通过限制导致影子银行系统产生的因素而间接地减少分割化、关联性和不透明。尝试对于首要的因素——技术施加限制性监管若非导致反效果的话,也几乎肯定是徒劳的。^[94] 因此,如果要有监管的解决方法,应该是限制另一种形成影子银行系统的因素——监管套利。^[95]

监管套利可以通过放松对传统银行的监管或者加强对影子银行的监管加以限制。^[96] 至少从目前来看,放松对传统银行的监管似乎在政治上是行不通的。^[97] 如有,趋势是相反的。^[98] 另一方面,确实出现了至少对某一些影子银行进行加强监管的观点。例如,多德-弗兰克法案将某些非银

[88] 尽管监管无法彻底消除市场失灵,即使是在更广泛的金融市场中(Steven L. Schwarcz, *supra* note [43], at 842),影子银行系统中会有更多的市场失灵,而且可能更加难以控制。

[89] 见上文第二部分。

[90] 前注[44]-[45]和相应主文。

[91] Steven L. Schwarcz, *supra* note [14], at 211-13(提出了“监管系统性风险的尝试都是不完善和混乱的”。

[92] See e.g., Steven L. Schwarcz, *supra* note [49], at 1[提议回购抵押品要求(repo-collateral requirements)以减少信息问题]。

[93] 前注[44]-[45]和相应主文。

[94] 前注[30]-[36]和相应主文。

[95] 同上注。

[96] 请回忆一下影子银行是特殊目的实体、金融公司、对冲基金、共同基金、投资银行和政府支助机构。前注[20]-[21]和相应主文。

[97] Cf. Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors [G20], “Communique of the Finance Ministers and Central Bank Governors of the G-20”, Paris, France (October 14-15, 2011), 2, available at <http://g20mexico.org/images/stories/canal FINAN/docs/02comu.pdf>(对“确保银行有充足的资本以及有充分的募资渠道对抗当下风险”的问题提出解决办法)。

[98] Halstrick, *supra* note [7](观察到增强的银行监管的后果是影子银行系统成长起来)。众多观察者相信多德-弗兰克法案实际上会为影子银行系统的发展增添动力,因为针对传统银行的监管压力增强了。Eugene Ludwig, “Shadow Banking Will Flourish as Dodd-Frank Squeezes Banks”, *American Banker: Bank Think* (July 19, 2011), available at <http://www.americanbanker.com/bankthink/shadow-banking-system-Dodd-Frank-Ludwig-1040318-1.html>(影子银行业务已变得越来越有吸引力,因为其所经历的监管实际越来越缺乏);Stephen Gandel, “Is Dodd-Frank Reviving the Shadow Banks?” *Time* (June 27, 2011), available at <http://business.time.com/2011/06/27/is-dodd-frank-reviving-the-shadow-banks/>(看起来,影子银行……似乎又重新流行了起来);Cf. Daniel K. Tarullo, Comments on “Regulating the Shadow Banking System” (September 17, 2010), available at http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall%202010/2010b_bpea_gorton.pdf(“这一领域内有更多工作要做,尤其是当大型受监管机构受到新的限制时,导致了更多活动涌入未受监管的行业中去”。

行金融企业认定为具有系统性重要意义，对其进行增强的审慎监管（enhanced prudential regulation），包括了资本需求（capital requirements）、限制杠杆和短期债务（limits on leverage and short-term debt）、流动性要求（liquidity requirements）及增强的监管披露（increased regulatory disclosures）。^[99]

监管是否在以最佳方式最小化系统性伤害风险的同时，保留了影子银行系统的效率？这是人们在试图增加对影子银行的监管时需要紧紧把握的问题。例如，有人已经提出，如果任由金融稳定监督委员会（Financial Stability Oversight Council）^[100]自由裁量具有系统性重要意义的企业的监管，就会产生一个“界限问题”——即哪些企业要落入加强的审慎监管制度之内，这为监管套利行为提供了新的机会。^[101]我在其他文章中也提出过这样的疑问，监管系统性重大的企业（如通过限制金融杠杆）可能削弱了效率，而这一代价能否换来系统性风险的减少呢？^[102]

也许有一个更具针对性的监管方法，可以在减少影子银行系统性影响的同时保留其效率：直接实施保护措施对抗影子银行的系统性后果。^[103]实现的方法之一是限制影子银行系统所产生的系统风险的传播。混沌理论认为，在复杂的工程系统中，失灵无可避免^[104]（我在之前论证了该观点同样适用于复杂的金融系统）。因此，监管救济应致力于打破传播以及限制这些失灵的影响。^[105]在其它研究成果中，我已经展示了监管如何达成这一目标，例如保障具有系统性重要意义的企业和市场的流动性，以及通过将流动性来源私有化以促进外部因素内部化，并激励私有部门的监管（private-sector monitoring）。^[106]

四、结论

非银行机构凭借监管套利以及提升技术能力与传统银行相竞争以提供金融产品和服务，从这

^[99] Dodd-Frank Act, Pub. L. No. 111-203, § 115(b), 124 Stat. 1376, 1403 (2010) [to be codified at 12 U. S. C. § 5325(b)](提供了审慎要求的列表)。三十国集团也建议强迫货币市场共同基金选择成为“特殊目的银行”，接受审慎监管和政府保险（并获得中央银行流动性支持），仅仅投资于稳定的低风险资产并且不得向投资者保证他们能够撤回注资，“以达到稳定的”资产净值。Group of Thirty, “Financial Reform: A Framework for Stability” (2009), 29, available at http://www.group30.org/images/PDF/Financial_Reform-A_Framework_for_Financial_Stability.pdf. 戈顿和梅特里克在他们为监管影子银行系统提出的建议中采纳了该提议。Gary Gorton and Andrew Metrick, *supra* note [49], at 20. 资产净值（通常缩写为“NAV”）通常是1美元。如果一个基金的资产净值掉至1美元以下，那么该基金就被称作是“跌破面值”。戈顿和梅特里克同时建议对回购交易设置新的限制，包括要求寻求回购资金的非银行实体持有执照，对抵押、头寸限额和强制性超额提供抵押施加严格的资格要求。Gary Gorton and Andrew Metrick, *supra* note [49], at 23-24.

^[100] Dodd-Frank Act § 113(a)(1) [to be codified at 12 U. S. C. § 5323(a)(1)](将确定一个美国非银行金融公司应否受到监管的权力授予了金融稳定监督委员会)。

^[101] Rosa Maria Lastra, “Systemic Risk, SIFIs and Financial Stability”, 6 *Capital Markets Law Journal* (2011), 197-213, at 209-10.

^[102] Steven L. Schwarcz, *supra* note [14], at 211, 240.

^[103] *Ibid*, at 240-43(讨论了其他可能的监管方法，比如通过一个作为最后手段的流动性提供者来确保流动性)。

^[104] Steven L. Schwarcz, *supra* note [53], at 248-49(争论了“复杂系统中的失灵几乎是无法避免的”)。混沌理论的一个方面就是动态体系中的决定性混沌，使人们认识到一个系统越复杂，失灵的情况越容易出现。因此，最成功(复杂)的系统是那些能使失灵后果受到限制的系统。例如，在工程设计当中，这一目标可以通过模块化去耦（decoupling systems through modularity）来实现，模块化可以帮助减少因系统中的某一部分失灵而导致系统性地引发另一部分的失灵。

^[105] 同上注(讨论了复杂系统中模块化的优点)。

^[106] Steven L. Schwarcz, *supra* note [43], at 843.

点来说影子银行系统会继续存在。因此,我主要研究影子银行系统应受到怎样的监管,以使其效率最大化的同时风险最小化。^[107]

由于影子银行系统的概念至今未有明确定义,我的研究受到了限制。我曾试图暂时性地通过定义其大致范畴和基本特征来定义其概念。在那样的基础之上,我的分析更偏重于概念而非应用。未来需要探究的问题在于,对影子银行系统实际的监管应该与目标特定事实模式接近到何种程度。^[108]

我的研究没有试图论证谁是监管影子银行系统的主体。最后,我只想指出,传统的金融监管机构是区别监管的(compartmentalized),每一个机构都专注于自身特定的授权范围,例如,监管特定种类的金融机构,如银行;或者监管特定种类的金融产品,比如证券或衍生产品。^[109] 由于影子银行系统跨越了这些分类,对它的监管需要一个更全盘的工作,或者至少采取机构间合作而不是采用如今的金融监管方法。

(责任编辑:许多奇)

^[107] 我阅读了一篇由两位美联储经济学家发表的关于影子银行系统监管的文章。Tobias Adrian and Adam B. Ashcraft, “Shadow Banking Regulation”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 559 (April 2012), available at http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr559.pdf. 他们的文章提出(i)影子银行具有内在的脆弱性,因为他们参与期限转换使自己暴露于延期付款的风险之中,而又不能受中央银行的安全网保护;(ii)影子银行因此承担了被认为与传统银行相同的特性:流动性和信贷看跌期权(credit put options);(iii)因为一些被忽视的风险(比如未看清相关性、没有重视代理问题以及过长中介链阻碍了信息等失灵问题),传统银行低估了此类流动性和信贷安排的风险,因而过多地涉入其中(最终要求利用公众资金来避免传统银行的破产)。因此,(iv)监管改革应当专注于增加影子银行流动性和信贷安排的透明度,然后才能得到对其更合适的定价。就像经济学家艾德里安(Adrian)和阿什克拉夫特(Ashcraft)关注定价问题一样,我从关注最大化经济效率的角度分析监管[见上文三(一)部分]。然而,我得出的结论是,监管无法矫正所有的市场低效。前注[89]和相关主文(“监管能够帮助控制这些失灵,但是无法彻底消除这些失灵”)。根据这个原因,我认为,针对于提高透明性以形成更准确定价的监管是必要的,但仍不充分。我们也需要研究监管如何能够帮助缓和错误定价和系统失灵的有害后果。见上文三(二)部分。

^[108] 比较前注[92]和相关主文(提议针对特定事实模式做出实际监管);E-mail from Dan Awrey, Univ. Lecturer in Law & Finance, University of Oxford, to author (Jan. 24, 2012, 12:18 PM)(从源头上强调)(作者存档文稿)。(提出他“越来越赞同一个观点,即当下流行的对于‘影子银行系统’的理解(将大量不同的机构、工具和市场放入同一组类别中)已经成为了对很多关键领域进行监管改革的一个重大障碍[尤其是,对于融资市场(wholesale funding market)]。这一定义中混杂了很多不同的(潜在)监管的客体,每一个都显示出不同的问题并且需要不同的监管回应”。)

^[109] See e. g., Dodd-Frank Act, Pub. L. No. 111-203, § 712(b), 124 Stat. 1376, 1642-43 (2010) [to be codified at 15 U. S. C. § 8302(b)] [将“互换”(swap)和“证券类型互换”(security-based swaps)的监管管辖权加以区分,并分别给予了美国商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission)和美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission)].