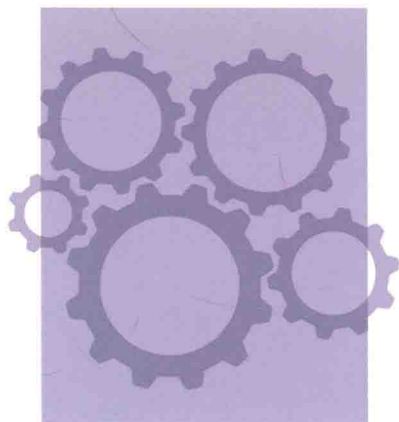




资本市场系统性风险 的法律法规制

张 红 / 编译 杨入云 / 校



LEGAL REGULATION OF SYSTEMIC RISK
IN CAPITAL MARKET



中国政法大学出版社



资本市场系统性风险 的法律规制

LEGAL REGULATION OF SYSTEMIC RISK
IN CAPITAL MARKET

张 红 / 编译 杨入云 / 校



中国政法大学出版社

2016 · 北京

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（C I P）数据

资本市场系统性风险的法律规制/张红编译；杨入云校. —北京：中国政法大学出版社，2016. 1

ISBN 978-7-5620-6630-9

I. ①资… II. ①张… ②杨… III. ①金融风险—文集②金融法—文集
IV. ①F830. 9②D912. 280. 4-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 031141 号

- | | |
|-------|--|
| 书 名 | 资本市场系统性风险的法律规制
ZIBENSHICHANG XITONGXING FENGXIAN DE FALÜ GUIZHI |
| 出 版 者 | 中国政法大学出版社 |
| 地 址 | 北京市海淀区西土城路 25 号 |
| 邮寄地址 | 北京 100088 信箱 8034 分箱 邮编 100088 |
| 网 址 | http://www.cuplpress.com (网络实名：中国政法大学出版社) |
| 电 话 | 010-58908285(总编室) 58908433(编辑部) 58908334(邮购部) |
| 承 印 | 固安华明印业有限公司 |
| 开 本 | 880mm×1230mm 1/32 |
| 印 张 | 8.75 |
| 字 数 | 200 千字 |
| 版 次 | 2016 年 1 月第 1 版 |
| 印 次 | 2016 年 1 月第 1 次印刷 |
| 定 价 | 28.00 元 |

2008年9月15日是全球金融市场上声名狼藉的一天。美国第四大投资银行雷曼兄弟控股公司在次级抵押贷款市场危机加剧的形势下,宣告申请破产保护。同一天的晚些时候,美国银行发表声明收购美国第三大投资银行美林公司。次日,美国联邦储备委员会宣布将授权纽约联邦储备银行借贷850亿美元给美国国际集团(AIG),这意味着美国政府出面接管了AIG。这一系列突如其来的“变故”使得世界各国为之震惊。金融危机彻底爆发,金融海啸迅速席卷全球。

金融危机后必将会留下金融监管的新烙印。奥巴马总统于2010年7月签署了《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(简称《多德-弗兰克法案》),开启了金融监管的新时代。2008年金融危机之后,美国学界掀起了一股研究金融系统性风险的热潮。“金融系统性风险”一时间成为时髦的研究课题。这些研究广泛涉及2008年金融危机产生的原因、金融系统性风险的产生与传递机制、资产证券化、华尔街薪酬机制、金融衍生品交易等问题。

所有这些问题的核心是金融系统性风险的规制,学者们积极探讨对金融系统性风险进行规制的正当性、规制金融系统性风险的方法、金融系统性风险的国际规制等问题。也有学者深刻反思金融领域的监管体制,批评

2008 年金融危机爆发之前的放松规制，并积极探索新的监管体制。

从历史上看，一系列的银行破产依然是系统性风险的一个重要象征。但同时我们还需要意识到非居间化的趋势，使得公司无须通过金融中介而得以直达最终的资金来源，即资本市场。这使得资本市场本身越来越成为考察系统性风险的中心。因此，本文集所收录的论文虽也涉及一般意义上的金融系统性风险规制，但侧重于资本市场系统性风险的规制。

凑巧的是，在本文集翻译过程中，中国股市在 2015 年发生了异常波动。时任中国证监会主席肖钢在 2016 年全国证券期货监管工作会议上指出，“这次股市异常波动充分反映了我国股市不成熟，不成熟的交易者、不完备的交易制度、不完善的市场体系、不适应的监管制度等，也充分暴露了证监会监管有漏洞、监管不适应、监管不得力等问题”。这次股市异常波动提醒我们不得不认真看待资本市场系统性风险问题。金融创新虽是市场发展的不竭动力，但金融创新同时内含着系统性风险。从微观角度而言，资本市场参与者由于低估或疏于防范风险可能会使其本身遭受不利影响；从宏观角度而言，由于单一市场参与者未能充分防范风险，其直接或间接导致的金融危机或系统性崩溃有可能对整个资本市场甚至金融体系造成系统性损害。在第一种情况下，市场参与者自身便有动力通过内部风险控制机制来降低风险，因此政府监管部门对此风险进行规制，很可能是低效的；与此相反，在第二种情况下，政府监管部门从宏观角度进行系统性风险的规制才是必要且适当的。反观中国资本市场的监管，一个事实是监管部门太过于倚重微观审慎监管，而对宏观审慎监管重视不够。这种监管体制对于防范系统性风险而言收效甚微。这或许是 2015 年中国股市异常波动的重要原因

之一。因此，中国证券监管部门应当认真考虑从微观审慎监管向宏观审慎监管转型，这样才有可能维持一个长期、稳定、健康发展的资本市场。

本文集围绕“资本市场系统性风险的法律规制”这一主题，共收录五篇文章。

“控制金融混乱：法律的力量与限制”（第1篇）的作者是杜克大学法学院的斯蒂文·L. 施瓦茨教授（Steven L. Schwarcz）。他是杜克全球资本市场研究中心的奠基人和合作学术主任，曾于2008年发表著名的“金融系统性风险”（Systemic Risk）一文。可以说，斯蒂文·L. 施瓦茨教授是美国学界专注研究金融系统性风险最著名、成果最丰硕的学者。“控制金融混乱：法律的力量与限制”一文探讨了法律如何帮助控制金融混乱。规制不仅应当努力使金融体系内经济效率最大化，还应当保护金融体系自身。然而，任何出于该目的的规制框架都是不完美的，需要权衡。金融复杂性的增加导致了信息失灵，甚至披露亦不能弥补，而法律所规定的标准化也存在其自身的缺陷。有限的人类理性又限制了其他理想化法律的效率。此外，金融风险的日渐分散逐渐削弱了监控的动机。我们甚至尚未完全理解系统性风险是如何触发和扩散的。所以，鉴于规制无法避免系统性冲击，那么就应当通过规制使金融体系中受到以上冲击困扰的部分得以稳固，进而减轻系统性后果。

“边缘化风险”（第2篇）同样出自斯蒂文·L. 施瓦茨教授（Steven L. Schwarcz）之手。文章研究由风险分散（risk dispersion）所引起的市场失灵，分析了为限制这些市场失灵，何时政府的规制是必须的或适当的。施瓦茨教授认为金融的首要关注点之一是降低投资风险，这通常通过众多投资者分散风险而实现。但有时，风险的分散会使得投资者低估风险，或者对风险

疏于防范。而理性的个体投资者往往因为缺乏风险监控的动机,而使得风险更加分散。风险边缘化的后果分为两阶:第一阶是市场参与者由于低估或疏于防范风险所遭受的不利影响;第二阶是市场参与者以外(尽管也可能包括)的主体所遭受的损害,例如,由于单一市场参与者未能充分防范风险,其直接或间接导致的金融危机或系统性崩溃造成的损害。施瓦茨教授认为在讨论风险分散的问题是否严重到了应当被规制的程度时,应当首先区分第一阶和第二阶后果。如果对于只会造成第一阶后果的风险分散进行规制,很可能是低效的。与此相反,对于造成第二阶后果的风险分散进行规制则是适当的。风险分散的第二阶后果主要是由公地悲剧和类似于反公地悲剧这两种集体行为失灵造成的。施瓦茨教授认为通过规制机构要求有系统重要性的市场参与者出资建立一项系统性风险基金,作为紧急援助资金或市场流动性的来源,可以解决公地悲剧。

“通过法律手段降低系统性风险”(第3篇)指出2008年金融危机将金融创新如何导致金融业那些潜在的不可持续的商业模式置于大家的关注之下。然而,在没有其它可行的替代方案的情况下,这些商业模式未必是不明智的,政策制定者和规制者需要确定在这些可能出现不必要的系统性风险节点的模式下,金融业没有出现过度投资的情况。为了使过度投资最小化,政策制定者和规制者必须关注并规制某些行为,包括引导金融业参与者忽略不可持续的金融模式的应用,其中一个可行的办法源自华尔街雇员(交易员、投资银行家和资产管理人)的大规模的前置奖金机制。这些机制激励雇员以牺牲雇主和社会的长远利益为代价,使个人短期回报最大化。为了解决这些报酬机制所引发的问题,本文建议限制在物理层面金融从业者薪酬的抵税,这是一个全新的税种,类似于《国内税收法》第162

(m) 部分，但是作为一个更伟大的尝试，它将会适用于所有在华尔街金融公司工作的雇员们。这个全新的法规将增补一项条款，以此限制公司绩效评估预示存在过量风险时的当前和递延的奖金支出。

“资产证券化中的系统性风险：放松规制和规制失灵的后果”（第4篇）重点探讨了资产证券化带来的系统性风险。缺乏规制的私有品牌证券化难以维系。国会立法在20世纪80年代放松了对抵押贷款的规制并为其后的变化提供了环境。对于明显降低的承保标准和面对即将发生的危机，联邦银行监管机构故意不采取措施。面对正在大规模改变的抵押贷款市场，放松规制是过去十年甚至更早的借贷环境的普遍特征。放松规制和联邦监管机构随后行使其传统监管权的失败在三大主要方面为低估风险和借贷标准的缺失奠定了基础。首先，国会和联邦银行监管机构都放弃了其阻止在萌芽时期的不计后果借贷行为的责任，此时，这些借贷行为并未危及金融机构的偿付能力和金融体系本身；其次，证券交易委员会允许大型投资银行将其贷款证券化，这就增加了资本市场对不计后果贷款的需求；最后，国会放松对信用违约互换的规制，削弱了信用违约互换抑制过热的房地产市场的能力，进一步将信用违约互换变成风险蔓延的导火索。事实上，在投资市场和房地产市场都实行证券化有很多好处，但规制确有必要。首先，规制必须保证抵押贷款市场的参与者的资产负债表中有足够的资产；其次，需要对抵押贷款的法定产品进行控制以应对风险决定的顺周期性；再次，规制应当集中将市场参与者薪酬结构和合同方面的动机转化成赞成短期盈利中的长期风险减少；最后，为信用违约互换和抵押支持证券交易创造出一个集中的、标准的市场，这会促使卖空行为控制其资产价格稳定在一个基本水平。

“治理系统性风险：通过衍生品票据结算所的治理结构”（第5篇）主要关注金融衍生品的交易问题。金融衍生品通过在整个金融体系中扩散违约的后果导致了系统性风险。作为对金融危机中出现的系统性风险的回应，决策者已经尽力寻求解决途径，要求尽可能多的金融衍生品在票据结算所中交易以保证其“透明性”。通过建立储备账户，票据结算所将阻止违约后果的扩散以集中控制系统性风险。这种风险集中的方法使票据结算所成为系统性风险的一个新据点。因此，治理系统性风险就转化成规制票据结算所的问题。不幸的是，从系统性风险管理角度而言，票据结算所治理中的每一个可能的参与者（交易者、顾客和投资者）都存在明显的动机问题。作者论证了决策者对这些问题的对策（主要是表决权控制和董事独立制度）都不足以解决源于金融衍生产品交易中的系统性风险。相反，作者赞同采取能够更好反映出票据结算所的公私混合角色的新型董事结构，并建议在传统的美国公司治理规则之外，采用欧洲大陆的双董事会结构这一新型治理结构模型。

国际证监会组织（IOSCO）提出证券监管的三个目标是：保护投资者利益，保证市场公平、有效和透明，减少系统风险。可见，系统性风险的规制是世界各国证券监管的主要目标和核心问题之一。国际证监会还组织撰写了“降低系统性风险——证券监管机构的角色”一文，提供了有关被监管机构用来识别、监督、降低与管理系统性风险的监管工具的介绍与指导意见。

2015年上半年中国股市发生的危机向证券监管部门敲了一次警钟，如何防范、识别以及应对系统性风险，是证券监管部门应当认真思考和对待的问题。本文集的五篇论文触及到了规制资本市场系统性风险的主要方面，希望能为我们解决中国问题提供借鉴。

本文集系北京高等学校青年英才计划 (Beijing Higher Education Young Elite Teacher Project) “证券行政法问题研究” (项目号 YETP0289) 的阶段性成果, 同时受到中央直属高校基本科研业务费专项资金资助 (项目号 SKZZY2014006)。

张 红

2016 年 1 月

目 录

■ 编译说明	1
■ 控制金融混乱：法律的力量与限制	1
一、引言	2
二、金融体系内经济效率最大化	4
三、保护金融体系自身	13
四、结论	28
■ 边缘化风险	30
一、引言	30
二、分析	39
三、解决方案	51
四、结论	64
■ 通过法律手段降低系统性风险	67
一、引言	68
二、系统性风险与公共政策	72
三、管理系统性风险	75

四、华尔街前置奖金文化	79
五、华尔街前置奖金文化的保留	88
六、高管在控制雇员的短期关注点中的角色	91
七、通过控制奖金补偿计划管理系统性风险	92
八、结论	103
■ 资产证券化中的系统性风险：放松规制和规制失灵的后果	105
一、次贷发生的一个原因：技术表格时代的放松规制 ...	106
二、国会放松规制	111
三、逐底竞争：技术革命和放松规制的后果	114
四、规制失灵	122
五、非透明、非流动的证券化和费用驱动型利益诱因 ...	153
六、证券化到底是问题还是答案？对未来的展望	161
■ 治理系统性风险：通过衍生品票据结算所的治理结构 ...	165
一、摘要	165
二、前言	166
三、金融衍生品和系统性风险	169
四、结算所运行中的动机问题	205
五、通过规章制度解决动机问题	230
六、建议	248
七、总结	262
■ 致 谢	264

控制金融混乱：法律的力量与限制^{*}



Steven L. Schwarcz (斯蒂文·L. 施瓦茨)^{**}

张 红 周瑞雪^{***}译

本文探讨了法律如何帮助控制金融混乱。为此，规制不仅应当努力使金融体系内经济效率最大化，还应当保护金融体系自身。然而，任何出于该目的的规制框架都是不完美的，需要权衡。金融复杂性的增加导致了信息失灵，甚至披露亦不能弥补，而法律所规定的标准化也存在其自身的缺陷。有限的人类理性又限制了其他理想化法律的效率。此外，金融风险的日渐分散逐渐削弱了监控的动机。我们甚至尚未完全理解系统性风险是如何触发和扩散的。所以，鉴于规制无法避免系统性冲击，那么规制就应当通过使金融体系中受到以上冲击困扰的部分得

^{*} 原文：“Controlling Financial Chaos: The Power And Limits of Law”，*Wisconsin Law Review*, Issue 3 (2012), pp. 815 ~ 840.

^{**} 杜克大学法学院 Stanley A. Star 法律及商业讲席教授；杜克全球资本市场研究中心奠基人和合作学术主任。Email: schwarcz@law.duke.edu. 在此感谢 Iman Anabtawi, Kenneth Anderson, Emiliós Avgouleas, Ross P. Buckley, Charles Calomiris, David M. Driesen, Saule T. Omarova, Richard Posner 和关于规制风险研讨会的宾州项目（由宾夕法尼亚大学法学院和沃顿商学院资助）以及 2011 年欧洲中央银行财政服务规制研讨会的参与者。同时也感谢 Arie Eernisse 在研究方面的协助。本文受启发于（部分内容基于）作者于 2011 年 10 月 20 日在欧洲中央银行研讨会上做出的名为“管理系统风险的规制框架”的主要发言。

^{***} 张红，北京师范大学法学院副教授、法学博士；周瑞雪，北京师范大学法学院 2011 届硕士研究生，现就职于京东商城大客户部。

以稳固,进而减轻系统性后果。

一、引言

法律如何帮助控制金融混乱?所谓金融混乱,是指一系列金融市场或金融企业的破产,或者金融企业的一系列重大损失,所导致的资本成本的增加或其可获得性的降低。^[1]金融混乱可能引发的风险通常被称为系统性风险。^[2]

针对系统性风险的许多规制性反馈,比如美国的《多德-弗兰克法案》,包含了太多对于2008年金融危机的政治性回应,^[3]一味地追寻罪魁祸首(无论是否真的存在)。^[4]然而,最有效的办法应当是将规制放置于一个更加有利于分析的框架内。

为了构建这样一个框架,我们首先需要考虑系统性风险规制的范围何在。有相当多的规制聚焦于银行和其他金融企业。这其中有些是路径依赖的:从历史上看,一系列的银行破产依然是系统性风险的一个重要象征。媒体与政客也同样关注金融企业,因为它们是可见的,而且其问题又那么地具有戏剧性。

但同时我们还需要意识到非居间化的趋势,使得公司无须

[1] Cf. Steven L. Schwarcz, "Systemic Risk", *GEO. L. J.*, 97 (2008), pp. 193, 204. (定义了这些术语的系统性风险。)

[2] *Id.*

[3] 该问题的另一方面是政治家在任时间较短,而良性监管解决方案往往是长期的。Cf. Edward J. Kane, *The Inevitability of Shadowy Banking* 12. (Mar. 6, 2012) (与作者一起起草) ("由于监管者在位时间较短,他们可能对短期措施更有兴趣,而非持续固定的措施")。

[4] 《多德-弗兰克法案》代表了行政规章中诸多的监管细节,这正是基于相关政府机构在进一步深入研究后得出的。也许更重要的是,该法案创立了一个金融稳定监管委员会,其职能包括监控和确定系统中的潜在威胁,以发现监管漏洞。Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 112, 124 Stat. 1376, 1394-98 (2010). 该委员会将由新设立的、有前途的、无党派的金融研究办公室资助。*Id.* 因此监管机构将会超越法案局限。

通过金融中介而得以直达最终的资金来源，即资本市场。这使得资本市场本身越来越成为考察系统性风险的中心。^{〔5〕}

例如，在 2008 年，尽管雷曼兄弟破产的新闻充斥着各大媒体的头条，其触发原因其实是抵押支持证券市场的崩溃。许多证券部分地基于高风险的次级房屋借贷款抵押，寄希望于房屋升值进行再借贷。然而一旦房价停止上涨，借贷方将无力再借贷。这在许多情况下导致了违约。而这些违约进一步导致了大量投资级评级的抵押支持证券被降级，甚至无力承兑。投资者开始对这些证券以及其他评级证券丧失信心，其价格开始下跌。

由于雷曼兄弟持有大量抵押支持证券，所以情况尤其恶劣。其交易对手进一步要求更多的保障，但雷曼兄弟无法提供。加之没有政府的救助，雷曼兄弟申请破产。而反过来，这造成了证券市场的恐慌。甚至短期商业票据市场几乎关闭，抵押支持证券的市场价格暴跌，低于支持这些证券的按揭贷款的固有价值。^{〔6〕}这加速了金融企业的灭亡，持有抵押支持证券的金融企业面临更多的金融风险，这些风险其实或许本来并不存在；要求高杠杆企业低价出售资产（进而加剧了价格的下跌）；信贷市场关闭，对实体经济造成严重影响。

这表明无论是金融企业还是金融市场，如果其倒闭，都会触发或导致系统性风险的蔓延。所以任何系统性风险的规制框架都应将金融企业与市场同时纳入其中。

在试图设计这样一个规制框架之前，我们需要讨论一下这

〔5〕 Schwarcz, *supra* note 1, at 200.

〔6〕 即使在雷曼破产之前，住房抵押贷款可能已经被低估了。比如说，在 2008 年 7 月我研究过英国高等法院关于 Orion Finance SIV 的案例，其抵押贷款支持证券的市值大约是 22 美分，而其合理的预期现金流的现值约为 88 美分，因为大部分的抵押贷款是优质住房贷款。

个框架的目标是什么。规制金融风险的首要目标是微观审慎,即金融体系内经济效率最大化。系统性风险是金融风险的一种形式,所以效率无疑是规制的目标之一。同时系统性风险也代表了金融体系自身的风险。所以,任何规制系统性风险的框架也应当涵盖宏观审慎的目的,即保护金融体系自身。^[7]

二、金融体系内经济效率最大化

通过矫正市场失灵,金融规制可以促进经济效率最大化。下文将讨论金融体系中至少存在的四种内在关联的市场失灵:信息失灵、理性失灵、委托代理失灵以及动机失灵。

(一) 矫正信息失灵

复杂性是导致金融信息失灵的主要原因。^[8]金融市场及产品已经非常复杂,而这种复杂性仍将继续提高。获取利润的机会是内含于复杂性之中的,部分地是由于投资者会选择更加精确匹配其风险与回报预期的证券。因为市场参与者利用境内外规制制度的不一致性,监管套利增加了复杂性。同时,新型技术的使用也使得金融产品以及金融市场更加复杂。^[9]

信息披露是矫正金融信息失灵的主要规制手段,却由于复

[7] 关于金融监管原理的批判性讨论,参见 Emiliios Avgouleas, "Governance of Global Financial Markets: The Law, The Economics, The Politics" (2012).

[8] See Steven L. Schwarcz, "Regulating Complexity in Financial Markets", *WASH. U. L. REV.*, 87 (2009), 211. 信息失灵也有可能来源于其他方面,包括与信息获取相关的交易成本可能会降低了新信息的价值(因此减少了对获取这些信息的积极性)。See Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *AM. ECON. REV.*, 70 (1980), 393.

[9] 我已从两方面论述了该复杂性:认知复杂性,即事情过于复杂且非线性以至于难以理解;以及暂时的复杂性,即系统运转过快且相互交杂难以控制。Schwarcz, *supra* note 8, at 214-15. 工程师有时称暂时复杂性为紧密耦合。*Id.*

杂性而渐渐失灵。^[10] 尽管复杂的抵押支持证券所包含的大部分风险（如果不是全部）已于 2008 年金融危机前进行了信息披露，但是许多机构投资者——甚至包括最大、最复杂的企业——仍在没有充分理解这些风险的前提下买进了那些证券。^[11]

《多德 - 弗兰克法案》对加强信息披露寄予厚望，^[12] 但其效力将会是有限的。一些金融结构已经达到非常复杂的程度，甚至无法被理解。^[13] 此外，投资者在没有充分理解的前提下投资高收益的复杂证券也情有可原。投资者甚至仅仅因为缺乏人力对证券进行评估，见到其他投资者投资就跟随，最后导致投资的失败，事实往往正是如此，当然也可能存在其他原因。^[14]

[10] See, e. g., Cynthia A. Williams, “The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency”, *HARV. L. REV.*, 112 (1999), 1209 - 35. (讨论了交易法和证券法中信息披露的总体目标。)

[11] See Steven L. Schwarcz, “Disclosure’s Failure in the Subprime Mortgage Crisis”, *UTAH L. REV.* (2008), 1109, 1110; cf. John D. Finnerty & Kishlaya Pathak, “A Review of Recent Derivatives Litigation”, *FORDHAM J. CORP. & FIN. L.*, 16 (2011), 73, 74. (提到法庭记录揭示了投资者对衍生金融工具性质的误解。)

[12] See, e. g., Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 - 203, § 1103, 124 Stat. 1376, 2118 - 2120 (2010) (要求额外的信息披露); § 942 (b) (要求资产抵押证券发行人披露每一笔证券抵押资产的信息); § 945 (需要证交会出台规定以要求资产抵押证券的发行人披露标的资产的性质); § 951 (要求主张出售公司所有或实质上所有资产的人向股东披露他们的补偿金安排。)

[13] See, e. g., Lee C. Buchheit, “Did We Make Things Too Complicated?”, *INTL FIN. L. REV.*, (2008), 24; David Barboza, “Complex El Paso Partnerships Puzzle Analysts”, *N. Y. TIMES*, July 23, 2002, at C1. [“工业巨头埃尔帕索公司变得越来越依赖于相当复杂的交易（利用资产负债表外的合作关系），甚至证券专家也难以理解。”] 夸张一点来说的话，人类无法理解这些由自己创造的复杂结构。更大的问题是，极少数人能理解这些结构，或者说任何个人都难以全部理解这些纷繁的结构。

[14] 这些原因的综合描述，参见 Schwarcz, *supra* note 11, at 1113 - 15.