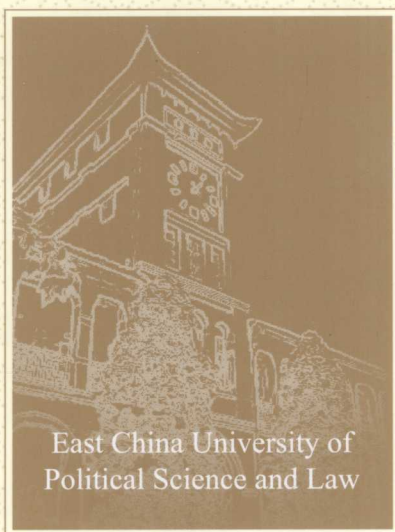


复校三十周年庆典文丛



2008年次贷萧条应对 与中国金融法制变革

刘俊 金震华 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



复校三十周年庆典文丛

2008年次贷萧条应对 与中国金融法制变革

刘俊 金震华 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

2008 年次贷萧条应对与中国金融法制变革 / 刘俊, 金震华著. —北京: 法律出版社, 2009. 9

(华东政法大学复校三十周年庆典文丛)

ISBN 978 - 7 - 5036 - 9895 - 8

I. 2... II. ①刘...②金... III. ①房地产—贷款—信用危机—研究—世界②金融法—研究—中国 IV. F831 D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 155471 号

2008 年次贷萧条应对与中国金融法制变革

刘俊 金震华 著

责任编辑 高山
装帧设计 乔智炜

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 12.625 字数 307 千

版本 2009 年 9 月第 1 版

印次 2009 年 9 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 学术·对外出版分社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5036 - 9895 - 8

定价:30.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

纪念,以学术的名义

——华东政法大学复校三十周年庆典文丛总序

忆往昔,桃李不言,自有风雨话沧桑。1952年6月,经华东军政委员会批准,华东政法学院由原圣约翰大学、复旦大学、南京大学、东吴大学、厦门大学、沪江大学、安徽大学等9所院校的法律系、政治系和社会系等合并组建成立。其后由于历史原因,于1958年和1972年两度停办,1979年经国务院批准复校。2007年3月,经教育部批准,华东政法学院正式更名为华东政法大学。2009年系华东政法大学复校三十周年。

自20世纪50年代从华政的红墙绿瓦中走出新中国第一批政法干部开始,五十多年来,学校在办学条件、办学规模、办学层次、队伍建设、学科建设、科学研究等方面均取得了飞速发展。目前,学校设有长宁、松江两个校区,占地面积1300余亩,是“教育部依法治校示范校”、“国家语言文字规范化示范校”、“上海市文明单位”、“上海市建筑保护单位”、“上海市花园单位”、“国家司法考试阅卷基地”。学校设有22个

本科专业,18个硕士点,2个专业学位点,10个博士点,1个博士后流动站;拥有法学一级学科硕士、博士学位授予权;1个国家重点学科、1个国家级教学团队,3门国家级精品课程。学校在教育部的教学评估中两次获评优秀,毕业生司法考试通过率在全国名列前茅,被誉为“法学教育的东方明珠”。

复校三十年来,华政披星戴月,风雨兼程,赢得桃李满天下,更在中国的法制现代化进程中,留下了浓墨重彩的一笔。而华政的莘莘学子,也见证着学校各方面的长足发展。硬件方面,从帐篷办学到长宁校区的精致典雅,再到松江校区的恢宏大气且美轮美奂;软件方面,从实现上海市法学博士点零的突破,到一举拿下法学一级学科博士点、获得非法学专业硕士学位授予权,再到填补上海市法学国家重点学科零的空白,2009年国家社科基金课题法学类立项数名列全国第一。而2007年3月,华政更名大学的成功,更标志着学校从此踏上了多科性特色大学的新的征程。

此番出版复校三十周年庆典文丛,华政并未走“遍寻成功校友、为其寻章摘句并编撰成册”之路径,而想虚中求实,为青年教师提供出版著作、展示才华之机会。故而,入选本文丛的,绝大多数是并不拥有教授职称的青年学者。华政奖掖才俊、提携后学之美意,尽在其中矣!

值此华政复校三十周年之际,谨祝这颗法学教育的东方明珠更加光彩夺目!

华东政法大学复校三十周年庆典文丛编委会

2009年9月

目 录

导论 001

- 一、美国次贷危机管理的成本及其公共选择 001
 - (一) 美国政府救市与抗萧条计划的成本收益 001
 - (二) 谁该问责及危机管理的代理成本 006
- 二、更安全的金融新世界与法制版图变革 015
- 三、国外研究进展及本书方法论展开 017
 - (一) 国外微观和宏观研究进展和趋势 017
 - (二) 本书研究目的及其方法论展开 019

第一章 金融全球化下次贷萧条法制应对的理论危机 021

- 一、金融全球化下次贷危机的监管失败及其坠入萧条 021
 - (一) 美国次贷危机源起与全球化背景下的风险传递 022
 - (二) 次级抵押贷款的风险结构 024
 - (三) 从美国次贷危机到全球性金融危机 028
 - (四) 次贷危机折射出的监管失败 030
- 二、美国次贷危机形成的多角度理论透析 036
 - (一) 预算软约束下的危机解读 037
 - (二) 金融经济政策理念的偏好 040
 - (三) 监管对人性要求与司法标准的差异 043

三、美国历次金融危机法制应对实效的理论分析 046

(一)20 世纪 30 年代大萧条之立法应对及其成本

收益理论 046

(二)20 世纪 80 年代储贷危机之立法应对及其监管俘获理论 048

(三)2000 年新经济泡沫之立法应对及其事件研究实效理论 050

四、美国现行金融安全网应对次贷危机的系统性缺陷 056

(一)美联储颠覆传统智慧及市场做市商最后贷款人之转变 056

(二)AIG 太大不能倒迷思下的政府干预救助困局及其破解 057

(三)美国金融投资者保障基金的集体沉寂及其转型 059

(四)注入流动性纾困及其国际金融乘数效应质疑 062

五、“中美国”与次贷萧条关联及其协同应对的理性 066

第二章 美国次贷按揭诉讼判例法及其监管版图变革 072

一、美国次贷集团诉讼及法律困境 072

(一)美国次贷消费市场崩溃引发的四类集团诉讼 072

(二)美国证券法 10b-5 规章下三原则适用的法律困境 081

二、美国“适宜性原则”之判例法对次贷按揭房主的拯救 085

(一)次贷按揭从消费信贷至投资性证券的性质转变 086

(二)适宜性标准对次贷按揭中介的约束 092

(三)从产品适宜到交易形式适宜的改革 094

(四)适宜性原则如何拯救次贷按揭借款人 096

三、美国次贷按揭消费监管版图变革及对中国借鉴 097

(一)SEC 监管失败的公共选择分析 097

(二)金融产品安全委员会还是多元执法竞争格局 099

(三)中国金融服务消费监管委员会之透明度强化职责 105

(四)中国司法从合同显失公平转向投资适宜性保护之必要 109

第三章 美国次贷危机下金融高管的离谱高薪规范及其法制改革 111

一、大分化时代美国金融高管离谱高薪及其愤慨约束 111

- (一)大分化时代美国高管离谱薪酬及其脱钩业绩 111
- (二)美国国际集团奖金的“愤慨约束” 115
- 二、离谱高薪的产生原因及其制约机制的低效分析 117
- (一)代理问题 117
- (二)管理层权力寻租影响薪酬的实证研究 118
- (三)董事会作为股东利益监管人的实效分析 120
- (四)股东诉讼及其投票权的有限约束 120
- (五)市场的有限约束 124
- 三、美国金融高管高薪的结构性伪装表现 125
- (一)房利美前首席执行官的薪酬伪装 125
- (二)美国高管期权倒签丑闻和 CEO 至上主义 129
- 四、中美两国规范银行家薪酬的僵局及其法制超越 133
- (一)美国版限薪令的作用质疑 133
- (二)中国平安高管薪酬的愤慨约束及中国版限薪令的低效 135
- (三)监控银行家薪酬激励的新路径 141

第四章 美中金融机构次贷投资损失披露与呆坏账会计规范 147

- 一、次级抵押债券的风险结构及其披露的国际规范框架 147
- (一)合成式次级抵押债券的风险结构 147
- (二)投资合成式次级抵押债券的财务风险 149
- (三)次贷金融商品信息披露的国际规范框架 151
- 二、国际金融机构次贷投资风险披露的实践危机 152
- (一)公允价值披露实践 153
- (二)结构式融资披露实践 154
- (三)风险管理披露实践 155
- (四)中国银行次贷投资减值公告的会计诚信 156
- 三、次贷危机中公允会计准则的实践挑战 161
- (一)盯市计价金融会计准则的中止执行 161
- (二)美国次贷公允价值的会计迷思 163
- (三)公允价值会计双轨制的政治偏好及其后果 165

- 四、中国金融机构呆坏账准备金的会计双轨制 167
- 五、美中次贷会计监管卡特尔及其改革路径 170
 - (一) 会计监管卡特尔与成本收益约束 170
 - (二) 公允价值会计政策改革与风险平衡表前瞻 174
 - (三) 中国《企业会计准则》对公允价值计量的完善 179

第五章 全球系统性危机下问题金融机构资产处置的法律与政策改革 181

- 一、传统问题金融机构处置法制:以非全球系统性危机为限 182
 - (一) 问题金融机构的处置主体 182
 - (二) 问题金融机构的处置措施与方法 187
- 二、全球系统性危机下问题金融机构纾困的法制与政策 191
 - (一) 次贷危机挑战中的问题金融机构处置与金融市场稳定 191
 - (二) 危机中各国问题金融机构纾困之应对措施 192
 - (三) 本次危机中各国纾困措施之主要特点及其分析 196
 - (四) 展望问题金融机构纾困措施之基本“脉络” 200
- 三、次贷危机中问题资产处置的法律与政策 203
 - (一) “问题资产”的界定及其与不良资产之比较 203
 - (二) 美国“问题资产救助计划”立法、措施与评析 206
 - (三) 盖特纳“金融稳定计划”的成败与存疑 210
- 四、中国统一不良资产市场法制重塑与全球金融危机应对 216
 - (一) 我国不良资产交易市场的“条块分割”现状 216
 - (二) 分割交易市场在应对系统性金融危机中的弊端与危险 217
 - (三) 最高法《纪要》对不良资产交易市场的影响 219
 - (四) 化解系统性金融危机的基础与市场大一统的法制重塑 221

第六章 美国救市与破解萧条的法律政策改革及对中国借鉴 225

- 一、美国救市政策波折与意识形态纠葛 225
 - (一) 从收购问题资产转至银行注资 226
 - (二) 问题金融机构国有化还是过渡银行 228

- (三) 美国银行压力测试与救助底特律汽车业 229
- 二、信贷市场冻结的博弈论解释 233
- 三、美国现行防范萧条措施低效率的原因 235
 - (一) 美联储降低利率的低效及其原因 235
 - (二) 美联储直接注资银行的低效及其原因 236
- 四、美国市场复苏之政策变革路径 236
 - (一) 政府直接向经营性企业借贷及其竞争性私营管理 236
 - (二) 纳税人成本最小耗费原则之 TARP II 实践 237
 - (三) 问题银行参与美国公私合营投资计划的资格质疑 239
- 五、危机背景下我国如何全面启动国内消费的政策性建议 240
 - (一) 四万亿投资的路径与股权投资基金计划 241
 - (二) 破解房价“乱麻”的途径:设立住房贷款补贴专项基金 248
- 六、中国应对危机一揽子计划的隐性成本 254

第七章 风险暴露条件下的新资本协定与监管全覆盖 257

- 一、次贷危机对新资本协定实施的影响与反思 257
 - (一) 风险暴露、资本充足与次贷危机 258
 - (二) 资本亲周期风险与宏观审慎框架构建 261
 - (三) 以或有资本制度(资本保险)补充传统资本监管 263
- 二、金融过度支持与大额风险暴露监管:以房产泡沫为重点 265
 - (一) 金融过度支持、资产泡沫与银行危机 265
 - (二) 美国金融过度支持引发房产泡沫与次贷危机及历史比较 269
 - (三) 立法对金融过度支持产业监管及存在问题 272
- 三、混业经营背景下的监管全覆盖:从机构监管走向功能监管 278
 - (一) 次贷危机与美国金融改革计划 278
 - (二) 影子银行系统的系统性风险 287
 - (三) 监管高财务杠杆机构的路径:资本责任加重与无限责任
回归 290
- 四、风险全覆盖下的中国金融监管版图 294
 - (一) 改革新资本协定的中国建议与资本监管创新 294

- (二) 中国金融过度支持产业监管的宏观审慎监管应对 297
- (三) 风险全覆盖及其“双峰”模式改革的中国路径 299

第八章 国际金融体系法制改革的中国立场 306

- 一、国家资产负债表问题及其中国解决方案 306
 - (一) 全球金融危机与国家资产负债表原罪 306
 - (二) 人民币错配之美国界定及其中国回应 308
 - (三) 人民币亚洲债券市场发展的法律与政策分析 314
- 二、中国承担东亚最后贷款人与区域金融监管者的四种策略 321
 - (一) 东亚金融稳定基金的成本收益 321
 - (二) 次贷危机对欧盟最后贷款人的实践挑战及其东亚借鉴 329
- 三、国际货币交易托宾税与国际发展法的中国立场 332
- 四、中国参与全球分配正义与 IMF 投票权之法制改革 335
 - (一) IMF 在国际正义中的角色 335
 - (二) 马来西亚资本管制实效与 IMF 有条件贷款 337
 - (三) 罗尔斯正义论与投票权分配改革 340
- 五、主权债国家重整机制及其中国立场 347
 - (一) 主权国家债务危机史及其全球规制失灵 347
 - (二) 主权债国家重整机制的三种方案选择 351
 - (三) 约束主权债减免滥用与重整机制下的中国利益 354

结论 362

- 一、1970 年代以来美国的两项政策困局及萧条恐惧 362
- 二、赤字刺激的萧条余震与意识形态智识的实用主义改革 371

进一步阅读推荐的英文文献 376

索引 379

后记 391

图表目录

- 图表 1 SOX 法之改革要点 052
- 图表 2 过去两年主要市场股指的集体下跌 063
- 图表 3 国际金融乘数效应 65
- 图表 4 金融危机的传播 065
- 图表 5 中美投资储蓄和经常账户平衡情况 068
- 图表 6 中日两国对美国双边贸易统计 069
- 图表 7 次贷集团诉讼的原告类型 077
- 图表 8 2006 年 8 月至 2008 年 2 月五大投行的总
杠杆率 098
- 图表 9 房地美 2008 ~ 2009 年亏损 112
- 图表 10 四家问题金融机构高管薪酬与业绩脱钩
数据 114
- 图表 11 Franklin Raines 担任首席执行官时的薪酬 126
- 图表 12 Franklin Raines 退休报酬“一揽子”安排 129
- 图表 13 美国主要公司高管的薪酬激励及其业绩
表现 132
- 图表 14 2007 年平安前五位高管税后收入 136
- 图表 15 平安高管薪酬虚拟期权计划 138
- 图表 16 2004 年来平安高管激励性期权计划 138
- 图表 17 合成式 CDO 的交易架构 149
- 图表 18 次贷债券损失率与房价下跌的关联会计 176
- 图表 19 从资产负债表到风险平衡表 177
- 图表 20 中国会计准则 17 个运用公允价值的具体
准则 179
- 图表 21 美国银行业压力测试细节 230

图表 22	银行挤兑的支付矩阵	234
图表 23	亚洲债券市场流动性发展的法制障碍	318
图表 24	情感、利益与国家间合作	324
图表 25	国家双边合作的四种理论模型	325
图表 26	欧洲汇率标准衡量指标	328
图表 27	国际游资与人民币升值强化机制	333
图表 28	主要国家外汇储备及其 IMF 配额权重	339
图表 29	IMF 主要成员国投票权现行权重及其变化建议	345
图表 30	伊拉克外债细节	355
图表 31	美国复苏网所载刺激计划进展的实时更新	368

导 论

一、美国次贷危机管理的成本及其公共选择

(一) 美国政府救市与抗萧条计划的成本收益

2008 年秋季, 尽管各国央行已施救数以万亿美元的成本, 面临崩溃的全球银行业仍在昏睡。由于置身事件细节之中, 我们或许难窥危机全貌。在汗牛充栋的词库中人们可挑拣“衰退”一词来描述当前的经济形势, 但真相不止于此。实际上我们正处于自 20 世纪 30 年代大萧条以来最严重的经济危机。衰退的缘由是 2008 年夏天席卷全美的房价下跌, 接着造成次贷(高风险)抵押贷款市场的崩溃。

更详尽的细节是: 2007 年 12 月开始, 美国房价全国范围下跌, 次级按揭市场崩溃; 2008 年秋, “房地美”、“房利美”被美国政府接管, “美国国际集团”被注资 1700 亿美元, “雷曼兄弟”申请破产保护, 这些重大事件集体造成股票市场大幅下跌, 全球性信贷冻结, 美国经济继续恶化。

接踵而至的是美国联邦储备银行、财政部和国会救援金融体系的努力。2008 年 10 月初,先推 7000 亿美元的救助计划;之后,力推宽松货币政策,为市场注入 2 兆美元流动性;2009 年 2 月,再推 7870 亿美元的刺激计划。但“救助+信贷流动性+刺激”仍没有缓解衰退的进程。2008 年底,底特律汽车制造业濒临破产,其他领域的经济活动急剧下滑。道琼斯工业指数从 2007 年 10 月的 14000 点剧降至 8000 点。而美联储虽用尽所有办法来预防通缩,但似乎美国经济航船仍绝望地驶入自 20 世纪 30 年代以来最严重的大萧条时代。^①

在政治圈,萧条这个词本身就是禁忌。因为它意味着政府无能到重复 80 年前的错误。但诚如理查德·波斯纳法官(Richard Posner)所言,对美国而言除去“次贷萧条”一词,再无恰当表达。^②

原因有三:第一,美国失业率和生产量萎缩统计升至历史高位。截至 2009 年 5 月,即奥巴马政府执政五个月后,美国失业率(unemployment rate)和不充分就业率(underemployment rate),分别从 2009 年初的 7.2% 和 13.5%,上升至 9.4% 和 16.8%;第二,次贷危机的政治后果堪比 1930 年大萧条后的新政(New Deal);第三,尽管经济有积极信号,但次贷危机的“余震”(aftershock)危险高悬,包括未来通胀、资产贬值、征收重税、深度依赖外国借款融资等。

既然全球经济已经触礁,当务之急我们要处理的问题是:现行政府救助金融业以及对抗萧条的政策措施,是否能有效实现其目标。这是个核心问题,因为按保守主义观点分析,这场危机的源头正是不明智的政府政策造成。^③ 既然错在政府,再由政府花费数以兆计美元纠错,岂

① Richard Posner, *A Failure of Capitalism: The Crisis of 08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press 2009, p. ix.

② Id.

③ Id., p. xii.

非错上加错。因此,解答问题的关键还在于采用有效管控方法来公开政府努力的成效,并接受公众检验。

因此,若能依成本收益分析来判断政府“救市+抗萧条”的沉淀成本是否划得来,有助于达成社会共识并形成合力。以下将依次分析政府救市以及对抗萧条计划的成本。

必须承认,要计算美国政府救助计划的成本,存在不确定性。以“购买优先股”救助计划为例,计算它的成本或进行成本收益分析的结果,取决于被购买优先股企业的复苏程度。而企业的复苏最终与经济衰退的深度和广度息息相关。

如果所有被购买优先股的企业得以生存并从政府回购了这些优先股,则这次救助计划中的优先股购买成本就相对很小。然而,2009年2月5日的国会作证程序中,官员估计受救助银行(以资产衡量)得以生存的比例只有2/3。^①

实际上,优先股计划仅能改善金融企业的资本账户,并没有涉及资产负债表的核心问题,即这些陷入困境企业在其资本账户中所持的数以十亿美元计的按揭抵押资产(MBS)的命运,这些资产原本是安全的。一旦这些或类似资产按当前市值计价,许多金融企业将濒临破产或陷入资本金严重不足,需要降低负债(即去杠杆化)。显然,向这些企业提供公共资金能避免其破产的前提是,其所持资产组合(MBS及其衍生品)的价格只是暂时被当前市场所低估,这与几年前它们支付溢价如出一辙。

在这种情况下,大型银行和金融公司资产重组的成本,就可以通过暂时注入国库资金的方式避免。不言而喻,注资计划的获益对象还可

^① 美国“问题资产纾困计划”(TARP)监管委员会主席 Elizabeth Warren 在这次听证会公布,截至2009年2月5日,2500亿美元中的1760亿美元已用于购买问题金融企业的优先股。计算实际支付的股价与预计能回收的价值之差额,显示本金收回的概率只有7成。而 Warren 暗示,受救助银行存活概率甚至少于7成。

扩及保险公司和养老金,换句话说,上述为 MBS 及其衍生品提供保险者或持有者,实际上也受到了纳税人资助。否则,作为债权人的养老金等机构投资者唯一的选择就是:向法院申请对破产金融企业实施破产清算以补偿损失。而普通破产程序中处置资产清偿的程序动辄耗费数年,债权人“先占先得”式的相互算计司空见惯。以上都是乐观预计,反过来如果 MBS 的价值不能回升,“注资计划”只是延缓了最终还得作出的调整(核销呆坏账)。^①无疑,注资计划下的主要得益者是这些金融机构的雇员,尽管股东所持股票价值下降至零,雇员仍能获取相对数额较大的薪酬。

同样“购买优先股”计划是否划得来(cost-effectiveness),还取决于其他影响金融市场和宏观经济的政策决定。有必要指出的是,无论是优质还是次级按揭证券市场要想从当前的孱弱冻结状态尽速复苏,诉诸问题资产收购或保险计划是捷径。因此,“购买优先股”计划的机会成本不容忽视:例如仅向数量相对很小、资本金严重不足的企业(主要是银行)注资,那些未接受注资的企业就失去从中获益的机会。

综上,根本问题尚未解决,又孕育着以下四类新风险:

1. 优先股计划下借款人支付利息责任的突然升高,导致企业未来风险加重几成定局。因为企业健全状况的恢复,与其所持按揭抵押资产的价值(房产)能否恢复泡沫顶峰价格关联。

2. 收购优先股计划降低了金融业内那些审慎经营机构的回报,这会助长后者中规模较大的企业追求道德风险的行为策略。

3. 2008~2009 年两年内,美国政府大规模销售国债的政策,引入了系统性和宏观层面的风险。所借款项高达 1.7 兆美元(2500 亿赤字 +

^① Roger D. Congleton, *On the Political Economy of the Financial Crisis and Bailout of 2008*, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341084.