

金融监管中的“监管者效应”

乔纳森·R.梅西* 著 赵渊** 译

摘要:本文研究的对象乃是以下情形,即政府通过监管强制性地要求(市场主体)必须采用某些原本经由市场或金融领域中“私人秩序”(private ordering)创设出来的特定措施和制度。对于这种把从市场运作中诞生的措施和制度“纳为已有”并强令推行的行事手法,我将之称为“吸收性监管”(regulation by assimilation),理由是在该过程中,那些原本由金融市场参与者们基于不同目的(尽管这些目的往往多少互有关联)而开发出来的措施和制度被政府所采用并吸纳。此类在市场参与者之间“小圈子”里发展而成、随后被“吸收”进入监管体系的措施和制度包括:由信用评级机构(被监管者称为“获全国认可之统计评级组织”(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,简称NRSROs)的组织发布的信用评级;用于测算金融机构资产组合风险的“风险价值”(Value at Risk,简称VaR)模型;投资银行在重大公司交易中出具的顾问

* 耶鲁大学法学院教授。原文载于《康奈尔法学评论》(Cornell Law Review)2013年第98期,第591~636页。

** 华东政法大学国际金融法律学院讲师。译文系受国家社科基金(项目编号:13CFX078)的资助。

意见以及公平性意见(fairness opinion);由独立外部审计师对公司财务结果实施的审计活动。

本文从两方面让我们更好地理解金融市场参与者所受的监管。第一,向读者说明所谓“吸收性监管”的现象,在金融领域中即便谈不上无处不在,也起码是非常普遍的。第二,向读者说明这种“吸收性监管”的过程会带来副作用,而该副作用在过去未曾被预见或识别出来。随着那些诞生于私营部门(private sector)而后来被监管“吸收”的制度及措施日渐失去活力且效用不断遭到削弱甚至腐蚀,上述副作用的症状显现无疑。本文的一系列分析表明,这种过去未被识别的“吸收性监管”现象乃是引发2007年和2008年金融危机的一大诱因,因为它使企业与市场对自身业务风险进行测算和评估的能力发生了扭曲。

引言

在金融领域中,监管者与市场参与者各自追求的目标从表面上看存在彼此重叠之处(尽管未必完全一致)。这些目标包括:准确、及时地测算风险;为了让企业向投资者做出可信的承诺而提高公司披露机制的可靠性;让稀缺的资源(即资本)流向那些能够以最佳方式利用此类资源的市场参与者。企业在“追求”投资者和客户的时候,都希望让自己与竞争对手们比起来显得与众不同。监管者希望让投资者和客户能够就如何配置手中的资源做出更好的决定。^[1]

有时,监管者和市场参与者会采用不同的方法来实现他们共同的目标。监管者要把欺诈者送进监狱以示惩罚;市场参与者则通过证券设计、激励性薪酬方案以及其他合同性质的措施来释放信号,表明自己所言非虚。然而,也许是因为在察探欺诈者和洞悉金融市场泡沫等方面缺

[1] 参见 *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*, U. S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> [“美国证券交易委员会的任务就是保护投资者,维持公平、有序和有效的市场以及促进资本形成(capital formation)”]。

乏成效而倍感受挫,监管者已经抛弃了传统的监管手段,转而倾向于颁布各种规则,采纳私营部门中实行的措施、手段及制度,并将其吸收进监管体系之中。^[2]

监管者把市场化的措施纳入监管的做法,正是我所称的“吸收性监管”的例证。该现象在金融领域中最明显的一个例子就是,监管者接受了银行内部运用“风险价值”法(VaR)评估自身风险(通常是指自营业务的风险)的做法。接着,监管者回过头来又用该VaR算法来评估这些银行的财务状况以及资本需求。在金融危机爆发之前,银行监管者注意到,金融机构当时为了确定自身业务活动的风险程度,正在使用定量性质的风险评估手段。这些演算模型不仅尝试评估贷款表现(loan performance),而且还打算一并评估贷款质量和管理流程(如内部风险控制流程)。在意识到“银行风险管理和资本监管要求之间在一定程度上有着共同目标”后,^[3]监管者将银行的内部风险模型吸收进了监管体系当中。正如联邦存款保险公司(Federal Deposit Insurance Corporation,简称FDIC)官员所说,“在巴塞尔银行监管委员会(Basel Committee on Banking Supervision)考虑的所有资本监管变革措施中,与现行运作模式不同的一项最重要的变化就是,对那些大型银行来说,它们的风险基础资本(risk-based capital)要求将不再仅仅停留在监管者事先指定的几个比率数字基础之上。取而代之的是,在设定针对这些银行的资本要求时,它们自身将扮演一个重要的角色——银行通过内部测算每一个信用敞口(credit exposure)的潜在风险,然后将该结果数值[被称为‘风险加权函数’(risk-weight functions)]输入监管者限定的计算公式当中。总体而言,这个办法被称为‘内部评级法’(internal ratings-based

[2] 参见本文第二部分内容;另见 Timothy J. Sinclair, *The New Masters of Capital* (2005), p. 10 (评级日渐成为跨国金融监管中的核心内容)。

[3] William L. Rutledge (纽约联邦储备银行执行副主席), *Speech before the British Bankers Associations at the Basel 2/CAD 3 Half-day Conference: Implementing the New Basel Accord* (2003年3月13日), <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2003/rut031303.html>.

approach, 简称 IRB)”。〔4〕

这种“吸收性监管”并不仅限于银行内部风险评估。“吸收性监管”的手法如今在金融监管领域已变得非常普遍,甚至可谓无处不在。本文中探讨的“吸收性监管”的例子包括以下被监管者吸纳的市场机制:信用评级机构发布的评级;投资银行和其他金融机构出具的公平性意见;独立会计事务所实施的外部审计;以及也许最为重要的一项,即商业银行和投资银行开发用于测算自己资产负债表内及表外持有之资产风险程度的内部风险评估法(即 VaR 模型)。上述每一个例子或多或少都算得上广为人知——即便普通大众不知晓,起码市场参与者都很熟悉。诚然,不管从哪个方面来看,监管者完全是“堂堂正正”地把这些事物纳入监管体系中。而且,基于文中提及的各种原因,被监管机构通常也极力支持此类“吸收”活动。

从实然层面来说,本文研究的是以下现象,即上述市场机制脱离纯粹的私法领域并被吸收到了更广阔的监管框架之中。从该描述性分析出发,进一步引申出以下结论,即原本基于自愿性质的市场机制一旦被“吸收”,其将不可避免地受到腐蚀,并且这种“吸收”可能是催生当前金融危机的重要原因。

值得注意的是,在分析路径上,本文的内容与上一辈学者关于强制性规则(由法律所强加)与赋权性规则(企业可以自由选择是否采用)之间区别以及两者优劣的观点是相互关联的。近些年来,理论界的研究取得了不小的进步,让人们得以更为充分地了解此类强制性规则与赋权性规则在公司法和合同领域的重要差异。〔5〕

〔4〕 George French et al., *Risk-based Capital Requirements for Commercial Lending: The Impact of Basel II*, FED. DEPOSIT INS. CORP. (2003年4月21日), <http://www.fdic.gov/bank/analytical/fyi/2003/042103fyi.html>.

〔5〕 参见 Ian Ayres & Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE L. J. 87, 87 (1989) [“合同法和公司法的规则可以被划分为两个不同的类别。其中较大的一个类别由当事方可以通过事先达成的协议排除适用的‘默认’(default)规则构成,而不可由当事方通过合同性协议改变的‘恒定’(immutable)规则构成了另一个规模虽小但非常重要的类别。‘默认’规则填补不完备合同中的‘缝隙’;除非当事方订立合同规避其适用,否则的话,此类规则将发挥主导作用。‘恒定’规则不可被当事方通过合同方式规避;即便当事方试图缔约绕开这些规则,它们依旧支配着一切”]。

但是,与之相似的“吸收性监管”现象却在很大程度上被人们所忽视。正如立法者将可由当事方协议排除的赋权性规则转化为恒定不变的强制性规则,监管者同样有时会强令市场参与者必须采取某些特定的市场措施与机制——虽然这些市场措施和机制在过去就已为市场参与者所用,但其运作乃是建立在自愿的基础之上。此种手段即所谓“吸收性监管”。

所有的市场机制在一开始都是以“赋权性机制”(enabling mechanism)的形态出现的,目的是解决某些问题或者困扰市场参与者的其他事情。^[6]可是,市场机制往往被监管者以笨拙的方式“吸纳”——监管者通过把市场机制的运用嵌入监管程序当中,试图让特定的监管制度变得更加有效。比如,信用评级机构对政府和公司债务的信用评级最初完全是一种非正式的(赋权性)制度。没有人被要求非得采用信用评级。但之后,美国证券交易委员会(SEC)决定让某些公司在特定情形下必须接受信用评级;随着时间的推移,其他一些“大名鼎鼎”的监管者——包括各州保险业监管者和联邦银行业监管者——也追随着 SEC 的步伐,采取了同样的做法。于是乎,这一“赋权性”的市场机制逐渐变成了针对发行人的强制性要求。^[7]

除了详细描述各种市场自发形成的机制如何被政府监管者所“吸收”的过程之外,本文在规范性分析上的贡献还在于,它告诉大家,政府对这些市场机制的“吸收”会产生何种腐蚀性的影响。通过对此类“吸收”的影响范围进行分析,结果表明,市场机制在被并入监管体系之后将无法保持原有的效果。最重要的一点是,当某一特定的市场机制被吸收为监管规则的一部分时,当初基于市场需求而产生的运用该机制的动机就会随之消失。此刻,私营领域的主体之所以采用这种市场机制,动机

[6] 在某种意义上说,所有的规则一开始都是赋权性规则——当不存在强制性规则或其他监管约束时,企业或多或少都可以随心所欲地选择任何一种“私人秩序”。之后,监管者把这些机制写入法律之中,而出于各种原因,其中有些规则对企业和个人而言是强制性的,剩下的则是赋权性规则。

[7] 参见 Arthur R. Pinto, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, 54 AM. J. COMP. L. 341, 347 & nn. 37-39 (2006) (文中讲述了信用评级是如何成为强制性要求的)。

不再是为了满足市场需求,而是因为监管要求的驱动。当这一现象发生时,市场机制的运行程序将被侵蚀。

我们接着继续探讨之前提到的例子——政府“吸收”了私营领域中的信用评级机构——发行证券的公司最初之所以需要接受信用评级,是因为评级的成本低于评级给发行人带来的好处(这种好处体现在,假设债券发行是由声名卓著的独立评级机构进行把关,那么发行人的融资成本将降低)。^[8] 在不受监管的环境下,信用评级机构有着强烈的动机来维持自己的声誉,树立“提供高质量评级服务”的形象,因为如果它们出具的评级结果不可靠,投资者就不会愿意为它们评出的高等级证券支付相比其他证券更高的价钱,于是发行人也就没有兴趣在发行债券时掏钱接受信用评级。而一旦投资者被监管者要求只能购买那些经由知名信用评级机构予以评级的证券,那么这样一种市场活力就会遭到腐蚀。^[9] 那些最大型的信用评级机构摇身一变成了“获全国认可之统计评级组织”(NRSROs)。^[10] 当获得该官方性质的准政府组织(quasi-governmental)身份后,这些评级机构就不再需要就其评级服务的质量展开竞争了。它们会通过压低评级服务的成本来尝试最大化自身利润。^[11] 信用评级机构失去了改善评级质量的动机。^[12] 而评级质量也变得无关紧要,因为不管如何发行人都必须花钱购买评级服务——监管规则要么强令发行人必须接受政府认可的NRSRO的评级,要么让发行

[8] 同前注7,第341~342页。

[9] 参见 Frank Partnoy, “How and Why Credit Ratings Agencies Are Not Like Other Gatekeepers”, in Yasuyuki Fuchita & Robert E. Litan eds., *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?* (2006), pp. 59, 63-64.

[10] 同前注9,第64页。

[11] 同前注9,第65~66页。

[12] 同前注9,第68页[文中特别指出,“尽管(它们)近期的表现非常糟糕”,但信用评级机构的盈利依然在攀升]。

人产生强烈的动机去这么做。^[13]

信用评级机构供应不了有价值的信息,这一点坦白来说不少人都知道。^[14]但大家不太了解的是,信用评级机构并非一直是如此无能。^[15]在没有监管的时候,信用评级的质量曾经非常高。^[16]评级的这种质量在其被监管“吸收”后受到了腐蚀。最重要的一点是,信用评级机构由于“吸收性监管”而遭遇的腐蚀绝非唯一的情形。许多重要的市场机制都已经被监管腐蚀了。事实上,每次只要监管者试图“吸收”一种市场机制,该市场机制似乎都免不了要受到侵蚀,哪怕监管者的行动是出自

[13] 参见 Frank Partnoy, *Infectious Greed: How Detect and Risk Corrupted the Financial Markets* (2009), pp.406-407 (文中认为监管让“守门人”的动机发生了扭曲,并以信用评级机构作为例证); Francis A. Bottini, *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, 30 SAN DIEGO L. REV. 579, 603-608 (1993) (文中提到 SEC 在监管中依赖饱受诟病的信用评级机制,允许证券发行人和机构投资者借助信用评级而逃避信息披露要求)。该作者注意到,在 20 世纪 70~80 年代,几家 NRSRO 在多起引人注目的丑闻(包括对纽约市和华盛顿市公共电力供应系统的债券评级)中,都没有及时下调相关证券的信用评级。Francis A. Bottini, 同前注,第 584~588 页。此外,这些 NRSRO 也因试图对政治施加影响或受到政客的左右而遭到指责。有人批评称,因为 NRSRO 数量太少,使市场缺乏竞争,导致没有足够的“重要金融信息披露给依赖评级的投资者”。同前注,第 600 页。另请参见 Jonathan R. Macey & Hillary A. Sale, *Observations on the Role of Commodification, Independence, and Governance in the Accounting Industry*, 48 VILL. L. REV. 1167, 1175-1177 (2003) (对发生在会计行业中的类似状况加以说明); Pinto, 前注 7, 第 351~355 页(特别提到起诉 NRSRO 的困难之处)。总体请参考 Sinclair, 前注 2(对信用评级行业的历史进行了回顾)。

[14] 参见 Partnoy, 前注 13, 第 385~387 页;另见前注第 350 页(文中特别提到,随着安然公司的破产,一大批公司纷纷倒闭,而在此期间,“每一次反应最慢的都是信用评级机构——它们往往都是到了所有坏消息都曝出之后、公司提交破产申请前几天才下调该公司的评级”); Efraim Benmelech & Jennifer Dlugosz, *The Credit Rating Crisis*, 24 NBER MACROECONOMICS ANN. 161, 161 (2010) [引述经济学家艾伦·布林德(Alan Blinder)2007 年发表在《纽约时报》上的话:“投资者是太过相信那些没把事情办好的评级机构了(这个评价算是说得好听了)”]; Benmelech & Dlugosz, 前注, 第 202 页(得出结论称,只有不到 10% 的债券在 2007 年至 2008 年期间遭到评级下调,“不管是下调评级的频率还是幅度都达到了历史新低”)。

[15] 参见 Sinclair, 前注 2, 第 23~24 页。

[16] 参见 Partnoy, 前注 9, 第 63 页和前注 18(文中提到,由于信用评级机构没有预见 1929 年的股市崩盘,“信用评级行业当时出现整体萎缩”,而且“信用评级机构也不是特别赚钱”)。

一片好意。

让人奇怪的是,市场机制转变为强制性机制的这一过程很少有人研究;考虑到这一现象在实践中如此常见,学者们的“冷淡”态度就显得更难以理解了。除了信用评级之外,审计服务曾经也是基于自愿性质,但如今对公众公司来说却是强制性的。^[17]公司的内部风险评估也同样被吸收进了监管之中。^[18]

与之类似,各种各样的顾问服务,尤其是专业机构提供的公平性意见,即投资银行就重大公司交易(如合并、公司收购、股份回购以及杠杆收购)是否公平发表的专业意见最初是作为一种自愿性质的机制而出现。如今在许多不同的场合,它们却基本上变成了强制性的要求。^[19]投资银行向公司提供公平性意见,以便后者决定是否继续重大交易,通常是为了赚取不菲的费用,而且此类业务往往是和它们提供的金融咨询服务挂钩的。^[20]

本文的结构如下:第一部分对运用本文介绍的市场机制的经济合理性进行了分析。在这部分中,我们将探讨私营机构通过各种创新试图解决的特定的市场不完美性。不出意料,这些市场不完美性体现为以下形式,即公司尝试从外部人那里筹集资本时面临的交易成本,以及股东和债权人尝试监督自己投资的公司时面临的代理成本问题。

[17] 根据《1933年证券法》,出售注册证券的公司必须提供当年的资产负债表以及过往三年的损益表,而且所有这些报表都要由独立审计师核证。15 U. S. C. § 77aa (2006) [制定了A清单(Schedule A),罗列出第25~26节中要求提供的财务报表]。《1934年证券交易法》要求公司的年度报表必须经“独立的注册会计师”核证。15 U. S. C. § 78m(a)(2)。独立审计师就其业务活动承担“严格责任,他人可以像起诉过失侵权那样对他们提起诉讼。”参见Macey & Sale,前注13,第1173页。

[18] 比如,1997年,SEC命令各家公司提供更多有关自身衍生产品市场风险的信息。17 C. F. R. § 229.305 (1999); Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments, Release Nos. 33-7386; 34-38223; IC-22487; FR-48, pg. 26-28 (1997年1月31日)。该规则提供了3个选项给这些公司,“其中最简单的办法就是提供一个附有95%置信区间(confidence interval)的VaR测算模型。”Partnoy,前注13,第262页。美联储和国际清算银行也支持采用VaR模型的做法。同前注。

[19] 参见Steven M. Davidoff, *Fairness Opinions*, 55 Am. U. L. REV. 1557, 1558-60 (2006)。

[20] 参见Marie Leone, *Fairness Opinion Neutrality Questioned*, CFO (2006年2月2日), <http://www.cfo.com/article.cfm/5465857>。

第二部分对四种已被监管者以各种方式“吸收”的重要的自愿性市场机制进行了分析。这些机制包括:(1)信用评级机构做出的信用评级;(2)投资银行出具的公平性意见;(3)独立审计事务所提供的外部审计;(4)金融机构用来确定自己是否拥有安全经营所需之充足资本的内部风险评估工具(一般为 VaR 模型)。

一、市场机制及其“吸收”和“腐蚀”

在公司治理和金融领域,本文探讨的市场机制最初都是设计用来缓解企业家、经理和投资者面对的各种缔约和代理问题。投资银行提供的公平性意见与信用评级机构发布的信用评级旨在化解由于合同双方围绕标的资产价值而各自掌握的信息严重不对称^[21]所导致的缔约难题。^[22]

通过独立会计师事务所实施的审计,企业可以做出可靠的承诺,让投资者和其他人相信自己提供给他们们的财务信息乃是真实准确的,从而起到降低缔约成本的类似效果。^[23]此外,通过向董事会和其他公司监督者发出“警报”,让其注意那些构成危险信号并值得调查的财务和会计异常及违规行为,独立的外部审计还能降低代理成本。

与之类似,准确的内部风险评估也可以一并实现控制企业内代理成本的目的。更精准的风险评估不仅帮助企业控制自身风险并确定最低资本水平,而且使公司能够提供更为恰当的激励性薪酬方案及其他薪酬

[21] 参见 Douglas O. Edwards, *An Unfortunate “Tail”: Reconsidering Risk Management Incentives after the Financial Crisis of 2007 – 2009*, 81 U. COLO. L. REV. 247, 283 – 85 (2010) (对信息不对称现象进行了探讨)。

[22] 参见 Davidoff, 前注 19, 第 1563 ~ 1569 页(详细介绍了公平性意见的“适用范围、目的及形式”); Pinto, 前注 7, 第 341 ~ 342 页(特别强调了信用评级机构的重要性)。

[23] 参见 Partnoy, 前注 13, 第 153 页,文中特别指出,公认会计准则(Generally Accepted Accounting Principles, GAAP)的运用和独立会计师事务所的核证一样,“乃是说服投资者相信公司股票价格公平且准确的一个关键因素”; Michael Minnis, *The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U. S. Firms*, 49 J. ACCT. RES. 457, 458 – 59 (2010) (“一项审计活动的作用就是让财务报表的使用者确信,手中的报表是依照公认会计准则编制并提交的……”)。

形式。^[24]这样就减少了按照绩效表现领取薪酬的经理们面对的道德风险,因为根据特定投资的风险来调整该项目已实现利润的做法可以减少那些被认为风险相对较高的项目的回报,同时又增加相对安全项目的回报。^[25]

若上述市场机制不复存在,后果实在难以想象。换句话说,这些市场机制发挥了缓解信息不对称、信号传导及信息可靠性等问题的作用——而正如乔治·阿克洛夫(George Akerlof)所说的那样,如果放任这些问题不加以解决,将会导致市场崩溃。^[26]

(一) 信息不对称以及缺少做出可靠承诺的能力

我们的分析从以下假设入手,即私营主体和政府官员都对促进资本形成有着极大的兴趣。当然,私营主体关心的是为他们各自的企业筹集资金,而政府官员对于某一家企业的命运也许并不会那么关注,他们更看重的是资本形成在其中运作的宏观经济环境。

私营和公共主体之间的利益一致在某种程度上体现为,两者都拥有动机去构思解决方案以克服困扰融资公司与潜在投资者的缔约难题。^[27]比如,当一家公司寻求运营资本或需要为特定项目筹集资金时,它会尝试进入公开或非公开的债券或股票市场。公司是否可以如愿吸引到这些资本,取决于它们是否能够说服投资者相信,自己不会卷款潜

[24] 参见 Partnoy, 前注 13, 第 40 ~ 41 页。按照该作者的介绍,所谓风险调整资本收益(Risk Adjusted Return on Capital, RAROC)模型,是由银行家信托公司(Banker Trust)于 20 世纪 80 年代末采用的,并在 20 世纪 90 年代初期用于确定雇员的薪酬,即“不仅要看看他们赚了多少钱,还要看看他们的业务风险程度有多大”。同前注。

[25] 同前注,第 41 页;参见 Carl L. Hyndman, *Regulatory Update, Internal Models for Measuring Credit Risk: Their Impact on Capital Needs*, 12 COM. LENDING REV. 58, 58-60 (1997) (介绍了银行运用 RAROC 模型评估贷款风险程度的演变过程)。总体请参考 Bengt Hölmstrom, *Moral Hazard and Observability*, 10 BELL J. ECON. 74 (1979) (解释了信息披露是如何逐渐减少道德风险的)。

[26] 参见 George A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q. J. ECON. 488, 490 (1970)。

[27] 参见 Jonathan Macey, *The Value of Reputation in Corporate Finance and Investment Banking (and the Related Roles of Regulation and Market Efficiency)*, 22 J. APPLIED CORP. FIN. 18, 23 (2010); Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, 71 S. CAL. L. REV. 903, 941-942 (1998)。

逃,而是有能力好好利用投资者托付给公司的资金从而让投资者获得丰厚的回报。

名不见经传的市场参与者做出的承诺让人难以放心,这使它们不太容易吸引到资本;为了克服这个难题,监管及市场力量尝试了几种方式。最重要的几种大概派得上用处的手段(既可以单独使用,也可以结合在一起运用)包括:(1)声誉投资;^[28](2)让自己服从于一个严格的监管体系(在该监管体系中,对于欺诈行为,监管者会“紧咬不放”并严加惩罚);^[29](3)让自己置身于一个透明度和效率较高的交易环境,欺诈和虚假陈述行为因此很快就会由于市场专业人士[如套利者(arbitrageur)和股票市场专业人士]之间的激烈竞争而被发现。^[30]

在1997年发表的那篇题为《“柠檬”市场:质量不确定性与市场机制》的著名文章中,^[31]阿克洛夫(Akerlof)教授为上述手段的经济学作用奠定了理论基础。就我们致力解决的问题而言,其根本原因乃是“信息不对称”——当交易的一方当事人(通常为卖方,尽管并非总是如此)相比另一方掌握更多、更好的关于产品或服务的信息时,“信息不对称”的情形就会出现。若是信息不对称的严重性达到一定程度,市场就会陷入崩溃,除非我们采取某些行动来重新实现信息平衡。^[32]

[28] 除了直接对自己的声誉进行投资之外,聘请一个或多个声誉卓著的中介机构也不失为一种替代方案。名气尚未打响的公司要么必须使用声誉中介,要么必须让自己接受贷款市场的约束——在贷款市场中,商业银行和其他贷款人对公司持续进行严格(且成本高昂)的监督,并且通过各种合同性保护机制以及运用其他限制性措施约束借款人的行为,从而让自己避免遭受投机行为的侵害。总体请参考 Macey, 前注 27。

[29] 参见 Choi & Guzman, 前注 27, 第 940 ~ 941 页(“通过公共监管……发行人可以更好地以令人信服的方式对外保证自己证券披露的真实性”)。

[30] 参见 John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 751 - 752 (1984) (文中认为,对现行的强制披露制度最好的解释就是,此乃一种“基于效率”的策略);另见 Paul A. Griffin et al., *Stock Price Response to News of Securities Fraud Litigation: Market Efficiency and the Slow Diffusion of Costly Information* (Stanford Law Sch. John M. Olin Program in Law & Econ., Working Paper No. 208 2000), p. 7, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=251766> [提到一些研究“发现股票市场对于引发证券集团诉讼的修正性披露(corrective disclosure)会迅速做出消极反应”]。

[31] Akerlof, 前注 26。

[32] 同前注 31, 第 490 ~ 491 页。

阿克洛夫教授以二手车市场为例,诠释了信息不对称在何种条件下会导致市场崩溃。用美国人的话来说,二手市场上质量最差的车被叫做“柠檬”,而质量最好的车被称为“樱桃”。在阿克洛夫的模型中,其他所有二手车——质量差不多介乎上述两种极端情形之间——则被统称为“普通车”。在“完美”(或不费吹灰之力即可获得)信息的理想世界中,所有的“樱桃”都以最高的价格出售,所有的“柠檬”的价钱最低,而所有“普通车”的售价则在最高价与最低价之间。但现在让我们想象一下:当我们从一个“完美市场”的世界来到另一个信息明显不对称甚至长期如此的世界(在这个世界里,卖家和买家通常互不相识,彼此也不会进行反复交易,而且更糟糕的是,也没有信誉可靠、见多识广的信誉中介为双方提供他们缺乏的信息)时,究竟会发生什么事情呢?在这样一个极端“不完美”、信息相互矛盾的世界里,不管是“柠檬”还是“普通车”的卖家都会动起歪念把自己的二手车冒充为“樱桃”。但买家也不傻,当他们意识到自己无力依照质量来区分不同类别的二手车时,就会尽量压低自己愿意为二手车支付的价格,直至能够抵消其买到“柠檬”的风险。

这一系列行为模式和调节机制在一段时间内也许会奏效。但问题是,它可能引发一个不具可持续性的“失衡状态”(non-equilibrium)——在这种状态下,有的“柠檬”卖家获得了高于其二手车实际价值的溢价,而其他许多“樱桃”卖家收到的报价则明显低于他们车子的价值。一旦“柠檬”的买家发现自己出价太高,那么他们以及那些获知他们经历的人,要么会转身离开这个市场,要么会大幅压低市场上(如今已经失去信誉的)卖家发出的报价。接下来,一旦“樱桃”的卖家注意到自己的二手车没办法再卖出一个公平的价钱,那么许多这些卖家——尤其是那些车子质量最好的人——将会拒绝把自己的二手车放到这个市场上出售,并转而寻求其他不涉及非人格化市场交易(impersonal market transactions)的销售途径。这类替代性的销售途径可能包括在卖家的“朋友圈”(circle of trust)(如家庭成员或其他与卖家存在宗教信仰或族群方面密切联系的人)内进行交易。^[33]

[33] 同前注 32,第 499 页(文中举出一些例子,如贷款人会通过自己对合同对方品格的个人了解来避免“柠檬”问题)。

优质二手车从市场上的消失必然会导致该市场上二手车平均质量的下降。随着“樱桃”离开市场,买家会做出的回应就是下调他们愿意为二手车支付的价格,以此反映出目前市场上二手车整体质量发生的下滑趋势——这种价格的调整又会刺激更多的卖家把他们的二手车从市场上撤下。很快,市场上不再有优质二手车出售,而且即便是一般质量的二手车车主也开始没办法把车子卖出一个高价。一旦“普通车”逐渐从市场上消失,买家最终会意识到,市场上唯一能买到的二手车就只剩下那些“柠檬”,于是会进一步相应地压低出价。正如阿克洛夫教授的模型所假设的那样,这种质量与价格的恶性循环最后将导致市场的完全崩溃,除非市场参与者们能找出一个办法来解决买卖双方面面临的信息不对称问题。

阿克洛夫教授的模型同样能够很好地适用于证券交易发生的资本市场。首先,资本市场具有信息严重不对称的特征。证券的卖家——尤其是发行人,或者设计出某种特定交易工具或开发出运算模型用于确定该工具价值的银行——较之其交易对手有着明显的信息优势。^[34]其次,买家处理这类信息不对称问题的办法就是,预估其欲购买的资产的平均质量,然后按照平均质量的水平支付价钱,从而抵消自己买到劣质资产的风险——这种做法在公司金融领域中似乎尤其有用。^[35]按照现代资产组合理论(modern portfolio theory)的原理,投资者往往会通过构

[34] 参见 Partnoy, 前注 13, 第 398 页和 402 页(“由于 20 世纪 80 年代末以来市场、法律和文化发生的一系列变化,普通投资者与其所购买股票之公司间的信息和专业程度差距如今要比过去更加大了”);另见 David Aboody & Baruch Lev, *Information Asymmetry, R & D, and Insider Gains*, 55 J. FIN. 2747, 2747 (2000) (特别提到,由于“信息不对称”,“公司内部人”——按照《1934 年证券交易法》的规定,即“公司高级管理人员、董事与持有 10% 及以上任一类别股份的证券所有者”——通过买卖本公司的证券而获利颇丰);请进一步参考 Vesna Straser, *Regulation Fair Disclosure and Information Asymmetry* (Univ. Notre Dame Dep't of Econ., Working Paper 2002), p. 5, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311303 (文中提到,提前向证券分析师或机构投资者披露非公开信息的做法“让个人投资者处于一个严重的信息劣势”。

[35] 参见 David Easley & Maureen O'Hara, *Adverse Selection and Large Trade Volume: The Implications for Market Efficiency*, 27 J. FIN. & Quantitative Analysis 185, 185 (1992).

建分散化证券组合的方式来消除与某一特定投资挂钩的“个别企业” (firm-specific) 风险(我们可以把这种风险看作是某一特定企业变成“柠檬”的可能性)。^[36] 最后,传统用于解决信息不对称问题(即“柠檬”问题的核心)的手段在涉及金融产品的时候经常无法发挥作用。

当生产商大批量供应规格一致的产品且消费者关注的只是自己购买的那一件产品的质量时,针对“柠檬”问题的传统解决手段(如提供产品质量担保)能够起到很好的效果。但在资本市场上,人们更通常会担心的是一次发行中的所有证券都没有办法如当初承诺的那样带来回报。不管是质量担保、退款还是换货,所有这些保障买家的方法在证券发行的时候都起不了作用,因为当发行人倒闭时,所有投资者都将一起跟着倒霉。^[37] 最终来说,全球范围内各个资本市场的质量之所以存在巨大差异,似乎也离不开以下原因,即由于各种各样的原因,某些法律与监管制度不发达的国家存在着严重的“柠檬”问题——在这样的国家,证券的出售方仅靠表态服从法律的约束力,并不足以让人相信其言而有信。

因此,对经济学家、律师和政策制定者来说,最重要的任务之一就是开发各种措施和机制来解决由信息不对称导致的缔约难题。本文提到的信用评级、公平性意见和独立金融机构实施的审计就是包括在市场开发的这一系列关键措施和机制当中。由于它们被监管“吸收”而造成的破坏已经被证明造成极为高昂的代价。

(二) 代理成本

正如迈克尔·詹森(Michael Jensen)和威廉·麦克林(William Meckling)解释过的那样,不管是投资者还是试图吸引投资的企业家,都有着强烈的动机来寻找办法降低代理成本,因为当这种导致效率低下的根源被消除后,二者将共同分享由之而来的收益。^[38] 在这一系列用于

[36] Partnoy, 前注 13, 第 415 ~ 416 页。总体请参考 Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 J. FIN. 77 (1952) (文中对现代投资组合理论进行了探讨)。

[37] 参见 Macey, 前注 27, 第 22 页。

[38] 参见 Michael C. Jensen & William C. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3J. FIN. ECON. 305, 323 - 325 (1976)。

把代理人与委托人利益结合在一起的机制中,包括以下手段:利润分享;佣金或计件式薪酬;通过“声誉构建”(reputation building)而实现的“捆绑效应”(bonding);解雇的威胁或其他惩戒方式。^[39]

但这些用来解决代理成本问题的机制还略显粗糙,本身也存在问题。有时候,科技的发展会让我们难以通过合同手段解决代理问题。例如,企业经常按照雇员的工作表现给他们发放薪酬;在金融行业,交易员和职业基金经理这样的雇员薪酬是以他们配置及交易的投资组合回报作为基准。但这些回报必须根据相关投资的风险进行调整,否则激励性薪酬方案会催生道德风险,引诱雇员追逐过高的风险。^[40]不幸的是,相比于计算回报,测量风险要更加困难,主观性更强,而且准确性更低。于是,金融机构开发出各种复杂精密、成本不菲的内部风险评估程序,以此作为一项重要措施,旨在能够更为准确地度量这些金融机构在资产负债表内及表外持有的资产关联风险。^[41]可惜,正如后文所示,当政府把这些内部风险评估工具“吸进”其针对银行及其他金融机构的资本监管要求时,其效果就大打折扣了。

二、从高雅到荒诞:有关“吸收”的四个故事

市场为了生存必须创新。随着交易成本和代理成本的攀升,创新的动力也会相应地加强。我们很难找到还有哪个市场的交易成本和代理成本问题会比证券市场更严重。渴求投资者提供资本的企业必须通过某种方式做出可靠的承诺,让人相信其会以最有利于投资者利益的方式行事——须知,这些投资者拱手交出自已的金钱,却没有太多的办法来监督或控制自己投资的企业。

[39] 同前注 38,第 323 页。

[40] 参见 Partnoy,前注 13,第 41、181~182 页;Edwards,前注 21,第 283~287 页。

[41] 参见 Edwards,前注 21,第 270~275 页;Hyndman,前注 25,第 58~59 页。在 1995 年 3 月,场外衍生品市场上最大的 6 家华尔街金融机构同意遵守“自愿监督框架”(Framework for Voluntary Oversight)的要求,改善内部风险管理,并向联邦监管部门披露更多的量化数据,以代替正式由政府监管。Partnoy,前注 13,第 153 页。

安德鲁·施莱弗 (Andrei Shleifer) 和罗伯特·维什尼 (Robert Vishny) 曾说过这样一段颇具煽动性的话：“出资方如何让经理们把一部分的利润吐还给自己呢？他们如何确保经理不会窃走自己提供的资本或者把钱花在糟糕的项目上呢？出资方如何对经理们施加控制呢？”

“乍一看，我们无法完全清楚地解释为什么资本供应者能有本事讨回任何一样东西。毕竟，他们拱手交出金钱，而且之后几乎没有再向企业做出投入。运营企业的职业经理人或企业家完全可以卷走这笔钱。虽然有时他们确实会携款潜逃，但大多数时候他们并没有这么干。”^[42]

从法律的视角来看，相比更为广义上的资本提供者 [债券持有人、银行及其他固定收益债权人 (fixed claimant)]，股东面临的问题要更让人头疼。不同于固定收益债权人，股东无权要求公司必须分红，公司的资本增值也与他们无缘。^[43] 股东是剩余索取权人，而正因为如此，他们只有在其公司的董事会认为适当的情况下才拿到钱。只要经理和董事会认为，相比公司在缴税之后把自由现金流以股利的形式退还给股东然后由其自行投资的做法，公司本身能以更有效率的方式保留该现金流进行投资，那么股东就没办法从公司拿到一分钱。更不用说索要公司的任何资本增值。他们的经济权利几乎是无法保障的。他们手中的投票权也无法有效地得到保障，让其能够在第一时间避免自己的投资被自私、贪婪的高管和董事所侵吞。^[44]

尽管如此，我们事实上还是发现，至少某些经济体在某段时期内，不仅出现了“大量资本流入企业”的现象，而且也许更让人惊讶的是，还“确实有利润回流到了出资方的口袋。”^[45] 值得一提的是，这种资本流入

[42] Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52J. FIN. 737, 737 (1997).

[43] 参见 Jonathan Macey, *Corporate Governance: Promises Keep, Promises Broken* (2008), pp. 29 - 30.

[44] 现代经济生活的其中一个最明显的特征就是，数以千万计的投资者都曾被说服而拱手交出几十万亿元的金钱，用于换取对公司现金流的剩余索取权。代表着这些剩余索取权的证券本身几乎不能以正式、合法的保障方式为其所有者提供任何东西。股东从头到尾都无权要求返还出资款。不管发行股票的公司业绩是好是坏，它都没有义务从投资者那里回购自己的股票。公司也没有义务必须派发股利或以其他方式向股东支付钱款。参见前注，第 29 页。

[45] Shleifer & Vishny, 前注 42, 第 737 页。

和流出现象的发生比现代监管型国家(regulatory state)的诞生时间还要早。^[46]因此,本部分所探讨的市场措施与机制肯定能够起到作用,使那些追寻资本及潜在投资者的公司得以克服大量的缔约难题。

(一) 强制性信用评级的出现与消亡

在好几篇影响力巨大的文章中,弗兰克·帕特诺伊(Frank Partnoy)解释了信用评级行业是如何从一个虽有用处但应用范围狭小的行当,摇身变为一个借助监管得以壮大的“庞然巨物”。正如帕特诺伊指出的那样,由 SEC 开创并被其他各家联邦和州监管机构不断巩固的监管环境,使那些足够幸运而被 SEC 认定为 NRSRO 的信用评级机构从监管体系中获得了巨大的好处。帕特诺伊指出,信用评级机构与众不同的一个特征就是,它们身处一个“寡头垄断结构的市場,而监管体系完全依赖‘获全国认可之统计评级组织’(NRSRO)发布之信用评级的做法又进一步强化了这种寡头垄断……”^[47]

在 SEC 介入之前,信用评级机构于 20 世纪 20 年代经历了一段繁荣发展,但后来随着 1929 年股市崩盘而陷入衰退期。^[48]这段衰退期一直持续到 20 世纪 70 年代初期——当时 SEC 出台了一系列非常技术性且隐晦难懂的规则,将信用评级机构转化为一种纯粹意义上的“巨无霸”:拥有 NRSRO 头衔的评级机构——它们规模庞大、僵化固执,而且很难与之打交道。^[49]

1975 年,SEC 对证券经纪自营商执行统一的“净资本规则”(net capital rule)。该规则的目的是确保受 SEC 监管的经纪自营商有充足的财力(即资本)来履行其对客户、交易对手及债权人负有的债务。^[50]SEC 采取的确保券商维持充足资本应对债务的做法就是要求“每一家经纪自营商在所有时候都必须持有最低限度的流动性资产或净资本,足

[46] 参见 Charles R. P. Pouncy, *Contemporary Financial Innovation: Orthodoxy and Alternatives*, 51 SMU L. REV. 505, 519-532 (1998) (对金融创新的历史——最早追溯到公元前 3500 年——进行了介绍,包括 16 和 17 世纪起证券和债券的发展史)。

[47] 参见 Partnoy, 前注 9, 第 60 页。

[48] 参见前注,第 62~63 页。

[49] 参见前注,第 64~65 页;Pinto, 前注 7, 第 343~344 页、348 页。

[50] 参见 17 C. F. R. § 240.15c3-1 (2011);Sinclair, 前注 2, 第 42 页。

够让一家无法满足最低资本要求的机构以有序的方式实施清算。”^[51]

这里值得一提的是,对资本进行监管的难处可谓人尽皆知。监管者面对的一个比较大的问题就是,并非所有资产都是彼此一样的,尤其是在涉及诸如流动性和风险这类要素的时候。与可以轻易实时精确计算出来的投资回报不同,要对风险和流动性进行评价极为困难,而且基本上也不可能实时得出准确的计算结果,这一点使上述问题变得更加复杂。^[52]

对于测量风险和流动性的连续统(continuum)而言,在其一端乃是美国政府发行的短期债券——这类债券流动性很高,且几乎没有风险。而位于另一端则是诸如某家银行通过单独谈判而向籍籍无名的小公司发放的商业贷款(每一笔这样的贷款都是独一无二的)以及复杂的非流通衍生工具之类的东西。若不管金融机构需要应对的是高流动性资产(如现金和美国政府票据)还是低流动性资产(如消费贷款、商业贷款以及复杂衍生品的投资),都要求它们一律保持同样数额的资本,显然是毫无意义的。

为了解决这个问题,SEC想出的办法就是把一类已存在于市场上的私营机构转化为一种全新的准政府性机构。前者即是信用评级机构。而由传统的信用评级机构神奇变身而来的新机构则是NRSRO。SEC规定,经纪自营商持有的经NRSRO评为高信用等级债券或其他债券要比未经评级的债券更安全(即更具流动性和稳定性)——SEC显然是故意把这样一个微妙的变化加进其“净资本规则”当中。如此一来,按照SEC的规则推导,相比于经纪自营商被要求用来冲抵其在资产负债表内无评级(或评级较低)资产的资本额,表内持有高评级资产的券商持有

[51] Net Capital Requirements on Introducing Brokers' Proprietary Accounts Assets Held by Clearing Brokers, NYSE Interp. Memo 98-10 (1998年12月10日)。

[52] 风险是很难计算的:当我们回过头来观察一项金融资产的业绩表现时,只要看看资本利得(capital gain)和定期收益(如分红或利息),就可以很容易地算出投资回报;而就风险而言,哪怕要想在事后计算一下,也没有这么现成的公式可用。参见Accenture, Navigating the Complexities of Liquidity Risk (2010), p.2, http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Navigating_the_Complexities_of_Liquidity_Risk_Final_Low-Res.pdf (特别强调“流动性风险是非常难以计算的”)。

的资本可以被允许少一点。^[53]

此外,由于金融机构筹集资本(尤其是涉及证券融资时)的代价非常高昂,^[54]因此在其他条件相同的情况下,对这些机构而言,持有经合格 NRSRO 评级的证券要比持有其他资产更加划算。于是新的“净资本规则”让银行产生强烈的动机去投资那些经 NRSRO 评定的高信用等级证券,从而进一步提升了信用评级对发行人的重要性。

SEC 先是利用 NRSRO 评级来确定证券经纪自营商到底需要多少资本才能满足“净资本规则”的要求,随后又把信用评级机构的市场角色“吸收”进了另一项监管规则之中,对金融活动产生了更为深远的影响。我们此处所说的就是 SEC 规则 2a-7(Rule 2a-7)这一晦涩难懂的监管规则——该规则针对的乃是 SEC 所有监管对象中重要性最大而又最为脆弱的一类金融机构,即货币市场共同基金(money market mutual funds)。^[55]

所谓共同基金,乃是以投资其他公司发行之证券作为自身资产的投资公司。货币市场共同基金属于共同基金的一个分支;因为它们可以提供稳定的资产价值,既安全、稳定又不失流动性,通过公开向社会大众募集资金而与商业银行展开竞争。^[56]货币市场共同基金之所以能与银行支票账户形成竞争,是因为它能将自己的净资产价值维持在每股 1 美元的稳定水平。于是这使基金投资者既可以享受开具支票的好处,又能获得较之银行支票账户利率更具优势的收益水平。^[57]

[53] 参见 17 C. F. R. § 240.15c3-1(c)(2)(vi)(E)-(H)(2011)(假设某一证券经 NRSRO 评定为特定信用等级,那么其价值就可从净资本要求中予以扣减);Sinclair, 前注 2,第 42 页;另请参考 Partnoy,前注 9,第 64 页(探讨 SEC 如何决定开始依赖 NRSRO 的评级)。

[54] “举债成本低,而发行股票成本高”。Brad Case, *Should Banks Hold More Capital? It Worked Out Great for REITs*, Seeking Alpha (2011 年 2 月 6 日), <http://seekingalpha.com/article/251069-should-banks-hold-more-capital-it-worked-out-great-for-reits>.

[55] 参见 17 C. F. R. § 270.2a-7(2011)。

[56] 参见 Partnoy,前注 13,第 129 页(文中称,货币市场共同基金“被认为是非常安全的,基本上可以看作现金或支票账户的替代物”)。

[57] 参见 Marcia Stigum, *The Money Market* 3d ed. (1990), pp.1176-1178. 有关货币市场共同基金如何运作及让投资者获利的介绍,大体请参考前注,第 1176~1203 页。

货币市场基金广为个人消费者和公司所利用。对全球的投资者和贷款人而言,货币市场基金的资产乃是非常重要的短期流动性来源。^[58]机构投资者将其作为现金管理工具。^[59]截至目前,货币市场共同基金是全世界商业票据和回购协议(repurchase agreements, repos)的最大买家。^[60]

随着货币市场共同基金在基金行业内的崛起,意识到这一情况的SEC觉得有必要采取监管措施,以免有些共同基金误导投资者,即一方面宣称自己为“货币基金”,另一方面又没有将资金投向高质量和高流动性的资产,使该基金无法承受大批投资者为了实现流动性而同时赎回投资时产生的“挤兑”效应。

针对这个问题,SEC拿出的“解决方案”就是颁布了规则2a-7。规则2a-7对那些自称“货币市场共同基金”的基金所可以投资的证券种类做出了限制。该规则的目的是确保共同基金投资的是拥有足够质量和流动性的资产,从而即便在市场压力激增或出现严重动荡时也能使净资产价值稳定地维持在1美元的水平。在金融危机期间,根据规则2a-7的要求,货币市场基金只可投资那些被一家NRSRO评定为拥有两类最高短期信用等级的证券(除非基金的董事会认定某一未评级的证券拥有与高评级证券相当的质量)。此外,规则2a-7还要求货币市场基金持续关注其投资组合中的证券信用评级,并在该证券评级被下调时做出

[58] Press Release, Jeffrey Gordon, Columbia Law Sch., SEC Punts on Financial Stability Reform (2012年9月10日), http://www.law.columbia.edu/media_inquiries/newsevents/2012/september2012/jeffrey-gordon-sec (将货币市场基金形容为“资产达3万亿美元的金融中介”).

[59] *Assessing the Current Oversight and Operation of Credit Rating Agencies; Hearing Before the S. Comm. on Banking, Hous., & Urban Affairs*, 109th Cong. 4 (2006), <http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStoreid=316a0acc-f3bc-4d8b-b09f-d03fb60e81b> [投资公司协会(Investment Company Institute)主席保罗·肖特·史蒂文斯(Paul Schott Stevens)的发言].

[60] 参见 Stigum, 前注 57, 第 1180 页(特别指出,在货币市场基金的各种投资中,绝大部分的钱是投向了商业票据和回购协议);Markus K. Brunnermeier, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*, 23 J. ECON. PERSP. 77, 79-80 (2009) (注意到了类似的投资倾向)。

适当的反应。^[61]

随着时间的推移,监管机构对 NRSRO 评级的依赖症不断扩散——不管在联邦、州还是地方层面上,到处都是依赖于 NRSRO 评级的监管规则,数量之多连学者们都统计不过来。^[62]“NRSRO”这一名号的诞生对信用评级机构而言非常有利。看到这种基于监管驱动而产生的对评级服务的巨大需求,著名记者托马斯·弗雷德曼(Thomas Friedman)笑称,世界上只有两个“超级大国”,一个是美国,而另一个就是穆迪(Moody's),而且有时还分不清楚到底哪一个更强大。^[63]

令人惊讶的是,正如弗兰克·帕特诺伊指出的那样,当托马斯·弗雷德曼发表这段著名的讽刺言论时,信用评级机构甚至还没开始真正进入其发展的“黄金时期”。不管从营业收入、利润水平、总市值还是市场份额来看,穆迪——唯一公开上市的 NRSRO——与一个参与受政府保护之卡特尔集团(cartel)的成员情况完全吻合。^[64]在 2007 年金融市场崩盘之前的 5 年时间里,由于市场上发行的千奇百怪的信用衍生品越来越多(且都进行了评级),对评级机构服务的需求也随之急剧增长,穆迪的估价在此期间内大涨了 300%。^[65]

另外,非常重要的一点是,在此期间,最大的几家信用评级机构——穆迪、惠誉国际(Fitch)和标准普尔(Standard and Poor's, S & P)——纷纷开始向证券发行人收取评级费用。^[66]而从前,这些信用评级机构的收入是来自于兜售其出版的研究报告(它们评定的信用等级连同其他材

[61] *Assessing the Current Oversight and Operation of Credit Rating Agencies: Hearing Before the S. Comm. on Banking, Hous. , & Urban Affairs*, 前注 59, 第 4~5 页。

[62] 参见 Frank Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, in Richard M. Levich et al. eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (2002), pp. 65, 74-78.

[63] 托马斯·弗雷德曼 1996 年 2 月 13 日对大卫·格根(David Gergen)的访谈。

[64] 援引自 Partnoy, 前注 9, 第 65 页(提及了穆迪自 2000 年以来的财务表现)。

[65] 同前注 64, 第 66~67 页; U. S. S. Permanent Subcomm. on Investigations, Comm. on Homeland Security and Governmental Affairs, *Wall Street and The Financial Crisis: Anatomy of A Financial Collapse* 256-58 (2011).

[66] 参见 Partnoy, 前注 9, 第 64 页(“信用评级机构抛弃了它们传统上向投资者收取订阅读费的做法,而是开始向发行人收取评级费用……”)。

料都包含在报告里面)而赚取的订阅费。^[67] 被授予“NRSRO”头衔的信用评级机构“通过一个寡头垄断结构的市场而大为获益,而监管体系完全依赖‘获全国认可之统计评级组织’(NRSRO)发布之信用评级的做法又进一步强化了这种寡头垄断。这些由监管而来的好处为 NRSRO 创造出了经济租金(economic rent)——甚至即便它们表现糟糕,这些租金也依然存在。”^[68]

信用评级机构的表现的确糟糕。实证研究表明,信用评级中就算真的有关于发行人的及时或准确的信息,这样的信息量也非常少。^[69] 尽管很多人都发现了信用评级机构的糟糕表现,并且哀叹 NRSRO 评级给市场造成的扭曲,但却没有人像我这样指出,授予 NRSRO 头衔的做法与评级机构的糟糕表现之间存在因果联系。比如,在帕特诺伊教授看来,信用评级机构从来就没有过好表现。但如果信用评级机构真的一直表现糟糕,那就很难解释清楚为什么它们从——至少在从前的某一段时间里——曾对投资者和发行人而言具有价值。^[70] 事实上,在信用评级机构因被授予 NRSRO 头衔而导致其利润与表现脱钩之前,它们在公司金融领域似乎还是发挥过一些不错的作用的。

历史上,“评级机构之所以能够向别人收取费用,唯一的原因就是由于大众对这些评级的公正性有着足够的信心,觉得它们有助于评估投资的风险程度。”^[71] 在公司被强制要求就其新发行之债券接受评级(只有接受了评级,监管者才会允许投资者购买这些债券)之前,它们肯为信用

[67] 参见 Lawrence J. White, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, in Richard M. Levich et al. eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (2002), pp. 41, 47. 怀特(White)教授认为这种收费方式转变的原因是由于低成本影印技术的发展,使信用评级机构缺少办法来避免自己制作的评级报告被未付费者“搭便车”。

[68] Partnoy, 前注 9, 第 60 页。

[69] 参见 Frank Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L. Q. 619, 647-648, 658-659 (1999).

[70] 参见 Richard Sylla, *A Historical Primer on the Business of Credit Rating*, in Richard M. Levich et al. eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (2002), pp. 19, 23-30 (探讨推动信用评级机构发展壮大的市场力量及其贡献)。

[71] Jonathan R. Macey, *Wall Street Versus Main Street: How Ignorance, Hyperbole, and Fear Lead to Regulation*, 65 U. CHI. L. REV. 1487, 1500 (1998) (书评)。

评级付费的唯一合理理由就是这么做的成本小于其能带来的好处——这种好处体现在,若债券经过信用评级机构的检查,借款成本会有所降低。

然而,过往的证据无法完全清楚地告诉我们,信用评级机构是否真的曾特别擅长于做出精准的评级。正如马丁·弗里德森(Martin Fridson)说过的那样,虽然历史证据显示一些严重的评级失误(如安然事件)^[72]与评级虚夸的倾向之间存在相关性,但也反映出了评级、违约与损失之间的某种关联,表明评级在过去确实产生了某些对投资者有用的信息。^[73]从这点来看,政府监管给信用评级行业造成的主要问题是,其指定某些评级机构为 NRSRO 的做法让大家把信用评级这回事看得太重了。信用评级以前只不过是美国公司金融领域里不起眼的一个小角色,如今却变成了资本市场中最引人注目的明星。

另外,在很大程度上,信用评级乃是市场效率低下的产物。为了填补市场信息的匮乏,信用评级确有必要。^[74]但随着时间的发展,由于信息技术不断完善以及市场参与者之间的竞争加剧,信息不对称问题开始缓解,于是资本市场的自然进化将使其对信用评级的依赖逐步减少,这点并非不可想象。^[75]不过,因为 SEC 指定 NRSRO 的做法,信用评级的重要性不但没有下降,反而得到了进一步的强化。

市场对评级服务需求的不断上升,这一现象看起来不是信用评级质量提高或资本市场状况恶化导致的结果。事实上,数据揭示的反倒是一

[72] Claire A. Hill, *Why Did Anyone Listen to the Rating Agencies After Enron?*, 4 J. BUS. & TECH. L. 283, 283 (2009).

[73] Martin Fridson, *Bond Rating Agencies: Conflicts and Competence*, 22 J. APPLIED CORP. FIN. 56, *passim* (2010).

[74] 参见本文第一部分第(一)节。

[75] 随着市场效率提高,评级将逐渐变得无关紧要,因为在一个高效的市场中,证券价格本身就包含了评级报告所提供的信息。信用评级的作用是通过提供可靠、独立的意见,帮助消除出借人与借款人之间的信息差距。参见 *The Role of Credit Ratings in the Financial System* (2012年3月17日,2:24 PM), <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245333793833>; 另见 Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 79 VA. L. REV. 594, 609-12 (1984) (文中分析了各种促进金融市场效率的机制)。

种完全相反的情况。^[76] 实证研究已表明,公司债券的收益率在其信用质量恶化之前就开始上涨,但此时公司的信用评级还尚未被下调。^[77] 这种结果让我们不禁对信用评级的信息价值心存怀疑,因为它们显示,资本市场的价格波动通常较之信用评级机构调低评级的行动要“领先一步”。该结果也暗示着,不同证券之间的收益率差异[信用价差(credit spread)]——投资者在买入较高或较低收益率的证券时期望从中获得的回报变动率——能够反映出与这些投资相关的风险程度的上升(或下降)。

当信用评级被政府指定的 NRSRO 体系“吸收”时,不仅它们的业务迅速扩张,而且其基本的商业模式也会发生变化。评级的质量变得不再那么重要,因为 NRSRO 监管框架使信用评级机构的评级质量与对其服务的需求之间不再存在关联。对此,信用评级机构会做出的正常反应就是降低成本。正如弗兰克·帕特诺伊指出的那样,信用评级行业规模和利润水平的增长或许是归功于成本节省的缘故:“标准普尔和穆迪的员工流动率都很高,工资也一般,没有太多的职业上升空间;而且,投资银行会挖走评级机构最优秀的员工。这些因素都制约了评级机构提供有用信息的能力”。

“此外,相比与之竞争的信息供应者和分析师,评级机构如今采用的评级手段并无优势可言。信用评级机构没有对发行人提供给它们的信息进行独立的核实,而且所有的评级机构拿到的都是一样的数据。不管穆迪还是标准普尔,对于如何确定评级,它们都闭口不提。这些评级机构从来没有对自己的评级术语和分析步骤加以详细的解释,也没有说过比如某一特定的信用级别代表了什么样的违约可能性;而且,他们自己

[76] 参见 Koresh Galil, *The Quality of Corporate Credit Rating: An Empirical Investigation* (2003年10月)(特拉维夫大学 Eitan Berglas 经济学院未出版博士学位论文), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=406681 (得出结论称,在从1983年到1994年的样本年份中,标准普尔的评级在预测违约事件方面的表现“并没有提供太多非常有用的信息”,因为“就相邻的两个评级级别而言,它们分别对应的违约概率其实彼此之间差异并不大”)。

[77] 参见 Doron Kliger & Oded Sarig, *The Information Value of Bond Ratings*, 55 J. FIN. 2879, 2880 (2000) [特别提到麦克唐纳·魏克曼(MacDonald Wakeman)在1981年的研究中认为评级变化“落后而非领先于证券价格的变化”]。

也强调,评级只是定性分析,且具有主观性。如果评级机构得凭借自己积攒声誉资本的本事而存活下来,那么这种‘暗箱操作’的定性分析方法肯定不会是人们所希望看到的。但另一方面,这样的评级方法却更有可能让一家评级机构在非竞争的市场环境中生存;如果评级方法公诸于世或可实现定量分析(而非定性分析),那么其他进入市场的竞争者就可以轻易地复制评级机构的整套技术和方法。”^[78]

把信用评级嵌入证券和资本市场监管的决定是错误的,由此而来的后果非常严重。有证据显示,不管信用评级的质量和可信度在20世纪末之前表现得怎么样,评级机构在2001年至2008年期间可谓一败涂地。就好像托马斯·格曼(Thomas Gorman)和其他许多人说过的那样,“信用评级机构,尤其是‘获全国认可之统计评级组织’(NRSRO),被许多人视为当前市场危机——特别是结构性金融产品领域的灾难——的‘罪魁祸首’。评级机构因其评级方法、程序缺失以及利益冲突而遭到猛烈的抨击。”^[79]

有证据表明,信用评级机构在2001年至2008年期间降低了它们的

[78] Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, 前注 62, 第 72 ~ 73 页。

[79] Thomas O. Gorman, *Dodd - Frank Impact on Credit Rating Agencies*, LEXISNEXIS COMMUNITIES (2010 年 8 月 24 日, 9:39 AM), <http://www.lexisnexis.com/COMMUNITY/CORPSEC/blogs/corporateandsecuritieslawblog/archive/2010/08/24/dodd-frank-impact-oncredit-rating-agencies.aspx>.

评级标准,尤其是在涉及其对结构性金融工具的评级时。^[80]应当指出的是,正如弗里德森所言,该时期内许多信用违约责任产品都获得了“名不副实的 AAA 评级”,^[81]导致“评级机构对按揭贷款关联担保债务凭证 (mortgage - related collateralized debt obligations) 的评级根本无法维持下去”,^[82]因为“穆迪在 2007 年评定的投资级按揭贷款支持证券中共有 89% 被随后下调至‘非投资级’(speculative grade)。”^[83]

对信用评级机构来说,对诸如担保债务凭证(CDOs)这样的结构性融资产品进行评级并非易事。从表面来看:“当一家信用评级机构对抵押贷款关联 CDOs 实施评级时,要想控制由于发行人付费(issuer - pay)

[80] 结构性融资是一个“包罗万象”的术语,涵盖符合以下特征的所有金融交易:通过交易创造出一个全新(且结构往往十分复杂)的法人实体[即特殊目的实体(special purpose vehicles)],其设立的唯一目的仅是发行债券(意味着除了发行证券之外,该实体没有其他自己经营的业务),由此而来的这些证券需要靠诸如按揭贷款、信用卡应收款、汽车贷款之类资产所产生的现金流来偿还本金和利息。参见 Jobst, *A Primer on Structured Finance*, 13J. DERIVATIVES & HEDGE FUNDS 199, 200 - 01 (2007)。结构性金融工具包括了许多种由特别实体发行的证券,主要有:资产支持证券、按揭贷款支持证券、抵押担保债券(collateralized mortgage obligations)、担保债务凭证(collateralized debt obligations)、抵押债券契约(collateralized bond obligations)以及对冲基金和私募股权基金担保债券(collateralized obligations of hedge funds and private equity funds)等。参见前注,第 201 ~ 202 页。从技术层面来说,结构性投资工具通常:(1)将传统的资产类型与或有债权(contingent claims)(如风险转移类的衍生品或基于大宗商品、货币或由其他参考资产形成的应收款而产生的衍生债权)结合了起来;(2)通过结构组合(synthetication)或新金融工具复制传统的资产类型。当满足以下条件时,银行体系和资本市场上的金融机构和非金融机构就会采取结构化融资的手段:(1)某一特定的融资需求无法(或难以)通过既有的外部融资方式得到满足;或者(2)对发行人而言,要想通过传统的融资渠道筹措足够的资金实在成本太高,结果导致发行人原本设想投资的项目因不符合其对融资成本的期望值而失去吸引力。结构性融资让发行人获得了极大的灵活性,可以自由地设计出在期限结构、证券设计和资产类型方面具有不同风险-回报组合形态的证券,从而提供更高的回报以满足不同风险偏好的投资者。因此,通过以更低的交易成本在最优化(optimal diversification)的有效边界内提供均值-方差(mean - variance)之间的取舍交换,结构性融资有助于实现一个更为完全的资本市场。不过,随着结构性融资市场的复杂性日益加剧,以及可供投资者挑选的产品类型不断增多,这必然会给管理效率和信息传播带来挑战。同前注,第 200 ~ 201 页。

[81] Fridson, 前注 73, 第 60 页。

[82] 同前注 81, 第 56 页。

[83] 同前注 82。

模式而产生的利益冲突,难度会变得更大。首先,发行人并非一家需要筹集新资本的老公司。更确切地说,预期中的证券发行之所以得以启动,是因为有一个承销人围绕一个按揭贷款‘资产池’已经安排好了一次融资活动。这笔交易的前提是把优先级的证券卖给那些愿意接受较低收益率而换取高安全性的投资者。因此,如果无法让银行家们相信自己得到的优先级证券能够被评为 AAA 级别,那么他们就根本不会有兴趣着手交易的准备工作。那样一来,CDOs 就不会被创设出来,评级机构也就没了收入。”^[84]最终,NRSRO 监管框架创造出了这么一个“竞争性”的环境:发布 NRSRO 评级的那些信用评级“寡头”不可避免地会得出结论,即就最合理的商业模式而言,它们提供评级服务的目的不是传播信息,而是给客户预防性的保护机制来抵御各种风险,如被诉风险和表现劣于竞争对手的风险。^[85]

市场对评级服务愈发依赖,而同时评级质量又在不断恶化;对此现象,监管者近来已经开始着手解决这个由于它们发明 NRSRO 这一头衔而导致的问题。《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(即《多德—弗兰克法案》)设立了一个全新的信用评级监管部门,负责对 NRSRO 制作信用评级的程序加以管理。这个监管部门的任务是对每一家 NRSRO 进行年度审计,并就 NRSRO 的表现发布公开报告。^[86]

为了改进存有瑕疵的信用评级活动,SEC——在我看来,正是由于 SEC 当初引入“NRSRO”概念,才导致了评级的质量低下——如今对信用评级机构的公司治理结构负有监管责任。按照《多德—弗兰克法案》的要求,每家 NRSRO 都必须有一个董事会来负责监督内控机制的运作——内控机制的对象范围包括公司的内部政策与用于确定评级的程

[84] 同前注 83,第 58 页。

[85] 参见 Partnoy, *Siskel and Ebert*, 前注 69,第 681 ~ 682 页、690 ~ 703 页。

[86] 参见 Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd - Frank Act), Pub. L. No. 111 - 203, § 932(a)(8)(p)(1), 124 Stat. 1376, 1877 [codified in scattered sections of U. S. C. (Supp. IV 2011)] [“证券交易委员会应在其内部设立一个‘信用评级办公室’(Office of Credit Ratings)”]; Gorman, 前注 79。

序及其他内部事项,如晋升机制和薪酬体系。^[87]

《多德—弗兰克法案》还要求 SEC 从其他几个方面对信用评级机构实施监管。SEC 必须颁布新规则以实现下述效果:(1)避免评级因销售和市场推广因素而受到影响;^[88](2)界定评级标志的含义,并要求这些标志在使用时必须贯彻统一的标准;^[89](3)要求每家 NRSRO 建立、维持并执行一套“可以清晰地对 NRSRO 用于代表其一信用评级的标志之含义予以界定和披露”的政策和程序,并且在适用该标志时“采取一种对所有类型的证券和货币市场工具‘一视同仁’的做法”;^[90](4)要求每家 NRSRO 评估并披露发行人有多大可能性会违约或无法依照相关金融工具的条款约定支付款项;^[91](5)建立一套有关评级从业人员资质、知识水平、经验及培训的标准;^[92](6)要求披露为确保评级准确性而必需的信息,并强化各受监管机构之间评级结果的可比较性;^[93](7)要求在每次发布评级的同时,披露有关评级所采纳之前提假设、程序与方法的信息,以及在评级当中使用的数据。^[94] 上述规定都是建立在这样一个理念基础之上,即 SEC 的监管可以改善 NRSRO 评级的质量。

《多德—弗兰克法案》还降低了投资者起诉信用评级机构的难度。^[95] 当然,该规定是建立在以下观念基础之上,即承担法律责任的威胁可以提高 NRSRO 评级的质量。^[96]

所有一系列的事件以《多德—弗兰克法案》出台有关信用评级机构

[87] 参见 Dodd - Frank Act § 932(a)(2)(B)(3) (要求构建内部控制结构); Dodd - Frank Act § 932(a)(8)(t) (“每一家‘获全国认可之统计评级组织’都应当有一个董事会”)。

[88] § 932(a)(4)(3).

[89] § 932(a)(8)(q)(1).

[90] § 938.

[91] § 932(a)(8)(s)(3)(B)(ii)(II).

[92] § 936.

[93] § 932(a)(8)(q)(1).

[94] § 932(a)(8)(s)(1)-(3). 法案规定,SEC 应要求 NRSRO“在每次评级发布的同时提交一份附随的表格,用于披露”其运用的假设、数据以及采用的服务人报告和收款报告,还有“可以让投资者和其他用户更好地理解‘获全国认可之统计评级组织’发布的每一类信用评级的信息。” § 932(a)(8)(s)(1).

[95] 参见 Gorman, 前注 79.

[96] Dodd - Frank Act § 931(3).

的多项规定而收场,它们无疑是对本文假说的有力佐证,即政府对市场化机制的“吸收”往往会导致此类机制的效果下降。首先,政府通过利用 NRSRO 的信用评级来对金融机构实施监管,从而“吸收”了信用评级机构。最终,这种监管模式扭曲了信用评级机构的动机,让它们失去了过去在市场力量驱动下制作高质量评级的动机。而监管又催生出了比从前更为严重的对信用评级的依赖。这反过来产生了进一步实施监管的巨大需求(《多德—弗兰克法案》于是应运而生),旨在改善信用评级机构的糟糕表现——这种糟糕表现恰恰就是由于之前的监管所导致的。

相比于 SEC 出台的上述适用于信用评级机构的新规,国会在《多德—弗兰克法案》中对于因监管者“吸收”信用评级机构而导致的弊端有着更深刻的认识。《多德—弗兰克法案》第 939A 条要求 SEC 对其庞杂的以信用评级为参考的监管规则进行自查,并且对之加以修订,以“消除任何以信用评级为参考的做法或依赖信用评级的监管要求。”^[97] 作为替代信用评级的安排,SEC 必须颁布“有关(证券或货币市场工具)信用可靠性(credit-worthiness)的标准——每一个联邦监管机构都必须确定该标准对于其相关的监管职责而言乃是恰当合适的”^[98]

这一规则变化产生的影响是多方面的。具体来说,至少在理论上,当管理货币市场基金的投资顾问做出投资决策时,他们不应再继续不假思索地依赖 NRSRO 的信用评级;货币市场基金经理必须亲自对其投资进行分析。^[99] 消除市场对信用评级机构的依赖有利于降低系统性风险,因为这将减少各家共同基金的投资项目之间高度关联(即投资品种完全一样)的趋势。^[100] 在《多德—弗兰克法案》出台之前,共同基金的

[97] § 939A(b).

[98] 同前注 97。

[99] 参见 Christopher J. Zimmerman, *Over - or Under - rated? The SEC Proposes Credit Rating Amendments Impacting Money Market Funds*, 18 INVESTMENT L. 1, 4 - 6 (2011), http://www.stradley.com/library/files/investmentlawyer - chris - zimmerman_authored_ - _may_2011.pdf (探讨了新规则对货币市场基金的影响,也注意到这些规则的目的是减少对信用评级的依赖程度,而且作者预测,尽管企业在短期内还会继续依赖信用评级,但随着时间的推移,这种依赖将逐渐衰退)。

[100] 参见 Sushil Bikhchandani & Sunil Sharma, *Herd Behaviors in Financial Markets*, 47 IMF STAFF PAPERS 279, 282 (2000) (“国际范围的‘羊群效应’可能导致效率的低下,而且……会造成市场过度波动和系统性风险”)。

顾问们以及其他货币基金经理们为了最大化与他们投资挂钩的风险调整回报率(risk-adjusted return),都倾向于挑选那些在某一特定评级内收益率最高的资产。^[101]因此,要求货币基金经理基于自己的风险分析做出决策,而非依赖信用评级机构,将至少在一定程度上降低由于货币基金经理“从众行为”而引发的系统性风险。^[102]

监管者如今必须放弃其对信用评级的“吸收”做法;从这方面来说,随着由监管人为创造的对于评级服务的需求逐渐消退,信用评级机构将不得不再次凭借自己的评级质量而彼此展开竞争。讽刺的是,这意味着,只要专业货币基金经理更少地依赖评级服务,评级机构的评级质量就会有所改善。回想起来,NRSRO的创设与壮大可以被视为一场监管制度“吸收”市场自发形成之信用评级服务的“实验”。显然,这场实验以失败收场;把信用评级嵌入监管框架的这一做法改变了那些发布此类评级的公司的动机,最终侵蚀了评级本身的质量。

(二)兜售“赎罪券”(Indulgence):公平性意见的司法“吸收”

对于美国公众公司的高管和董事来说,那些关键性的公司决策同时也是非常危险的事情。即便高管和董事正在谈判和谋划的是一宗能确保股东获得丰厚收益的交易,他们也面临会被律师诉至法院的风险——这些律师或是声称代表股东(股东抱怨说公司出售资产的价格太低),或是代表债权人(债权人不满意的是,公司出售资产的价格太低或为此背负太多债务,结果导致债权人手中债权的价值减少)。

[101] Timothy E. Lynch, *Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, 59 CASE W. RES. L. REV. 227, 284-85 (2009) [认为投资者之所以出现“从众行为”(herd behavior),在一定程度上是因为他们假定信用评级机构在评估风险方面具有权威性];参见 Lynne L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 J. CORP. L. 265, 314-15 (2012) (分析了诱使资产管理采取“从众行为”的各种动机);另外请参考 Partnoy, 前注 13, 第 132 页(特别提到了 20 世纪 90 年代“所有的基金经理似乎都在买入同样的金融工具”)。

[102] 参见 David S. Scharfstein & Jeremy C. Stein, *Herd Behavior and Investment*, 80 AM. ECON. REV. 465, 477 (1990) (介绍了股票市场上出现“从众行为”的原因)。总体请参考 Abhijit V. Banerjee, *A Simple Model of Herd Behavior*, 107 QJ. ECON. 797 (1992) (设计出一个有关“从众行为”的模型); Bikhchandani & Sharma, 前注 100 (对近来有关“从众行为”的理论与实证研究成果进行了回顾与梳理)。

提出这些主张的原告方通常会让自己的诉讼以集团诉讼或派生诉讼的形式出现。一般来说,原告方会指责批准重大交易的公司经理违背了其在普通法上所负的信义义务——注意义务、忠实义务或善意决策的义务。^[103] 这种诉讼活动——连同市场力量、合同机制、行为准则及其他市场结构特征——被认为是公司治理框架中的重要部分,对公司经理起着制约作用。^[104]

面对这无处不在的诉讼威胁,作为回应,公司高管和董事试图让律师提供指引,告诉他们如何减少此类威胁。当然,这些公司高管和董事也非常关注法官给出的意见,即公司行动者(corporate actor)在进行重大决策时应当如何行事。

在管理者的“军火库”中,其中一件重要的“防御武器”就是公平性意见。所谓公平性意见,通常采用信函的形式,被寄给一家公司的董事会(此时正在就重大事项进行决策),在内容中清楚说明信函寄出人“基于财务视角对公司某一行动适当性或公平性”的看法。^[105] 一般而言,公平性意见中会包括被并购及被出售之公司的详细估值。

多年来,法院一直强调,董事会成员可以依赖公平性意见,将其作为决策程序必不可少的一个组成部分。当董事试图依据“商事判断规则”

[103] Cheryl Gross Weiss, *A Review of the Historic Foundations of Broker - Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, 23 J. CORP. L. 65 (1998) (介绍了经纪自营商对投资者及客户负有之信义义务的发展历程)。

[104] 参见 Partnoy, 前注 13, 第 167 ~ 171 页。帕特诺伊教授注意到,相比于政府提起的公诉,集团诉讼创造出了一种更为重要的法律责任威胁,至少在 20 世纪 90 年代中期之前是如此(从 20 世纪 90 年代中期开始,国会和法院通过各种办法,让人们依据证券法提起诉讼的难度变得更大)。同前注,第 171 ~ 172 页。

[105] 参见 J. Crew Group, Inc., *Proxy Statement Annex B (Schedule 14A)* (2010 年 12 月 6 日), http://edgar.sec.gov/Archives/edgar/data/1051251/000119312510274106/dpreml4a.htm#tocl21900_28a (投资银行 Perella Weinberg 在 TPG 收购 J. Crew 交易中出具的公平性意见); Schering - Plough Corp., *Registration Statement Annex B (Form S - 4)* (2009 年 5 月 20 日), <http://sec.gov/Archives/edgar/data/310158/000095012309009217/y77207sv4.htm#213> (摩根大通在 Merck 收购 Schering - Plough 交易中出具的公平性意见); 另见 *Houlihan Capital, Fairness Opinions: Uses & Issues 1*, <http://www.houlihan.com/ace-files/FairnessOpinionsUsesandIssues.pdf> (将公平性意见解释为“一种由一家投资银行出具的信函,内容是说明某一笔交易——从财务视角来看——是否公平”)。

(business judgment rule) 获得保护从而免于承担责任时, 这种公平性意见乃是一大重要的助力。^[106]

久而久之, 尽管法院偶尔会对公平性意见的效用表示异议, 但从实务层面来说, 现实中还是形成了“一种普遍看法, 即要想获得‘商事判断规则’的保护, 公平性意见是不可或缺的。”^[107] 例如, 在著名的 *Smith v. Gorkom* 案中,^[108] 虽然特拉华州最高法院明确指出本州的法律并没有对公平性意见提出强制要求, 但法院在该案中还是判决董事承担法律责任; 值得一提的是, 本案中公司董事会没有获得公平性意见的这一事实显然是其败诉的致命原因。^[109] 一个看似很有道理的观点是, 只要拿到公平性意见, “董事就能隔绝于法律责任之外”, 而这反过来又促成了一

[106] 若某一项公司决策可适用“商事判断规则”, 那么做出决策的董事就被假定为在决策时已经基于“善意而仔细考虑了公司(该公司的股东已经同意由董事会来负责管理公司的事务)的利益。” *Gimbel v. Signal Cos.*, 316 A. 2d 599, 608 (Del. Ch. 1974). 如果董事获得了“商事判断规则”的保护, 那么他们就不必承担法律责任, 除非在极为特殊的情况下, 原告能够证明“董事在做出争议决策时违反了其三类信义义务中的任意一项——善意义务、忠实义务或勤勉义务。” *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A. 2d 345, 361 (Del. 1993) (citations omitted). 如果原告无法满足举证义务的要求, 证明董事存在恶意、对公司不忠或存在重大过失, 那么原告就“无权获得任何救济, 除非相关交易被视为一种‘挥霍浪费’(waste).” *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A. 2d 27, 74 (Del. 2006).

[107] Helen M. Bowers, *Fairness Opinions and the Business Judgment Rule: An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions*, 96 NW. U. L. REV. 567, 571 (2002).

[108] 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

[109] 同前注 108, 第 876 ~ 881 页(“我们并不是说独立的投资银行家提供的公平性意见乃是一项法律层面上的要求”).

种所谓“非正式性要求”(informal requirement)的诞生。^[110] 自从1985年1月,特拉华州最高法院在Van Gorkom案中判决Trans Union公司败诉时起,公平性意见就俨然已成了一种“惯例”(customary)。^[111]

这样一来,公平性意见所提供的就不再只是关乎交易或融资提案的信息。更确切地说,获得一份公平性意见如今已经变成了一种类似于宗教改革(Protestant Reformation)之前购买“赎罪券”的行为,只不过这里花钱赎买的并非一个人过去犯下的“罪孽”,而是即将犯下的“罪孽”。^[112] 这种行为非常普遍,^[113] 但并不完全算是法律的正式要求。

除了广泛利用公平性意见之外,公司还聘请投资银行为自己提供咨

[110] Charles M. Elson, *The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership*, 63 U. CINN. L. REV. 649, 677 (1995) (footnote omitted); 参见 Daniel R. Fischel, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, 40 Bus. L. 1437, 1453 (1985) (文中断言,自Van Gorkom案之后,“将再也没有一家企业胆敢在谋划根本性公司结构变化时不去弄一份公平性意见”); Stephen I. Glover & Doretha M. VanSlyke, *Fairness Opinion Issues: Anything but Routine*, NAT'L L. J., 1996年4月15日, C13 (提到公平性意见在合并交易中无处不在,哪怕这些公司“就算不借助投资顾问的意见也都同意实施合并”); Michael J. Kennedy, *Functional Fairness - The Mechanics, Functions and Liabilities of Fairness Opinions*, in *Handling High-tech M&A in a Cooling Market: Ensuring That You Get Value* (2001), pp. 605, 607 (2001) (注意到公平性意见“在几乎所有涉及公众公司的交易中”都有出现); Bill Shaw & Edward J. Gac, *Fairness Opinions in Leveraged Buy Outs: Should Investment Bankers Be Directly Liable to Shareholders?*, 23 SEC. REG. L. J. 293, 293 (1995) (“最近十年来,公平性意见已经成了每一笔重大公司控制权交易中必不可少的组成部分。董事们觉得,他们在采取一项会让自己不得不踏足利益冲突‘丛林’的行动之前,都必须征求投资银行的建议,并获得其‘祝福’”); 另外请参考 Andrew Ross Sorkin, *A Dual Role for Lehman in Deal Talks*, N. Y. TIMES, 2005年6月3日, C1, <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9CODE3D81738F930A35755COA9639C8B63> (注意到有一笔交易极为不同寻常,因为收购方的董事会并没有尝试获得一份公平性意见)。

[111] Paul Sweeney, *Who Says It's a Fair Deal?*, 8 J. ACCT. 44, 45 (1999).

[112] 在天主教的信仰中,“赎罪券”可以减轻或减少由于所犯“罪孽”而承受的惩罚。“赎罪券”的滥卖和滥发正是刺激马丁·路德于1517年领导宗教革命的一个重要原因。

[113] 参见 Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done About It?*, 1989 DUKE L. J. 27, 27 (1989) 提到公平性意见“已经成为所有重大公司控制权交易比如协商合并、挤出式合并(freeze-out mergers)、敌意要约收购、友好型要约收购、自我收购(self-tenders)、杠杆收购、协商股份回购以及协商出售库藏股的‘常规内容’”。

询服务——公司雇用投资银行提供额外咨询服务甚至比它们找这些投资银行提供公平性意见的情形更为频繁。^[114] 显然,法官在涉及信义义务的案件中的观点,尤其是 Van Gorkom 案的司法意见,推动了对于金融咨询服务的需求增长。^[115] 在 Van Gorkom 案之前,企业使用公平性意见的比例一直处于下降趋势,但在该案判决之后,这个比例出现大幅上升。^[116] 相比之下,披露使用投资银行咨询服务的企业比例一直稳定停留在 90% 以上。^[117]

在我看来非常重要的一点是,上述数据表明,早在 1985 年 Van Gorkom 案的判决之前,公司并购交易中利用公平性意见的情形就非常普遍了。举例来说,正如图 1 所示,^[118] 在 1980 年,共 90% 的并购交易目标公司(从投资银行那里)获得了公平性意见。图 1 还显示,直到 1982 年之前,利用公平性意见的比例都呈现稳定的下降趋势,尽管当中有一年出现过反弹,但之后继续大幅下滑;当 1985 年特拉华州最高法院作出 Van Gorkom 案的判决时,这一趋势才宣告终结。

[114] 参见 Bowers, 前注 107, 第 573 ~ 574 页、577 页。

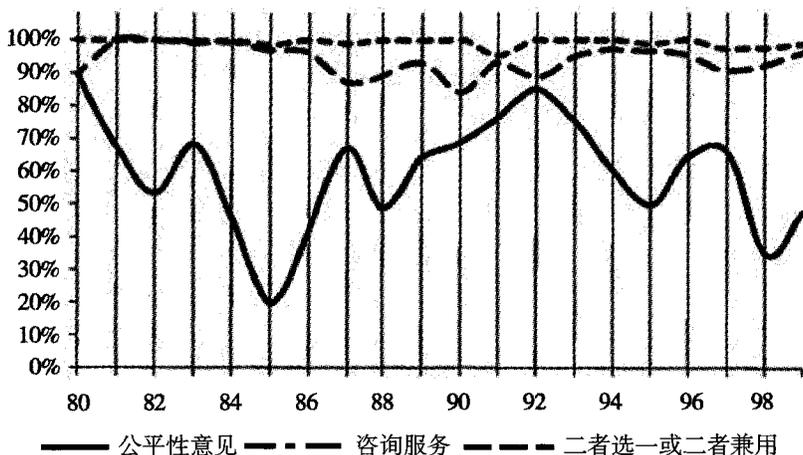
[115] 同前注 114, 第 577 页。

[116] 同前注, 第 573 ~ 574 页(注意到,在 Van Gorkom 案判决的后一年里,使用公平性意见的比例从 19% 上升到了 42%,而且“利用公平性意见的比例在 20 世纪 80 年代剩下的几年间整体上都呈现增长趋势”)。鲍尔斯教授还发现,在 20 世纪 80 年代末之后,利用公平性意见的频率回归到了类似 Van Gorkom 案之前的水平。参见前注,第 574 ~ 575 页。

[117] 同前注 114, 第 577 页。

[118] 同前注 114, 第 573 页。

以下比例表明当年度披露从至少一位金融顾问处获得公平性意见和/或咨询服务的目标公司比例。获得公平性意见的公司也可能同时从同一位或另一位金融顾问那里获得了咨询服务。目标公司可能已经聘请了同一位或更多的金融顾问提供与诸如融资安排之类的交易相关的其他服务。



1980年1月1日至1999年12月31日,上市非金融企业之间宣布完成的共有并购交易(交易额至少达到1000万美元)。数据来源:Thomson Financial, Inc.

图1 目标公司使用咨询服务和公平性意见的比例对比

资料来源:Helen M. Bowers, *Fairness Opinions and the Business Judgment Rule: An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions*, 96 NW. U. L. REV. 567, 573 (2002).

这反过来又表明,至少在1985年之前,对于公平性意见的需求乃是受到以下合理动机的驱动,即董事和高管希望就某一特定控制权交易的价格是否合理,向投资银行家请教,并通过他们的专业判断而获益。在这一时期内,提供公平性意见的投资银行和其他金融机构所关注的重点是如何维持自己声誉资本的价值。这一想法催生出了正面的动机,促使这些金融机构制作具有经济合理性且不受利益冲突干扰的公平性意见。^[119]

[119] 参见 Stephen Choi, *Market Lessons for Gatekeepers*, 92 NW. U. L. REV. 916, 934 - 36 (1998) [对推动认证机构(certifiers)(如出具公平性意见的投资公司)之间互相竞争的市场力量进行了探讨]。

但是,在 Van Gorkom 案之后,由于多种原因,对公平性意见的需求变得不再与此类意见的质量挂钩了。首先,法院在审查公平性意见时似乎并不特别在意那些出具公平性意见的投资银行是否以评估正确、可靠而享有良好的声誉。^[120] 只要意见是来自于任何一家名气较大的投资银行,那么似乎就足够了。这反过来又创造出了一个扭曲的“竞争”氛围——在这种氛围中,出具公平性意见的知名投行形成了卡特尔垄断联盟,它们理所当然地认为,从商业模式的角度来看,自己提供公平性意见的目的不是传播信息,而是向客户提供预防性的保护措施以抵御诉讼风险。此时,对提供公平性意见的投资银行而言,合理的利润最大化策略就是通过给出的公平性意见中附上目标公司董事会希望看到的结论,从而笼络客户以扩大自己的市场份额。如此一来,相比于“不懂得取悦客户”(即出具的公平性意见中并没有附上目标公司管理层希望看到的结论)的竞争对手,那些“识时务”(出具让客户“满意”的意见)的投资银行似乎更有可能被公司聘请。

公平性意见的提供者对于自己的客户究竟想听到什么样的意见了若指掌。一般来说,出具公平性意见的人知道其评估的交易内容,包括收购要约的价格。他们也知道聘请自己的公司管理层或董事会是否批准了交易提案。这些顾问通常和聘请他们出具公平性意见的管理团队打过不少交道。^[121]

对于那些可以凭借提供可靠意见而建立好名声的金融机构来说,市场上的大门也许并未完全关闭,它们还是有机会跻身进入市场争夺“提供公平性意见”这一业务的。然而,法院“吸收”公平性意见作为裁决信义义务案件的工具,这种做法扭曲了金融机构提供客观意见的动机。在 Van Gorkom 案之后的监管环境中,这些潜在的市场新军将寸步难行,因为令人哭笑不得的是,鉴于这些“新手”的名气太小而不为法院所熟知,它们在保护董事会决策免遭法律诉讼“攻击”方面也许起不到太大作用。董事们将发现自己身处一个尴尬的境地:他们必须向疑心重重的原告方律师及法官解释,为什么自己会决定找来一个“无名之辈”——而

[120] 参见 Bebchuk & Kahan, 前注 113, 第 43 ~ 44 页及脚注 92 (文中注意到,法院并没有过多关注出具公平性意见的投资银行的信誉)。

[121] Bowers, 前注 107, 第 577 页。

非诸如高盛(Goldman Sachs)这样赫赫有名、历史悠久的顶级投行——提供公平性意见。

因此,基于上述理由,出现了以下两种情形:第一,尽管公平性意见严格来说不是法律的强制要求,但在所有涉及公众公司出售或其他可能导致董事面临诉讼风险的交易中,投资银行家们几乎都会被聘请来提供公平性意见。^[122] 第二,银行在提供公平性意见时也从来不敢说它们评估的交易实际上是“不公平”的。^[123] 所谓的公平性意见,已经成为了一种纯粹的“橡皮图章”,被董事会用来“论证那些(被好诉投资者盯上的)交易乃是合理恰当的”。^[124]

[122] 正如一家知名的投资者网站所说的那样,“虽然从技术上来说,它们并未被法律所要求,但在几乎所有涉及公众公司出售的诉争交易中,都少不了要出具一份公平性意见;毕竟,不管公司卖了多高价,都总会有人来起诉它们。” Brian DeChesare, *Investment Banking Fairness Opinions: Profitable and Prestigious, or Glamorless Gruntwork?*, MERGERS & INQUISITIONS, <http://www.mergersandinquisitions.com/investment-banking-fairness-opinions/>.

[123] 同前注 122。

[124] 同前注 122;参见 Bebchuk & Kahan, 前注 113, 第 29 ~ 37 页(指出撰写者在给出公平性意见时享有充分的自由裁量权); Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 NW. U. L. REV. 521, 555 - 557 (2002) (鉴于其“让人生疑”的价值,对公平性意见持批判态度); William J. Carney, *Fairness Opinions: How Fair Are They and Why We Should Do Nothing About It*, 70 WASH. U. L. Q. 523, 532 - 535 (1992) (对公平性意见大加批评,因为它们缺乏精确性,也无法对交易价格进行预测); Charles M. Elson, *Fairness Opinions: Are They Fair or Should We Care?*, 53 OHIO ST. L. J 951, 952 - 970 (1992) (批评公平性意见的价值“并不可靠”); Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg, *Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?*, 41 VAND. L. REV. 207, 214 (1988) [“这种利用‘精心特制’(made-to-order)公平性意见(愚弄投资者)的小把戏也许非常普遍……”]; Michael W. Martin, *Note, Fairness Opinions and Negligent Misrepresentation: Defining Investment Bankers' Duty to Third-Party Shareholders*, 60 FORDHAM L. REV. 133, 140 - 141 (1991) (“在 20 世纪 80 年代并购浪潮汹涌的那段时候,每当交易方案敲定之后,公司都会递交一份公平性意见作为披露文件,这一做法有时只是一种纯粹的形式主义……”); David Henry, *A Fair Deal—But for Whom?*, BUS. WK., 2003 年 11 月 24 日, p. 108 (批评那些提供公平性意见的投资银行缺乏客观态度且存在利益冲突)。总体请参考 Charles M. Elson et al., *Fairness Opinions: Can They Be Made Useful?*, [Aug. - Nov.] Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) No. 35, p. 1984 (2003 年 10 月 24 日) (文中提及了针对投资银行公平性意见的各种批判之声)。

即便是那些认为公平性意见在现行监管环境下可能对投资者有用的人,他们也得出结论称,出具此类意见的投资银行必须接受严厉的监管。^[125] 可惜,这些学者显然忽视了这么一个事实:公平性意见之所以被认为缺乏“意义”且没有“实用性”,原因是由于如今董事花钱购买此类服务不再是受到市场动机的驱使,即他们并非是为了获得一份有关拟实施交易的深思熟虑、专业精炼、立场公正的分析报告而聘请投资银行的。^[126] 更确切地说,董事会之所以愿意为这么一份意见付费,是为了避免自己因为遭到某些机会主义倾向的股东起诉而被判令承担法律责任。

总而言之,在没有发生上述司法“吸收”的时候,公平性意见必须保证准确性,否则的话,公司因为嫌弃此类服务收费昂贵,就不会有动机为此掏钱了。可是,当面对司法的“吸收”时,公平性意见的可靠性就下降了,因为公司对此类意见的基本需求动机发生了变化。若不存在司法“吸收”,公司征询公平性意见的动机乃是为了从可靠的专业人士处获得有用的信息。但在公平性意见被“吸收”进入公司信义义务的法律框架之后,寻求公平性意见的目的就发生了彻底的变化。此时,获得公平性意见的目的是保护高管和董事避免因为未来派生诉讼和集团诉讼而承担法律责任。这反过来又重塑并扭曲了提供公平性意见的市场。

(三) 将外部审计作为强制性要求

对投资者而言,有关公司财务状况和财务业绩的可靠信息无疑具有极大的重要性。在过去,活跃于资本市场上的公司为了能够向市场释放信号,表明自己披露的财务数据真实准确,会对独立外部审计师提供的服务产生需求。^[127] 鉴于公司经理存在强烈的动机夸大营业收入及其他财务业绩指标,公司为了打消投资者的疑虑,非常需要通过某种方法来

[125] 参见 Davidoff, 前注 19, 第 1608 ~ 1609 页。

[126] 同前注 125。

[127] Theodore Eisenberg & Jonathan R. Macey, *Was Arthur Anderson Different? An Empirical Examination of Major Accounting Firm Audits of Large Clients*, 1 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 263, 266 (2004). 因此,若公司自己不编制好财务报表,审计师是没有办法提供任何服务的。审计师的作用不是帮客户编制财务报表(这是会计师的工作)。更确切地说,审计师的工作是对公司的财务报表进行可靠的核证检验。同前注。

提供一个可靠的信号,以显示其财务报表的真实性和可信度。^[128]“按照有关审计的经济学理论通说,审计师的声誉乃是关键。只有当审计师以诚实正直而闻名时,他们对其审计客户而言才有价值。这里面的道理是,假设审计师缺乏诚实正直的声誉,那么他们的核证功能就会失去价值。于是,从理论来说,审计师投入了大量的成本来创造和维护自己‘提供可靠、高质量审计服务’的名声。这样我们就可以确保那些拥有良好声誉的独立审计师提供的是高质量的审计服务。这种质量的保证源自于这么一个道理,即提供低质审计服务会导致审计事务所对自身声誉的投资价值发生贬损。”^[129]

在过去的一篇文章中,西奥多·艾森博格(Theodore Eisenberg)和我曾将此称为“前安然”(pre-enron)时代关于会计行业的观点。这种对于会计行业的看法得到了法学界和经济学界的广泛接受;^[130]按照他的预言,会计师事务所之间将为了追逐更高的声誉而展开激烈的竞争,乃是一种“力争上游”(race-to-the-top)的氛围:“曾几何时,审计师是活动在一个健康的市场环境中——在这个市场引导下,财务报表的质量非常之高。在那个时期,只要公司答应遵守会计行业制定的严格会计标准,会计师事务所就很乐意在客户公司的财务报表上盖印批准。投资者

[128] 总体请参考 Rick Antle, *Auditor Independence*, 22 J. ACCT. RES. 1 (1984) (介绍了两种有关审计师独立性的定义); George J. Benston, *The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, 44 ACCT REV. 515 (1969) (分析了 SEC 会计信息披露规定对投资者的价值); Ronald R. King, *Reputation Formation for Reliable Reporting: An Experimental Investigation*, 71 ACCT. REV. 375 (1996) (分析了市场设立阶段中声誉的形成过程); Norman Macintosh et al., *Accounting as Simulacrum and Hyperreality: Perspectives on Income and Capital*, 25 ACCT. ORGS. & SOC'Y 13 (2000) [断言会计活动不再代表现实,而成了一种“自我指涉”(self-referential)的体系]; Brian W. Mayhew, *Auditor Reputation Building*, 39 J. ACCT. RES. 599 (2001) (构建了审计师声誉模型); Brian W. Mayhew et al., *The Effect of Accounting Uncertainty and Auditor Reputation on Auditor Objectivity*, 20 AUDITING J. PRAC. & THEORY 49 (2001) (研究了会计不确定性对审计师中立性的影响); Ross L. Watts & Jerold L. Zimmerman, *Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence*, 26 J. L. & ECON. 613 (1983) (详细介绍了审计行业的历史发展过程)。

[129] Eisenberg & Macey, 前注 127, 第 266 页。

[130] 参见前注 129。

信任会计师,因为他们知道,任何行事马虎或营私舞弊的会计师事务所都不可能在这行业里长久立足。审计师有着强烈的动机去完成‘出色的审计工作’,因为‘拥有杰出声誉的审计师可以赚取更高的收费,而更高的收费又是审计市场服务质量的体现。’”^[131]

审计事务所之所以有动机提供高质量的审计服务,是因为它们希望保护自己在独立性和诚信方面的声誉。^[132] 正如艾森博格教授和我此前曾指出的那样,“若有这么一个世界,审计师为积累声誉而投入成本,且来自于某一个客户的收入在其全部营收中所占比例微乎其微;那么在这样一个世界里,高质量的审计服务似乎是可以确保实现的。在此条件下,一名审计师通过提供劣质审计服务而可以获得的任何潜在收益,更别提和客户合谋实施欺诈而获取的收益,都远远比不上其声誉价值的损失程度。”^[133]

有意思的是,即便公司可以自我实施内部审计(而且公司也确实这么做了),它们还是会觉得聘请外部审计师的花销“物有所值”,有助于其在诸多对公司现金流享有请求权的债权人(无论是当前还是未来的债权人——包括投资者、供货商、消费者及未来的雇员)心目中,树立财务方面的良好名声和信誉。根据这一声誉模型,公司需要独立审计以吸引外部资本。承担此类审计工作的审计师若发现客户准备发布一份虚假不实或欺诈性的财务报表,那么他理应在客户这么做之前主动辞去自己的工作。于是在这么一个环境中,即便公司本身缺乏诚实正直的好名声,但只要它聘请一位完全独立的审计师,就可以向市场发出可靠的信

[131] Macey & Sale, 前注 13, 第 1168 页[引用 *Financial Reporting Quality: Implications of Accounting, Research: Submission to the (Canadian) S. Standing Comm. on Banking, Trade and Commerce* (2002) (丹尼尔·B. 索顿的发言)]。

[132] 参见 Eisenberg & Macey, 前注 127, 第 266 页。传统上独立性的判断取决于会计师事务所来自于单个客户的收入在其全部营收之中所占的比例。参见 Macey & Sale, 前注 13, 第 1176 页。比如,安达信(Andersen)当时就被认为是与安然公司保持独立的,因为安达信总共有 2300 位客户,而且来自于安然的业务收入仅占安达信全年审计收入的大约 1%(安达信 2001 年从安然获得的收入据披露为 1 亿美元,相比之下,其全年的审计收入总共为 93.4 亿美元)。同前注,第 1176 页和脚注 33。当然,安达信作为整体的独立性并不等同于具体负责安然审计工作的合伙人的独立性。参见前注,第 1170 页。

[133] Eisenberg & Macey, 前注 127, 第 267 页。

号,以示其披露的财务数据乃是真实准确的。^[134]

过去的观点是,会计师事务所就算拒绝再为一位审计客户提供服务,它所失去的也不过只是这一位客户。但在会计师事务所炒了客户“鱿鱼”之后,其声誉将有所提升,可能有助于它吸引新的客户,从而抵消上述损失。该理论——被我戏称为适用于审计领域的“法经济学 101 问”——反映出的是这么一种观点,即哪怕公司可以安排自己的内部财务控制及自我审计,而且也确实这么做了,它们也还是会聘请外部审计师,试图将审计事务所积累的“正直”声誉纳为己用。根据这一理论,通过聘请审计师,客户公司可以从会计师事务所“租借”声誉——会计师事务所向客户出租的是其勤勉、诚实、正直等一系列的声誉。

可惜,这种有关审计服务的声誉理论如今不再具有非常强的说服力了。事实上,会计行业已经告别了激烈竞争,而投资者也并不相信经过会计师事务所核证的数字。^[135] 这种变化的出现在一定程度上是由于大型会计师事务所之间在服务质量方面并未体现出显著的差异。^[136] 更确切地说,所有会计师事务所的表现都别无二致,而且一家公司也没有办法通过对审计师的挑选来让自己在会计标准方面显得比别人更加诚实和正直——这与经济理论的假设截然相反。^[137]

[134] 参见 Macey & Sale, 前注 13, 第 1173 页。对客户公司来说,被会计师事务所“炒鱿鱼”意味着大事不妙。审计师的辞职向资本市场释放出一种非常强烈的负面信号,不仅会对当事企业造成灾难性的后果,而且对其管理者来说也是糟糕的事情。参见 Martin Fackler, *Drawing a Line: Unlikely Team Sets Japanese Banking on Road to Reform*, WALL ST. J., 2003 年 8 月 6 日, A1 [讲述了这么一个事件:审计师拒绝在一家大型日本银行的财务计划书(financial projections)上签字,结果引发一场轩然大波,迫使该银行不得不向政府寻求提供总计 170 亿美元的救助,并最终沦落至政府控制之下]。

[135] 根据 2002 年的一份民意调查显示,“70% 的美国投资者称,商业会计问题严重影响了投资环境。” Paul Atkins, Comm’r, Sec. & Exch. Comm’n, *Remarks at the Federalist Society 20th Annual Convention* (2002 年 11 月 14 日), <http://www.sec.gov/news/speech/spch111402psa.htm>。与此同时,投资者“信任”会计师的比例和他们信任公司高管、律师甚至政客的程度几乎一样。同前注。

[136] 参见 Eisenberg & Macey, 前注 127, 第 277 页。

[137] 参见前注 136, 第 290 ~ 292 页。

关于审计质量的下降,人们已经提出了很多种解释。^[138] 就我们此

- [138] 这些解释包括:(1)民事责任的弱化以及组织形态的变革导致会计师事务所实施自我监督的动机减少了。从普通合伙过渡到有限责任合伙,这一组织结构形态的变化减少了那些不直接参与特定客户审计业务的事务所合伙人面临的法律风险。这回过头来又削弱了事务所合伙人监督其同事业务表现的动机。参见 Macey & Sale, 前注 13, 第 1170 ~ 1171 页。“帮助及教唆犯”(aider - and - abettor) 责任的消失也使合伙人彼此监督的动机下降。参见 *Cent. Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U. S. 164, 176 - 177 (1994) [判决认为,《1934 年证券交易法》第 10 (b) 条和 SEC 规则 10b - 5 所禁止的仅限于“做出实质性的虚假陈述或未作出陈述的行为或实施操纵信息披露的行为”,而并不禁止帮助或教唆此等行为的情形]。这一判决被认为是极大地减轻了诸如审计师和律师之类外部顾问的法律风险。这种动机减弱的趋势由于 1995 年《私人证券诉讼改革法案》(*Private Securities Litigation Reform Act*) (PSLRA). Pub. L. No. 104 - 67, 109 Stat. 737 [codified at 15 U. S. C. § 78(1998)] 的出台而进一步加剧。《私人证券诉讼改革法案》建立起了一套全新的诉讼程序,要求原告在起诉状中必须“特别说明(构成被诉之虚假陈述行为为基础)的全部事实”,并“让人可以很自然地形成以下推论,即被告(在实施虚假陈述或存在陈述疏漏时)具备法律规定的主观动机”。同前注, § 21D(b)(1) - (2)。《私人证券诉讼改革法案》还将证据发现环节(discovery)延后,直至法庭根据诉答程序(pleading)阶段的举证标准(较之过去该标准已被大大提高)决定是否允许诉讼程序继续进行之后才启动。同前注, § 21D(b)(3)。在《私人证券诉讼改革法案》出台之前,只要原告律师提交了诉状,就可以开始搜集书面证据并向证人取证。《私人证券诉讼改革法案》还大大地限制了“连带责任”(joint and several liability)原则的适用——该原则可以确保,即便实施欺诈行为的一名或多名被告无力支付赔偿金,受害人最终还是可以全额获偿。根据《私人证券诉讼改革法案》的规定,那些因鲁莽过失行为而促成欺诈发生的人可以被判决承担责任,但仅需按其相应的过错比例而赔偿受害人的损失。参见前注, § 201 (a) (g) (2)。因此,当欺诈行为的主犯破产时,投资者并不能从其他主体(比如会计师事务所)那里获得全额赔偿。(2) 金融交易复杂性的变化导致财务报告的难度提高,这也是原因之一。参见 Michael Hill, *Crossing the Ethical Divide*, THE BALTIMORE SUN (2012 年 2 月 10 日), http://articles.baltimoresun.com/2012-02-10/topic/0202090331_1_business-ethics-business-students-complexity [引用经济历史学家路易斯·高拉姆博什(Louis Galambos)的观点;在高拉姆博什看来,金融交易日益增加的复杂性,以及那些可被用于金融交易的工具复杂性,并未改变整个市场环境,而且也没有催生出更多的违法行为和牢狱之灾]。随着越来越多全新且复杂的融资方法涌现,以及审计规则本身的技术性和复杂性越来越强,审计活动变得越来越复杂。另外请参考 *Structured Finance*, SULLVAN & CROMWELL LLP, <http://www.sullcrom.com/practices/detail.aspx?service=71> (提到了“许多日渐精妙和复杂的证券化交易类型”)。于是乎,那些被大型公众公司聘请的审计师事务所发现,它们指派实施审计活动的“项目审计组”(audit engagement teams)必须花费更多的时间用于为该客户提供服务。(3) 会计师事务所提供的咨询服务颠覆了发行人与审计师之间传统的力量平衡格局,导致会计

处论证而言,一个与之不无关系的原因就是,SEC 规定相关企业^[139]必须接受外部审计,而且要求这类审计活动必须由在 SEC 看来独立于管理层的审计师负责实施。^[140] SEC 的监管规则要求大型上市公司接受会计师事务所(这些会计师事务所从单个客户那里获得的收入只能在其总营收中占很小比例)的审计,这一做法使会计行业形成了事实上的垄断格局。这回过头来又意味着,大型公众公司只能由大型会计师事务所进行审计。正因如此,会计行业在近十几年来经历了大规模的兼并浪潮。^[141]

师事务所被它们的客户所“俘虏”。当会计师事务所另外提供咨询服务时,它们就可能动起歪念头,利用审计服务作为一种“亏本搭售的产品”(loss leader)或“为了推销其(高利润率)咨询服务而用来‘叩开客户大门’的手段。”Macey & Sale, 前注 13, 第 1178 页。提供咨询服务的行为进一步侵蚀了审计师的独立性,因为当审计师和客户讨论审计工作以及续约问题时,咨询服务的存在会使力量对比的天平偏离审计师这一边,而倒向审计客户的一端。更糟糕的是,咨询服务还为审计客户提供了一种可以用来“打赏”审计师的手段——前提是,对于各种新型或复杂的交易和商业活动在披露时究竟该采取何种会计处理方式,审计师得听从客户的要求。同前注。当审计师仅向客户提供审计服务时,客户要是觉得自己的审计师在会计处理手法上还不够激进或者“不听话”,他唯一可以做的只能是解聘该审计师。但当会计师除了审计服务之外还提供咨询服务时,客户就可以采取一种“胡萝卜加大棒”的策略,即奖赏“听话”的会计师事务所,而对那些“顽固不化”者则予以惩罚。假设该公司是具体负责审计活动的合伙人的唯一客户,那么这种压力就更显得沉重了,因为如果这名合伙人没有办法揽来利润丰厚的咨询工作,那么他在收入、晋升和奖金方面都将处于劣势。正如约翰·科菲(John Coffee)说过的那样,审计客户想解聘自己的审计师并不容易,因为这么做“可能会让公司在大众面前陷入难堪,需要其公开披露解聘审计师或审计师辞职的理由,而且也许会引来 SEC 的调查。”John C. Coffee, Jr., *Understanding Enron: “It’s About the Gatekeepers, Stupid”*, 57 Bus. L. 1403, 1411 - 1412 (2002)。但当一家公司既是会计师事务所的审计客户又是其咨询客户时,“该客户于是就可以轻易地终止会计师作为顾问的角色,或者减少其使用会计师事务所咨询服务的频率,以此报复‘执迷不悟’的审计师。”Macey & Sale, 前注 13, 第 1179 页[引述科菲教授的话(Coffee, 前注, 第 1412 页)]。假设审计客户终止的是利润率较高的咨询服务,而保留利润率较低的审计服务,那么它就没有必要进行任何公开披露了。这意味着,公司解除自己与会计师事务所之间的咨询服务合同不会引来投资者、SEC 或专打股东集团诉讼的律师事务所的高度关注,于是也就没有什么风险了。

[139] 参见 Macey & Sale, 前注 13, 第 1173 页(简要介绍了联邦证券法中有关独立审计师的要求)。

[140] Regulation S - X, 17 C. F. R. § 210.1 -02 (2012) (对审计师独立性做出了定义)。

[141] 参见 Macey & Sale, 前注 13, 第 1176 ~ 1177 页。

SEC 对所谓“审计师独立性”概念的一贯立场在很大程度上导致了审计师与客户之间关系质量的下降。就这个问题而言,安然丑闻提供了一个非常好的例子。

从监管的标准来看,安达信会计师事务所(Arthur Andersen)当时被认为是与安然公司保持独立的,因为其来自于安然的业务收入仅占全年收入的1%不到;但对于被指派负责安然审计业务的高级合伙人(lead partner)以及团队中的一些成员来说,他们所有的收入都源于安然。更糟糕的是,安达信位于芝加哥的管理层似乎在各方面都依赖着这个已被“俘获”的审计团队——他们完全靠审计团队来获取有关客户的信息,而且就如何披露客户提供的财务信息,也对审计团队的意见言听计从。不幸的是,尽管安达信毫无疑问只是代表了“会计师事务所内控机制失效”的一个极端例子,可是安达信与安然体现出来的这种“审计师—客户”关系基本轮廓却并非罕见。^[142] 这类关系的实质意味着,投资者完全有理由对全国性会计师事务所提供的财务报表质量表示担心,哪怕这些事务所在 SEC 看来是“独立的”。

因此,会计师事务所在资本市场和公司治理中的角色多少有些类似于信用评级机构。审计师与客户之间的关系在最初的时候乃是建立在前者的声誉基础之上,运作得非常巧妙,且效率极高,但如今却已演化为一种完全受监管要求驱动——而非源于市场合理需求的驱动——的关系。确切地说,公司过去聘请审计师是为了让后者对自己披露的财务数据进行独立、可靠的核证,如今公司聘请审计师却仅仅是出于满足监管要求的原因。监管规则的出现使从前公司与会计师之间纯粹自愿性质的关系转化为了一种强制性的关系。一旦公司聘请审计师的最主要目的是满足监管要求,而不是确保财务披露的真实性,那么两者的关系就会变质。正如艾森博格教授和我之前曾指出的那样,^[143] 上述这一变化与审计师独立性规则(导致会计行业形成垄断格局)相结合,再加上会

[142] 同前注[41],第1169~1170页;参见Jonathan R. Macey, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, 89 CORNELL L. REV. 394, 409-410 (2004); 援引Coffee, 前注138,第1415~1416页(“审计事务所其实心里一直都很清楚,合伙人会屈服于大客户并且可能由于过于听客户的话而导致本事务所承担法律责任”。

[143] Eisenberg & Macey, 前注127,第297~299页。

计师因业务过错而承担之个人责任的消失,产生出了一个累积效应,即抹去了为大型公众公司提供审计服务的各大会计师事务所之间曾经一度存在的服务质量差异。当发行人无法区分出审计师之间的这种服务质量差异时,他们自然会转而依据其他标准(如服务的成本和延展性)来挑选审计师。

(四) 将建立内部风险模型作为强制性要求

没有任何一种市场创新像金融机构对内部风险评估工具的运用那样,吸引着监管者的注意。20世纪80年代末,伴随1987年的股市崩盘,金融机构——尤其是那些规模最大、专业化程度最高、结构最为复杂的金融服务机构——开始运用最为先进的金融数学知识来测算和控制自己的财务风险。^[144]这其中包括了对“风险价值”(VaR)模型或类似演算模型的运用——这些模型可以计算出金融机构在各种假设环境下可能承受的亏损上限。^[145]

VaR模型使金融机构在持有或考虑持有某种特定的金融资产组合时能够对其中的风险进行计算。假设存在一项特定的资产组合,通过运用各种有关概率以及时间范围的测量标准,该资产组合的“风险价值”反映出来的就是一种关于亏损概率的度量值,即该项组合在给定时间范围内承受的实际损失[依每日市价计算而形成之损失(marked-to-market loss),而非账面亏损(accounting loss)]有多大可能会超出特定的价值水平。^[146]因此,举例来说,如果我们赋予一项价值100万美元的股票组合以每天98.5%的VaR值,那么这意味着,设定该VaR值的金融机构认为,该投资组合只有1.5%的可能性会在一天时间内价值下跌超过100万美元。

在1987年金融危机之后,VaR模型被广泛运用于风险测算、财务控制、资本充足率核定等领域。作为VaR计算结果的一部分,压力测试

[144] 参见 Philippe Jorion, *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk* 2d ed. (2001), pp. 21-22.

[145] 参见前注141。

[146] 参见前注141,第24~25页。

(stress testing)被用来测量特定金融机构资产负债表的稳定性。^[147] 压力测试包括计算金融机构承受超正常经营压力水平的能力,从而判断此类机构倒闭的临界点。^[148] 在建立 VaR 模型过程中产生的各类变种,比如“尾部风险价值”[tail value at risk,简称 TVaR,也称为“尾部条件期望”(tail conditional expectation)],使金融企业能够计算出可能发生的倒闭损失严重程度以及出现倒闭的概率。^[149]

监管者很快将 VaR 模型引入到针对金融机构的各种监管框架之中。自 1997 年起,SEC 规定美国公众公司必须“披露每个季度(有关衍生品交易活动)的风险”,于是推动了各家投资银行在其财务报表的标注栏中提供有关 VaR 的信息。^[150] 各大银行和券商为了落实该规则的要求,纷纷在自己的财务报表中展示出 VaR 模型。^[151]

而更具重要影响的是,《新巴塞尔资本协定》(Basel II capital guidelines)(几乎世界上所有的银行都要遵守其设定的资本要求)也已在各个监管层面上采纳了 VaR 模型。VaR 模型是一种受《新巴塞尔资本协定》偏爱的市场风险度量方法。值得注意的是,《新巴塞尔资本协定》允许通过 VaR 模型以及其他所谓“内部评级”(internal ratings - based)的方法来评估信贷风险,从而使得银行可以依赖自己对于交易对手风险的度量工具。^[152] 这些指引还设想,银行可以先创设出内部模型然后再加以调整,从而在事实上达到自我确定监管资本要求的效果。^[153] 根据美国各联邦监管机构[包括货币监理署(Office of the Comptroller of the Currency,OCC)、美联储(Board of Governors of the Federal Reserve

[147] 参见 Tanya Styblo Beder, *VAR - seductive but Dangerous*, FIN. ANALYSTS J., Sept. - Oct. 1995, at 12, 23 (提到压力测试和其他测试如何对 VaR 模型起补充作用)。

[148] 参见 12 U. S. C. § 5365(i) (2006)。

[149] 有关 VaR 的全方位解析,参见 Jorion, 前注 144; Darrell Duffie & Jun Pan, *An Overview of Value - at - Risk*, 4 J. DERIVATIVES 7 (1997)。

[150] 参见 Jorion, 前注 144, 第 47 ~ 48 页。

[151] 同前注。

[152] 参见 French et al., 前注 4; 另见 *Risk - based Capital Standards: Advanced Capital Adequacy Framework - basel II*, 72 Fed. Reg. 69,288, 69,289, 69,291 - 92, 69,338 (2007 年 12 月 7 日)(根据《新巴塞尔协议》的内容而推行“内部评级法”)。

[153] 参见前注,第 69 和 294 页;另见前注 3 ~ 4 以及附图。

System)、联邦存款保险公司(FDIC)和(如今已被废除的)储贷机构监管办公室(Office of Thrift Supervision,OTS)]为落实《新巴塞尔资本协定》而出台的规则,特定银行、银行控股公司以及储贷协会(savings and loan associations,S & Ls)按照一个基于风险的资本充足率(risk - based capital adequacy)框架的要求,必须“采用一个‘内部评级法’来对监管框架下的信贷风险资本要求进行计算,并且运用先进的度量手段对监管框架下的运营风险资本要求进行计算。”^[154]

有意思的是,监管者们其实心里完全清楚,就在金融机构运用其内部风险评估工具的同时,银行的运营模式一直都处于不断演化的过程。^[155]然而不幸的是,监管者似乎没有意识到一点,即当诸如内部风险评估工具这样的市场机制被引入监管体系之中时,就如何利用此种机制,银行的动机会发生变化——这对于本文此处的分析而言至关重要。^[156]

内部风险评估工具特别容易因监管“吸收”而发生扭曲。^[157]在没有监管插手的情况下,内部风险评估工具有助于银行了解其当前面临着何种问题。可一旦内部风险评估工具被监管体系所“吸收”,那么使用此类工具的结果将发生巨大的变化。毕竟,监管者和银行都是想用内部风险评估工具来计算出银行为了吸收特定资产风险而应拥有的资本金额。因为对负债经营的金融机构而言,筹集资本的代价不菲,^[158]所以一旦内部风险评估工具被引入监管体系之中,如何运用此类工具将对金融机构的成本产生明显的影响。只要银行知道内部风险评估工具可以被用来降低资本要求,它们就会有动机调整自己的模型,改变其模型的使用方式,从而减少因为运用该模型而产生的成本。

[154] Risk - based Capital Standards: Advanced Capital Adequacy Framework - basel II, 72 Fed. Reg. at 69,288.

[155] 同前注 151,第 69 页、291 页(“因为银行风险管理方式处于不断演化的过程,且面临不确定性,本监管框架应被视为致力于改善银行风险资本要求的风险敏感性的一种努力,而非是为了提供一种精确度量风险的工具”)。

[156] Partnoy,前注 13,第 262 ~ 263 页。

[157] 参见 Beder,前注 147,第 12 页(揭示 VaR 模型如何“高度依赖于各种参数、数据、假设和方法”——不同的 VaR 计算方式可以得出完全不同的结果,而且指出,VaR 模型“在控制风险方面还做得不够”)。

[158] 参见前注 54。

奇怪的是,监管者似乎并未意识到自己的监管可能会对银行开发内部风险评估工具的动机产生实际的影响;此外,就监管者将银行内部风险评估机制引入资本充足率规则的做法而言,另一点让人吃惊的是,监管者对银行竟然有着如此大的信任。

监管者明白,“一个系统的效果是和对它的投入呈正比的”。^[159] 监管者也假定,被允许采用内部风险评估工具来度量风险的银行可以“算出信贷风险的关键数据”。^[160] 但现实中并没有任何理论或统计学上的依据来支持上述假设——尤其是在缺少独立监督的环境下做到这点。^[161] 而且,我们也未发现有一种普遍被认同的范例或方案可以明确指出,在纷繁众多的内部风险评估方法中,究竟哪一种方法代表着最合理的操作方式或可被接受的行业标准。不管银行提出什么样的方案,监管似乎都觉得没问题。正如一位监管官员指出的那样,“巴塞尔委员会显然是意识到,实践中存在着不止一种(计算信贷风险的)方法。”^[162] 这样一来,资本规则应当“给予银行以灵活应变的空间,让它们可以依赖于从自身经验而来的数据,或源于外部渠道的数据——只要银行能够证明这些外部数据与其风险暴露值之间存在相关性。”^[163]

投资者有着强烈的动机对自己投资的银行风险进行精确计算。拥有恰当动机的银行家们为了在审核贷款申请及做出其他投资时能够避开“柠檬”和挑出“樱桃”,从而改善贷款表现,也会有动机去准确计算风

[159] Rutledge, 前注 3。

[160] 同前注。

[161] 参见 Rachel Wolcott, *Beyond the Numbers: Do Banks Manage Risk?*, REUTERS (2012年6月4日), <http://blogs.reuters.com/financial-regulatory-forum/2012/06/14/beyond-the-numbers-do-banks-manage-risk/> (文章指出,“所谓‘银行拥有某种高超本领,可以通过一个非常专业的指挥塔来实时计算风险并做出有效反应,从而逃过一劫’的想法,终究不过是一个虚构的故事”); 另见 István Magas, *Financial Innovation: Regulator's Nightmare*, 2 INT'L REL. Q. 1, 2 (2011), http://www.southeast-europe.org/pdf/07/DKE.07_A_V_Magas-Istvan.pdf [“当一家公司的资产是有形的,且其市场是相对稳定的时候,估值会比较简单直接。如今,公司越来越多的资产——品牌、商业构思、人力资本——都是体现为无形资产的形式,而且通常难以确定,更别提估值了……这一新颖、极具创新性(IT革命是引发这些创新的一部分原因)、复杂的市场变化使风险和价值评估变得更加困难,在全球化环境下尤为如此”]。

[162] Rutledge, 前注 3。

[163] 同前注 159。

险。另外,当银行被要求必须把此类风险计算结果披露给强势而又可能比较烦人的监管者时,这种动机就会发生扭曲,让银行倾向于对其面临风险水平轻描淡写。

在2012年年初,摩根大通蒙受了数十亿美元的巨额亏损,这个媒体大肆报道的事件为我们提供了一个富有启示性的真实案例,让大家看到一家金融机构因为自己的VaR模型(尽管完全符合监管标准)究竟会碰上什么样的潜在麻烦。^[164] CEO杰米·戴蒙(Jamie Dimon)在公布摩根大通的亏损消息时承认,银行曾改变过旗下首席投资办公室(Chief Investment Office)的VaR值,使根据VaR值计算出来的潜在损失幅度从1.29亿美元被一下子“砍到”了6700万美元。如此改变VaR模型的原

[164] 最早是在2012年5月10日公布了该亏损的消息,其源头来自于摩根大通的首席投资办公室(CIO)。媒体最初在2012年4月报道了工作于伦敦的一位名为布鲁诺·伊克希尔(Bruno Iksil)(其更为人们熟知的绰号是“伦敦鲸”)的交易员。Stephanie Ruhle et al., *JPMorgan Trader's Positions Said to Distort Credit Indexes*, BLOOMBERG (2012年4月6日10:43 AM), <http://www.bloomberg.com/news/2012-04-05/jpmorgan-trader-iksil-s-heft-is-said-todistort-credit-indexes.html> (提到了布鲁诺·伊克希尔这位涉足信用衍生品指数产品交易的交易员)。专长于信用衍生品指数产品交易的伊克希尔和摩根大厅首席投资办公室在数年间建立起来了极为庞大且复杂的头寸。按照《纽约时报》的报道,“银行(即摩根大通)一手‘组装’出来的这个复杂仓位用最通俗的话来说就是,它先下注看好投资级公司债券指数上涨,之后又一边通过出售被叫做‘信用违约互换’(credit-default swaps)的保险合约而下注看高空收益证券。”Nelson D. Schwartz & Jessica Silver-Greenberg, *JPMorgan's Trading Loss Is Said to Rise at Least 50%*, DEALB%K (2012年5月16日9:14 PM), <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/16/jpmorgans-trading-loss-is-said-to-rise-at-least-50/>, 由于无风险政府债券与投资及证券之间的利率点差发生“大幅波动”,再加上“高收益债券的保险价格没有发生同等幅度的变化”,摩根大通的疯狂下注给自己造成了巨大的亏损。同上。亏损总额最终高达90亿美元。参见Jessica Silver-Greenberg & Susanne Craig, *JPMorgan Trading Loss May Reach \$9 Billion*, DEALB%K (2012年6月28日2:30 AM), <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/16/jpmorgans-trading-loss-is-said-to-rise-at-least-50/>; 另见Maureen Farrell, *JPMorgan's Losses Keep Adding Up*, CNNMONEY (2012年6月12日11:24 AM), <http://money.cnn.com/2012/06/12/investing/jpmorgan-loss/index.htm>; Jessica Silver-Greenberg & Peter Eavis, *JPMorgan Discloses \$2 Billion in Trading Losses*, DEALB%K (2012年5月10日10:11 PM), <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/10/jpmorgan-discloses-significant-losses-in-trading-group/> (提到摩根大通未能采取对冲策略,并且分析了该事件对监管改革的潜在影响)。

因“显然似乎是监管者和股东对该巨额亏损提出质询的关键问题。”^[165] 不过,摩根大通的做法并未违反现行的监管规则。SEC 要求金融机构必须披露有关风险模型的变化。^[166] 但是,金融机构可以一直等到财政年度结束的时候才披露这个信息。^[167] 摩根大通在 4 月 13 日发布首个季度报告时披露了该 6700 万美元的风险暴露,但却没有提及 VaR 模型的变化。^[168] 戴蒙认为该变化属于一种很正常的测试程序:“风险模型总是要进行不断的调整和升级——我们总是想让它们变得比过去更完美……这是一个持续的过程。”^[169] 对于戴蒙的这个解释,很多人都表示了怀疑,纷纷指出:虽然银行确实会调整 VaR 模型,但这种变动很少会造成结果上如此大的差异。^[170]

这一事件促使国会针对摩根大通亏损及其监管者展开调查。^[171] 此

[165] David Henry, *Analysis: JPMorgan to Be Haunted by Change in Risk Model*, REUTERS (2012 年 5 月 18 日 5:13 PM), <http://www.reuters.com/article/2012/05/18/us-jpmorgan-riskidUSBRE84HI5120120518>.

[166] SEC 规章 S-K (Regulation S-K) 规定,“如果注册证券发行人改变了披露方式,或者对在季报披露市场风险信息时用到的模型的关键要素、假设、参数做出了修改,且任何这些变动将产生重大影响的话”,那么它必须予以披露。17 C. F. R. § 229.305 (a) (4) (2012).

[167] “注册证券发行人应当在最近一个财政年度结束时于其披露材料中提供有关市场风险的以货币体现的量化信息……”同上, § 229.305 (a) (1).

[168] Henry, 前注 162。

[169] 同前注 165。

[170] 同前注[“按照克里斯托弗·芬格(Christopher Finger)(RiskMetrics Group)(开发 VaR 模型的前驱,目前是 MSCI Inc. 旗下的一个部门的创始人之一)的说法,银行有时会改良其“(VaR)模型,但那些平常的变化是不会自动导致产生出如此巨大的计算结果差异的”]。

[171] 参见 Scott Patterson, *Comptroller Sees Risk - management Breakdown J. P. Morgan*, WALL ST. J. (2012 年 6 月 5 日 5:15 PM), <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303830204577448773700425452.html> [“货币监理署(OCC)由于没有及早注意到摩根大通的交易活动而正承受着来自于国会议员的怒火”]; Ben Protess, *Regulator Concedes Oversight Lapse in JPMorgan Loss*, DEALB%K (2012 年 6 月 6 日 8:51 PM), <http://dealbook.nytimes.com/2012/06/06/battle-lines-over-volcker-rule-are-revisited-atjpmorgan-hearing/> [报道了参议院银行委员会就摩根大通的巨亏事件召开的听证会——在该听证会上,货币监理署“遭到猛烈抨击”;并且提到了之前召开的几次听证会——摩根大通的其他监管者、商品期货交易委员会(CFTC)及 SEC 的官员在听证会上都曾出席作证]。

外, VaR 模型本已脆弱不堪的可信度也引来了人们更为密切的关注。摩根大通的亏损反映出监管者基于监管目的而“吸收” VaR 的做法会带来的弊端。具有讽刺意义的是,当初恰恰是摩根大通在 20 世纪 90 年代初引领了 VaR 模型的发展。^[172] 然而,金融危机的教训让我们看到,很多 VaR 模型采用的乃是存在缺陷的历史数据和假设。^[173] 监管规则仅要求金融机构在财政年度结束的时候披露 VaR 模型的变动情况,上述漏洞似乎正是因为这一规定而出现。此规定使摩根大通得以利用该漏洞改变首席投资办公室(而不涉及其他办公室)的 VaR 值,并让其能够开展高风险的交易活动。^[174] 正如之前提到的那样,巴塞尔委员会承认实践中存在多种计算风险的方式,也希望“给予银行以灵活应变的空间,让它们可以依赖于从自身经验而来的数据”。^[175] 金融监管者一方面将 VaR 模型变作金融监管框架的一部分,但另一方面又允许银行不断调整该模型且可以隔一段时间才披露此类变动;监管者的这种做法似乎营造了条件,使摩根大通得以调整自己的 VaR 模型,以便让隐藏在一系列极高风险的交易活动背后的风险看上去要小一些。

换句话说,银行如今可以设计出用于评估其财务状况的关键测试工具。对于风险基础资本(risk-based capital)的概念,纽约联邦储备银行执行副主席威廉·拉特利奇(William Rutledge)曾有过如下评论,让我们清楚地看到,《新巴塞尔协议》究竟在多大程度上依赖着那些尚未健全且未经测试的模型(这些模型的运作本身又取决于一些在当时甚至根本都得不到的数据):“考虑到我们希望《新巴塞尔协议》与已有及新兴的最佳风险度量方法和风险管理方式保持一致,因此非常的关键一点是,我们需要获得来自于行业的特别反馈……”

“我们也已经投入了大量的时间和精力来挖掘关于过去及未来可能

[172] Tracy Alloway, *JPMorgan Loss Stokes Risk Model Fears*, FIN. TIMES (2012 年 5 月 13 日 6:29PM), <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1293de8c-9ba2-11e1-b03e-00144feabdc0.html#axzz26XuEpH5x>.

[173] 同前注 169;参见 Henry, 前注 165。

[174] VaR 的变动仅适用于首席投资办公室;银行其他部门依旧采用更为“保守”的模型。Henry, 前注 165。

[175] Rutledge, 前注 3。

之信贷表现得更丰富、更有意义的数据库——从扩大管理信息和强化控制机制的角度来说,这些数据对高级管理层来说乃是必需的。在我的预期中,银行因采用《新巴塞尔协议》之高级计量方法而承受的成本绝大部分是来自于坚持严格推行此类新政而产生的成本”。

“《新巴塞尔协议》设定的标准强调的是历史数据,即银行为运用‘内部评级’(Internal Risk Based, IRB)法而需要的数据。巴塞尔委员会承认,银行手头目前也许并没有掌握其需要的全部信息。基于这一原因,我们继续邀请市场参与者加入有关该问题的对话当中。”^[176]

随着信贷危机的临近,按照对旧巴塞尔协议的所谓“市场风险修订方案”,^[177] 监管者越来越多地纵容那些世界上规模最大的金融机构(主要也就是那些持有巨大市场风险头寸的金融机构)运用自己的内部测量方法,计算与其业务关联的风险水平,从而确定它们为满足监管究竟需要达到何种资本水平。

于是乎,对于那些需要服从最低资本要求的金融机构来说,它们不仅可以自主判断其是否满足了该最低资本要求;而且它们可以自主设计出用来判断自己是否达到最低资本要求的测试工具。正如帕特诺伊教授指出的那样,金融机构是因为法律规则的缘故而采用有缺陷的 VaR 模型。监管者要求金融机构采用和披露其 VaR 模型,但它们的这种做法却“在不经意间刺激了金融机构‘虚报’自身的风险水平。”^[178]

帕特诺伊教授认为, VaR 模型本身就存在问题,并称其是“有缺陷的”,因为“所有这类模型实际上做的不过是与过去的风险和收益水平进行比较”^[179]。尽管这话不假,但它描述的是 20 世纪 90 年代中期至末期开发出来的第一代 VaR 模型。而监管者最终“吸收”进入其监管体系的恰恰是这些第一代的模型(包括银行家信托公司和长期资本管理公司

[176] 同前注 172。

[177] 同前注 172; Basel Committee on Banking Supervision, Overview of the Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks (1996), p. 2, <http://www.bis.org/publ/bcbst23.pdf>.

[178] Paertnoy, 前注 13, 第 262 页。

[179] 同前注 175。

在内的那些破产金融机构使用的正是这类模型)。^[180]一旦这些模型被监管者所推行,它们就会变得僵化起来。而如果这些模型没有被监管者“吸收”,公司为了让自己使用的模型变成更加精确、有用的内部评估机制,就可能有强烈的动机对之进行改良和完善。

监管“吸收”扭曲了开发 VaR 模型的金融机构的动机。这个“吸收”的过程破坏了被其“吸收”的计算模型的完整性。不幸的是,如同信用评级“命运”一般,内部风险模型过去曾是一种帮助银行改善自身内部控制效果的可靠手段,但如今却已备受质疑。例如,联邦存款保险公司(FDIC)前主席希拉·拜尔(Sheila Bair)曾说过,“在金融危机爆发之前的一段时间,按照《新巴塞尔协议》的高级计量方法,监管者允许那些规模最大的银行利用自己的内部模型来确定其应满足的风险基础资本要求”。^[181]监管者之所以允许银行这么做,是建立在以下假设基础之上的,即“鉴于其拥有精妙的内部风险模型且善于分散风险,大银行并不像小银行一样需要那么多的资本”。^[182]按照拜尔女士的话来说,“金融危机的爆发证明了这种想法是多么的幼稚”。^[183]

结语

在本文中,“吸收性监管”一词被用来形容私营企业的内部规范(internal norms)、规则及运作方法被监管体系“吸收”的过程。从描述性分析的层面来说,本文的目的是揭示“吸收性监管”在金融市场监管中扮演的重要角色。从规范性分析的层面来说,本文的目的是想让读者看到,这种“吸收”的过程往往会让那些被“吸收”的措施和机制的效率遭

[180] 同前注,第 261~262 页。

[181] Sarah Borchersen - Keto, *FDIC Moves on Dodd - Frank Capital Requirements* (Wolters Kluwer Law & Business: Dodd - Frank News Center, 2010 年 12 月 14 日), <http://financialreform.wolterskluwerlb.com/2010/12/fdic-moves-on-dodd-frank-capital-requirements.html>.

[182] 同前注。

[183] 同前注。

到削弱。

近几十年来,监管者逐渐意识到强制性规则与赋权性规则之间的差别,而且有的时候,尤其在公司法领域中,它们已经开始非常谨慎地思考让某一特定法律规则体现为强制性或赋权性而可能产生的成本和收益。^[184]与此同时,在有关金融市场监管方法的问题上,一场虽极少为人提及但有着类似重要性的革命也正在发生。在这一场更为悄无声息的监管变革中,市场化的措施和机制被强行“吸收”进了监管体系之中。信用评级、公平性意见以及内部风险评估工具纷纷在不知不觉中被各种监管制度所“吸收”;而这些“吸收”又对上述措施和机制产生了侵蚀性的影响。每一种市场创设的工具在被监管者“征召入伍”之后,作用都大不如前了。

上述每一种市场机制的价值贬损都是监管者在吸收这些机制时完全没有预料的。事实上,具有讽刺意味的是,实施“吸收”的监管者都觉得自己是在利用市场效率以实现更有效、更开明的监管。

但本文的观点并不是想说监管者一定不能将市场机制“吸收”进监管体系。这样一个结论显然是不成熟的,因为一个更开明的监管方法是否能够表现得更好,目前还有待论证。只有当监管者意识到“吸收性监管”的缺陷,即它们将市场机制“吸收”到各种监管框架的做法会扭曲其意欲吸收的市场机制的运作机理,上述监管方法才会问世。虽然仍有很多不确定性,但至少可以想到的一点是,若监管制度在设计上更为谨慎,对于扭曲相关市场机制的风险小心提防,那么也许就能避免本文指出的各种问题了。

[184] John C. Coffee, Jr., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the judicial Role*, 89 COLUM. L. REV. 1618, 1618 - 19 (1989) (探讨了公司法“半赋权半强制”的特征); Jonathan R. Macey, *Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective*, 18 J. CORP. L. 185, 211, *passim* (1993) (详细介绍了支持强制性或赋权性规则的观点,并认为“如果政策制定者对公司法采取一种赋权性的立法方式,投资者、资本市场和社会整体都能从中获益”).