

系统重要性金融机构有限责任制度的修正： 基本理论和制度建构

常健，王清粤

(海南大学法学院, 海南海口 570228)

摘要: 有限责任制度作为公司法律制度的基石而存在, 具有重要的制度价值。但在后危机时代, 有限责任制度的弊端日益凸显, 具有偏离金融监管目标、导致利益失衡、引发道德风险、加剧竞争的不公平性等局限, 成为系统重要性金融机构实施自救的重要法律障碍。因而有必要对系统重要性金融机构的有限责任制度进行修正, 即打破将所有股东责任限制在投资额范围内的僵局, 对持股5%以上的主要股东在其投资额的基础上附加额外责任。法律定位上, 仍应将修正后的有限责任制度纳入有限责任体系之中, 属于在特定情形下有限责任的适用除外; 责任计算上, 修正后的有限责任以系统重要性金融机构进入风险处置程序前一段时间内的平均股价为基准, 根据机构的系统相关性进行计算; 归责原则上, 修正后的有限责任适用严格责任原则, 旨在提高股东对系统重要性金融机构日常经营活动进行监督的积极性, 为其持续稳定经营提供重要制度保障。

关键词: 系统重要性金融机构; 有限责任修正; 金融稳定; 金融监管

中图分类号: D922.28 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2023)01-0139-14

一、引言

2008年世界金融危机再次向世人展示了金融体系的脆弱性。由于金融体系内部的关联越来越密切, 局部的冲击可以迅速传播至整个金融体系和实体经济, 造成灾难性后果。^① 世界各国的决策者为了将未来金融危机的风险降至最低, 均通过修订金融法律规则的方式, 强化金融监管和维护金融稳定。^② 这些政策法规的核心目标就是强化对系统重要性金融机构 (systemically important financial institutions, 简称SIFIs) 的监管。^③ 由于系统重要性金融机构在金融

收稿日期: 2022-09-23

基金项目: 海南省优秀人才团队“海南自由贸易港法律创新团队”资助; 海南大学人文社科国家级重大科研培育项目“加快海南自由贸易港对外开放高地建设的路径选择与法治保障研究”(20ZDPY02)。

作者简介: 常健(1976—), 男, 河南济源人, 海南大学法学院教授、博士生导师;
王清粤(1996—), 女, 湖南张家界人, 海南大学法学院博士研究生。

^① 由于金融机构之间的相互联系, 局部经济冲击可能产生全球影响, 这就是系统性风险。See John C. Coffee, Jr., Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight. *Columbia Law Review*, 111(4), 2011, pp.795-847; Steven L. Schwarcz. *Systemic Risk*. *The Georgetown Law Journal*, 97, 2008, pp.193-248.

^② See Daniel K. Tarullo. *Financial Regulation: Still Unsettled a Decade After the Crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, 33(1), 2019, pp.61-80.

^③ 系统重要性金融机构是由于规模性和相互关联性的存在, 其失败可能会导致整个金融系统崩溃的银行和其他金融机构。See FSB. *Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions*. FSB Recommendations and Time Lines, Financial Stability Board, October, 2010. http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101111a.pdf?page_moved=1, 2022年7月20日访问。

实践中大多是母子公司、总分公司等众多复杂体的集合,在金融业中具有“控股”的法律属性以及“金融混业”的经济属性,这无疑与传统的公司法治理体制产生了一定的“隔阂”,尤其是与公司法中传统的有限责任理论产生疏离。若在系统重要性金融机构危机处置阶段仍将有限责任制度作为其主要的责任承担机制——即将系统重要性金融机构股东的责任限制在其出资额范围内,则会造成股东和债权人的利益失衡,产生影响金融安全和金融稳定的不利后果。因此,如何修正系统重要性金融机构的有限责任制度,妥善应对系统重要性金融机构危机处置和破产中的股东责任承担与利益失衡问题,是防范和化解系统性金融风险的关键环节。

从有限责任制度诞生之日起,便产生了关于其适用范围和适用除外问题的理论探讨。国外关于有限责任制度修正的研究起步较早,Howell E. Jackson于1994年最早提出关于金融控股公司股东义务的增强与扩充:随着金融控股公司在经济体系中的地位日益突出,增强控股公司的责任和义务是对传统监管形式的一种有吸引力的补充。^①从此国外有学者陆续指出,让系统重要性金融机构的股东承担有限责任之外的附加责任更符合金融发展的内在要求,固守有限责任会影响金融安全和金融稳定。^②2008年国际金融危机之后,国内学者在探索金融监管模式的过程中,引进了国外有关扩展金融控股公司股东责任的理论主张。^③我国金融监管机构也多次强调对问题金融机构市场化处置的重要性,指出问题金融机构的股东在出现重大金融风险后必须首先承担损失,并落实机构及其主要股东、实际控制人和最终受益人的主体责任,实施“自救安排”。^④尽管国内外对系统重要性金融机构股东应承担超过有限责任之外的责任形成了基本共识,但对于此种责任的具体界定和制度构建则并未达成一致的结论。

本文在现有学术研究成果及国家宏观政策指引的基础上,探究如何对系统重要性金融机构的有限责任进行修正。有限责任制度作为金融机构危机处置或破产的责任承担传统方式,在适用于系统重要性金融机构责任承担机制的情形中,具有偏离金融监管目标、加重股东与债权人之间的利益失衡、引发道德风险、加大金融市场竞争的不公平性等局限性。据此,本文建议对传统的有限责任进行修正,即打破目前将系统重要性金融机构股东责任限制在其对公司的投资额之内的僵局,在系统重要性金融机构股东投资额的基础上,附加相对固定和稳定的潜在额外责任,这是权利和义务相对应原则的具体体现,^⑤既有利于系统重要性金融机构债权人利益的保护,又能形成系统重要性金融机构股东监督和防止管理层过度冒险行为的有效激励机制。同时为了不降低股东的投资积极性,有限责任修正制度通过增加股东的风险敞口,对股东

^①See Howell E. Jackson. The Expanding Obligations of Financial Holding Companies. *Harvard Law Review*, 107(3), 1994, pp. 507-619.

^②See Christopher M. Bruner. Corporate Governance Reform in Post-Crisis Financial Firms: Two Fundamental Tensions. *Arizona Law Review*, 60, 2018, pp.959-986; Alexander W. Salter, Vipin Veetil, and Lawrence H. White. Extended Shareholder Liability as a Means to Constrain Moral Hazard in Insured Banks. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 2017, pp.153-159; Alessandro Romano, Luca Enriques, and Jonathan R. Macey. Extended Shareholder Liability for Systematically Important Financial Institutions. *American University Law Review*, 69(3), 2020, pp. 967-1013.

^③参见郭金良、于骁骁:《民营银行股东责任界定及构成研究》,《金融监管研究》2021年第4期;李建伟、李亚超:《商事加重责任理念及其制度建构》,《社会科学》2021年第2期;张继红、姜立文:《美国银行股东、董事之特殊责任探究》,《财贸研究》2012年第5期。

^④参见易纲:《金融助力全面建成小康社会》,《中国金融》2020年第21期;郭树清:《加强和完善现代金融监管》,《党的二十大报告辅导读本》,人民出版社2022年版,第277页。此外,2021年6月3日,中国银保监会发布的《银行保险机构恢复和处置计划实施暂行办法》(银保监发〔2021〕16号)第三条规定:“恢复和处置计划应坚持使用银行保险机构自有资产、股东救助等市场化渠道筹集资金开展自救……恢复和处置计划的制定与实施应有明确的职责分工,银行保险机构及其股东应严格落实主体及股东责任。”

^⑤常健、王清粤:《论系统重要性金融机构的法律特征与风险规制》,《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2020年第1期。

的总负债敞口设定固定上限,有效地防止了过度冒险。^①总体而言,有限责任修正的制度优势在于,通过重新调整股东的激励机制,将系统重要性金融机构的风险承担降低至恰当的水平,为现有的不完善的监管举措提供一个可测量的和相称的补充机制,有效促进系统重要性金融机构的内部治理与风险控制,并减少日常经营中的过度冒险行为,为现有的金融监管机制提出优化建议。

二、有限责任适用于系统重要性金融机构责任承担机制之不足

某种制度的诞生往往是为了解决某些利益冲突,而新制度的诞生与适用通常会引发新的利益冲突,^②此时需要对原来的制度予以修补和完善。有限责任制度被认为是人类法律制度史上的一项重大发明,是公司法律制度的基石。^③“有限责任是公司法的一个突出特征,甚至可以说是公司法最突出的特征。”^④但在金融全球化、自由化的视阈下,我们不得不对系统重要性金融机构的有限责任制度进行检讨,反思有限责任制度的价值功效与系统重要性金融机构发展实际的匹配程度。具体而言,有限责任制度适用于系统重要性金融机构责任承担机制的局限性在于以下四方面:

(一)导致系统重要性金融机构债权人与股东之间利益失衡

有限责任制度具有导致系统重要性金融机构债权人与股东之间利益失衡的可能性,主要体现在:一方面,系统重要性金融机构股东享有的权利与承担的义务之间具有不对称性。股东作为系统重要性金融机构的最终所有人,不论实际能力如何,均享有管理和经营系统重要性金融机构的资格。但是,当系统重要性金融机构发生经营困难或危机时,股东仅以其出资为限承担责任,这与其享有的管理和经营金融机构的权利是不对称的。对债权人来说,其并不享有经营管理系统重要性金融机构的权利和能力,却是系统重要性金融机构经营管理不善造成亏损的最大受害者。显然,有限责任制度对债权人利益保护的不当,导致系统重要性金融机构股东与债权人之间原本相对平衡的状态被打破。另一方面,有限责任制度为系统重要性金融机构管理层滥用机构独立的法律地位提供了机会。管理层可能利用有限责任的“屏障”,通过欺诈金融消费者、隐匿财产、逃避清偿债务及资金调拨等行为为自己谋取非法所得,而有限责任制度的存在几乎阻断了债权人直接要求系统重要性金融机构股东承担责任的可能。虽然公司法人人格否认制度允许在特殊情形下不予考虑股东的有限责任,但适用法人人格否认的条件比较严苛,且对股东的非法行为与债权人所受损失之间的因果关系举证困难,适用范围比较窄,对金融消费者和债权人的保护力度不足。综上,有限责任制度对股东的倾斜保护不利于系统重要性金融机构股东与债权人之间利益平衡状态的维持。

(二)将系统重要性金融机构的风险外化并引发道德风险

首先,在风险与收益成正比的前提下,有限责任制度为系统重要性金融机构的股东提供了可量化的承担责任的限度。在风险固定的条件下,系统重要性金融机构的股东为了实现自身收益最大化的目标,会倾向于从事高风险投资,从而将系统重要性金融机构的内部风险外在化,将自身的风险转化为广大债权人的负担。此时,系统重要性金融机构经营过程中股东付出的私

^①有限责任对吸引金融机构发展所需的大量资本而言是必不可少、至关重要的,而无限责任又会导致过度威慑,并使金融机构的规模严重缩水,无法达到其正常经营的最优范围。See Stephen M. Bainbridge, M. Todd Henderson. Limited Liability: A Legal and Economic Analysis. Edward Elgar Pub, 2016, pp.50-51.

^②夏雅丽:《有限责任制度的合理性及局限性分析》,《西安交通大学学报(社会科学版)》2007年第3期。

^③虞政平:《股东有限责任:现代公司法律之基石》,法律出版社2001年版,第13页。

^④[美]弗兰克·伊斯特布鲁克,达尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第40页。

人成本远小于社会成本,具有很强的负外部性。系统重要性金融机构的违约会对金融体系和整个经济体系产生巨大的影响,但系统重要性金融机构的股东只会将这些损失的少部分内部化。其次,金融在本质上具有很强的不确定性,系统重要性金融机构的稳定性对整个经济体系的良性发展具有重要影响。有限责任制度的存在一定程度上降低了系统重要性金融机构防范风险、控制危险性行为的积极性,鼓励其从事过度危险的经营和投资行为,^①而高风险的投资行为不利于维持系统重要性金融机构的稳定,从而增加了整个金融体系的风险负担。最后,系统重要性金融机构基于有限责任制度的保障将大部分的投资风险和经营风险转移到金融机构外部,很容易引发道德风险。不论法律上如何规定禁止用纳税人的钱来拯救金融机构,系统重要性金融机构的“大而不倒”特性都迫使政府不得不对其提供救助。当系统重要性金融机构的股东和债权人意识到这一点时,股东将倾向于风险过高的经营策略,而债权人则无法防范这些策略带来的风险。^②

(三)与系统重要性金融机构的监管目标有所偏离

在市场经济发展初期,基于刺激经济发展的需要,对系统重要性金融机构监管的目标侧重于促进投资和聚集资本等方面,更加注重法律的自由价值和效益价值,有限责任制度的价值功效便得以凸显。但在市场经济的发展进入相对成熟阶段,市场不再鼓励过度的风险投资,经济的发展也对市场秩序、交易公平、风险防控提出了更高的要求,相应的监管目标也应更加侧重营造良好的营商环境、促进公平交易、维护金融稳定等方面。金融市场的发展也基本遵循上述规律,2008年国际金融危机过后,金融市场不再疯狂追求资本的积累,金融安全与稳定成为世界金融监管体系共同追求的目标,^③针对系统重要性金融机构的监管目标则更侧重于强化风险防控以维护金融体系的整体稳定及公平的市场环境。因为系统重要性金融机构的违约会产生显著的负外部性,这种违约不可避免地会在整个金融体系中蔓延,甚至对最谨慎经营的企业都会造成严重和致命的后果。因此,基于系统重要性金融机构的经营危机具有导致国家或全球经济崩溃的风险,监管机构有理由对系统重要性金融机构实施更为积极的监管甚至采取偏离常规公司治理规范的监管手段。^④若应用公司法的传统理论对系统重要性金融机构进行监管,并将有限责任制度作为系统重要性金融机构责任承担的主要机制,会在一定程度上过度重视对股东利益的维护而忽视了其他金融主体的利益,^⑤产生金融主体之间利益失衡的结果,不利于营造公平的市场环境,甚至会引发严重的道德风险,导致系统性风险的积累和爆发,影响金融

^①See Christopher D. Stone. The Place of enterprise Liability in the Control of Corporate Conduct. Yale Law Journal, 90(1), 1980, pp.68-71.

^②这一问题在系统重要性金融机构中普遍存在,因为它们具有施加巨大负外部性的独特能力,而且考虑到可以获得政府救助的前景,有限责任制度的存在会促使系统重要性金融机构的股东倾向于过度承担风险。See William W. Bratton, Michael L. Wachter. The Case Against Shareholder Empowerment. University of Pennsylvania Law Review, 158, 2010, pp. 653-659.

^③常健:《金融稳定视阈下中央银行法律制度研究》,法律出版社2019年版,第4页。

^④巴塞爾委員會指出,系統重要性金融機構的公司治理結構和行為與其在國家和全球金融穩定中的作用和潛在影響相對稱(See BCBS. Corporate Governance Principles for Banks. 2015(7), pp.19-42. <https://www.bis.org/bcb/publ/d328.pdf>, 2022年7月20日訪問)。因此,基於系統重要性金融機構對全球金融穩定的重要影響,有必要對其進行更為嚴格的監管。根據金融穩定理事會的專題報告,大多數國家都對系統重要性金融機構的經營活動施加了額外的風險限制(See FSB. Thematic Review on Corporate Governance-Peer Review Report. 2017(4), pp.23-90. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Thematic-Review-on-CorporateGovernance.pdf>, 2022年7月20日訪問)。

^⑤作為現代公司制度的核心,有限責任制度的安排在公司資本規模擴大上起到了關鍵作用;但由於信息不對稱的存在,有限責任制度下公司更有動力投資於風險大收益高的項目。公司社會化程度越高,對風險過度的投資傾向給整個社會環境帶來的潛在風險就越大。參見王玉茹、趙勁松:《投資環境與企業的社會責任:有限責任制度發展的历史反思》,《山東大學學報(哲學社會科學版)》2013年第1期。

行业的稳定发展,这无疑与系统重要性金融机构监管的目标和追求相背离。

(四)使系统重要性金融机构竞争的不公平性加大

与一般金融机构相比,系统重要性金融机构在资金实力、业务范围等方面具有不可比拟的竞争优势,而政府为系统重要性金融机构危机期间提供救助的“隐形担保”使其在金融市场中的竞争力更为突出。在有充分的理由相信政府救助对股东的预期价值为正的基础上,有限责任制度适用于系统重要性金融机构将进一步增加其竞争优势。一方面,系统重要性金融机构股东从政府救助中获得了正收益。政府决策者们倾向于在系统重要性金融机构发生危机的早期而非后期进行干预;因为干预的目的是避免系统性风险爆发带来的灾难性后果,这种灾难性后果很容易导致一场严重的经济衰退,所以决策者们不会在危机发生后才决定是否进行救助。^①因此,在股东利益受到较大损失之前,政府便会向系统重要性金融机构注资,从而缓解系统重要性金融机构的困境,也直接缓解了股东的困境。另一方面,政府救助的替代方案对股东亦具有积极的预期价值。因为一家健康的公司在收购一家面临危机或破产的系统重要性金融机构时也会得到政府的帮助。例如,在2008年国际金融危机期间,在美国财政部和美联储的推动下摩根大通和美国银行成功收购了贝尔斯登和美林证券。^②这种政府干预显然对被收购公司的股东具有积极的价值,因为股东可以把持有的股票出售给受政府资助的收购者;最重要的是股东可以通过反对合并,对收购施加更大的压力,收购者很可能会为本来可能毫无价值的股份开出高价。^③现代公司法的一个基本原则是,投资者承担的风险与其在公司的投资收益相一致。^④但是当政府救助对投资者的预期价值为正时这一原则会被打破,此时投资者承担的风险小于其在公司的投资收益。因此,基于系统重要性金融机构的优势地位,若要求系统重要性金融机构与其他一般金融机构同样以有限责任为其承担责任的基础,无疑会加大金融市场主体竞争的不公平性。

三、我国系统重要性金融机构有限责任修正的正当性基础

基于有限责任适用于系统重要性金融机构责任承担机制的局限性,显然对于系统重要性金融机构的责任机制进行适当的修正才能有效适应经济社会的发展需求,从而实现系统重要性金融机构的监管目标、保持债权人与股东之间的利益平衡、避免道德风险的发生及不公平竞争的加剧。对于系统重要性金融机构股东的有限责任进行修正,首先需要明确我国系统重要性

^①例如,2007年9月3日,北岩银行发生经营危机,正式向英格兰银行提出援助请求;一周后,英格兰银行、金融服务局和财政部便达成一致意见:对北岩银行进行紧急流动性援助,提供最后贷款人支持。See Otakar Hajek. What is Moral Hazard and How Was It Invoked in the UK during the Northern Rock Crisis in 2007. *Common Law Review*, 27(11), 2010, pp. 27-33.

^②2008年3月,美联储根据《美国联邦储备法》(Federal Reserve Act)第13.3条赋予的权力,支持摩根大通(J.P. Morgan Chase)收购美国第五大证券公司贝尔斯登(Bear Stearns)。2008年3月16日,摩根大通以总价2.36亿美元(每股2美元)收购贝尔斯登公司。美国银行(Bank of America)在2008年9月同意收购美林证券(Merrill Lynch)后发现,美林的亏损远高于预期。在与联邦监管机构进行了广泛讨论后,美国银行同意完成对美林的收购,但请求联邦政府的帮助。财政部同意从美国银行购买200亿美元的额外优先股。此外,财政部、联邦存款保险公司和美联储在原则上同意分担美国银行约1200亿美元的问题资产(大部分是从美林收购的)的损失。最终,美林证券被美国银行以约440亿美元的总交易额收购。See Yair J. Listokin, Inho Andrew Mun. Rethinking Corporate Law During a Financial Crisis. *Harvard Business Law Review*, 8(1), 2018, pp.349-378; Financial Crisis Inquiry Commission. Governmental Rescue of "Too-Big-To-Fail" Financial Institutions. Preliminary Staff Report, August 31, 2010. http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/2010-0831-Governmental-Rescues.pdf, 2022年9月13日访问。

^③See Yair J. Listokin, Inho Andrew Mun. Rethinking Corporate Law During a Financial Crisis. *Harvard Business Law Review*, 8(1), 2018, pp.349-378.

^④虞政平:《股东有限责任:现代公司法律之基石》,法律出版社2001年版,第10页。

金融机构有限责任修正的法律定位及其正当性基础。

(一) 系统重要性金融机构有限责任修正的法律定位

系统重要性金融机构有限责任修正是指在发生经营危机之后,系统重要性金融机构的主要股东突破出资额度的限制^①,根据系统重要性金融机构进入风险处置程序前一段时间内的平均股价承担责任。修正后的有限责任并非一种无限责任,而是介于有限责任与无限责任之间的一种责任承担机制。一方面,修正后的有限责任与无限责任存在本质的区别。首先,在责任基础方面,无限责任制度以公司的人合性为基础,因为公司与股东之间的财产混同,股东必须对外承担无限责任。修正后的有限责任制度仍以资合为主要基础,股东的财产与系统重要性金融机构财产是严格区分的。其次,在责任发生时间方面,无论公司处于何种阶段,只要公司发生违约或产生债务,承担无限责任的股东都应对此承担无限连带责任。而修正后的有限责任主要发生在系统重要性金融机构发生经营危机、产生重大金融风险之后,旨在修正系统重要性金融机构责任承担的不公平问题。最后,在责任承担方式上,当公司的财产不足以清偿所有债务时,无限责任制度要求股东以其在公司之外的其他全部财产承担剩余债务。修正后有限责任的承担有最高额限制,且股东不仅可以对外承担债务,还可以通过注入资金、提供支持等方式解决系统重要性金融机构的危机。所以,修正后的有限责任与无限责任制度存在本质的区别,二者并非同一种责任类型,因而修正后的有限责任制度不能被纳入无限责任体系之中。

修正后的有限责任制度与有限责任制度最显著的区别在于股东承担责任的限度不同。有限责任制度要求股东以其对公司的出资额为限承担责任,而修正后的有限责任制度要求股东根据系统重要性金融机构的系统相关性承担出资额以外的不确定责任。虽然有限责任制度的修正对有限责任制度形成了一定的突破,但仍应将其纳入公司法中的有限责任体系,属于有限责任制度的适用除外。因为系统重要性金融机构仍然恪守股东承担有限责任的法律基础,始终坚持以公司的资产信用为前提,并非是以股东的信用为基础的人合公司。在系统重要性金融机构的设立及日常经营阶段亦始终坚守有限责任,有限责任制度修正的适用只是对系统重要性金融机构系统性风险的特殊性和道德风险的脆弱性导致的有限责任制度的适用缺陷进行修补的工具。事实上,修正后的有限责任制度扩展了股东对系统重要性金融机构经营后果的责任,可以起到威慑和防范的作用,对于系统重要性金融机构的日常经营和有效的公司治理也会起到很大的促进作用。^②因此,仍应将有限责任修正纳入有限责任体系之中,是有限责任制度在系统重要性金融机构监管体系中的特别规范,属于特殊公司在特定情形下有限责任的适用除外。

(二) 有限责任修正适用于我国系统重要性金融机构的正当性

基于我国基本经济制度的特殊性,系统重要性金融机构的股权结构大多为国有控股。^③有限责任的修正对我国系统重要性金融机构而言是否具有存在的价值和正当性、是否会加重国有资本的负担,都是值得思考的问题。我们认为:其一,在系统重要性金融机构法律规则中构建有限责任修正是竞争中性原则的重要体现,^④也是实现市场主体公平竞争的必然要求。其

^① 本文的“主要股东”皆指在系统重要性金融机构进入风险处置程序前12个月内(该期限被称为“责任窗口”)持有5%以上股份的个人和机构投资者。

^② 不同的时代需要不同的治理模式,不同的领域也需要不同的治理模式。参见王帆宇:《生态环境合作治理:生发逻辑、主体责任和实现机制》,《中国矿业大学学报(社会科学版)》2021年第3期。

^③ 韩景旺、韩明希:《基于区块链技术的供应链金融创新研究》,《齐鲁学刊》2022年第4期;敖希颖:《金融机构强制性自救的中国价值及法律因应》,《现代法学》2020年第4期。

^④ 竞争中性是对优化营商环境提出的新标尺,即要求政府部门要平等对待各类市场主体,消除对不同所有制企业设置的不合理限制。参见黄速建、肖红军、王欣:《竞争中性视域下的国有企业改革》,《中国工业经济》2019年第6期。

二,有限责任修正的威慑性是该制度设计的核心功能,其主要目的是激励股东加强对系统重要性金融机构日常经营管理活动的监督,以防止过度冒险行为的发生,进而降低危机发生的概率。所以在多数情况下,有限责任修正是备而不用,仅在系统重要性金融机构发生经营危机时才会适用,这对国有资本的冲击力及发生概率都很低。其三,有限责任修正制度有利于进一步强化国有资本的经营责任,强化对国有资本的激励和约束,以促进国有资本的良好运转。因此,有限责任的修正在我国特殊的经济环境中亦能发挥其特殊功效,进一步促进我国系统重要性金融机构的稳健经营和市场公平竞争。具体而言,有限责任修正适用于我国系统重要性金融机构责任承担机制的正当性主要体现在:

第一,系统重要性金融机构有限责任修正是将外部性予以内部化的制度设计,有利于降低我国系统重要性金融机构的负外部性并增强其正外部性。从法经济学的视角来看,经济行为的外部性都会使得私人边际成本和边际收益偏离社会边际成本和边际收益,^①从而影响资源配置的效率。而将外部性创造者所产生的社会成本和社会收益转变成创造者本身应承担的私人成本或享有的私人收益,这是降低外部性影响的最佳方式。从制度需求理论视角看,将外部性予以内部化也是促进法律制度变革的主要原因。^②如果某项法律制度的诞生能顺利地将外部性内部化,则社会的整体收入水平必定增加,“盈利”的目的也必将实现。^③基于系统重要性金融机构具有的强大的外部性,其正常经营会对金融系统产生正的带动效应,其经营危机也会对实体经济产生巨大的破坏效应。^④因此,对系统重要性金融机构的监管必须尽量降低负外部性影响、发挥正外部性的作用和功能。有限责任修正就是把所有的外部成本和外部收益尽量纳入到系统重要性金融机构内部的法律制度安排:一方面,有限责任修正通过增加股东的风险敞口并减少系统重要性金融机构日常经营活动中股东的过度冒险行为,从而促进系统重要性金融机构日常经营管理的规范化和有序性,尽可能实现经营活动中外部成本与外部收益之间的平衡,有利于系统重要性金融机构正外部性影响的发挥。另一方面,为防止破坏效应的产生,在系统重要性金融机构倒闭之前实施及时的自救措施是非常必要的;有限责任修正强调强化股东的责任,赋予股东对系统重要性金融机构的特殊救助义务,可以有效地降低系统重要性金融机构倒闭所产生的负外部性。所以,有限责任修正可以认为是一种将系统重要性金融机构外部性予以内部化的制度设计,能够有效预防我国系统重要性金融机构负外部性对金融市场产生的负面影响。

第二,有限责任修正可以满足我国系统重要性金融机构特殊的监管需求。一方面,基于系统重要性金融机构的特殊性,系统重要性金融机构是经各国相关金融监管部门按照法定标准进行识别、认定后确认的,^⑤相较于一般金融机构而言具有其特殊性,主要体现在它既要接受

①“福利经济学之父”庇古(A. C. Pigou)认为既然外部性影响到了经济活动主体以外的人,且这种影响未通过价格体系表现出来,对于外部性的制造者来说,无信号提醒他考虑外部性,结果造成供给曲线不能完全反映生产的边际成本,需求曲线不能完全反映消费的边际成本。这造成了市场失灵,最终导致无法实现资源配置的帕累托最优。参见[英]阿瑟·塞西尔·庇古:《福利经济学》,朱洪、张胜纪、吴良健译,商务印书馆2020年版,第60-74页。

②[美]科斯等:《财产权利与制度变迁》,刘守英等译,上海三联书店1994年版,第266页。

③[美]诺斯:《制度变迁的理论:概念与原因》,《财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集》,陈昕译,上海三联书店2000年版,第276页。

④常健、王清粤:《论系统重要性金融机构的法律特征与风险规制》,《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2020年第1期。

⑤根据我国相关法律法规,系统重要性金融机构由国务院金融稳定发展委员会在中国人民银行和银保监会、证监会工作的基础上确定。其评估指标主要测度系统重要性金融机构经营失败对金融体系和实体经济的潜在影响,具体包括机构规模、关联度、复杂性、可替代性、资产变现等一级指标。中国人民银行会同银保监会、证监会可以根据各行业特点和发展状况设置二级指标及相应权重。具体识别标准详见《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》(银发〔2018〕301号)和《系统重要性银行评估办法》(银发〔2020〕289号)。

一般金融监管制度的约束,又需要特殊的金融监管政策以防范其特有的系统性风险和道德风险等。传统的有限责任制度无法适应防范系统重要性金融机构系统性风险和道德风险的特殊要求。有限责任修正即为特殊的金融监管政策的一部分,这是系统重要性金融机构具有的特殊性对监管制度的独特要求。另一方面,基于竞争的不公平性,即系统重要性金融机构具有其他金融机构不可比拟的竞争优势,业务范围更广、业务模式更复杂、资金实力更加雄厚;政府为系统重要性金融机构危机期间提供救助的“隐形担保”也使其在金融市场中具有更强的竞争力。金融市场中的诸多经济实体实际上处于不平等状态,若让系统重要性金融机构股东与其他普通金融机构股东承担同样的责任,则势必会加大这种不公平性。因此,为了减少金融市场中存在的不公平竞争问题,需要适当加重系统重要性金融机构股东的相关责任和义务,使其享受的特权与承担的义务基本达到平衡状态。有限责任修正便是增强系统重要性金融机构竞争的公平性的重要举措,通过打破股东有限责任的保护屏障,将股东的责任由确定的出资额范围内上升为根据系统相关性及股价基准计算出的不确定责任,适当拓宽了股东承担责任的限度。这是基于平衡系统重要性金融机构所享有的竞争优势地位的合理考量,在一定程度上有利于维护我国公平竞争的金融市场秩序。

综上所述,对系统重要性金融机构有限责任进行修正既具有深厚的理论基础,也是针对现实中系统重要性金融机构特殊性的强烈需要,是当今社会经济发展对金融监管制度提出的新要求。有限责任的修正对于遏制系统重要性金融机构道德风险问题具有很强的价值功效,实质上是系统重要性金融机构股东的权利和义务相一致的必然要求。在我国目前系统重要性金融机构的危机处置和破产清算制度尚未健全的情况下,修正有限责任制度对于维护我国金融安全与稳定,防范系统重要性金融机构的道德风险和系统性风险,防止其对广大投资者及社会公众利益的侵害具有十分重要的价值。因此,对我国系统重要性金融机构适用有限责任修正制度具有充分的正当性。

四、我国系统重要性金融机构有限责任修正的制度构造

虽然对我国系统重要性金融机构适用有限责任修正制度具有正当性基础,但在提供有效的监管框架以应对系统重要性金融机构过度冒险倾向这一监管难题上仍然面临严峻挑战。因此,考虑到当今金融市场的特点,为实现金融稳定及守住不发生系统性风险底线的目标,对我国系统重要性金融机构有限责任的修正应从责任主体、计算基准、计算乘数、归责原则等方面予以明确,并处理好有限责任修正与其他法律制度的衔接问题,以确保修正后的有限责任制度在系统重要性金融机构危机处置过程中的有效性和可操作性。

(一)系统重要性金融机构有限责任修正的核心制度

1. 有限责任修正的计算基准

有限责任制度修正的基本要素之一是责任的限额,即系统重要性金融机构的股东应承担的最高责任限额。在美国传统的双重责任规则下,银行股东的责任超过了在银行的投资,并以股票的面值为限。^①但在当代金融市场上,面值不能可靠地反映公司的真实价值。例如,截至2019年8月6日,苹果公司股票的价格为193.34美元,而其票面价值仅为0.00001美元,^②股票价格

^①See Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller. Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications. Wake Forest Law Review, 27, 1992, pp. 31-62.

^②Apple Inc.. Annual Report (Form 10-K) (Nov. 5, 2018). <http://annualreport.stocklight.com/NASDAQ/AAPL/181158788.pdf>, 2022年7月28日访问。

比票面价值高出1900万倍以上。同样,高盛集团(Goldman Sachs)股票当天的股价为201.68美元,而面值仅为0.01美元。^①由此,票面价值不能反映股东享有的真实权益,需要引入不同的基准来计算修正后有限责任的上限。

虽然不能为股东承担修正的有限责任设定最佳的限额——既不超过股东的承受能力,也能提高股东监督系统重要性金融机构过度冒险行为的积极性,但可以假设一个合理的计算基准:股东有限责任修正触发前13个月(t-13)至触发前1个月(t-1)期间的股票平均市场价格。t-13至t-1的期间称为“价值窗口”,设定价值窗口的原因在于:第一,股东的预期负债不会因为系统重要性金融机构产生经营危机期间不可避免的股价下跌而大幅减少。第二,对系统重要性金融机构的监管是一个持续的过程,而系统重要性金融机构的倒闭通常是在相当长的期间内做出一系列决定的结果。例如,从系统重要性金融机构内部人员发现经营漏洞至金融危机爆发,会间隔相当长一段时间,^②因此将赔偿责任与特定时间点挂钩是不合理的。第三,在平均365天数据的影响下,股票价格短期的异常波动不会显著影响负债的预期值。例如,假设在价值窗口的365天内,某一银行的股票平均价格为100元,此时计算股东预期负债的基数为100元。假设在此期间的某一天,该银行的股票市场价格翻了一番,那么计算股东预期负债的基数变为100.27元。^③可见,股票价格的短期剧烈变化不会导致计算股东预期负债的基准发生显著变化,这种稳定性增加了预期负债的可预测性,并保护股东免受股票价格短期内异常变化的影响。

2. 有限责任修正的计算乘数

由于修正有限责任制度的设计并非仅针对单一金融机构的稳定性,而是以维护金融系统的整体稳定性为核心目标。因此,不能对所有系统重要性金融机构适用“一刀切”的方案,需引入一个可以反映单个系统重要性金融机构对整个金融体系造成的系统性风险损害程度的乘数。引入乘数的意义在于,负债程度可以作为特定系统重要性金融机构风险水平的函数,系统重要性金融机构股东承担的责任可以根据该机构导致的系统性风险的损害程度来计算,也能促使更多股东有充足的动机来防止系统重要性金融机构过度冒险行为。

有证据表明系统重要性金融机构所造成的系统性风险取决于其规模大小和在金融体系中所处的地位。^④因此,乘数的应用必须考虑到系统重要性金融机构的规模大小及其中心地位,即系统相关性。规模越大、分支机构越多,系统性风险就越高,其股东应承担更重的责任。因此需要根据系统重要性金融机构的网络化、标准化的指标来定义乘数,例如系统重要性金融机构

^①Goldman Sachs Group, Inc.. Annual Report (Form 10-K) (Dec. 31, 2018). <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/2018-annual-report/annual-report-2018.pdf>, 2022年7月28日访问。

^②例如,在电影《The Big Short(大空头)》中描述的金融危机事件,展示了系统重要性金融机构内部人员在金融体系崩溃前多年的“鲁莽”行为。事实上,从对冲基金经理迈克尔·伯里(Michael Burry)第一次发现房地产市场的问题直至金融危机爆发,中间间隔了两年多。

^③如果某股票在一年内的平均价格等于100元,那么计算负债的基数等于 $(100 \times 365) / 365 = 100$ 元。如果某一天的该股票价格翻一番,达到200元,那么计算负债的基数为 $(100 \times 364) + (200 \times 1) / 365 = 100.27$ 元。

^④“虽然从监管的角度来看,基于规模的大小判断系统性风险的高低很有吸引力……但是,可以通过单一标准评估风险的前提假设过于简单化”(See Robin L. Lumsdaine et al. The Intrafirm Complexity of Systemically Important Financial Institutions. *Journal of Financial Stability*, 52, 2016, pp. 1-18);“‘规模’作为核心指标,在某些情况下不能作为判定系统性风险的唯一指标,需结合其他因素进行判定,例如关联性……”(See Serafin Martinez-Jaramillo et al. An Empirical Study of the Mexican Banking System's Network and Its Implications for Systemic Risk. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 40, 2014, pp. 242-265);施瓦茨教授曾论证了将系统重要性金融机构的关联性和可替代性作为系统性风险决定因素的合理性和可行性(Steven L. Schwarcz. *Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk*. *University of Illinois Law Review*, 2015(2), 2015, pp. 699-719)。

的债务等级得分 (Debt Rank Score, 简称为DRS)。①假设系统重要性金融机构在价值窗口期内股票的平均市场价格为100元, 其DRS为0.6, 那么股东的预期负债为 $100 \times (1+0.6) = 160$ 元。由于 $0 < \text{DRS} < 1$, 所以股东可能承担的最高责任是价值窗口期间股票平均市场价格的两倍。将DRS作为计算乘数的价值在于将系统重要性金融机构股东面临的责任与机构的系统相关性直接联系起来, 并产生如下效果: 第一, 有限责任修正的目标是缓解因金融危机期间的救助而产生的不正当激励。由于政府救助的预期价值对于系统重要性金融机构来说比一般金融机构更高, 因此其承担的责任也必须更高, 以抵消对股东的预期价值的影响。第二, 一个大型机构投资者拥有许多系统重要性金融机构的股份, 在其可用于监督被投资机构的资源十分有限的前提下, 债务等级与单个系统重要性金融机构负债程度的变化息息相关。以美国三家系统重要性金融机构——摩根大通、高盛集团和美国银行为例, 假设摩根大通的倒闭将导致金融系统一半的损失 (即其DRS为0.5), 而高盛集团和美国银行只会摧毁金融系统的十分之一 (即其DRS均为0.1); 再假设贝莱德集团 (Black Rock) 准备将其管理的基金投资于这三家金融机构。在有限责任制度下, 贝莱德集团将为这三家银行的倒闭承担同等的责任, 由此会选择将可以用于监督被投资机构的资源平均分配给三个机构。但这种分配方式不可取且监督效率较低, 因为摩根大通可能会对经济造成更大的破坏。因此, 贝莱德集团将其大部分资源集中在监督摩根大通上的分配方式和监督结果则是更为有效的, 而有限责任修正的构建便是在制度上引导和促使这种有效结果的产生。在有限责任修正的制度下, 如果摩根大通破产, 贝莱德集团面临的负债将是高盛集团或美国银行破产情况下负债的5倍, 所以贝莱德集团无疑将分配更多的资源来监督摩根大通。此外, 用这种方法定义乘数和计算预期负债的基数还有利于最大限度地减少利益集团的压力和政治因素的负面作用, 因为股东要承担的修正责任是事先确定的、量化的以及完全透明的, 股东完全能够预见到他们将面临的责任, 并据此合理地配置资源和能力。

3. 有限责任修正的主体

现实中, 一个明显的复杂因素是股票交易频繁, 股东会随着时间的推移发生变化, 股东所持有股份份额的不同决定了其承担义务和享有权利的差异。实际上, 若将系统重要性金融机构的全体股东均纳入有限责任修正的主体范围难免会降低投资者的热情, 不利于金融市场的持久发展。我国现行法律体系赋予持股5%以上股东不一样的“身份”, 例如《商业银行法》第28条、《商业银行股权管理暂行办法》第9条等都将持股5%以上的股东认定为主要股东^②, 并对其适用

①监管者们设计了各种标准来衡量单个金融机构对整个金融系统的重要性, 最常用的衡量指标就是债务等级, 它衡量某一金融机构的经营危机对金融体系造成的系统性风险的损害程度。债务等级可以在0到1之间进行调整, 可以测量出金融系统中某一节点的中断对整体造成的价值影响。债务等级为政策制定者提供了一个监管工具, 使其可以根据单个系统重要性金融机构发生经营危机时对整体金融体系造成的损害贡献度来调整股东责任 (See Stefano Battiston et al. Debt Rank: Too Central to Fail? Financial Networks, the FED and Systemic Risk. Scientific Report, 2, 2012, pp. 1-5. <https://www.nature.com/articles/srep00541.pdf>, 2022年10月17日访问; Marco Bardoscia et al. Debt Rank: A Microscopic Foundation for Shock Propagation. Plos One, 10(6), 2015, pp.1-13)。债务等级的运作原理则是: 通过对系统重要性金融机构施加冲击, 利用相对风险敞口进行压力扩散过程的模拟, 根据系统最终的脆弱程度, 评估系统重要性金融机构在整个系统中的重要性。当扩散过程结束时, 系统所承受的压力越大, 系统重要性金融机构的债务等级就越高, 其系统性风险贡献度就越大。参见李守伟、王磊等:《跨银行与企业部门的系统性风险研究》,《系统工程理论与实践》2020年第10期。

②《商业银行法》第28条规定:“任何单位和个人购买商业银行股份总额百分之五以上的, 应当事先经国务院银行业监督管理机构批准。”《商业银行股权管理暂行办法》第9条规定:“商业银行、银监会及其派出机构应当加强对商业银行主要股东的管理。商业银行主要股东是指持有或控制商业银行百分之五以上股份或表决权, 或持有资本总额或股份总额不足百分之五但对商业银行经营管理有重大影响的股东。”

不同的监管标准。鉴此,将系统重要性金融机构股权结构中持股5%以上的主要股东作为承担有限责任修正的主体具有法律依据。

从纵向角度确定责任主体为持股5%以上股东之后,还需从横向角度确定股东持股的持续时间和状态,即在何时或者哪一时间段持股5%以上的股东需要承担修正后的有限责任——“责任窗口”问题。准确界定责任的发生时点,以确定哪些股东或机构投资者应承担修正的有限责任是非常重要的。有学者提出过两种解决方案^①:第一,“判决”规则,即在风险处置决定作出之时持有系统重要性金融机构股份的股东承担修正的有限责任。这意味着修正的有限责任主体只限于在进入清算程序或救助时持有股份的股东。这种方法的弊端在于,当有迹象表明系统重要性金融机构即将进入清算程序或被进行救助时,所有可能有偿付能力的股东都会有强烈的动机以极低的成本出售自己的股份,以避免承担修正的有限责任。第二种方案是“发生”规则,即在导致经营危机或破产的行为发生时持有股份的股东承担修正的有限责任。这种方法意味着,在系统重要性金融机构作出导致其经营危机或破产的决定时持有股份的人都应承担有限责任。然而,这一解决方案的可行性较低,因为在这种情况下,很难确定导致消极结果的精准时刻。以上两种方案都是将责任窗口确定为某一时点(t),无疑具有很大的随机性。因为在该时点之前抛出股份的股东将会“幸免于难”,这会激发在系统重要性金融机构危机期间股东抛出股份的热情,不利于提高股东监督和约束高级管理层日常经营管理行为的积极性。并且在预测系统重要性金融机构将会发生经营风险的前提下,多数股东会将自己持有的股份降至5%以下,以避免承担修正后的有限责任。而此时系统重要性金融机构有限责任修正制度的存在也将毫无意义。

因此,鉴于监管系统重要性金融机构以确保其稳定性是一个持续的过程,系统重要性金融机构的倒闭通常是在相当长的时间间隔内作出的一系列决定的结果。本文建议将“责任窗口”设定为系统重要性金融机构进入风险处置程序前12个月内,即在该时间段内持股5%以上的股东均承担修正后的有限责任。^②这可以避免系统重要性金融机构危机期间股东大量抛售股份的现象发生,也能有效抑制系统重要性金融机构在进入风险处置程序前12个月内的过度冒险行为。责任窗口的作用原理如下:(1)假设一个股东在整个责任窗口期内拥有10股股票,在价值窗口期间,这些股票的平均交易价格为每股1元;(2)假设该机构的DRS等于0.5。此时股东的赔偿责任就等于15元。假设同一股东只持有这些股票的一半时间,则其应承担的责任等于7.5元。^③这种解决方案的优势在于主要股东难以逃避责任,因为在风险处置程序被触发之前资产剥离的权利只对股东所面临的责任产生轻微的影响。综上,所有在风险处置程序触发前12个月内持有5%以上股份的个人和机构投资者将按照其持有股份的价值、持有股份的时间比例以及该机构的乘数承担修正的有限责任,这将是一种更为妥当的选择。

4.有限责任修正的归责原则

在明确责任主体及修正后有限责任的计算的基准和乘数的基础上,还需明确有限责任修正的另一基本要素,即确定责任的理由、标准或根据——归责原则。^④系统重要性金融机构的

^①See Henry Hansmann, Reinier Kraakman. Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts. The Yale Law Journal, 100, 1991, pp.1880-1933.

^②需注意的是,责任窗口与价值窗口不同:价值窗口是从进入风险处置程序前13个月到前1个月,但责任窗口是从进入风险处置程序前12个月至进入风险处置程序当日。

^③前一种情形下确定修正后有限责任的计算方式是 $10 \times 1 \times (1 + 0.5) = 15$ 元;后一种情形下确定修正后有限责任的计算方式是 $10 \times 1 \times 0.5 \times (1 + 0.5) = 7.5$ 元。

^④肖磊:《公私合作环境治理法律规制及其展开》,《中国矿业大学学报(社会科学版)》2021年第3期。

主要股东在何种情形下需承担修正后的有限责任,若适用过错责任原则,即只有在股东故意或疏忽大意的情况下才追究其责任,其弊端在于:一方面,法院很难确定股东是否在监督管理人方面存在故意或疏忽大意。另一方面,在一些股东故意或疏忽大意,而另一些股东则谨慎监管的情形下,法院应当对每个股东单独作出过失认定。除了司法成本高、耗时长之外,很难保证法院的判断方式具有合理性,这也直接导致法院判断结果出现偏差,很可能会破坏有限责任修正的威慑效果。^①相反,严格责任的效率更高且更便于管理。一旦进入风险处置程序或执行救助计划,所有股东都将承担责任,这与他们参与的监督的方式和程度无关。事实上,从经验法则的角度来看,当股东比法院更了解应采取的最佳注意水平时,严格责任是可取的。因为股东尤其是经验充足的机构投资者,在如何监督管理者方面比法院更加了解具体情况。^②

(二) 系统重要性金融机构有限责任修正的重要制度衔接

系统重要性金融机构有限责任修正的本质是对现有的有限责任机制的变革,涉及公司法、金融法相关规则的调整。那么如何实现系统重要性金融机构有限责任修正与现存法律规则的有效衔接,也是必须要认真思考的问题。毋庸讳言,系统重要性金融机构有限责任修正在制度安排上最大的冲突来源于传统的有限责任制度。对此,可以在法律逻辑上将有限责任修正定性为:克服有限责任制度在系统重要性金融机构经营危机或破产问题适用的固有缺陷而形成的制度发展。在立法层面,有限责任制度依然是《公司法》最根本的制度安排之一,属于公司法体系中的一般性、基础性原则,适用于系统重要性金融机构在设立及日常经营活动中的各阶段。而有限责任修正的构建有利于系统重要性金融机构的整体稳健与风险的有效防控,应被视为系统重要性金融机构在危机状况发生时适用的一项特殊制度,可作为金融机构特殊风险处置制度的重要内容。《金融稳定法》是防范化解金融风险、健全金融法治的顶层设计,是建立维护金融稳定长效机制的必然要求,在我国金融市场的整体运行和危机处置中具有特殊的法律地位。^③而有限责任的修正作为一种自力救济的处理措施,理应与我国现有的金融机构之间的并购措施、存款保险基金的运作、政府救助、金融机构破产程序等共同组成我国金融机构市场化退出的处置体系。^④因此,将系统重要性金融机构有限责任的修正纳入《金融稳定法》的范畴之中契合理论的周延和实践的需要。在系统重要性金融机构危机救助措施的具体适用顺序方面,为更好地维护金融市场秩序,防范道德风险,避免广大纳税人的利益遭受损失,应当按照自力救济在先外力救助在后、私人资金使用在先公共资金使用在后、市场化处置措施在先行行政化处置方式在后的原则,先使用有限责任修正等自救措施,在自救后仍无法挽救危机的情形下再寻

^①See A. Mitchell Polinsky. Strict Liability vs. Negligence in a Market Setting. *The American Economic Review*, 70(2), 1980, pp. 363-367.

^②当法院充分知晓股东应当履行的最佳注意水平时,过错责任比严格责任更可取。但在系统重要性金融机构经营危机状态下,法院很难判定股东应当履行的最佳注意义务标准,因此采取严格责任更为科学。See Robert D. Cooter. *Economic Theories of Legal Liability*. *Journal of Economic Perspectives*, 5(3), 1991, pp.11-30.

^③2022年4月6日,中国人民银行发布《中华人民共和国金融稳定法(草案征求意见稿)》(以下简称《草案》),向社会公开征求意见。《草案》共六章四十八条,“金融风险处置”作为单独一章进行了较为详细的规定,其中,第三十条第八项专门针对系统重要性金融机构处置问题进行了规定,“处置系统重要性金融机构的,要求所属集团的境内外机构提供必要支持,维持关键金融服务和功能不中断。”

^④2018年11月,《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》(银发〔2018〕301号)中关于问题机构处置原则的规定:“依据恢复和处置计划,在处置资金使用顺序上,首先使用金融机构自有资产或市场化渠道筹集资金开展自救;上述措施不能化解风险的,相应行业保障基金可以依法提供流动性支持或救助;如上述措施均无法化解风险,在可能引发系统性风险、危及金融体系稳定时,系统重要性金融机构可以向人民银行申请有前置条件的、应急性流动性支持或救助,必要时,由人民银行会同有关部门审核并按程序报批后实施。”

求外力援助。^①此外,在中国人民银行法、银行业监督管理法、商业银行法、证券法以及与系统重要性金融机构相关的其他法律法规中,亦需将包括有限责任修正等在内的系统重要性金融机构恢复和处置措施进行原则性规定,将有限责任修正等处置措施的运用明确纳入处置体系中,增加立法的透明度和可操作性,实现系统重要性金融机构危机救助中多种处置措施法律规则的整体协调与有效衔接。

五、结 语

系统重要性金融机构以其强大的负外部性、动态变化性及其产生的竞争的不公平性等显著特征,从诞生之日起便受到各国监管机构、相关国际金融组织以及专家学者们的普遍关注。^②尤其是2008年国际金融危机的严重后果,无声地提醒着人们应该防止系统重要性金融机构承担过度风险。传统的有限责任制度注重保护股东的利益,却难以保障系统重要性金融机构监管目标的实现,且加剧了股东和债权人之间的利益失衡以及金融市场竞争的不公平性,容易引发道德风险。当今的金融市场已存在金融机构资本充足率要求,市场中机构持股占主导地位,金融衍生品市场发达……这都为传统有限责任的修正创造了条件。监管者可以直接面对系统重要性金融机构股东的激励问题,通过有限责任修正的制度安排降低他们的风险倾向:根据系统重要性金融机构的系统相关性及其在金融体系中的地位,将股东面临的责任最高限额设定为系统重要性金融机构进入风险处置程序前12个月内平均股价的两倍。这将增强股东对系统重要性金融机构监督的积极性,防止其从事风险过高的行为,从而避免将系统重要性金融机构置于风险旋涡之中。

Revision of the Limited Liability of Systemically Important Financial Institutions: Basic Theory and System Construction

Chang Jian, Wang Qingyue

(Law School, Hainan University, Hainan Haikou 570228, China)

Summary: As the cornerstone of the corporate legal system, the limited liability system has important values such as transferring risks, encouraging investment, gathering capital, reducing transaction costs, and promoting the separation of ownership and management rights. However, in the post-crisis era, the application of the limited liability system to systemically important financial institutions has limitations and shortcomings such as deviating from the financial regulatory objectives, leading to interest imbalance, causing moral hazard, and increasing the unfairness of financial market competition, which does not match the system design of crisis self-help by systemically important financial institutions. Therefore, it is necessary to “revise” the limited

^①央行行长易纲提出,在出现重大金融风险后,问题金融机构的股东必须首先承担损失,股东权益清零后依然存在缺口的,由相关大债权人依法分摊。针对金融市场上存在的“金融牌照信仰”“规模信仰”等问题,对于严重资不抵债的机构,坚决依法实施市场退出,严肃市场纪律。参见易纲:《金融助力全面建成小康社会》,《中国金融》2020年第Z1期。

^②常健、王清粤:《论系统重要性金融机构的法律特征与风险规制》,《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2020年第1期。

liability system of systemically important financial institutions, that is, to break the deadlock of limiting the liability of all shareholders to the investment amount, and to attach additional liability to major shareholders holding more than 5% of shares on the basis of their investment amount. The revision of limited liability is conducive to reducing the negative externality of China's systemically important financial institutions, and meeting the special regulatory needs of China's systemically important financial institutions, which has sufficient legitimacy. In terms of legal positioning, the revised limited liability system should still be included in the limited liability system, except for the application of limited liability in specific circumstances. In terms of liability calculation, the revised limited liability is not the amount of capital contribution of shareholders, but the uncertain liability calculated based on the average stock price of systemically important financial institutions in a period of time before entering the risk disposal process, and taking the institutional system relevance and its position in the financial system as the multiplier. In terms of risk exposure, the liability limit that shareholders will face is twice the average stock price of systemically important financial institutions in the 12 months before they enter the risk disposal process. In terms of the principle of liability fixation, the revised limited liability applies the principle of strict liability, aiming to improve the enthusiasm of shareholders to supervise the daily business activities of systemically important financial institutions. In terms of system connection, we must properly handle the connection between the revision of limited liability and other legal systems such as the Company Law and the Financial Stability Law, so as to ensure the effectiveness and operability of the revised limited liability system in the crisis-handling process of systemically important financial institutions, and provide important institutional guarantees for the sustainable and stable operation of systemically important financial institutions.

Key words: systemically important financial institutions; revision of limited liability; financial stability; financial regulation

(责任编辑: 倪建文)