

恢复金融责任性的监管

提要：在去监管化、金融自由化和全球化的推动下，出现了“破产风险外部化”、“挤兑风险全面化”、“金融机构巨型化和全球化”等新现象，产生了“大得垮不起”的金融机构，整个金融界由此陷入“无责任性金融”状态，最后引发了全球性的金融危机。因此，新时代金融监管制度的核心是回复金融责任性，封堵“破产风险外部化”的渠道、监管金融机构的规模、加强东道国对跨国金融巨头的监管，并立法规定金融机构需要政府挽救时其高管必须受罚，以此作为破产的替代。

作者为香港大学经济金融学院教授，本文根据作者在“全球智库峰会”上的演讲内容增补而成

这次几乎史无前例的金融危机发生后，全球经济学界、法学界、金融界、政界都一反过去二、三十年里流行的去监管和自由化思潮（即认为完全没有政府介入的市场可以自动而且最好地解决所有经济问题），开始讨论监管，认为监管是预防金融危机的关键所在。但是，一个最重要的问题是，到底监管什么，怎么监管，为什么要监管。在抽象的水平上谈监管，不足以解决问题。我们监管什么、如何监管都必须取决于我们对产生这次金融危机的基本机制的认识。那么，什么是这次金融危机产生的基本机制？

这次史无前例的金融危机是一个史无前例的市场失灵的案例。我们碰到的问题不仅仅是市场失灵，同时还包括监管失灵，因为如今金融市场和银行界都是被监管的，并不是所谓的自由市场。但已有的监管没有解决市场上的问题，最后导致市场失灵。巨大的市场失灵和监管失灵结合在一起造成了这次金融危机。

引发这次金融危机的原则性问题，也是一个经济历史上的新问题，可以用一个概念来概括，那就是“无责任性金融”（irresponsible finance）。“无责任性金融”导致市场失灵。当市场因此失灵而又没有相应监管的时候，会导致整个金融界在金融方面不负责任，最终引发金融危机。下面我分析导致此次市场失灵和监管失灵的具体机制，我把其中最关键的市场失灵的新机制称之为“破产风险外部化”（externalizing default risks）。

由于这是最关键的新问题，让我们首先解释外部化这一概念。如果市场上的每一方都对自己的所做所为负责任，包括从自己的行为里得到的好处或坏处负责任，这个市场里的一切都是内部化的。外部化则意味着市场上的某一方所做的事情会对别人产生影响，可能自己得益而把成本强加于别人，这就是负面的外部化。当所有人都追求自己的利益而给社会给别人带来巨大成本时，市场中大量的外部化会导致市场失灵，而且可以是破坏力特别巨大的失灵。一个具体的例子是在高速公路上开车，每个人都生产出来负面的外部化效应，即拥堵。当每个人都不顾外部效应试图在高速公路上开车，公路交通就会瘫痪。外部化效应可以使市场瘫痪。我下面将解释破产的风险怎么从内部的约束外部化为影响他人利益的东西，而这一外部

化如何成为导致这次史无前例金融危机的关键机制。

监管的核心作用即用来应对市场失灵，以避免市场失灵带来的灾难。但是，面对破产风险外部化这一新的机制，全世界现行的监管制度里并没有一个好的机制可以应对。由此而来的监管失灵伙同市场失灵导致了前所未闻的巨大问题。现在全世界的金融监管机制是在1929年大危机之后，美国于1933年和1934年建立的，以应对1929年大量出现的金融欺诈。以后，世界各国追随美国建立了相似的金融监管机制，其核心是信息强制披露，监管目标是金融欺诈。但是，2007—2009年金融危机的产生机制和1929年的金融危机从根本上是不一样的。所谓监管失灵或监管不足，其中最主要的问题不在于信息披露，而在于没有应对破产风险外部化的新监管机制。

导致金融危机的三个基本机制

概括来看，产生这次金融危机的基本机制有三个，即“破产风险外部化”、“挤兑风险全面化”（bank-run vulnerability）、“金融机构巨型化和全球化”（Unregulated financial liberalization + globalization）。正是在这三种机制的作用下，整个金融界陷入了不对自己行为负责的“无责任性金融”状态，最后引发了几乎史无前例的全球金融危机。

“破产风险外部化”是最基本的机制。在传统金融领域里，每个金融从业者的破产都属于内部风险，即如果他在处理金融事务时因为不小心或运气不好而破产，就要自己负责，这是限制每个投资者行为的基本因素。但是最近二、三十年里，由于出现了资产证券化等金融创新工具，同时对这些工具没有任何监管，所有金融机构都可以借助这些工具把破产风险推向外部，这就导致了破产风险的外部化。当每个投资者都可以把风险传递给别人时，他就不再害怕投资失败，可以不受限制，更多、更大、更远地投资。因此，“破产风险外部化”是一个力量强大的机制。

同“破产风险外部化”紧密相关的第二个基本机制是“挤兑风险全面化”。原本各种金融机构的工作性质不一样，其中只有银行的工作是把非流动资本转变成流动资本。但是，这导致银行面对特殊的风险，挤兑风险。这是银行业特有的风险。为此，在1929年以后，全世界都对银行业进行严格的监管以防范挤兑风险，其核心是设立存款准备金制度。最近20年，证券化工具的发明使用使所有金融机构都变得像银行一样，能够把非流动资本转变成流动资本。任何一个金融机构有了这样的功能，就要面对挤兑风险。因此，由金融创新带来的银行功能的全面化构成了挤兑风险的全面化。但是由于缺少对挤兑风险全面化的认识，现行的监管机制只对传统的银行有相应的监管。至于其他金融机构，虽然在把非流动资本转变成流动资本方面它们已经举足轻重，但并不存在对它们相应的监管。因此这些金融机构面对可能的挤兑非常脆弱。实际上，这次金融危机里我们看到的一个主要现象就是当挤兑风潮全面席卷没有监管的非银金融机构时，它们的瘫痪触发了全球金融的崩溃。

最后一个基本机制是“金融机构巨型化和全球化”。它是由过去二、三十年里金融自由

化和全球化的总趋势造就的。自由化意味着去监管，让市场自行解决所有的问题。全球化进一步把所有未受监管的金融机构推向世界各地。在去监管化、自由化加全球化的推动下，所有发达国家自上世纪90年代以来出现了一波又一波的银行兼并潮，最后，中小银行被大量吞并，或在少数大银行的挤压下被迫破产，金融业被少数巨型机构控制了。这就产生了“大得垮不起”（Too-big-to-fail，或 TBTF）的问题，就是说这些金融机构的规模大到整个社会不能承担其破产的程度，因为一个银行的破产会搞垮整个金融业。问题是，如果整个银行业里所有的机构都“大得垮不起”，就会出现一个严重的后果。即，所有这些机构的高管人员会意识到，只要他的机构出了问题，政府就会出手挽救，因此自己负责的机构永远不会垮。当存在这样的预期时，他们在投资时就会不负责任。这就进一步加剧了导致这次危机的基本问题——“无责任性金融”。而且，由于这些金融巨头通过全球化同时控制了很多国家的金融业，它们不负责任的行为扩散到世界各地，使得东道国的中央银行、金融监管机构实际上无法操作。

以上三个机制每个都非常有力量。它们合在一起，更创造了极其巨大的破坏力量，最终导致了这次史无前例的金融危机。

“破产风险外部化”如何破坏金融责任体系

认识破产风险外部化如何破坏金融责任体系的机制是个关键问题。在金融创新之前的传统金融体系下，发放抵押借款是由银行来做的。银行在发放抵押借款时，会把房地产作为抵押资产放在自己的账上，然后发放贷款。在放贷的对象还不起贷款时，银行就会收回作为抵押的资产。如果有很多人还不起贷款，同时作为抵押的资产价值普遍下降，大量放贷的银行会因此破产。所以，银行会对房地产资产的陷阱和放贷的对象非常小心，以保证自己在最坏的情况下不至于破产。换句话说，破产威胁是银行的内部风险。

最近20年来，随着各种金融创新工具的出现，在发达国家，尤其是美国，传统的放贷机制被打破，以证券为基础的房屋抵押贷款的发放不再依赖银行，而是依赖于一些专门的房贷机构。从此放贷机制发生了基本变化。在1990年以前，美国市场上大多数抵押贷款都由银行提供。但从1990年起，美国市场上大多数抵押贷款是由各种金融机构通过证券化方式提供的。到2008年，美国市场有近70%的抵押贷款由证券化的金融工具提供（图1）。在这种放贷机制下，在放贷款机构（mortgage provider）发放抵押贷款之后，该机构会把抵押贷款，连同抵押的资产一起，出售给金融机构。由后者包装成证券，再卖给其他投资者。通过这样的运作，放贷机构不仅把自己的资产从无流动性转变成流动性，而且把它的破产风险外部化了。这导致了一个重要的后果：它在发放贷款时不需要特别小心，不需要担心自己破产的问题。如果只是某些机构某些时候因为失误偶然发错贷款，问题并不严重。但由于破产风险的外部化，这些机构已经无需对自己破产的风险特别留意。在没有监管又有严重市场竞争的情况下，这些机构变得贪恋高风险带来的高收益。甚至大规模作假。实际上，2004年以后，美国有大量的次贷放款机构有意识地鼓励、帮助甚至唆使借贷者作假。据统计，约

70%或以上止赎的次贷借贷者是在放贷机构教唆下，通过大规模造假获取贷款的。这就是产生此次史无前例的金融危机的微观基础。因为抵押贷款的原始信息从最基础的层面就大量掺假，后面的金融机构在包装金融证券、评级机构在评金融证券等级时，无论使用什么精深的模型，信息的准确性都已无从谈起了。

图1：资产证券化自1990年开始成为抵押融资的主要方式（左轴：万亿美元，右轴：%）

在破产风险外部化的基础上，评级机构对这次危机起了推波助澜的放大器作用。一方面，它们的工作未接受任何监管，另一方面，同时也带有巨大讽刺意味的是，这些评级机构之所以拥有巨大推波助澜的影响力，是美国证券交易委员会（SEC）授予了它们特殊的、带有垄断性的权力。SEC明确要求证券上市前要先由标准普尔、穆迪、惠誉等机构进行评级。这些带有垄断性的权力使这些评级机构从某种意义上能够操纵市场为自己牟利，同时推波助澜地导致市场大起大落。这些评级机构之所以在这次危机中起到巨大的负作用，有两个很重要的原因。一个属于纯技术原因，即这些评级机构实际上无法作出正确判断。如上所述，在破产风险外部化的机制下，包装成金融证券的抵押贷款许多原本就是金玉在外败絮其内。在不对多数相关的抵押贷款进行细致调查的情况下，无论任何计算方法也不可能对由这些抵押贷款构成的证券的价值及风险作出正确判断。此外，这些评级机构用于评级的一系列相对固定的复杂计算方法，要依赖过去的市场数据进行估算。但是此次危机的内容、发生的方式、产生的机制都是史无前例的，因此，无历史数据可以依据，它们的评级模型无法预测其中的风险。其实，技术上没有能力为那些由抵押品包装而成的证券确切评级并不会导致金融危机，更为严重的问题是这些评级机构自身利益所致的不负责任行为。任何一个发放抵押贷款证券的机构都会选择从为自己证券提供更高评级的机构获得服务，而评级机构迫于商业竞争的压力，也存在很强的动力放松要求，提高其评级。某种意义上，这就变成了发证券机构和评级机构之间串通作假。实际上，评级机构甚至还教给前者如何把原本质量不高的证券包装成AAA级（最高级）证券。这导致了两大后果，一是推动了市场对这些证券巨大的需求，等于加快了“破产风险外部化”的传播速度；二是把原来抵押贷款领域存在的个例的破产风险转换成了系统的风险，导致问题扩大化，全面破坏了金融责任体系。

“大得垮不起”和“无责任性金融”的灾难

当一家金融机构由于投资失误资不抵债时，就必须破产。破产威胁是决定每一个金融机构高管小心行事的制度基础。因此，破产威胁的真实性是市场经济的一个基本机制，它是金融责任性的奠基石。在整个经济体系中必须存在这样一个严厉的机制，否则金融责任性就变成了简单的道德观念。但是，上世纪90年代以来，“破产风险外部化”加上没有监管的银行兼并，严重削弱了金融机构的破产威胁的真实性。一方面，通过“破产风险外部化”，每家金融机构都有能力把破产的风险推给别人，由此降低自身承担的风险；另一方面，通过若干兼并浪潮，在近十年里，少数金融巨头基本控制了美国的金融业。2008年，美国十大银行的总资产占了整个金融业总资产的58%。当许多金融机构都巨大到了垮不起的程度，即只要出了问题政府一定会救的程度，当然这些机构就不需要害怕破产了。这两方面的因素叠加

在一起，直接后果是金融机构的不负责任，不需要负责任。这导致金融机构高度举债。2003—2007年，雷曼兄弟、贝尔斯登、美林、高盛、摩根士丹利等美国五大投行的杠杆率迅速上升，实际上，2003年它们的杠杆率已经高得破纪录了，到2007年，其杠杆率之高，按照传统的观念已会被认为要破产了（图2）。但是此时，这些金融机构已经主宰了整个国家的金融领域，它们是有恃无恐的“大得垮不起”的机构。

图2：金融机构采用史无前例的高杠杆

在非金融领域，如果少数企业主宰整个行业，我们马上会想到它违反了《反垄断法》。由于金融业的特殊性，这些超级巨大的金融机构“大得垮不起”问题的严重性远远超过非金融行业的垄断问题，因为其后果可以导致整个体系崩溃。在金融领域，在银行业，100多年来全世界绝大部分央行都遵守一个基本职责，即最终贷款人（LOLR）的职责。那就是说，当一家大银行出现问题，可能会把整个银行体系拖垮时，央行需要作为最终贷款人借贷给它，帮它度过危机。在这次危机中，美联储不救雷曼兄弟立即触发了全球金融体系的崩溃即为一个好的例子，说明央行违反最终贷款人准则的后果。但是，只要央行遵守最终贷款人（LOLR）的职责，如果一个金融体系里所有的金融机构都“大得垮不起”，这些金融机构的高管就会永远期待政府的挽救，会在金融行为上不负责任。由此会产生恶性循环，最后整个体系一定会崩溃，而所有问题集中爆发的结果就是金融危机，这就是我们看到的灾难。

过去20年里，通过一波又一波的兼并，少数金融巨头不仅统领了最发达国家的金融业，也随着全球化进程在全球范围内扩张兼并，控制了拉美、中东欧等地区许多发展中国家的金融业。比如墨西哥的最大银行是西班牙的银行，中东欧若干国家的银行几乎百分之百是西方国家最大的银行等。全球化加上“破产风险外部化”，导致了无责任金融的全球蔓延。在全球化高潮的时候，有一个很流行的观点是，国家的主权和经济没有关系，人们不应该在意经济机构的主权国归属。然而，当一国的金融领域被其他国家的金融机构主宰时，会产生两大严重后果。一是主权国家央行作为最终贷款人的职能会被严重干扰。在出现危机时，东道国央行是否应该作为最后贷款人，向操控本国金融业的外国银行注资？这里的问题是，外资银行可以非常容易地把从东道国央行获得的现金转移到自己需要的其他国家，由此会产生非常尖锐的利益冲突。在没有危机时，这一冲突不明显，而一旦出现危机，主权问题就显得非常重要。二是主权国家的金融监管职能被削弱。至今为止，全球金融监管基本上在各主权国家内部进行，东道国能在多大程度上监管外国机构仍是难题。当一国的金融业被跨国金融巨头操控时，东道国的金融监管能力会被大大削弱。

实际上，中国政府在国内金融改革中对于这两个问题一直有巨大的担忧，这些担忧不无道理。关于中国的金融体制改革，一直有呼声降低行业的进入壁垒，以增加业内竞争和带动金融机构所有制的多样化，使得规模相对小一些、数量多一些的金融机构同时存在、竞争。但是，在全球金融机构巨型化的大环境下，这样的金融改革措施就会导致国内金融机构很快被国际金融巨头兼并或控制，上述所有的严重问题都会出现。有了这些担忧，中国的金融改革最近十几年一直在次第推进，我们一方面似乎感到庆幸，这保护了中国的金融稳定。但另

一方面，从许多角度都可以看到中国金融体制中严重的问题。但是无奈，中国的金融改革必须有一个前提，即只有全球金融监管机构有能力监管国际金融巨头的跨国兼并、经营行为，才能够充分推进。

回复责任性监管的根本原则

在这次史无前例的金融危机之前，金融市场监管的核心是强制性信息披露，而银行业监管的核心是准备金的充分性。厘清了这次金融危机产生的基本机制，那么针对这些新问题，新时代的金融监管应该做什么、怎么做？现在我要特别强调，新的监管的核心应该转移到回复责任性（Restoring Financial Responsibility），之所以存在“回复责任性”这个问题，是因为，金融创新工具在不监管的情况下破坏了原有的金融责任性，破坏了市场正常运作的基本机制。市场自身并没有能力封堵产生这次金融危机的渠道。为了回复金融责任，必须遵守以下的原则，并据此设计具体的监管措施。

第一个原则是监管法案和监管机构要利用所有措施封堵各种金融创新带来的“破产风险外部化”的渠道。实际上，在抵押贷款证券化出现之初，包装、出售证券化抵押贷款的金融机构都按照设计，自愿把最坏的资产留在自己手里。这个旨在吸引投资者购买证券的设计实际上防止了过分的“破产风险外部化”。但是此后，在市场竞争激烈又没有监管的情况下，一些金融机构就不再这么做了。这在竞争的市场上产生了压力，引导越来越多的机构偏离了这一做法。从这一经验看，监管机构应该把过去金融机构自愿保留最坏资产的做法变成强制性保留，以堵住“破产风险外部化”的漏洞。

第二个原则是要监管金融机构的规模。这并不意味着所有的机构都必须很小，监管方的指导思想不是《反垄断法》，其核心是防止一个经济体中的金融主体“大得垮不起”变成普遍现象。同时，对那些“大得垮不起”的金融机构，必须设立相应的监管措施和监管条例，其中还必须有一个基本的内容，就是当这些机构不得已需要政府挽救时，其高管必须受到惩罚，以此作为破产的替代。这一条必须要形成立法、事先宣布，这样出了事时才有可能惩罚。第三个原则是，一旦跨国金融巨头在东道国的分支达到一定规模时，它在当地的运作应该接受东道国的监管，目的是保证东道国的金融稳定。

需要强调的是，这三个原则都必须在世界各国政府之间进行高度协调，原因是在全球化的背景下，任何一国都很难单独有效地进行金融监管，除非它闭关锁国。