

MF

MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

—— 实务类 ——

大而不倒之谜

The Myth of Too Big To Fail

艾麦德·莫萨 (Imad A. Moosa) / 著

周世愚 吴晓雪 / 译

周明生 / 审校

MF MODERN
现代
实务

大而不倒之谜

The Myth of Too Big To Fail

艾麦德·莫萨 (Imad A. Moosa) / 著

周世愚 吴晓雪 / 译

周明生 / 审校

 中国金融出版社

责任编辑：张智慧 刘 戈
责任校对：潘 洁
责任印制：丁淮宾

© Imad A. Moosa 2010

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title *The Myth of Too Big To Fail* by Imad A. Moosa. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The author has asserted his right to be identified as the author of this Work.

北京版权合同登记图字 01 - 2011 - 4972

《大而不倒之谜》中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

大而不倒之谜 (Daer Budao Zhimi) / (美) 莫萨著; 周世愚, 吴晓雪译. —北京: 中国金融出版社, 2015. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7893 - 6

I. ①大… II. ①莫…②周…③吴… III. ①金融机构—风险管理—研究 IV. ①F830. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 059486 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17

字数 223 千

版次 2015 年 4 月第 1 版

印次 2015 年 4 月第 1 次印刷

定价 46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7893 - 6/F. 7453

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 言

大而不倒 (TBTF, Too Big To Fail) 已经成为了一个家喻户晓的观念和博客使用者一个流行的主题——这一概念指, 衰落的大企业必须由政府挽救是因为它们的失败代表了无法承受的系统性危机。对美国花旗集团 (Citigroup), 美国国际集团 (AIG), 英国北岩银行 (Northern Rock) 和苏格兰皇家银行 (the Royal Bank of Scotland) 而非其他机构的救助引起了激烈争论, 正是因此, 我像很多人一样, 对这一主题开始感兴趣。全球金融危机把 TBTF 争论重新带回到中心舞台, 它一度在 1984 年对伊利诺伊大陆银行的救助以及 1998 年对美国长期资本管理公司的救助后成为焦点。这些情形的区别在于, 投入救助行动的纳税人资金的数量。包括我自己在内的一些人, 不仅从经济上质疑 TBTF 救助, 也从伦理和道德基础上怀疑它。我写这本书的动力是为了解释为何大部分人对 TBTF 学说感到愤怒, 以及财政救助金融机构的后果。

这本书对 TBTF 学说及其相关主题构成了严厉 (也是客观) 的批判, 这些主题包括自由放任金融学, 大幅解除管制的趋势, 以及经济中金融部门名不副实的地位等。我批判的不仅是这些实践, 也是激励这些实践的观点, 其中一些 (或绝大部分) 是学术

研究的产物。一些经济学家、政治学家和政策制定者认为——或者至少心里想——TBTF 问题不存在或者至少没有严重到挪动资源以解决问题的程度。另一些人相信，这一问题存在，它也很严重，但我们必须忍受，并且不遗余力地救助被视为大而不倒的机构。我认为，TBTF 问题存在，它很严重，但它必须（而且能）得到解决。这本书中的绝大多数讨论适合美国的发展，美国发明了存款保险制度，创造了“大而不倒”一词。类似的发展和主题也将从英国的视角讨论。

很多人已经读过了我的初稿（或者部分），这些读者包括学术界（受过经济学训练等）和一位普通的纳税人。我从学术界收到的反馈像是受到了意识形态的驱使。政治上的左派对我所写的欢呼雀跃，右派嗤之以鼻。他们认为我使用了不必要的过激语言，认为我过度诋毁金融家及其后的学术界。他们声称这一讨论是“有问题的”。他们也拒斥我使用的一些词语和表达，比如“寄生手术”“骇人听闻地不健全”“使人迷惑不解”“垃圾食品”和“强烈喜好”。

有趣的是，其中很多出现在书中的词语和表达都是我引用的作者首先使用的。

我对这些言论的回应是这一主题有一重道德维度，它引发了普通人的愤怒。它不是一个你能保持中立的规范命题，任何讨论都包含了高度的个人观点。通篇阅读此书的普通纳税人用本书所使用的腔调评论说：“它极大考虑了无辜人群的道德愤怒，就像这些天你感受到的金融危机背后的那些东西一样。”他们补充说：“很高兴听到一个人从逻辑上和认识论的角度把在高度金融化的世界中极为脆弱和错误的东西撕成碎片，正是这些东西将世界置于混乱之中。”写作这本书是通过运用经验分析和经验历史证据，

来解释对 TBTF 无处不在的愤怒以及用纳税人资金对破产金融机构的救助。这本书没有任何意识形态动机或者隐藏的主旨。

导论这一章介绍了 TBTF 的概念，接下来第 2 章展示了金融去管制化的历史，以及它如何与 TBTF 学说的出现相关。这里还讨论了发生在金融危机期间的财政救助（准确说 2008 年）。第 3 章描述了一些声名狼藉的救助行动，比如救助伊利诺伊大陆银行、美国长期资本管理公司、美国国际集团和苏格兰皇家银行等。第 4 章致力于讨论金融机构追求增长策略的原因，得出的结论是，扩张的基本动机在于获得 TBTF 地位。第 5 章提出了一个观点，即大多数国家的金融部门都远远大于其规模。我还认为，学术界用不同的方式，加剧了金融部门的“明星地位”。第 6 章概括地讨论推导出了规模起作用但是政治关系才是关键因素这一结论。第 7 章提出的论证针对 TBTF 学说和该学说支持的救助行动。第 8 章提出了解决 TBTF 问题的建议，包括拆解大型金融机构，适当的监管，以及监管者通过拒绝救助破产金融机构而提升信用。第 9 章致力于巴塞尔新资本协议的讨论，证明这一协议提供的监管不完善，它不能彻底应对全球金融危机，更不用说防止金融危机的出现。第 10 章做出了一些结论性的评论，以 TBTF 学说必须废除的观点作为结束语。

没有家庭、朋友和同事对我的帮助和鼓励，这本书将不会问世。我要对妻子和孩子表达最衷心的感谢，他们不得不忍受写这本书带来的机会成本。我还要对李·史密斯表达感谢，她是我尽取询问的对象。她字斟句酌地读了整个初稿，并且提出了大量使本书更可读的建议。我也必须要感谢我的同事和朋友，包括约翰·瓦斯、安德鲁·桑福德、迈克尔·邓普西、佩克托·卡列夫、巴拉姆·斯尔瓦布雷和莫文·斯尔瓦布雷。我也不会忘记与

我有过交情的朋友，包括利姆·莱顿、蒂奥·加索斯、布莱恩·麦克唐纳德、斯蒂夫·霍利斯、拉里·李和托尼·诺顿。在构思初稿时，我受益于与表 14 所列讨论组的思想碰撞，因为这个原因，我要感谢鲍勃·帕尔森斯、格里戈·奥布莱恩、格里戈·贝利、比尔·布林和保罗·鲁尔。格里戈·贝利像我一样反对 TBTF 财政救助，他阅读部分初稿后给出的一些出色建议，使我受用颇深。

我也会感谢那些住的离我很远，但却通过通信手段给予我帮助的朋友和曾经的同事们，包括凯文·多伊德（我欠他一笔思想债）、雷扎克·布哈迪、朗·里普尔、鲍勃·赛德格里克、肖恩·霍里、达夫·查普尔、丹·海明斯和伊恩·巴克斯特。凭借敏锐的直觉，朗·里普尔对部分初稿提供了很有见地的评论，我对他表示由衷的谢意。事实上，他使我重新关注我先前忽视的重要一点，即向金融机构征税以及使用资金救助破产的机构不会解决 TBTF 保护具有的道德风险问题。

这本书的写作主要是在科威特，当时我正在科威特大学访问。我因此得到了来自当地学者的帮助，他们是苏拉曼·埃尔加萨尔、纳布尔·艾尔罗格哈尼、哈里德·艾尔萨德、亚西尔·艾尔库莱博、阿卜杜拉·埃尔奥拜坦、穆罕穆德·阿卜杜哈里、侯赛因·穆拉克西、苏拉曼·埃尔阿卜杜哈德。最后，我要感谢自己最欣赏的帕尔格雷夫·麦克米伦出版社的职员，尤其是丽萨·冯·菲尔克斯，她对我写作一本关于 TBTF 学说的著作的想法表示强烈的支持。

当然，我会为这本书中任何错误和疏漏负责。这本书献给我挚爱的孩子尼斯琳和丹尼，他们相信麦当劳和肯德基是大而不倒的。

目 录

第 1 章 “大而不倒” 学说	1
1.1 “大而不倒” 的含义和缘起	3
1.2 对不顾后果的奖励：一桩轶事	12
1.3 TBTF：银行和其他金融机构的特权	14
1.4 金融管制的利弊	18
1.5 作为银行安全网延展的 TBTF	21
第 2 章 TBTF 的历史	23
2.1 金融危机和监管	25
2.2 解除管制的历史	28
2.3 TBTF 学说的演进	32
2.4 全球金融危机中的 TBTF 救助	36
2.5 TBTF 问题变得更糟吗	39
第 3 章 一些声名狼藉的 TBTF 事件	41
3.1 伊利诺伊大陆银行	43
3.2 长期资本管理公司	45
3.3 苏格兰皇家银行	51

3.4	北岩银行	55
3.5	美国国际集团	56
3.6	花旗集团	59
3.7	雷曼、美林和贝尔斯登	62
第4章	实在太太大且与政治相关联	67
4.1	不再是谦和的媒介	69
4.2	内部化和“山中之王”	70
4.3	追求市场权力	72
4.4	利用规模经济和范围经济	79
4.5	现实的检验	84
4.6	极大的动力：TBTF 任务	85
4.7	变得更大：概括和实证	88
4.8	金融机构日益增长的政治影响力	92
4.9	受害人还是恶人	93
第5章	皇冠上的珍珠	99
5.1	一些事实和图表	101
5.2	金融市场和金融工程	106
5.3	政府对金融机构的强烈兴趣	112
5.4	解除管制所扮演的角色	115
5.5	学术机构的角色	116
第6章	是否值得财政救助：值得还是不值得	129
6.1	摘樱桃	131
6.2	规模是系统重要性的决定因子	133
6.3	扩散性作为系统重要性的决定因素	137

6.4	相关性作为系统重要性的决定因素	139
6.5	集中性作为系统重要性的决定因素	140
6.6	条件或环境作为系统重要性的决定因素	141
6.7	一种划分标准	143
6.8	所以，只有规模起作用	144
第7章	为什么不能接受“大而不倒”	149
7.1	TBTF 存在争论吗	151
7.2	理由 1：难以决定谁是 TBTF 企业	153
7.3	理由 2：资源没有被配置在更有效率的部门	153
7.4	理由 3：助长了寻租这种生产效率低下的行为	155
7.5	理由 4：TBTF 造成了严重的道德风险	157
7.6	理由 5：带给后代金融负担或导致恶性通货膨胀	160
7.7	理由 6：多数人付出代价拯救少数人	160
7.8	理由 7：奖赏鲁莽行为，阻碍市场规律	161
7.9	理由 8：TBTF 是业绩不佳的原因	164
7.10	理由 9：TBTF 造成了扭曲	164
7.11	理由 10：TBTF 使得大型机构规模更大	165
7.12	理由 11：使提升金融部门的道路更遥远	166
7.13	针对所有人的反对论点	166
第8章	处理 TBTF 的威胁	169
8.1	为什么 TBTF 应该被扔进垃圾桶	171
8.2	大问题	171
8.3	与金融机构的肥胖作斗争	174
8.4	合适并且有效率的监管	182
8.5	允许即将破产的金融机构破产	195

第9章 忽略《巴塞尔协议II》吧	207
9.1 在全球金融危机后的新巴塞尔协定	209
9.2 巴塞尔协定	210
9.3 新巴塞尔协议是一个以资本为基础的规则	212
9.4 新巴塞尔协议：错误的监管	212
9.5 流动性和杠杆比率的处理	214
9.6 内部模型的使用	219
9.7 风险敏感度和顺周期性	225
9.8 依靠评级机构	227
9.9 执行问题	229
9.10 《巴塞尔协议II》的排他性和歧视性	229
9.11 “一刀切”的问题	232
9.12 作为一个纯粹要遵守的规则《巴塞尔协议II》	232
9.13 结束语	233
第10章 TBTF：我们采取什么立场	235
10.1 TBTF的成本和收益	237
10.2 避免TBTF问题：为什么和如何做	238
10.3 管理：前进之路	239
10.4 不再一切照常	240
10.5 没有TBTF的基础金融	241
参考文献	243

第1章

“大而不倒”学说

1.1 “大而不倒”的含义和缘起

大而不倒这一学说假定政府不允许大企业（特别是重要银行和金融机构）破产的原因在于这些企业规模很大。达博斯（2004）证明说，很多国家的政府采取了 TBTF 政策，但很少公开承认。基于系统性风险的视角，这一学说合情合理，即一个企业的失败会对相关行业乃至整个经济造成不利后果。TBTF 观念对金融机构尤其明显，因为在金融行业我们会发现庞大的和相互联系的机构。比如，约有 82% 的外汇交易是由银行和其他银行以及非银行金融机构主导的（国际清算银行，2007）。这就是为何一个金融机构的破产对它的竞争者来说是坏消息。在其他行业中，一个企业的破产对同一行业的其他企业来说通常是好消息，因为这意味着一个竞争者的消亡和存活的企业对其市场份额的继承。就像我们即将看到的，规模和相互关联性决定系统性风险，但这不是全部。金融机构政治上也是强有力的，这在获得 TBTF 地位的“竞赛”（race）中会产生一种比较优势（comparative advantage）。

另一种解释

有时，TBTF 学说会提供另一种解释——一个大企业不能（不大可能）倒闭，只是因为它们很大（参见，泽林，2004，她建议的术语是“过于公众而不能倒”）。根本的原因是大型企业受益于规模经济和范围经济（相应地，规模和多元化导致成本降低），这使它们比小企业更有效率。一个大企业通常比小企业更多元，这将大企业置于优势的竞争地位并减少其受经济中结构性转变风险的影响。一个大企业也享有重大的市场权力和低成本资本。在这个意义上，穆雷把美国国际集

困描述为：“尽管它大而不倒，它还是倒了。”出于同样原因，中情局（CIA）在 20 世纪 60 年代和 70 年代将前苏联贴上了 TBTF 的标签。相同的说法也用在罗马帝国、东罗马帝国、大英帝国身上（它们全都衰落了）。

类似地，尽管美国已经失去了绝大部分制造业基地，并且其经济主要依靠进口商品的消费，不过由于经济规模和金融实力，美国一度被描述为大而不倒。这里隐含的意思是只要中国和沙特阿拉伯愿意为美国的双赤字提供资金支持，美国就是 TBTF，因为这些国家持有大量以美元计价的资产，他们不能允许美国破产。在这个意义上，或许也能把希腊描述为 TBTF，因为它在 2010 年年初的债务危机中失去活力。有人建议，希腊大约有 6000 个美丽岛屿可以出售。毕竟，为了逃避欧盟的监管，希腊用把机场作为抵押品获得的收入来应对一些允许政府大规模举借的低等衍生品。

太大而不能被允许倒闭

然而，在下文中，TBTF 是指“太大而不能（被政府）允许倒闭”。因此，TBTF 指的是财政救助的一种可能性，即帮助大型金融机构摆脱困境以防其失败或限制由失败引起的损失（埃尼斯和马雷克，2005）。另外，黑策尔把 TBTF 定义为“出现衰退时银行监管机构为了使大银行的债权人（未投保和投保的存款人以及债券持有人）免受损失所做的尝试”。这一概念可能适用于公司以外的实体。比如，2009 年 12 月末，迪拜试图重组其巨额债务的公告震惊了地区股票市场和其他股票市场。迪拜被认为太大，相互关系过于紧密（金融上），以至于不能破产，这意味着阿布扎比的友好省市（sister state）通过利用石油形成的金融储备为迪拜提供了财政救助，而不让它破产。阿布扎比投入 10 亿美元帮助迪拜偿还债务，事件进程验证了上述观点。在传统意义上，希腊也得

到了 TBTF 地位的承认，并从欧盟获得数十亿美元（或欧元）用于偿还债务。然而到处流传的消息是违约的可能性还没有彻底消除。

除了如迪拜这样的城市和如希腊这样的国家，足球俱乐部也开始对 TBTF 产生兴趣。2010 年初，朴斯茅斯进入破产管理程序，英格兰超级联赛的债务问题就是一个热点话题。大的足球俱乐部，总共有 3.5 亿英镑的债务，它们可能通过争取 TBTF 地位开始要求紧急财政援助。争取 TBTF 援助工作就像滚雪球：一旦把它授予一家企业，其他企业就开始把获得这种特权的可能性作为因素纳入到它们的决策中。

究竟什么区分了一个特殊机构 TBTF 和另一个机构 NTBTF（非太大不能倒）并没有共识。我们在第 6 章将重回这一话题。一个 TBTF 企业可以被描述为一个“债务由我们全体暗中免费担保的金融企业”。这对金融机构来说是一个伟大的安排，因为正如一个评论者所说：“它们以零利率从联邦储备系统（Federal Reserve）借款，为它们喜欢的任何事物下注。”他也论证说：“它们获得利润，同时使纳税人承担损失”，并且“通过吸引眼球和捐赠活动，它们有效地控制了我们的监管机构和我们的国会”。这个评论者总结说，TBTF 是“金融家与其他人的较量，而我们将输得很惨”。

含糊

泽林指出大而不倒的概念是含糊的，在这个意义上，就何谓“过大”和何谓“破产”，没有一致观点。就“过大”而言，泽林提出了两个解释：相对于一些主观标准的大和绝对意义上的大，这意味着规模既可以是绝对的，又可以是相对的。

那么在 TBTF 的背景下“破产”意味着什么？在通常意义上，企业破产指企业不复存在，这意味着普通股股东首先承受损失，紧接着是绩优股股东，次级债权人和一般债权人。管理部门也经历了失业。但是在

一个 TBTF 财政救助下，这就不一定会发生了。比如，1984 年，按照 TBTF 学说，伊利诺伊大陆银行得到了援助，它被资产重组，并且美国政府占据了其中的控股权——以联邦存款保险公司（FDIC）为代表。股东卷铺盖走人，但是债权人的利益得到了保护（包括未投保的债权人）。高级管理层被撤销，董事会成员也被替换。泽林（2004）认为 TBTF “保护部分而非全部在破产中受到不利影响的债权人”以为政府干预辩护。另外，格普指出：“TBTF 学说意味着机构可能继续存在，存款保险人将被保护；但是股东，次级债权人，经理和有些一般债权人或许会承受损失。”因此这一过程是酌情决定的，或者正如范·雷克尔及其他人所描述的一样，它是“对特殊实用主义的监督”。

斯普拉格区分了联邦存款保险公司拥有的三个基本选择：（1）清偿破产银行，也就是说，将钱还给保险存款人；（2）在联邦存款保险公司的援助下，将它卖给一个新的所有者；或者（3）阻止它破产——即，对它进行财政救助。在清算这种方式中，保险存款人会迅速拿到他们的钱，这个过程拒收支票，银行不复存在，而未保险的存款人和债权人则等待清资折现。当破产的银行被卖掉时，所有的存款人和债权人（投保和未投保）是被完全保护的，一个新的银行取代了原先的银行，但不会中断业务。在财政救助下，银行不会倒闭，存款人和债权人是被完全保护的，但是管理层遭到解雇而股东承受了损失。

TBTF 和全球金融危机

全球金融危机将 TBTF 争论重新置于中心舞台。莫斯（2009）总结说：“联邦政府对当前金融危机的强烈回应创造了一个新的事实，其中几乎所有系统性重要的金融机构现在享受着来自于政府的明确保证，即在眼前的危机过去后很长时间内它们将会继续存在（并继续产生道德风险）。”这一危机表明，TBTF 学说相当于使用纳税人的钱来弥补银行