

A critical history of financial crises
Why would politicians and
regulators spoil financial giants?

金融危机历史批判： 政客和监管者为何纵容金融巨头

哈姆·基达-利维 (Haim Kedar-Levy) ◎ 著

曹军新 ◎ 译

过去一个世纪以来，10次最为壮观的泡沫和危机的经济、政治影响，清晰而直观地揭示了每次危机的经济环境是如何变化的，不同的玩家在其中各自扮演了什么样的角色。本书深入浅出，无需经济学知识背景，即可带你直击危机的贪婪与肆虐。

 中国金融出版社

A critical history of financial crises

Why would politicians and
regulators spoil financial giants?

金融危机历史批判： 政客和监管者为何纵容金融巨头

哈姆·基达-利维 (Haim Kedar-Levy) 著

曹军新 译

 中国金融出版社

责任编辑：王素娟

责任校对：刘 明

责任印制：陈晓川

Copyright © 2016 by Imperial College Press.

All rights reserved. This book, or parts thereof, may not be reproduced in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system now known or to be invented, without written permission from the Publisher.

Simplified Chinese translation arranged with Imperial College Press, United Kingdom.

北京版权合同登记图字 01 - 2016 - 5807

《金融危机历史批判：政客和监管者为何纵容金融巨头》一书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

金融危机历史批判：政客和监管者为何纵容金融巨头 (Jinrong Weiji Lishi Pipan: Zhengke he Jianguanzhe Weihe Zongrong Jinrong Jutou) / (英) 哈姆·基达-利维著；曹军新译. —北京：中国金融出版社，2017. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8874 - 4

I. ①金… II. ①哈…②曹… III. ①金融危机—研究—世界 IV. ①F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 023473 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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17

字数 219 千

版次 2017 年 4 月第 1 版

印次 2017 年 4 月第 1 次印刷

定价 56.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8874 - 4

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

To Naama, for lifelong love and friendship

为终身的爱和友谊，献给纳马！

A critical history of financial crises
Why would politicians and
regulators spoil financial giants?

金融危机历史批判： 政客和监管者为何纵容金融巨头



致 谢

我要感谢 Galai - Tzahal 大学主编 Hagai Boas 博士^①，与他进行过许多轻松有见地的讨论，获得了有益的建议；感谢 Avri Ravid 教授，他邀请我到位于纽约市的 Yeshiva 大学（YU）工作了一年，支持教师、工作人员和我在一起集中精力做好金融危机的研究和教学工作；感谢 Ilanit Madar - Gavious 博士、Meir Bitan 注册会计师，我与他们进行了关于会计问题的有益讨论。

还要感谢在 Ben Gurion 大学、耶路撒冷 Hebrew 大学和 Ono Academic 以及 Yeshiva 大学的学生和同事，尤其是与 Orit Milo - Cohen, Benny Naot 和 Reuven Ulmanský 交流，获得了不少有益的启示。

从 Yeshiva 大学知悉，该校将本书规划为金融危机课程的教材，我感谢 Sason Gabay, Ayelet Haymov, Tamar Hochbaum, Judah Isaacs, Desiree Kashizadeh, Shira Leff, Ari Margolin, Akiva Neuman,

^① Hagai Boas 博士，是本书作者的另一本著作《二十世纪的主要金融危机》的编辑，该书 2013 年由以色列 Modan 出版有限公司出版。

Aaron Robinow, Penina Rosen, Ilana Schwartz, Dani Weinberger, Michelle Widger, Debbie Wiezman 和 Aaron Zuckerman.

最后但并非最不重要的是，我很感激 Tamar Lehman 和 Yaara Levy 编制优秀的 PowerPoint 并传授演示技巧。幸亏有 Tamar 和 Yaara 的帮助，教师和学生们都拥有了很好的学习材料。

A critical history of financial crises
Why would politicians and
regulators spoil financial giants?

金融危机历史批判： 政客和监管者为何纵容金融巨头

前言： 监管俘获

现代金融市场及金融工具，与各种媒体，政治的、法律的、社会的、心理的和其他可变的因素相互关联，形成了一个完整复杂的经济系统。对可预见的未来，数学或统计模型不能也不会考虑到这些互动因素并对其提供合理解释，更不用说基于观察数据对泡沫和金融危机进行预测了。^{①②} 因此，立法者、政府官员、分析师和社会公众应该始终保持警惕，对资产价格崩溃可能引发一场金融危机的后果做好准备。

基于现代金融体系的复杂性，一个关于金融危机的关键问题浮现出来：沿着常规思维和路径，能否描述金融危机的主要原因，

① 关于泡沫和危机的主要原因，例如，Kaminsky and Reinhart (1996, 1999) 及 Higgins and Osler (1997)。

② 针对这些复杂的相互作用的映射并不能得到一个可靠的预测模型，这是因为经济社会系统不同于物理，其基本要素不是原子，而是具有智力的人类。物理学对物理力量的反应是可以预测的，而经济社会系统考虑的是作用于它们的力量，并决定如何和何时对这些力量作出反应。

如能及时作出充分的调整，就可以减轻或规避危机。若是如此，就能在整个危机过程中指明详细的阶段。这本书的目的是通过对当代 10 次最引人注目的金融危机，尤其是最近一次危机的描述，给读者提供一个经济学和政治学的概括认识。这本书很少使用公式，更倾向于应用常识描述一系列按时间顺序发生的关键事实。

2008 年 9 月、10 月爆发的金融危机是世界历史上规模最大的金融危机，其影响甚至超过 20 世纪 30 年代的大萧条。^①在这几个月里，世界上 13 家大型金融公司中有 12 家濒临倒闭。假若它们破产了，其他金融机构就会像一个纸片房子一样倒塌，无辜的存款人就会失去他们的积蓄，实体经济的商业活动就会萎缩，导致严重的失业。然而，最近的危机并不是第一次发生，也不会是最后一次。本书试图表明，倘若政治家及时采取对策，并授权监管机构采取行动维护纳税人的利益，那么危机本可以避免或减轻。不幸的是，政客和监管机构往往惠及金融业的有限利益。特别是，笔者发现，大多数危机之前，大型金融公司极力倡导和游说政客和监管者放松约束规则，这使得它们承担了额外的风险，最终导致了它们的崩溃。这些金融巨头们知道它们已被认为是“大而不能倒”，危机成本将由社会公众“买单”，因此，金融巨头们便具有了经济学家所称的“负外部性”，即向其他公司和社会成员转移或迫使他们承担成本。贯穿本书的最大问题是：为什么政客和监管者会纵容金融业？

有关金融行业监管程度的争论一直在进行。在自由市场经济中，商业失败是不可避免的，金融危机更是代价惨重，因为金融体系所构建和运作

① 本·伯南克教授，见第 15 章。

的基础设施会将存款人的资金转化为面向商业活动和政府事务的信贷资金。这个金融体系功能对经济增长、创造就业和经济繁荣而言至关重要，正如电网和电信是现代生活的关键。正是这些原因，金融行业理应被视为一个“公用工程”，如供水、发电站和下水道系统。大多数的公用事业是自然垄断的，因此要受到监管。就大多数金融机构而言，无论金融业是由少数几个巨头还是许多竞争性银行支配，对其进行监管都是正当合理的。

当然，金融机构更偏好尽可能宽松的监管，而纳税人更偏好安全稳定的金融业，因为银行倒闭意味着用纳税人的钱来拯救那些“太大而不能倒”的金融机构。这种冲突在立法的过程中，就表现为议员们代表各自选民的利益在国会、参议院或众议院展开紧张的游说。在规制理论关于“公共利益”及其实践的研究中^①，一个关键问题是如何确定“公共”领域中利益应受保护的特定群体。由于对“公共”的认同并不清楚，了解它们的利益就更为困难，然而其底线是，既然对“公共”没有办法从法律角度明确规定，立法者只好制定“宽泛”政策。这种“宽泛”，往往表示“监管松懈”，允许一些监管人员对法律实施细则进行微调，给监管留有余地。从本质上讲，监管机构需要这种松弛，因为它们更接近于实践，因此，能够针对特定的“公共利益”。

大多数经济学家认为，涉及公共利益的垄断权力应该被管制，否则，公众将为特定的公共物品和服务付出更高昂的代价。然而，1971年乔治·斯蒂格勒教授主张，如此的监管并不一定有效，因为垄断有一个激励机制，

^① 一个开创性的起点是 Arrow (1951)，已被许多人作了扩展性研究，诸如，Levine and Plott (1977) 及 Mc Cubbins, Noll, and Weingast (1987)。一个更好的研究视角是由 Dal Bo (2006) 提出的。

通过各种手段“俘获”监管者，从而控制监管者。这一结论将导致两个选择：要么加强监管和立法以降低“监管俘获”的相关成本，要么放弃并支付高昂的垄断成本。

关于监管俘获，从经济学家的角度看，监管机构和监管对象之间的相互作用并不一定代表俘获。^①有几个理由可以证明，监管者与被监管公司结盟，并不意味着俘获。首先，监管者必须熟悉被监管公司的困难，运用激励措施来解决它们的（真正的或所谓的）问题。通过这种相互作用，监管者可以站在被监管公司的角度和立场，并接受他们的要求。其次，由于社会公众不熟悉监管者与被监管公司之间经常性的复杂而难以理解的技术性讨论，导致社会公众不会意识到有利于任何一方的错误。因此，监管者将努力避免犯对被监管公司造成伤害的错误，因为它们精通数据，且肯定会对这一错误作出反击。如果因为这些错误而伤害了社会公众，监管者也并不会受到惩罚，因为在大多数情况下，社会公众没有能力认识和采取行动来解决这些错误。因此，在社会公众承担成本的情况下，监管者可能更易犯下有利于被监管公司的错误。最后，监管者可能有意在其专长领域寻找未来的就业机会，而这个机会很有可能来自其所监管的公司。当然，监管者越是支持行业要求，未来就越容易获得满意的工作，因此监管者具有向被监管公司表达积极看法、采取积极行动的动机。

卡彭特和莫斯（Carpenter and Moss, 2013，以下简称“C&M”）提供了一个“黄金标准”，以评估在给定的情况下，金融俘获是否确实发生过。为了满足黄金标准，以下三条原则必须得到体现：

^① 见 Zingales “卡彭特和莫斯关于预防经济学家‘俘获’”（2013）。在该文中，Zingales 教授详细讨论了俘获的原因，而未考虑腐败因素。

1. 提供一个可废止的公益模式。
2. 表明政策远离公众利益，转向行业利益。
3. 表明行业追求政策转向的行动和意图，充分有效地促成这一政策转向的可估计部分。

在 C&M 论证中，“废止”意味着必须显示“公共利益”在哪些方面受到伤害，以维护索赔，从而使读者和研究者将来可以藐视这一说法或以有效的方式评估这一说法。第三条的“行动和意图”不应该与“动机”混淆，因为后者可能不采取任何行动或有作出伤害的意图。例如，制造商通常有降低产品成本的动机，但这并不意味着一个特定的安全事故就会发生，但因为制造商会对产品的安全功能作出妥协，所以这也意味着制造商有造成伤害的意图。请注意，在第二条中，“俘获”涉及从公共利益到公司政策的转移；第三条中，应该有足够的证据证明这个政策转向因行业的“行动和意图”而实际发生了。在第 16 章中，提出了一个表，总结了 4 个符合黄金标准的案例，从而说明金融俘获的确发生在金融危机之前，并且可能会导致严重的金融危机发生。

要探讨上述定义如何适用于金融业，我们不禁要问：金融业与其他垄断行业有什么不同吗？表面上看来，金融行业没有获取垄断租金，因为在大多数发达国家金融业开发新的金融工具，金融服务实施成本随之降低。在欠发达国家，监管者对金融服务实行价格限制，这是最容易实施的监管路径，因为价格具有可观察性和可比性。然而，金融创新所创造的价值在金融机构和它们的客户之间进行分割，因此，金融机构的利润增长，关键在于监管机构是否应该介入。既然金融创新仅仅是创造价值，那么既有的监管应该是充分的，但是如果金融创新也增加了金融机构的风险呢？

有关监管俘获：正如你在这本书中将读到的，在许多危机之前，往往在表面之下，金融行业利用游说者施压迫使管制放松，进而使政策作出倾斜或“监管松弛”，倾向它自己的利益，偏离社会公众利益。只要游说者们在金融业中服务于某一机构而反对另一机构，那么他们的活动就有可能被认为是合法的，因为只要这些机构全部汇集在一起，公众就能享有良好的竞争性行业服务（第一、二条的 C&M 黄金标准不适用）。然而，游说者的活动符合 C&M 提出的黄金标准的第一、二条，如果全部汇集，就会远离社会公众的利益偏向金融业的利益，包括笔者在内的很多学者都认为这样的行为是错误的、不道德的，因此是腐败的。^① 当把全部集中到它自身的利益，金融机构的主要目标就只是增加收入和降低成本。在削减的成本项目中，可以看到对借款人的质量控制，以及融资银行的一小部分股权资本；而金融服务价格自始至终观察不到，但银行的风险水平（Admati 和 Hellwig, 2013）却上升了。当宽松的规则为金融机构承担更多的风险铺平了道路，金融危机必然遵循并揭示监管俘获的真实价格，因为最终的结果是，纳税人买单拯救金融巨头，由此可见，金融行业与其他垄断行业没有区别。唯一不同的是，监管俘获的成本被指控是从社会摄取的高于必要的违约风险的形式，如失业、经济增长损失和其他不良影响。

这本书将呈现金融危机发生之前监管俘获的不同方式。在所有情况下，金融机构的主要动机与监管俘获的紧密集合是由其贪婪或“道德风险”所致。道德风险是一种由于对严重的损失有所应对而愿意承担过多的风险的

^① 读者不妨听听罗斯·罗伯茨教授与路易吉·津加莱斯教授在经济谈话节目中谈论他的 2012 年专著，包括对腐败和不道德的俘获的有关看法，见 http://www.econtalk.org/archives/2012/07/zingales_on_cap.html。

情况。由于金融机构对经济增长、就业和福利有重要影响，金融业高管们知道政府将被迫拯救最大的、影响经济与金融稳定的金融机构。因此，金融机构有两个激励抵消社会公众对自由市场竞争的兴趣：首先，它们有合并和形成一个寡头垄断行业的动机，因为后者能产生比竞争环境下更高的租金。其次，知道代表公共利益的监管机构将限制这种努力，金融机构有动机更加积极地参与监管俘获，比如，以牺牲社会公众利益为代价让行业受益。假设游说成功，政客和监管者就会纵容金融业而放松监管，金融机构则承担更高的风险；而一旦出现危机，则由纳税人买单。

由于金融危机不常发生，公众往往忘记以往危机的教训。在顺境时，变得过于自信和乐观，这就是放松监管的最佳时机，直到一场新的危机袭来。当它确实发生了，愤怒是一定的，纳税人会采取行动要求政客加强金融监管。因此，金融监管被认为像钟摆一样：危机前放松，危机后收紧。本书最后一章探讨了经济、政治和金融监管之间相互作用的伦理和道德问题。

那么，怎么看待下一次危机呢？最近一次的全球金融危机迫使许多国家的政府增加了对其他国家、国际货币基金组织（IMF）、大型银行、国内外私人的债务。与此同时，在美国、英国和欧元区，危机后的金融监管依旧不足。因此，世界上最大的金融系统仍然暴露了高负债与高风险并存的状态，这与监管体系的不完善相匹配。每当全球经济增长率提高时，这些由美国联邦储备委员会（the Fed）和欧洲央行（ECB）花的大量的钱可能会增加消费和幸福感，但这也可能会引发新一轮资产泡沫，其终将崩溃甚至可能危及金融稳定。鉴于负债国政府应对金融机构崩溃的能力欠缺，下一次金融危机的结果很可能比上次危机更为严重。事实上，只要世界金融

体系的关键激励机制不改变，与其他方式相比，金融危机就很有可能会变得越来越频繁，越来越严重。

由于金融危机揭示了金融监管俘获的最终成本，而这一成本是可以避免的，因此纳税人应该了解这一成本，并采取行动推动立法者减少这一成本。事实上，本书的一个重要目标就是抛出并引导社会公众讨论这些问题，促进讨论金融业在每个人当前和未来生活中所扮演的重要角色。一个知情和受过教育的公众可能在塑造金融监管的范围和避免误导性的争论中发挥重要作用。^①

补充阅读

- [1] Admati, A. R. and Hellwig, M. F. (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- [2] Admati, A. R. and Hellwig, M. F. (2014). *The Parade of the Bankers' New Clothes Continues: 28 Flawed Claims Debunked*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 143. Available at SSRN; <http://ssrn.com/abstract=2292229>.
- [3] Arrow, K. J. (1951). *Social Choice and Individual Values*. New York: Wiley.
- [4] Daniel, C. and Moss, D. (eds) (2013). *Preventing Regulatory Capture*:

^① Admati and Hellwig (2013, 2014)，这是一组优秀的文献，它们谈到误导性的论点，即对银行融资增加部分股权资本。

- special Interest Influence and How to Limit it*. The Tobin Project. Cambridge: Cambridge University Press.
- [5] Dal Bo, E. (2006) . ‘Regulatory Capture: A Review,’ *Oxford Review of Economic Policy*, 22, 2, 203 – 225.
- [6] Higgins, M. and Osler, C. (1997) . ‘Asset Market Hangovers and Economic Growth: The OECD During 1984 – 93,’ *Oxford Review of Economic Policy*, 13, 110 – 134.
- [7] Kaminsky, G. and Reinhart, C. (1996) . ‘*Banking and Balance – of – Payments Crises: Models and Evidence*.’ Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve, Washington, D. C.
- [8] Kaminsky, G. and Reinhart C. (1999) . ‘The Twin Crises: *The Causes of Banking and Balance – of – Payments Problems*,’ *American Economic Review*, 89, 473 – 500.
- [9] Levine, M. E. and Plott, C. R. (1977) . ‘*Agenda Influence and Its Implications*,’ *Virginia Law Review*, 63, 561 – 604.
- [10] McCubbins, M. , Noll, R. , and Weingast, B. (1987) . ‘*Administrative Procedures as Instruments of Political Control*,’ *Journal of Law, Economics and Organization*, 3, 2, 243 – 277.
- [11] Zingales, L. (2012) . *A Capitalism for the People: Recapturing the Lost Genius of American Prosperity*. New York: Basic Books.

A critical history of financial crises
Why would politicians and
regulators spoil financial giants?

金融危机历史批判： 政客和监管者为何纵容金融巨头



目 录

致谢 / 1

前言：监管俘获 / 1

1. 泡沫和金融危机是什么？ / 1
2. 金融体系与金融证券的关键属性 / 17
3. 商业银行与银行业危机 / 31
4. 咆哮的二十年代与 1929 年美国泡沫 / 43
5. 美国的大萧条 / 53
6. 美国企业的信心危机：2001—2004 / 65
7. 互联网泡沫 / 83
8. 银行操纵股票价格：以色列银行业系统性危机 / 97
9. 龙舌兰危机及其后遗症 / 113
10. 日本和“东亚众虎” / 129

- 11. 美国房地产泡沫 / 147
- 12. 激励机制、监管俘获和金融崩溃 / 161
- 13. 影子银行、投资银行的倒闭和 AIG 的救援 / 185
- 14. 金融监管新政 / 199
- 15. 信用危机的全球影响 / 207
- 16. 监管俘获和腐败 VS. 诚实和稳健 / 217

参考文献 / 233

构建系统重要性国家金融评估体系的思考——译者的话 / 243