

# 金融监管理论及其新进展

蒋海 刘少波

**摘要:** 金融监管理论对金融监管实践具有重要指导意义。中国加入世界贸易组织(WTO)后的金融监管体制改革需要积极借鉴市场经济发达国家的理论与经验。本文对传统监管理论及其局限进行了初步总结,在此基础上重点介绍了该领域的最新研究成果及其进展,最后揭示了金融监管理论演进对中国的启示和中国金融监管体制改革首先要解决的几个问题。

**关键词:** 金融监管 监管激励 市场纪律

## 一、引言

全球金融一体化和自由化的趋势使整个金融体系的脆弱性更加明显,特别是进入20世纪90年代以来,金融危机发生的频率更高、范围更广、破坏力更大,同时也使金融监管问题成为世界各国普遍关注的重大问题。中国的入世,使决策部门面临金融市场开放与金融稳定的两难选择。如何在金融市场不断开放的条件下保证金融体系的安全与稳定,金融监管发挥着不可替代的重要作用,因而金融监管也成为我国近几年经济发展中的重要议题而受到决策部门和学术界的高度重视。然而国内至今尚未形成符合我国实际的金融监管理论体系,并且在诸多问题(如中央银行的监管体制改革、监管模式选择等)上还存在较大的争议,非常有必要借鉴和学习西方发达国家金融监管的经验和理论体系。基于上述认识,本文将对西方金融监管理论进行初步总结,在此基础上介绍该领域的最新进展情况,并进一步揭示该理论体系及其进展对我国金融监管的实践意义与启示。

## 二、传统监管理论及其局限性

1933年美国《Grass-Steagall 法案》的出台和联邦存款保险制度的建立,标志着现代金融监管体系的形成,而建立于新古典经济学基础上的监管理论为其提供了理论基础。监管理论所要研究和回答的基本问题是:为什么要实施监管、怎样监管才是最优化的(或才能实现监管目标)?围绕这些基本问题,到20世纪80年代初基本形成了三类监管理论体系:源于新古典经济学的公共利益监管理论、以 Stigler(1971)和 Posner(1974)为代表的监管经济理论及 Kane(1981)的监管辩证理论。

### (一) 公共利益监管理论的主要观点及其局限

公共利益监管理论认为,政府的监管主要是对市场过程不适合或低效率的一种反应。该理论假设监管服务于社会公众利益,监管者是仁慈的和具有无限知识的法律与政府法规的忠实代理人,他们的目标是防止自然垄断、外部性、公共产品和不完全信息等市场失灵所产生的价格、产量、分配等变量的扭曲,从而实现保护消费者利益和社会福利的最大化。对金融市场和机构的监管主要目的是维护该部门的安

全与资源的合理配置,以此为基础增强整个经济的配置效率,并且代理人毫无成本地实现监管目标(Posner,1974)。因而根据公共利益理论,通过政府监管的最优设计可以毫无疑问地会增进社会福利(Spierings,1990),实现资源配置的帕累托效率。

不幸的是,监管并不是总能够很有效地保护公众利益和消费者利益,监管过程也存在着大量的直接成本和社会经济净损失,许多国家的监管实践也证明,监管替代市场机制的效率是较低的。一方面监管经常扰乱金融机构的效率函数,与监管的其他目标相冲突,例如,对利率水平的限制,目的是降低借贷成本,避免银行业的过度竞争,这对刺激消费和金融业的资本配置是有利的,但是人为的降低利率将导致金融资产和真实资产的错误配置,产生资本与劳动比率的扭曲,鼓励和刺激本不能生存的投资项目。当市场利率高于限制利率时,还将产生大量的银行提款,造成金融机构负债来源的不稳定;另一方面,监管会引起市场信号的扭曲,使理性监管所需要的信息对于监管者来说是无效的(Stigler,1975),增加金融体系的系统风险(Kaufman,1996)。因而不少学者对市场失败要求行业监管的立论提出了质疑。

### (二) 监管经济理论的主要内容及其局限

在对公共利益监管理论提出批评和质疑的同时,学术界于20世纪70年代出现了对监管的多种解释,产生了监管经济论、寻租理论、税收论、捕捉论、社会契约论等多种监管理论,形成了以利益集团理论为核心的监管管理理论体系。其中以监管经济论的影响最大,并被广泛接受。

监管经济理论起源于 Stigler(1971)在《贝尔经济学与管理科学杂志》上发表的著名文章《监管的经济理论》,通过 Posner(1974)和 Peltzman(1976)的完善,使该理论趋于成熟。他们首先从三个方面对公共利益理论提出了批评:第一,公共利益的概念是模糊的,并且忽略了经济政策实施中利益集团的存在,即忽略了某一政策的实施可能对某一集团不利而对其他集团有利的情况;第二,很难找到支持公共利益的实证证据;第三,监管者自己的目标和监管所要求的目标的差异性被忽略了。在上述认识的基础上,通过历史的观察和总结得出:行业的监管并没有建立在公共利益基础之上,而是建立在了为被监管集团的利益和损害消费者利益上。监管

产生了被监管行业的租金,这些租金由消费者支付,政治家从这些被监管者方面可以得到部分租金。如果期望的政治租金的净成本是正,那么生产者将需求监管;如果给政治家产生监管的成本给予充分的补偿,那么他们将供给监管(Stigler,1971)。也就是说,监管是由市场中需求与供给进行配置的金融服务,供给者是政府或政治家,在监管的交换中他们获得金融资源或投票权;需求者是专门的利益集团,在监管中他们尽力拓展他们的经济地位,例如他们寻求直接的资金补贴、控制进入者和相关政策等。金融机构作为一个利益集团,能从控制进入权中获得利益,但限制竞争也为本应该淘汰出局的低效率的机构提供生存的可能性。另外,他们还进一步阐述了监管在给被监管者带来一定的好处的同时也增加了他们的成本,例如资本充足率要求从风险与收益对称的角度来看会导致资产组合的效率损失,同时因限制了资产的分散化而增加风险。经济监管理论也因缺乏对一个行业的监管方式及其预测能力的评判标准而受到批评,Fred Mcchensney认为 Stigler的监管租金产生模型存在几个方面的不足:首先不能解释 60 年代以来健康、安全、环境和消费者趋向监管的巨大浪潮;其次,监管租金产生模型将监管者当成被动的玩家,即他们通常不主动为他们自己的租金进入市场。然而经济学家通常忽略政治家要寻求选民和竞选,而要实现这些目标就是要通过立法来完成。他们会主动索取租金(Ginsburg,1999)。Posner(1974)自己也承认,监管的需求与供给曲线似乎太难了以至于无法计量,所以经济监管论无法被实证。

自 Tullock于 1967 年在《西部经济杂志》上发表了她的开创性文章《关税、垄断和偷窃的福利成本》之后,将经济学的研究领域从资源在生产过程的配置扩展到了非生产过程的配置,后经 Krueger(1974)将“那种利用资源通过政治过程获得特许权,从而损害他人利益使自己获得大于租金收益的行为”定义为寻租,形成了寻租理论。寻租理论较好地解释了政府监管与市场参与者为获得和维护经济利益行为之间的关系问题,并构成利益集团理论的重要分支和政府管制经济学的理论基础。该理论的核心是利益集团寻租行为的解释和寻租成本及其对社会福利影响的分析,主要通过竞争租金来解释政治经济中的利益集团、立法机关、监管者、选民和其他相关主体如何操纵民主政府以改变政治制度和政策来创造租金(Tollison,1991)。该理论认为,租金的存在造成了市场的不完全竞争,而政府的经济管制进一步加剧了市场中的寻租机会,并产生了政府及其代理人的租金创造和抽租(Ginsburg,1999),使市场竞争更加不完全和不公平,所以通过政府监管来纠正市场失灵是理想化的、不现实的。该理论使大家进一步认识到政府在市场监管中的作用和负面影响,但并没有提出一套比 Stigler的经济监管论更加有效的政策框架,而且忽略了信息非对称和不完整的现实,过分地注重监管市场的需求面的分析,忽略了供给面的研究(陆垒,2000),这些不足都较大地限制了该理论的解释能力和应用价值。

Posner(1971)在《贝尔经济学与管理科学杂志》上发表了她的著名文章《监管税收》,形成了监管的税收论。他在该文中提出监管实际上是通过立法的方式来重新分配社会财富,它是政府对商业活动的税收和支出的扩展,例如对金融机构

市场准入的监管实际上是对金融机构的一种补贴,而实行法定准备金监管是对金融机构的一种税收。很显然,Posner的税收论对于监管的理解过于狭窄,无法解释为什么政府对某些行业(如金融业)实行了比较严格的监管,而对另一些行业(如农业)则几乎没有实施监管。

捕捉论认为,监管虽然是作为维护公共利益的保障机制而被引入经济体系的,但它很快就变成了被监管者捕捉利益的工具。最初被监管者可能反对监管,当他们对立法的程序极其熟悉时,就会试图通过影响管理者的立法程序或利用行政机器给他们带来更高的收益。监管者被利用的一种情形是,监管部门和公司之间建立了密切联系和共同合作的要求(江曙霞,1994)。一旦监管被某一产业的利益集团所捕捉到,该产业将会变成卡特尔管理的产业。因而该理论认为,政府应该放弃对行业的监管。捕捉论虽然最早用利益集团对政府决策的影响来解释监管过程,但它只强调监管被生产者利用的特征,而忽略了监管为消费者服务的方面,也没有能够解释为什么需要政府监管的原因。

社会契约论由 Goldberg Victor于 1976 年提出。该理论的核心是将监管当局作为消费者的代理人,与生产者签订长期契约,并负责监管和管理契约的执行情况。实际上,该理论认为政府监管是为了保护消费者利益而与生产者签订契约,并以此来监督生产者的行为。许成钢教授(2001)也认为,由于整个社会的法律不完备,导致了社会契约的不完全,所以需要政府监管来纠正社会的不完全契约问题。实践中通过政府与生产部门直接签约来保证消费者利益案例并不多见,而且政府通过与企业签约的形式来实施监管必然面临较高签约成本与事后成本。另外,社会契约论还忽略了利益集团对政府决策的作用和影响。

### (三) 监管辩证论的主要内容及其局限

上述两种理论都是从静态的角度解释可观察到的金融监管问题,没有考虑监管者与被监管者之间的不断变化的关系,因而不能完全解释和预测监管问题。Kane(1981,1983)在认识到这一不足后,运用黑格尔的辩证法,在经济监管理论的基础上建立了监管辩证论。该理论从动态的角度解释了监管过程中政治力量与经济力量相互作用的机制,认为监管是由利益集团自己要求的,需求的存在产生了政府或政治团体供给监管的激励。虽然被监管集团首先要求监管,但监管实施的效率和达到目标的程度,随着环境的变化、目标的冲突、金融机构不遵守监管行为的不可检验性等原因而较难达到。从微观经济的角度来看,金融机构受到技术、市场和监管的制约,这些因素发生任何变化将导致重新最优化过程,所以金融机构的行为会随着上述因素的变化而适时做出调整,监管部门则根据金融机构的行为不断地做出反应,形成下列辩证的监管过程:监管、逃避和监管改革,改变的监管形势迫使金融机构做出另一个逃避监管的反应,监管部门则再进行监管改革,实施新的监管,这一不断循环的过程被 Kane称为再监管过程,也被 Key和 Vicker(1988)称为逃避和再监管过程。由于逃避监管导致了金融机构对要素服务、组织结构的需求变化,而监管的产生过程总是滞后于逃避监管的行为,因而监管的供给总是缺乏效率的或是不足的。为了解决该方面的不足,Kane(1991)提出了监管者竞争理论,即通

过引入监管机构之间的竞争机制,来消除监管供给不足和低效率的问题。监管辩证理论虽然从动态的角度阐明了监管过程中监管与被监管者之间的辩证关系,也很好解释了金融创新与监管交替的动态过程,但没有能够全面解释和预测监管的效应,并且首先由被监管者要求监管、再由监管需求产生监管供给的假设能否成立,仍存在较大的争论。

### 三、监管理论的新进展:资本监管与市场纪律

进入20世纪80年代,金融的全球化、自由化及其创新浪潮,使建立于30年代的金融监管体系和安全网越来越不能适应金融业发展的需要,暴露出许多致命的弱点,造成了严重的监管失灵(Schwartz,1988;Thomson,1990;Keeley,1990;Merton,1995;Kaufman,1996)。美国等西方发达国家的银行监管也更加注重以资本充足要求和资产业务管制为核心的监管体系的完善。与此同时,理论界的研究重点也开始转向银行资本监管的有效性及其改进等方面的研究,并且普遍认识到加强市场纪律对提高监管效率的重要作用,对如何运用市场约束改造传统监管体系进行了广泛而深入的研究。

#### (一)资本监管的有效性和中央银行的自利监管

资本监管基本上分为金融机构的资产业务限制和最低资本充足率要求两个层面。资产业务限制起源于美国1933年的《Q条例》,其直接的目的是为了避免金融业的交叉感染和过度竞争。但是,一个不争的事实是,资产业务的管制,不但没有达到监管的初衷,反而在付出了较高的监管成本后增加了金融机构的经营风险和整个金融体系的系统风险,并且金融机构可以通过各种金融工具的创新绕过管制,使资产管制失效。目前国外大部分学者如John等(2000)、Kaufman(1996)等人对该问题的研究都得到了基本一致的结论。最低资本充足率的监管开始于美国70年代的CAMEL风险管理体系,而1988年《巴塞尔协议》的推出,使最低资本充足率要求成为了主要市场经济国家银行监管的主要工具,同时资本充足性监管的有效性及其相关问题也成为了理论界研究的热点。当前对于该领域的理论研究可分为两个分支:一是以Merton的将存款保险作为期权的定价模型为基础的资本风险监管有效性研究,如Duan等人(1992)的商业银行一个时期的固定存款保险与风险转嫁行为模型,Cordell和King(1995)资本风险监管的市场改进模型,Hovakimian和Kane(2000)的资本风险监管有效性的实证研究等;二是以Keeley的银行特许权价值模型为基础的资本充足性监管的有效性研究,如Keeley(1990)的竞争与银行特许权价值模型,Demsetz等人(1996)的银行特许权价值的实证分析,Hellmann等人(2000)的资本充足率监管与存款利率限制相结合的理论等。另外,对资本监管失灵的解释,还有以Kane(1990)的社会公众与中央银行之间的委托代理分析为基础的央行监管的激励理论,如Campbell(1992)等人建立的努力厌恶(effort-a-verse)型监管者最优激励合同静态分析模型,Boot和Thakor(1993)的监管者声誉博弈模型,Walsh(1995)的中央银行最优契约模型等。下面我们就上述最新进展中的代表性研究成果做一简单介绍。

#### 1. 基于存款保险的期权定价模型的资本监管有效性研究

2000年,Hovakimian和Kane将Merton的单期存款保险期权模型扩展为无限展期的股东收益模型,并据此对美国1985年到1994年的商业银行风险转嫁和资本监管有效性进行了实证分析。其模型的基本形式为:

$$\frac{B_{jt}}{V_{jt}} = \alpha_j + \beta_1 \frac{v_j}{V_{jt}} + \epsilon_{jt}$$

$$IPB_{jt} = \alpha_j + \beta_1 \frac{v_j}{V_{jt}} + \epsilon_{jt}$$

其中, $B$ 是商业银行的存款及其他债务的价值, $V$ 是银行资产的市场价值, $v$ 是资产收益的标准差, $IPB$ 为1美元银行存款的存款保险金,斜率系数 $\alpha_j$ 和 $\beta_1$ 分别表示为:

$$\alpha_j = \frac{d(B/V)}{d v}$$

$$\beta_1 = \frac{dIPB}{d v} = \frac{\partial IPB}{\partial v} + \frac{\partial IPB}{\partial (B/V)} \alpha_j$$

其中, $\alpha_j$ 被解释为风险敏感的资本监管和市场约束所产生的风险之和, $\beta_1$ 被解释为银行增加资产收益流动性所带来的收益。如果 $\alpha_j$ 和 $\beta_1$ 同时大于0,那么可以证明银行的风险转嫁激励是存在,资本监管就不是完全有效的。资本监管的有效性取决于银行在增加资产风险的同时能否降低它们的杠杆率,也即 $d(B/V)$ 和 $d v$ 不能同时为正。

在该模型的实证分析中, $IPB$ 、 $V$ 和 $v$ 的值都是不能直接观测到,还需要通过一年期存款保险期权模型求得(详细的推导过程见原文的附录):

$$v = \frac{E}{V} \frac{\partial E}{\partial V}$$

$$IPB = 1 + \frac{1-r}{r_2}$$

$$E = \frac{V}{r} + \frac{1-r}{r_2} B$$

$$r_2 = [-r + (r^2 + 2g\frac{V}{V})^{\frac{1}{2}}] / \frac{V}{V}$$

$$= -r - g - \frac{g^2}{2}$$

其中, $E$ 为银行资产的市场价值, $V$ 为在每个派息日分配给股东的资产份额, $r$ 为利率, $g$ 为存款增长率, $\alpha_j$ 为监督检查的频率。

实证结果表明,无论是一个时期的存款保险期权模型,还是无限展期模型, $\alpha_j$ 和 $\beta_1$ 都显著地呈现正值,并且1992-1994年间的 $\alpha_j$ 和 $\beta_1$ 值都比1985-1991年间的值有了较大程度的降低,但仍然显著地呈现正值。这说明商业银行的资本监管并没有有效地阻止银行业的风险转嫁问题,而且由于转嫁风险给银行业带来了大量的政府补贴,产生了风险转嫁的激励。1992年实施的《存款保险改进法案》虽然部分地改善了银行资本监管的效率,但也未能有效地控制风险转嫁的激励。

#### 2. 基于银行特权价值的资本监管的比较静态博弈模型

Keeley(1990)和Demsetz等人(1996)的实证研究发现,银行业的特许权价值对银行的谨慎性监管有显著影响,特许权价值降低将增加银行投机的激励,从而导致资产配置风险的增加;反之,将降低投机的可能性,减少资产的配置风险。并且,竞争的加剧将导致特许权价值的降低。在此基础上,Hellmann等人(2000)根据Bhattacharya(1982)的利率控制静态模型和Rochet(1992)对资本要求与投机激励关系的分析,建立了资本监管的比较静态博弈的模型,并对资本监管的帕累

托效率进行了研究。

在该模型中,一家银行提供存款利率  $r_i$  与其他提供利率  $r_{-i}$  的银行展开竞争,从存款市场中获得存款  $D(r_i, r_{-i})$ 。获得这些资金后,并将所有资产配置到谨慎性和投机性两类资产上,其中谨慎性资产的收益为  $p(r_i, r_{-i}, k)$ , 投机性资产的收益为  $g(r_i, r_{-i}, k)$ 。为投机成功的概率,  $\alpha$  为投机成功后的资产收益,  $\beta$  为投机失败后的资产收益。假定  $\alpha > [\alpha + (1-\alpha)]$  而且资产的配置存在机会成本  $\alpha > \beta$ 。同时,监管当局对银行实行资本充足率要求和投资的事后检查,设最低资本充足率要求为  $k$ ,当投机失败后,银行资产净值将小于 0, 监管当局将关闭该银行,银行的特许权价值  $V_p$  也随之消失。在上述条件下,T 期内银行投资于谨慎性资产获得的期望收益为:

$$V_p(r_i, r_{-i}, k) = \sum_{t=0}^T \frac{p(r_i, r_{-i}, k)}{1+r_{-i}} \\ = \sum_{t=0}^T \frac{[(1+k) - k r_{-i}] D(r_i, r_{-i})}{1+r_{-i}}$$

投资于投机性资产获得的期望收益为:

$$V_g(r_i, r_{-i}, k) = \sum_{t=0}^T \frac{g(r_i, r_{-i}, k)}{1+r_{-i}} \\ = \sum_{t=0}^T \frac{[(1+k) - r_{-i}] - k \beta D(r_i, r_{-i})}{1+r_{-i}}$$

其中,  $p(r_i, r_{-i}, k)$  和  $g(r_i, r_{-i}, k)$  分别为每一期银行投资于谨慎性和投机性资产的利润。当  $V_p(r_i, r_{-i}, k) > V_g(r_i, r_{-i}, k)$  时,银行将选择谨慎性资产,否则,将选择投机性资产。根据这一结果,可以得到银行的不投机条件:

$$g(r_i, r_{-i}, k) - p(r_i, r_{-i}, k) - (1-\alpha) V_p(r_i, r_{-i}, k) < 0$$

即要保证银行不投机就必须使投机的租金 ( $g - p$ ) 小于银行可能失去的特许权价值。从该条件还可得到银行选择谨慎性资产的均衡存款利率:

$$r^*(k) = (1-\alpha) \left[ \frac{g - p}{1-\alpha} \right] + [(1+k) - k]$$

当存款利率  $r = r^*(k)$  时银行选择谨慎性资产,否则将选择投机性资产。同时银行在存款市场上可实现市场竞争的纳什均衡,通过利润最大化的一阶条件可求得银行选择谨慎性资产的均衡利率:

$$r_p(k) = \frac{[(1+k) - k]}{1+\alpha}, \text{ 其中 } \alpha = \frac{\partial D / \partial r_i}{r/D}, \text{ 为存款的利率弹性。}$$

由于  $\partial V_p / \partial k = -(\alpha - \beta) D(r_i, r_{-i}) / (1-\alpha) < 0$ , 也即银行本金的增加会减少银行的期望利润,所以银行会最小化自己的资本金,使  $k \rightarrow 0$ , 从而使  $r_p(k) = r_p(0) = \alpha / (1+\alpha)$ 。在其他条件不变的情况下,存款市场的充分竞争将使  $\alpha \rightarrow 0$ ,  $r_p(k) \rightarrow 0$ , 这将使银行的特许权价值变得非常的小,  $r_p(k) > r^*(k)$  不可避免地成为现实。因而在金融自由化和充分竞争的市场环境下,如果不对存款利率实行必要的限制,银行选择投机性资产的行为将不可避免,资本充足性监管将无法实现帕累托效率。

### 3. 基于委托代理理论的监管者声誉博弈模型

上述理论分析和实证研究都是建立在社会公众与监管者之间的目标完全一致、监管者是追求社会福利最大化假设基础上的。实际上,在信息不对称条件下社会公众与监管者之间的监管目标很难达到一致。Kane(1990)的研究发现,金

融监管当局提供监管的激励不足是引起资本监管低效的主要原因。他认为纳税人与其代理人的代理问题或监管者的激励问题是正确理解银行业过去与将来监管的关键。自此之后,金融监管当局的自利行为及其与社会公众之间的代理问题成为了近期研究金融监管理论的重要组成。其中,Boot 和 Thakor 的监管者声誉博弈模型具有一定的代表性,下面做一简单介绍:

Boot 和 Thakor 认为,银行监管者一般追求的是自身利益而不是社会福利,并将监管者自身利益假设为作为合格监管者的声誉,监管者的目标是追求自己声誉的最优。由于监管者监督银行资产选择的能力存在不确定性,这将引起监管者的行为偏离社会公众最优化目标,出现监管政策的扭曲,膨胀存款保险基金的负债。其模型的基本框架为,某商业银行在某一时点上出现总资产小于总负债,监管者决定银行是否应该继续营业时存在下列目标函数:

$$\text{Max} \{ \alpha_1 (\alpha^m + \alpha^b) + \alpha_2 [2R(\alpha) - 1] \}$$

公式中前一部分是监管者从个人声誉的建设中得到的收益,后一部分银行第二期资产收益中的社会剩余。其中,  $\alpha_1$  和  $\alpha_2$  分别为监管者个人声誉和银行后一期资产收益的社会剩余(福利)的权重,  $\alpha^m$  是市场对监管者声誉(是好的或合格的)在  $t$  时刻后来的评价,  $R(\alpha)$  为银行在后一期以  $\alpha$  的概率获得的收益。显然,社会公众目标函数是:

$$\text{Max} [2R(\alpha) - 1 - \alpha r_f]$$

其中,  $r_f = 1 + r_f$  为无风险收益率。由于银行在后一期的收益是以存款保险基金作保证,相当于得到了由政府财政形成的无风险收益,实质上是社会福利的损失,应从第二期的社会剩余中扣除。

当实现了监管的纳什均衡时,监管者的最优监管水平  $\alpha^*$ ,当银行的总资产大于  $\alpha^*$  时监管者允许银行继续经营;否则将关闭该银行。而此时存在一个社会最优监管水平  $\alpha_0 + (1-K_1)r_f$ 。Boot 和 Thakor 的分析表明,由于监管者是自私的,并且社会公众与监管者的信息不对称,所以一般情况会出现  $\alpha^* < \alpha_0 + (1-K_1)r_f$ ,使监管者的最优监管政策比社会最优监管水平要宽松得多。

### (二) 市场纪律与金融监管

政府监管的失灵和金融安全网所产生的严重道德风险问题,引起了西方学术界对金融监管体系改革的广泛争论,这一争论一直持续至今。其中,自 Kane(1983)发表了他的对存款保险改革的六点建议中特别强调市场纪律的作用后,使金融监管三大支柱(监管、监督和市场纪律)之一的市场纪律逐渐被大家所认识,特别是 1999 年《美国现代服务法案》的实施和 2001 年《新巴塞尔协议》的出台,使金融监管中的市场约束受到高度重视,与此相关的研究成果也不断涌现(Maclachlan,2001;Jagtiani 和 Lemieux,2001;Simon 等,1999; Park,Peristiani,1998;Flannery,1998;Kaufman,1996;Kane,1994,1983;Thomson,1990;Avery 等,1988)。这些研究主要集中于以下两个方面:

#### 1. 市场纪律对改善金融监管效率的论证

Kane(1983,1985)认为,以政府为主的金融监管体系试图通过对银行和存款机构设定精美而复杂的税收和补贴机制实现金融业的稳定,同时监管者的主要职责在于选择最优税

收和补贴组合保持银行业的稳健。但由于监管者的能力及其代理问题,使得这一最优组合很难达到。相反,存款保险提供了存款机构将资产配置到高风险而后再将这些风险转嫁给存款保险的激励,造成巨额的政府补贴支出和监管成本。要降低存款保险带来的政府监管的高成本,就不得不充分运用市场方法来约束存款机构向政府转嫁风险的激励,对存款保险进行合理的定价。Keeley(1990)的实证研究表明,在固定存款保险费率下银行及存款机构的风险激励很大程度上取决于特许权价值与其资产的市场价值的比较。换句话说,监管的有效性很大程度上受市场对银行资产价值的评价,如果要改善监管的有效性,就应该注重市场对银行的约束力。Thomson(1990)和 Kaufman(1996)分析指出,政府监管体系和金融安全网会使银行及存款机构的利益相关者不关心银行的具体运作和风险状况,也缺乏动力对市场激励做出反应,从而无法使存款和资本由经营差的银行流向好的银行,削弱市场约束金融机构制造高风险的激励。如果缩小存款保险的范围和规模,使政府监管与市场约束起来,将改善政府监管效率。Park 和 Peristiani(1998)的实证研究支持了这一结论,即未参加存款保险的金融机构的存款人对市场有显著反应,而参加存款保险的金融机构的存款人对市场反应不显著,存款机构的风险与未保险存款的增长之间存在负相关。更进一步,HonChu(1996,1999)的实证分析得出,自由(以市场约束为主)的银行体系并不比受监管的银行体系更容易失败,况且监管要支付较高的成本,扭曲了市场信号,从而弱化风险的市场约束。从解决市场信息不对称的问题来看,不仅存款保险和最后贷款人制度在防止银行危机方面不是必需的,而且资本充足要求也不必要,因为在自由的银行体系中好银行有激励保持充足的资本数量并向市场传递它们的质量,可以解决信息不对称问题,也有效防止了危机的传染和爆发。Flannery(1998)系统分析和论证了市场信息对改善监管的重要性,他发现市场能够准确及时地反映银行及金融机构的条件和环境,并且可以产生监管者对已出现的问题采取及时纠正的激励。如果政府监管能够充分运用市场反映的信息,将会显著改善银行业的监管水平。

## 2. 如何运用市场纪律改进金融监管体系

一种极端的方式就是取消金融安全网,建立自由的银行体系,完全运用市场机制约束银行及存款机构的风险行为和业务范围、及决定金融机构是否应该关闭还是继续经营。政府的作用只限于信息的收集与披露、及推进解决合同纠纷的产权制度安排等。Honchu(1996)认为,自由银行体系中由不完全信息引起的市场失灵问题可以通过建立银行透明屋(clearinghouse)和发行透明屋贷款等方式来解决。

持上述观点的研究成果较少,目前大部分学者都倾向于政府监管与市场纪律的有机结合,即逐步在以政府监管为主的体系中恢复市场约束,实现政府监管与市场纪律的最佳配合,达到保持金融体系稳定和降低监管成本的目的。那么,如何才能恢复金融业的纪律呢?政府的功能、监管范围及安全网的规模应如何界定?理论界对这些问题进行了广泛的研究和讨论。

Thomson(1990)认为,要恢复市场纪律的一个重要方面是必须减小政府金融安全网的范围和规模,如降低保险存款的

限额,将银行每个存款账户的保险限额改为每个储户的保险限额,并且剩余部分还必须准确地定价,方法可用期权定价模型等;防止在任何形势下由联邦存款保险公司承担非存款保险金融机构经营失败的结果。同时要保证上述改革真正有效,还必须对中央银行的最后贷款人制度进行改革,贴现窗口利率应该是惩罚性的而不是补贴性的,避免中央银行通过贴现窗口支持本应该退出市场的金融机构。

Kane(1994)认为恢复市场纪律的核心任务在于向社会和监管者提供金融机构、存款保险机构、监管部门的及时而准确的信息。一方面要通过立法的形式要求监管者披露存款保险公司造成的纳税人的损失,另一方面采用自报告和市场价格核算结合的原则来衡量金融机构、存款保险机构及监管者等在每一时期的运作与表现情况及纳税人的损失等。Flannery(1998)通过对反映银行运作条件的市场信息来源、银行负债市场、资本市场的准确定价、市场效率及其对谨慎性银行监管的重要影响等问题的系统分析,得出市场约束发挥作用的基础是私人投资者能够专业地对金融机构各类证券的收益和风险进行准确地评价,它可以使银行的所有者和债权人感觉到他们的行为是存在风险的。实证分析表明,大多数小储户能够有效地甄别和控制银行的风险(Calomiris and Mason,1997;Billett等,1998),所以Flannery认为政府监管中充分运用市场是必需的,其中主要是市场信息与政府监管信息的系统结合,这样可以缩短认识和行动的时滞,对银行经营状况和条件的变化做出更加准确的预测。政府也应当帮助市场对银行的经营状况做出更加及时准确的判断。另外,可通过银行发行次级债券来增强市场约束力,因为次级债券的持有人与政府监管者面临同样的风险敞口,从而形成两者在银行监管中的激励相容。

关于通过发行次级债券增强对银行经营者市场约束的观点自20世纪80年代末就已经有学者提出(Wall,1989;Gorton等,1990),1999年美国的《现代金融服务法案》要求美联储和财政部研究银行次级债券的实施方案后,使该问题再度成为了理论界研究的重点。一般认为,银行证券的风险与收益状况反映了银行的经营条件与违约风险水平,因而债券市场信息可以作银行风险的市场信号为监管者和利益相关者的监督、检查提供准确、及时的信息。如果所有的银行都要求发行同样类型的次级债券,那么监管者就可以很容易比较每家银行的违约风险程度,并且由于次级债券的特殊地位,它的收益对风险的变化更加敏感,使市场的约束力也更强。因而发行次级债券可以显著提升对非保险存款机构的直接和间接的市场约束(Maclachlan,2001)。Jagtiani和Lemieux(2001)的研究发现,美国银行控股公司债券的买卖差价将先于银行失败(如融资条件和信用评级的恶化)一年半左右开始上升,这说明通过增加发行次级债券来增强市场约束是有效率的,这一实证结果进一步支持了上述观点。

## 四、结论及其对中国的启示

金融监管理论的变迁是与整个金融业的发展水平及其监管实践紧密联系的。从美国、英国、日本等西方发达国家对金融业的监管实践来看,基本经历了严格的金融管制—放松管制(金融自由化)—再管制—再放松管制的过程(黄金

老,2001;易宪容,2002),金融监管理论的发展也相应从传统监管理论到20世纪80年代的新自由主义、再到90年代初的以资本监管为核心的监管理论以及90年代末的放松监管的浪潮。纵观这一演进过程我们可以发现,试图通过政府监管完全替代市场纪律来纠正金融市场失灵的努力,并不能保持金融体系的稳定,而完全依靠市场的约束力来实现这一目标也是不现实的。最优的监管设计应该是两者的有效配合,一方面要充分运用市场纪律,建立投资者对金融机构监督的激励机制,强化金融机构的市场约束;另一方面要认识到监管者信息能力的有限及其自利行为,充分利用市场信息增加金融机构及其监管过程的透明度,加强对监管者的监督,提升监管的准确性。中国正逐步放松对金融业的高度管制,这为提升金融监管水平和金融运作效率提供了条件,但是放松政府管制并不意味着监管效率的必然提高,也不会自然而然地形成市场约束。还必须通过完善的法制体系、合理的制度安排,规范市场参与主体及其监管者的行为和市场秩序,逐步培育和恢复市场约束力,才能建立起符合现代金融业发展的监管体系,使中国在放开金融市场的同时保持金融的长期稳定。要实现这一目标,中国需要首先加强金融基础设施的建设,解决以下三个方面的问题:

1. 监管激励不足。虽然监管部门付出了较大的努力,但有效的监管供给严重短缺,这一方面来自现行的金融管理体制,监管者的行为较少受到监督与约束,也没有相应的指标衡量他们的业绩,没有形成公众与监管者之间激励相容的监管机制,使监管者缺乏提供有效监管的激励;另一方面目前的监管仍然没有脱离以合规性监督为主的模式,部分监管手段和行为的低效率不可避免。

2. 信息供给短缺。信息是决定监管效率的关键,信息供给不足会产生监管的高成本和低效率。而目前中国在政府、市场披露和社会信用评级三个信息渠道中,后两个渠道是不畅通的,信息披露制度还不完善,信用评级体系才开始起步,这同时也制约了政府信息的供给。更为重要的是,信息供给的严重不足会极大地削弱市场对金融机构的直接监督,引起普遍的道德风险问题。

3. 金融机构的治理结构存在缺陷。良好的公司治理是建立风险硬约束的基础,也是进行有效监管和恢复市场纪律的前提,但目前我国国有金融机构特别是商业银行的所有者与经营者定位不清,治理与管理一身二任,外派监事会制度也未能发挥应有的作用,缺乏对管理者的有效监督与约束;股份制商业银行同样缺乏良好公司治理的基本素质,董事会因代理问题不可能形成保护股东权益的激励,引起严重的内部人控制问题(刘晓勇 2001)。这些缺陷将直接导致金融机构内部风险控制与外部监管的失效,丧失市场纪律对其的有效约束。

上述问题的解决有赖于我国的金融体制改革进程,有赖于建立激励相容的监管机制、完善的信息披露制度和合理的金融企业治理结构,为投资者提供公平、合理、规范的竞争环境与市场秩序。

#### 注释:

自20世纪70年代末80年代初美国储贷协会出现了严重的经营问题后,存款保险和最后贷款人制度所产生的道德风险问题引起

了西方学术界的高度关注,并对该问题进行了深入而广泛的研究。大量的实证研究表明(Eisenbeis,1997;Honchu,1996;Grossman,1992;Keeley,1990),存款保险制度产生了银行及存款机构普遍的道德风险,从而导致了整个银行系统的风险转嫁激励的不稳定。该认识已在理论界达成共识,这里因篇幅所限不再展开讨论。

从理论上,投资者根据债券的风险与收益状况在市场上买卖债券构成了直接的市场约束,而监管者根据债券市场中反映的银行经营条件信息对其进行监管构成了间接的市场约束。

#### 参考文献:

1. 黄金老,2001:《金融自由化与金融脆弱性》,北京,中国城市出版社,2001。
2. 刘晓勇,2001:《公司治理与有效银行监管问题研究》,载《经济社会体制比较》,2001(5)。
3. 陆磊,2000:《信息结构、利益集团与公共政策:当前金融监管制度选择中的理论问题》,载《经济研究》,2000(12)。
4. 许成钢,2001:《法律、执法与金融监管》,载《经济社会体制比较》,2001(5)。
5. 易宪容,2002:《美国金融业监管制度的演进》,载《世界经济》,2002(7)。
6. Boot, A. ,W . AnjanThakor,1993 . SelfInterestedBankRegulation . AmericanEconomicReview,Vol . 83:206 ~ 213.
7. Demsetz,R. S. etc. ,1996,BanksWithSomethingtolose:TheDisciplinaryRoleofFranchiseValue . EconomicPolicyReview (FederalReserveBankofNewYork ) ,October,pp . 1 ~ 14.
8. Duan,Jin-Chuan,Moreau,A . ,Sealey,C . ,1992 . Fixed-rateDepositInsuranceandRisk-shiftingBehavioratCommercialBanks . JournalofBankingandFinance,Vol . 16:715 ~ 742.
9. Ginsburg,D . ,1999 . ANewEconomicTheoryofRegulation:RentExtractionRatherthanRentCreation . MichiganLawReview,Vol . 97:1771 ~ 1779 .
10. Hellmann,T. F. ,Murdock,K . andStiglitz,J . ,2000 . Liberalization,MoralHazardinBanking,andPrudentialRegulation:AreCapitalrequirementEnough?AmericanEconomicReview,Vol . 90:147 ~ 165.
11. Hovakimian,A. ,andKaneE . J. ,2000 . EffectivenessofCapitalRegulationatU . S. CommercialBanks,1985to1994 . JournalofFinance,February,451 ~ 468.
12. Kane,E . J. ,1981 . ImpactofRegulationonEconomicBehavior . JournalofMoney,Credit,andBanking,Vol . 9:355 ~ 367.
13. Kane,E . J. ,1983 . ASix-PointProgramforDeposit-InsuranceReform . HousingFinanceReview,July,pp . 269 ~ 278.
14. Kane,E . J. ,1990 . Principal-AgentProbleminS&LSalvage . JournalofFinance,Vol . 45:755 ~ 764.
15. Kane,E . J. ,1994 . AMarketPerspectiveonFinancialRegulation . CATO,Vol . 13:333 ~ 338.
16. Kaufman,G G.,1996 . BankFailures,SystemicRisk,andBankRegulation . CATO,Vol 16:17 ~ 45.
17. Keeley,M C . ,1990 . DepositInsurance,Risk,andMarketPowerinBanking . AmericanEconomicReview,Vol . 80:1182 ~ 1200.
18. Key,J. ,andVickers,J . ,1990 . RegulationReforminBritain . EconomicPolicy,Vol . 5:286 ~ 351.
19. Posner,R . A. ,1971 . TaxationbyRegulation.TheBellJournalofEconomicsandManagement,Vol . 5:335 ~ 358.
20. Posner,R . A. ,1974 . TheoriesofEconomicRegulation.TheBellJournalofEconomicsandManagement,Vol . 5:335 ~ 358.
21. Spierings,R . ,1990 . ReflectionsontheRegulationofFinancialIntermediaries . Kyklos,Vol . 43:91 ~ 109.
22. Stigler,G . J. ,1971 . TheTheoryofEconomicRegulation . TheBellJournalofEconomicsandManagement,Vol . 2:3 ~ 21.
23. Tollison,R . D. ,1991 . Romance,Realism,andEconomicReform . Kyklos,Vol . 44:57 ~ 70.
24. Tullock,G . ,1967 . TheWelfareCostsofTariffs,Monopolies,andTheft . WesternEconomicJournal,Vol . 5:224 ~ 232.

(作者单位:暨南大学金融系 广州 510632)  
(责任编辑: N)