

寻求金融机构国际监管的多样性： 对巴塞尔结构的批评与再校准（上）

For Diversity in the International Regulation of Financial Institutions:
Critiquing and Recalibrating the Basel Architecture

[美] 罗伯塔·罗曼诺

Roberta Romano

陶永祺 沈伟 译

TAO Yong-qi SHEN Wei

Abstract: This Article challenges the prevailing view of the efficacy of harmonized international financial regulation and provides a mechanism for facilitating regulatory diversity and experimentation within the existing global regulatory framework, the Basel Accords. Recent experience suggests that regulatory harmonization can increase, rather than decrease, systemic risk, an effect that is the precise opposite of the objective of harmonization. By incentivizing financial institutions worldwide to follow broadly similar business strategies, regulatory error contributed to a global financial crisis. Furthermore, the dynamic nature of financial markets renders it improbable that regulators will be able to predict with confidence what are the optimal capital requirements or what other regulatory policies would reduce systemic risk. Nor, as past experience suggests, is it likely that regulators will be able to predict which future financial innovations, activities or institutions might generate systemic risk. The Article contends, accordingly, that there would be value added from increasing the flexibility of the international financial regulatory architecture as a means of reducing systemic risk. It proposes making the Basel architecture more adaptable by creating a procedural mechanism to allow for departures along multiple dimensions from Basel while providing safe guards, given the limited knowledge that we do possess, against the ratcheting up of systemic risk from such departures. The core of the mechanism to introduce diversity into Basel is a peer review of proposed departures from Basel, and, upon approval of such departures, ongoing monitoring for their impact on global systemic risk. If a departure were found to increase systemic risk, it would be disallowed. Such a diversity mechanism would improve the quality of regulatory decision-making by generating information on which regulations work best under which circumstances. It would also reduce the threat to financial stability posed by regulatory errors that increase systemic risk by reducing the likelihood that international banks worldwide will follow broadly similar, mistaken strategies in response to regulatory incentives.

Key words: Financial crisis the Basel Accords Global financial regulatory framework

【中图分类号】DF438 【文献标识码】A 【文章编号】2095-9206(2016)01-0019-15

【收稿日期】2015-10-18

【作者简介】罗伯塔·罗曼诺，女，耶鲁法学院 Sterling 法学教授。

陶永祺，男，1991年1月生，金杜律师事务所律师，研究方向为诉讼与仲裁；沈伟，男，1972年10月生，上海交通大学法学院教授，研究方向为金融规制、公司治理和国际投资法。

目 录

导 言

一、巴塞尔与 2008 年至 2009 年间的金融危机

- (一)《巴塞尔 I》与《巴塞尔 II》中的国际监管一体化
- (二)巴塞尔资本充足要求与 2008 年金融危机
 1. 影子银行部门的危机
 2. 对比遵守巴塞尔的机构和在巴塞尔管制之外运营的实体在金融危机中的表现
 3. 国际监管对危机的回应：《巴塞尔 III》
 4. 维持巴塞尔向前运行的影响

二、促进国际金融监管的实验和灵活性

- (一)修改巴塞尔框架以增加适应性
 1. 成员国提议
 2. 同行审查
 3. 审查标准
 4. 正当程序的考虑
 5. 实时监督与评估
 6. 正当程序的考虑
 7. 多样性机制是否会增加系统性风险?
 8. 巴塞尔规则的日落立法
 9. 巴塞尔偏离的实例
 - (1) 改变巴塞尔风险权重
 - (2) 次级债务
 10. 巴塞尔是否已经允许有意义的多样性,以致本文所提议的机制变得多余呢?
- (二)跨境因素的考量
 1. 巴塞尔下的跨境协作

2. 监管多样性体制下的跨境协作
3. 对国际性银行的影响
4. 监管套利

三、结论

附录：在金融危机之前巴塞尔是否有效地达成了其所谓的目标

- (一)银行监管、银行表现和金融系统稳定之间的关系
 1. 巴塞尔委员会工作小组对《巴塞尔 I》资本充足要求有效性的分析
 - (1) 资本充足要求对银行行为的影响
 - (2) 对实体经济的影响
 2. 利用银行监管者调查评估《巴塞尔 I》与《巴塞尔 II》
- (二)银行监管与银行竞争之间的关系

导 言

数十年来,央行行长和银行监管者们一直在国际清算银行的下属机构巴塞尔银行监管委员会的支持下,在推动建立统一的、针对大型的国际上活跃的银行的监管体系的全球努力中起着带头作用^①。自 20 世纪 80 年代起,巴塞尔委员会便支持统一资本充足要求的发展。该要求由十国集团央行行长于 1988 年在《巴塞尔资本协议》(《巴塞尔 I》)中达成一致意见,并随后修订为《巴塞尔 II》(2004)及《巴塞尔 III》(2010),作为委员会成员承诺将通过国内法加以执行的非约束性协议^②,《巴塞尔协议》目前得到超过 100 个国家

^① 国际清算银行,作为中央银行的银行,成立于 1930 年,促进了中央银行之间的国际货币与金融合作。参见 About BIS, BIS.org, <http://www.bis.org/about/index.htm>, 2013-10-02。巴塞尔委员会,由十国集团的央行行长于 1975 年创立(十国集团,系 20 世纪 60 年代同意与国际货币基金组织分享资源,为会员国及非会员国提供提款的十一国)以协调监管标准。参见 History of the Basel Committee, BIS.org, <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>, 2013-10-02。委员会没有法定权力,但对外推荐最佳实践并且成为成员国的中央银行讨论资本测量和标准协议的协商论坛。同上。三个巴塞尔制度在第一(一)部分与第一(二)3 部分中有讨论,见下文。

^② 参见 Michael S. Barr, Geoffrey P. Miller. Global Administrative Law: The View from Basel [J]. 17 Eur. J. Int'l L. 2006: 15, 28。在美国,《巴塞尔协议》通过行政规则制定执行,即美国银行机构可以在没有立法行为或认可的情况下行事。然后,国会在《1983 年国际贷款监督法案》(2012 年)(12 U. S. C.) 第 3901b 条中,授权联邦银行机构在国际银行“监管政策和实践”上“商议”与“达成共识”。国会同时通过一些途径参与直接监督,比如,举行《巴塞尔 II》的听证会。Barr & Miller, 同上, 33-35 页。当然,当国会认为巴塞尔采纳的监管规定与其目的相左时,国会能够颁布法律修改或废除巴塞尔采纳的监管规定。事实上,通过禁止在任何金融监管中使用信贷机构评级,《多德弗兰克法案》与危机后修订的《巴塞尔 II》——被称为《巴塞尔 2.5》——之间存在抵触。E. g., Half-cocked Basel, Economist, Jan. 7, 2012, <http://www.economist.com/node/21542463>。

的支持。其提高金融系统稳定性（比如，降低单个金融机构出现失误导致其他机构连锁反应，最终导致整个金融系统崩溃的系统性风险）及通过规定统一的资本适足要求以达到均衡大型国际银行之间竞争地位的目的，已经获得广泛的政治支持^①。

在2008年全球金融危机之后，由于当选官员（不单单是央行行长们）强调，监管统一化的需求已不言自明，国际金融机构监管统一化的进程快速登上政策议程。结果是，国际监管统一化的努力已扩展并且超越巴塞尔资本充足率的框架。比如，2010年《多德·弗兰克金融改革法案》要求美国监管者促进全球掉期交易（订立合同交换现金流，主要涉及利率、外汇汇率与信用违约）监管的统一化^②。此外，二十国集团和金融稳定委员会（FSB）则呼吁通过巴塞尔委员会推动金融高管薪酬的国际统一化^③。而且，巴塞尔委员会亦加强统一化的努力，强调监管实践和资本适足要求一致性的重要性^④。

本文提出了与现今《巴塞尔协议》以及近期由欧盟和美国领导的其他统一化进程完全相反的观点。事实上，我们现今拥有的经济知识并不能让我们自信地推测出理想的资本适足要求，或何

种监管政策能够降低系统性风险——而这恰恰是全球统一化努力的目标。此外，我们也不太可能推测未来何种金融活动或者机构将会造成系统风险。尽管我们在知识领域获得长足进步，但金融市场快速变化与复杂动态的特性，使得未来任何知识水平都无法帮助我们以合理的信心做出预测。监管统一化的支持者并未承认这一现实。

因此，本文对现今热衷于国际监管统一化的思潮，以及统一化是系统性风险的万灵药之观点提出质疑。国际金融监管统一化的努力有可能成为严重误导，并具有引发比假设的顾虑更大的麻烦乃至灾难性错误的潜在威胁，这并非无稽之谈。大约15年之前，Richard Herring与Robert Litan指出国际统一化造成问题的核心所在^[1]。他们恰当地指出：“虽然热情地统一所谓正确的规则很简单，但在快速变化的金融系统下，被统一的可能是错误的规则，或者该规则在统一时虽然是正确的，但却在实施后不再如此。这样的危险真实存在。”^{[1](P134)}最近，英格兰银行负责金融稳定的执行主任Andrew Haldane将2008年的金融危机与金融机构商业策略与风险管理的同质化相联系，并指出正是《巴塞尔II》

① 正如第一（二）3部分所讨论的，见下，虽然《巴塞尔III》只提到单个目标——降低系统性风险——确保国际银行赛场公平的目标仍然相关，且被《巴塞尔III》的谈判过程与其实质的效果证实，然而，执行《巴塞尔III》目的的手段却有所改变：对系统性风险的监管路径已经改变为包含宏观而非仅仅微观的视角（即监管目标不再仅仅指向单个机构的金融偿付能力）。见下，第30页注释⑤所指相关内容。

② Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § § 719 (c), 753, 124 Stat. 1376, 1656 (2010) (以下简称“Dodd-Frank”)。正如金融时报所言，“‘我们所需要的，是一个协作的监管回应。’在金融危机灾难后，每天世界的领导人都在叨念这句话。”参见The Lex Column, Loan Loss Accounting, Fin. Times, Feb. 2, 2011, <http://www.ft.com/intl/cms/s/3/a303545e-2e14-11e0-a49d-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2sMKTtcc0>。

③ 参见FSB Principles for Sound Compensation Practices: Implementation Standards, Fin. Stability Board 1 (Sept. 2009), http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf。金融稳定会（FSB）系由二十国集团与国际货币组织组成的金融监管国际合作的平台，正监督遵守二十国集团（二十国集团，由代表全球国民生产总值90%、80%世界贸易以及三分之二世界人口的工业国家和新兴国家组成）采纳的补偿原则的，并且对国家执行进展发行定期报告。参见，如Implementing the FSB Principles for Sound Compensations Practices and their Implementation Standards: Progress Report, Fin. Stability Board (June 2012), http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120613.pdf。

④ 为实现监管实践中更大的统一性，巴塞尔委员会发布监管指南并在2009年建立标准执行集团，其目的乃是在执行巴塞尔标准的监管路径上“促进一致性”。参见Basel Comm. on Banking Supervision, The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G20, Bank for Int'l Settlements 15 (Oct. 2010), <http://www.bis.org/publ/bcbs179.pdf>。此外，巴塞尔委员会对国家执行《巴塞尔III》的评估，不但包括资本适足要求的遵守之评估，也包括监管实践遵守的评估。参见，如Basel Comm. on Banking Supervision, Report to G20 Leaders on Basel III Implementation, Bank for Int'l Settlements (June 2012), <http://www.bis.org/publ/bcbs220.pdf>。

对它们进行了统一^①。本文提供了一个实践机制,使得我们可以把质疑国际监管统一化的文献为我们提供的新的认识并入《巴塞尔协议》^②。本文提供了一个可行的机制,使得监管多样化与试验可以被引入巴塞尔结构,由此提供更大的灵活性,且无需修改目前的整体架构。

本文首先对旨在通过强调标准化的资本适足要求而统一国际金融监管的《巴塞尔协议》进行概述。随后,本文对2008至2009年金融危机与国际金融监管体系之间的关系进行讨论,后者激励国际银行遵循大致相同的商业策略持有资产,而此类资产恰恰位于金融危机的震中。本文认为,国际金融监管体系放大了金融危机的严重性和国际影响力,而它的这一作用往往被推动进一步统一化改革的人士在完善当前的统一监管路径时所轻视或忽视。更何况,近期的金融危机已经不是30多年前巴塞尔框架建立后第一次发生跨国性金融危机了^③。

因此,鉴于巴塞尔在预防金融危机方面的多次失败,加之学术文献所指出的巴塞尔在实现其目标方面即使是在正常时候都无效^④,本文主张,通过在巴塞尔中加入允许受制于审查和监控的偏离的程序性机制,以开放对巴塞尔的试验。上述机制可以将多样性引入国际金融监管,并限制监管偏离增加系统性风险的可能性。

在本文所主张的监管多样性框架下,巴塞尔的资本适足要求将会充当“现成的”默认设定,并在其基础上,遵循同行监管者的批准允许各国

偏离,以此重新组合或放弃巴塞尔的规定,甚至以性质上不同的监管路径代替巴塞尔。所主张的批准偏离巴塞尔的程序包含三个内核。首先,一国可以向巴塞尔委员会提出其拟议的偏离以供批准。随后,组成同业监管者委员会,以评估该体系对全球系统性风险的影响,决定是否批准该偏离。最后,被批准的偏离将会受制于巴塞尔委员会工作小组的实时监控与周期性的重新评估,因此在情况改变或新数据表明其正对全球系统性风险产生负面效应时,上述偏离可以被修改。

多样性机制将会在目前的巴塞尔框架下,为提高金融监管决策的质量带来决定性的好处。它不但能够提升灵活性与适应性,而且由此增强国际金融监管架构的顺应力。它将会产生信息,在寻找更好的监管方案的过程中将不间断的测试正式化,并且使得监管决策过程更加透明,由此对独立的评估更加开放。多样性机制由此将会使得巴塞尔的监管体制从一个由巴塞尔委员会主导的新兴且基本未经测试、伴随拥有更大影响力的国家之间政治讨价还价的体制,转变为一个通过试验获取信息而不断进化的体制。

一、巴塞尔与2008年至2009年间的金融危机

对大型金融机构的国际监管统一化与2008年至2009年的全球金融危机两者紧密地相互交

^① Andrew G. Haldane. Rethinking the Financial Network, 53 BIS Rev. 1, 10-11 (2009)。与本文形成对比的是, Haldane 并没有主张反思国际金融监管统一化,而是主张对监管努力进行重新定向,去改变公司和市场的组织模式以降低冲击在金融网络中的传播。然而,他的分析与本文的路径是一致的,因为在不同监管体系下运作的金融机构将会被激励遵循不同的商业策略,而这将降低金融网络的关联性和传染之可能。本文和 Charles Sabel 的文章所主张的监管实验主义以及实用主义机构设计的精神一致,参见,如 Charles F. Sabel. A Real-Time Revolution in Routines, in *The Firm as a Collaborative Community: Reconstructing Trust in the Knowledge Economy* (Charles Heckscher & Paul S. Adler eds., 2006); Charles F. Sabel, William H. Simon. Minimalism and Experimentalism in the Administrative State, 100 *Geo. L. J.* 53 (2011)。同时也与 Nassim Taleb 促进“反脆弱”系统(面对灾难性失败越强健越好,因为其组成部分拥有可变性)的主张的精神一致,如 Nassim Nicholas Taleb, *Antifragile* 85 (2012) (“你在系统中观察到越多可变性,则其黑天鹅的趋向性越低”)。

^② 最近的两篇文章同样对金融监管统一化做出批评,虽然角度有所不同。Lawrence A. Cunningham, David Zaring. The Three or Four Approaches to Financial Regulation: A Cautionary Analysis Against Exuberance in Crisis Response, 78 *Geo. Wash. L. Rev.* 39 (2009) (批评美国的金融监管改革会巩固目前的多重监管,并且提到了目前的分解监管体系的好处); Charles K. Whitehead. Destructive Coordination, 96 *Cornell L. Rev.* 323 (2011) (批评监管协调导致投资组合经理一致地行事,违反基于个人决策独立的现代风险管理原则)。在一篇较早的会议评论中,我谈及了本文之主题。Roberta Romano. Against Financial Regulation Harmonization: A Comment, in *Law and Economics of Global Financial Institutions* 27 (Peter Nobel, Katrin Krehan & Anne-Cathrine Tanner eds., 2010)。

^③ 参见,如 Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly 243-44 *tbl.* 15-1 (2009), 列举了20世纪90年代的三起跨国金融危机。

^④ 参见,见本文下期附录。

错。本部分对统一金融监管的国际协议——《巴塞尔协议》进行概述。随后分析巴塞尔如何激励金融机构持有最终成为金融危机震中所在的资产，引发危机在全球金融机构中扩散，导致金融系统接近崩溃并且在实体经济中形成危机^①。

(一)《巴塞尔 I》与《巴塞尔 II》中的国际监管一体化

银行资本适足要求和行政监管的全球统一化，开始于1988年正式通过的《巴塞尔协议》。作为提高国际活跃银行的资本适足要求的协议，巴塞尔通过标准化的权重系统的计算，^②建立起

一个风险权重的资本框架，要求金融机构基于其资产的信用风险持有资本。《巴塞尔协议》提出了两个理由^[2]。第一个理由——通过控制系统性风险促进国际银行体系的稳定性——这是银行监管的核心^③。第二个理由——平衡国际银行间的竞争地位——与第一个理由紧密相连并且在实践中与第一个理由纠缠起来：监管者担忧有差别的资本适足要求将会导致国际银行参与监管套利，由此破坏系统稳定性^④。监管者同时相信，想要通过更高的资本适足要求促进系统稳定，所有国

① 银行挤兑的标准解释是信息不对称：在商业周期之顶峰，当宏观经济数据向投资者发出衰退即将来临的信号，投资者预测一些银行将会倒闭，却不知是哪家，因此前往所有银行取出他们的资金。参见 Gary B. Gorton, *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007* 30-33, 45 (2010); Douglas W. Diamond, Philip H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, 91 J. Pol. Econ. 401 (1983)。存款保险的出现从本质上消除了存款人挤兑。但是除了存款人挤兑外，当今至少存在两个假设的传导渠道，与机构之间的关联性相关，但是与当前担心的银行存款人引起的银行挤兑不同。首先，最初倒闭的实体可能是许多其他机构金融交易的相对方；当其倒闭导致那些交易失败时，相对方则将会对第三方拖欠债务，而第三方又将拖欠其合同债务，掀起灾难性的连锁交易失败。其次，最初倒闭的实体可能对支付系统至关重要，而其瓦解将会导致流动性的降低，引发突然的信用紧缩。如，Herring & Litan, 见参考文献 [1], 第 51 页。需要在此强调的是，系统性风险的两个注意事项将蔓延之分析的政策执行大大复杂化。首先，一个国家的金融危机可能会通过“实体”经济蔓延渠道在国际间传播，比如贸易产生的关联，而非从金融渠道传播。近期的研究指出，蔓延的源头乃是实体经济，而非金融。参见，如 Andrew K. Rose, Mark M. Spiegel, *Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: International Linkages and American Exposure*, 15 Pac. Econ. Rev. 340 (2010) (很少证据表明，金融或贸易这类跨国关联影响危机的结果)；Geert Bekaert et al., *Global Crises and Equity Market Contagion* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 17121, 2012) (与国内传播相比，该文所发现的全球或与美国相关证券市场蔓延的证据很有限，也就是说，证券相关性的增加仅限于一国之内，而不跨越国家)；Stijn Claessens, Hui Tong, Shang-Jin Wei, *From the Financial Crisis to the Real Economy: Using Firm-Level Data to Identify Transmission Channels* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 17360, 2011) (使用单个制造公司的表现的微观层面数据，发现贸易与国内需求渠道在经济上比金融渠道更会导致危机向外国发展)。但是，参见 Nicola Cetorelli, Linda S. Goldberg, *Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis* (Fed. Reserve Bank of N. Y., Working Paper No. 446, 2010) (该文发现，国际银行起着很重要的传递作用)。如果真是这样的话，那么国际金融监管统一化将无法合理地避免危机蔓延，因为银行间的关联并非问题的源头。其次，对于全球金融危机的传导机制，我们需要将跨境关联蔓延（金融危机传导给另一国的国际机构之间的联系）与普通冲击（诸如国际利率或油价的变化）相区分。参见，如 Reinhart & Rogoff, 见第 22 页注释^③，第 240-246 页。如果国际金融机构由于监管激励而采用相似的商业策略，增加了普通冲击的可能性，则提高国际监管统一性的政策回应将会适得其反。

② 简言之，银行必须持有共计 8% 的资本，其中 4% 必须是由股权和某些优先股组成的“一线”资本，而非包含任何《巴塞尔协议》谈判下认定为资本的被称为“二线”资本的风险调整资产，比如混合证券以及次级债务。对资产的风险权重涵盖 100% 的企业债券到 0% 的主权债务。因此，如果银行向公司借贷 1 000 万美元，则其将要持有 $0.08 \times 1.00 \times \$10\,000\,000$ (风险调整资本)，即 80 万美元的资本，而股权则只需 40 万美元，即“一线”资本，而非借款。

③ 参见，如 Herring & Litan, 见参考文献 [1], 第 50 页。Herring 和 Litan 讨论了银行监管的另外两种原理：消费者保护以及“实现更大的社会目标”。参考文献 [1] 第 61-63 页。我着重关注系统性风险而非这些额外可能目的的原因在于，正如他们所分析的，他们的两个原理与全球统一化的顾虑并无干系：事实上，国家对这两个目标的偏好存在巨大差异，而这将导致统一化的目标事与愿违。参考文献 [1], 第 85 页。

④ Richard Dale 简明地描述了这一问题：“对竞争公平的顾虑并不能为金融监管提供独立的正当性，但是的确在促进国际监管合作上起到了重要作用”，同时其认为，《巴塞尔协议》的原始目的是为了“避免竞争扭曲”。Richard Dale, *Regulating the New Financial Markets*, in *The Future of the Financial System* 215, 217 (Malcolm Edey ed., 1996)。历史过程简而言之如下：美国和英国通过采纳设定最低资本适足要求的双边协议，精心构建了全球规范的基础，以保护各自国家的银行免受日本银行的竞争。在当时，日本银行受制于较低的资本适足要求，且在全球交易活动中的市场份额快速上升。Daniel K. Tarullo, *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation* 46-49 (2008)。美国和英国的协议使得日本银行若不遵从其资本适足要求，则无法在该两国经营或试图收购美国或英国银行。结果，日本监管者同意提高资本适足要求。同上，第 50-51 页。

家必须制定相同的标准,否则在政治上将无法进行。他们的顾虑是,提议提高资本适足要求,将会遭到国内银行联合监督银行监管者的政治家的阻击,他们将会主张,较高的国内资本适足要求将会把他们置于严重的竞争劣势^①。

事实上,对国家竞争力的顾虑贯穿巴塞尔委员会制定资本适足要求的整个磋商过程。一个重要的例子便是巴塞尔对住宅抵押贷款适用风险权重的偏好,而住宅抵押贷款在一些国家——尤其是美国——具有推动房屋的国内政策功能^{[1](P109)}。较之其他类型的贷款,《巴塞尔协议》更偏好住宅抵押贷款,其意图在于确保国际上活跃的美国银行不会因为资助住房贷款以支持国家住房政策而处于竞争劣势。住房抵押贷款风险权重的偏好,在十几年后被证明具有毁灭性的打击效果,同其他因素一同作用而引发了全球金融危机。

虽然《巴塞尔 I》是十国集团中央银行磋商的成果,但在国际货币基金组织和世界银行的鼓励下,也被新兴国家广泛接受^[3]。《巴塞尔 I》的资本适足要求在后面的几年里被修改增加了对市场风险的考虑,并于2004年达到顶峰,修订为《巴塞尔 II》。它将运营风险——“由不充分或失败的内部程序、人员、系统以及外部事件引发的风险”,包括法律风险——加入考量范围^②。《巴塞尔 II》明确地提出了与《巴塞尔 I》相同的目标:系统稳定性与竞争均衡化^③。较之《巴塞尔 I》的四年过渡期,各国的监管者需要在更短的时间内执行新规则——必须在2006年底或2007年初完成。不过《巴塞尔 II》的谈判期间比《巴塞尔 I》要长。

《巴塞尔 II》引入了“三支柱”的监管框架。第一个支柱——最低资本适足要求——是《巴塞尔 II》的核心,也是《巴塞尔 I》焦点的延续。《巴塞尔 II》认识到,鉴于专门知识的差异,私人部门总是多步领先于监管者,因此《巴塞尔 II》在计算风险权重时,将银行更为复杂的内部风险管理模型纳入考量,摒弃了《巴塞尔 I》基于宽泛的资产种类由监管者确定固定的风险权重的方式^④。

另外两个支柱——监管监督与披露(也称为市场约束)被认为是对第一个支柱的发挥起辅助作用。也就是说,监督审查流程关注的,乃是一个银行的资本充足与否。考虑到《巴塞尔 II》在确定资本适足要求时对银行内部风险衡量的依赖,《巴塞尔 II》的监督审查承担了《巴塞尔 I》所要求的更为重要的任务^⑤。此外,银行风险计算的信息披露是一项市场参与者可以查明银行资本充足并由此“支持市场约束”的机制^[4]。

(二) 巴塞尔资本适足要求与2008年金融危机毫无疑问,一代又一代的经济学家将会分析与争论2008年全球金融危机的诸多成因。不过目前看来,这场金融危机的始作俑者,是通常被称为非银行部门或影子银行部门发生的银行挤兑。这个影子银行体系是金融机构在受规制的商业银行系统外进行借贷的机构市场。对影子银行市场和随之而来的全球银行崩溃的恐慌,与巴塞尔资本适足要求息息相关。

1. 影子银行部门的危机

影子银行部门与受规制的银行部门一样起到中介的功能:即利用短期债务为长期资产提供资

① 本文第二(二)4部分讨论了将多样性机制引入巴塞尔架构的行为需要关注方面,见本文下期。

② Basel Comm. on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework Comprehensive Version, Bank for Int'l Settlements 144 (June 2006), <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf> [以下简称 Basel II Framework]。与《巴塞尔 I》不同的是,《巴塞尔 II》的商议过程扩展至十国集团巴塞尔委员会之外,包括发展中国家。参见 Tarullo, 见第23页注释④,第207页; Basel Comm. on Banking Supervision, Implementation of Basel II: Practical Considerations, Bank for Int'l Settlements 1 (July 2004), <http://www.bis.org/publ/bcbs109.pdf> (以下简称 Implementation of Basel II)。

③ 比如,《巴塞尔 II》框架,见本页注释②,第2页。

④ 《巴塞尔 II》对私营部门风险测量的依赖并不像看起来那样像是对《巴塞尔 I》的戏剧性背离。利用银行的内部风险模型建立资本适足要求这一手法已经被《巴塞尔 I》在1996年修正案中引入资本监管,以测算交易活动引起的市场风险所需的资本。Basel Comm. on Banking Supervision, Overview of the Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks (Jan. 1996), <http://www.bis.org/publ/bcbs23.htm>。《巴塞尔 II》还允许监管者继续采用标准化的风险权重路径,以此作为银行内部风险控制模型的替代方案。由于小型银行和新兴国家监管机构有限的技术先进性,他们被期望采用标准化路径。遵循《巴塞尔 I》的路径,《巴塞尔 II》的标准化风险权重吸纳了评级机构或出口信贷机构的外部评级。Barth et al., 见参考文献 [3], 第69-70页。

⑤ 《巴塞尔 II》提出的监督审查四大重要原则全都关乎银行的资本充足率。参见 Basel II Framework, 见本页注释②, 第205-212页。

金。最常见的形式是出售后再回购协议和资产支持的商业票据^①。然而和银行部门受政府的存款保险支持不同，影子银行市场的贷款由被融资的长期资产担保，且投资者要求资产拥有AAA信用评级，以保证在贷款无法被偿付的情况下，他们可以通过占有担保物的方式获得全额的受偿。

在金融危机时期，影子银行部门的许多担保物，由抵押支持的证券以及标的资产为抵押支持证券的债务抵押债券组成^②。对影子银行部门的恐慌随着2007年美国次级抵押贷款违约的上升而出现。基本问题在于对于担保影子银行市场债务的资产质量的信息不对称：证券的复杂性使得

投资者很难知晓借款机构持有并构成其担保物的次级抵押贷款的违约程度^③。随着机构投资者对标的资产的质量越来越担忧，他们拒绝对债务进行延期。结果是，借款机构无法更新被撤出资产并且被迫大规模减债。正巧遇上资产持续性地降价出售以及恐慌的投资者由于资产价值不断下降而撤出资金，短期融资市场崩塌，最初的流动性危机变成了一场偿付能力危机^④。

若要全面地列举促成金融危机发生的原因，这个列表毫无疑问将会包含无数合理的因素，并非所有因素都与次级抵押贷款和影子银行市场崩盘有

① “出售后再回购协议”这个名字源自于交易协议中的条款，其中规定，一机构出售股票并同意在稍后的某个日期以更高的价格（反映买方使用现金的利息）回购该股票。如果金融机构未能偿还贷款，则债权人将会保留抵押品。Gary Gorton将出售后再回购协议市场比作商业银行业务。Gorton，见第23页注释①，第44页。贷款被期望展期支付，但是债权人并未被强制要求如此行事，由此导致他们的情况与活期存款中的债权人相仿。出售后再回购协议市场中的债权人一般收取一定“折扣”，所以贷款额度将会低于抵押品的价值。这一折扣使得债权人免于违约或资产价值下降的损失。在危机前，出售后再回购协议市场的折扣相当小，这是因为债务期限短而且担保资产的质量高，使得大家认为无法收回贷款的可能性相当小。资产支持商业票据市场作为中介，其运作与出售后再回购协议市场相似：银行创造导管实体，通过发行短期证券（商业票据）对长期资产进行融资，且在导管的长期资产支持的票据不足时，由赞助银行对短期证券进行担保。

② 抵押支持的证券是一种金融工具，其价值和红利都源自抵押资产池（即，其红利是被抵押的，或由那些资产所“支持”）。在证券化过程中，金融机构创设一个独立的实体——被称为特殊目的公司或结构性投资公司——持有被集合的资产并且将证券出售给投资者。证券被分成几个类别或“部分”，并优先从池中的资产处获取现金流，或者用池中的资产承担损失。这样的优先次序使得最高级的证券可以获得投资评级，由此可把它们在出售后再回购协议市场中当作抵押品使用。越来越多地把抵押支持证券当作抵押品使用，似乎起到了补充AAA评级政府证券之短缺以及投资者对安全资产的需求的作用。参见，如Gary Gorton, Stefan Lewellen, Andrew Metrick. The Safe-Asset Share, 102 Am. Econ. Rev. 101 (2012)。

③ 关于影子银行部门的挤兑如何引起金融危机以及有说服力的定性，参见Gary Gorton影响深远的分析，Gorton，见第23页注释①。关于资产支持商业票据市场中的紧缩定性为银行挤兑，参见Daniel Covitz, Nellie Liang, Gustavo Suarez. The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs (Fed. Reserve Bd., Working Paper No. 36, 2009)。Gorton对恐慌的分析引起了广泛关注并且被很多人认为是危机产生的清晰解释。该书为美联储主席Ben Bernanke针对金融危机及其后果的推荐阅读清单四本书之一。参见Michael Corkery. Ben Bernanke's Labor Day Reading List, Wall St. J., Sept. 2, 2010, <http://blogs.wsj.com/deals/2010/09/02/ben-bernanke-labor-day-reading-list/>; 亦参见Sewell Chan. Bernanke Says He Failed to See Financial Flaws, N. Y. Times, Sept. 2, 2010, <http://www.nytimes.com/2010/09/03/business/03commission.html>（该文认为Bernanke“接受Gary Gorton的观点”将危机与典型的影子银行系统中的银行挤兑相比较）；Annie Lowrey. The Financial Crisis Reading List, Slate (Dec. 16, 2010), http://www.slate.com/articles/business/moneybox/2010/12/the_financial_crisis_reading_list.html（“为了理解事实情况与危机的机制，最明确的分析就是耶鲁经济学家Gary Gorton的……”）。关于对Gorton的论点持怀疑论者，参见，如Andrei Shleifer, Comment, in Brookings Papers on Economic Activity 298 (David H. Romer & Justin Wolfers eds., Fall 2010)。

④ Gary Gorton和Andrew Metrick对次级市场的最初问题如何转变成成为典型的银行挤兑（即在危机达到顶峰的2008年，恐慌的投资者们要求对在出售后再回购协议市场中充当抵押品的、与次级资产毫无关系的证券化资产大打折扣）进行追踪。Gary Gorton, Andrew Metrick. Securitized Banking and the Run on Repo, 104 J. Fin. Econ. 425 (2012)。从2007年和2008年在次级市场开始的问题引发了对共同基金市场中资金的恐慌。参见Patrick E. McCabe. The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises (Fed. Reserve Bd., Working Paper No. 51, 2010)。虽然货币市场基金已经在2007年随着次级违约而经受了损失，当时却没有产生银行挤兑，因为基金发起人（银行与基金家族）对损失进行了支撑；而他们在2008年却没这么做。同上。2008年发生的银行挤兑不是随机的，因为拥有最弱的发起人的货币市场基金经历了最大规模的资金流出。同上。而与Gorton及Metrick形成对比的是，Arvind Krishnamurthy及其同事认为，资产支持商业票据市场中的挤兑（在Covitz et al中有详细论述，见第25页注释③）是危机的震中。Arvind Krishnamurthy, Stefan Nagel, Dmitry Orlov. Sizing up Repo (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. W17768, 2012), <http://ssrn.com/abstract=1987953>。考虑到市场的动态性以及巴塞尔资本充足要求所提供的激励措施在这两个市场中没有区别，本文的分析并没有去论及哪个市场是危机的最重要原因。

关^①。然而,对影子银行市场的恐慌可以被定性为是全球危机的近因。最先倒闭的是在影子银行市场运营^②的外国银行,而这一事实直接指向金融危机与国际金融监管架构之间的紧密联系。这是因为,影子银行部门恐慌所显示的关键因素是受巴塞尔规制的机构较之不受其规制的机构而言,诸如对冲基金和保险公司,大量持有引发全球金融危机恐慌的资产。这一引人注目的现象——不同资产持有的模式——证明了巴塞尔通过降低某些资产的风险权重激励受巴塞尔规制的机构持有这些资产,产生对那些资产的偏好。

2. 对比遵守巴塞尔的机构和在巴塞尔管制之外运营的实体在金融危机中的表现

巴塞尔是如何激励银行持有特定的金融工具呢?在巴塞尔信用风险权重体系下,住宅抵押贷款以及基于住宅抵押贷款的证券(即出售后再回购担保物)较之公司借款等其他金融资产而言,受制于相对而言较低的资本适足要求。同时资产支持商业票据也同样获

得优待^③。因此,银行被大力地激励持有上述被偏好资产,以降低其所需的资本,而持有上述资产所需的低水平资本则能够为杠杆的增加提供支持,由此增加利润并与此相关地扩大损失的风险。上述由这些资产和交易结构优先风险权重创设激励的例证便是,作为唯一的两个没有为导管提供优惠待遇的欧盟国家,西班牙和葡萄牙,这两个国家的国际性银行也是仅有的没有使用导管的银行^④。

Lawrence White 为我们提供了一个简单而具有启发性的数字例子,显示了巴塞尔资本适足要求对银行持有证券化抵押资产并对该投资进行杠杆的激励作用。在巴塞尔风险权重体系下,银行每持有100美元住宅抵押贷款必须持有4美元,而每持有100美元投资级别等同于AA-或AAA抵押支持证券必须持有1.6美元。由此,银行可以利用直接持有的抵押贷款所要求的4美元资本去投资价值250美元的证券化抵押贷款^⑤。在如此吸引人的激励

① 比如, Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Commission, Fin. Crisis Inquiry Commission (2011), http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_conclusions.pdf (该文指出,金融机构过量的短期供货、设计存在缺陷的补偿体系以及放松管制乃是成因); Gerard Caprio, Jr., Asli Demirgüç-Kunt, Edward J. Kane. The 2007 Meltdown in Structured Securitization; Searching for Lessons Not Scapegoats 9 (World Bank Policy Research Working Paper No. 4756, 2008), <http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/KaneCaprio-DemirgucKunt-The2007Meltdown.pdf> (该文指出,市场和监管的失灵等原因乃是成因)。

② 参见,比如 Viral V. Acharya, Philipp Schnabl. Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09, 58 IMF Econ. Rev. 37, 39-40 (2010), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1693363 (该文指出, French BNP Paribas、German IKB Deutsche Industriebank 以及 Sachsen Landesbank 是最先宣布严重亏损并且在金融危机中崩溃的银行)。

③ 关于巴塞尔对银行持有 ABCP 产生的激励作用之讨论,参见 Viral V. Acharya, Philipp Schnabl. How Banks Played the Leverage Game, in Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System 83 (Viral A. Acharya & Matthew Richardson eds., 2009)。《巴塞尔 I》没有要求银行为资产支持商业票据结构而持有资本,因为表外资产和流动资产担保没有资本费用。在 2001 年安然公司财务丑闻后,表外资产的会计规则被调整,但大多数国家并没有根据财务变化而相应调整银行资本适足要求,而是对资产支持商业票据导管继续提供优惠待遇。Acharya & Schnabl, 见本页注释②, 第 50-53 页。在《巴塞尔 II》的标准化路径下,导管资产的资本费用由于保证的存在而仍旧获得优于表内资产的待遇。同上,第 51、53 页。在 2007 年金融危机的前夜,监管者仍然在对《巴塞尔 II》中内部评级制路径下的导管的待遇进行讨论。同上,第 51 页。《巴塞尔 II》较之《巴塞尔 I》削弱而非消除了导管与表内资产之间的差异。在金融危机之后,证券化资产与资产支持商业票据的资本适足要求被增加,从而基本消除了原来的偏好。如, Basel Comm. on Banking Supervision, Enhancements to the Basel II Framework, Bank for Int'l Settlements (July 2009), <http://www.bis.org/publ/bcbs157.pdf>。不过《巴塞尔 II》为住房抵押提供较之直接持有的企业贷款更优待遇的情况至今仍然没有受到影响。

④ Acharya & Schnabl, 见本页注释②, 第 51-53 页。

⑤ Lawrence J. White, The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle, in What Caused the Financial Crisis? 228, 234 (Jeffrey Friedman ed., 2011)。对住房抵押贷款实行较低的风险权重的经济理由是,它们较之企业贷款而言风险更小。当然,我们现在已经知道,这样的评价是完全错误的。不过即便放在危机前来看,将这类抵押视为风险较小是可以理解的,但是其执行却是毫无道理的,因为这使得一个非政治性的解释变得缺乏说服力。首先,并非所有类别的住房抵押贷款都比企业贷款要安全。其次更重要的是,《巴塞尔 II》对风险权重的调整仍然意图鼓励住房抵押贷款。虽然《巴塞尔 II》的确允许根据外部信用评级对企业贷款的风险权重进行调整,由此降低有些贷款所需的资本,与此同时,其通过降低了资产类别的风险权重,对住房抵押保留了较优的待遇,由此使得监管者可以对他们认为风险更大的抵押增加资本要求。参见 See Basel Comm. on Banking Supervision, Annexes to International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards; A Revised Framework, Bank for Int'l Settlements 231 (June 2004), www.bis.org/publ/bcbs107d.pdf。结果是,只有评级非常高的企业贷款才会被分类为风险比住房抵押贷款小。银行的内部模型一般而言,较之标准化的风险权重而言,要求的资本水平更低,而且因此不会更严格地对待抵押支持证券。事实上,银行在《巴塞尔 II》之下用以判断资本水平的内部在险价值的模型加重了系统性风险,因为它使得银行趋于持有相同的资产以降低资本适足要求。因此,当这些模型被证实存在严重错误时,许多国际性银行发现严重的资本不足并且同时必须出手相同的资产以加固他们的资产负债表,使得该资产的价格更严重地下降。参见,如 James R. Barth et al., Guardians of Finance: Making Regulators Work for Us 53 (2012); Whitehead, 见第 22 页注释②, 第 346-351 页。

之下, 巴塞尔规制的金融机构对抵押贷款相关资产的青睐也就完全可以理解和预测了。

《巴塞尔 I》的资本充足要求同样激励银行持有住房抵押贷款类别内的次级抵押贷款, 因为这些资产较优质抵押贷款而言 (由于更大的风险) 能够提供更高的回报率, 而与此同时无需额外的资本准备^①。虽然《巴塞尔 II》对《巴塞尔 I》资产类别中的风险权重进行调整, 允许调整资产的外部信用评级, 但其并未显著地影响体系对于持有次级资产的诱导, 因为次级抵押贷款证券化的构成使得绝大多数的款项都能获得投资级别评级^②。因此, 虽然间接地进行证券化, 银行仍然被激励遵循持有次级抵押贷款的策略, 因为这些资产与优质抵押贷款适用同样的资本费用, 却伴随次级工具提供更高的回报。

《巴塞尔 I》对于抵押支持证券的偏好对影子

银行产生影响, 原因在于, 虽然市场的运作超越了被监管的银行体系, 其主要使用者 (比如, 借款人) 却是在国际统一的银行体系下运作。富有经验的美国投资银行进入出售后再回购市场, 在《巴塞尔 II》的关键支柱——基于风险的资本充足要求——下运作^③。更重要的是, 商业银行利用出售后再回购市场对其证券化产品进行融资, 同时发行资产支持商业票据以及投资证券化抵押贷款, 这些都在银行监管者的监督和巴塞尔的约束下运行^④。

“主要市场参与者均受制于全球统一化的资本充足要求”这一时常被忽视的与影子银行业有关的现实, 依我看来, 对于从金融机构国际监管的角度理解全球金融危机之多元维度而言至关重要。与之形成对比的是, 诸如大型对冲基金的其

① 在同一风险类别内持有最高风险的资产, 常常被称为“伸手抓取收益”, 并且在其他资产风险作为监管要求之关键的情况下也会发生。参见, Bo Becker, Victoria Ivashina. Reaching for Yield in the Bond Market 5 (Harvard Bus. Sch., Working Paper No. 12-103, 2012), <http://ssrn.com/abstract=2065841>。这并非意味着, 银行只会去持有同一资产类别中风险最高的资产。我想说明的是, 巴塞尔激励银行持有这些资产, 并且在各个方面如此行事。银行一般会持有比最低要求更多的资本, 为可能会将其推向最低资本充足要求标准线下的经济波动 (由此导致他们遭受监管制裁) 提供缓冲。类似地, 银行会只持有一定的非最高风险的资产, 以确保避免未来可能需要的监管要求的提高。

② 对与外部信用评级有关的风险权重的修改, 是为了将风险权重与信用风险更紧密地结合。其直接指向国家、银行、公司以及证券化的公开透明, 由此, 高质量的企业贷款和非经济合作与发展组织成员国的风险权重将会被降低, 而那些公开透明程度较低的, 比如非投资级别企业贷款, 其风险权重则会增加。Tarullo, supra note 17, at 93-94; Basel Comm. on Banking and Supervision, A New Capital Adequacy Framework, Bank for Int'l Settlements 5, 9 (June 1999), <http://www.bis.org/publ/bcb50.htm>。同样的原理适用于美联储的追索规则, 见本页注释④对其进行的讨论。同样值得注意的是, 住房抵押贷款并没有在《巴塞尔 II》的谈判过程中成为关注的焦点。那个时候很少看到次级抵押贷款。巴塞尔对住房抵押贷款采用的路径引发的灾难性意外后果, 对我们是一次警醒, 警醒我们金融监管回应金融创新快速更新的重要性。

③ 欧盟的 2002 年金融联合体指令, 要求在欧盟运营的金融机构接受“统一监管者”的监管。当美国证券交易委员会为美国的投资银行承担该职责 (因为其对美国的投资银行的经纪自营业务进行监管) 以使得其能够在欧盟内继续运营时, 其允许投资银行遵循《巴塞尔 II》的内部评级基础方法计算资本充足要求。SEC, Supervised Investment Bank Holding Companies, 69 Fed. Reg. 34, 472 (June 21, 2004)。供应方对投资评级证券化资产的资本要求偏好原本不可能在这样的规模上成功, 然而, 当时也没有对抵押物有那么强的需求。只要抵押支持证券获得最高的信用评级, 渴望或应监管或公司文件要求机构投资者持有投资评级证券的机构投资者就是影子银行市场中抵押支持证券融资的积极参与者, 因为他们可以通过购买抵押支持证券获取比政府证券更高的收益。

④ 美国的银行监管者在 2007 年 12 月批准了执行《巴塞尔 II》的最终规则及针对大型国际活跃金融机构的内部评级基础系统。Risk-Based Capital Standards: Advanced Capital Adequacy Framework—Basel II; Final Rule, 72 Fed. Reg. 69, 288 (Dec. 7, 2007)。然而, 该规则包含三年的过渡期, 包括一个初期的一年测试期, 在此期间每家银行必须满足旧的资本充足要求并同时计算其《巴塞尔 II》的资本充足要求以向监管者展现《巴塞尔 II》计算的充分性。因此, 美国的商业银行在卷入金融危机时, 仍然在依照《巴塞尔 I》运营。相比之下, 由于欧盟已经在 2006 年采纳了并入《巴塞尔 II》的资本充足要求指令, 因此欧洲的银行当时乃是在新的协议下运营。Commission Welcomes Adoption of Capital Requirements Directive, Europa.eu (June 19, 2006), http://europa.eu/rapid/press-release_IP-06-797_en.htm?locale=en。不过, 由于“追索规则”存在, 《巴塞尔 II》中的对投资评级信用评级下的证券化资产的优惠待遇在当时已经适用于依照《巴塞尔 I》运作的美国银行。追索规则允许美国银行依赖外部信用评级机构决定某些追索债务和证券化资产的资本充足要求, 该规则被美国监管者在巴塞尔委员会提议修改《巴塞尔 I》以包括对风险权重依信用评级进行调整的两年后, 巴塞尔委员会正式通过《巴塞尔 II》的一年前采纳。Risk-Based Capital Guidelines; Capital Adequacy Guidelines; Capital Maintenance; Capital Treatment of Recourse, Direct Credit Substitutes and Residual Interests in Asset Securitizations, 66 Fed. Reg. 59, 614, 59, 619 (Nov. 29, 2001); Basel Comm. on Banking Supervision, A New Capital Adequacy Framework, Bank for Int'l Settlements (June 1999), <http://www.bis.org/publ/bcb50.pdf>。

他金融机构，由于不受制于巴塞尔资本充足要求，因此缺乏监管诱导的激励去持有抵押支持证券，所以整个部门没有集中地进行此类投资^①。

这并不是在说这些金融机构唯一重要的结构性差异就是它们是否受制于巴塞尔资本充足要求。比如，对冲基金经理的补偿结构被很多人认为，与其他金融机构的高管薪酬结构相比，更加能够和投资者利益挂钩（由此使公司价值最大化）^②。但是巴塞尔要求所创造的激励，为对冲基金和被巴塞尔规制的金融机构在抵押支持证券上投资行为方面的差异提供了最具有说服力的解释^③。补偿结构的差异并非关键性区别，因为对冲基金并非唯一一个适用前述差别投资行为的金融行业部门。作为同样不受制于巴塞尔资本充足要求的行业，保险行业也不在投资组合中持有抵押支持证券，并因此没有经历类似于银行部门在危机期间所经历的广泛传播的机构压力与倒闭^④。显然，这足以说明，通过持有风险权重所偏好的资产以满足巴塞尔资本充足要求的激励效应，对受巴塞尔监管的金融机构的行为具有深远的作用。

由于全球范围的银行都已经被激励遵从同样的商业策略，巴塞尔对证券化住宅抵押贷款的偏好的附带结果是，美国次级贷款市场的崩塌不仅对本地银行产生危害。跨境传导似乎并非只是由于外国银行在美国次级贷款市场的直接投资所

致，而且还有共同因素引发共同冲击的原因。除美国之外的其他国家经历相似的房地产泡沫，同时存在经常账户赤字与大量资本流入^⑤，导致全球银行金融危机，并伴随投资者根据美国所经历的危机对金融机构和情况的重新评估。

这并非意味着，如果没有巴塞尔，银行商业策略会完全不同。经理存在趋同投资、避免其自身由于表现不佳被投资者惩罚的诱因，这一诱因是独立于巴塞尔而存在的。趋同投资背后的原理是，如果经理遵循与同行相似的策略，那么所有公司都会同时表现得差强人意，投资人很难，如果不是不可能，将失败归结于某个特定经理的技术拙劣，因此降低经理由于表现不佳而补偿下降或失去工作的可能性（这一原理也适用于银行交易员，他们趋同以保护自身免受监管者对表现不佳的惩罚）。一些评论者进一步认为，趋同投资提高了银行受政府救济的可能性：虽然监管者可能会愿意让单家银行破产，但它不会允许所有（或几乎所有）的银行破产^[5]。

虽然两个假设的趋同效应原理都有助于解释银行持有抵押支持证券的原因，更重要的结果在于，巴塞尔通过建立国际标准和鼓励持有被证明在金融危机期间最有问题的特定资产，促进了趋同效应。因此可以相当合理地说，如果没有国际统一化资本规制所促进的对证券化抵押支持证券的趋同，银行的商业策略，包括其资产配置，将

① 这并不是在说，个体金融机构的行为没有任何变化。一些银行没有像其他银行那样在金融危机期间遭受巨大损失，因为它们没有承担太多的抵押支持证券和债务抵押债券之风险。参见，如 Gillian Tett, *Fool's Gold* (2009)（讨论了摩根大通对该部门更为保守的路径）。同时，对冲基金结果的变化也存在。一些对冲基金大量投资债务抵押债券，并且在次级问题开始之初就倒闭，参见 Julie Creswell, Vikas Bajaj, \$ 3.2 Billion Move by Bear Stearns to Rescue Fund, *N. Y. Times*, June 23, 2007, <http://www.nytimes.com/2007/06/23/business/23bond.html>，然而很少的基金在危机期间收入颇丰，因为他们主要投资对市场的看空，与大多数金融机构选择的方向相反，如 Gregory Zuckerman, *The Greatest Trade Ever* (2009)。

② 和银行员工相比，对冲基金经理只有在基金的净资产价值增长比该基金过去曾达到的最高净资产价值更高时，才能赚取绩效奖金。参见 Sebastian Mallaby, *More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite* 12 (2010)。

③ 其中，Raghuram Rajan 在其对金融危机的发生原因的广泛分析中提及这一观点。Raghuram G. Rajan, *Fault Lines* 178 (2010)。

④ 正如 Jeffrey Friedman 所言：只有（银行监管者）犯了错误，才能够解释为何他们所监管的银行，较之其他类别的投资者而言，如此一致地易受机构债券和高评级私有抵押支持证券之诱惑。大大小小的银行都大量购买机构抵押支持证券以及私有抵押支持证券，与其他机构完全不成比例。养老基金、对冲基金、共同基金、普通保险公司（区别于专业保险公司），也都投资抵押支持证券（包括私有抵押支持证券），但是他们的投资组合足够多样化，因此这些金融部门都没有垮掉。然而，他们都不受制于《巴塞尔 I》、追索规则，或者《巴塞尔 II》。Jeffrey Friedman, *Capitalism and the Crisis: Bankers, Bonuses, Ideology and Ignorance, in What Caused the Financial Crisis?* 见第 26 页注释^⑤，第 48 页。追索规则在前文也有讨论。参见第 27 页注释^④。

⑤ Reinhart & Rogoff, 见第 22 页注释^③，第 244 页（该文以冰岛、爱尔兰、新西兰和西班牙为例，它们都经历了所有三个因素）。

会更加具有多样性。

要明确的是,我并非在说银行参与证券化或对抵押支持证券进行投资的唯一原因是避免资本充足要求。肯定有合理的原因致使银行如此行事,包括资金多样化和较低的融资成本^①。然而问题在于,巴塞尔向银行提供了持有这些资产的额外激励措施,导致被巴塞尔规制机构的成本效益计算与那些不受巴塞尔规制的机构截然不同。并且,受巴塞尔资本要求规制的机构的重要经济功能意味着这些机构在面临实际的困境时会得到政府救援。

紧接着美国影子银行市场恐慌引起的全球危机的欧债危机,是巴塞尔框架的强大而且有悖常情的激励因素导致金融系统稳定性严重降低而非

提升的又一例证。欧债危机的一个关键因素是巴塞尔在计算资本充足要求时给予主权债务的无风险待遇^②。在执行《巴塞尔 II》时,欧盟将所有成员国的主权债务的风险权重设置为零^③。这一计算方法激励银行持有公债而非私债,并且伴随证券化抵押贷款,持有主权资产类别内风险更高的债券,由此使得它们可以在不增加资本的情况下获得更高的回报。

巴塞尔和欧盟的执行所带来对银行持有主权债务的激励,为我们提供了探究欧盟金融危机如此棘手原因的机会。随着危机展开,许多欧洲银行,包括那些并未严重负债的国家的银行,都持有大量的希腊主权债务以及欧盟外围深陷金融危

① 参见 Basel Comm. on Banking Supervision, The Joint Forum Report on Asset Securitization Incentives, Bank for Int'l Settlements 9-11 (July 2011), <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>。在一项危机后的针对巴塞尔委员会和证券和保险监管国际机构进行的激励参与私有资产证券化的研究中,许多被访的发行人认为,资本监管不是资产证券化的主要动机,不过其他被访的公司和银行监管机构不这么认为。同上,第11-12页。Isil Erel 与其同事发现,证券化越积极的银行,持有越高评级的部分。虽然这与监管套利一致,但他们认为,持有资产是为了让投资者相信证券的质量,因为持有抵押支持证券的银行并没有更高的杠杆率,这被其解读为资本受限,且因此需要参与套利以降低其资本充足要求。Isil Erel, Taylor Nadauld, René M. Stulz. Why Did U. S. Banks Invest in Highly-Rated Securitization Tranches? (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 17269, 2012), <http://www.nber.org/papers/w17269>。不过他们同时发现,在证券化中越积极的银行,拥有的监管资本缓冲也越低,因此他们只能支持如下主张:在进一步主张监管套利需要处于监管边界的资本的前提下,数据与套利动机不相符。然而,这一观点是不令人满意的。在此情况下的银行,会受制于更高的监管要求乃至监管处罚,因此,理性的银行管理者在参与监管套利时,会持有更多的最低资本要求,以使自己不会吸引关注,并确保小的波动不会引发监管处罚。更重要的是,正如他们所承认的,因为 Erel 及其同事只拥有表内资产负债表数据,他们无法测试在表外资产支持商业票据导管中使用证券化资产核心监管套利策略。与他们的研究相比, Viral V. Acharya 及其同事为监管套利乃是银行设立资产支持商业票据导管以证券化资产的主要原因这一观点提供了证据。Viral V. Acharya, Philipp Schnabl, Gustavo Suarez. Securitization Without Risk Transfer 16-17 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 15730, 2010)。

② 在《巴塞尔 I》之下,所有经济合作与发展组织成员国主权债务被分配的风险权重都是零,只有一个在1994年增加的例外,乃是针对那些改期支付外部主权债务的国家。TARULLO, 见第23页注释④,第61页, n. 21。《巴塞尔 II》的标准化风险权重之调整,保持了对主权债务的偏好。的确,最高评级的主权风险权重维持在零,而《巴塞尔 II》更是通过允许通过国家自由裁量让银行以更低的风险权重持有本国的主权债务,由此对评级较低的主权维持更大的偏好。Implementation of Basel II, 见第24页注释②,第29页。许多法域对这种情况采用零风险权重。Hervé Hannoun, Deputy Gen. Manager, Bank for Int'l Settlements, Speech at the Financial Stability Institute High-Level Meeting in Abu Dhabi, UAE; Sovereign Risk in Bank Regulation and Supervision: Where Do We Stand? 11 n. 5 (Oct. 26, 2011), <http://www.bis.org/speeches/sp111026.htm>。巴塞尔对主权债务的偏好,正如它对住房抵押贷款的偏好一样,是一个政治上的决定,虽然和对具体国家的国内政策具有重要意义的抵押贷款相比,政治利益是普遍的。在资本要求为零的情况下,银行对主权债务的需求增加,导致债务的利率降低,而不顾其与其他非政府投资相关的风险,并因此促进了政府获取低成本资金的能力。

③ 除了致使企业和银行债务所需的三项基础违约概率底线不再适用外,《巴塞尔 II》中没有关于内部评级路径评定信用风险下的主权债务的任何规定。Hannoun, 见本页注释②,第12页。与对国家债务采取零风险权重一致的是,欧洲中央银行与欧盟的银行之间的出售后再回购交易最初平等对待所有的欧盟主权债务,由此激励欧盟银行持有外围欧盟主权债务。参见 Peter Boone, Simon Johnson. Policy Brief: Europe on the Brink, Peterson Inst. for Int'l Econ. 2 (July 2011), <http://www.iie.com/publications/pb/pb11-13.pdf>。国际清算银行官员 Hannoun 批评了欧盟的执行,认为这不符合《巴塞尔 II》的精神,并且认为,银行本应当对欧盟主权债务采取粒状风险评估并采用有差别的风评级。Hannoun, 见本页注释②,第13-14页。他因此认为,巴塞尔的要求并非银行大量持有主权债务的一个原因。同上,第10-14页。对 Hannoun 的主张较为直接的回应是:巴塞尔无法对主权债务的监管者提供任何有意义的指导,使得欧盟监管者不会(同时也在政治上不能)要求银行区分欧盟成员国债务。

机的国家的债务^①。这使得欧盟国家政府和监管者都担心,如果希腊违约,非但持有希腊债务的欧盟银行将会陷入金融危机,如果不是破产,而且会快速扩散到其他经济上十分重要的、财政上受到压力的欧盟国家和尚无压力但持有受压国家债券的欧盟国家(即可能出现扩散的景象)^②。由于恐慌,大量资金从欧盟外围国家(财政上受到压力的国家)流入德国和法国的银行^③。考虑到两个由缺陷监管政策所引发的危机的相似性,对过去几年大西洋两岸金融灾难的观察者必然会发现,国际金融监管架构明显对全球金融危机起到促进作用,且效果还在持续发酵^④。

3. 国际监管对危机的回应:《巴塞尔 III》

金融危机显示了银行内部风险评估和管理系统对抵挡金融恐慌的不足,并不出人意料的是《巴塞尔 III》对资本度量和标准框架的修订。然而,早先版本的巴塞尔协议主要结构没有被摒弃,而风险权重却被进一步修改,并增加了新的

资本适足要求。从2009年起,被称为《巴塞尔 2.5》的升级版资本适足要求开始适用于在金融危机时期造成巨大损失的证券化和自营(即对抵押支持证券和债务抵押债券的投资定位)。之后,在2010年,二十国集团批准了《巴塞尔 III》,它增加了流动性标准和“宏观审慎”资本监管,并且增加了巴塞尔 II 下的资本要求。宏观审慎资本监管试图将全系统的风险纳入考量,而非如同早先版本协议只对银行层面(“微观审慎”)监管进行关注,即单个银行倒闭的风险^⑤。

宏观审慎监管的要求包括杠杆比率,独立于资产风险并且与资本适足要求相反,要求银行在经济繁荣时期持有较高的资本,在萧条时期可以提取^⑥。相比之下,《巴塞尔 I》和《巴塞尔 II》的资本适足要求是顺应周期的,因为它们通过要求银行在经济衰退资产价值下降时增加资本,由此放大了商业周期的效应,导致信贷的进一步收

① Foreign Banks Hold \$236 Billion of All Greek Debt, Inquirer.net, May 1, 2010, <http://business.inquirer.net/money/breakingnews/view/20100501-267436/Foreign-banks-hold-236-billion-of-all-Greek-debt> (该文报道了法国和德国银行持有130亿美元的希腊债务——超过一半的希腊债务由外国银行持有)。

② 的确,在希腊主权债务的危机继续扩大之时,相当大的主权债务领域的金融压力在诸如意大利与西班牙的其他欧盟成员国之间传播,而非那些刚刚被协助脱困的国家(爱尔兰和葡萄牙),如Boone & Johnson,见第29页注释③,第2-3页。

③ 参见,比如Bryan Noeth, Rajdeep Sengupta. Global European Banks and the Financial Crisis, Fed. Res. Bank St. Louis Rev., Nov/Dec, 2012, at 457, 472-75. 银行同业声称遵循了相似的跨境趋势。参见William A. Allen, Richhild Moessner. The Liquidity Consequences of the Euro Area Sovereign Debt Crisis 12-14 (BIS Working Paper No. 390, 2013)。值得强调的是,主权债务压力和国内银行压力之间有很强的相关性。同上,第2-3页。

④ 此时,底特律2013年7月登记的破产是否预示着市政债务领域更广泛的危机是未知的。但是它提供了另一个资本监管偏好导致的反向激励的例证。欧洲的银行持有相当大比例的城市无担保债务,这是因为欧盟通过执行巴塞尔,给予美国州以及市政债务较优的风险权重待遇。参见Detroit's European Aftershocks, Wall St. J., July 25, 2013, <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887323610704578625581625448910.html>。巴塞尔的资本适足要求被认为促成了至少一次全球金融危机:20世纪90年代的亚洲金融危机。在受该危机影响最深的国家中,“主要薄弱环节”乃是国内银行从大型国际活跃银行处对外国货币的短期借贷。《巴塞尔 I》通过给予短期银行间贷款较之长期借贷或非银行借贷而言更低的风险权重,刺激那些银行进行上述借贷。参见Reforming Bank Capital Regulation, Shadow Fin. Reg. Comm. (2000), <http://www.aei.org/article/16542>。亚洲银行把借来的资金再以本国货币的形式出借给国内公司,承担巨大的外汇汇率风险,同上,而当国内公司无法偿付贷款时,风险转化为真实的危机。更进一步而言,“(由于暴露于外汇风险)对孱弱的亚洲银行拥有最为集中的债务主张”的国际性的银行,是在1990年代资本受限的、软弱资本化的银行,并且因此受到更大的刺激去持有风险权重待遇更优的资产。同上。

⑤ 比如,Stefan Walter, Sec'y Gen., Basel Comm. on Banking Supervision, Speech at the 5th Biennial Conference on Risk Management and Supervision at the Bank for International Settlements' Financial Stability Institute: Basel III and Financial Stability (Nov. 3-4, 2010), <http://www.bis.org/speeches/sp101109a.htm>。巴塞尔委员会的成员国在2009年扩大到包含二十国集团。

⑥ 同上。较之核心风险权重资本适足要求而言,杠杆比率的目的是把握总资产的风险。虽然这些内容对巴塞尔监管而言是全新的元素,但是它们在国内监管中被运用。数十年来,美国银行监管长期以来一直采用独立的杠杆比率要求,而西班牙对呆账准备金采用了十年之久的被称为“动态准备金条款”的逆周期路径。由于调整目标不同,这与巴塞尔提议的方案运作大相径庭。如The Role of Macroprudential Policy: A Discussion Paper, Bank of England 7-8 (Nov. 19, 2009), <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/roleofmacroprudentialpolicy091121.pdf>。

缩并恶化了经济萧条的范围和深度^①。

在金融危机后,《巴塞尔 III》的框架被迅速同意。然而,银行有了较之《巴塞尔 I》和《巴塞尔 II》而言更长的时间满足新要求。一些要件被延缓近十年,而许多增加的资本适足要求则会按阶段逐渐实施。比如,最低的普通股资本比率要求被安排在 2013 年提高,但要到 2015 年才会到达最终目标,而资本保护预算的适足要求则在 2016 年才会被阶段性实施,直至 2019 年才会达到最终目标^[6]。

延期执行背后的合理性在于,立即执行显著提高的资本适足要求可能会减缓全球经济复苏,给银行时间通过增加收益留存和筹集新资金调整较高的资本适足要求。此外,考虑到针对此类规范的国际经验缺乏,诸如杠杆比例要求在內的一些条款在起草时,还加入了观察期,以此允许巴塞尔委员会评估其有效性并且对“意外后果”进行调整^②。

从表面上与早先的《巴塞尔协议》对比,《巴塞尔 III》的基本原理是系统稳定(降低系统性风险),并未提及保持国内银行国际竞争力的目标^③。尽管表面如此,竞争力的顾虑仍然在《巴塞尔 III》的制定和执行中有明显体现。比如,《巴塞尔 III》保留了核心资本之定义的三方协议。早在原始版本的《巴塞尔协议》中,美

国、欧洲和日本的监管者就协商调整资本的定义,以囊括一般不被理解为属于核心(股权)资本的项目(考虑到国内商业实践,若排除这些项目,则会使得银行需要筹集更多的资本)^④。此外,被延长的渐进执行具有为较弱银行提供更多时间对高资本适足要求进行调整的效果,尽管没有言明,同样也起到了确保“赛场”平等的效果^⑤。

最为重要的是,巴塞尔委员会对各国执行《巴塞尔 III》的正式评估(定期向 G20 报告)评价合规的方式,系测定或者“金融稳定性或国际公平竞争”不一致的影响^[7]。与此观点相一致的是,政府、银行以及评论员已经对其他国家在执行《巴塞尔 III》过程中的延迟或对特定要求的偏离提出反对,声称这样的迟延与偏离不利地影响了他们的竞争力^⑥。因此,虽然《巴塞尔 III》自称系统性风险是其唯一目标,公平竞争的理论已经被重新引入了《巴塞尔 III》的执行中。最正确的结论是,巴塞尔委员会并没有在《巴塞尔协议》的新版本中摒弃长期存在的二元理论。虽然从公众视角而言较为模糊,监管者对于国内银行国际竞争力的关注强化了这样一个现实:即巴塞尔中弥漫着具有影响力的大国的政治考量和银行的寻租行为。这些大国明确地或心照不宣地认为其国内银行是“冠军”^⑦。

① 巴塞尔体系下存在问题的顺周期性,在全球金融危机之前就被广泛认识,并且在《巴塞尔 II》的咨询阶段受到很多批评和研究。参见,如 Fabrizio Fabi, Sebastiano Laviola, Marullo Reedtz. Lending Decisions, Procyclicality and the New Basel Capital Accord 363, in 22 Bank for Int'l Settlements Papers 361, 363 (2005) (被称作经济学领域的“伟大辩论”,因为“大量论文”讨论了资本适足要求的顺周期性)。

② 参见,如 Walter, 见第 30 页注释^⑤。

③ 比如, Basel Comm. on Banking Supervision, 见参考文献 [6], 第 1 页 (“改革的目标是为了提高银行部门吸收金融和经济危机压力引发的冲击的能力,由此降低风险从金融部门向实体经济流动的风险”)。考虑到《巴塞尔 III》补充性的宏观审慎要求,其较之过去的协议同样也更明确地关注系统性风险。参见,如 Tarullo, 见第 23 页注释^④, 第 22 页 (认为《巴塞尔 II》没有明确关注系统性风险)。

④ 讨论的项目——日本银行的递延所得税资产、美国银行的抵押服务权,以及法国和德国银行在其他金融机构的少数利益——被保留在核心资本中但限制在 10%。Basel Comm. on Banking Supervision, Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Bank for Int'l Settlements 26 (June 2011), <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>。将这些项目包含进核心资本并且比例相同的唯一解释,就是政治经济学;国家监管者在寻求将他们“全国冠军”的实践方式与新体系相适应。

⑤ 委员会认为大型银行最需要转型期,因为它们将会需要筹集大量资本以满足新要求。Basel Comm. on Banking Supervision, The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G-20, Bank for Int'l Settlements 12 (Oct. 2010), <http://www.bis.org/publ/bcbs179.pdf>。

⑥ 参见 Tom Newton, Europe Goes its Own Way on CVA, Risk Mag., Mar. 28, 2013, <http://www.risk.net/risk-magazine/feature/2256979/europe-goes-its-own-way-on-cva> (引用对欧盟关于与非金融方进行衍生交易豁免《巴塞尔 III》所要求的增加资本抵押的批评,以表达对该豁免会破坏公平竞争的顾虑)。

⑦ 参见,如 Tarullo, 见第 23 页注释^④, 第 87 页 (将《巴塞尔 II》的谈判过程描述为“政治和选举广泛介入的贸易谈判”)。

4. 维持巴塞尔向前运行的影响

虽然巴塞尔结构存在着不言自明的缺陷,并且导致了全球金融危机,银行监管者和政府官员在后危机时期的回应仍然是诉诸于统一资本充足要求这一失败的策略,而非重新考虑其基本原理。考虑到拯救受巴塞尔管制的公司所需的大规模救市,理性的观察者或许应当期待金融监管者更为谨慎行事,而非在国际监管统一化这条道路上越陷越深。这一经验本应当警醒监管者,国际监管统一化通过激励全球金融机构在已被证明严重错误的监管下遵循相同的商业策略,尽管并非故意但却严重助长了全球经济灾难。

当然,人们可以相当合理地地质问,正如本文通过对巴塞尔在全球金融危机中糟糕的表现推断,国际标准统一化应当被重新考虑,这样的结论是否合理?毕竟,2008—2009年的危机已经被专家描绘成了一场完美的风暴:即某个因素独立发生时不会导致危机的实质发生,或者至少不会产生同等程度的严重性,但是一旦所有因素一并发生时会带来灾难性后果的事件^①。在这种最糟糕情况发生的时候,即便是值得称赞的监管体系也会崩塌。而且,任何旨在降低风险的监管安排必须有成本收益分析,由此引发预防的目标应当是百年一遇还是千年一遇的洪水的判断。然而,这些看上去有道理的关于巴塞尔的主张其实连简单的说服力都没有。正如附录所言的,大量发表在危机之前的评估《巴塞尔 I》和《巴塞尔 II》对国内银行系统表现、稳定性和竞争力之影响的学术研究发现,巴塞尔即便在全球金融危机的完美风暴发生之前,也无法实现其目标。

当然,即便曾经失败,巴塞尔委员会对危机的应对——使得统一的资本充足要求更加复杂化的一系列快速修补内容——可能确实是有帮助

的。毕竟,《巴塞尔 III》中的许多更加新的组成部分与著名的金融经济学家所倡导的资本充足要求和系统性风险路径相一致^②。这些条款可能会缓解《巴塞尔 II》中失败的风险权重及内部风险计算组成部分所引发的不当激励,而《巴塞尔 III》基于的正是这样的激励。此外,可以指出的是,只有《巴塞尔 III》最终将系统性风险明确地称为一种监管顾虑^③。然而,如果由此认为,《巴塞尔协议》最新的版本将会创造一个崭新的世界金融秩序,并由此避免未来的危机,这将会是一个严重的错误。事实上,无论监管重点如何从微观转向宏观谨慎,任何未来的统一化监管工具都无法实现这一目标。

事实上,且不谈具体路径、风险权重或者系统性风险测量恰当与否的不确定性,巴塞尔的整体设置本身就存在内在的、系统性的缺陷。金融机构的运作处在动态与不确定的环境中,而监管者的技术知识和资源总是落后于被监管方。此外,一开始合理的监管要求在变化的环境下,不但会过时,而且还有可能有致命缺陷,比如巴塞尔风险权重对于证券化债务抵押债券及主权债的偏好。在这种环境下,一个能够持续测试、学习和适应变化环境的监管体系,并且敏锐的新信息将会在巴塞尔繁复、由上而下的统一路径前形成决定性的优势。这是因为,《巴塞尔协议》的修改需要长时间的多边谈判和暗中的政治博弈。结果是,目前巴塞尔的构成对革新并不友好,而且是根据国家监管路径定制的。费劲的修改流程则与他们所需要的恰恰对立。将监管多样性引入巴塞尔框架的机制将会降低各方谈判的影响力,由此降低对监管革新的阻碍。打个比方,如果一国认为其发明出了更好的监管“捕鼠器”,将不必

① 参见,如 Willem H. Buiter. *Lessons from the 2007 Financial Crisis 1* (Ctr. for Econ. Policy Research, Discussion Paper No. DP6596, 2007), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140525 (“我们近来目睹的跨越工业化国家的问题……是由聚合若干微观经济和宏观经济问题的‘完美风暴’所导致的”); George G. Kaufman. *The Financial Turmoil of 2007-09: Sinners and Their Sins 3* (Networks Fin. Inst., Policy Brief No. 2010-PB-01, 2010), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1577264 (“2007至2009年的危机如此之深,是一场完美风暴的结果”)

② 参见第31页注释③。

③ 参见,如 Kenneth R. French et al. *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System* (2010); Anil Kashyap, Raghuram G. Rajan, Jeremy Stein. *Rethinking Capital Requirements*, Fed. Res. Bank of Kansas City Symposium on Maintaining Stability in a Changing Financial System (2008), http://faculty.chicagobooth.edu/anil.kashyap/research/papers/rethinking_capital_regulation_sep15.pdf; Rafael Repullo, Jesús Saurina, Carlos Trucharte. *Mitigating the Pro-cyclicality of Basel II* (Ctr. for Monetary and Fin. Studies, Working Paper No. 0903, 2009), <ftp://ftp.cemfi.es/wp/09/0903.pdf>.

通过艰难的多边谈判以修改《巴塞尔协议》或蔑视巴塞尔之狭隘，而可以通过一个可行的执行机制执行。

正如前面所说，全球金融危机全面展开导致《巴塞尔 III》快速达成，而一起安排的延长渐进的实施方法——在有些情况下长达十年——挫败了表面上看似快速的监管回应。委员会成员同意使用长期渐进实施的合理的动机，不但包括他们公开宣称的理由，即要求银行在经济低迷时期增加资本将会对实体经济复苏产生不利影响，而且包括他们对于所实施的全球监管试验影响未知的判断。通过一个漫长转型的方式实施新制度是巴塞尔委员会降低风险的手段^①。这本身并不是一件坏事，但更好的途径则是坦白地承认我们有很多未知之事，或有很多事我们永远不会知晓，

并且明确地将试验和错误纳入巴塞尔的决策中，选择反复试验这种“摸着石头过河”的途径能够以国家为基础促进监管试验，而非采用风险及不确定性未知、不可知且可能引发灾难的全球性试验^②。此即本文的路径。

《巴塞尔 III》可能会通过各国执行要求节奏上的变化，向国家监管体系引入一些多样性。但是这种多样性并非刻意维持的，而且即便发生也是偶然事件。此外，偶然情况下产生的偏差并没有内设的价值与监管机制以降低其增加全球系统性风险的可能性。相比之下，本文所提议的经批准的国家实验型多样性机制，能够通过透明的过程将多样性引入监管，且对监管的权衡有过考量。以这样的路径监管创新，较之强制全世界执行某一机制而言，对全球金融体系产生的风险要小得多。

参考文献

[1] Richard J. Herring, Robert E. Litan. Financial Regulation in the Global Economy. 1995: 134 - 35.
 [2] Comm. on Banking Regulation and Supervisory Practices, Outcome of the Consultative Process on Proposals for International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Bank for Int'l Settlements 1 (July 11, 1988) [EB/OL]. http://www.bis.org/publ/bcb04b.pdf.
 [3] James R. Barth, Gerard Caprio, Jr. & Ross Levine, Rethinking Bank Regulation Till Angels Govern 65 - 67 (2006).
 [4] Secretariat of the Basel Comm. on Banking Supervision, The New Basel Capital Accord: An Explanatory Note, Bank for Int'l Settlements 5 (Jan. 2001) [EB/OL]. http://www.bis.org/publ/bcb01.pdf.
 [5] Viral V. Acharya, Tanju Yorulmazer. Too Many to Fail—An Analysis of Time-Inconsistency in Bank Closure Policies, 16 J. Fin. Intermediation 1 (2007).
 [6] Basel Comm. on Banking Supervision, Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Bank for Int'l Settlements 69 (Dec. 2010) [EB/OL]. http://www.bis.org/publ/bcb189.pdf.
 [7] Basel Comm. on Banking Supervision, Report to G20 Leaders on Basel III Implementation, Bank for Int'l Settlements 33 (June 2012) [EB/OL]. http://www.bis.org/publ/bcb220.pdf.

(责任编辑：缪因知 越建蕊)

① 我在巴塞尔委员会秘书长的评论中感受到了他所意识到的此种窘境，该评论将新的要求将会“逐步实施”这一事实与“允许委员会应对任何无法预料的后果”相联系。Walter, 见第 30 页注释^⑤，第 4 页。

② 关于试验和错误路径对政策分析和一般决策的益处，参见 Tim Harford. Adapt: Why Success Always Starts with Failure (2011). Harford 将此路径视为一个较之其他复杂体系而言较不适合金融系统的路径，因为金融系统是“紧密耦合”的，因此，一个失败的试验将会导致多米诺骨牌式的传播引发灾难性的后果。同上，第 184 - 85 页。相比之下，在“松散耦合”而复杂的部门里，试验性失败能够提供有价值的信息，并且催生成功。同上，第 185 页。他因此主张，合适的监管策略应当是“去耦合”的体系，由此使得试验的规模适当。同上，第 220 页。鉴于大量研究对该理论提出质疑，认为金融体系关联应当对金融危机跨境传播负责，我认为，Harford 基于金融体系的“紧密耦合”否定金融背景下的试验机制的看法是错误的。参见 Reinhart & Rogoff, 见第 22 页注释^③，第 244 页（认为当今的传播是功能性的而非直接的，不但有跨境金融机构关联的原因，也有普通基本因素的普通冲击的原因）；Claessens, Tong & Wei, 见第 23 页注释^①（主张贸易和国内需求渠道比起金融渠道而言，在导致危机扩散出国境上起到更大的作用）；Rose & Spiegel, 见第 23 页注释^①（认为很少有证据证明金融或其他方面的跨境关联影响了危机的结果）。此外，国家监管体系的多样化将会导致金融体系的“去耦合”，因为其更不太可能遵循相似的一套监管所激励的商业策略，并因此降低同时倒闭的可能性。