

參閱文稿

北京華研有限公司
(香港) 桑尼研究公司

No. 2020~3

2020年6月29日

华尔街为什么变成了赌场？

汉斯~维尔纳·辛恩¹

上海市现代管理研究中心 李新华翻译

1、盲目的赌博天性

金融市场上发生的重大事件令许多人感触良多，本书的书名《赌场资本主义》正是这种感触的一种反映。金融危机造成的损失在不断扩大，被揭露出来的商业模式的投机性超乎人们的想象，体现出事实上金融市场与赌场相比不遑多让。在短短一年时间里，由于没有能力再去承担不断累积的风险，美国有一百多家银行或是倒闭或是被部分国有化，有

¹ 本文译自 Hans-Werner Sinn: *Casino Capitalism: How the Financial Crisis Came About and What Needs to be Done Now* (《赌场资本主义：金融危机的产生及应对》), Oxford University Press 2010, 第四章。作者曾任德国伊福经济研究所所长。

60%的主要投资银行消失不见。一定是有什么地方出了很大问题。

但到底是什么在将金融业推向悬崖的边缘？是在赌场或彩民中能够观察到的那类心理特质吗？是盲目的赌博天性在将银行推向崩溃吗？或是其他什么？

答案是多方面的。的确是赌博天性，但不同于在赌场看到的那种盲目的赌博天性。走进赌场的赌徒，肯定会对自己长期的总体亏损有所预期，但却禁不住盲目赌博天性的诱惑。虽然赢的钱有可能会超过筹码，但一个人赌的时间越长，越有可能连筹码都拿不回来。私人赌场提供的，是在数学概率上赌客赢率为负的赌博游戏，这也正是为什么经营赌场是一门好生意的原因。甚至是国家也在经常以执照和税收为手段参与这门生意。在轮盘赌中，有 0 到 36 共 37 个数字，赌客押中一个数字 1 赔 36。对于个别赌客，肯定是有输有赢，但是所有赌客平均每押上 37 个筹码赢回 36 个，净输一个，就是说赌场可以稳赢所有赌客在押筹码总额的 37 分之一，也就是 2.7%。彩票也是一种赌博游戏，其吸引力只能用一种盲目的赌博天性来解释，因为其预期收益的价值往往低于筹码的 50%。

就华尔街而言情况则有所不同。华尔街的银行参与了一场对其本身而言赢率为正的赌博，一场总体收益高于而非低于筹码的赌博。毕竟，与今天的亏损相伴而来的是持续多年的超高利润。身处金融市场重大风暴中心的投资银行，其投机行为是基于一个理性的商业模式。这个商业模式与赌博具有某些相似之处，但又有所不同，其承诺的长期来看会获得的巨额私人收益，是以社会的损失为代价。指出这一点，并没有令事情有任何好转，但却向人们展现出问题所在。

要为投资银行甚至是所有银行的巨额利润负责的，是有限责任这一法律制度。通过收益的私人化和损失的社会化，有限责任这一基本法律

制度使银行可以在赚取利润的同时，只承担微不足道的风险。要理解这一现象，我们应该首先来看一看有限责任制度的历史。

2、有限责任 —— 资本主义成功的秘诀

有限责任公司的起源可以追溯至阿拉伯、拜占庭甚或是巴比伦的商业习俗，不过这种公司模式的真正兴盛是在中世纪的意大利，当时这些商业形态被称为“克门达”（*commenda*）。“克门达”界定了投资者、管理者以及外部世界的法律关系，可以被看作是现代公司的起源。两合公司（*Kommanditgesellschaft*，即有限合伙）是德国较为普遍的商业组织形式，其起源就可以直接追溯至“克门达”。同样，俄罗斯的两合公司（*kommanditnoje tovarishchestvo*）、爱沙尼亚的有限合伙公司（*usaldusühing*）和捷克的两合公司（*komanditni spoečnost*）都或多或少与“克门达”这种公司形式直接有关。“克门达”的基本思想是：根据资本份额和劳动投入来分配利润；在任何情况下，投资者只以其投资而非个人财产对债权人承担责任。在12世纪北意大利城市热那亚、佛罗伦萨、比萨和威尼斯的经济增长中，“克门达”发挥了具有决定性的重要作用。合伙人之间的风险共担以及对外部的有限责任，使意大利商人所从事的获利丰厚但充满危险的海上贸易可以远达北非和近东。这令威尼斯成为当时世界上最富裕的城市。

今天，股份公司是有限责任公司最重要的形式，其最早起源于荷兰。成立于1602年的荷兰东印度公司（VOC）被认为是世界上第一家股份公司。² 17、18世纪的大部分海上贸易都是荷兰东印度公司在进行，

² 莫斯科公司（*Muscovy Company*）的成立要早于荷兰东印度公司。该公司于1555年获得英国王室颁发的特许状，负责组织英国王室与莫斯科之间的贸易。不过，莫斯科公司并没有发行可交易的股票，只是组织一些海上贸易，并且找不到其他效仿者。

荷兰也借此成为当时世界上的富裕国家。与意大利的“克门达”一样，荷兰东印度公司也有两种类型的所有权人：只负责出资的普通合伙人（participanten）以及管理合伙人（bewindhebbers）。但荷兰东印度公司的特质在于，即使是管理合伙人也只以其出资来承担责任，合伙人和股东也无需承担超出公司资产之外的直接责任。荷兰东印度公司于1616年通过发行股票来扩大资本金基础，股票持有者同样只以其出资来承担责任。这是世界上最早的股票。有限责任以及将众多小投资者的资金汇集起来的可能性就是荷兰的成功模式，得益于这一模式，荷兰崛起成为世界上最重要的商业国家之一。高额分红让荷兰东印度公司陷入困境，之后该公司于1798年宣告破产。当时，荷兰东印度公司的缩写“VOC”也被翻译为“vergaan onder corrupties”，意为：在腐败中死去。

步荷兰东印度公司后尘的是英国东印度公司。英国东印度公司于1600年在女王伊丽莎白资助下成立，并在弗朗西斯·德雷克爵士的带领下为王室和英国攫取了大量财富。不过英国东印度公司在1613年之前并没有采用与荷兰模式相似的组织形式，之后该公司也发行了股票，股票持有人同样只以其出资承担责任。虽然东印度公司为英国攫取了巨额财富，但其却发展成为一个国中之国，拥有一支最终人数达26万的私人军队，其规模是王室军队的两倍。继1773年被置于国家监督之下后，英国东印度公司又于1833年被剥夺了其经济功能，并最终于1873年正式解散。

在这些历史性的开端之后，许多国家在19世纪奠定了股份公司的法律基础。例如，普鲁士于1843年11月9日颁布了世界上第一部股份公司法。该法引入法人概念并对股票发行进行规范，规定股东以其投资为限承担有限责任。德国铁路网的构建就是新股份公司法最初取得的伟大成就之一，因为只有发行铁路股票，才能够筹措到建设铁路系统所需

的庞大资金。后来的诸如西门子、葛益吉、德律风根和戴姆勒等公司能够取得世界声誉，也要感谢这部股份公司法。在股份公司法颁布半个世纪后，1892年4月20日，GmbH（即有限责任公司）这种企业法律形式也在德国建立起来，同样赋予那些只有少数几个所有权人的小企业承担有限责任的权利。后来的事实表明，这是推动富有效率率的德国中小企业发展的主要驱动力。

英国颁布的《1844年股份公司法》，为该国股份公司的建立和登记奠定了第一个法律基础。但这部法律并没有赋予公司股东普遍的有限责任。由于合伙人和股东要以公司资产之外的个人资产承担直接责任，当时英国人对于组建股份公司的兴趣仍旧不大。不过一些年之后，英国在《1855年有限责任法》和《1856年股份公司法》中开始实行有限责任。《1862年公司法》则将承担有限责任的可能性，扩大至那些不是以股份公司形式组建的公司。

在美国，各州的公司法于18世纪晚期和19世纪初逐步建立起来。新英格兰地区各州最初坚持无限责任原则，³ 不过纽约州早在1811年就允许承担有限责任，新罕布什尔州和康尼狄格州则分别于1816和1818年颁布这类法律。马萨诸塞州随后于1830年颁布这类法律。如果不考虑具体法律规则，美国一些州的私法早在18世纪就支持有限责任是公司的一个常规组成部分：有限责任的确是人们组建公司的真正原因。⁴ 法庭也越来越多地把有限责任作为公司的常态来处理，除非反对意见被法庭采纳。后来到19世纪末，另外一种类似于德国GmbH的企业法律形式也在美国发展起来，同样赋予那些没有公司化的企业承担有

³ 例如，马萨诸塞州于1808年颁布的第一部一般公司设立法只规定了无限责任，有限责任只是作为一项特权赋予个别公司。

⁴ 有限责任被认为是股份公司的一个特征，几乎总是不必特别提及。事实上，有限责任是人们通过成立公司想要达到的主要目的。

限责任的可能性。⁵

在德国,银行从一开始就能够像实体经济中的其他企业一样适用有限责任条款,而在盎格鲁~撒克逊国家这类条款对银行的适用则要晚得多。在英国,有限责任直到 1879 年才被允许适用于银行类公司,在此之前,1878 年格拉斯哥银行的破产清算让其股东承担了高额的额外保留责任。在美国,直到进入 20 世纪银行股东还在不得不忍受双重责任——在科拉罗多甚至要忍受三重责任。他们不仅要用银行自身的股本来偿还债务,如果不够,还要动用其个人资产来偿还债务。当然,这需要起初就对他们应承担的责任份额进行登记。在最糟糕的案例中,为赔偿银行债权人的声索,他们还不得不按照其在银行的股份,来开发其他财富来源用以偿还债务。双重责任在 19 世纪的英联邦国家是普遍现象,直到 20 世纪 20 年代末还存在于美国的 35 个州。直到 1933 和 1935 年,美国的联邦法律才赋予银行选择权,允许其将责任承担限制为股东所持有的相应股份。直到 1953 年,美国目前的相关立法基础才得以建立,这项选择权变成了一项法规。

这些历史发展就是如今我们所熟知的资本主义制度的基础,如此才能将组建大公司所需要的众多小投资者的资金汇集起来。而且公司需要通过有限责任和对股东私人财富的保护,让小股东能有信心参与进来。

有限责任公司是资本主义成功的关键模式。它能够使大量分散资本汇集起来,无论是过去还是现在,这都是西方世界实现工业化和经济福祉的前提。在 1911 年的一次演讲中,哥伦比亚大学校长尼古拉斯·默里·巴特勒这样解释美国经济成功的原因:“再三斟酌之下,我认为有

⁵ 在宾夕法尼亚、弗吉尼亚、新泽西、密歇根和俄亥俄等州,有限责任公司(LLC)的前身“有限合伙企业”在 19 世纪末创建,这种企业组织形式与德国的 GmbH 非常类似。但直到 20 世纪 90 年代,美国各州才全部实施有限责任公司法。

有限责任公司是现代社会最伟大的发明……即使是蒸汽机和电力的重要性也远逊于有限责任公司，没有后者，它们的作用将会大打折扣。”

3、资本不足的投资银行

公司与有限责任的联手是资本主义制度的动力所在，西方世界的生活水平要归功于此。如此看来，有限责任是一个必需而且有益的法律概念。

表~4.1：美国五大投资银行 2006 年自有资本率和股本收益率

	自有资本率 (%)	税前股本收益率 (%)	税后股本收益率 (%)
贝尔斯登	3.5	25.9	16.9
高盛	4.3	40.7	26.7
雷曼兄弟	3.8	30.8	20.9
美林	4.6	25.1	18.2
摩根士坦利	3.2	25.7	21.1

注：按照更严格一点的欧洲会计准则，五大投资银行的自有资本率甚至要比表中列出的更低。例如，当金融机构之间存在相互债权追索时，美国会计准则允许它们缩减资产负债表，但在欧洲则不可能这样做。

然而，有限责任这项特权被投资银行（当然不只是投资银行）过于放大，最后它们几乎是完全不必承担责任，因为它们只以最低股本来运营。直到 20 世纪 70 年代，投资银行还都以合伙的形式组建，其合伙人要以私人资产承担无限责任。但投资银行最终发展为公司制，以便将责任限制在股本范围内。今天世界上最大的投资银行高盛，直到 1999 年才迈出公司制的步伐。另外，相较于其股本，投资银行业务额的扩张是如此之大，以至于其责任最终萎缩为只有象征性的那么一点点。表~4.1 展示的是金融危机爆发之前，美国五大投资银行在 2006 年的自有资本率。这一比率分别只有 3~4.5% 左右。鉴于投资银行交易具有极高的风

险，它们的这一自有资本率非常低，因为这意味着如果投资银行的股本被借贷出去，其业务额的杠杆系数可能高达 22~33%。虽然极高的杠杆率能够带来高股本收益率，但也会带来巨大的高风险，最初是给投资银行本身，接着是给债权人，最后是给纳税人 — 因为他们最终必须要为一揽子金融救助计划买单。

有些人可能会猜测，投资银行的资本如此不足，是因为其股东手头没有更多的资金可用。但表~4.1 表明这个猜测是不正确的。在经济繁荣时期，投资银行的股本收益率接近 25% 或更多，高盛的股本收益率更是高达 40% 以上。即使是投资银行的税后资本收益率，在 2006 年也达到 21% 的平均水平。以这样的收益率，如果利润被投资银行留存，其股本不到四年就会翻倍。在这种情况下，如果投资银行在一些年里放弃分红并且不扩大其业务额，那么它们将会有足够的股本来应对任何危机。

因此，投资银行自有资本率低的原因不是其股东缺钱，而是他们为了避免投资利润出现风险，急于通过分红拿到尽可能多的钱。对于投资银行的股东而言，重要的是要将尽可能少的资本留在银行，因为在经济动荡时期这部分资本可能会遭受损失。当崩溃即将来临时，人们的口号是 — “是时候跳船逃生了。” 其中一个具有象征意义的事件是：就在破产之前不久，投资银行贝尔斯登在 2007 年将其账面利润的 76%，作为分红分配给股东。

4、按市值计价

《国际财务报告准则》（IFRS）下的会计规则为利润分配提供了方便。在《国际财务报告准则》下，适用“按市值计价”或“按公允价值计价”原则。于是，银行和其他公司的资产必须始终按其当前市场价

格（实际或假设）计入资产负债表，即使是什么东西都没有出售。因此，在股票价格普遍上涨的阶段，高利润一定要在财务报告中体现。虽然后来银行业绩不佳，但先前其靠债务融资获取的高利润，早已被以分红的形式分配给股东。这种行为对外被解释为“股东价值”原则，即为股东创造价值。但实际上，这不过是为了保护已取得的利润，不让其因银行业绩的变化而受影响。

在欧洲大陆会计准则下不可能出现上述情况，因为基于保护债权人的理由而建立的“最低价值原则”，要求资产负债表对于资产的计价要采用“历史购买价格与市价孰低法”。按照“最低价值原则”，在股票价格上涨的时期，未实现利润不会出现在资产负债表上，也就是不会被分配给股东，而这些“隐匿”或“静默”储备金将为经济困难时期提供一个缓冲。不幸的是，世界范围内所有的大型金融机构如今都采用《国际财务报告准则》，而这个准则在相当大程度上加剧了投资银行的资本不足，使其更容易受到危机的影响。

资本不足不只是因分红而引起，更常见的原因是，投资银行放任自身外借资金的增加快于留存收益带来的股本的增加。投资银行这样做的目的是要加强资金杠杆对于股本收益率的影响。市场对于投资银行资产的估值也为杠杆作用的形成提供了方便：在股票价格上涨时投资银行之所以能够借到更多的钱，是由于他们在纸面上变得更富了。但当股票价格再次回归正常时，最终的结果就是投资银行自有资本率的缩水。⁶ 无论投资银行的资本不足是以这种方式还是分红所导致，这都是股东们的共同愿望，他们要求执行总裁们把自有资本率降低至刚好满足正常业务需求。今天政治家们所谴责的资本不足问题，不过是投资银行商业模式的一部分。

⁶ 这种效应导致会计制度具有很强的顺周期性。

资本不足使投资银行容易受到危机的冲击，这意味着在紧要关头它们用于应对亏损的股本太少。如果总额为 100 个货币单位的业务量，背后只有 4.5 个货币单位的股本做支撑，在危机时期很容易发生亏损吞噬掉股本并导致破产的情况。这是美国投资银行倒闭的真正原因。

5、像战士一样为财富而战的投资银行家： 布卢斯法则扮演的角色

更为糟糕的是，低资本自有率与有限责任的结合，会诱使股东们为了增加自身利润而要求采用更为冒险的商业模式。毫无疑问，没有人会对亏损感兴趣。但如果说有一个机会，能够在经济繁荣时期带来更高的利润，不过代价是在经济不景气时会招致亏损，但由于有限责任的存在，一个人只需承担部分责任，那么这种风险就会变得更为具有吸引力。再加上，如果其中一些亏损由债权人承担——这些债权人或是没法拿回他们的钱，或是从扮演拯救者角色的国家那里拿回他们的钱——那么冒这种风险也是值得的。即使总体而言，具有冒险性的投资策略并不比安全的投资策略利润高，但其仍然对股东有利。这是因为，冒险带来的利润通过股东分红被私人化了，而损失则由债权人或纳税人承担，从而被社会化了。利润分配的范围越大（股东数量越多），因有限责任而需要承担的那部分损失就会越小，对通过冒险提升公司利润的渴望就会越高。我把由此而产生的风险偏好称为“布卢斯法则”（Bloos rule），其他人则称之为“赌政府会拯救”。⁷ 布卢斯法则是金融危机的宏观经济要点所在，它解释了华尔街游戏与赌博的不同：在赌场中，私人收益总是

⁷ 布卢斯（Bloos）一词由英国的一句谚语而来，即 It's like getting blood out of a stone (=Bloos)，意为从石头里榨出血（油）。

为负，而华尔街则不同。在第八章中，我将就布卢斯法则到目前为止的实证效度做一些分析。实证研究表明，许多重要金融机构在危机期间造成的实际损失，要远远超过其股本，例如花旗银行、美联银行、华盛顿互助银行、房利美、房地美、美林集团和瑞银集团。

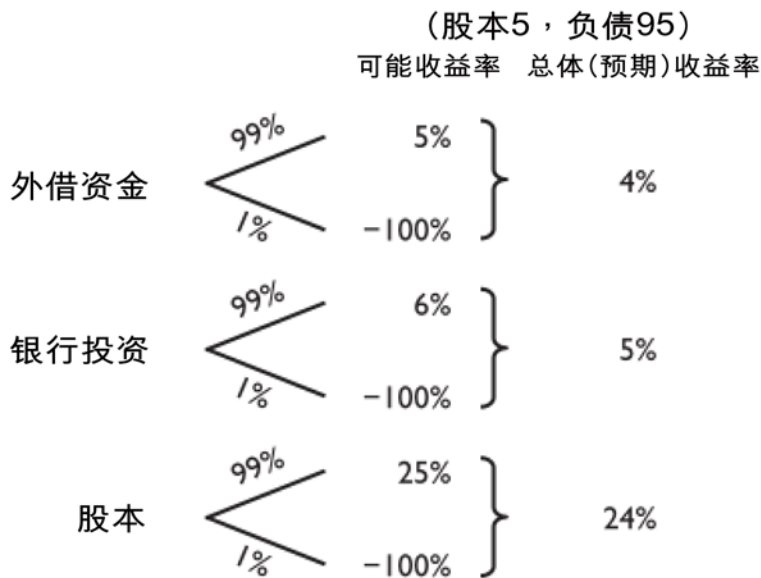
有一个例子至为关键，有助于对本书的理解。这个例子在银行业务中并非是一种非典型操作，它可以解释为什么投资银行家的行为就像是一个为财富而战的战士。我们可以假设：一家资产为 100 个货币单位的银行，其背后只有 5 个货币单位的股本做支撑，其余的则是 95 个货币单位的负债，其中债券利率为 5%。在这个利率水平上，银行发行期限为一年的债券。这家投资银行有两种商业模式可选，一种是安全的，另一种则是冒险的，投资期限都为一年。如果采用安全的商业模式，银行可以按 5% 的利率将这笔可用资金投出去。如果采用冒险的商业模式，银行可以按 6% 的利率将这笔资金投出去，但必须要预计到，这笔投资因借款人无力清偿债务而损失的可能性为 1%。换言之，在冒险的商业模式下，总体来看这笔投出去的钱在一百年里会有一年是亏损的，而在其余 99 年里则会带来 6% 的收益率。

如果这家银行选择采用安全的商业模式，那它就不能从这笔借来并用于再投资的资金中赚取利润，而只能靠其股本获得 5% 的市场收益。这个收益率非常少，少得无法维持一家银行的运转。有吸引力的商业模式不应该是这个样子。

因此，让我们来看一下冒险的商业模式，具体情况呈现在图~4.1 中。乍看上去，冒险的商业模式似乎并没有让情况有所改善，因为这一模式下的总体投资收益率只有 5%。从图~4.1 中可以看到，如果收益率为 6% 的可能性是 99%，收益率为 -100% 的可能性是 1%，那么这笔投

资的总体收益率也就只有5%。⁸ 如果收益率并不比安全的商业模式高，但又必须承担风险，那到底为什么要选择冒险的商业模式进行投资？

图~4.1：银行精算



答案在于，银行从其投资中赚取的收益并不等同于股本的收益，股本的收益要高得多。因为银行可以在情况正常时从风险中多赚取一个百分点的收益，而在灾难来临时，将大部分的损失转嫁给其他人。银行股本100%亏损的可能性为1%，那也只不过是5个货币单位而已。

如果冒险的商业模式取得成功（有99%的可能性），这家银行的资产将从100个货币单位升至106个货币单位，而按照5%的利率，其债务也将从95个货币单位升至99.75个货币单位。106和99.75之间的差额就是这家银行赚取的利润。这家银行的股本于是从最初的5个货币单位升至6.25个货币单位，这意味着其股本的收益率为25%。银行家

⁸ 这就是银行家的“拇指规则”。经过精算，预期（总体）收益率为4.94%：在投资期结束时，资产价值上涨106%的可能性为99%，而资产价值为0的可能性为1%。这意味着，投资期结束时的预期资产价值为104.94%。

和分析家常常将 25% 界定为目标收益率，⁹ 当一切顺利时，通常情况下的收益率就是如此。

有 1% 的可能，这家银行无法拿回投出去的钱，并走向破产。在这种情况下，其股本收益率为 -100%。

如果将成功和失败的投资综合起来看，投资的预期总体收益率将从 25% 降至 24%，这仍旧是一个令人吃惊的数字。¹⁰

这种商业模式的特点在于，股本的高收益率所需要承担的风险微不足道。也就是说，股本的高收益率并非来自银行资产的风险溢价。因为根据上述假设，冒险的商业模式的预期总体收益率为 5%，并不比安全的商业模式高。造成这种结果的是有限责任制度，这意味着在投资失败的情况下，损失被转嫁给其他人。

这些其他人就是银行的债权人。这些债权人被许以 5% 的收益率，但只有在一切都顺利的情况下，他们才能享受到这个收益率，也就是说有 99% 的可能性。但还有 1% 的可能性，他们将无法拿回自己的钱，因为银行破产了。因此，他们的预期总体收益率只有 4%。¹¹

上面的例子厘清了为什么“布卢斯法则”或有限责任，代表了美国投资银行赖以获取高额利润的商业模式的核心内容。不过，两者之间的相关性其实要比这大得多。无论是在美国、欧洲还是其他地方，大多数

⁹ 例如，德意志银行首席执行官曾这样说：“在当今德国，税前 25%，税后 16%，是银行的最低收益率，最好的银行要远远超过这个数字。”

¹⁰ 根据“拇指规则”重新进行的精算表明，投资的收益率只有 23.75%。股本增长至 6.25 个货币单位的可能性为 99%，减少至 0 的可能性为 1%，在投资期结束时预期股本将变为 $(99\% \times 6.25) + (1\% \times 0) = 6.1875$ 。这意味着最初 5 个货币单位股本的收益率为 23.75%，因为 $6.1875 \div 5 = 1.2375$ 。

¹¹ 银行外借资金从 95 个货币单位增至 99.75 个货币单位的可能性为 99%，跌至 0 个货币单位的可能性为 1%，投资期结束时债权人的预期资产价值为 98.75，因此最初的 95 个货币单位外借资金的收益率为 3.95%。

银行都在按照类似的模式运转。因此，因项目具有风险而向房主提供抵押贷款的美国抵押银行，以及从这些抵押银行购买基于抵押物而发行的债券的欧洲银行，都在按照类似的原则行事。它们与投资银行唯一的区别在于，投资银行在运营中需要顾忌的监管壁垒更少，其所导致的风险更高，而赚取的利润也比普通银行高。在欧洲大陆的普通银行仍满足于 15% 的股本收益率时，美国投资银行的最低股本收益率目标早已高达 25%。

所有银行都靠风险来赚取利润。它们不只是会赚取正常的风险溢价，即风险投资与较低风险投资之间的收益差额，而且鉴于其极小的自有资本率，它们还会利用将亏损风险转嫁给他人的机会来赚取收益。让银行股东感到高兴的是，投资失败时的亏损由银行的债权人承担，而在投资顺利时，则可以作为利润骄傲地呈现在资产负债表上。

从上面的例子中可以看到，银行青睐风险投资的人为动机是有限责任制度，而如果银行寄希望于万一出现什么问题，政府会出手帮助自己度过难关，那它们这样做的动机就会更为强烈而普遍。如果银行做出这样的预估，认为政府会考虑到它们规模太大而不能让其破产，因而在股本出现亏损时会出手帮自己摆脱困境，那么银行在冒险商业模式下的预期收益率会更高。假设在上面的例子中，5 个货币单位是监管机构要求的最低股本，为保护这家银行的股本基础，政府就要为超过这个数字的任何亏损买单。在这种情形下，银行可能会遭遇的最糟糕的情况就是不能从股本中赚取收益，在投资期结束时手里还是只有最初 5 个货币单位的股本。在这种情况下，有 1% 的可能银行的收益率为 0%，但不是 -100%，预期（总体）收益率接近 25%。¹² 政府的纾困保证进一步强

¹² 在投资期结束时，股本为 6.25 个货币单位的可能性是 99%，股本为 5 个货币单位的可能性是 1%。因此，预计投资期结束时的股本为 6.2375 个货币单位，这要比最初的 5 个货币单位多 24.75%。

化了银行选择冒险商业模式的人为动机。

不过这种强化只有一点点而已，因为相较于银行的业务额，受到保护的股本近乎为零。在上面的例子中，政府的纾困保证不过使股本收益率增加一个百分点，从 24% 变为 25%。这并不是一个很大的变化。唯一的重要不同可能在于银行债权人的行为。政府的纾困保证降低了债权人在冒险和安全两种银行商业模式之间做出区分的兴趣，因而他们不可能成为有助于确证银行采取更为审慎业务行为的潜在守护者。此外由于缺乏相应信息，不管怎样他们都不能令人满意地发挥这类控制功能，具体原因将在后文（即“柠檬品”交易章节）中加以解释。

6. 为什么可持续性被遗忘？

在多大程度上，银行是在有意识地选择赌博，这一点很难去确定。对于普通银行而言，忽视灾难性的风险甚至不是管理层有意识的决定。更确切地说，这种对于风险的松懈是一种市场环境所造成的“常态”。银行管理层有应对一般风险的计划，但在他们头脑中，对于只有极小概率发生的灾难性风险则不屑一顾。这就是为什么仍不清楚的是，职业银行家对于图~4.1 中呈现的基于布卢斯法则的精算，是否具有清醒的认识。在 2008 年的这场金融危机之前，当被问及有多大可能会发生一场导致其市场合作伙伴被摧毁的系统性灾难时，银行管理层毫不在乎地耸耸肩承认说，这是无可避免的命运打击。一个被默默接受的事实是，在这种情形下，债权人或国家将不得不为银行的亏损买单。不管怎样，银行管理层不会仅仅为了减少不太可能出现的灾难情形下股本的过度亏损，而情愿去抑制对于他们眼中所谓常规业务的热情。正如在前文中的例子中所分析的那样，这个损失是股本的 20 倍还是只有 10 倍对于银行

管理层而言完全无关紧要，毕竟对于一座在大火中坍塌的房子来说，是否还会遭遇地震的打击并不是一件要紧的事。就常规业务而言，风险和亏损问题并不那么重要，并没有受到银行监管者的严肃对待。银行家也许不是有意在这样做，但如同商业生活和一般生活中常见的那样，他们的行为无疑是基于对风险的漠视，以及对其他人短暂成功行为的模仿。¹³

银行的投资主管们使用的风险理论形式模型，并没有考虑过发生系统性灾难的情形，哪怕是将其作为一种遥远的可能性。他们手头有关利润波动的数据，只是从最近一些年的正常情形中得出，仅仅考虑导致每日动向变化的短期规律。他们甚至连每十年一个盛衰轮回的典型经济周期风险都没有去充分考虑。一般来说，在对模型进行校准时，只要监管机构没有提出更高要求，投资主管们就会满足于仅仅使用涵盖周期为五年的统计数据。相对于投资银行家投资赚钱的日子而言，经济周期的轮回是一个遥遥无期的漫长过程。这就是为什么世纪性的风险，例如在1929和2008年导致银行系统崩溃的那些风险，没有被投资银行家纳入考量的原因。被转化为总利润概率分布的只有股票价格和贷款损失率的日常涨跌。这就是投资银行家进行风险评估的基础。其他风险，尤其是那些理论上一百年才会出现一次的导致银行系统崩溃的风险，因受到忽视而没有被纳入他们的数据集。这类存在缺陷的模型之所以能够大行其道，是只在风平浪静的日子里进行的竞争性选择过程的结果。这些模型得出的所有有关风险价值和止损点（有1%的可能性会被超过）的数据，由于多方面的原因而低估了真实的情况。

这些过程的参与者——银行管理层及其职员——是这个“常态”的

¹³ 总体来说，关于他们为什么假设人们的行为是理性的，经济学家们并没有给出结论。是否是因为人们的认知决策，或是只是因为行为的文化规范——人们去遵循这些规范，是因为它们似乎有作用。米尔顿·弗里德曼曾称其为“仿佛法”（as if），参见米尔顿·弗里德曼为《实证经济学论文集》所作的长篇前言〈实证经济学方法论〉。

一部分，他们没有能力去反对银行业务中的这种惯例。即使他们想这样做，也没有可能的抵制手段以供使用，去选择只能带来较低股本收益率的保守的投资策略。因为金融市场会以股票价格的下跌来惩罚他们的这种行为。分析家会谴责银行的管理层，并要求他们马上改弦更张。另外，采取保守管理模式的银行会马上成为其他银行恶意并购的目标，因为它们知道只要改变这家银行的商业模式，就能赚取常见的更高收益。大银行的管理层整天生活在自己的公司会被竞争对手恶意并购的恐惧中。银行部门的并购集中进程也在快速推进；有时候，一家银行并购另外一家银行是为了防止自己被更大的鱼吞掉。¹⁴

关于并购有许多很好的理由，其中大多数是基于这样一种可能性，即通过采用更好的商业模式和利用规模经济效益可以增加利润。不过，试图从上面所介绍的赌博中获利当然也是理由之一。保守的商业模式有着较高的安全性，但利润低，依赖这种商业模式的银行是恶意并购的天然受害者。从前文给出的理由来看，这类商业模式没有使公司价值和股东价值最大化，其目标是维持公司稳定而长久的运营。如果一个精明的管理层并购了一家先前实行保守管理的银行，并在随后的经营中采取上文中所说的赌博策略，这家银行就能够实现更高的收益和更高的公司价值。原因在于，以债权人和国家的损失为代价，银行为股东提供了额外的分红。实施并购的银行的股东也可以分享到这家银行经营策略改变带来的公司价值的增长。¹⁵ 鉴于始终存在被其他公司并购的危险，一家银行的管理层没有其他选择，只能冒险采取赌博策略。

有观点认为，银行家的行为违背了有关理性“经济人”的假设，有

¹⁴ 近些年，在德国对于收购和并购的担忧尤其严重。原因在于，2002年施罗德政府取消公司交叉持股的资本利得税，引发了德国公司治理结构的重大变化。虽然这项改革是成功的，但也强化了企业对于短期利润的追逐，在相当大程度上改变了德国银行对于商业模式的态度。

¹⁵ 事实上，由于所谓的控制权溢价，被并购银行的股东要比实施并购的银行的股东获利更多。

必要用非理性行为或“动物精神”来解释发生了什么。这类因素也许同样在某些方面促成了这场危机。然而，银行之所以会采取过度冒险的经营策略，是因为它们的赌博只需承担有限责任，于是这类解释变得完全没有必要。作为对成功行为的简单模仿，当银行理性行动时（无论这种理性是有意识还是无意识），上面所说的冒险策略的确会带来高利润。但正如经济决策中常常会出现的情况那样，如果涉及到外部效应问题，个体理性会导致集体非理性。就本文所说的情况而言，银行家的上述行为对其债权人或纳税人来说是一种负外部效应，它会带来过度风险，在给私人创造利润的同时却给社会造成损失。

7、 提线木偶

需要指出的是，银行的赌博主要不是受到银行管理层的错误激励，而是受到银行股东的错误激励。这一点怎么强调都不为过。毕竟，从有限责任中获得好处的是银行的股东们。他们要求银行采取冒险但利润丰厚的商业模式，只是因为他们的可以将超过股本的亏损风险社会化。问题不在于银行管理层没有为股东利益服务，而是股东在用债权人和纳税人的钱赌博。

正是股东们在迫使银行管理层要达到高利润目标，并推动银行监管层设计出一套薪酬制度，诱导银行管理层采取适合高利润目标的商业模式。如果一家银行的总裁宣布自己的目标利润是 25%，那么接下来他就要做到这一点，否则分析家和机构投资者就会找他的麻烦。银行的相关股东往往不是不懂游戏规则的个人，而是专业人士和追逐快速高利润的大养老基金和大投资公司的代表。即使没有大股东，也会有分析家在鞭策着银行管理层。大银行的总裁要花相当大一部分时间在全世界各地游

走，在所谓的“路演”上向各个国家的分析家介绍其经营策略，试图说服分析家对他们银行的业绩抱有信心，并向投资者给出“买入”他们银行股票的建议。

这种备受批评的追逐短期利益的薪酬制度，是基于股东的利益而建立，是为了在通常情况下取得高利润，但忽视了没有人会为之负责的长期系统性风险。银行管理层的薪酬制度通常按如下方式构建：基本薪酬 +（取得高利润和股票价格上涨时的）奖金，但当他们的经营造成亏损时却不必“受罚”。例如，居住在伦敦的投资银行家安舒·贾恩，曾带领德意志银行取得令人惊叹的高利润，据说其收入往往要比身为德意志银行董事会主席的约瑟夫·阿克曼多数倍。在年景好的时候，约瑟夫·阿克曼的收入要大大超过一千万欧元，而身为投资银行家的安舒·贾恩的收入据认为是这个数字的三倍或更多，而且他还不用担心在投机失败时失去自己的财富。有限责任制度导致了公司股东在利润和亏损两者之间权责分担的不对称，而银行管理层薪酬制度在权责分担上的不对称则与之不相上下甚或是超过。在这种大环境下，投资银行家为了股东的利益而去赌博也就不足为奇。

政治家们提出，要为银行管理层建立新的薪酬制度，以引导他们执行具有可持续性的商业政策。例如，在2009年9月召开的G20匹兹堡峰会上，一些欧洲国家政府提出的那些有关银行监管的建议。这些建议并没有错，但却无效，因为核心问题不是给予银行管理层错误激励的薪酬制度，而是给予银行股东错误激励的那些制度。从前文介绍的布卢斯法则中获益的正是银行的股东们，也正是他们，为银行管理层设计出那样的薪酬激励制度，让其像战士一样为财富而战。用经济术语来讲，他们是资本，而管理层是代理人。甚至可以更直白地说：股东是提线木偶剧里的操线人，而管理层只不过是木偶。但在这场危机中，人们看到的

只是后者的罪恶，公众的批评针对的也是他们。当然不可否认，现实中管理层有时也不仅仅是木偶，他们也会忽视股东的偏好。提线木偶的线有时候就像橡皮筋一样具有弹性，操纵木偶的人很难控制木偶的行为。不过，要解释导致这场危机的银行管理层在经营中的过度冒险行为，并不必动用微妙的资本~代理人经济模型。直指问题核心的正是股东价值观本身。由于有大量外部因素被卷入银行的风险决策，股东价值的最大化并不等同于银行社会福利贡献的最大化。

问题的核心在于股东通过将他们的股本最小化来逃避责任风险的能力。因此，正如本书后面将要提到的，银行监管的改革必须从有关股本的规则开始，特别是政策制定者并没有什么有意义的手段，去规定银行股东及其在监管层的代表的薪酬制度。如果股东不得不以比现在更多的股本去负责，他们将更喜欢风险较小的商业模式，因为他们将必须承担更高份额的损失。随之而来的结果就是，他们也会为投资银行家和银行管理层制定一套薪酬制度，鼓励其以一种具有可持续性的商业政策来促进股东的利益。

上述这些讨论表明，在这当中存在着一种司空见惯的系统性过错，即类似于导致海洋过度捕捞、温室效应加剧或道路拥挤的那类系统性过错。在所有这些案例中，找出谁是要被带上法庭受审或要承担道德责任的过错方，并没有什么意义。因为这些过错已经变成了常态，在成千上万的决策者身上都会出现，没有任何一个单独的个体能够或应当承担 responsibility。只有改变做事的制度框架，并在法律和规则上加以具体规定，才能解决这个问题。但这并不意味着那些违反法律的人不应当承担 responsibility。如果面临破产，诈骗手段就会被使用，刑事犯罪就会层出不穷。无论发生在哪里，个人的违法行为都必须受到追究和惩罚。但这些方面的小举措并不能使银行系统的缺陷得到纠正。

8. “柠檬品”交易

有些人也许会认为上文所表达的观点太过悲观。毕竟，还有银行债权人可以发挥某种程度的控制功能，他们为了自身利益会去消除或至少是限制银行的风险偏好。但如果银行债权人不想玩这个游戏怎么办？如果他们不想接受只有4%的平均收益率，而想获得上面例子中所讲的5%的收益率怎么办？如果他们只想把钱借给那些选择安全投资策略的银行，或者要求银行提供更高利率来作为风险补偿怎么办？银行股东会不得不屈从于这些压力吗？

出于类似的理由，人们也许会这样反驳有关认为银行为了将可能的损失转嫁给其债权人，会试图将自己的股本最小化的观点：不管怎样，如果债权人认为银行的交易风险太高，他们可以让银行做出改变。这正是被金融理论赋予诸多重要性的所谓莫迪尼亚尼~米勒定理（Modigliani-Miller theorem）的主要内容。根据这一定理，银行是以股本还是以债务进行业务融资并没有什么不同，因为资本自有率的降低会导致债权人要求银行以更高的利率，来对他们不得不去承担的额外风险做出补偿。因此，当举债经营的银行要承担更多风险时，其股本的预期收益并不会上升，因为它们将不得不向其债权人支付更高的利率，而这会抵消举债经营带来的任何好处。在上面的例子中，如果银行选择冒险的投资选项，债权人对名义利率的要求将会是6%，而不是5%（风险厌恶意味着更高的利率要求）。这将使债权人的平均收益率维持在5%，并将银行股本的平均收益率也限制在5%。

然而，对于这类抵消作用的期望注定会失败。原因之一就是债权人对于默认由政府纾困保证的预期。如果银行债权人抱有这样看似合理的

预期，即政府不会容许具有系统重要性的银行破产，因而他们会拿回自己的钱，那么他们就没有必要去关心银行实际在拿他们的钱做什么。对于银行而言，这意味着自有资本率越高，股本的预期收益率就会越低，因为过多的股本会减少出现灾难情形时它们从国家那里获得的资助。

另外一个原因则是银行债权人缺少相应信息。对于圈外人来说，银行业务太过复杂，他们没有能力对某个银行的破产风险做出评估。虽然银行债权人可能会意识到银行有破产的可能性，并能够对预期中的政府纾困保证的变化做出反应（例如雷曼兄弟破产案中政府就没有采取救市措施），但他们没有能力分辨出由不同商业模式导致的各个银行特定破产风险的大小。每家银行都会宣称钱放在它那里是安全的，但债权人不能信赖银行的这类宣传。如果一个人不知晓一家银行如何进行投资，如何通过信贷保险或其他衍生品来保护自己免受损失，以及如何对诸如自有资本率之类的比率进行解读，而只是简单地对银行的自有资本率和资产总额有所了解，那他对银行的破产风险就会不甚了了。

有人会主张，金融产品的购买者可以凭借个人经验和银行信誉，只购买那些曾经令他本人或其他消费者满意的银行的金融产品。但只要一个理由就能令这个观点站不住脚，即破产是极端罕见的事件，人们可能无法获取必要的经验。在上面提到的例子中，银行的投资策略在前面99年里可能都是成功的，破产事件直到第一百年才会发生。这对于经验学习而言耗时太长，尤其是在这期间，银行的管理和股权结构会发生无数变化，将令这类经验的价值大打折扣。

这就是为什么实际从业者只会对莫迪尼亚尼~米勒定理一笑了之。即使他们并不清楚为什么会这样，但在这些实际从业者看来，与以高资本自有率运营的银行相比，高杠杆银行的股本收益率毫无疑问会更高。因为杠杆实际上意味着为了银行所有者的利益，而将负担转嫁给纳税人

和债权人。

对于债权人而言，要想能够对银行的杠杆风险有所反应，他们需要掌握有关银行内部结构以及会计细则的深奥知识，而这些知识只有一些专业人士才具备。负责对银行信用及其投资策略进行评估的私营评级机构，雇用有这类专业人士，因而应当有能力揭示相关投资风险。然而出于后文第六章中将要讨论的原因，这些评级机构在这个问题上遭遇惨败。

根据所谓巴塞尔规则，银行有义务披露有关风险系数，银行债权人可以从对这些风险系数的解读中受益。这些规则，是一套国际通用的有关投资风险权重的制度，其具体实施由各国监管当局掌控。按照这些规则，风险非常高的投资的风险权重为 100%，诸如政府债券之类的几乎无风险的投资的风险权重为 0%，剩余其他投资的风险权重根据其风险大小分级确定。银行核心资本除以加权风险资产总额（或风险仓位），就可以得出所谓的一级资本充足率，该比率能够让银行债权人对银行风险有所了解。然而，美国至今仍未在其国内银行系统内实施《巴塞尔协议》。美国银行的客户甚至没有被告知有关银行一级资本充足率的信息。在欧洲，由于银行资产风险权重结构过于复杂难懂，银行证券的购买者很少知道一级资本充足率真正意味着什么。

因此，投资银行发售的金融产品显然是“柠檬品”的一个主要例子。“柠檬品”是诺贝尔经济学奖得主乔治·阿克洛夫所创造的一个词。在其 1976 年发表的论文《柠檬市场：质量的不确定性和市场机制》中，“柠檬品”一词被用来指车况糟糕的二手车，因为“柠檬”一词在美国俚语中意思为“次品”或不中用的东西。在阿克洛夫看来：与同代车相比，市场上出售的二手车的品质会更低，对于一辆二手车的车况，卖家显然要比买家更清楚。相较于那些其车辆处于良好状态的人，那些知道自己车辆有隐藏缺陷的人——例如高油耗或容易因火花塞积碳而无

法点火 — 更有可能到二手车市场上把车卖掉。由于买家在做决定时并不容易发现车辆的缺陷，那些车况良好的二手车的售价，并不会比那些带有隐藏缺陷的二手车高。这就是为什么车况良好的车辆仍旧继续在原车主手中使用，而充斥二手车市场的，有相当大一部分是带有隐藏缺陷的车辆。

银行证券的情况与二手车的情况类似：管理保守的出售安全金融产品的银行被排挤出市场，市场上只剩下“柠檬品”。鉴于具有更高的安全性，其产品的低利率是合适的，但由于管理保守的银行无法向消费者解释其产品相对于竞争对手的安全优势，当它们试图以较低利率发售产品时会失去消费者。或者当竞争迫使它们向消费者提供与竞争对手相同的利率时，管理保守的银行会失去其股东，因为股东们能够赚取的股本收益率太低。因此，管理保守的银行会被挤出市场或被选择更为冒险商业模式的银行并购，最终从市场上消失。这就是“柠檬品”交易的关键问题所在。在有限责任和信息缺失的综合效应下，以高收益率为目标的投资银行和其他银行，经受不住诱惑而去进行赌博，从而导致了这场世界性的金融危机。