

# 金融监管组织结构研究评述<sup>\*</sup>

刘锡良 刘雷

**内容提要:**每次金融危机后,优化金融监管架构都会成为反思金融危机的一个重要方面。本文着重从理论、决定因素以及对金融体系的影响三个方面回顾金融监管组织结构的相关文献。梳理发现,不同的监管结构都有各自的优势和劣势,当前理论上还没有找到一种最优的监管组织结构。实践中,各国根据自身的经济、金融、政治、文化等条件,选择了不同的金融监管组织结构。金融监管机构的集中度和中央银行涉足金融监管程度不仅对金融机构的效率、稳健性产生影响,还会影响危机期间金融体系的稳定性以及危机后的经济复苏,但结论不一。总之,无论是理论研究还是经验分析,关于金融监管组织结构都还没有一致而明确的结论,诸多问题还需要研究者们进一步反思和推进。

**关键词:**金融监管 组织结构 金融稳定 中央银行

## 一、引言

2008年的全球金融危机使各国都付出了惨痛代价,至今全球经济仍处于缓慢复苏之中。在反思这场金融危机时,很多经济学家都不约而同地将目光聚焦在了金融监管架构上,包括监管机构间协调的失败(Buiter, 2008; Leijonhufvud, 2009),中央银行流动性支持职能与金融监管的分离(Cecchetti, 2008)等。这促使各国开始了新一轮金融监管组织架构的调整和改革。实际上,自从20世纪80年代,金融监管<sup>①</sup>开始成为与财政政策、货币政策并列的政策自治领域,优化金融监管组织结构便一直是各国提高其金融稳定的努力方向之一(Masciandaro et al, 2013; Masciandaro & Quintyn, 2015)。很多国家都重构了自己的金融监管结构,从1998年到2008年,有大约60%的国家改革了金融监管架构(Masciandaro & Quintyn, 2009)。据世界银行的调研显示<sup>②</sup>,在1999年只有13个国家采用统一的金融监管架构,到2010年则增加到了31个,而采用多边监管的国家则由1999年的54个下降为2010年的40个;中央银行剥离了金融监管的国家在1999年有28个,到2010年上升为38个。为了更直观地

看到变化趋势,本文对相关数据进行量化<sup>③</sup>,结果如图1所示。从图中可见,金融监管机构整体上存在着明显的集中趋势,高收入国家的集中度一直高于中低收入国家;中央银行涉足金融监管程度在样本期间内出现了从下降到上升的反转,尤其是低收入国家和高收入国家;中央银行在整体上存在剥离银行监管的趋势,其中以高收入国家尤其明显,同时在低收入国家中央银行兼顾银行监管的概率要远高于高收入国家。

在金融监管组织结构持续变迁的背景下,迄今已有不少学者对其展开了研究。因此,本文欲系统地梳理金融监管组织结构相关文献,以期对当前新一轮优化金融监管结构的反思和改革有所助益。本文着重梳理了三个主题:(1)理论上是否存在一种最优的金融监管组织结构?(2)一国实际金融监管组织结构被哪些因素所决定?(3)不同金融监管组织结构对金融机构、金融市场的影响是否存在差异?同时,根据已有文献,每个主题中又都分为金融监管机构集中度(监管应集中于一个超级监管机构,还是多个独立、平行的监管机构,即统一监管还是多边监管的问题<sup>④</sup>)、中央银行在金融监管中的角色定位两个方面展开。

<sup>\*</sup> 刘锡良、刘雷,西南财经大学中国金融研究中心,邮政编码:610074,电子邮箱:yuchuanss@163.com。本文为国家社科基金重大项目(13&ZD030)的阶段性成果。感谢匿名审稿人宝贵的建议,文责自负。

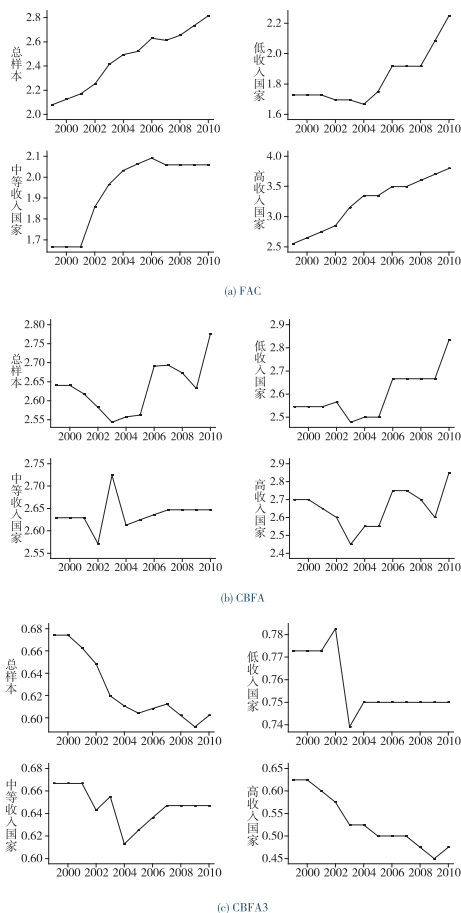


图1 金融监管组织结构趋势

## 二、理论研究

### (一) 统一监管与多边监管

对于传统银行、证券、保险三部门是统一监管还是多边监管的问题,很多学者从利弊的视角进行了定性的考察(Wall & Eisenbeis, 1999; 郑振龙、张雯, 2001; 吴风云、赵静梅, 2002; Kremers et al, 2003;

Carmichael et al, 2004; Demaestri & Guerrero, 2005; Pellegrina & Masciandaro, 2007; Herring & Carmassi, 2008; Masciandaro & Quintyn, 2009; Garicano & Lastra, 2010)。我们将相关的结果总结在了表1。从表中可见,统一监管和多边监管架构都有各自的利弊,仅仅通过利弊分析不足以判断孰优孰劣。

众所周知,金融监管的客体是金融体系,因此不少研究者试图回到金融本身上来研究金融监管组织结构的选择问题(张立洲, 2002; Kremers et al, 2003; Carmichael et al, 2004; Milo, 2007; 巴曙松、沈长征, 2016)。迄今,有三个经典的理论被提了出来:一是基于金融机构观点的机构型监管,二是基于金融功能观点的功能型监管,三是基于金融监管目标的目标型监管(项卫星、李宏瑾, 2004)。在分业经营的情况下,各金融机构间分工明确、界限清晰,因而可根据金融机构类别而分别设立监管机构。这也是被当今很多国家所采用的监管模式。然而,金融产品创新使得金融业务间的界限变得模糊,金融机构间的产品日渐趋同,因而差异化的机构型监管使得同质金融机构面临不同监管约束,违背公平竞争,也使得金融监管套利肆虐。对此, Merton & Bodie (1993, 1995) 基于金融功能的观点,提出了功能型金融监管的思想,他们认为金融功能比金融机构更稳定,并且金融机构的形式从属于金融功能,因此功能型监管更稳定、更有效。美国《金融服务现代化法案》就将“机构型监管”和“功能型监管”在监管中进行了有机的结合(赵静梅, 2007)。但是,随着金融集团的出现,无论是机构型监管还是功能型监管都不能有效地识别金融集团的整体风险,进而不能对其实施及时、有效的监督,以保证金融集团的稳健经营

表1 统一监管与多边监管

	统一监管	多边监管
优势	(1) 获得监管的“规模经济”和“范围经济” (2) 避免监管的冲突、疏漏以及重叠,强化监管者的责任心 (3) 在不同监管职能和监管技术间建立协同效应 (4) 实现监管政策的连续性 (5) 更有效的信息沟通,解决危机的及时性、准确性 (6) 便于国际合作和协调	(1) 监管机构相互竞争,从多角度、多层次提供全面、真实、有效的信息 (2) 筑起不同金融业务间的“防火墙”,防止非系统性风险传递、扩散 (3) 提供专业化、高质量的监管 (4) 有利于金融创新
劣势	(1) 监管目标之间存在冲突 (2) 监管手段选择上存在冲突 (3) 权力集中易导致官僚主义、形式主义以及“监管捕获” (4) “圣诞树效应”,即机构权利存在内生、无限增加的趋势 (5) 监管刚性,不利于金融创新	(1) 当出现危机时,各机构间相互推诿 (2) 监管重叠,监管疏漏 (3) 监管机构间缺乏合作与沟通,或协调沟通成本巨大 (4) 监管竞争导致监管松弛 (5) 政策不连续

(Jackson & Half, 2002)。因此,一些学者提出基于金融监管目标的目标型监管。譬如,将金融监管目标划分为保持个体金融机构稳健、保持宏观金融稳定以及保护消费者三个方面,并分别设立监管机构(Herring & Carmassi, 2008)<sup>⑤</sup>。美国最近颁布的《现代化金融监管架构蓝皮书》就在其现有的监管架构上引入了目标监管,提出了更加一体化、系统化的金融监管架构。这三种理论监管架构依从一个渐趋宏观的视角对金融体系进行了剖析,但是,尽管目标型监管、功能型监管相比机构监管更加趋向于一体化的监管,但在实际的监管安排上仍会涉及多个监管目标或者多个功能,面临着是设立一个监管机构还是多个监管机构的问题。因此,从监管客体出发也不能完全地解决统一监管和多边监管问题的争议。

从本质上讲,金融监管架构是政府对监管权利的一种配置,是一种委托代理关系。但以这一视角切入的文献还不多,最近 Foarta & Sugaya(2016)做了一个尝试,其构建了一个两期模型,分析了政府选择集中或者分散式的监管模式时,如何在信息与努力之间动态权衡。笔者相信,从信息经济学的视角深入分析监管机构间信息的传递、机构间的激励以及危机期间彼此的协同合作等将是未来金融监管结构理论研究的一个重要方向。

## (二)中央银行是否兼顾金融监管

历史上很长一段时期,中央银行被同时赋予了稳定物价和稳定金融体系的职能。不过,随着央行获得更多货币政策的独立性,相关规制央行的法律也更注重强化央行独立稳定物价的职能,审慎监管开始被赋予了其他专门的监管机构。然而,学界对央行是否应兼顾金融监管始终存在着争议,很多文献对该问题进行了利弊分析(Peek et al, 1999; Ferguson, 2000; De Luna-Martinez & Rose, 2003; Arnone & Gambini, 2007; Blinder, 2010; Pellegrina et al, 2014; Masciandaro & Quintyn, 2015)。表 2 总结了正反两方的观点,但

最终结论仍然是见仁见智。

实际上,中央银行是否兼顾金融监管并不是一个简单的监管结构利弊问题,其更多地涉及央行货币政策在追求物价稳定的同时,是否能控制住资产价格和信贷的波动,以稳定金融体系,即金融监管与货币政策的兼容性问题。持肯定观点者认为微观信息有助于央行实施更加精准的货币政策,并且央行最后贷款人的职能也需要知道金融机构的偿付能力和流动性状况,因此央行应负责金融监管。基于该思想,Repullo(2000)借鉴不完全合约理论分析,认为央行应负责应对小的银行流动性冲击,并且银行审慎监督职责应归于央行,因为小冲击比大冲击更加频繁<sup>⑥</sup>。Ponce & Rennert(2015)则进一步地在区分了系统性银行与非系统性银行后指出,央行不但应该在正常时期给面临小流动性冲击的非系统性银行提供紧急流动性支持,而且在危机期间还应扩大支持力度。然而,持否定观点者指出这种分析没有考虑银行间市场。实际上,在一定利率水平下,该市场能够调节银行间的流动性,对冲异质性银行冲击,即银行间市场的存在使得不需要央行对小的个别银行流动性冲击实施直接干预。同时,利率政策在调控杠杆高企、过度风险承担、资产价格偏离等问题上是一个糟糕的政策工具,即使能起到些许作用,也是以产出作为代价(Blanchard et al, 2010)。只要独立的货币政策能够控制住通胀,保持总体物价稳定,那么投资者和金融机构对未来经济的担忧便会降低,促使金融稳定;反之,如果物价过度波动,那么金融体系也将不稳定(Borio et al, 2002)。

从实践来看,后一种观点被大多数国家所采纳,但仍有不少国家继续让央行承担着整体金融稳定的职责(Oosterloo & Haan, 2004)。只是在这种情况下,央行失去了主动实施“前瞻性”货币政策阻止资产价格泡沫的动力,中央实质上充当的仅是“最后贷款人”的职能,即流动性提供者,或者说危机管理者的角色。尽管这一金融监管安排使得中央银行在金

表 2 央行涉足金融监管的利弊

好处	坏处
(1) 规模经济 (2) 信息优势,金融监督与货币政策能信息互补 (3) 有助于央行及时了解金融体系运行状况,在危机时实施更有效的危机管理 (4) 央行人员具有专业优势	(1) 目标利益冲突,金融监管削弱了央行执行货币政策的专注度,增加了监管行为的不确定性 (2) 央行权力膨胀 (3) 审慎监管易出问题,损害央行声誉,削弱货币政策可信度 (4) 流动性职能和审慎监管归属于央行可能导致金融机构道德风险增加 (5) 单一机构易被金融机构“捕获”

融稳定方面的作为有限<sup>⑦</sup>，但得益于全球近20多年的经济“大缓和”，系统性的金融危机少有发生(Masciandaro & Quintyn, 2009; Blinder, 2010; Eichengreen & Dincer, 2011)。然而，次贷危机后人们发现物价稳定并不能保证金融的稳定(Blanchard et al, 2010; Bean, 2011; Goodhart, 2011)，个体金融机构的稳定也不能保证整体金融的稳定(Crockett, 2000; Borio, 2003; Blanchard et al, 2010)，并且当今银行对银行间批发市场的依赖加剧了其对于短期利率的敏感性(Farhi & Tirole, 2009)，在危机期间，银行甚至会囤积流动性而不愿意在银行间市场交易，并可能导致银行间市场流动性枯竭(Allen et al, 2009)。这些事实皆强化了央行应对金融系统性冲击的责任。在货币政策专注于物价调控，微观审慎局限于个体金融机构稳定的情境下，承担整体金融稳定的央行必须寻求新的工具来保证金融的稳定。正是在这样的背景下，宏观审慎监管在危机

后得以兴起。然而，当前学术界对宏观审慎管理工具的研究尚在进行中，央行涉足金融监管的界限问题还没能达成一致(Blinder, 2010)<sup>⑧</sup>。总而言之，央行是否涉足金融监管的问题还有诸多方面有待深入研究。

### 三、金融监管组织结构的决定因素

在理论上，学界还未能发现一个最优的金融监管组织结构，因而不少研究者试图从实证分析中发现影响金融监管组织结构的因素，估计影响因素与金融监管结构间的相关性，为各国寻找最佳的监管架构提供更具实践意义的指导。

#### (一)金融监管机构集中度的影响因素

由于金融监管安排数据收集上的困难，相关研究在最近十年才开始出现。Masciandaro(2007, 2009)，Melecky & Podpiera(2013)对这一问题进行较为深入的研究，相关实证结果我们总结在了表3中。

表3 金融监管机构集中度的决定因素

		Melecky & Podpiera (2013)	Masciandaro (2009)	Masciandaro (2007)
样本		98个国家(1999—2010)	91个国家(2006)	89个国家(2004)
计量方法		面板 Probit 模型	序数 Logit 模型	Logit, Probit 模型
被解释变量		监管集中度(1,2,3,4)	FSU(1,3,5,7)	FAC(1,3,5,7)
政治制度因素	CBFA		—**	—***
	政府治理指数	+**	+***	+***
	央行独立性(CBI)	—***	—	
经济金融因素	GDP	+***	+	—***
	人口	—***	—**	—**
	市场 vs 银行		+	+
	股票市值/GDP			—
	信贷/GDP	r		
	股票市值	—***		
	银行资产		+	
	OECD		+	r
	历史危机	+***	+	
	对外依存度	+***		
	非利息收入	—		
	银行集中度	+		
	私人信贷比	+***		
地理法律因素	纬度		+	+
	欧洲		—	+
	普通法		+	+
	民法		+**	+***

注:(1)“\*\*\*, \*\*, \*”分别表示1%, 5%, 10%的显著性水平下显著。(2)表中“+”“—”表示控制变量的系数为正或负, 而“r”表示相关性不能确定。(3)文献中政治治理指标都采用 Kaufmann et al(2003, 2010)的结果; 中央银行独立性及其治理指标是 Grilli et al(1991)和 Arnone et al(2009)的研究结果。(4)市场与银行指标来自于 Demirgüç-Kunt & Levine(1999), 根据一系列银行与证券发展指标之比计算得出, 数值越高代表该国股市在金融体系中比重越大。

1. 政治制度因素。从监管主体来说,金融监管安排是一个行政问题,现有政治体制不可避免地会对其产生影响。首先,实证结果显示拥有良好公共治理的国家采用集中监管模式的可能性越大。其次,中央银行制度包括两个方面。一方面是央行涉足金融监管的程度。实证显示央行涉足程度与金融监管一体化程度呈显著的负相关关系,这一现象被称为“央行的碎片化效应”(Central Bank Fragmentation Effect)(Masciandaro, 2009)。这可能是因为,当央行作为主要监管者,或监管者之一时,再采取集中的金融监管模式会削弱央行的权威,并且容易导致权利角逐竞争。另一方面是央行的独立性。该指标的实证结果系数为负,并且显著(Melecky & Podpiera, 2013),表明央行独立性越强,其参与审慎监管的可能性越小。因为审慎监管更易产生监管问题,影响央行的声誉,削弱其传统货币政策职能的可信性。

2. 经济与金融环境。从监管对象来说,金融监管制度安排必须考虑到本国经济金融的特定发展水平和阶段。(1)经济发展水平。Masciandaro(2007)发现GDP同金融监管集中度指标呈显著的负相关,而Melecky & Podpiera(2013)则发现两者呈显著的正相关关系。我们认为后者的正相关关系可能更为可靠:一是前者对GDP采用的是绝对的指标,而后者采用的是人均指标,人均指标在反映经济发展水平上更准确;二是引言部分关于监管结构趋势的分析表明,高收入国家存在金融监管机构集中的趋势,而高收入一般与高人均产出存在正的相关关系。另外,人口与监管集中度指标的回归系数显著为负,说明人口少的国家更趋向于采用集中的金融监管构架,这可能是因为金融人才缺乏,而集中监管可使现有金融人才得到充分利用(Masciandaro, 2007)。(2)金融因素。首先是金融结构,其可能直接影响金融监管制度与分工结构(张立洲, 2002; 巴曙松、沈长征, 2016),但实证文献没有给出一致的结论。Masciandaro(2007, 2009)发现以市场主导的国家采用集中监管模式的可能性越大,而Melecky & Podpiera(2013)却得到了相反的结果,其发现证券市场绝对规模与监管集中度指标回归系数显著为负,而一些银行业特征指标则显著为正。其次是历史危机,经验研究证实了经历过金融危机的国家趋向于采用集中的金融监管模式(Masciandaro, 2009; Melecky & Podpiera, 2013)。

3. 地理和法律因素。(1)地理因素影响金融监

管制度的表现之一便是区域内国家间的“从众效应”,但没有发现充分的证据(Masciandaro, 2009)。另一个地理因素是纬度,其对金融监管制度产生影响可能源于两个方面的原因:一是高纬度国家多为曾被欧洲殖民的热带地区,欧洲定居者并不适应热带气候,趋向于简约体制,而这种简约体制可能一直延续至今(Acemoglu et al, 2001; Beck et al, 2003);二是热带地区无法大规模耕种,人们为了生存而奔波,不容易产生复杂的体制。文献为此提供了微弱的证据(Masciandaro, 2007, 2009)。(2)法律因素<sup>⑤</sup>,实证显示拥有民法传统的国家更趋向于采取集中的监管模式(Melecky & Podpiera, 2013)。

## (二)影响央行涉足金融监管的因素

表4总结了关于影响央行涉足金融监管程度因素的相关实证文献。在分析之前,很有必要对文献中的量化方法进行简单的说明。除了本文引言部分采用的度量方法外,文献资料中还涉及三种度量的方法:(1)二元指标。央行如果涉足金融监管则赋值为1,否则为0。(2)现实中,银行监管与央行更为密切,因而在量化时给予央行是否涉足银行监管更高的数值,如Masciandaro et al(2015)。(3)Hirschman指数法<sup>⑥</sup>,Pellegrina et al(2014)构建的央行监管分享指数CBSS就是采用的这种方法。对于何种方法更优目前并没有定论,这里姑且认为它们都是正确的度量方法。

1. 政治制度因素。首先,央行自身因素,这包含了两个方面:一个是央行的独立性,不仅是法律上的独立性,也包括了操作层面上的独立性。理论上,独立性影响具有不确定性,这是因为:(1)从政府视角来看,央行的独立性越强,其监管容忍或者官僚主义的风险就越大,尤其是当操作独立性强并且央行目标不明确时,因而政府当局趋向限制央行权利(Pellegrina et al, 2013, 2014)。(2)央行独立性越大,其承担的声誉风险就越大。因金融监管出现问题的可能性要明显大于货币政策,所以政府出于对货币政策可信性的考虑,会限制央行涉足金融监管的程度。(3)然而,随着央行独立性的增加,其将承担更多货币政策失误的责任,这使央行有涉足金融监管的冲动,因为个体金融机构的信息可使其更好地制定和实施货币政策。文献证据显示,央行独立性(尤其是操纵独立性)与央行涉足金融监管程度呈显著的负相关关系(Pellegrina et al, 2013, 2014; Masciandaro et al, 2015),表明对央行权力膨胀的担

表4 央行涉足金融监管程度的决定因素

	Masciandaro et al (2015)	Pellegrina et al (2014)	Pellegrina et al (2013)	Dincer et al (2012)	Masciandaro (2009)	Masciandaro (2007)	
样本	100个国家 (1996—2013)	88个国家 (2007)	88个国家 (2010)	89个国家 (1998—2009)	91个国家 (2006)	89个国家 (2004)	
计量方法	重对数模型	OLS	Probit	Logit	Logit	Logit, Probit	
被解释变量	E-CBFA (1,2,3,4,5,6,7)	CBSS (0-1)	CBBA (0,1)	二元指标 (0,1)	CBFA (1,2,3,4)	CBFA (1,2,3,4)	
政治制度 因素	金融监管一体化(FAC)				—***	—***	
	央行独立性(a,b)	(a)—*** (b)+**	—*	(a)—** (b)r			
	央行目标			+**			
	政治稳定性				—***		
	政府治理能力	r			+**	r	r
	腐败指数	—***	r	—			
经济金融 因素	汇率制度(a,b)		(a)—*** (b)+***				
	对外依存度	+***					
	人口	r	—	r	—	—**	
	市场 vs 银行		+	+	+	+	
	股票市值/GDP		+			+	
	银行资产/GDP	—		—			
	GDP	—***	—		+***	—	—
	OECD	—		—			—
	失业率	+*		+***			
	银行集中度	—	+**				
	历史危机	+***					
地理因素	纬度	—	+*	—		+	
	欧洲		—	—	+	+*	
	美洲		—	—***			
	亚洲		+	—***			
	大洋洲			—***			
法律体系	普通法		r		+	+	
	民法		—**		+**	+	
	法制				—***		
宗教因素	佛教	—**		r			
	天主教	—***		—			
	伊斯兰教	—***		+***			
	新教	—***		—			

注:(1)“\*\*\*, \*\*, \*”分别表示1%, 5%, 10%的显著性水平下显著。(2)表中“+”、“—”表示控制变量系数的符号,而“r”表示系数符号不确定。(3)央行独立性指标中a指操作上的独立性,譬如不参与公共债券的一级市场,央行自订政策利率;b指法律上的独立,譬如不需要政府批准央行制定的货币政策,具有法律义务追求货币稳定。这一指标采用的是Grilli et al (1991)、Arnone et al (2009)、Romelli (2014)的GMT指数。(4)Pellegrina et al (2013)将央行目标分为了物价稳定、流动性、产出以及其他目标四类(基准组),分别赋值1、2、3、4,前三个目标与币值稳定紧密联系,央行拥有有限的自由裁量权,而其他目标代表了央行被赋予了不明确的目标,央行裁量空间更大。结果都显著,为了简明,表格中只给出了最小的显著水平。(5)政治稳定、政治治理指标来自Kaufmann et al (2003, 2010),其中,Dincer et al (2012), Masciandaro et al (2015)采用的是Kaufmann et al (2010)的指标。(6)Pellegrina et al (2014)区分了七种不同的汇率制度安排。在摘录时我们采用了二分法,a表示浮动汇率而b代表了其他汇率制度,因为以浮动汇率为参照时,其他的汇率制度的系数都为正,且显著,而浮动汇率单独回归时,符号为负,并且作者在做稳健检验时也采用了这种二分法。

忧以及声誉机制的存在减少了央行涉足金融监管的可能性。另一个自身因素则是央行法定目标。通

常,央行法定目标不仅仅是稳定物价,还可能是流动性控制、产出控制、保持经济增长、充分就业等目标。

Pellegrina et al(2013)发现更明确的目标会增加央行涉足金融监管的可能性,因为政府不会担心央行在金融监管上次优选择行为。其次,政治体制因素也包括了两个方面。其一是政治的稳定性,政治动荡的国家为了应对频繁的金融波动可能采取集中的金融管制模式,这也被战时金融管制所证实。Dincer et al(2012)发现政治稳定性与央行拥有金融监管权力之间负相关,即国家的动荡让央行负责金融监管的可能性增加了。其二是政府治理能力与腐败。证据显示,一国政治治理越良好,其腐败发生的概率越小,央行获得更多金融监管权利的可能性越大(Dincer et al, 2012; Pellegrina et al, 2013; Masciandaro et al, 2015)。

2. 经济与金融因素。(1)汇率。汇率本质上是一个货币问题,很多国家的央行对稳定汇率直接负责,因而在有限的资源和能力下,央行涉足金融监管程度受到汇率制度的影响。Pellegrina et al(2014)发现相比固定汇率国家,实施浮动汇率的国家央行涉足金融监管的程度更小<sup>①</sup>。这可能有两个方面的原因:一是相对固定的汇率制度能够隔绝很多国际风险冲击,央行有能力兼顾国内的微观审慎监管;二是非浮动汇率制度是一个可度量的政策目标,降低了央行自由裁量权,央行用货币政策弥补监管失误的操作空间减少。但 Masciandaro et al(2015)却发现对外依存度与央行涉足金融监管程度系数为正,并且显著,表明一国越开放,对外贸易占国内生产总值的比例越高,央行涉足金融监管的程度越大。这似乎隐藏着这样的一个逻辑:越是开放,面对的国际共同冲击越多,越需要央行对整体金融体系进行监管以保障经济金融体系应对国际冲击的弹性。粗看两篇文献的结论似乎相悖,其实不然:一国对外开放程度越高,面对的国际冲击就越多,为应对这些冲击存在两种不同的方式,一是实施相对固定的汇率制度,隔绝冲击,二是成立一个超级监管者来应对冲击。因此,对外依存度(开放度)可能不直接影响央行涉足金融监管程度,而是通过汇率制度选择间接影响。(2)金融结构。文献结果显示以市场主导的国家其央行涉足金融监管的可能性越大(Masciandaro, 2007, 2009; Pellegrina et al, 2014; Masciandaro et al, 2015),但是在统计上都不显著,因此金融结构与央行涉足金融监管程度的关系还有待深入研究。(3)宏观经济因素。除了 Dincer et al(2012)外,其他文献都发现人均 GDP 越高,央行涉足金融监管的可能性越小;结合前面发现的高收入国家存在央行减少

涉足金融监管程度的趋势,负相关可能更为可信。另外,高的历史失业率会显著增加央行涉足金融监管的可能性(Pellegrina et al, 2014; Masciandaro et al, 2015)。(4)历史危机。证据显示,发生过危机的国家更趋向于让央行涉足金融监管(Masciandaro et al, 2015)。

3. 地理、法律与宗教因素。(1)地理因素。Pellegrina et al(2014)在部分的回归模型中得到高纬度地区央行涉足金融监管程度更大,但其他文献并没有得到类似的结果。另外,非洲相对于其他州,央行涉足银行监管的可能性更高(Pellegrina et al, 2013)。(2)法律因素。Dincer et al(2012)发现以英国法为代表的普通法系国家央行涉足金融监管程度较小,而以德国法为代表的民法国家央行涉足金融监管程度较大,但 Pellegrina et al(2014)却得到了相反的结果。(3)宗教。伊斯兰教国家(主要分布在亚洲和非洲)的央行更可能涉足金融监管(Pellegrina et al, 2013),而 Masciandaro et al(2015)以宗教人数比例为控制变量却得到了相反的结果。另外,文化也可能对制度选择产生影响,马勇(2013)就发现具有较高社会自律水平的国家,中央银行更倾向于分离银行监管职能。总的来说,地理、法律和宗教因素对央行涉足金融监管的程度产生了影响。

#### 四、金融监管组织结构与金融体系的稳定性

无论怎样设计金融监管结构,最终目的都是为了促使金融机构稳健经营以及维护金融体系的健康稳定。因此,可利用各国不同实践所提供的“准自然实验”数据,采用实证的方法研究不同金融监管结构下金融机构和金融体系的稳定程度。这也从另一个视角为寻找最优金融监管结构提供了参考。

##### (一)金融监管机构集中度与金融稳定

目前关于金融监管机构集中度与金融稳定方面的实证文献还不多,表 5 中总结了部分相关文献。由于目前学界对金融稳定的衡量尚无统一方法,不同学者采用了不同的金融稳定指标<sup>②</sup>,并且大部分研究都集中在银行业上。

研究金融监管机构集中度与金融体系稳定性的文献凤毛麟角,并且结论不一。ihák & Podpiera(2008)发现一国在一体化的监管架构下整体金融监管质量更好,具体体现在一体化监管对保险、证券市场等其他非银行金融机构的监管质量产生了显著的正向影响,而对银行监管无影响。然而, Masciandaro et al(2013)以 2008 年金融危机后宏观经济弹性

表5 金融监管组织结构与金融稳定

作者(年份)	Doumpos et al(2015)	Gaganis et al(2013)	Masciandaro et al(2013)	Barth et al(2002)
样本数据	94个国家1756家银行 (2000-2011)	78个国家3886家银行 (2000-2006)	102个国家 (2007-2009)	70个国家 (1999)
计量方法	分层线性模型	面板模型	OLS	OLS, 2SLS
因变量	银行稳健性z-得分	银行利润率(PBT)	GDP	银行稳健指标CAMELS
因变量的度量	$z = (\text{ROA} + \text{EA}) / \text{sd}(\text{ROA})$	随机前沿技术	2008-2009年GDP的平均增长率	财务比率
控制变量				
金融监管机构集中度	SUI(1,2,3,4)	FSU(1,3,5,7)	FSHH(0-1)	二元变量(0,1)
回归结果	+; 与危机的交互项+***	-***	-**	C: +** ; A: + ; M: 成本- , 收入+ ; E: ROA+ , ROE+ ; L: -**
央行涉足金融监管程度	CBFA(1,2,3,4)	CBFA(1,2,3,4)	CBSS(0-1)	二元变量(0,1)
回归结果	+* ; 与危机的交互项+**	-***	r	C: - ; A: +** ; M: 成本- * , 收入- ; E: ROA+ , ROE+ ; L: -
其他控制变量	历史金融危机, 人均产出, GDP增长率等	央行独立性, 资本充足率, 真实GDP等	人口, 政府监管能力, 金融自由化等	人均产出, GDP增长率, 市场纪律, 监管强度等

注: (1)“\*\*\*, \*\*, \*”分别表示1%, 5%, 10%的显著性水平下显著。(2)表中“+”“-”表示控制变量的系数符号, 而“r”表示系数符号不能确定。(3)CBFA、FSU和SUI按照Masciandaro(2009)的方法计算; FSHH和CBSS按照Hirschman指数法计算; Barth et al(2002)采用了二元变量, 其中集中度指标取值为1时表示银行被单一机构监管, 央行涉足金融监管程度取1表示央行直接监管银行。(4)Barth et al(2002)借鉴银行运营质量评价体系CAMELS构建银行的稳健性和安全性指标, 包括了五个方面的指标: 资本充足率C(用资本资产比度量); 资产质量A(不良贷款率NPL衡量); 管理质量M(以非利息成本与资产比、非利息收入占总收入比度量); 盈利E(用净资产收益ROA, 每股收益ROE衡量); 流动性L。(5)Doumpos et al(2015)中的危机哑变量取值规则为: 发生危机的年份取1, 否则取0, 而银行危机的数据来源于Laeven & Valencia(2012)。

为考察对象, 发现金融监管机构集中度同经济弹性呈显著的负相关, 金融集中监管不利于经济的复苏。

金融监管机构集中度与金融机构关系的研究相对要丰富一些, 但大多集中在银行业。最早的文献是Barth et al(2002), 他们以驼峰评级体系作为银行稳健性指标, 发现银行被多个监管者共同监管的国家, 其银行资本充足率比单一监管国家低2.43%, 同时银行具有较高的流动性风险。尽管Barth et al(2002)没有找到银行监管结构对银行成本、利润产生影响的显著证据, 但是Barth et al(2003)却发现监管安排对银行的利润有微弱的影响<sup>⑤</sup>, 即单一监管机构提高了银行的利润。早期文献采用的方法较为简单, 一些银行或者国家的特征并没有被考虑到, 对此Doumpos et al(2015)采用分层线性模型, 同时控制国家和银行两个层面的特征, 他们以银行稳健性(z得分)为因变量, 实证发现在危机期间, 集中的金融监管架构能够缓解危机对银行稳健性产生的负面影响; 在区分了银行规模后发现这种缓解效应在大银行身上显著, 而小银行不显著。这些文献结果趋向于集中监管, 然而并非所有文献都如此。譬如, Gaganis et al(2013)采用随机前沿技术估算银行利润效率, 发现随着金融监管机构集中度的提

高, 银行的效率变得更低。当然, 也有得出中立观点的文献, 譬如Doumpos et al(2015)就发现在正常时期, 金融监管机构集中度对银行的稳健性没有显著的影响。

针对非银行金融机构的相关实证文献则更加少见。最近, Kim & Kwon(2015)以OECD国家的人寿保险公司为样本, 发现寿险公司在单一监管模式下比分业监管模式下拥有更高的利润<sup>⑥</sup>。但是, 关于金融监管模式对保险公司、养老金等非银行金融机构的影响是未来该领域一个重要研究方向。

## (二) 央行涉足金融监管程度与金融稳定

以央行是否兼顾金融监管对金融稳定的影响开展实证研究的文献也不多, 一些文献往往将其与金融监管机构集中度一起讨论, 这部分文献在表5中给予了总结。总体来看, 相关文献大致可分为宏观和微观两个视角。

从宏观视角的分析着重于研究央行涉足金融监管程度对系统性危机、通货膨胀、经济增长等的影响。譬如, 早期Goodhart & Schoenmaker(1995)以24个国家140家问题银行的处理案例为对象, 用统计分析的方法对比发现, 将货币政策与金融监管合并的国家在统计上呈现出更少的银行失败案例;



Melecky & Podpiera(2015,2016)指出有发达金融市场或者正处于快速金融深化的国家,其中央兼顾银行监管能够减少银行危机爆发的可能性。陈雨露、马勇(2012)指出在中央银行未分离或未完全分离银行监管职能的国家,金融稳定性更高,经济增速更快,且未出现明显的通货膨胀倾向;但 Noia & Giorgio(1999)对 OECD 国家的银行监管体系考察却发现中央银行垄断银行监管的国家比央行不涉足银行监管或者央行只是诸多监管者之一的国家表现出了更高的通货膨胀率,并且通胀波动也更大。另外,还有一些研究得出了中立观点。譬如, ihák & Podpiera(2008)指出央行兼顾金融监管与否对金融监管质量无显著影响,Masciandaro et al(2013)认为央行涉足金融监管对经济弹性没有显著的影响。

微观视角的分析强调了央行涉足金融监管程度对金融机构(尤其是银行)的效率、利润、稳健性等的影响。Barth et al(2002)发现央行涉足银行监管的国家其银行不良贷款率上升约 4%;Barth et al(2003)还发现央行兼顾银行监管对银行利润产生了负向影响。随着央行负责的金融部门增加,银行效率是趋于下降的(Gaganis et al,2013)<sup>①</sup>。这可能与央行的货币政策影响了其银行监管行为,紧缩性的货币政策往往伴随着银行监管的放松有关(Ioannidou,2005)。但 Doupou et al(2015)以银行稳健性(z 得分)为因变量,采用分层线性模型发现,央行涉足金融监管程度越深,银行变得越稳健,同时能缓解金融危机对银行稳健性产生的负面影响,而中央银行越独立,效果越显著;区分了大小银行后发现,小银行的稳健性依赖于央行是否兼顾金融监管,而大银行则不然。

总体来讲,央行兼顾金融监管不仅对金融体系的稳定性产生了影响,还影响了金融机构的效率、稳健性等,但文献结论不一。

## 五、结论与展望

从 20 世纪 90 年代开始,学者们就一直在寻找最优的金融监管组织结构。通过回顾相关文献可以发现:(1)金融监管组织结构的理论研究比较滞后。一方面,经济学家长期以来未充分认识到监管组织结构的重要性,认为金融监管结构设计在本质上是被动的,落后于金融创新和金融风险,并且在经济研究者的意识里,监管结构主要是政治家们角力的领域,相关研究依赖于政治学家的推动,遵循着“改革—危机—改革”的演进逻辑。另一方面,这一领域理论研究甚为零散,大部分理论分析都是建立在定性的利弊分

析之上,缺乏坚实的理论基础与数理证明。(2)各国在选择金融监管结构时,往往根据经济金融基础、政治制度、文化法律传统等国家禀赋特征构建监管结构。(3)金融监管机构的集中度和中央银行是否兼顾金融监管不仅能够对金融机构的效率、稳健性产生影响,而且还会影响金融体系的稳定以及危机后经济的复苏。

总之,无论是理论研究还是经验分析,最优金融监管组织结构的讨论都尚没有一致而明确的结论,诸多问题有待研究者们进一步地反思和推。未来金融监管组织结构的研究可以从三个方面拓展:

(1)监管主体(政府和专业金融监管机构)视角。从本质上讲,金融监管架构是政府对金融监管权利的一种配置,是一种委托代理关系,监管架构选择牵涉到诸多利益冲突和信息不对称问题。因此,借鉴信息经济学相关理论,分析金融监管权力的配置、监管机构间的协同和激励是未来一个重要研究方向。

(2)监管客体(金融体系)视角。金融监管对象是金融体系,因此检验监管架构是否有效还需返回到金融体系上来。这一视角可从几个方面拓展:一是丰富实证研究。当前关于金融监管组织结构的实证文献还比较少,并且大多数考察监管结构对金融机构影响的文献局限在银行业,因此,有必要将相关研究深入到保险、基金等非银行金融机构和证券市场。二是宏观审慎监管架构研究。系统性重要金融机构和宏观审慎监管理念在次贷危机以后被学界和实务界所重视。当前大部分国家趋向于将这一职能由中央银行兼顾,尤其是在一些中央银行已经负责微观审慎监管和政治独立性较低的国家(Masciandaro & Volpicella,2016),但这样的安排是否能够有效地控制系统性金融风险,还需要系统性的理论分析和实证检验。三是研究金融创新、金融科技等对监管架构的影响。金融创新和金融科技的发展使得现代金融体系的结构和功能日新月异,如何动态调整金融监管架构以适应金融结构和功能的变化也是一个重要研究方向。

(3)我国特殊金融监管架构的研究。我国金融监管架构的选择不仅涉及中央层面横向的金融监管结构选择问题,还涉及中央与地方纵向的金融监管安排。在国有金融机构与民营金融机构并存的条件下,监管架构的设计牵涉更多的利益冲突和信息不对称问题。因此,在研究我国最优的金融监管架构时需要研究者们将我国特殊国情嵌入到分析之中,予以深入研究。

注:

①金融监管指对银行、证券、保险等金融业的管制与监督活

动。严格来讲,金融管制(financial regulation)与金融监督(financial supervision)是有区别的:前者是针对金融活动而制定相关规则的活动,后者指对金融机构实施监督,使其活动在规则框架之内,同时惩罚未遵守规则的机构(Garicano & Lastra, 2010; Masciandaro & Quintyn, 2015)。本文对此不做区分。

②该数据是世界银行对98个国家1999—2010年金融监管安排所做的调研,包括了40个高收入国家、34个中等收入国家和24个低收入国家。

③量化方法借鉴了Masciandaro(2006)、Masciandaro & Quintyn(2009)的研究,构建了金融监管机构集中度指数FAC和中央银行涉足金融监管程度指数CBFA。FAC赋值规则为:单一监管机构负责银行、证券、保险三个部门的监管,赋值为5;如三个部门分别由三个独立的部门监管,则值为1;其他的情况赋值为3。CBFA赋值规则为:如果央行涉及三个金融部门的监管,则值为7;涉及两个则为5;一个则为3;央行不涉足金融监管则为1。CBFA3是一个二元指标,中央银行涉足银行监管时赋值为1,否则为0。

④在实践中,一些国家会将部分监管机构合并。在实证分析时会考虑到这些情况,而在纯理论分析中时常只考虑两种极端情况。

⑤一个特殊的目标型监管便是“双峰”监管,金融监管结构简单地设置为审慎监管和商业行为监管。

⑥Kahn & Santos(2005, 2006)认为Repullo(2000)不同监管者间分享审慎监管信息的假设不现实。在放松该假设后,他们认为在设计银行监管权利安排时应当考虑监管者信息分享激励,存款保险公司应该得到银行监管权或者能够在保险覆盖范围上拥有裁决权。

⑦Oosterloo et al(2007)通过对1996—2005年各国央行发布的金融稳定报告(FRS)分析发现,稳定报告指标平均只涵盖了IMF建议的33%,并且提供的信息与银行系统稳定不相关。

⑧对于中央银行是否负责资产泡沫问题,支持方认为金融不稳定不利于央行实施货币政策,故央行应全权负责,包括股权泡沫,反对方则认为应区分信贷诱致型泡沫与股权泡沫,央行应动用非利率管制工具来控制信贷诱致型资产泡沫,比如房地产泡沫。

⑨法律对金融有着深层的影响力,不同的法律传统有着不同的侧重方向,以英国为代表的普通法系强调保护私有财产所有者的权利,而以德国为代表的民法却更加强调中央集权(Levine, 2005)。

⑩假设有 $m$ 个金融部门需要监管,每个部门的监管机构数量为 $q_i$ ,则央行涉足金融监管的程度用 $s = \sum_{i=1}^m \frac{1}{m q_i}$ 来计算,其取值范围为0到1。

⑪为了克服汇率制度与央行涉足金融监管的内生性问题(两者都是政策制定者决定,有共同的因素驱动),文献选择一国内经济的国际化水平作为工具变量,但结果稳健。

⑫学界对金融稳定的度量做了大量工作,但其度量方法仍然“模糊”。深入的探讨可参阅Borio & Drehmann(2009)。

⑬两篇文献关于银行监管结构的量化方法是一致的。之所以说微弱,是因为作者用其他可替代的数据检验时没有得到相同的结果。在没有先验的证据表明那个数据更可靠以前,不能定论。

⑭该文献所获得正向显著结果是在剔除德国和美国的数据后所获的,当这两个国家加入样本后回归结果为负,但不显著。

⑮原因归结于两个方面:一是央行监管的部门增加后,其不得将有限的资源配置到众多的金融机构上,没有以银行业发展的监管视角对银行实施特定的监管,银行监管质量下降;二是央行涉足金融监管致使其官僚权力膨胀,监管效率下降,尤其是在央行独立性较差的国家,其更可能被政府“俘获”。

### 参考文献:

- 吴风云 赵静梅, 2002:《统一监管与多边监管的悖论:金融监管组织结构理论初探》,《金融研究》第9期。
- 张立洲, 2002:《论金融结构、金融监管与中国金融发展》,《经济学动态》第7期。
- 赵静梅, 2007:《美国金融监管结构的转型及对我国的启示》,《国际金融研究》第12期。
- 项卫星 李宏瑾, 2004:《当前各国金融监管体制安排及其变革:兼论金融监管体制安排的理论模式》,《世界经济》第9期。
- 郑振龙 张雯, 2001:《金融监管的制度结构研究》,《世界经济》第12期。
- 马勇, 2013:《社会自律文化、银行发展与金融监管》,《当代经济科学》第4期。
- 陈雨露 马勇, 2012:《中央银行的宏观监管职能:经济效果与影响因素分析》,《财经研究》第5期。
- 巴曙松 沈长征, 2016:《从金融结构角度探讨金融监管体制改革》,《当代财经》第9期。
- Acemoglu, D. et al(2001), “The colonial origins of comparative development: An empirical investigation”, *American Economic Review* 91(5):1369—1401.
- Allen, F. et al(2009), “Interbank market liquidity and central bank intervention”, *Journal of Monetary Economics* 56(5):639—652.
- Arnone, M. & A. Gambini(2007), “Architecture of supervisory authorities and banking supervision”, in: D. Masciandaro & M. Quintyn(eds), *Designing Financial Supervision Institutions*, Edward Elgar.
- Arnone, M. et al(2009), “Central bank autonomy: Lessons from global trends”, *IMF Staff Papers* 56(2):263—296.
- Barth, J. et al(2002), “Bank safety and soundness and the structure of bank supervision: A cross-country analysis”, *International Review of Finance* 3(3—4):163—188.
- Barth, J. et al(2003), “A cross-country analysis of the bank supervisory framework and bank performance”, *Financial*

- Markets, Institutions & Instruments* 12(2):67–120.
- Bean, C. (2011), “Central banking then and now”, Sir Leslie Melville Lecture, Australian National University, Canberra, mimeo.
- Beck, T. et al(2003), “Law, endowments, and finance”, *Journal of Financial Economics* 70(2):137–181
- Blanchard, O. et al(2010), “Rethinking macroeconomic policy”, *Journal of Money, Credit and Banking* 42(s1):199–215.
- Blinder, A. (2010), “How central should the central bank be?”, *Journal of Economic Literature* 48(1):123–133.
- Borio, C. (2003), “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, *CESifo Economic Studies* 49(2):181–215.
- Borio, C. et al(2002), “Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus”, BIS Working Paper, No. 114.
- Borio, C. & M. Drehmann(2009), “Towards an operational framework for financial stability: ‘Fuzzy’ measurement and its consequences”, BIS Working Paper, No. 284.
- Buiter, W. (2008), “Lessons from the North Atlantic financial crisis”, Paper presented at the Conference “The Role of Money Markets”, Columbia Business School and Federal Reserve of New York.
- Carmichael, J. et al(2004), *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, World Bank Publications.
- Cecchetti, S. (2008), “The Subprime Series, Part 3: Why central banks should be financial supervisors”, in: A. Felton & C. Reinhart(eds), *The First Global Financial Crisis in the 21st Century*, CERP.
- ihák, M. & R. Podpiera(2008), “Integrated financial supervision: Which model?”, *North American Journal of Economics and Finance* 19(2):135–152.
- Crockett, A. (2000), “Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability”, BIS Review, No. 76.
- De Luna-Martinez, J. & T. Rose(2003), *International Survey of Integrated Financial Sector Supervision*, World Bank Publications.
- Demaestri, E. & F. Guerrero (2005), “Financial supervision: Integrated or specialized? The case of Latin America and the Caribbean”, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 14(2): 43–106.
- Demirguc-Kunt, A. & R. Levine(1999), “Bank based and market base financial systems: Cross country comparisons”, World Bank Policy Working Paper, No. 2143.
- Dincer, N. & B. Eichengreen(2012), “The architecture and governance of financial supervision: Sources and implications”, *International Finance* 15(3):309–325.
- Doumpos, M. et al(2015), “Central bank independence, financial supervision structure and bank soundness: An empirical analysis around the crisis”, *Journal of Banking & Finance* 61(10): S69–S83.
- Eichengreen, B. & N. Dincer(2011), “Who should supervise? The structure of bank supervision and the performance of the financial system”, NBER Working Paper, No. 17401.
- Farhi, E. & J. Tirole (2009), “Leverage and the central banker’s put”, *American Economic Review* 99(2):589–593.
- Ferguson, R. (2000), “Alternative approaches to financial supervision and regulation”, *Financial Modernization and Regulation* 17(1):297–303.
- Foarta, D. & T. Sugaya(2016), “Centralization versus separation of regulatory institutions”, Seminar Papers, <http://sticerd.lse.ac.uk/seminarpapers/pspe01112016.pdf>.
- Gaganis, C. & F. Pasiouras(2013), “Financial supervision regimes and bank efficiency: International evidence”, *Journal of Banking & Finance* 37(12):5463–5475.
- Garicano, L. & R. Lastra(2010), “Towards a new architecture for financial stability: Seven principles”, *Journal of International Economic Law* 13(3):597–621.
- Goodhart, C. & D. Schoemaker(1995), “Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?”, *Oxford Economic Papers* 47(4):539–560.
- Goodhart, C. (2011), “The changing role of central banks”, *Financial History Review* 18(2): 135–154.
- Grilli, V. et al(1991), “Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries”, *Economic Policy* 13(10):341–392.
- Herring, R. & J. Carmassi(2008), “The structure of cross-sector financial supervision”, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 17(1):51–76.
- Ioannidou, V. (2005), “Does monetary policy affect the central bank’s role in bank supervision?”, *Journal of Financial Intermediation* 14(1):58–85.
- Jackson, H. & C. Half(2002), “Background paper on evolving trends in the supervision of financial conglomerates”, Harvard Law School Working Paper, June.
- Kahn, C. & J. Santo(2005), “Allocating bank regulatory powers: Lender of last resort, deposit insurance and supervision”, *European Economic Review* 49(8):2107–2136.
- Kahn, C. & J. Santo(2006), “Who should act as lender of last resort? An incomplete contracts model; A comment”, *Journal of Money, Credit and Banking* 38(4):1111–1118.
- Kaufmann, D. et al(2003), “Governance matters III: Governance indicators for 1996 – 2002”, World Bank Policy Research Working Paper Series, No. 3106.
- Kaufmann, D. et al(2010), “The worldwide governance indicators: A summary of methodology, data and analytical issues”, World Bank Policy Research Working Paper,

- No. 5430.
- Kim, B. & W. Kwon(2015), "Financial supervision, financial crisis and life insurance companies: International evidence in OECD countries", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2693410>.
- Kremers, J. et al(2003), "Cross-sector supervision: Which model?", in: R. E. Litan & R. Herring (eds), *Does the Future Belong to Financial Conglomerates?* Brookings Institution.
- Laeven, L. & F. Valencia(2012), "Systemic banking crises database: An update", IMF Working Paper, No. 12/163.
- Leijonhufvud, A. (2009), "Curbing instability: Policy and regulation", CEPR Policy Insight, No. 36.
- Masciandaro, D. (2006), "Pluribus unum? Authorities' design in financial supervision: Trends and determinants", *Open Economies Review* 17(1):73-102.
- Masciandaro, D. (2007), "Divide et impera: Financial supervision unification and central bank fragmentation effect", *European Journal of Political Economy* 23(2):285-315.
- Masciandaro, D. (2009), "Politicians and financial supervision unification outside the central bank: Why do they do it?", *Journal of Financial Stability* 5(2):124-146.
- Masciandaro, D. & M. Quintyn(2009), "Reforming financial supervision and the role of the central banks: A review of global trends, causes and effects (1998-2008)", CEPR Policy Insight, No. 30.
- Masciandaro, D. & M. Quintyn(2015), "The governance of financial supervision: Recent developments", *Journal of Economic Surveys* 30(5):982-1005.
- Masciandaro, D. & D. Romelli(2015), "Central bankers as supervisors: Do crises matter?", Baffi Carefin Centre Research Paper, No. 2015-4.
- Masciandaro, D. & A. Volpicella(2016), "Macro prudential governance and central banks: Facts and drivers", *Journal of International Money and Finance* 61(3):101-119.
- Masciandaro, D. et al(2013), "The economic crisis: Did supervision architecture and governance matter?", *Journal of Financial Stability* 9(4):578-596.
- Melecky, M. & A. Podpiera(2013), "Institutional structures of financial sector supervision, their drivers and historical benchmarks", *Journal of Financial Stability* 9(3):428-444.
- Melecky, M. & A. Podpiera(2015), "Placing bank supervision in the central bank: Implications for financial stability based on evidence from the global crisis", World Bank Policy Research Working Paper, No. 7320.
- Melecky, M. & A. Podpiera(2016), "Central bank design and banking supervision", Baffi Carefin Centre Research Paper, No. 2016-30.
- Merton, R. & Z. Bodie(1993), "Deposit insurance reform: A functional approach", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 38(3):1-34.
- Merton, R. & Z. Bodie(1995), "A conceptual framework for analyzing the financial system", in: D. B. Crane et al (eds), *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press.
- Milo, M. (2007), "Integrated financial supervision: An institutional perspective for the Philippines", Finance Working Papers, No. 12.
- Noia, C. & G. Giorgio(1999), "Should banking supervision and monetary policy tasks be given to different agencies?", *International Finance* 2(3):361-378.
- Oosterloo, S. & J. Haan(2004), "Central banks and financial stability: A survey", *Journal of Financial Stability* 1(2):257-273.
- Oosterloo, S. et al(2007), "Financial stability reviews: A first empirical analysis", *Journal of Financial Stability* 2(4):337-355.
- Peek, J. et al(1999), "Is bank supervision central to central banking?", *Quarterly Journal of Economics* 114(2):629-653.
- Pellegrina, L. & D. Masciandaro(2007), "Politicians and financial supervision architectures: Trends and the Italian case", Bocconi University Mimeo, <http://ssrn.com/abstract=1016692>.
- Pellegrina, L. et al(2013), "The central banker as prudential supervisor: Does independence matter?", *Journal of Financial Stability* 9(3):415-427.
- Pellegrina, L. et al(2014), "Do exchange rate regimes affect the role of central banks as banking supervisors?", *European Journal of Law and Economics* 38(2):279-315.
- Ponce, J. & M. Rennert(2015), "Systemic banks and the lender of last resort", *Journal of Banking & Finance* 50(1):286-297.
- Repullo, R. (2000), "Who should act as lender of last resort? An incomplete contracts model", *Journal of Money, Credit and Banking* 32(3):580-605.
- Romelli, D. (2014), "Regulatory reforms and central bank independence", Department of Economics, ESSEC Business School, mimeo.
- Wall, L. D. & R. A. Eisenbeis(1999), "Financial regulatory structure and the resolution of conflicting goals", *Journal of Financial Services Research* 16(2-3):223-245.

(责任编辑:杨新铭)

(校对:何伟)