

雷曼兄弟已去，白芝浩法则永存

——为什么美联储和财政部没有救助雷曼兄弟？*

威廉·克莱因 约瑟夫·加侬

此次全球金融危机是从雷曼兄弟破产开始的，雷曼兄弟已经成为此次危机的永久性标志。为什么美联储和美国财政部拒绝向雷曼兄弟提供救助？五年来，这个问题一直是国际经济学界争论的焦点。2013年9月，在雷曼兄弟破产五周年的时候，美国经济学家威廉·克莱因和约瑟夫·加侬发表纪念文章回答了这一问题。

关键词：白芝浩法则 雷曼兄弟 最后贷款人 全球金融危机

白芝浩法则（1873年）：为了避免金融恐慌的蔓延，中央银行应当切实履行最后贷款人职责，及时向那些濒临破产的金融机构发放贷款，金融机构则应提供充足的抵押品，并支付惩罚性高利率。

美联储主席伯南克（2008年）：美联储之所以没有向雷曼兄弟提供紧急救助，是因为它不能提供充足的抵押品，无法保证偿付美联储的贷款。

从白芝浩法则出发

2008年，美联储和财政部共同决定让雷曼兄弟破产，从而引发了震惊世界的金融危机。美联储和财政部的做法是否妥当，五年后的今天依然是经济学界争论

威廉·克莱因（William R. Cline）和约瑟夫·加侬（Joseph E. Gagnon）均系美国彼得森国际经济研究所高级研究员。

* 本文英文稿于2013年11月发表于美国彼得森国际经济研究所，由中国人民银行研究局研究员王宇、中国人民银行研究局副局长杨婷翻译。

的焦点。有经济学家认为，在此次全球金融危机中，美联储和财政部的救助政策具有明显的不一致性，它们在让雷曼兄弟破产的同时，却向其他大型金融机构提供了紧急救助。但是有证据表明，美联储和财政部的做法是符合白芝浩法则的：因为当时雷曼兄弟已经严重资不抵债，缺少可以用以担保的抵押品；而其他金融机构的抵押品相对充足。正是根据白芝浩法则，美联储才拒绝向雷曼兄弟提供救助的。

美联储遵循白芝浩法则，在紧急关头行使最后贷款人的职责，对于防止全球金融危机蔓延具有重要意义。如果贝尔斯登、房利美、房地美和美国国际集团都像雷曼兄弟一样破产倒闭，那么，由此次危机肯定更加严重，此次危机引起的经济衰退也肯定更加严重。1930年代“大萧条”之后，美国政府赋予美联储在紧急情况下的自由裁量权，而这一权力却受到了“多德—弗兰克”（Dodd-Frank）法案的限制。这固然反映了社会公众关于反对救助问题银行的呼声，但这种呼声是否理性却是值得反思的。如果在危机情况下，中央银行无法履行其最后贷款人的职责，后果可能不堪设想。

尽管雷曼兄弟是具有系统重要性的金融机构，美联储和财政部还是因其没有充分的偿债能力而拒绝救助，结果导致雷曼兄弟破产，这一做法显然只是消极地遵循了白芝浩法则。雷曼兄弟破产严重冲击了国际金融市场，使这次全球金融危机的严重性超过了历史上任何一次，并且加深了整个世界经济衰退的程度。雷曼兄弟破产的事件启示我们，在金融行业集中度日益提高的背景下，中央银行在履行最终贷款人职能时遵循白芝浩法则是十分必要的，只是金融机构的破产应该有序进行。

以上，我们简要回顾了美联储和财政部在雷曼兄弟破产问题上的做法。当时，雷曼兄弟确实资不抵债，而得到救助的其他金融机构则是具有偿债能力的，因此，美联储和财政部放弃救助前者和对后者施以援手都是符合白芝浩法则的。只是在未来可能发生的金融危机中，美联储和财政部对金融机构救助是否应当超越白芝浩法则？

关于政策的一致性问题

安德鲁·索尔金在其畅销书《大而不能倒》（*Too Big to Fail*）中，分析了在此次全球金融危机中美国政府救助行动的不一致性问题。

“在危机中，保尔森、伯南克和盖特纳等政府官员做出许多具有明显不一致的政策决定，从而加剧了金融市场动荡。比如，他们向贝尔斯登提供安全垫，为房利美和房地美提供资金帮助，对雷曼兄弟却见死不救，但在雷曼兄弟破产后不久，却又向美国国际集团提供紧急救助。美国政府这种毫无章法的做法，使其救助政策充满了不一致性。市场对此感到困惑。当困惑越来越严重时，恐慌就出现了。”^[1]

在《我们信任美联储》(*In Fed We Trust*)一书中，大卫·韦塞尔对美国政府的这些不一致行为做出了另外的解释。大卫·韦塞尔认为，当时，美联储和财政部是希望找到一位买家来收购雷曼兄弟的，但是，它们却不愿意为此买家提供资金援助。其原因在于，由于此前伯南克和保尔森决定向贝尔斯登、房利美和房地美提供救援而饱受批评，它们担心，救助雷曼兄弟可能招致更强烈的政治指责。按照大卫·韦塞尔的说法，保尔森曾经告诉伯南克和盖特纳：“我已经被人们称作‘救援先生’了，我再也不能这么干了。”同时，“保尔森与伯南克保证……他们已经向所有与雷曼兄弟有业务往来的交易商提供了足够的时间，以使它们能够采取行动来应对因雷曼兄弟破产而可能产生的冲击。保尔森和伯南克还安慰自己，自救助贝尔斯登以来，对于那些可能受到雷曼兄弟破产冲击的金融机构，美联储已经找到了向它们提供贷款的新途径。但是，他们错了。”^[2]

实际上，雷曼兄弟破产后，全球金融市场剧烈动荡、责难和批评之声四起。于是，伯南克和保尔森仅在一天之后就决定救助美国国际集团。在大卫·韦塞尔看来，雷曼兄弟破产之后，伯南克和保尔森的思想观念发生了很大的变化，他们从严格遵守白芝浩法则，转向不惜一切代价进行救助。

大卫·韦塞尔指出，在雷曼兄弟破产几周之后，伯南克和保尔森就开始抱怨，是当时的法律限制了他们的救助行动，因为雷曼兄弟无法按照相关法律规定提供充足的担保物。伯南克在2008年10月15日的一次讲话中指出，美联储没有救助雷曼兄弟是因为雷曼兄弟缺少充足的担保物。2009年1月，盖特纳在参议院的听证会上也强调了相同的观点。为什么伯南克和保尔森的说法会发生如此改变呢？2009年1月，保尔森在接受大卫·韦塞尔采访时表示，“不能说让雷曼兄弟破产是因为我们无能，如果换了你，你也没有勇气像‘皇帝的新装’中的小男孩那

[1] Andrew Ross Sorkin, *Too Big to Fail*, 2009, page 535.

[2] David Wessel, *In Fed We Trust*, 2009, page 11.

样把真话说出来。”不过，大卫·韦塞尔坚持认为，美国政府将自己的不作为归因于受法律约束只是为了推脱责任。我们永远也无法知道伯南克和保尔森当时究竟是怎么想的，但他们显然不愿意承认他们在恐慌期间的决策失误。2008年10月3日，美国政府通过《紧急经济稳定法案》，允许财政部向金融机构提供经济救助，并通过“问题资产救助计划”（TARP）购买金融机构的问题资产。

除了法律约束外，伯南克和保尔森还有其他顾虑。当时确实存在反对政府救助的政治压力。有经济学家认为，当时美联储是能够向雷曼兄弟提供救助的，但如果美联储这样做，就有可能将自己置身于欺骗社会公众的境地，因为美联储向其他金融机构提供紧急贷款时都能获得充足的担保物，而雷曼兄弟却无法提供相应的抵押品。这是美国政府坐视雷曼兄弟破产而不予救助的主要原因。

白芝浩法则反对中央银行在没有足够抵押品的情况下对金融机构进行救助。白芝浩法则认为，即使在金融恐慌期间，中央银行也只应当救助那些能够提供充分抵押品的金融机构。通过认真分析美国五家陷入困境的金融机构的财务报表，我们发现雷曼兄弟是唯一一个资不抵债的金融机构，无法提供充足的抵押品。这个结论支持了伯南克的解释（见篇首语录），也说明了美国政府没能够为雷曼兄弟找到买家。

根据《联邦储备法案》的规定，美联储的救助条件是，被救助的金融机构必须能够提供“使联邦储备银行满意的担保”。虽然关于“满意”一词有多种多样的解释，但这一条款至少意味着美联储提供的资金救助不能超过被救助者所能够提供的抵押品的价值。在此次金融危机期间，与美联储相比，财政部发放贷款的能力更为有限。事实上，最早向贝尔斯登和美国国际集团提供贷款的不是财政部，而是美联储。2008年7月，为救助房利美和房地美，美国国会通过了《住房和经济复苏法案》，在紧急援助方面授予财政部更多的权限。美国政府对房利美和房地美如此重视，与这两家机构在美国房地产市场上的重要地位有关，也与美国政府长期以来为其提供隐性担保有关。

对五家金融机构的偿债能力分析

2008年3月14日，美联储通过发放紧急贷款，协助摩根大通收购了贝尔斯登。2008年9月7日，美国财政部接管了房利美和房地美。2008年9月15日，雷曼兄弟申请破产。2008年9月16日，美联储向美国国际集团提供了紧急贷款。

这五家金融机构的不同命运与其获得紧急贷款时或破产时的偿债能力有关。

从按照市场价格计算的清算价值看，这五家金融机构在2008年年末时的清算价值均小于零，已经资不抵债。面对恐慌，投资者通常会抛售流动性较差的资产以换取流动性较强的资产。如果清算价值大于零，金融机构资产的变现收入将可以偿还其负债。但清算价值小于零并不意味着金融机构失去偿债能力，因为如果能获得流动性支持，避免按照清算价值出售其资产，金融机构仍有可能具有偿债能力。一般而言，流动性支持主要来自银行体系，提供流动性支持则是中央银行的职责所在。

我们认为，从最后贷款人的角度看，中央银行判断一家金融机构是否具有偿债能力，应该将其短期债务按正常的市场回报率展期之后，看其是否能够获得大于零的中期净收入。如果一家金融机构运用资产取得的收益和经营取得的收入不足以支付本息和营运成本，就失去了偿债能力。也就是说，计算资产价值时应将由资产产生的未来现金流按照更接近历史水平的贴现率贴现，而不应以资产在恐慌时期的市场价格作为资产的价值。相应地，判断一家金融机构是否具有偿债能力不应以其在危机期间的折价出售价格为标准，而应看其中期的资产价值是否大于负债价值。

而如果按照上述方法来判断金融机构是否具有偿债能力，首先需要预测其未来的收入与支出，这是一件比较困难的事情。我们的做法是，以2008—2013年的实际收入和支出作为危机发生时对2008—2013年收入和支出的预测。判断金融机构是否具有偿债能力的另外一种方法是，看其是否能够在一定期限内以高于政府救助资金成本的利率偿还救助贷款。

在我们的分析中，没有包括与企业持续经营相关的无形资产价值，例如，企业员工的专业知识和专业技能、企业与客户的关系、企业的品牌声誉等。如果考虑金融机构的无形资产价值，贝尔斯登和美国国际集团的偿债能力将进一步提高，但是，在持续经营的假设下，雷曼兄弟的无形资产价值仍不足以弥补其资不抵债的部分。

（一）贝尔斯登

表1是贝尔斯登的合并资产负债表，在此表中，我们将2008年2月与2008年5月的情况进行对比分析。其中，2008年2月，贝尔斯登即将获得紧急贷款；2008年5月，贝尔斯登即将完成与摩根大通的合并。2008年5月以后，由于贝尔斯登被摩根大通收购，无法继续跟踪贝尔斯登所持资产的情况。

表1 贝尔斯登合并资产负债表和美登兰合并资产负债表（单位：10亿美元）

时间	2008/2/29	2008/3/14	2008/5/30	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31
贝尔斯登								
资产								
借入的证券	129		76					
金融工具	171		137					
其他	99		76					
合计	399		289					
负债								
有担保的债务和回购	178		55					
其他借入款项	107		107					
其他	102		126					
合计	387		288					
所有者权益								
净资本	12		1					
美登兰有限责任公司								
资产(公允价值)		30		26	27	28	8	1
负债								
纽联储*		29		29	29	26	6	0
摩根大通*		1		1	1	1	1	0
其他		0		0	0	1	1	0
合计		30		30	30	28	8	0
所有者权益								
净资本		0		-4	-3	0	0	1

*：我们以面值而不是公允价值计量对纽联储和摩根大通的负债。

注：我们对美登兰有限责任公司2010年和2011年资产负债表各项目的公允价值与面值之间的差异进行了估计，并以斜体字表示估计的公允价值。

资料来源：贝尔斯登向美国证券交易委员会提供的10-Q表格；摩根大通2008年年报（第139页）；纽联储网站www.newyorkfed.org。

在这三个月中，贝尔斯登的资产缩减了1100亿美元，债务缩减了990亿美元，净资本缩减了110亿美元。其中，资产的缩减主要源于那些向债权人提供了抵押品的借入款项，这些借入款项的减值导致资产负债表的资产方和负债方同时缩减。净资本的缩减反映了资产价格的下跌程度。2008年5月，为方便摩根大通

收购贝尔斯登，纽约联邦储备银行（以下简称“纽联储”）成立了美登兰有限责任公司（Maiden Lane LLC）。按照摩根大通提出的收购条件，贝尔斯登以2008年3月14日的市场价格向美登兰出售了300亿美元金融工具，其中包括由房利美、房地美和吉利美发行、以国家信用作保证的抵押贷款支持证券100亿美元、房地产整体贷款100亿美元、由普通商业机构发行的抵押贷款支持证券50亿美元、衍生品和其他结构化资产50亿美元。

美登兰的注册资本由两部分构成，即纽联储的290亿美元高级贷款（senior loan）和摩根大通的10亿美元次级贷款（junior loan）。纽联储的救助贷款按照其贴现窗口的贷款基础利率浮动计息，利率不包括风险溢价。摩根大通的贷款按贷款基础利率加450个基点计息。美登兰后来如数偿还了这两笔贷款。截至2013年6月，纽联储在这笔投资中获得了15亿美元的剩余利润（residual profit），相当于救助贷款的实际利率高于贷款基础利率100个基点（高于资金成本150个基点）。

摩根大通为了收购贝尔斯登支付的10亿美元，大致相当于贝尔斯登被收购之前的账面价值。因为贝尔斯登被整合进了摩根大通的业务部门，所以，无法单独计算贝尔斯登被收购后的盈利水平。但大多数观察家认为，贝尔斯登出售给美登兰的资产是贝尔斯登资产组合中问题最严重的部分。但即便如此，如果以略高于低风险借款人的支付能力的利率计息，由这些资产产生的现金流还是大于300亿美元的。由此我们可以推断，贝尔斯登在获得美联储紧急贷款时是有偿债能力的，只是股东的资本损失巨大，损失比例超过90%。

（二）房利美和房地美

从某种意义上讲，美国政府对房利美和房地美的救助超越了白芝浩法则，因为美国政府不仅为这两家公司注入了流动性，而且还对这两家公司实行了国有化。国有化之后，房利美和房地美的大部分股东易人，管理层也被撤换了。在这里，美国政府之所以勇于超越白芝浩法则，主要是因为房利美和房地美在美国住房市场中举足轻重，同时，也与房利美和房地美持有大量对外国政府的承付款项有关，这些债务是其他国家官方外汇储备的一部分，美国政府承担了隐性的担保责任。

从资产负债表可以看出，如果没有美国财政部的资金投入，房利美和房地美将资不抵债。对贷款损失的过度计提是房利美和房地美资不抵债的重要原因之一。从后来的损益情况看，这些计提的贷款损失增加了房利美和房地美的净收入，也就是说，房利美和房地美实际发生的贷款损失远低于计提金额。不过，对

贷款损失的过度计提并不是房利美和房地美资不抵债的唯一原因。房利美的资产负债表附注显示，如果资产和负债均以公允价值计量，负债超过资产的部分将大于财政部投入的资金。然而，房利美和房地美目前都有盈利，在未来一段时间内仍有可能继续盈利。这说明，房利美和房地美的资产负债表遗漏了两项重要的无形资产：一是可以降低资金成本的政府支持，二是作为抵押担保提供者的垄断地位。

表2 房利美和房地美的收入、财政部投资和偿还情况及预测
(2008—2020, 单位: 10亿美元)

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2018	2020
房利美											
税前收入	-45	-73	-14	-17	17	25	25	25	25	25	25
财政部新投入资本	1	60	28	24	5	0	0	0	0	0	0
偿还款	-17	4	8	10	12	25	25	25	25	25	25
财政部本金,按5%利率	18	76	99	118	117	98	78	57	35	-13	-66
财政部本金,按10%利率	18	76	104	129	135	123	110	96	81	45	2
房地美											
税前收入	-45	-22	15	-6	9	13	13	13	13	13	13
财政部新投入资本	15	37	13	8	0	0	0	0	0	0	0
偿还款	3	3	5	6	6	13	13	13	13	13	13
财政部本金,按5%利率	12	46	56	60	58	48	37	26	14	-11	-39
财政部本金,按10%利率	12	46	59	66	67	61	54	47	38	19	-4

注：各年度的财政部本金等于上年度的财政部本金，加上按照5%或10%的利率水平计算的利息和财政部当年新投入的资本，再减去当年的偿还款。

资料来源：房利美和房地美的合并会计报表，以及作者的计算。

早在此次全球金融危机之前，美国政府对房利美和房地美的隐性担保就已经存在了。许多人对此持批评的态度。我们认为，如果没有政府的隐性担保，如果没有其在美国房地产市场中的特殊地位，房利美和房地美很可能早就资不抵债了。不过，房利美和房地美的重组问题不能与它们2008年时是否具有偿债能力混为一谈。

重组之后，房利美和房地美仍然享有政府的隐性担保，仍然在美国房地产市

场中居于重要地位。我们对其偿债能力的评价以其损益表为准。表2显示了房利美和房地美的税前收入情况与财政部救助资金的偿还情况。我们假定，2013年房利美和房地美的收入将在2012年的基础上按照从2012年1月到2013年6月的平均增速增长，此后一直到2020年，房利美、房地美的收入将一直保持稳定。从2012年1月到2013年6月的18个月是房地产部门的稳定期，期间，特殊因素和公允价值调整对收入的影响相对较小。那么，房利美和房地美收入在可预见的将来仍将稳定增长。

在经历了四年亏损之后，房利美自2012年起恢复盈利。2009—2011年，房利美从美国财政部那里获得了大量资金支持。不过，房利美早在2009年就开始偿还财政部的债务，到目前为止已经偿还了40亿美元。美国财政部还拥有一项特殊的认股权证，即无论房利美的股权结构发生什么变化，财政部都能够拥有房利美80%的普通股股权。我们假设，为了向财政部支付股利，房利美从2013年开始将所有净收入都支付给财政部，其中包括财政部作为优先股股东应得的股利，以及扣除优先股股利后剩余的税后收益的80%。如果财政部对由其提供且房利美尚未偿还的资金要求5%的回报率，预计到2018年，房利美就能够还清财政部因为紧急救助而投入的资金，在表2中表现为“财政部本金，按5%利率”自2018年起转为负值。如果财政部对由其提供且房利美尚未偿还的资金要求的回报率为10%，房利美到2020年也能还清财政部因为紧急救助而投入的资金了，在表2中表现为“财政部本金，按10%利率”到2020年时接近于零。由此可见，房利美是有偿债能力的。

表2的下半部分是房地美的损益表。在被接管之前，房地美的总资产规模与房利美大致相当。2010年出台的新规定要求这两家公司将所有担保抵押贷款计入资产负债表。房利美的担保抵押贷款规模大于房地美，资产负债表扩张程度也大于房地美，但房地美的亏损总额小于房利美，向财政部借入的救助资金少于房利美，担保费收入也少于房利美。假定美国财政部对由其提供且房地美尚未偿还的资金要求5%或10%的回报率，那么，房地美还清财政部救助资金的时间与房利美大致相同。

评估偿债能力的另外一种方法是根据净收入估算净资本，进而判断净资本是否超过了财政部累计投入的资金。假设资本的税前回报率为每年10%，房利美250亿美元的预计年收入将使其净资本增加2500亿美元，房地美130亿美元的预计年收入则将使其净资本增加1300亿美元。因此，无论是房利美还是房地美，

由净收入带来的净资本增长都为财政部累计投入资金（截至2012年12月）的2倍。这一结果也支持了房利美和房地美在被提供紧急救助时仍然具有偿债能力的观点。

表2显示，房利美和房地美要用将近10年的时间才能还清美国财政部的救助资金。假如美国政府同意房利美和房地美延续现有的经营模式，并将隐性担保变为显性担保，那么，财政部就能行使认股权证购入普通股，并更早地向公众出售其持有的优先股和普通股。根据我们的计算，财政部将因此而获得巨额利润。财政部之所以仍未售出这些股权，主要原因在于美国政府还没有决定是否要重组房利美和房地美以及如何重组。

（三）雷曼兄弟

在这五家金融机构中，雷曼兄弟与贝尔斯登的相似度最高。它们都是投资银行，它们的杠杆率都远远高于一般商业银行（它们的资产与资本比率为20%~30%，而一般商业银行为10%。有经济学家曾经预测，雷曼兄弟将是继摩根大通收购贝尔斯登之后倒下的又一家金融机构。早在2008年3月，雷曼兄弟就已经有320亿美元的商业地产出了问题，雷曼兄弟当时考虑专门成立一家附属公司处理这笔问题资产，但到了2008年9月初，这一公司还没有成立，雷曼兄弟却陷入了危机。当时的金融环境比3月初贝尔斯登被收购时更加严峻，对雷曼兄弟资产的估价也因此更低。

表3是雷曼兄弟的合并资产负债表。在提交破产申请前夕，雷曼兄弟的资产和负债分别为6260亿美元和5600亿美元，由此推算，雷曼兄弟当时的净资本为660亿美元。三个月之后，雷曼兄弟的资产负债表收缩了一半，净资本也由正转负，为-290亿美元。资产负债表和净资本的这一变化与雷曼兄弟因无法偿还债务被迫将担保物转移给债权人有关。例如，雷曼兄弟无法偿还美联储向其提供的630亿美元借贷便利，相应的担保物就转移给了美联储。担保物转移之后，雷曼兄弟的债务随之减少。与此同时，衍生品合约的抵押品也被交易对手没收。资产缩减超过负债缩减的主要原因有以下五个方面：一是雷曼兄弟的部分资产价格下降到接近市场价值的水平上；二是雷曼兄弟的部分资产被迫以低于账面价值的价格出售；三是当时资产的市场价值普遍下跌；四是雷曼兄弟的违约导致其资产的市场价值下跌更多；五是雷曼兄弟被没收的抵押品的价值高于相关债务。

表3 雷曼兄弟合并资产负债表（单位：10亿美元）

时间	2008/09/14	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/09/30	2011/12/31	2012/12/31	2013/03/31
资产								
对分支机构的 债权	455	218	205	191	163	85	66	49
其他	171	78	53	60	60	68	50	50
合计	626	296	258	251	223	153	116	99
负债								
分支机构的 债权	388	189	192	185	180	29	24	22
其他	172	136	124	126	141	369	330	322
合计	560	325	316	311	321	398	354	344
所有者权益								
净资本	66	-29	-58	-60	-98	-244	-237	-245

资料来源：雷曼兄弟向美国破产法院纽约南部地区法庭提交的资产负债表和经营报告。

上表表明，2008年9月14日—12月31日，即使雷曼兄弟出售过资产，其数量也很少。因为雷曼兄弟在这一时期的现金收入还不足80亿美元，大部分来自债务人的还本付息。据雷曼兄弟破产清算时期的首席执行官布赖恩·马萨尔估计，2008年12月底，雷曼兄弟因突然申请破产而造成损失大约在500亿~750亿美元之间，这些损失主要源自衍生品合约的终止，以及因违约而导致的资产价格下跌。如果真的是这样，超越白芝浩法则，进行更为有序的清算，有可能使雷曼兄弟在2008年9月到12月之间的净资本损失减少一半以上。

2009—2011年，雷曼兄弟的净资本进一步下降，到2011年9月，雷曼兄弟的净资本已经下降到-1000亿美元。2009年上半年，雷曼兄弟没有出售任何资产，从2009年7月到2011年9月，雷曼兄弟只出售了200亿美元的资产。因此，被迫低价出售资产并不是雷曼兄弟净资本减少的主要原因。

2011年12月，雷曼兄弟的债权人批准了雷曼兄弟的破产计划，这标志着雷曼兄弟进入最后破产清偿阶段。由于对雷曼兄弟资产的请求权大都被确认为雷曼兄弟的负债，许多雷曼兄弟附属机构之间的债权债务进一步抵消，雷曼兄弟的净资本下跌至将近-2500亿美元。雷曼兄弟曾做出过大量未计入资产负债表的金融保证，这类投资者行使对雷曼兄弟资产的请求权（例如，在雷曼兄弟破产前购买了资产抵押证券的投资者要求雷曼兄弟偿付其抵押资产）是导致雷曼兄弟净资本减少的主要原因。此外，雷曼兄弟破产后已经偿还了一些债务，但有些债权人得

到的偿还额低于债务价值，这些债权人向雷曼兄弟索赔损失也是雷曼兄弟净资产大幅减少的原因之一。不过，如果雷曼兄弟能够继续运营，这些索赔也有可能不会发生。2011年12月以后，雷曼兄弟的净资产基本保持稳定。

在将近2500亿美元的净资产中，究竟有多少损失是由无序破产造成的？正如前面所提到的那样，有经济学家曾估计，雷曼兄弟因无序破产而造成的损失为500亿~750亿美元。目前还不清楚这一估计是否包括因雷曼兄弟不再持续经营而损失的企业价值，以及相关法律费用。但是，雷曼兄弟的资产负债表从未将企业持续经营的价值确认为无形资产，因无法存续而损失的企业价值并没有反映在净资产中。在过去的五年中，雷曼兄弟支付的与破产清算相关的聘请律师、注册会计师和专业顾问的费用及其差旅费接近20亿美元。在1500亿美元的净资产中，至少有一部分是为了应对因破产违约而发生的诉讼。此外，由于预期雷曼兄弟破产后的回收率较低，一些债权人打消了诉讼的念头，如果雷曼兄弟不破产，这些债权人是不会放弃其资产请求权的。总之，在雷曼兄弟2450亿美元的净资产损失中，因破产而造成的损失还不到一半。

截至2013年3月31日，雷曼兄弟的净资产为2450亿美元，这比雷曼兄弟破产时5600亿美元的负债规模减少了44%。但是，考虑到2011年12月被确认的负债有所增加，当初申请破产保护时的负债规模被低估了，因此，债务规模实际减少的幅度低于44%。雷曼兄弟破产之后，债权人得到的补偿因债权种类的不同而有所不同。有担保的债权和一些衍生品合约得到了100%的补偿，其他客户和投资者得到的补偿则从0（例如次级债）到100%（例如雷曼兄弟的全资附属机构对雷曼兄弟母公司资产的优先请求权）不等。在各种债权人中，持有雷曼兄弟母公司的高级无抵押债务的债权人最多，这些债务的面值为840亿美元。根据最终通过的雷曼兄弟破产计划，这些债权人估计只能得到债务面值的21%作为补偿。不过，根据雷曼兄弟2013年7月提交给法院的破产申请报告，清算过程中回收的净现金从预计的590亿美元增加到840亿美元。由于有担保的债权人已经得到了偿付，这些额外收回的现金中的大部分应该属于高级无抵押债务的债权人。那些低级债务的债权人仍然无法得到补偿。实际上，雷曼兄弟高级债务的债权人得到了金额为面值的15%的分红，如果债权人按照当时相当于面值的24%的市场价格卖出其持有的债权，他们可以得到的补偿就能够达到债务面值的39%。

在雷曼兄弟破产之前，美国政府一直在为其寻找买家，就像此前美国政府为贝尔斯登寻找买家一样。当时，最有可能成为雷曼兄弟买家的是美国银行和巴克

莱银行，其中，巴克莱银行是一家英国大型投资银行。在审核了雷曼兄弟的账目之后，美国银行认为其资产质量太低而放弃了收购意向，不过，巴克莱银行对于收购雷曼兄弟一直保持着浓厚的兴趣，条件是其无需购买520亿美元的被高估的资产。但是，在巴克莱银行与美联储和美国财政部达成协议之前，这一收购计划就流产了，因为英国金融服务局不允许巴克莱银行在其股东投票同意之前就为雷曼兄弟的债务提供担保。当时已经没有时间让巴克莱银行的股东为此而投票表决了。没有金融机构提供足够的债务担保，雷曼兄弟就无法免于破产保护。

一个严重资不抵债的金融机构的确很难找到买家。在当时市场状况不断恶化的情况下，为雷曼兄弟寻找买家就更加困难。不过，巴克莱银行也还是有收购雷曼兄弟的意向的，最后是由于英国金融服务局的干预而未能成交。当然，这并不能说明雷曼兄弟仍然具有偿债能力。相反，我们认为，如果巴克莱银行有更多的时间来审核雷曼兄弟的资产负债情况，它很有可能改变初衷。此外，巴克莱银行也是一家具有系统重要性的金融机构，在英国同样处于“大而不能倒”的地位，为了防止可能发生的道德风险，英国金融服务局断然否决了巴克莱银行对雷曼兄弟的收购计划。

纽联储的紧急贷款为摩根大通收购贝尔斯登提供了便利，正如我们在前面分析的那样，贝尔斯登为这笔贷款提供的担保在事后被证明，其价值远高于贷款本身。对于雷曼兄弟来说，真正的困难在于，即便雷曼兄弟能够向美联储提供充足的抵押品，美联储的贷款也无法使雷曼兄弟的净资本由负转正。最终，雷曼兄弟净资本为负以及美联储不愿意在没有充足抵押品的情况下向雷曼兄弟提供救助贷款的事实，使雷曼兄弟无法找到买家。

那么，雷曼兄弟申请破产保护时的净资本究竟是多少呢？我们估计，大约在-1000亿~-2000亿美元之间。不过，美国联邦储蓄保险公司的一份研究报告认为，当时，雷曼兄弟的资产仅比负债少50亿美元。对这份报告进行认真研究之后，我们发现，该报告并未对150亿美元的次级债进行调整。这些次级债本来就不应该计入雷曼兄弟的资产负债表。经过调整，雷曼兄弟的亏损额应为400亿美元，而资产仅为200亿美元。此外，这400亿美元的亏损仅仅是雷曼兄弟母公司的亏损，而雷曼兄弟母公司的资产仅占雷曼兄弟合并资产负债表总资产的1/3。如果将调整后的-200亿美元（200亿美元资产-400亿美元亏损=-200亿美元净资本）作为雷曼兄弟母公司的净资本，假定雷曼兄弟母公司的净资本也占雷曼兄弟合并资产负债表净资本的1/3，那么，雷曼兄弟的净资本就会是-600亿美元。这

一结果距离我们估计的-1000亿~-2000亿美元的区间下限并不太远。此外，美国联邦储蓄保险公司研究报告所依据的是美国银行和巴克莱银行的非正式估计，这些估计既没有考虑到破产管理人随后对资产价值的大幅减记，也没有考虑到后来针对所有在房地产泡沫时期出售以不动产为标的的结构化产品的企业的法律诉讼。其实，无论是否考虑到后来发生的资产减值和法律诉讼，雷曼兄弟在破产时已经严重资不抵债了，这是它与其他四家大型金融机构最大的不同之处。

（四）美国国际集团

相比之下，美国政府对美国国际集团的救助要比对其他四家金融机构的救助更加复杂（表4），其主要救助措施包括：一是美联储的特别信贷工具，初始额度为850亿美元；二是允许美国国际集团参与美联储的“商业票据融资安排”；三是美联储向美登兰发放贷款，支持其购买美国国际集团的问题资产；四是美国财政部通过“问题资产救助计划”（TARP）购买美国国际集团的优先股。从2008年末—2010年9月，美国政府曾对救助美国国际集团的方案进行过调整。

表4 美联储和财政部对美国国际集团的救助措施（单位：10亿美元）

救助措施	被执行的额度	包括资金成本在内的总支出	偿还日期	超过资金成本的损益
美联储信贷工具	123	90	2011年1月	26
美登兰二期和三期	53	44	2012年6月	10
美联储商业票据融资安排	21	16	2010年4月	0
通过“问题资产救助计划”购买的优先股	70	68	2012年12月	-13
合计	198	185		23

资料来源：贝尔德·韦贝尔（Baird Webel），《政府对美国国际集团的救助：概述和成本》，美国国会研究署，2013年8月。

表5表明，从2008年6月到2008年12月，美国国际集团的所有者权益（不包括财政部的优先股）减少了500亿美元以上，总资产减少了将近2000亿美元。其主要原因有以下三个方面：一是有担保负债和相关抵押品的减少；二是为了用现金偿付债务，向美登兰出售资产；三是资产价值减记。2009年，随着美国政府救助计划的实施，美国国际集团的净资本出现增长。2010年和2011年，美国国际集团因出售子公司而明显瘦身。2011年初，美联储和财政部的权益被转换为普通股。转换后，财政部拥有美国国际集团92%的普通股。当年，财政部就开

始出售这些普通股，不过，大部分是在2012年卖掉的。截至2012年12月，美国财政部已经全部出售了其持有的美国国际集团的股票。

表5 美国国际集团合并资产负债表（单位：10亿美元）

时间	2008/6/30	2008/12/31	2009/12/31	2011/12/31	2012/12/31
资产					
固定收益资产	424	404	397	288	295
股权资产	42	21	18	4	4
其他投资	370	212	187	118	77
其他资产	214	224	246	142	173
合计	1050	860	848	552	549
负债					
未来保单责任和准备金	265	257	223	149	151
保单持有人的资金和存款	279	240	233	134	129
长期债务	164	137	113	75	49
其他(美联储贷款除外)	264	245	152	83	121
美联储商业票据融资安排	0	15	5	0	0
美联储信贷工具	0	40	23	0	0
合计	972	798	749	441	450
所有者权益					
美联储权益	0	0	23	0	0
财政部权益	0	40	47	87**	0
净资本(不包括美联储和财政部)	78	27*	29*	24	99

*：美联储信贷工具包含购买美国国际集团80%所有者权益的认股权证，这意味着美国国际集团的大部分净资本归美联储所有。

**：财政部权益包括90亿美元无投票权的股份及77%的普通股。

资料来源：美国国际集团向美国证券交易委员会提交的10-Q表格。

由此可见，尽管美国国际集团在2008年末和2009年曾处于资不抵债的边缘，但是，如果不考虑美联储对其资产的要求权，美国国际集团在过去五年中始终是具有偿债能力的。表4说明，美国国际集团是能够偿付美联储和财政部的救助资金的，事实上，其偿付的总金额比美联储和财政部的救助资金成本还多出230亿美元。假定美联储和财政部在五年前一次性支付全部救助资金1850亿美元，到五年期满后一次性收回全部资金，230亿美元的收益意味着美国政府获得

了超过救助资金成本3个百分点的溢价。与贝尔斯登的情况相类似，美国国际集团的股东大约损失了90%。

关于抵押品的分析

在正常情况下，与资不抵债的金融机构相比，有偿债能力的金融机构持有更多的抵押品。但是，即使是资不抵债的金融机构也有可能提供抵押品，只要其净资本不是太大的负数、负债为无担保负债且期限较长。当然，如果一家资不抵债的金融机构提供了抵押品，其现有的无担保债权人的偿债顺序将更加靠后。从某种意义上讲，金融机构能否在资不抵债的情况下提供抵押品与其是否符合最后贷款人的救助条件无关，因为中央银行遵循白芝浩法则履行最后贷款人职能时，判断一家金融机构是否具有偿债能力是根据多项指标综合进行的，而不是只要触及一项指标就认为该机构缺乏偿债能力。尽管如此，由于在市场急剧下跌的条件下，很难准确衡量金融机构的偿债能力，我们不妨换个角度考虑这个问题，即雷曼兄弟能够为中央银行的救助贷款提供足够的抵押品吗？

假设雷曼兄弟无需用当前的现金支付其附属机构的债权和长期债务，雷曼兄弟究竟需要多少紧急救助资金？2008年12月，雷曼兄弟从资产负债表中剥离了有担保的债权和相关抵押品。从当时的资产负债表（见表3）可以看出，扣除附属机构债权后，雷曼兄弟仍然有1360亿美元的负债，其中长期负债（2008年9月）820亿美元。（2008年9月后，资产负债表中不再单列长期负债和短期负债）据此计算，雷曼兄弟持有540亿美元并非附属机构的债权人的短期负债。我们将这部分负债视为雷曼兄弟所需要的紧急救助贷款的规模。

从资产方看，雷曼兄弟对附属机构的债权是2180亿美元，但这些资产不能充当抵押品，因为雷曼兄弟对附属机构的债务几乎与其对附属机构的债权一样多，债权债务相抵之后剩余的部分很少，且不确定性较大。其他资产价值为780亿美元，但这些资产定价的准确性令人怀疑，因为在雷曼兄弟次年的财务报告中，这些资产的价值急剧下降。

考虑到抵押品市场估值的下降和折价率，尽管雷曼兄弟可以勉强为债权人的短期负债提供抵押品，但就再也没有能力为其他债务提供抵押品了。此外，这些可供抵押的抵押品由雷曼兄弟数量众多的附属机构分散持有，具体的资产形式多种多样，也增大了抵押品的复杂程度。2008年12月，雷曼兄弟母公司报告的对

非附属机构的债权仅为 230 亿美元，远小于为贷款提供抵押品所需要的数量。如果考虑资产减值的因素，雷曼兄弟可供抵押的抵押品与其实际需求之间的差额会更大。即使后来的事实证明，雷曼兄弟的众多附属机构持有的抵押品可以满足其对救助贷款的需求，但短期内也很难将这些抵押品集中起来并予以定价。

与雷曼兄弟不同，贝尔斯登和美国国际集团的抵押品是现成的，不仅足以偿还紧急救助贷款，还能支付高于救助资金成本的溢价。例如，美国国际集团的合并资产负债表表明，它还有大量没有债务负担的资产可以用于抵押。不过，这些资产中的大部分属于美国国际集团子公司，各子公司的监管当局不允许子公司将这些资产过户给母公司。在美国国际集团内部，子公司的资产和债务与母公司是分离的。因此，美国国际集团的抵押品其实是各子公司的股权价值。与雷曼兄弟母公司不同，美国国际集团母公司欠子公司的债务并不多，因此，美国国际集团母公司持有子公司的股权可以不受母公司对子公司债务的影响，从而充当其所需的救助贷款的抵押品，其公允价值也可以合理确定。截至 2007 年 12 月，美国国际集团母公司的总资产为 1360 亿美元，短期负债、有担保的负债和关联企业的负债只有 40 亿美元。据此，美国国际集团母公司有 1320 亿美元资产可以用作抵押，远大于美联储 850 亿美元的贷款额度。此外，美国国际集团的各子公司还可以自由出售名下的资产或为自身的债务提供抵押。基于此，美国国际集团能从美联储和财政部得到超过 1320 亿美元的资金援助。

关于雷曼兄弟破产的影响

雷曼兄弟破产对国际金融市场产生了重大影响。我们经常会用伦敦银行间同业拆借利率（Libor）与无风险的美国国债隔夜利率掉期之间的利差衡量资金紧张程度。2008 年 9 月 2 日，上述利差为 50 个基点，到 10 月 9 日激增到 350 个基点。从 2008 年 8 月底到雷曼兄弟宣布破产后的第二天，即 9 月 17 日，美国标准普尔 500 指数下跌了 10%。货币市场基金“第一储备”（Reserve Primary）发表声明称，由于在雷曼兄弟商业票据上的损失，它已经“跌破净值”。这则声明引发了大规模的货币市场基金赎回，投资者赎回了货币市场基金总资产的 15%。为应对这场货币市场基金赎回潮，美国财政部被迫出台了临时流动性担保计划。

雷曼兄弟的破产已经成为此次全球金融危机的永久性标志，这一点还可以从国际货币基金组织最近的表态中看出。为了说明希腊退出欧元区的负面影响，国

际货币基金组织使用了“像雷曼兄弟破产一样的灾难性事件”的说法。现在反思这一事件，一方面，如果美国政府当时能够提供资金救助，避免雷曼兄弟无序破产，那么，金融危机的程度必将大大减轻。另一方面，如果美国政府不顾一切、不计成本地拯救雷曼兄弟，承担雷曼兄弟的全部债务（类似于不久之后在爱尔兰发生的情况），危机的后果可能更加严重。并且当时“多德—弗兰克法案”和“问题资产救助计划”还没有出台，美国政府对雷曼兄弟进行有序清算还存在法律上的障碍。

结 论

以上，我们详细分析了五家美国金融机构的财务报表，结果表明，贝尔斯登、房利美、房地美和美国国际集团等四家金融机构在陷入危机时是有偿债能力的，也因此而得到了美联储和财政部的紧急救助，后来它们不仅如数偿还了全部救助款项，还向政府支付了溢价。雷曼兄弟陷入危机时却没有足够的偿债能力，且已经严重资不抵债，因此未能得到美国政府的紧急救助。五年之后，回望历史，美联储和财政部在让雷曼兄弟破产的同时救助其他四家金融机构的决定是符合白芝浩法则的。当时雷曼兄弟没有充足的抵押品，时间也不允许它从附属机构那里调取抵押品，其他四家金融机构则拥有充足的抵押品。

如果能够有序解决大型金融机构的破产问题，我们就能够超越白芝浩法则，即不强求那些需要政府救助的金融机构一定具有偿债能力，也不要求其提供充足的抵押品。“多德—弗兰克法案”设置了“生前遗嘱”，其目的就是尽量避免金融机构破产对实体经济造成冲击。不过，“生前遗嘱”的有效性尚未得到检验，不同国家的金融监管当局之间也未就此问题达成一致。

总之，在现代金融市场上，面对可能发生的金融冲击，一方面白芝浩法则依然是中央银行履行最后贷款人职责、维护金融稳定的根本原则；另一方面政府救助不是无条件的、不能不计成本，其基本精神是减少纳税人的福利损失，避免金融机构的道德风险。■