

美国投资银行 经营失败案例研究

吴清 张洪水 周小全 夏晨 等著

MEIGUO TOUZI YINHANG
JINGYING SHIBAI
ANLI YANJIU



中国财政经济出版社

美国投资银行 经营失败案例研究

作者：詹姆斯·H·卡普兰 等著

THE JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE

RESEARCH REPORT

VOLUME 15 NUMBER 1

THE JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE

美国投资银行 经营失败案例研究

Research on American
Investment Banks' Failure

吴 清 张洪水 周小全 夏 晨 等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

美国投资银行经营失败案例研究/吴清等著. —北京: 中国财政经济出版社, 2010. 7

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2101 - 4

I. 美… II. 吴… III. 投资银行 - 经济管理 - 案例 - 研究 - 美国
IV. F837. 123

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 040781 号

责任编辑: 王艳红

责任校对: 胡永立

封面设计: 邹海东

版式设计: 董生萍

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 16.75 印张 237 000 字

2010 年 7 月第 1 版 2010 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2101 - 4/F · 1654

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

前 言

从2007年开始，美国住房市场投机泡沫的破灭引发了次贷危机以及随之而生的美国投资银行危机，进而迅速升级并演变成席卷全球的金融海啸。本次金融危机不仅改变了华尔街自身，严重影响了美国乃至全球的实体经济，甚至影响到全球政治经济秩序的格局。2008年9月，雷曼兄弟破产、美林被美国银行收购、高盛和摩根士丹利宣布转型为银行控股公司，这些曾经带着无比耀眼光环、吸引着无数精英人士、被称为“金钱魔术师”的华尔街巨头作为独立投资银行竟在短短一周之内全部退出了历史舞台。资本大鳄的猝然倒下，不仅令人惋惜，也引发了大家的强烈疑问，他们的经营究竟出了什么问题？美国在宏观政策和市场监管上又出了什么问题？疑问中开始反思，各国政府和国内外众多学者从不同视角，分别从政府监管等制度层面、华尔街投机和贪婪等文化层面以及这些制度和背后的深层次原因进行了逐一的剖析。

金融危机发生已是一年有余，虽然美国历史上规模最大的金融救助方案以及世界经济史上规模最大的全球金融救助行动竭力防止了美国及国际金融体系的崩溃，受到严重损伤的世界经济体系正在疗养中逐渐走向复苏，关于金融监管体制的改革在各国相继掀起，关于危机的反思也余音渐微。但是，2009年11月25日，阿联酋迪拜政府宣布重组旗下的主权投资公司——阿联酋最大的国有集团迪拜世界集团（Dubai World），相关债务偿还延迟6个月，涉及债务总额至少590亿美元。2010年新年伊始，以希腊为首的欧盟诸（猪）国（PIGS，即葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙等）又暴露了更大规模的债务危机。“迪拜事件”似乎再次提



醒人们,本轮金融危机尚未结束,以“主权信用危机”为典型特征的金融危机第二波并非丝毫没有爆发的可能性,世界经济的复苏之旅仍不平坦。即便是美国国会众议院在2009年12月11日通过了《金融监管改革法案》,这一方案堪称自20世纪30年代经济大萧条以来改革幅度最大、最彻底的金融监管改革,但该法案正受到来自金融业界的强烈质疑,且仍需与参议院的法案相协调。在未来一段时间内,围绕法案的辩论和各方力量的较量会更加激烈。毋庸置疑,美国金融监管的改革仍面临多重挑战。可见,有关危机的审视还将继续。

对中国证券业而言,在这场百年一遇的大危机中,长期以来被中国及其他新兴证券市场的证券公司视为学习版本的美国投资银行业,尤其是华尔街大投资银行既是危机的始作俑者,又是危机的重大受害者。这其中的缘由及传导机理值得长期反省和深思,更需要年轻的中国证券业从华尔街投资银行这一噩梦般的经历中吸取教训,以免在其发展过程中步其后尘、重蹈覆辙。众所周知,由于“新兴+转轨”的市场特色以及体制、机制上的缺陷,中国证券公司的生存状态自诞生的十多年间基本处于巨大的起伏波动中,发展过程中积累了许多矛盾和问题。一些证券公司随意挪用客户交易结算资金和证券、违规理财、股东和关联方占用资金以及操纵股票价格等违法违规现象屡有发生、屡禁不止。2004年前后,证券公司长期积累的问题充分暴露,风险集中爆发,全行业生存与发展遭遇严峻的挑战。为从根本上解决问题,中国证监会根据国务院的部署,及时果断采取措施,按照防治结合,以防为主、标本兼治、形成机制的总体思路,风险处置、日常监管和推进行业发展三管齐下,通过全面摸清风险底数、强力督促整改、改革完善基础性制度、平稳处置高风险公司、严厉打击违法违规行为、支持优质公司创新发展等措施,对证券公司实施了综合治理。通过4年艰苦卓绝的努力,2007年8月底证券公司综合治理工作成功结束,实现了各项治理目标。自2006年一举扭转2002~2005年连续4年整体亏损的局面后,中国证券公司在2007年重新焕发了生机,并且经受住了2008年美国次贷危机蔓延全球和国内股票市场大幅调整的严峻考验。面对华尔街大投资银行的轰然倒塌,重生后的中国证券公司在蓦然回首中发



现，长期以来的奋斗和学习目标——美国投资银行已经不复存在，正如我国一位领导人戏称的“老师出了麻烦”，自己今后的发展方向将在哪里？从美国投资银行那里要吸取什么教训以及经验呢？2008年10月，中国证监会主席尚福林在证券公司规范发展座谈会上也明确提出，全行业要“认真研究分析美国金融危机，深刻吸取国际投资银行经营失败的教训”。

作为中国证券行业的见证者和热爱者，我们不满足于宽泛的讨论，而是希望有针对性的、更为深入的探讨，搜集了许多正在发生的第一手资料，对华尔街五大投资银行进行案例研究，企图以翔实准确的资料展现出一幅幅风雨飘摇中的投资银行较具体生动的画面，以严谨细致的分析对上面提出的问题作出一个方面的答案。当然，这只是企图达到的目标，最终恐未完全实现。但愿这篇粗浅的案例研究能为中国证券行业提供点滴有益的参考。

本课题组由吴清牵头，具体撰写分工为：第一章：张洪水；第二章：周小全、邓淑斌；第三章：郑冰梅；第四章：黄丽萍；第五章：夏晨；第六章：雷建辉、张鹏；第七章：冯恂、周纪庚；第八章：邓淑斌、李斌；第九章：吴清、夏晨。另外，高振营、李至斌、杜少剑、钟新慧参加了书稿的讨论。

全书由吴清、张洪水、周小全、夏晨负责统稿。受研究者水平和研究时间的限制，书中还存在诸多不足或谬误之处，还望读者不吝批评指正。

二〇一〇年春节



目 录

第一章 从美国次贷危机到国际金融危机	(1)
第一节 次贷危机的背景	(1)
第二节 次贷危机的成因	(6)
第三节 从次贷危机到国际金融危机	(18)
第四节 主要国家应对危机的措施	(21)
第二章 美国投资银行的经营模式	(31)
第一节 美国投资银行发展的历史沿革	(31)
第二节 金融危机前美国投资银行的经营模式	(36)
第三节 美国五大投资银行经营失败的主要原因	(42)
第三章 贝尔斯登案例分析	(62)
第一节 贝尔斯登的发展历程	(62)
第二节 贝尔斯登危机的爆发	(66)
第三节 贝尔斯登经营失败的原因总结	(68)



第四章 雷曼兄弟案例分析.....	(78)
第一节 雷曼兄弟的发展历程	(78)
第二节 雷曼兄弟的破产过程	(81)
第三节 雷曼兄弟破产原因分析	(84)
第五章 美林案例分析	(96)
第一节 美林的发展历程	(96)
第二节 微观美林	(102)
第三节 美林近年来的经营情况和风险隐患	(107)
第四节 次贷危机中的美林	(113)
第五节 美林经营失败的原因分析	(122)
第六章 高盛案例分析	(130)
第一节 高盛介绍	(130)
第二节 高盛发展历程	(132)
第三节 高盛的转型过程	(137)
第四节 高盛近年来的经营情况	(139)
第五节 高盛的经营风险分析	(143)
第六节 高盛应对危机的经验教训	(158)
第七节 高盛经营问题总结	(161)
第七章 摩根士丹利案例分析	(164)
第一节 摩根士丹利的发展历程	(164)
第二节 摩根士丹利的业务开展情况	(170)



第三节	摩根士丹利近年来的经营情况	(177)
第四节	摩根士丹利经营风险分析	(181)
第五节	摩根士丹利应对危机的竞争优势	(196)
第八章	美国次贷危机引发的国际金融监管改革	(200)
第一节	美国的金融监管改革	(201)
第二节	英国的金融监管改革	(208)
第三节	欧盟的金融监管改革	(212)
第四节	日本的金融监管改革	(217)
第五节	国际金融监管改革的发展趋势	(220)
第九章	思考和启示	(226)
第一节	对投资银行未来发展方向的思考	(226)
第二节	对证券公司经营本质、基本职能和功能定位的思考	(231)
第三节	对我国证券公司下一步发展的思考	(236)
第四节	对金融监管理念的思考	(243)
参考文献		(251)



第一章

从美国次贷危机到国际金融危机

美国次贷危机（Subprime Mortgage Crisis）是由抵押贷款拖欠及失去抵押赎回权情况的急剧上升引起的金融危机。近年美国发放的许多抵押贷款都贷给了次级借款人，即按照多种标准判断偿还贷款能力都较弱的人。自 2006 年中期美国住房价格开始下降后，拖欠还款的情况猛增，金融机构普遍持有的次贷支持证券损失其大部分价值，结果许多银行及美国政府赞助企业（Government Sponsored Enterprises，以下简称 GSE）资本大量减少，导致全球性信用紧缩。次贷危机对全球银行和金融市场都产生了很大的负面影响。危机根源于 20 世纪末，2007 年开始显现，暴露了金融业监管及全球金融体系普遍存在的缺陷。

第一节

次贷危机的背景

2005 ~ 2006 年开始的美国住房泡沫破灭是次贷危机的直接诱因。此后，“次级”和可调利率抵押贷款（Adjustable Rate Mortgages，以下简称



ARM) 的违约率开始急速增加。危机发生的前几年, 政府政策和竞争压力助长了高风险的放款活动。此外, 免首付及住房价格长期上涨趋势等刺激了贷款增加, 促进了借款人尝试高风险的抵押贷款, 以为能以更优惠的条件很快再获得资金。然而, 2006 ~ 2007 年美国许多地方的利率开始上升, 住房价格却开始下降, 再融资的难度加大。随着分期付款的开始, 住房价格没有如期上涨, ARM 利率被重新定得更高, 违约及失去抵押赎回权的情况急剧增加。价格的下降还导致住房的价值低于抵押贷款值, 从财务上激励了放弃抵押赎回权。美国从 2006 年年末开始的失去抵押赎回权的持续蔓延一直是全球经济危机的关键因素, 因为它使消费者的财富流失并削弱了银行业机构的财务实力。

次贷危机对全球股票市场的影响是巨大的, 2008 年 1 月 1 日至 10 月 11 日, 美国投资者持有的股票价值从 20 万亿美元下降到 12 万亿美元, 损失 8 万亿美元, 其他国家投资者的平均损失约为 40%。股票市场上的损失及住房价值的下降进而对作为经济发动机的消费支出产生下行压力。

住房泡沫的形成因素见图 1-1, 住房价格下降的多米诺效应见图 1-2。

住房市场衰退及随后的金融市场危机给更大范围的经济带来风险, 并促成全世界中央银行削减利率、政府实施一揽子经济刺激方案。这些措施旨在刺激经济增长、重塑金融市场信心。2008 年 11 月和 2009 年 3 月, 发达大国和新兴市场大国的领导人聚在一起, 制定应对危机的策略。政府官员、银行家、经济学家及企业管理者提出了各种各样的解决办法。

一、抵押贷款市场

次级放款是一种向不符合最低市场利率借款标准的借款人发放贷款的活动, 其中以住房抵押贷款为主。这些标准与借款人的信用积分、信用历史及其他因素有关。如果借款人不能及时将抵押贷款偿还放贷机构 (银

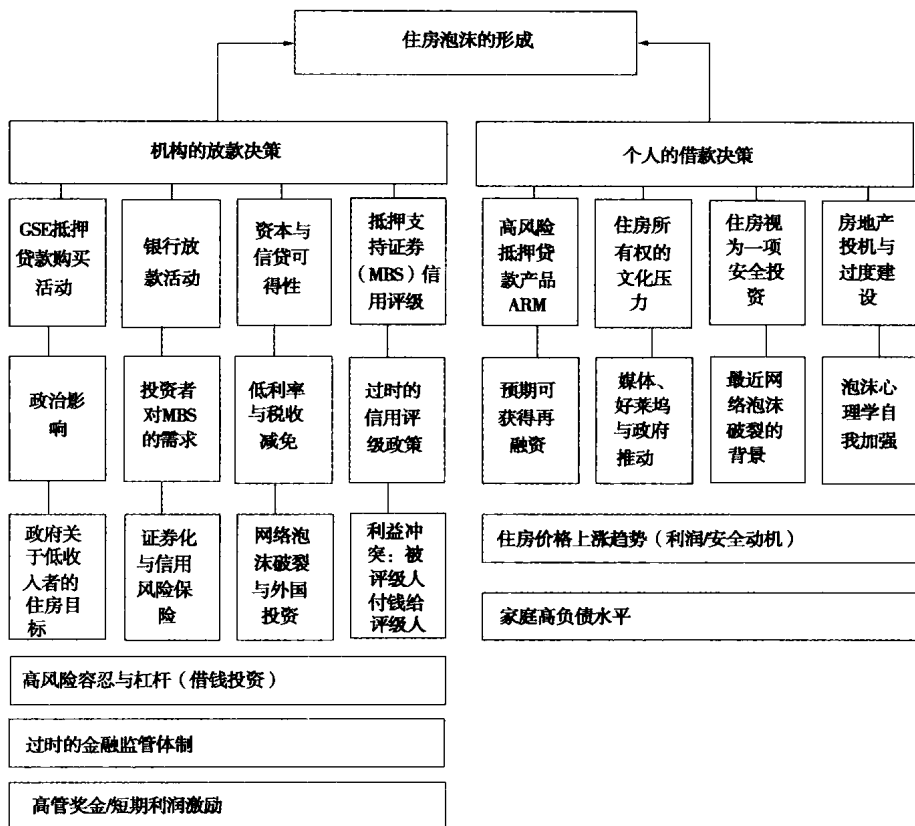


图 1-1 住房泡沫的形成因素

行或其他金融企业)，放款人就可以通过所谓的收回抵押品赎回权的程序，取得用抵押贷款获得的住房所有权。

截至 2007 年 3 月，美国次级抵押贷款的价值约 1.3 万亿美元。2004 ~ 2006 年，次级贷款占贷款总额的比例为 18% ~ 21%，而 2001 ~ 2003 年及 2007 年则低于 10%。2007 年第 3 季度，次级 ARM 仅占美国抵押贷款余额的 6.8%，但占该季度开始被收回抵押品赎回权的 43%。截至 2007 年 10 月，约 16% 的次级 ARM 要么已拖欠 90 天，要么放款人已启动终止抵押赎回程序，该比例约为 2005 年的 3 倍。2008 年 1 月，拖欠率上升到

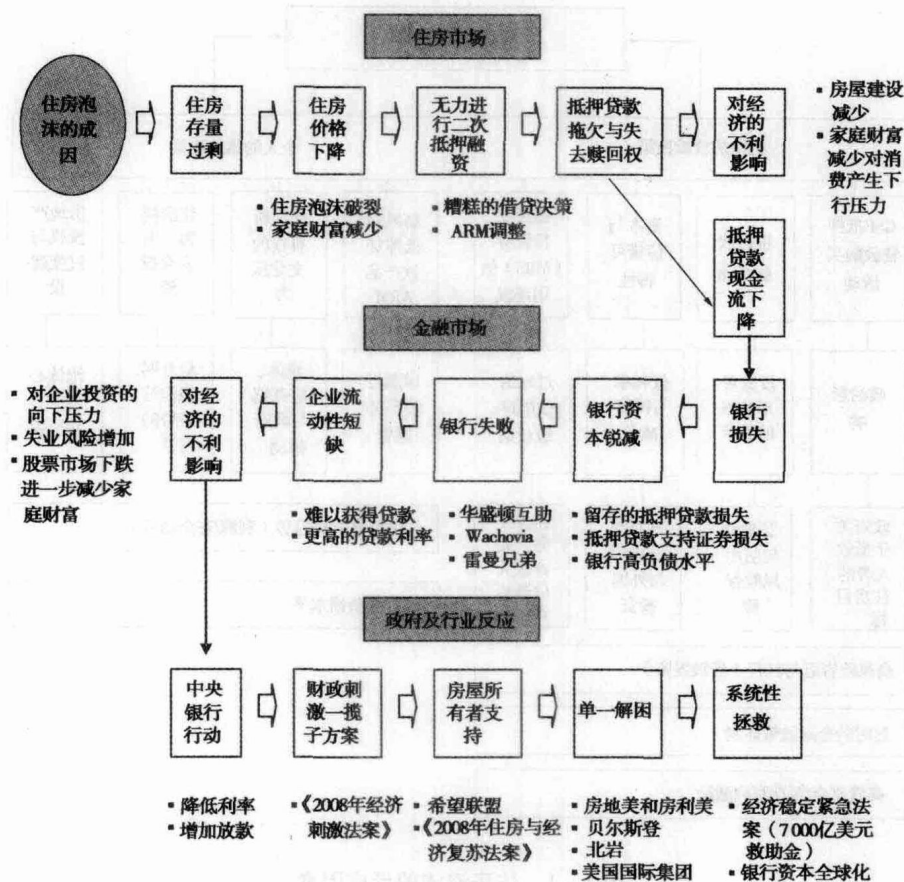


图 1-2 住房价格下降的多米诺效应

21%，5月达到25%。

截至2006年年底，全部未偿还的住房抵押贷款为9.9万亿美元，2008年年底为10.6万亿美元。2007年，放款人对将近130万套住房执行终止抵押赎回权程序，比2006年上升79%。截至2008年8月，9.2%的未偿还贷款要么拖欠，要么被收回抵押品赎回权。2007年8月~2008年10月，936 439套美国住房失去抵押赎回权（见图1-3）。

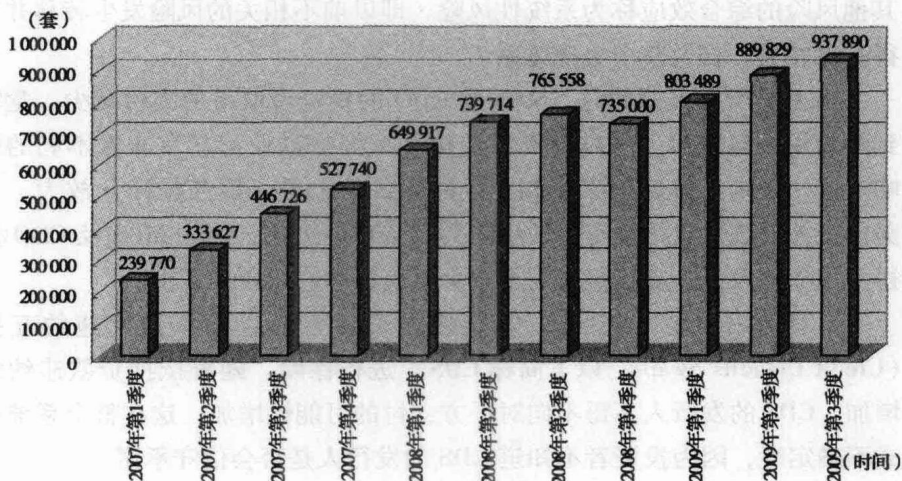


图 1-3 进入终止抵押赎回权程序的住宅数量

资料来源: Realty Trac 公司发布《美国抵押赎回市场报告》。

二、信用风险

传统上,放款人(主要是互助储蓄银行)承担其发放的抵押贷款的违约风险。但过去 60 年中,各种各样的金融创新逐渐使得放款人可以通过所谓的证券化过程,将其取得的抵押贷款支付权利卖出。由此产生的证券称为抵押支持证券(Mortgage Backed Securities,以下简称 MBS)和债务担保证券(Collateralized Debt Obligations,以下简称 CDO)。2008 年美国 10.6 万亿美元未偿还抵押贷款中,有 6.6 万亿美元为抵押贷款池持有,3.4 万亿美元为传统的储蓄机构持有。

这一模式意味着持有 MBS 及 CDO 的投资者也要承担几类风险:一是信用风险,即房屋所有人或借款人不能或不愿意偿还贷款的风险;二是资产价格风险,即资产贬值导致财务损失、减价及可能被要求追加保证金的风险;三是流动性风险,即企业不能从商业票据等市场获得融资的风险;四是对手风险,即合约的一方不能或不愿履行其义务的风险。上述风险及

其他风险的综合效应称为系统性风险，即以前不相关的风险发生转移并变得高度相关，伤及整个金融体系。

当房屋所有人违约时，MBS 及 CDO 的投资者取得的支付减少，觉察到的信用风险增加。这对投资者及整个抵押贷款业都具有非常不利的影响。这一影响又被近年家庭和企业的高负债水平（财务杠杆）放大。与美国抵押贷款发放活动有关的风险具有全球性影响，因为 MBS 及 CDO 使得美国住房及抵押贷款市场与全球金融市场的联系更加紧密。

针对信用风险，MBS 及 CDO 的投资者可通过购买信用违约互换（Credit Defaults Swaps，以下简称 CDS）进行保险。随着抵押贷款违约的增加，CDS 的发行人不得不向对手方支付的可能性增加。这在整个系统造成不确定性，因为投资者不知道 CDS 的发行人是否会信守承诺。

第二节

次贷危机的成因

引起次贷危机的原因很多，也比较复杂。危机可以归咎于住房及信贷市场已普遍存在多年的众多因素，包括房屋所有人无力偿还其抵押贷款、可调利率抵押贷款利率重置、借款人过度借贷、掠夺性放款、住房市场繁荣期间的投机及过度建设、高风险的抵押产品、个人及公司的高负债水平、分配或消除抵押贷款违约风险的金融产品、货币政策及政府监管等。然而，道德风险是其中最主要的原因。

2008 年 11 月 15 日，20 国集团领导人在《金融市场与世界经济峰会公告》中引述了下面的原因：“在一个全球强劲增长、资本流动增加以及本世纪头 10 年前期长时间的稳定时期，市场参与者追求越来越高的收益而对风险的认识不足，未能采取适当的预防措施。同时，低承销标准、不牢靠的风险管理、越来越复杂和不透明的金融产品以及随之而来的过高杠

杆一并造成金融体系的脆弱性。一些发达国家的政策制定者、监管者没有充分地理解和应对金融市场累积的风险、跟上金融创新的步伐，或考虑国内监管行为的系统性影响。”

一、住房市场的繁荣与泡沫的破灭

低利率及外国资金的大量流入形成了危机前很长一段时间信贷非常容易获得的状况。美国住房私人所有率从 1994 年的 64% 增加到 2004 年的 69.2%。次级放款是住房私人所有率及住房总需求增加的主要因素。

需求的增加助长了房屋价格和消费支出的上升。1997 ~ 2006 年，典型的美国住房价格上涨了 124%。2001 年之前的 20 年，美国住房的平均价格为家庭平均收入的 2.9 ~ 3.1 倍，2004 年这一比率上升到 4.0 倍，2006 年达到 4.6 倍。住房泡沫导致相当多的房屋所有人以更低的利率为其房屋再融资，或者取出由价格上升担保的二次抵押贷款用于消费支出。家庭负债由 1974 年年末的 7 050 亿美元、占个人可支配收入的 60%，增加到 2000 年的 7.4 万亿美元，最后增加到 2008 年的 14.5 万亿美元、占个人可支配收入的 134%。2008 年，典型的美国家庭拥有 13 张信用卡、40% 的家庭欠债，而 1970 年家庭欠债仅 6%。

失去抵押品赎回权与银行不稳定的恶性循环见图 1-4。

信用及住房价格爆炸性上涨导致住房泡沫和未售出房屋的过剩。信贷容易获得，加上住房价格会不断上涨的信念，诱使许多次级借款人获得可调利率抵押贷款。这些抵押贷款在一个预先确定的时期内低于市场利率，但在剩余的时期内等同于市场利率。在最初的优惠期结束后，不能支付高月供的借款人就会试图再融资。当美国许多地方的房价开始下跌时，再融资变得更困难，不能通过再融资摆脱高月供的借款人便开始违约。

2008 年 9 月，美国住房平均价格已从 2006 年年中的最高点下降了 20% 以上。这一重大且未预见到的住房价格下跌意味着许多借款人在其房屋上的权益变成零或负数，即他们的房屋已不值其贷款。截至 2008 年 3 月，估计有 880 万借款人（占全部房屋所有人的 10.8%）的房屋权益为