

唐旭 主编

金融理论前沿课题

(第三辑)

JINRONG LILUN QIANYAN KETI
(DI SAN JI)

金融经济前沿问题文库

金融理论前沿课题

(第三辑)

唐 旭 主编



中国金融出版社

责任编辑：王杰华 王素娟

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

金融理论前沿课题 (Jinrong Lilun Qianyan Ketu) (第三辑) / 唐旭主编. —北京：中国金融出版社，2009. 8

(金融经济前沿问题文库)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5193 - 9

I. 金… II. 唐… III. 金融—研究—世界 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 141123 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804(传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686(传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 10.75

字数 325 千

版次 2009 年 8 月第 1 版

印次 2009 年 8 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5193 - 9/F. 4753

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序

1999年和2003年,我相继主编了《金融理论前沿课题》第一辑和第二辑,反响超出了我的预期。能有这样的效果,得益于读者对金融理论的喜爱,更得益于经济发展过程中,金融理论所呈现出来的重要性。

为了回馈读者,并紧密跟踪金融理论的研究步伐,2008年下半年,我又开始组织编写《金融理论前沿课题》第三辑。参与本辑前沿课题编写的作者都具有丰富的金融研究经历,在各自的领域一直跟踪研究,具有相当高的造诣。从内容上看,全书共十章,内容涉及金融危机、国际货币体系、宏观经济政策、银行经营管理等多个方面,覆盖了国际上金融理论研究发展的主要方面。部分章节还对当前亟待解决的重大课题进行了分析、论证,并提出了一些相当有见地的政策建议,具有很强的理论价值和现实意义。

自1999年我主编的第一辑《金融理论前沿课题》问世以来,已有十年的时间了。在这十年当中,我国经济金融改革与发展取得了举世瞩目的成就。近十年,我国经济增长的绝对金额、相对速度以及增长稳定性都处于相当高的水平,国家综合实力日益增强,居民越来越富裕,经济体制改革取得了巨大成就,市场经济得以确立。2008年,我国国内生产总值超过30万亿元,已成为世界第三大经济体。伴随经济的蓬勃发展,我国金融业改革成效显著。四大国有商业银行都完成了股份制改造,并且工商银行、中国银行和建设银行都已上市,市值位列全球前十名。多层次金融市场逐步形成,金融市场的资源配置效率日益提高,资本市场尤其是股票市场在国民经济发展中的地位越来越显著。在国际收支方面,我国保持了多年的双顺差,这导致我国外汇储备快速增长。到2008年末,我国外汇储备余额高达1.95万亿美元,已成为世界最大的外汇储备国。有关当局在制定和实施宏观经济调控政策、开展金融监管等方面越来越娴熟,在我国经济金融稳定健康发展中发挥了重要作用。

然而，在取得成绩的同时，也暴露出许多问题，值得我们深入探讨和研究。比如，针对经济增长，我们一方面要追求经济增长速度，另一方面还要考虑增长质量。因此，我国潜在 GDP 增长率是多少，就是一个值得深入研究的课题。针对高额的外汇储备，我们不仅要思考产生高额外汇储备的体制根源是什么、多少外汇储备是适度的，更重要的是，要探讨外汇储备如何保值、增值，并有利于我国经济更健康地发展。针对国有银行改革，在立足国内市场、改善经营管理的同时，如何顺应我国经济融入国际市场的大背景，更大力度地开辟国外市场，开展跨国经营，无疑是当前亟待研究的重要课题。

2007 年美国次贷危机爆发，引发了全球金融危机，它对世界经济、社会和生活造成的伤害之大甚于 1929 年经济大萧条。爆发这样的金融危机，无疑是不幸的。但是，对于一名金融研究人员而言，能亲身经历这场特殊的金融危机，我觉得又是非常幸运的。经历了这场金融危机洗礼之后，一方面，我们发现，金融领域产生了许多新课题，非常值得研究，而另一方面，我们又深刻地认识到，不能将传统上的一些经典理论或习以为常的做法想当然，而应该带着怀疑的态度，重新思考和深入研究。我们都很关心金融危机的根源是什么，对此，观点颇多，莫衷一是。在本书第一章，我从微观层面探讨了金融危机的成因。银行等金融机构现有的公司治理机制和监管体制为股东掠夺债权人、经理人掠夺债权人创造了条件。“赚钱归自己、损失归债权人”，这种激励有力而约束有限的机制，使得股东或经理人积极参与高风险金融产品的设计与销售，尽量做大利润，而对风险视而不见。这次金融危机，在很大程度上是股东掠夺、经理人掠夺的必然结果。从宏观经济层面考虑，我们发现，自 1973 年布雷顿森林体系崩溃以来，历次金融危机的爆发都与当前国际货币体系的缺陷紧密相关。这次金融危机也不例外。为了消除 2000 年网络泡沫破灭以及 2001 年“9·11”事件的影响，美联储连续 13 次降低利率，通过吹大房地产泡沫来发展经济，随后又从 2003 年开始连续 17 次提高利率，逐步刺破泡沫，引发次贷危机。表面上看，次贷危机是美联储货币政策所致，而根源在于美元作为国际本位货币的独特地位，使得美国——全世界最大的债务人——有条件借助金融危机这个手段，掠夺其债权国。本质上而言，其逻辑与股东及经理人掠夺债权

人是相通的。针对金融危机，除了探讨危机的根源之外，还有许多课题值得研究。比如，如何设计新的公司治理机制，消除股东掠夺和经理人掠夺问题？如何改革现有的国际货币体系，构建适应新形势的国际货币体系？面对美国的掠夺，我们应该采取什么措施，既保护自己的利益，又不造成动乱，影响经济发展？在应对金融危机方面，应该实施什么样的宏观经济调控政策以及坚持什么样的决策机制？研究诸如此类的问题，对于我国经济金融发展的方向和路径选择无疑是大有裨益的。作为主编，令我倍感欣慰的是，对于上述问题，本书有关章节进行了有益的探讨，并得到了颇有见地的结论。

参与本书编写的作者基本上都在研究岗位上工作过多年，具有扎实的理论功底和丰富的实践经验。作为主编，我对全书初稿进行了审阅和总纂。康以同同志不但写了本书的第十章，而且协助我在组织作者、挑选主题以及整理初稿等方面，做了大量工作。吴国祥同志也为本书出版提出了许多宝贵的意见。在此，对他们一并表示感谢。

由于本书涉及的是前沿课题，有些章节仅仅是介绍该课题在国际、国内的研究状况，有些章节阐述了作者自己的研究结论和看法，很多问题尚未得到令人信服的答案，还有许多问题需要进一步研究和论证。对于书中的不当之处和错误遗漏，欢迎批评指正。

唐旭

2009年8月1日

目 录

第一章 论银行业的股东掠夺与经理人掠夺	1
第一节 股东掠夺及其分析	1
第二节 金融危机与经理人掠夺	9
第三节 可能的政策选择	12
第二章 国际货币体系与货币危机	20
第一节 国际货币体系	20
第二节 货币危机与国际货币体系的关系	27
第三节 国际货币体系重建思路	47
第三章 经济数据偏差与货币政策	
——以中国 GDP 数据为例的实证研究	55
第一节 导论	56
第二节 GDP 数据的修正	62
第三节 内含未观测经济的宏观模型	67
第四节 GDP 数据修正与货币政策实证	75
第五节 经济数据修正的政策含义	85
第四章 金融资产膨胀与金融系统稳定	97
第一节 金融危机与传统金融理论	97
第二节 非线性金融理论与金融危机	107
第三节 历史与启示	135
第五章 铸币税及其测算	149
第一节 铸币税的概念	149
第二节 金属货币的铸币税及其计算	150
第三节 商业银行货币铸币税及其测算	153
第四节 中央银行铸币税及其测算	160
第五节 国际铸币税	170

第六章 货币政策传导的信贷渠道	175
第一节 信贷渠道与货币渠道	175
第二节 资产负债表渠道	180
第三节 银行贷款渠道	188
第四节 一般均衡中的信贷渠道	195
第五节 对信贷渠道的实证检验以及研究展望	203
第七章 银行业的结构与竞争	206
第一节 银行业市场结构的衡量	206
第二节 银行业竞争程度的衡量	212
第三节 银行业市场结构和竞争的关系	218
第四节 对中国银行业市场结构的实证检验及相关结论	228
第八章 银行绩效外部评价体系比较分析	236
第一节 财政部银行绩效评价体系	236
第二节 银行监管评级体系	250
第三节 银行信用评级体系	257
第四节 银行股票评级体系	268
第五节 银行绩效外部评价体系的比较	270
第九章 全球化背景下的商业银行跨国经营	276
第一节 商业银行的跨国经营理论	276
第二节 跨国银行的产生动因	282
第三节 跨国银行发展的三次浪潮：历史回顾	288
第四节 跨国银行的组织模式及路径选择	296
第五节 中国商业银行的跨国经营战略	302
第十章 菲利普斯曲线理论的演变及对货币政策实施的影响	313
第一节 原始的菲利普斯曲线和理论解释	315
第二节 修正和附加预期的菲利普斯曲线理论	317
第三节 菲利普斯曲线的新发展及相关问题	321
第四节 对部分国家实际情况的解释	325
第五节 菲利普斯曲线理论的演变和对货币政策实施的影响	329

第一章 论银行业的股东掠夺 与经理人掠夺

银行业是以信誉安身立命的行业，因此，在历史上，银行家都是以稳健著称的，经营中以谨慎、尽责为原则。曾几何时，不少银行家变得疯狂了，激进代替了稳健，轻率取代了谨慎，风险不断积累，终于酿成了自 20 世纪 20 年代末以来的又一次全球性金融大危机——由美国次贷危机引发的国际危机。

虽然有很多文章分析这次危机的宏观及微观原因。但是，我们认为，这些宏观与微观原因都是外部的，就其内因而论，人的贪婪的本性在这次危机的演变中，起了重要的作用。经济学分析的前提假设，是说人是理性的。但是，人的行为经常是非理性的，有时甚至是极端的。正是这种非理性的行为，在没有有效约束的情况下，造成了金融危机。

第一节 股东掠夺及其分析

一、股东掠夺概念

20 世纪 80 年代美国的储贷机构危机，造成了 1 500 多亿美元的损失。在这次危机后，一些经济学家发现，在金融领域，金融机构的所有者利用金融机构破产牟利，获得了很大的收益，却给社会带来了巨大的不稳定性，给债权人带来了巨大的损失。美国经济学家乔治·阿克洛夫和保罗·罗默（George A. Akerlof and Paul M. Romer, 1993）的研究发现，金融业的股东掠夺并非个别现象，不少金融危机都与股东掠夺有关。

他们的论文论述了这样一种情景，当政府对金融机构进行担保时，只要金融机构对自己股东的支付（包括红利或其他支付方式）不大于

某一个特定的值，政府就承诺向该金融机构注入任何数量的资金。在这种情况下，若这个特定的值，比方说 M ，小于该金融机构的净值，比方说 V ，该机构的股东将按利润最大化经营该机构，金融机构管理良好；若 M 大于净值 V ，那么金融机构就可能从政府那里借入资金，按 M 支付给股东，股东知道将来无法偿还政府的借款，也就不会积极有效地管理金融机构，直至金融机构破产。这时，股东已经获得了最大收益，但由于破产造成的损失则由社会来承担。

另外，如果所有者获得的收益大于金融机构的净值，那么，即使要求他们投资于净现值为负的项目，他们也会同意，因为他们已不打算履行偿债义务。如果所有者打算不履行偿债义务，那么他们就不关心投资项目是否具有净现值，政府将承担项目的所有损失。

美国的储贷机构中，有不少就是这样做的，结果造成了 90 年代初的危机。所以，简单地说，股东掠夺就是股东利用破产牟利的行为。

下面我们来分析中国银行业可能存在的股东掠夺问题。

二、股东掠夺行为分析

在中国商业银行的发展中，常常出现难以解释的现象，我们将其称为中国商业银行发展中的悖论，对这些悖论的研究，可能会引出一些很深刻的结论，改变商业银行业的发展进程。

（一）银行的不良资产如此多，而急切地想进入银行业的投资者也很多

从公布的数据看，中国银行业的不良资产比率从 20 世纪 90 年代初到 21 世纪初一直很高。但是，尽管银行业有那么多不良资产，还是有那么多投资者准备进入银行业。其中民营资本更是表现得非常积极，要求放开对商业银行准入的严格管制。这在理论上似乎是一个悖论。按商业规则，当一个行业普遍出现坏账时，其资本一般是撤离，而不是“抢入”这个行业。就像现在美国的金融危机，一般股东都大量抛售有大量坏账的商业银行股份，导致商业银行股价大跌，而且新设银行类金融机构的数量也大量减少。

对这个悖论进行分析，我们注意到，按国际商业银行的一般经营方式和会计准则，当一家银行的不良资产增多时，它是不可能盈利的。

但是, 在中国的商业银行业中, 尽管有大量不良资产, 银行却是盈利的, 有的银行盈利率还不低, 而且, 银行的股东 (除国有商业银行外) 实实在在分得了红利 (见表 1-1)。比如说, 招商银行 2002 年有 8.1% 的不良资产率, 同时却有 24.54% 的资本利润率; 中信实业银行有 10.99% 的不良资产率, 同时有 23.72% 的资本利润率。国有商业银行的不良资产率超过 20%, 仍有盈利表现在盈亏表上。市场经济条件下, 投资者以利润最大化为目标, 对于无盈利的行业, 投资者肯定会绕道而行。既然有利润, 而且是高利润, 那么投资者急切地想进入银行业, 就是一种理性行为。

表 1-1 中国主要商业银行的利润与资本及其国际比较 单位: %

	2002 年		2003 年	
	资本利润率	不良资产率	资本利润率	不良资产率
中国工商银行	3.74	25.69	2.742	21.2
中国银行	5.02	22.49	4.459	16.3
中国农业银行	2.17	36.63		
中国建设银行	4.04	15.17	1.631	9.12
中国光大银行	4.83	13.13	5.457	9.03
招商银行	24.54	8.10	17.197	3.15
中信实业银行	23.72	10.99	17.905	8.12
上海浦东发展银行	24.85	3.38	20.68	2.53
中国民生银行	21.33	2.04	19.734	1.29
福建兴业银行	15.07	3.11	19.134	2.49
深圳发展银行	16.88	10.29	8.98	8.49
华夏银行	40.41	5.97	20.648	3.67
花旗集团 (美)	38.8	2.67	18.21	2.32
美国银行集团 (美)	24.5	1.92	22.53	2.80
瑞穗金融集团 (日)	-25.2	6.46	-83.09	6.28

资料来源: 中国人民银行研究生部课题组: “中国商业银行五十强”, 其不良贷款比率来自各银行年报; 国外银行资料来自 *The Banker*, 2003 年 7 月、2004 年 7 月。

但是, 我们从国际比较中看到, 一家银行的不良资产率在 3% 以内

比较正常,不良资产率超过 6% 就很高了,银行为了弥补其坏账损失,将出现大量亏损。日本的商业银行在过去几年中就遇到了这样的惨境。像 2002 年全球最大商业银行日本瑞穗金融集团,不良资产率达 6.46%,资本利润率为 -25.2%。照此下去,4 年内,其资本金就将全部被其亏损冲完。因此,它急切地要重组或注资,使之成为一家好银行。中国的商业银行,却是高利润率、高不良资产率并存。于是,我们对悖论的讨论就转换成:为什么中国要设计这种看起来很矛盾的制度,这种制度背后的利益关系是什么?

(二) 一个简单的利益分析模型

首先,我们认为,这种制度设计的背后,是税收的约束。对此,让我们来做一个分析。

假定某银行有 1 000 个单位的资本,当年的账面利润为 150 个单位,其税前资本利润率为 15%。同时,当年贷款为 10 000 个单位,当年坏账也为 150 个单位,坏账率即为 1.5%。这是一个很合理的假设。按照国际通行的会计准则,该银行当年的盈利为零,即

$$p_{b1} - b_1 = p_{a1} \quad (1-1)$$

其中, p_{b1} 是冲抵银行坏账前的当年账面利润, b_1 是银行当年的坏账额, p_{a1} 是冲抵坏账后当年的税前利润。在这个例子中,因

$$p_{b1} = b_1$$

则

$$p_{a1} = 0$$

即冲抵坏账后的税前利润为零。在一般人的思维中,这个例子很好理解,因为坏账就是银行的负利润。正、负利润相抵之后,最终利润就为零了。但是,若银行的利润为零,所得税也将为零。这个结果,对于中国的税务部门和政府部门来说,是不可接受的^①。每一级政府都希望税收越多越好,而且尽可能地使税款在自己的任期内实现。因此,银行要按正常的经营原则用自己的盈利去冲销自己的坏账,税务部门和政府是不同意的。为了税收,会计制度就变了。银行不能自作主张用利润去

^① 这也就解释了为什么在 20 世纪 90 年代中,在我们将银行的所得税税率从 55% 降为 33% 的同时,要将营业税税率从 5% 上升为 8% (2003 年又降回到 5%)。

冲坏账, 利润就是利润, 坏账就是坏账。这是银行国有情况下的一种制度安排, 这样的安排使政府得到当期税收收入, 而坏账留到今后处理, 到那时可能就与本届政府无关了。由于政府获得税收, 国有银行得到利润, 大家都好。

但是, (1) 如果国有银行获得的利润最终上交财政, 或者作为自己的资本金补充到银行中, 那么, 最后的坏账处理也将是由国家负责, 这只是时间问题并无实质差异, 国家作为股东承担最终偿付责任。(2) 如果国有银行获得的利润没有上交, 也没有明确地补充资本, 而是作为下一年度的可用资金增加开支花掉了, 那么, 最后的坏账就将由财政用其他收入来偿付, 增加了社会的负担。(3) 随着市场经济的发展, 银行不再是国有的, 这个差异就大了。当银行的投资者为不同利益主体的股东时, 投资者对这样的制度安排是很欢迎的: 无论银行有多少坏账, 由于不予利润对冲, 而且, 银行只上税, 不上缴利润, 利润成为股东的收益, 而坏账将留给政府。因此, 只要有所得税, 就有股东红利。但是, 纳税人将承担由此带来的损失。

我们还是继续用上例来分析。

利润仍是 150 个单位, 而坏账也还是 150 个单位。由于利润不冲销坏账, 则需按照 33% 的所得税税率^①向税务部门上交所得税, 银行交税 49.5 个单位, 余下 100.5 个单位的税后利润。若银行不用利润补充资本, 则 100.5 个单位的税后利润就可以作为红利分配给股东。投资者的股权收益率 (ROE) 为 10.05%^②。更一般地说, 政府的所得税收入为

$$y_{gl} = p_{bl} \times r_{tax} \quad (1-2)$$

其中, y_{gl} 为政府在当期的税收, r_{tax} 为所得税税率。股东的收益为

$$y_{il} = p_{bl}(1 - r_{tax}) \quad (1-3)$$

其中, y_{il} 为全体股东在当期的收益。收益率为

$$r_{y_{il}} = p_{bl}(1 - r_{tax})/E_0 = y_{il}/E_0 \quad (1-4)$$

其中, $r_{y_{il}}$ 为股东在当期的资本收益率, E_0 为股东投资额, 即股本金。在现实经济中, 投资于银行获得 10.05% 的资本收益率并不算高, 这从

① 现在的所得税税率降为 25%, 这并不影响本例的分析。

② 这里省略了分红后还要缴纳的所得税, 这个双重征税问题不在此讨论。

表 1-1 就能看出。

假设银行不增资，则 n 年后，银行股东在 n 年内的总收益为

$$Y_{in} = \sum_{i=1}^n p_{bt}(1 - r_{tax}) = \sum_{i=1}^n E_0 r_{y_{it}} \quad (1-5)$$

$$\text{而当} \quad Y_{in} \geq E_0 \quad (1-6)$$

此时，投资者收回了全部初始投资。从中国的非国有商业银行来看，这大约需 3~6 年时间，如果银行上市，这个时间可以大为缩短。这对于商业银行的投资者极具吸引力。

现在我们来讨论坏账。我们假设银行每年的坏账都不予以冲销且金额为 b_t ，那么， n 年后，银行的坏账累积为

$$B_n = \sum_{i=1}^n b_i \quad (1-7)$$

依然用前例：若银行的坏账每年增加 150 个单位，7 年后，坏账总额开始超过股东的初始投资。根据我们的制度安排，坏账只是一个账面累积的数字，并不影响股东分红，因此，股东将其视为零。但是，坏账事实上是累积的，当坏账累积到使银行无法运转时，银行就可能发生流动性危机，甚至倒闭。对于股东来说，他们以其投资额为银行的坏账负责。当投资者的收益小于其初始投资额，即

$$Y_{in} < E_0 \quad (1-8)$$

此时，投资者对银行的关心和约束会比较强；一旦投资者的总收益等于或大于其初始投资额，即式 (1-6) 成立时，投资者对银行经营的关心和约束就会大大减弱。

进一步，当

$$Y_{in} \geq E_0$$

且

$$B_n \geq E_0 \quad (1-9)$$

此时，银行股东倾向于对银行增资置之不理，新股东也不愿投资这样的银行。也就是说，当投资者全部收回其在银行的投资后，银行因坏账过多而面临破产时，投资者宁愿选择破产也不愿意增加投资来保持银行的稳定。

在这种制度安排下，很容易理解民营资本对银行业的投资冲动，即

使投资者不能很容易地从参股的银行贷款，他们也可以得到很好的利润保证而不用承担坏账的损失。显然，这符合投资者的心理而成为投资者追求的理想目标。

下面我们进一步再来讨论这种制度安排下的政府行为。对于政府来说， n 年中，政府的税收为

$$Y_{gn} = \sum_{t=1}^n p_{bt} \times r_{tax} \quad (1-10)$$

其中， Y_{gn} 是政府 n 年中的税收收入，银行不倒闭，则政府的税收可以无限地收下去。若银行倒闭了，则政府的税收也就没有了。从这个意义上讲，政府不但没有动力去主动关闭一家银行，反而会尽可能地拖延或阻滞银行的倒闭。

若银行是国家全资拥有的，那么股东收益与税收实际上是同一收入，只不过来自于不同的渠道。但是它们与私人（民营）股东不同的是，它们不可以对因坏账而形成的流动性危机置之不理。一旦银行出现流动性危机，政府这个大股东只能义无反顾地出手救助。结果，政府以前所得到的收入（包括税收和股东收益）都成为银行稳定的保证金了。只不过，保证金可能已经被前一届政府提前花掉了。银行出现危机时，当期政府要用当期的或以后的收入作为保证金（或作为隐形的存款保险）来维持银行业稳定；或者用中央银行的信用创造功能，通过中央银行的救助来冲销银行的坏账。后一种方式更隐蔽，更不为一般人所注意，但它实际也是政府为稳定所作的一项保证。因此，可以说，国有银行的这种制度安排所导致的后果，最终要由国家（政府）来承担，其收益与责任还是一致的。

若银行非国家所有，那么，股东收益与税收则是两个不同利益主体的收入。在银行没有出现危机时，私人股东和国家分别通过股东分红和税收的方式共享收益。一旦银行出现危机，按前面的分析，股东只负有限责任，银行业的稳定责任只会落在国家（政府）的肩上。冲销坏账或资金救助的责任只能由国家或直接由中央银行承担。在银行倒闭的情况下，也可能要由中央银行承担向债权人清偿债务的责任。结果就是：

利益双方共享，而责任由一方承担^①。

三、非红利掠夺方式

投资于银行，除了可以通过红利进行掠夺外，非红利掠夺方式中最重要的是通过贷款方式进行的掠夺。

银行总是要向外贷款的，至于贷给谁，讲究就大了。股东占有地利的优势，可能比较容易从自己的银行获得贷款。更隐蔽的情况是，股东以关联企业的名义向自己的银行申请贷款，并运用自己的影响力使之获得贷款。这样，股东可能通过投资银行而获得大量的资金来建立自己的企业帝国。根据前面的分析，当股东还未完全收回自己在银行的投资时，股东还要继续维持银行的正常运转，银行的贷款只是比较容易获得而已。一旦银行的投资已全部收回，而银行又面临巨额坏账积累时，股东就更倾向于从自己的银行借款，并可能以一个较小企业的名义借款，然后通过虚拟的交易将借款支付给股东的另一家企业。最后，当银行破产时，企业贷款也就成为坏账的一部分，无法收回，而股东从中获取了巨大的利益。

我们继续假定股东在银行的权益为 1 000 个单位，银行的资产为 10 000 个单位，并假定股东利用优势为自己或自己的关联企业获得 3 000 个单位的贷款。当银行发生流动性危机时，借款企业也借机制造不良业绩而陷入经营危机，加速银行危机，这样，当银行破产时，这些贷款也就成为不良资产了。

这里，对银行的投资成为获取银行贷款的途径，甚至成为股东获取利益的最直接通道。在这个例子中，股东投资 1 000 个单位，获得了 3 000 个单位的贷款，实际上等于股东没有花一分钱而获得了一家银行，只是打了一个时间差，另外，还获得了 2 000 个单位的发展资金。这些钱基本上是可以不还的。当银行被“废”掉时，股东获得了 3 000 个单位的“收入”。

^① 严格地说，还有第三方损失人，那就是机构存款人。在中国已有的金融机构倒闭清理案中，个人存款人优先得到由中央银行提供的清偿金，而机构存款人则往往要等倒闭清算完毕后才能根据财产的多少获得补偿。

更一般地,假定 E_0 为股东的投资额, C_1 是股东从本银行贷出款项的余额(包括股东自己的企业和关联企业),那么当 $C_1 > E_0$ 时,股东将不会认真关心银行的经营管理,而只想如何从银行取得更多贷款。

在这一过程中,效率的损失是明显的,股东都不认真关心银行的经营,银行的倒闭就仅仅是个时间问题。谁是损失的承担者?若存在隐性全额担保,则担保人成为最大的损失者,他应对所有的债权承担偿付的责任。若只有有限担保,则有限担保人和债权人共同成为最终受害人,有限担保部分由担保人承担责任,而超出部分,由债权人自己承担责任。若完全没有担保,则债权人将承担全部损失。在这个时候,股东只以其在银行的资本承担有限责任,由于其已经获得大大高于自己投资的收益,因此,他们成为最大的受益者。

不幸的是,在中国,对银行的个人债权的担保仍是隐性全额担保体制,中央银行和政府对于银行所欠个人债务完全赔付,对证券机构的个人债务是 90% 赔付。这就推动股东更为肆无忌惮地从金融机构借入款项来扩张自己的企业王国,把损失扔给中央银行和政府。中央银行和政府在过程中,没有任何收益,也没有任何权力,只有承担损失的责任。

第二节 金融危机与经理人掠夺

2008 年发生的全球性金融危机,是 20 世纪 30 年代以来最为严重的金融危机。这场危机从美国的次级债开始,逐渐导致金融衍生品市场泡沫的破灭,美国的国际大投资银行纷纷倒闭,雷曼兄弟关门,摩根斯坦利、高盛请求政府救助。影响所及,美国的大商业银行也纷纷出现危机,花旗集团、美国银行等都陷入了巨大的亏损之中。从表 1-1 可以看到 21 世纪初,它们的资本利润率分别为 38% 和 24%,而在 2008 年,它们的亏损高达几百亿美元,股票价格从几十美元快速下跌到几美元。接着,保险巨头美国国际集团(AIG)也陷入困境,需要政府几百亿美元的注资。然后,危机扩散到实体经济,汽车、建筑、钢铁等行业也一片萧条,通用汽车公司也要求政府救助并进入了破产保护程序,这是有史以来最大的制造业破产案。这一场始于美国的金融危机也突破了国