崔之元访谈：看不见的手范式的悖论与当前金融危机

http://www.jrj.com 2008 年 09 月 27 日 04:23 21 世纪经济报道

本报记者 吴铭

《21 世纪》：此次金融危机在全球化中心美国的爆发以及在全球的扩散，以及美国政府背离“华盛顿共识”的危机处理方式，与很多人对美国的想象大不一样，似乎此前理解的完美模式正在瓦解。这次金融危机会在多大程度改变美国和它一直声称的原则和价值？如何从理论意义上看待目前危机？

崔之元：诺贝尔经济学奖得主、哥伦比亚大学教授斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）曾一针见血地指出，“华盛顿共识”给发展中国家开的药方等于说：“按我们说的去做，但不按我们做的去做”(“do as we say, not as we do”)。实际上，西方的经济早已经不是“看不见的手”范式所描绘的那样了。早在《“看不见的手”范式的悖论》（经济科学出版社，1999）一书中，我就认为在现代西方市场经济中广泛存在着制度性的与政策性的“软预算约束”。制度性的“软预算约束”是指有限责任公司，中央银行和“重组”破产法，政策性的“软预算约束”是指资产证券化（见原书第 97 页）。

《21 世纪》：匈牙利经济学家科尔内认为“软预算约束”是传统社会主义经济体制的特点和病根。你的观点是向他挑战吗？

崔之元：今年是改革开放 30 周年，我也在回顾自己的思想历程。1986 年，我和钱铭今合作翻译了匈牙利经济学家科尔内的《增长，短缺与效率》一书，由在思想解放运动中颇有影响的“走向未来”丛书出版。当时，我也和大多数中青年知识分子一样，对科尔内的理论十分赞同，认为“软预算约束”是传统社会主义经济体制的病根。我后来赴美国学习和教书的经历，使我日益认识到“软预算约束”在西方经济中的广泛存在。当然，科尔内也承认西方市场经济中有“软预算约束”，但他认为那只是局部的或临时的现象。我则区分制度性的与政策性的“软预算约束”。有限责任公司，中央银行和“重组”破产法这三项制度所带来的“软预算约束”悖论，是现代市场经济的“质”的特征，不是科尔内的“量的”分析（即着眼于“软预算约束”的多少）所能包含的。

《21 世纪》：最近美国政府处理金融危机的干预力度接连加码，从国有化“两房”（Fannie Mae 和 Freddie Mac），到准国有化美国国际集团（A.I.G.），以及雷曼沿用美国《破产法》第 11 章破产重组，到美国证监会（SEC）暂时禁止卖空 799 家金融公司的股票，再到美国财长保尔森提出 7000 亿美元金融市场救援计划，这些步步提升的措施很难让人们再怀疑“软预算约束”在西方经济中的存在。

崔之元：的确如此。但是，人们还没有充分认识和区分制度性的与政策性的“软预算约束”。国内外不少媒体在评论此次金融危机时，认为雷曼沿用美国《破产法》第 11 章破产重组不是“救市”，只有美国财长保尔森提出 7000 亿美元金融市场救援计划才是“救市”。但实际上，美国《破产法》第 11 章的存在本身，已经是和“看不见的手”范式相矛盾的了。在《“看不见的手”范式的悖论》一书中，我考察了破产法的历史发展，即从不自愿破产到自愿破产，再到策略性破产。在开始时，破产法是为了惩罚采用欺骗手段的债务人。罗马的“十二铜表法”授权“债权人，作为可采取的最后的手段，可以把债务人的身体砍为数段”。由于破产是一种惩罚，它只能是不自愿的，通常是债权人来发动的清算。但重组和清算非常不同。根

据美国国会 1978 年的破产改革法案，企业可自愿地选择申请第 7 章的清算或是申请在第 11 章之下的重组。根据破产法第 7 章，破产法院指定委托人来关闭企业，出卖其资产然后把向债权人赔付的程序移交给法院；而根据第 11 章，现存的企业经理们则可以保留对企业的控制权并继续经营六个月。重要的是，依据第 11 章进行重组的企业有权终止养老金计划，余下的养老金费用由政府承担。并且，他们对债权人支付利息的义务也中止了。更有甚者，重组中的企业可以把逐渐增多的税收缺额向后结转，保护企业在一段时间不交公司所得税。

《21 世纪》："重组"破产法的存在为什么和"看不见的手"范式相矛盾？

崔之元："看不见的手"范式的理论论证之一是"适者生存"。但那些支持"适者生存"观点的人，比如阿默•阿尔钦，并没有证明，而只是想当然地假设在市场经济中只有"坏的"企业才会破产。这是"看不见的手的范式"作为"应用神学"的一个证据。事实上，美国的破产立法的整个历史都清楚表明，"适者生存"式的观点无法解释系统性经济金融危机给"好"企业造成的困境。如果认识不到在"市场"经济中许多"好的"企业会破产，那么就不会理解从不自愿破产到自愿破产，再到策略性破产的发展。"好企业破产"的现象对"看不见的手的范式"提出了严峻的挑战。本该被清算的"坏"企业冒充"好"企业申请"重组"，就成了一种"软预算约束"的悖论。

《21 世纪》：美联储向危机中的美国国际集团（A.I.G.）提供过桥贷款并以此换取 80％的政府股权，这是制度性的还是政策性的"软预算约束"？

崔之元：亚当•斯密和哈耶克是根本否定美联储这类中央银行存在的必要性的。仅有部分准备的银行充当货币创造者，这一现象构成了关于银行制度的核心问题。"看不见的手"能够操纵银行业吗？没有集中起来的准备金、没有监管，众多的银行通过票据发行中的自由竞争能实现社会的最优效率吗？不会引起混乱吗？对这一连串的问题，亚当•斯密的"实物票据论"和哈耶克的"自由银行论"给予了肯定的答复。对于仅有部分准备的银行来说，基本的任务是：持有足够的准备金，紧急之时可以保全自己；另一方面，作为需要偿付成本的企业按照传统的经营又要求以最少的准备金、追求最大的收益。这种对准备金的管理是该留给银行自己呢，还是集中于一个中心，即中央银行？这一核心问题始终都困扰着银行业经营的和理论的历史。巴格霍特（Walter Bagehot，《经济学家》杂志的创办者，于 1873 年发表货币理论经典著作《隆巴德街》一书的作者），将这一问题归结为一元准备体系与多元准备体系的问题。斯密认为，只要银行严格依照他所说的"真实票据论"行事，多元准备体系就能有效运转，中央银行制度就无需存在。这次美联储向危机中的美国国际集团（AIG）提供过桥贷款并以此换取 80％的政府股权，大大扩展了中央银行的功能，因为 AIG 不是商业银行，而是世界最大的保险公司，本不在中央银行的传统监管范围之内。这是根本否定美联储这类中央银行存在的必要性的亚当•斯密和哈耶克所无法理解的。

《21 世纪》：最新《纽约客》杂志强调，投资银行不应在 1990 年代"上市"（高盛 1999 年 IPO, 雷曼 1995 年 IPO），之前它们是"合伙制"，其中合伙人承担"无限责任"。

崔之元：在现代公司刚出现的时候，亚当•斯密就已经在反对有限责任制了。他指出由于股东们在企业倒闭时不必倾其全部财产偿还债权人的债，他们就并不承担经营中的全部风险。在《国富论》的第五卷中，斯密指出股份公司与其他的商业组织形式相比有两个基本不同的特权：股份可以不经公司的其他所有者事先同意而出卖；企业享有有限责任的优惠。斯密认

为，在股份公司中所有权与管理的分离以及由于有限责任所导致的所有者监督管理者的动因的降低，必然会导致管理者在其控制内部成本和寻找市场的职责上的偷懒，因此，他对这些企业在高度竞争性的市场经济中能否生存表示悲观。在１８４４年以前英国的法律明确地对合伙企业以及非公司企业中的投资者施以无限责任的法律义务。

但是，无限责任使中产阶级办企业和工人合作社陷入不利境地。为什么是这样的呢？因为无限责任制不能允许那些，“安静的合伙者”，即那些只希望分享企业的利润但并不想参与决策的投资者摆脱无限财务责任的负担。这一点在工人合作社可获得的财务要求权上就显得更为直接。工人合作社必然要采用那种只分享利润而不参与决策的金融工具来筹资。由于法律不让那些愿意放弃决策权以避免无限责任的负担的人这样做，“安静的投资者”们不得不让其财富处于风险之中，对风险的控制保障仅仅是靠工人合作社成员的声誉。换句话说，即使工人合作社的外部投资者愿意放弃决策权但在法律上他们却不能放弃财务的责任，因此，无限责任制使工人合作社负担了更高的资本成本 正是由于对与他同时代的工人合作社的发展的关注，“自由社会主义者”穆勒（John S. Mill）才开始研究有限责任的问题。他首先分析了一种被称作“ｅｎＣｏｍｍａｎｄｉｔｅ”形式的合伙制，这种特殊的合伙制在英格兰有许多支持者，其中最突出的要算是那些“基督教社会主义者”。在这种组织里那些“活跃的”合伙人要受无限责任约束，按照责任与任务统一（tying liability to responsibility) 观念行事，而“睡着的”（sleeping）合伙人则只负有限责任，因为他们并没有经营企业的任务，穆勒拥护这种合伙制的形式，因为这可使工人们组织起来“从事他们所熟悉的经济活动”。１８５０年，穆勒在英国国会为中产及劳动阶级的储蓄投资委员会作证，论证了这种合伙制的合理性。他进一步认为，授予有限责任的公司资格的条件应该比亚当•斯密所要求的松一点，并且这种组织形式的缺点也被斯密夸大了几分。实际上，他建议采用一般化的有限责任制的公司体制，不需特许。穆勒指出，这种一般化的能力能够限制已投入资本的责任，因而会导致富者会更自由地支持穷人的项目，穷人也会因有机会把储蓄投资到生产者或消费者合作社而获利。

有限责任的这种起源几乎已经被当代的公司法学者们所遗忘了。但在当前美国金融危机中，我们有必要回顾这段历史。“自由社会主义者”穆勒强调，有限责任使所有者在企业亏损时不承担全部责任，逻辑上要求企业在盈利时也和工人和全社会分享利润。当前美国公民和国会议员质疑美国财长保尔森提出 7000 亿美元金融市场救援计划的主要论据，就是 A.I.G 等企业亏损社会化，盈利私人化。

一种非常有意义的论述正在美国形成舆论：7000 亿美元救援计划的“临时国有化”（即政府买下金融机构坏帐），应该长期坚持下去。这样才能“风险社会化”和“盈利社会化”对称。查韦斯总统近日在中国开玩笑说，“美国政府的国有化规模令我自愧不如”。而美国著名经济学家克鲁格曼在“纽约时报”的进一步国有化呼吁，则不是开玩笑：“如果联邦政府提供资金给金融公司，它就应得到金主该得的股权；如此一来，救援计划成功之后得到的收益，才不会流进捅出这次纰漏的那些人口袋”。

《21 世纪》：保尔森不是说救市计划只有两年？“暂时国有化”的意义究竟有多大？

崔之元：美国政府将建立的收购私营金融机构不良资产的机构模仿的是 1932 年大萧条时期的“重建金融公司”(Reconstruction Finance Corporation, 简称 RFC)。RFC 最初也说只“暂时国有化” 两年，结果持续了 13 年，到 1945 年才结束使命。这次危机的程度极为深广。虽然这次商业银行没有像大萧条时期那样通过罗斯福 9 天的强制停业（“银行假日”法案）来防止兑提，但目前危机中金融衍生品的层出不穷的花样所带来的链式反应是 1930 年代大

萧条时所没有的。例如，AIG 给欧洲各银行的信用保险就高达 3000 亿美元。两星期前 AIG 向美国政府紧急求援的直接原因就是它购买了大量的信用违约互换。

所谓信用违约互换，即 Credit Default Swap, CDS, 是一种可供信用提供者（放款人或公司债持有人）规避信用风险的契约， 是常见的信用衍生性金融商品。交易主体包含违约风险保护买方（Protection Buyer），主要是银行，以及违约风险保护卖方（Protection Seller）。买方因持有风险敏感性资产如债券或放款，希望将此违约风险转嫁给卖方，因此定期支付固定成本来获得违约风险保护。与此相对应，卖方虽然可以固定获得买方定期付给的收益，但同时负有义务当违约事件（Credit Event）发生时，将给付买方因市场波动造成的损失。举例来说，甲持有一张面额 100 万元 5 年后到期的公司债，为规避该公司债的信用风险，甲与乙承作一笔 5 年期的 CDS，CDS 的名目本金 100 万元，假定信用违约保险的溢价（Premium）为 0.8％。依据契约内容，甲每年要支付 8000 元给乙，如果债券到期时没有发生违约事件，甲将不会得到任何赔付金额。反之，当公司债发生违约时，乙就须支付给甲以补偿其损失。假设，当 100 万元债券到期时，剩余价值仅为 40％，若采用现金结算，乙就须支付给甲 60 万元【100 万×（1－40％）】。AIG 购买了大量的 CDS，即是违约风险保护卖方。由于次贷危机的出现，违约事件层出不穷，AIG 需赔付的金额很大，这导致信用评级机构降低了 AIG 的信用等级，而信用等级的降低又迫使 AIG 必须提供 150 亿美元的抵押以证明自己有能力赔付。由于 AIG 给欧洲各银行的信用保险就高达 3000 亿美元，除了美联储，没有任何私人机构能够有动机和能力援救 AIG。而欧洲诸银行之所以要买 AIG 的信用保险，也是为了绕开欧洲各国政府要求的银行资本充足率。因此，当前整个西方，包括美国和欧洲，都面临着严重的对坏账缠身的金融机构的注资问题，而大萧条时期的“重建金融公司”(Reconstruction Finance Corporation，简称 RFC)救市的核心就是注入公共资金，获得公有 “优先股”。我认为这个过程绝对不会如保尔森计划所说的只有两年。

《21 世纪》：如何评估中国这次所受的影响？对中国思考未来的改革发展道路有何启示？

崔之元：温家宝总理在纽约联合国大会上表示雷曼破产已波及中国，中国将准备参与救市。如果中国主权基金“中投”公司慎重决策，当前不失为一个使中国公有资产在全球市场经济中大显身手的良机。复杂性在于“中投”将用什么价格来买美国金融机构的不良资产。保尔森交给国会讨论的救市计划使用了“逆向拍卖”一词来刻画“暂时国有化”的方法，也就是由买家列出想买的清单，卖家来出价，因为普通的拍卖是由买家来出价，而逆向拍卖是由卖家来出价。英格兰银行货币委员会前委员、伦敦经济学院教授 Willem Buiter 说，这些拍卖可能会逼迫卖家掀出底牌，透露他们真实的保底价。“中投”公司可以参考这个方法。

这次金融危机对中国思考未来的改革发展道路有重大的启示。美国金融危机爆发后，中国国资委支持中央企业根据自身发展需要增持其所控股上市公司股份，支持中央企业控股上市公司回购股份。这说明我国的国有资产是资本市场上的积极稳定力量。我国改革开放 30 年的最大成绩是初步建立了“社会主义市场经济”的体系，这里“社会主义市场经济”8 个字要做完整理解，不能把 8 个字化约为 4 个字。最近，和国际金融危机同时，还有一件大事，即欧洲原子核研究中心的“宇宙大爆炸”实验，它的重大意义是将会对人类认识世界的基本概念进行创新，如我们往往不假思索的“质量”概念。我相信，这次国际金融危机将促使我们对西方经济制度的流行观念进行深刻反思，将我们总结改革开放 30 周年的经验教训的活动提高到新的水平。

崔之元，清华大学公共管理学院教授、博士生导师。1995 年获美国芝加哥大学政治学博士学位，曾任教于美国麻省理工学院政治学系，并曾在德国柏林高等研究中心、哈佛大学法学院从事研究。主要研究兴趣在政治经济学、法律与经济和政治哲学领域。著有《看不见的手

的范式的悖论》、《制度创新与第二次思想解放》等中英文著作。