

所有者掠夺：以破产牟利的经济黑幕活动*

乔治·阿克洛夫 保罗·罗默

在 20 世纪 80 年代期间，发生了一系列非同寻常的金融危机。例如，在智利，金融部门崩溃留给政府的是大规模的外债。在美国，由政府保险的大量储蓄和贷款无法得到偿付，最终不得不由政府来为此买单。在达拉斯和得克萨斯，即使房屋空置率急剧攀升，房地产价格依然持续上扬，建筑业依旧蒸蒸日上，不过最终还是逃脱不了骤然崩盘的厄运。还是在美国，推动公司接管浪潮的垃圾债券市场也经历了类似的盛衰。

在本文中，我们利用简单的理论和直接证据来揭示这四起事件背后的共同主线。我们的理论表明这一共同主线也可能与其他情况交织在一起，例如国家承担了过多的外债，政府不得不救助资不抵债的金融机构，房地产价格暴涨暴跌，或者新的金融市场经历繁荣和崩溃。然而我们在描述相关证据时，只涉及智利的金融危机、美国的储贷危机、达拉斯的房地产泡沫和储贷危机，以及垃圾债券。

我们的理论分析表明，如果企业有动力不惜牺牲社会以破产来牟利而不是全力以赴获取成功，那么经济黑幕活动就会冒头。如果糟糕的会计制度、松懈的监管以及对违规行为惩罚不力促使所有者为自己获取多于公司价值的收益，继而拖欠债务，破产牟利的行为就会发生。

当政府为企业的偿债义务提供担保时，破产牟利时常发生。这种担保中最明显的一种是存款保险，但是，政府也隐含地或者明确地为保险公司的保单、私人企业的养老金负债、实际上所有大银行的债务、助学贷款、有补贴住房的抵押贷款融资、以及大企业或有影响力的企业的一般债务提供担保。这些安排形成了一个企业网，网中的企业是在软预算约束下运行的。为了执行纪律和限制股东的机会主义，在满足以净值表示的特定会计指标的情况下，政府会持续不断地提供担保。但是，由于净值在受保机构的总资产中通常只占很小的一部分（毕竟，这正是它们需要并获得政府担保的原因），对于所有者而言，破产牟利就很容易变成一个比最大化真正的经济价值更具吸引力的策略。

若如此，最大化经济价值的常规经济因素将会被糟糕的最大化当前可榨取价值的经济因素所代替，这将往往会使企业的经济净值严重为负。一旦所有者认为他们能够从一家企业里榨取更多，从而最大化其当前收益，他们就会采取任何能够在当前榨取更多收益的行动，即便这会导致企业的真实经济净值大幅下降。对所有者而言，今天增加的一美元分红值一美元，但是企业在未来增加的一美元收益却一文不值，因为未来的收益属于债权人。因此，破产牟利会导致社会损失。由于在所有者可以获得的收益与他们造成的损失之间存在这种差异，因此我们将破产牟利称为掠夺。

不幸的是，并不只是被政府担保的企业才会面临这种严重的激励扭曲。掠夺可以共生地蔓延至其他市场，致使充斥着不当激励的地下经济活动堂而皇之地大行其道。有政府担保的部门的掠夺者将与该部门之外的非关联企业（unaffiliated firms）进行交易，让这些企业的生

* 本文作者特别感谢 James Pierce 和 William Black。在他们担任“国家金融机构、改革、重建和实施委员会”（National Commission on Financial Institution, Reform, Recovery, and Enforcement）的执行主任和副主任期间，一直致力于对美国的储贷危机进行独立的调查。他们得出了许多结论，这些结论与我们的观点不谋而合，同时他们的调查也为我们提供了许多有用的确凿证据。Halsey Rogers 为我们的研究提供了宝贵的帮助，对此我们也深表感谢。Paul Asquith, James Barth, Mark Carey, Roger Craine, Curtis Eaton, Pierre Fortin, Sebastian Edwards, Jeffrey Frankel, Jeffrey Gunther, Bronwyn Hall, Robert Hall, Elhanan Helpman, Richard Lipsey, Ken Rosen, Nate Rosenberg, Edward Safarian, Benjamin Stein, Nancy Wallace, Michael Wolfson, 以及 Janet Yellen 给我们提供了有益的评论和帮助，使我们能更好地理解陌生领域中的种种复杂现象。本文的论断仅代表我们的观点，与上述所有人无关，文中的解释错误或事实错误也均由我们承担。本研究得到了国家科学基金会、加拿大高级研究所以及罗素·塞奇基金会的制度和发展研究小组（Russell Sage Working Group on Institutions and Development）的支持。

产有助于最大化掠夺者当前攫取的收益，而不关注企业自身的未来损失。掠夺者不是寻找诚实地履行合同的商业伙伴，而是寻找如果履行合同似乎会获得高现值但实际上不会而且也不能履行合同的合作伙伴。

我们从一个抽象的模型开始分析，该模型说明在什么条件下会发生掠夺。在其后的各节中，我们围绕智利金融危机和美国储贷危机展开论述，并特别关注具体的监管和会计制度，这些细节是我们论述的核心)。然后，我们将分析转向达拉斯房地产市场的繁荣和萧条，达拉斯房地产市场是得克萨斯储贷协会的活动中心。我们为房地产市场建立了一个理性预期模型，在该模型中，投资者从市场价格推断出经济的基本面¹。然后，我们证明，即便在掠夺者为数不多的情况下，掠夺也会对市场价格产生大的影响。

在最后一节，我们考察储贷协会和保险公司中的掠夺行为对 20 世纪 80 年代垃圾债券市场上的价格操纵行为可能发挥的作用。与达拉斯土地市场不同，在该市场上，价格波动似乎是个人掠夺策略的一个意外结果。我们认为，在垃圾债券市场上，外部人可能而且肯定与某些掠夺者相互配合，有意识地操纵价格。有证据表明，市场参与者能够理解并利用这种机会。通过人为地降低垃圾债券的利率，这一策略可能使更多的企业借助债务融资型收购从事有利可图的接管活动。

在讨论理论模型之前，我们首先介绍与本文试图要说明的问题有关的文献。关于储贷危机的论文分为两大类：通俗的解释²和经济学家的解释³。

与通俗的解释不同，经济学家的研究在细节方面通常是羸弱的，因为经济学家所强调的激励并不能解释所发生的大多数行为。典型的经济分析基于道德风险、过度冒险、以及对存款保险收取的保费缺乏风险敏感性。这一策略有许多生动的描述：“正面，我赢；背面，我不赚不赔”、“置之死地而后生”(gambling on resurrection)、以及“最后一博”(fourth-quarter football)，这里只说几个。运用与期货定价相类似的方法，经济学家针对这种过度冒险的策略给出了一个很好的理论分析⁴。对于 20 世纪 80 年代所发生事件的此种解释，问题在于，某些打赌其储蓄机构可能真正赚钱的人永远不会像许多储蓄机构那样做，他们完全不理睬贷款的最基本的原则，即保留合理的贷款文件、防止外部欺诈和违规行为、实申请贷款的信息，甚至不厌其烦地要求借款人填写贷款申请⁵。对许多此类储蓄机构的运作进行考察表明，它们的所有者就如同未来的损失是他人的问题那样行事。他们是对的。

某些经济学家的解释认为，在 20 世纪 80 年代，除了过度的冒险之外，还有别的什么原因⁶。爱德华·凯恩(Edward Kane)比较了储贷协会(S&Ls)的行为与庞氏骗局(Ponzi scheme)，这一与我们所强调的某些要点很接近⁷。但是，许多经济学家似乎仍然不理解，20 世纪 80 年代的环境使得掠夺金融机构十分容易，而被起诉的风险却很小。一旦清楚这一点，显而易见的是，只有在某些自然状态下才合算的高风险策略是留给胆小鬼做的。当你能够做一件有把握的事情且诉讼风险很小时，你为什么还要利用这种体制进行可能会成功的冒险呢？

我们对掠夺策略的描述相当于让有限责任公司借款并将借款划入所有者的私人账户，然后对其债务违约的复杂情形。当然，关于公司金融的大量文献强调的是，当承担有限责任的

¹ 对于此模型，参见Grossman (1976)。

² 我们发现对理解几家臭名昭著的机构究竟发生了什么的细节最为有用的书是Adams (1990)，Mayer (1990)，O'Shea (1991)，Pizzo、Fricker和 Muolo (1989)，Robinson (1990)，以及Wilmsen (1991)。

³ 例如，参见Kane (1989)，White (1991)，以及Brumbaugh、Carron和Litan (1989)。

⁴ 参见Merton (1978)。

⁵ 参见Black (1993b)强烈地强调这一点。

⁶ 例如，参见Benjamin Friedman对Brumbaugh、Carron和Litan (1989)的论文的评论。

⁷ 参见Kane (1989)。

股东时可以用来盘剥债权人的策略⁸。在就个人之间的交易或者私人部门企业之间的交易而言，我们并没有给出什么新的分析。这类本文的要点在于，最大化自身利益的个人将不会在任人盘剥的情况下反复提供贷款，因此，只要发生贷款，保护贷款人的某类机制（诸如声誉、抵押品或债务契约）就必定起作用。

但是，这种假设和推理可能并不适用于有政府担保的贷款安排。政府有时候会做一些最大化自身利益的当事人不会做的事情，而且由于它有征税的权力，它还能长期这样做，而任何其他人或其他企业由于缺乏资源不得被迫停止。

一、一个抽象的掠夺模型

在对破产牟利进行分析时，一个简单的三期模型能够抓住分析的要点。在本节中，我们用它来得出三个基本结论。首先，有限责任给予公司所有者盘剥债权人的可能性。其次，如果债务合同允许此情形发生，所有者将故意地使一家有清偿能力的企业破产。第三，当企业的所有者让其企业破产时，他们可能会带来极大的社会危害，正如掠夺者在暴乱中导致的总损失远比他们获取的私人收益要大得多。

我们提请读者注意，本节的建模方法不同于其他大多数有关合同的研究所使用的方法。典型的分析以描述经济环境为出发点，进而说明有效率的合同的特征。无效率的合同被假定为在市场中是不会出现的，或者至少不会长久持续。

我们首先假设，相关的债权人和政府达成一个无效率的合同，并且能在一段时间内维系此合同。我们并未明确指出政府为何如此做的理由。在本文的主题部分，我们的目的仅仅是描述无效率的政府合同和监管所导致的私人部门的行为。只有在结论部分我们才隐含地给出政府做什么以及为什么这样做这一复杂问题的答案。

除了假设合同是无效率的之外，我们的基本模型是以完全的确定性和合法的掠夺策略为基础的。完全的确定性使模型更简单，但是，更为重要的是，它使我们所强调的掠夺（破产）策略和经济学家对储贷危机的主流解释，即有补贴的冒险策略形成鲜明的对比⁹。在对模型的最先介绍中，只发生合法交易的假设也使掠夺理论和冒险理论形成鲜明的对比。我们随后将阐明，基本模型的要点如何扩展至一个所有者可能进行欺诈的模型。

在介绍三期模型之前，在尽可能简单的情形中阐述我们的基本观点并制定一些使论述简化的约定是有用的。令 V 代表一家有限责任公司的真实价值或净值。假设，政府同意向这家公司注入任何数量的货币，只要所有者对他们自己的支付不超过 M 。于是，单一的所有者/管理者面临一个非常简单的决策。如果 M 小于 V ，所有者遵照价值最大化的标准原则经营其公司。政府的提议对所有者的影响。但是，如果 M 大于 V ，所有者从政府那里借入足够的货币以支付 M ，他完全清楚公司在未来会无法偿还这笔债务。在此情形下，更为糟糕的是，所有者没有积极性确保公司受到良好的管理。

实际上，这正是许多储蓄机构身上发生的事情。接下来，我们将详细描述监管、会计规定、以及获得非法所得的机会是如何创造 M 超过 V 的条件。此论述的三个方面需要阐释一番。在下面，我们假设，除非另外明确阐明，管理者和所有者不存在利益分歧。我们这样做部分是为了简化叙述，但也因为它准确地刻画了许多储蓄机构发生最重大的违规行为时的情形。20世纪80年代的，监管的重大变动使得单一的个人可以拥有一家储蓄机构，一家控股公司可以拥有一家储蓄机构作为其子公司。如你料想的那样，当所有权是集中的且管理

⁸ 例如，参见Brealey和Myers (1984，第501~503)。

⁹ 参见Craine (1992) 存在不确定性条件下的模型，该模型抓住了过度冒险策略的实质。

者被所有者牢牢控制时，违规策略是较容易实施的。事实上，这就是为什么在 20 世纪 80 年代前，银行监管者禁止所有权集中的原因。所有权广泛分散且管理者的利益（他们想保住工作和名声）和所有者的利益（如果管理者假公济私的话，所有者就会捞更多的钱）存在严重冲突的储蓄机构也是存在的。我们不对这样的储蓄机构进行分析。

此论述的第二个方面是，政府直接向企业借款。这样做纯粹是为了简便。在现实中，私人将存款借给一家金融机构，政府为金融机构的债务担保。就我们的目的而言，这等价于假设存款者持有政府债务，政府直接借钱给储蓄机构。当储蓄机构无力清偿时，在任一种情形下的结果都是一样的：政府承担损失。

此论述的第三个方面是，财富以分红方式从储蓄机构转移至所有者的私人组合。这是为了叙述方便，不必按字面意思理解。事实上，存在许多其他方式的私下交易，储蓄机构的个人或者公司所有者通过它们攫取财富。这些其他方式通常是非法的，但它们也是难以监管和面临诉讼的。从所有者的角度来看，重要的是，他们能够极大地增加从储蓄机构攫取的财富总量。以下例子描绘了这种可能性。在 1988 年，Southmark 公司以几家公司换取得克萨斯州休斯顿市的 San Jacinto 储蓄机构（Southmark 公司的一家全资子公司）持有的某些房地产。由于这是一笔在关联公司间的交易，需要监管部门的同意。基于一家投资银行提供的公允意见，该投资银行认为收购公司的价值为 1.406 亿美元，监管者批准了这笔交易，即等值购买 San Jacinto 持有的房地产。到 1990 年，庐山露出了真面目，收购公司的价值实际上是负的¹⁰。

一般模型

我们现在阐述构成我们分析之核心的抽象模型。模型中不存在不确定性，而且只有三个时期，分别为时期 0、时期 1 和时期 2。在时期 0 和时期 1 之间，给定的市场利率为 r_1 ，在时期 1 和时期 2 之间的利率为 r_2 。

一家储蓄机构在时期 0 开始营业，其所有者的投资额为 W_0 。储蓄机构获得存款负债 L_0 ，并购买一组资产 A ，此资产的初始价值为 $A_0 = W_0 + L_0$ 。该储蓄机构受到政府强制的净值或“资本”要求的制约。这表明，对于某一常数 c ，净值 W_0 必须大于或等于 cA_0 。资产在时期 1 获得的现金报酬为 $\rho_1(A)$ 美元，在时期 2 为 $\rho_2(A)$ 美元。

为简化起见，假设在资产上的投资是非流动的，而且储蓄机构在时期 0 之后并不购买任何新资产。在时期 1，储蓄机构获得现金报酬 $\rho_1(A)$ ，并对其所有者支付红利 Δ_1 。为了实现这些交易，储蓄机构调整其存款负债。在这些交易之后，该机构的存款负债将为上一期的存款及累积的利息 $(1+r_1)L_0$ ，减去现金报酬 $\rho_1(A)$ ，再加上分红 Δ_1 。这意味着，该机构能够用借款——即，吸收新的存款——支付红利 Δ_1 。

在时期 2，在资产上的投资赚得其最后的收益，而且，储蓄机构可以被清算。该机构获得报酬 $\rho_2(A)$ 。来自时期 1 的存款负债加利息将为 $(1+r_2)[(1+r_1)L_0 - \rho_1(A) + \Delta_1]$ 。期末净

¹⁰ 联邦存款保险公司诉米尔肯 (1991, 第 76~77 页)。

值为其资产价值与负债价值之差。

如果不存在有限责任且没有存款保险，那么，储蓄机构的初始投资者所面对的决策问题将是选择资产组 A ，以最大化储蓄机构的收益贴现值。（由于我们将在随后对最优的收入流的现值 V^* 同对红利支出进行限制进行比较，因此，将它表示为时期 1 的单位是很自然的，而且，也可将 V^* 表示为时期 1 的现值。）根据前述的对收入流的描述，

$$(1) \quad V^* = \max_{A, \Delta_1} \frac{\{\rho_2(A) - (1+r_2)[(1+r_1)L_0 - \rho_1(A) + \Delta_1]\}}{(1+r_2)} + \Delta_1$$

$$\text{约束条件 } 0 \leq cA_0 \leq W_0。$$

由于涉及在时期 1 的红利支出的两项相抵消，在此最大化问题中，唯一重要的选择变量是时期 0 购买的资产。由于设计红利的两项相抵消，此等式可以简化为

$$(2) \quad V^* = \max_A [\rho_2(A)/(1+r_2)] + \rho_1(A) - (1+r_1)L_0，$$

$$\text{约束条件 } 0 \leq cA_0 \leq W_0。$$

现在，假设该储蓄机构是一家有限责任公司。进而假设政府担保该机构的负债，并对该机构在时期 1 向其所有者支付的红利额设置一个上限 $M(A)$ 。如符号所示，这一上限可以是储蓄机构所持有资产的某一份额。在此情况下，储蓄机构的所有者面临的问题变为

$$(3) \quad E = \max_{A, \Delta_1, \Delta_2} [\Delta_2/(1+r_2)] + \Delta_1$$

约束条件

$$0 \leq cA_0 \leq W_0，$$

$$\Delta_1 \leq M(A)，$$

$$\Delta_2 \leq \max\{0, \rho_2(A) - (1+r_2)[(1+r_1)L_0 - \rho_1(A) + \Delta_1]\}。$$

在这一表达式中，我们引入新的符号 E ——所有者权益的价值，因为它有可能不同于储蓄机构的真实经济价值 V^* 。

为说明本节的基本结论，我们需要最后一个定义。令 M^* 代表 $M(A)$ 的最大值，其中， A 满足 $0 \leq cA_0 \leq W_0$ 。 M^* 是在时期 1 能够抽取最大的红利额。

命题

1. 如果 M^* 小于或等于 V^* ——在时期 1 储蓄机构收益流量的最大值——储蓄机构的所有者选择 A 以最大化该机构的真实价值。
2. 如果 M^* 大于 V^* ，储蓄机构的所有者选择 A 以最大化 $M(A)$ 。他们在时期 1 支付的红

利等于 M^* ，而且在时期 2 不履行储蓄机构的偿债义务。

证明

此结论背后的经济含义十分简单。如果所有者为自己获取的收益不多于储蓄机构在时期 1 的价值，那么，企业的净值在第二期就为正，而且最大化第二期的红利变得无关紧要了。在此情况下，有限责任条件下等式 3 的最大化问题简化为无有限责任条件下等式 1 的最大化问题，此问题定义了 V^* 。

另一方面，如果所有者获得的收益多于储蓄机构的真实经济价值，那么，他们就会这样做，即使这要求他们投资于净现值为负的项目。通过加总约束（By the adding up constraints），当他们的攫取额多于储蓄机构的价值时，就会导致储蓄机构在时期 2 不履行其偿债义务。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，因为政府承担项目的所有损失。因此，所有者选择 A，只是为了最大化他们能够在时期 1 获取的分红。

（要正式地得出这一结论，将时期 2 的红利上界代入等式 3 的最大值表达式(maximand)中，然后再颠倒两个最大值算子的次序。）

从这一结论中立即推出两个推论。首先，如果所有者能够攫取超过储蓄机构的真实经济价值，净值为正的所有者将自愿地选择破产，从中攫取资源。对他们而言，破产是一种选择，而不是受环境所迫不得已。其次，当所有者选择 A 以最大化 M^* 时，他们可能会投资于净现值为负的项目。若如此，所有者得自掠夺策略的收益严格小于政府的花费。因此，社会遭受净损失。

这些推论非常透彻地描述了我们所强调的破产牟利策略与更为熟悉过度冒险策略之间的差异。根据我们的策略，一家有偿付能力的机构的所有者最偏好的结果是，机构走向破产。

当所有者成功地攫取多于真实经济价值 V^* 之后，他们对储蓄机构如何管理漠不关心，完全同你所考察过的众多破产机构的日常运转一模一样。根据过度冒险策略，所有者最偏好的结果是赌博成功，储蓄机构仍具清偿能力。如果所有者遵循此策略，他们将会关心其贷款的质量以及他们发生的运营费用的大小，因为，如果赌博成功的话，每一美元的贷款损失或费用都代表其收益的减少。

这样的结论也证实了我们使用名词“掠夺”的合理性。破产牟利策略能够使整个社会蒙受巨大损失，因为 M 对 A 的依赖性会鼓励储蓄机构的所有者投资于净现值为负的项目。下一节表明，这类激励是如何由 20 世纪 80 年代的现有管制中产生的。

至此为止，模型假定 $M(A)$ ——时期 1 的收益的极限值——仅由监管规则和会计规则给定，因此，储蓄机构所做出的所有选择都是合法的。但是，在我们的例子中，绝大多数都涉及违法活动。在某种程度上，在我们的例子中，高比例的违法活动（相对于合法活动的），反应了我们案例来源的偏颇，它们主要来源于法律诉讼中的证据。合法的、或者不可能起诉的掠夺从来不会出现在法庭之上或监管进程之中。但是，事实上，我们相信，相对于大量巧妙的外快收入机会而言，由于调查取证、刑事诉讼以及民事赔偿的可能性变化多端，因此，合法掠夺的机会相对较小。因此，模型应该拓展至包含以非法和合法手段掠夺的情形。

为此，令 F 代表管理者从事欺诈性行为。我们对 F 做出两个假定。首先，F 的上升导致与被当局起诉的风险相联系的期望成本 $C(F)$ 上升。此期望成本取决于在法庭上败诉的概

率，以及在刑事或民事案件中败诉的成本。它们还取决于管理者和所有者对风险的态度，以及与法律诉讼相联系的声誉成本。

F 增加的第二个效应是能够被所有者榨取的资源总量的增加。通常，这些资源并不会采取直接的红利支付的形式，但是，它们仍代表机构净值的减少。从对储蓄机构的资产负债表的影响来看，它们同红利支付的效果是一样的。因此，我们可以将前面对在第一期被攫取财富的表达式 $M(A)$ 扩写为 $M(A, F)$ ，这里须明白，M 对 F 是递增的。

有了这些拓展，现在，我们的模型可以写为如下形式：

$$(4) \quad E = \max_{A, F, \Delta_1, \Delta_2} \Delta_2 / (1 + r_2) + \Delta_1 - C(F)$$

约束条件

$$0 \leq cA_0 \leq W_0,$$

$$\Delta_1 \leq M(A, F),$$

$$\Delta_2 \leq \max\{0, \rho_2(A) - (1 + r_2)[(1 + r_1)L_0 - \rho_1(A) + \Delta_1]\}.$$

前面模型的基本含义在这一拓展模型中得以保留。一个关键的数值将价值最大化经济学同破产牟利的经济学分隔开来。同上面一样，令 V^* 代表不存在掠夺余地时红利的最大值。在本情形中，令 M^* 代表 $M(A, F) - C(F)$ 在 A 和 F 上的最大值，其值为能够从储蓄机构中攫取的总货币价值减去与所选择的欺诈水平相联系的预期的法律成本。如果 M^* 大于 V^* ，所有者将掠夺，也就是说，他们选择 A 和 F，以最大化 $M(A, F) - C(F)$ 。另一方面，如果 M^* 小于 V^* ，他们将令 F 等于 0，选择 A 以最大化价值，并获取 V^* 。

总之，当 V^* 小，或者当能够以低起诉概率从企业中攫取的数额大时，掠夺和违法就会发生。为了确保 V^* 超过 M^* ，监管、恰当的会计核算、以及有效的执法就是必不可少的。对于与真实的经济收益相一致的合法所得必须施加限制。另外，会计核算和对监管的界定必须使非法所得容易被发现、诉讼和惩罚。

二、掠夺的证据

对于金融机构而言，限制储蓄机构分红和其他支出的规则来源于如下规定：在每一期，储蓄机构的净值必须超过管制者指定的资本规模。在我们的三期例子中，分红极限 M 在时期 1 是由如下规定决定的：在支付红利之后，储蓄机构的剩余净值必须超过常数 c 乘以资产的账面价值。因此，在模型中，当储蓄机构合法运营时，M(A) 能够精确地从监管约束和会计规定中得出。

例 1：虚增净值

我们从关于记账规则开始，这些规则太显而易见了，若不是因为它们有关储蓄贷款行业危机的讨论中广泛被忽略，它们根本不值得阐述。如果为了获取商誉，净值被虚假的会计分录（accounting entry）虚增，就会产生掠夺的激励。由于净值对从储蓄机构中攫取价值的能力施加了关键的限制，每一额外美元的人为净值转化为能够从储蓄机构中攫取的额外一美元的净值。特别地，如果净值的人为增加大于总的资本需要，掠夺的条件就具备了。由于在

20 世纪 80 年代，资本要求 c 急剧下降，因此，掠夺的可能性提高了。

在 80 年代，净值的人为增加是由几个不同的原因造成的。在一家机构购买另一家负净值机构时所形成的“商誉”，正是在此描述的增量效应。另外，许多机构在其真实的净值严重为负的情况下仍允许继续经营。根据监管性会计原则，对净值的人为虚增意在免除法律义务，否则监管者将不得不关闭这样的机构（我们在下面讨论商誉和资本要求。）

过于强调净值本身并不导致储蓄机构的所有者做出糟糕的投资决策，但是，破产牟利打消了任何储蓄机构谨慎管理的积极性。因此，储蓄机构管理不善可能对社会造成净损失。

例 2：控制收益

假设储蓄机构在计算净值时不允许包括商誉，但却被给予投资于资产的机会，这些资产在第一个时期获得超常会计收入。那么，储蓄机构就能够谋求破产牟利。

为说明一个简单的例子，考虑长期债券。由于在模型中没有不确定性，套利意味着在时期 0 以面值发行的两期（长期）债券将不得不支付利息（coupon） r_L ， r_L 满足

$$(5) \quad (1+r_L) = (1+r_2)r_L = (1+r_1)(1+r_2)。$$

忽略交叉相乘项 r_2r_L 和 r_1r_2 ，给出纯粹预期理论的收益曲线的通常近似： $r_L = (r_1+r_2)/2$ 。

我们对即期利率（spot rate）随着时间递增的情形感兴趣，因此假设 $r_2 > r_L > r_1$ 。

根据对银行或储蓄机构使用的记账惯例（accounting conventions），对于计划将长期债券持有到期的情形，储蓄机构在投资组合中所持有的长期债券将以时期 1 的面值记账，即使是由于利率随时间提高，债券的市场价值严格地低于面值。（这一会计处理只要求储蓄机构具有将债券持有到期的意愿。）根据这一惯例，对债券投资的会计收益为其利息 r_L ，根据我们的假设，它严格地高于真实的经济收益 r 。如果差异大到满足

$$(6) \quad r_L - r_1 - c \geq 0，$$

那么，就具备了寻求破产牟利的条件。对于许多储蓄机构而言， c 的实际价值很小，因此，在资产的会计收益率 r_L 与真实经济收益率 r_1 之间的差异只需要很小就足以使得破产牟利有吸引力。

在这些情况下，为了利用破产牟利，储蓄机构只需要在当前的短期利率上募集资金（例如，在存单市场上），投资于较高收益的长期债券，并支付其所有的会计收益 $(r_L - r_1)A$ 作为红利。如果 $r_L - r_1$ 等于 c ，那么，在时期 1，所有者可以利用人为的利润抽回其初始投资 $W_0 = cA$ ，而不会违反管制规则对净值的要求。如果 $r_L - r_1$ 大于 c （或者如果在一个多期模型中，收益差异持续几个时期），那么，所有者能够攫取多于期初始投资的价值。

当时期 2 到来时，储蓄机构将不得不对其存款支付一个收益率，此收益率超过其债券的收益。如果所有者的攫取超过了其初始投资的当前价值，那么，储蓄机构就不能够兑现承诺，政府不得不承接其债务。

注意，与例 1 不同，在本例中，决定红利支出的规则确实给予储蓄机构购买特定资产的

激励，但是，此类资产的净现值并不为负。因此，同例 1 一样，会计规则并不会给所有者直接的刺激，让其做出净现值为负的投资。但是，同所有的破产牟利情形一样，所有者在储蓄机构的未来收益和损失中并没有利益，因此，对导致社会损失的行为是不在乎的。

你不禁会得出如下结论：本例代表了一家储蓄机构进行赌博并将其自身暴露于利息风险的情形。但是，这种解释是误导性的。在这一完美确定性的模型中，不存在风险。这里的结果是完全可预测的。而且，如上面所注意到的，所有者所偏好的结果是，储蓄机构无清偿能力，而不是它具有正的净值。

这里描述的控制收益策略在 20 世纪 80 年代并不是特别重要的，但是，它的确描述了我们试图说明的要点。如果管制所使用的会计价值有别于真实的经济或市场价值，这就会为符合法律规定的肆意而为提供机会。

防止这种违规行为也是非常简单的。如果所有的长期债券在时期 1 都在市场上交易（marked to market），就不会产生人为的会计收益。历史价格可能仍会被用来衡量准备持有到期的政府证券的价值，对于监管程序和会计行业（accounting profession）而言，这一事实是显而易见的¹¹。

力3：收购、开发和建设贷款

对于一家对违背会计准则和虚增净值感兴趣的储蓄机构，将资产用于发放收购、开发和建设贷款就是为记录人为的会计收益提供丰富机会的一个例子。房地产投资也为所有者自己创造了捞外快的机会，对于这种方式，监管者难以监督，司法当局也难以成功地起诉。

在最极端的情形，一项收购、开发和建设贷款采取如下形式。一家储蓄机构愿意向一名土地开发商提供无追索权（no-recourse）贷款，提供足够的资金用来购买一大片土地，修建建筑物，支付给开发商开发费用，付给储蓄机构贷款的初始的启动费（origination fee）（一般为贷款金额的 2.5%），并在项目的前几年支付贷款利息。通过发现一个肆无忌惮且毫无开发经验的个人，并做出如下要约（offer）。在项目上不投一份钱的情况下，开发商能够借款并在几年里收取开发费和获得薪资收入。作为回报，开发商会同意用储蓄机构自己的钱来“偿付”，这似乎看起来是偿还非常高利息的贷款。由于开发商在开放方面毫无经验，项目将会有一个负的净现值。单凭这一事实就足以确保开发商在大多数情形下最终会违约贷款。实际上，不切实际的高利率注定会得到违约贷款的结局。由于贷款是一笔无追索权贷款，开发商会带着他的酬金从项目中全身而退，而不会拿他的私人财富去冒险。

为简化起见，忽略启动费（这在技术上将在时期 0 产生零收入），我们能够将此贷款看作在时期 1 获得很高的会计收益的一项资产，其会计收益等于贷款的利率。如在上例中一样，掠夺为有利可图所需要的条件是，满足类似于式（6）中的不等式。储蓄机构在其资金成本之上能够获得的超额会计利润只需要大到超过资本要求 c ，正如我们已经注意到的那样， c 本身可以是很小的。

控制收益的情形不同，此种安排非常难于察觉，因为在建的房地产项目本来就难以估价。由于在发放贷款时就预留了一笔资金用于支付初始的利息支出，因此贷款不会在时期 1 被拖欠。如果多疑的监管者或会计师质疑支撑贷款的抵押物价值，储蓄机构的所有者能够安排一家合作的评估机构以证实项目的价值足以保护贷款免受损失。如果有必要的话，该储蓄机构（或一家合作的储蓄机构）能够为一家新的开发商提供贷款，用于从第一家开发商那里购买项目，**并让第一家开发商获利**，以此用市场价格“证明”评估的正确性。在时期 2，开发商违约，“高盈利的”储蓄机构突然间变得无清偿能力，而政府必须提供资金来支付存款人。

我们想强调的是，诚实的开发商不会与储蓄机构达成此类协议。即使开发商个人在项目一旦违约的情况下不对贷款负责的，但是，在一个大项目上违约会损害一家有名气的开发商

¹¹ 参见Floyd Norris，“债券会计制度的变化得到批准”，《纽约时报》1993年4月14日，第 C1版。

的声誉，并限制其在未来借款的能力，特别是在（贷款）安排的违规行为本质昭然若揭之后。因此，储蓄机构的所有者有积极性寻找最肆无忌惮的“开发商”，他们能够指望这些开发商在头些年报告严重虚增的利息支付，而后在随后的年份里违约。由于高红利支出有可能吸引监管者的注意，从储蓄机构里攫取金钱的其他手法，诸如为从所有者那里高价购买土地提供无追索权融资或参与其他的私下交易，在大多数情况下是更为有利可图的。如果公然这样做的话，所有这些活动都会带来某些诉讼风险，但是，如果谨慎行事的话，它们是很难起诉的。为储蓄机构的所有者创造的这种不正当的激励会蔓延至整个经济，形成错误的价格信号并在经济的其他领域形成不良激励。储蓄机构的所有者是为了破产牟利，但是，现在，与他合作的开发商也会如此做。

在此情形下，显然，破产牟利完全称得上我们所定义的掠夺。在此类安排下进行的开发项目通常会具有相当大的负净现值。在得克萨斯，某些陷入违约的完工项目质量低劣，刚建成的建筑物就被推平了。

三、智利的金融危机

在前面的控制收益的例子中，存款机构持有的资产获得高的当前收益。相反，其负债具有低的当前收益。收益差（导致高的当前会计收入，这些收入可以用来偿付股东。但是，这种当前的会计收入并不是资产组合的真实的经济回报，因为部分高当前收益仅仅是弥补长期资产的资本价值的预期贬值。预料中的资产价值的下降同预期短期利率上升相联系。

在本节中，我们描述一种相关情形，在此情形中，预期的资产价值下降来自对汇率贬值的预期。在此情形下，人为的会计收入能够由货币（资产和负债以其计价）的不匹配而不是资产和负债在存续期间的不匹配产生的。

要看出银行如何能够利用固定汇率制下货币的预期贬值，假设满足下述四个条件。首先，银行的资产以本国货币（我们称之为比索）表示。其次，银行的负债以外币表示（我们称之为美元）。第三，相对于美元，存在比索贬值的预期（即，兑换 1 比索需要的美元数预计会下降），这一点体现于比索贷款的名义利率超过美元贷款的名义利率。第四，美元贷款人对向银行的贷款收取在保险统计上不那么公平的破产保险费（bankruptcy premium）因为他们相信，发行比索的政府将会为其银行以美元计价的借款承担责任。

在这些条件下，银行能够将以比索表示的利息支出和以美元表示的利息支出之间的差额视为当前的利润，而且，**此当前利润**可以作为银行之所得用于支出。当然，这一利润是虚假的，因为比索相对于美元的高利率反映了预期中的贬值。正确的会计核算体系应该将所有来自利率溢价的额外收入作为一种储备预留出来，以抵御由汇率变动引起的资产价值的未来损失。但是，如果官方的政策是汇率不变，政府监管者就难以坚持让企业增加这种储备。

上述分析表明，固定汇率和误导性的会计核算如何能鼓励一种破产牟利模式的出现，并最终导致整个经济陷入金融危机。由于监管者总是试图阻止我们刚描述过的破产牟利阴谋，因此，真正的金融危机永远不会如此简单。而且，无论是非法还是合法手段都会被用来攫取报酬。因此，回顾一次真正的贬值是有用的，我们可以看一看是监管者还是掠夺者**取得成功**。由于对智利 1982 年的金融危机有几种非常好的描述，且对事实的含糊之处相对很少，因此，我们集中分析此次危机¹²。

在 1979 年，智利经济的改革者获得了相当的成功。以消费价格指数（CPI）表示的通货膨胀从 1973 年超过 600% 的年度峰值下降到每年 38%。在 1975 至 1979 这四年时间里，

¹² 参见 Edwards 和 Edwards (1991), de la Cuadra 和 Valdes (1992), McKinnon (1991), 以及 Velasco (1991)。

实际国内生产总值增长了 30%¹³。减少对国内产业保护的结构性变革导致制造业部门迅速扩张。

受这些成功的鼓舞，经济部长决定再铸辉煌。他们通过降低货币贬值的速度并且使比索对美元的汇率固定的办法来终结通货膨胀。在 1979 年 6 月，这一永久性汇率设定为 39 比索换 1 美元¹⁴。在接下来的 9 个月中，对资本内流和外流的限制极大地放松了，其中包括对银行的外国负债的限制。但是，主要是由于金融部门运转之外的原因，钉住汇率被证明是不现实的。通货膨胀自我发动，且不能够立即停下来。特别是，工会设定的工资是与过去的通货膨胀完全指数化的。因此，即使通货膨胀突然停止（如决策者所希望的那样），但由于过去 CPI 的增长，工资仍旧会大幅度增长。事实上，即使在汇率钉住之后，规则和一般价格水平继续上涨。通货膨胀的确减速了，但是，从 1979 年的 3 季度到 1981 年的第 4 季度，实际汇率（每美元之比索数，经每一国之通货膨胀调整）升值了 50%。自 1979 年 5 月至 1981 年 5 月，蓝领的实际工资增长了 20%。在 1981 年全年，CPI 通货膨胀率为 9.9%¹⁵。

因此，比索的汇率变得越来越被高估，而且随着时间的流逝，有越来越多的理由期望官方的固定汇率政策崩溃，比索贬值。实际上，资本流动根本就不受限制，因此，比索的利率应该迅速地接近由无抵补的利率平价——美元利率加期望的贬值率——所隐含的比率。在对银行的行为缺乏任何进一步的管制的情况下，银行能够借入美元，贷出比索，如上所述，银行将所获得的利率与所支付的利率之间的差异视为当期收入。

银行的监管者意识到汇率风险，要求银行的美元资产与其美元负债相匹配。¹⁶实际上，银行对此的回应是，将汇率风险转化为监管者不能够监督的信贷风险。为看出何以至此，考虑一个简单的例子。假设，一家银行以伦敦同业拆借利率（LIBOR）从一家大的国际银行借入资金。国际银行愿意借给智利的银行，而且不收取违约金（default premium），因为如果它垮掉的话，智利政府回承担银行的债务。假设一家企业从银行借入美元，并将进款投资于以比索计价的金融资产。基于其资产与负债所计价的货币之间的不当搭配，该企业现在处于从事掠夺的境地。它拥有其当期收入与其借款成本之间的高额利差，因此，它可以记录巨额的当前收益。由于预期到当比索最终贬值时，它将会违约其美元贷款，所以，它将这些收益作为红利支付出去。

当然，任何试图最大化其经济价值的银行是不会在使掠夺成为可能的条款下向企业贷款的。但是，在我们的例子中，银行是愿意这样做的，因为它也有掠夺的积极性。如同在储蓄机构从事对合作的开发商发放 ADC 贷款的情形一样，银行和借款者都有相同的寻求破产牟利的积极性。为使例子更为具体，我们将我们的例子应用于在 1979 至 1981 年间的利率。在此期间，智利的汇率是固定的。智利银行的比索贷款年利率大约为 50%，美元贷款大约为 20%，而 LIBOR 利率大约为 15%。¹⁷给定这些比率，在我们的例子中，银行能够以年利率为 20% 向企业发放美元贷款。银行完全清楚，当币值重新调整时，企业将会违约其贷款。现在，银行在其账本中有美元负债，对此，它支付 15% 的利息，以及相应的美元资产（因为监管要求如此），对此，它获得 20% 的利息。（如此说来，银行索要更高利率的能力是受到限制的，因为在 LIBOR 之上的令人难以置信的高额利差本身就是一个明显的信号，表明发生着不同于标准的面对面交易之外的其他事情）。在贬值发生之前，银行能够录得巨额利润并支付高额红利。与此同时，企业能将在美元贷款资金的 20% 成本与其比索贷款的 50% 收益之间

¹³ Edwards和Edwards (1991, 表 2-1, 第 28 页; 以及表 1-3 第 12 页)。

¹⁴ Edwards和Edwards (1991, 第 38 页)。

¹⁵ Edwards和Edwards (1991, 表 3-9, 第 75 页; 表 6-7, 第 158 页; 以及表 2-1, 第 28 页)。

¹⁶ de la Cuadra 和Valdes (1992, 第 76~77 页)。

¹⁷ McKinnon (1991, 表 3-5, 第 39 页)。

的利差记入收入。

如前述的控制收益以及收购、开发和建设贷款的例子所示，这一策略要求银行和企业均能够录得并支付人为的、高于所有者在每一公司的总权益的收益。式（6）中的不等式表明，如果收益差距乘以持有期间（在此情形下为在贬值之前的期望时间）大于净值对总资产的比率，那么，这就是可能的。由于对银行而言，净值对资产的比率是如此之小，因此，银行要想满足此条件，在美元和比索的利率之间的利差并不需要太大。但是，情况并非如此，经济状况并未迫使所有银行破产。管理稳健的智利 Estado 银行（Banco del Estado de Chile）和外国银行的地方分行并没有采取破产牟利策略。在贬值发生时，他们并没有变得无清偿能力。

如果一家企业拥有大量权益，并且监管者能够监督和限制银行借款人的债权对权益的比率，那么，就需要大的利差，以使掠夺有利可图。但是，对于已经处于破产边缘的企业，实际上，根本就不需要利差。在智利，在 1981 年，有许多这样的企业。面对升值的汇率，实际工资的大幅飙升，以及两位数的实际利率（即，比索的利率减去比索的CPI通胀率），许多智利企业家在企业中的留存资本所剩无几。在比索不贬值的情况下能够存活、但当比索贬值就将倒闭的任何此类企业，会乐意为一笔美元贷款支付高于美元利率的一个溢价。只要美元的利率不超过比索的利率，这些企业将会更偏好于美元贷款，而不是比索贷款。因此，银行有对美元贷款需求的来源，这促使它们从纽约的银行借款。而纽约的银行正急于以稍高于美元的利率向它们放贷呢。例如，由于此，仅在 1981 年，建筑行业以美元计价的债务增长了 284%¹⁸。智利银行对美元贷款之需求增加表现为，自 1978 至 1982 年，智利的外债数额增加了 10 倍，占到在此期间智利私人债务总增量的 70%¹⁹。

如上所述，这种安排给予能够利用收益差别的企业从略中获得巨额利润。即从利率数据判断，银行显然能够获取相对小的战利品。但是，这个结论是建立在银行与借款者不相关这一错误假设基础之上的。事实上，大多数大的智利银行是商业集团（*grupo*是西班牙文——译者注）（或企业的连锁集团，如同日本的*序列*）。通过让集团中的一家银行向同一集团中的一家企业贷款，然后再让该企业以比索利率放贷出去，所有者就能够获得LIBOR和国内比索利率之间 35 个百分点的整个利差。回顾性分析表明，银行在此种在同一集团间的银行和企业之间的自我交易（*self-dealing*）中起着极其重要的作用²⁰。据詹姆斯·蒂伯特（James Tybout）说，集团企业从其关联银行中以优惠利率借款，并购买关联公司的股权以推高其股票价格，由此通过股票价格上涨向其所有者转移的收益远多于通过直接支付红利²¹。另外，银行获得贷款再转贷给集团企业是国外美元借款的两大最主要的使用方式之一，唯一与它相比肩的是为贸易融资。

四、80 年代储贷协会的掠夺

本节将对掠夺的抽象讨论同美国的储蓄贷款危机的事实联系起来。我们要阐明三个基本点。首先，监管和会计惯例的变动鼓励了在前述理论中描述的掠夺策略。它们还使那些愿意承担任何给定的诉讼风险水平的人能够攫取更多的财富。我们列举了最重要的监管变动，并将它们同模型联系起来。其次，为了揭示出掠夺的确发生，我们考察了对储贷危机的详尽记录。我们发现大量关于投资旨在获得人为的高会计利润的证据，以及策略旨在向政府官员和

¹⁸ 参见de la Cuadra 和Valdes (1992, 第 86 页)。

¹⁹ 参见Edwards和Edwards (1991, 表 3-8, 第 71 页)。

²⁰ 参见Edwards和Edwards (1991, 第 100~101 页)以及麦金农(McKinnon, 1991, 第 40 页)的讨论。

²¹ 参见Tybout (1986, 第 378 页)。

股东支付巨额资金的证据。第三，通过汇总可获得的掠夺记录，逐渐清晰的是，掠夺可能是储贷危机的一个重要诱因。

1. 监管的变动

在 20 世纪 80 年代早期，美国的储贷业陷入严重的困境。如广泛关注的那样监管致使储贷协会持有搭配不当的资产和负债组合，使它们暴露于重大的利率风险之下。到 1980 年，许多诚实运转的储贷协会净值为负。整个行业的损失超过 1 000 亿美元²²。存款保险基金并没有足够的资产来偿付其负债。

联邦政府可以选择保险基金倒闭，用税收收入弥补亏空，或者选择改变规则。让存款人损失其存款是不可思议的。明确地付出保险基金是不方便的。所以，就改变规则。

这些规则的改变有两种主要方式：首先是修正关于当前收入的会计定义，第二是改变净值或总资本（capitalization）的定义。这些变化被载入监管性会计程序（Regulatory Accounting Procedures, RAP）之中。RAP 取代公认会计原则（GAAP），成为监管者要求的会计准则。而且，官方政策变得“宽容”（forbearance）起来。

与此同时，储蓄机构突然发现它们对投资活动的选择更加自由，对存款利率的设定也其所愿。首先，1980 年的《存款机构放松管制和货币解除控制法》（Depository Institutions Deregulation and Monetary Decontrol Act）和 1982 年的《Garn-St. Germain 存款机构法》（Garn-St. Germain Depository Institutions Act）消除了以前适用于储蓄机构资产持有的许多限制。为了利用新的机会，储蓄机构从州特许经营向联邦特许经营转变，某些州（例如得克萨斯和加利福尼亚）采用了甚至更为自由的规则以对此作出回应。其次，通过取消对存款所能支付利率的限制，Garn-St. Germain 法不仅消除了过去曾有助于防止掠夺的特许权价值的最后一丝遗迹，而且，它实际上给予储蓄机构无限制的从政府借款的能力。为了给存款保险体系——该体系隐含地是由政府支撑的——引入新的债权（claim），储蓄机构只有吸收新的债权。以前，它们一直在地域上受到限制，因此，非价格竞争成为一种吸引存款的手段。随着利率限制的消除，对储蓄机构行为的唯一限制是严重削弱的总资本体系（system of capitalization）或净值要求。对于这种变动，全国范围的掮客系统的出现就不可避免，掮客们在存款人和储蓄机构之间穿针引线。

购买更多种类资产的能力使得衡量储蓄机构持有的组合的价值更加困难，从而为单个的储蓄机构高估净值创造了可乘之机。储蓄机构向某一借款人发放贷款的限额的上升也提高了储蓄机构的所有者和借款者合谋的能力。通过发放贷款并实施负净值方案，他们能够攫取可供榨取的收益。传统上，储蓄机构的所有权必须散布于至少 400 名股东，且没有一名个人股东持有超过 10% 的股权，没有一个团体持有超过 25% 的股权。另外一条规则的变动使得单一的个人可以拥有他自己的储蓄机构，这就使得所有者更容易在处理储蓄机构的事务时为自己谋利²³。

资本要求本身的极度弱化使在对待不满足资本要求的储蓄机构时奉行的容忍策略雪上加霜。在 20 世纪 80 年代的开始，资本要求规定，权益的账面价值必须为机构资产的账面价值的 5%。至 1982 年 1 月，资本要求已下降至 3%。²⁴而且，而且，新的储蓄机构被给予 20 年期限以大到所要求的资本水平，因此，一个行业的新进入者只需要将其净值维持至资产的 0.15%²⁵。（在计算资本要求时，即使）迅速增长的储蓄机构也被允许使用前四年的平均资产

²² 参见Kane (1989, 第 75 页) 和White (1991, 第 77 页)。

²³ 参见Mayer (1990, 第 63 页)。

²⁴ 参见See Breeden (1990, 第 8 页)。

²⁵ 参见See Breeden (1990, 第 8 页)。

和当年的（已非常大的）资产。²⁶ 储蓄机构的所有者，他们经常是土地开发商，也能够将难于估价的土地或其他资产作为出资投入到其储蓄机构中。

新的RAP规则，再加上对传统的GAAP规则的宽松解读（generous interpretations），创造了多种不同的虚增净值的方法。于是，净值严重为负的机构仍能够开业，录入利润，并在大多数情况下向其管理者和所有者分红（payouts）。储贷协会能够对价值增加的某些资产以当前的市场价格估值，而对亏损资产则以其历史成本保留在账本上。被出售资产之损失也能够资产的使用年限里递延，而不是立即承担损失，因为这些损失应该符合在经济上合理的会计体系²⁷。

当然，监管者并不是对他们的策略所导致的潜在的问题视而不见。例如，当联邦住宅贷款银行委员会（Federal Home Loan Bank Board），储贷协会的监管部门，最先开始发放“净值证书”（certificates）时（该证书被视为无清偿能力之机构的净值增加的证明），它坚持证书收件人在不再需要证书之前停止红利支出。但是，一旦容忍之风格与会计规则之变通成为常规，监管者限制机会主义的能力迅速下降。

一个特别重要的会计规定涉及对无形资产或“商誉”的处理。当一家储蓄机构收购另一家储蓄机构时，就产生商誉。传统的GAAP会计规则规定，当一家收购企业购买目标企业支付的金额超过其账面价值时，其差额被认定为一项无形资产，此无形资产被加入到收购企业的账册之中，并在一个恰当的时期摊销。在价值最大化的世界里，这是合理的。如果某人愿意支付多于账面价值的价格，那么，企业必定拥有某些隐匿资产。但是，在破产牟利的世界里，如此处理会导致极其误导的会计操作。过去，联邦住宅贷款银行委员会要求储蓄机构将此期间限制在不超过10年，但是，在1981年，这一限制被取消了，而且，根据GAAP规则，储蓄机构能够使用长达40年的绝对上限²⁸。

为描述这一决定的影响，考虑下面的例子。假设一家陷入困境的储蓄机构拥有的抵押品的面值为40亿美元，但是，由于利率的上升，其市场价值为30亿美元。假设，它的存款负债为38亿美元，因此，其净值为负的8亿美元。如果另一家储蓄机构以零成本接管这一家储蓄机构的资产和负债，它将38亿美元作为新的存款负债记入账册。由于交易的市场价格为零，它也把30亿美元作为新抵押资产以及8亿美元无形的“商誉”资产记入账册。从监管者的角度来看，这种纸上交易意味着，该产业的资本增加了8亿美元，一家无清偿能力的机构被解决了。由于目标企业的市场价值为负，所以，收购方储蓄机构的收入将立即下降。对于10%的利率，收入的净减少将为38亿美元与30亿美元之间差额的10%，或者说每年8000万美元。

当然，在价值最大化的正常世界里，对于一家收购企业接受8亿美元的净的债务而言，这是不会有意义的。但是，在破产牟利的世界里，这种虚夸就是完全有意义的，因为它允许收购企业支付的红利比若非如此时要多。随着时间的推移，商誉和对抵押资产面值的折扣逐渐消失，但是，会计处理会让这以不同的速率发生。如果未清偿的抵押品的平均生命为7年（7年是一个正常值，因为当房屋被出售时，抵押品被赎回），收购方储蓄机构将被允许在每一年将对账面值的折扣的七分之一记入收入。在此例子中，会在每年额外增加会计收入1.43亿美元（10亿美元/7）。由于商誉将摊销40年，每一年轻从会计收入的减少2000万美元。在收购之后的第一个七年里，这一差距将在每年产生1.23亿美元的人为收入。剔除每年世纪减少的8000万美元，这意味着额外增加4300万美元的盈余，它可以在随后七年的每一年中用于分配。在七年之后，对面值的折扣将消失，而且会计收入肯定会更低。但是，

²⁶ 参见See Breeden (1990, 第8~9页)。

²⁷ 参见Breeden (1990, 第16页)。

²⁸ 参见Black (1990, 第104页)和Breeden (1990, 第21~25页)。

在 7 年里，彼时的所有者可能早就走人了。许多储蓄机构的所有者在利用这个漏洞方面是灵敏的：仅在 1982 年，储贷协会记录的商誉就高达 150 亿美元²⁹。

另一个特别重要的会计规则涉及为房地产开发商提供收购、开发和建设贷款所获得的储贷协会收入，它是一项新的宽松规定。《加恩—圣哲曼储蓄机构法》(Garn—St Germain Depository Institutions Act) 法取消了对抵押贷款对价值之比率的限制³⁰，而且在掠夺者看来，更好的是允许项目本身的价值包括为最开始几年的贷款支付利息所做的利息储备和开发商开发费用（它本应该在贷款一开始就预留出来的）的 2~4%。这意味着，开发商在不拿自己的股权冒险的条件下就能够启动一个房地产开发项目，并能够将大的初始费用据为己有。由于利息储备，开发商和储蓄机构能够在几年里自由运营，而不必对违约有任何担心，即使所建项目毫无价值³¹。新的监管性会计程序还允许储贷协会将最高达 2.5% 的贷款金额作为启动费记入当期收入³²。尽管恰当的会计处理将要求预留出贷款损失准备 (loan-loss reserve)，以抵御损失之风险，但实务操作往往不同。例如，在得克萨斯，会计实务允许名义利率收入和启动费均作为利润入账——即使开发商在项目中从来不投入一分钱。

如前所述，这些会计安排为开发商同储蓄机构在掠夺（通过创造被高估的资产）中合谋提供了完美的机会。开发商建造项目，这些项目在一开始被人为地虚增其记账价值并在随后破产，而储蓄机构将提供全部的所需资金，以使项目运转几年。这种伎俩最终以“得克萨斯掠夺策略”著称。此策略对房地产市场的影响使下一节的主题。

在降低对资产持有加以限制的众多法规中，1982 年的《加恩—圣哲曼储蓄机构法》也允许储蓄机构从事商业贷款和购买垃圾债券。垃圾债券提供了同样的收益差别，此收益差别在收益曲线例子中有所描述，并在智利国被掠夺者所利用。恰当的会计核算应该要求一项准备以抵消垃圾债券的高违约率³³，但是由于缺乏足够的、**要求进行风险准备的监督**，储蓄机构实际上能够将垃圾债券的利息收入全部记入当前收入。在本文靠后部分讨论这种安排对垃圾债券市场的影响。

2. 掠夺的证据

20 世纪 80 年代早期，对储蓄和贷款的监管发生了变化，而这种监管变化为掠夺创造了机会。那么，是不是真的有许多所有者掠夺其储蓄机构呢？如果真的如此，他们是否主要购买高风险资产，希望以此为其储蓄机构创造大量的收入？或者说，在救助储蓄机构的成本中，尽可能多地掏空收入的掠夺策略也是一个重要的影响因素吗？

所有者掠夺的证据俯拾即是。从本质上看，这些证据主要是微观经济方面的而非宏观经济方面的，因为掠夺策略和高风险策略都有可能被用来掏空储蓄机构，使许多储蓄机构陷入破产的深渊。为了论证所有者掠夺，有必要证明贷款的发放或者资产的购买只是为了现在的高收益而非为了获得将来的正收益。这种情况的一个例子是 FAC 发放的贷款，FAC 位于奥克兰，是一家快速扩张的储蓄机构，在它濒临倒闭的时候，资产规模已经达到了 340 亿美元³⁴。有人说，FAC 采取了一种过快扩张的策略，只要房地产开发商愿意支付高于 20% 的利率，FAC

²⁹ 参见 Breeden (1990, 第 24 页)。

³⁰ 参见 Kane (1989)。

³¹ 参见 O'Shea (1991, 第 55 页)。

³² 参见 Breeden (1990, 第 19 页)。

³³ 根据 Asquith、Mullins 和 Wolff (198, 第 929 页)，该比率在 11 或 12 年后仅为三分之一。

³⁴ 参见 Stein (1992, 第 6 页)。

都乐意发放贷款³⁵，在储贷行业中，该策略被称为吸引“柠檬”的策略，也即吸引那些几乎肯定会违约贷款的项目。也有人说，FAC愿意购买对美国西南部地区的经纪商想要出售的各种抵押贷款，然后向第三方提供贷款，让其购买这些抵押贷款，但是FAC并没有要求作为借款人的第三方按时归还贷款³⁶。这些做法显然更接近破产牟利的策略，而非全力以赴重振雄风的策略，因为很难想像上述做法不会导致破产。

得克萨斯策略在 Mesquite 受到调查时首次暴露，Mesquite 是位于得克萨斯的一家皇家储蓄机构 (Empire Savings and Loan)。该策略极其清楚地表明，在后来倒闭的许多储蓄机构中，其资产组合最重要的特点是负收益，而不是资产之间的高差异。不同储蓄机构实施这一策略的形式虽然各不相同，但万变不离其宗。实施这一策略的第一步是发放贷款——通常贷给房地产开发商，贷款额度高于抵押品的价值。各种复杂的制度也被设计出来用于高估抵押品的价值。在 Mesquite 的例子中，一群开发商和储蓄机构的所有者相互勾结，在一系列交易中以不断走高的价格进行土地的对到交易。由于他们的地块 (parcels) 非常相似，因此，站在开发商和储蓄机构所有者一边的评估机构可以利用这些交易来估计土地的价格。

在我们的模型中，一旦开发贷款被发放下去，开发活动本身就成为大量开发费用的来源。开发商愿意为贷款支付高额的现期回报，由于贷款包含的利息支付延续到贷款项目结束，因此很容易获得。结果是，储蓄机构在一段时期内会收到很高的现期支付。此外，其建设能力已经得到储贷协会(储贷协会)高估和支持的开发商有可能反过来认为储贷协会的前景很好，因为后者有相当可观的当期收入和极高的增长率。因此，开发商及其同伙可以向储贷协会提供价值被高估的土地或项目作为部分资本金，以此来换取储蓄机构的大宗股票。对该策略的回报构成有效制约的唯一因素是储蓄机构是否能够发现无犯罪记录且资产负债没有问题、愿意担任开发商角色的新人，这是因为监管法规限制了储蓄机构向某个人或者某个企业的贷款额度。最后，Mesquite向那些找到潜在在开发商的人支付佣金。为此需要一份足够清白的财务报表，它可以通过银行审核人员的审查³⁷。

表 1 给出了一组储蓄机构，政府调查人员认为这些储蓄机构都有最明显的欺诈证据。从我们的估计来看，政府为处理这些储蓄机构要花费的总成本高达 540 亿美元。这一数据充其量不过是所有者掠夺所造成的潜在成本的一个估计值。它可能是一个被低估的数据，这不仅因为我们缺乏对表中某些储蓄机构的估计值，而且还因为估计的处理成本一般都是低估而不是高估的。而且，可能有大量的所有者掠夺行为并没有引起政府的注意。另一方面，我们也很有可能高估赌投机行为和所有者掠夺造成的损失，因为总损失中的一部分可能是结转了 70 年代的损失。

我们也可以更直接地估计所有者掠夺造成的损失，也即比较共同储蓄银行 (Mutual saving Banks) 的处理成本，该类机构的资产结构与储蓄机构的资产结构很相似，但是由于历史和制度方面的原因，共同储蓄银行被看做是银行而非储蓄机构。因此，互助储蓄银行的监管机构不是联邦储贷保险公司 (FSLIC)，而是联邦存款保险公司 (FDIC)。在 20 世纪 80 年代早期，联邦存款保险公司积极采取行动，以控制由其接手的储蓄银行造成的损失³⁸。银行监管当局并没有给储蓄银行新的权力，也没有放宽其净资产的会计处理，更没有鼓励它们制造问题。相反，银行监管当局限制储蓄银行的活动，等待问题暴露。

1982 年，储蓄银行拥有的资产相当于储蓄机构财产的 25%³⁹。从 1981 年到 1986 年，联

³⁵ 参见Robinson (1990, 第 26~27 页)。这一逆向选择问题与斯蒂格利茨和魏斯 (Stiglitz和Weiss, 1981) 对信贷配给的解释是一致的。

³⁶ 参见Mayer (1990, 第 11 页)。

³⁷ 参见O'Shea (1991, 第 31 页)。

³⁸ 更具体的内容，参见Mayer (1990, 第 81~82 页)。

³⁹ 参见Federal Reserve Bulletin, 1984 年 7 月，第A26 页。

邦存款保险公司花费了大约 70 亿美元来救助和注资有问题的储蓄银行⁴⁰。以此推断，如果采取联邦存款保险公司的策略，也就是说限制破产机构的活动，并在利率下降提高了抵押贷款的价值时逐渐处理破产机构，那么化解整个储贷危机大约需要 280 亿美元的费用。

还有一种方法可以用来估计因针对储蓄机构的监管所措施及其对储蓄机构所有者形成不当激励而造成的损失，也即对股份制储贷协会（stockholder-owned 储贷协会）的处理成本和共同储贷协会（mutual S&Ls）的处理成本进行比较*，共同储贷协会的法律所有者是存款人。由于共同储贷协会真正的所有者更加分散，因此不仅更加难以控制管理层的行为，而且还更难获得掠夺或者直接支出进行投机而带来的收益，共同储贷协会的管理层更加没有积极性去实施可以给股东带来当期收益但会危及自身工作的策略。与我们的理论相一致，本杰明·埃斯蒂（Benjamin C. Esty）发现，在 1983 年到 1998 年期间，股份制储蓄机构破产的比例（26.8%）是共同储蓄机构的 3 倍（8.1%）⁴¹。

对股份制储贷协会和共同储贷协会的成本比较同样表明，处理储贷危机的成本大约在 200 亿~300 亿美元之间。1982 年，共同储贷协会的资产大约是股份制储贷协会的 2 倍。如果没有掠夺的激励，这两种储蓄机构的行为应该是一样的，而且处理股份制储贷协会的成本应该只有处理共同储贷协会的成本的一半。但是实际上，这两类机构的经理面临的激励相当不同；他们的行为反映了这种激励差异。虽然 1982 到 1987 年间共同储贷协会持有的资产总量基本保持不变，但是股份制储贷协会的资产总量却增长了四倍多⁴²。由于股份制储蓄机构在其资产增长期间的许多投资都出现了亏损，因此股份制储贷协会出现的小问题最终酿成了一个重大问题。

如果储蓄机构的监管者采取联邦存款保险公司那样的保守策略，那么处理储贷协会的成本又会是多少钱呢？为了估计这一成本，我们假定 1982 年以后所有储蓄机构都像共同储贷协会一样行为，并对这种情况下需要的总处理成本进行了计算。我们利用国库券利率将不同年份发生的处理成本换算成一个统一的单位，即 1982 年的美元。（因为储蓄机构通常都要支付高于国库券利率的利率溢价以吸引经纪存款，所以利用这一利率估计的处理成本要高于实际成本。从这一意义上说，我们利用国库券利率进行的估计是保守的。如果我们将由此得出的共同储贷协会每一美元资产的成本估计值应用于储贷协会行业的所有资产，我们发现以 1982 年的美元计算的处理成本为 268 亿美元⁴³。

对于上述计算结果，有四点值得注意。第一，越早处理问题，当期的处理成本就越低，因为处理成本会随利率的上升而增加。如果我们利用国库券利率将 1982 年的 268 亿美元处理成本结转到 1993 年，这一成本将变成略低于 600 亿美元，或者是（ 2.15×268 亿）。这一数字可以与 1400 亿美元的实际处理成本进行比较（换算成 1993 年的美元）。

第二，处理储蓄机构行业的 128 亿美元总成本包括共同储蓄机构的掠夺和过度投机行为。为了对此进行粗略的调整，我们计算了表 1 提供的问题储蓄机构中的共同储蓄机构的损失比例。共同储蓄机构的损失约占 8%，而股份制储蓄机构的损失约占 92%。运用这一比例估算 1982~1983 年间共同储蓄机构可避免的损失，使我们估计的按 1982 年美元价值衡量的处理成本下降了大约 40 亿美元。

第三，我们的估计假定，在这一时期被改制成股份制储蓄机构的共同储蓄机构，以及后来被处理的共同储蓄机构在改制的时候净值为负。我们认为，这一假设是合理的。在改制过

⁴⁰ 根据与 G. K. Gibbs 的个人交流。

* 储贷协会的所有权可以分股东所有和共同所有（有存款者所有）两种形式。——编者注

⁴¹ 参见 Esty（1992，表 1 的分表 B）。

⁴² 参见 Barth（1991，表 3-8，第 57 页）。

⁴³ 共同储贷协会与股份制储贷协会的资产和处理成本得自 Barth（1991），我们计算的 1990 年和 1991 年的处理成本来自 Resolution Trust Corporation（RTC）的年报。我们感谢 James Barth 在他的著作中提供了有关处理成本的最新表格。

程中，现有的存款人有机会购买新的股份制储蓄机构的股份。那些预期没有能力掠夺的分散的投资者不会投资于一个净值为负的储蓄机构。另外，批准所有转制申请的银行委员会要求储蓄机构的净值为正，而且新储蓄机构的股价必须是公平的。这些规则，连同对内部人购买股份数量的限制措施使一个有大量负净值的共同储蓄机构很难转制一个有控制和掠夺意图的股份制储蓄机构。

第四，我们去掉了 1991 年——能够获取数据的最后一年——的处理成本。我们运用国债利率将不同年份发生的成本转换成 1993 年的成本，我们拥有数据的各年发生的处理成本之和为 1 400 亿美元，这接近于由国家金融制度改革、复苏和执行委员会估算的大约 1 600 亿~1 750 亿美元的支援成本³⁴。我们期望我们的数据能够覆盖政府所发生成本的总量。任何情况下，用我们的数据所覆盖的那些储蓄机构大约 600 亿美元的 1993 年成本与 1 400 亿美元的实际成本进行比较是可行的。因为共同基金的成本相比于股份制储蓄机构的成本往往更早地得到了处理。我们认为，最终的总成本将主要反映证券储蓄机构的额外成本，而不是共同基金的额外成本。如果是这样，允许股份制储蓄机构像它们过去那样行为而产生的总成本水平甚至比我们计算的情况还要高。

五、达拉斯的繁荣与萧条

我们前面描述了在与寄生性的开发商——它们也破产了——进行互利交易时储贷协会是如何被掠夺的。本节说明了由储贷协会采取的这类微小的掠夺行为是如何成为一种推动力——通过一个放大器——从而导致了建筑活动和土地价格上的泡沫。这一泡沫将受到诚实开发商的进一步推动，这些开发商没有明白这些额外的需求是源自掠夺者和寄生者。我们称这些开发商为“盲从者”，因为他们通过观察土地的市场价格来推断建筑业的内在租金；他们类似证券市场上从不收集基本面信息而仅仅购买市场组合的投资者³⁵。不幸的是，对于这些盲从的开发商来说，当由于掠夺而产生的土地需求扩大时，他们没有正确理解价格上升的原因。盲从者是按照这样一个原则来行动的：当大家都在抬头看天的时候，他们也认为应该看一看，因为天上一定有东西可看——否则大家不会这么认真地看天。大多数时候这样做是对的。当这样做不对时，它最终将不得不紧急刹车。

1. 模型

我们先从一个简单的土地价格模型开始，我们假设一开始没有掠夺者。存在两类开发商。第一类开发商占市场的比例为 $(1-\beta)$ ，它们的需求仅仅取决于位置参数 A 和土地价格 p 。它们的需求 D_1 可以表示为

$$D_1 = (1-\beta)(A-bp)。 \quad (7)$$

位置参数 A 反映了一些基本面的情况，如进入城市或地区的人口数量，居民的预期收入，以及其他的外生因素。第一类开发商知道 A 的取值。

第二类开发商占市场比例 β ，它们不知道 A 的真实值，但是会从其他开发商的行动中透露的信号来估计它的值。它们的需求 D_2 类似于第一类开发商，但是它们的变化参数的估计值为 A° 。

$$D_2 = \beta(A^\circ - bp)。 \quad (8)$$

在我们的简单模型中，类似于格罗斯曼（Grossman）的充分显示理性预期模型，我们假设第 2 类开发商可以从土地的市场价格来推出 A 的真实值³⁶。换言之， A° 是根据下面这样的方程式计算出来的

³⁴ 国家金融制度改革、复苏与执行委员会（1993，第 4 页）。

³⁵ 最近的有关行为通过观察其他人的行为来推断重要信号的价值模型，参见 Banerjee（1993），Bikchandani、Hirshleifer 和 Welch（1992），Caplin 和 Leahy（1991），以及 Romer（1993）

$$A^e = \delta + \gamma p. \quad (9)$$

我们假设对 A^e 的估计是理性的，因此，必须要对表达式中的参数 δ 和 γ 加以选择，以便对 A 产生一个无偏的估计。

对开发商的土地供应 S 外生于我们的模型，是一条向上倾斜的曲线，可以将它表示为：

$$S = d + ep, \quad (10)$$

其中 p 是价格， d 和 e 是参数。

让该土地市场的供给和需求相等，这样产生出一个土地的均衡价格，它是一个对 A^e 的表达式参数的函数。如果匹配的系数使得 A^e 等于 A ，这意味着 $\delta = d$ 和 $\gamma = b+e$ 。将这些值代入式中，那么，盲从的投资者的土地需求可以表示为：

$$D_2 = \beta (d - e p). \quad (11)$$

盲从者的简化形式的需求将随着价格的增加而增加，因为价格增加说明市场基本面的改善。而且，在均衡状态，他们购买的土地占有向开发商销售土地的比例为 β 。换言之，他们完全是复制了作为一个整体的市场的行为，就像指数投资者购买的是股票市场的份额一样。

这一供给和需求系统描述了一个非常简单的理性预期均衡。现在我们考虑一个存在管制变化的新均衡，这样，储贷协会的掠夺者将提供数量为 N 的新贷款给寄生性开发商，这些开发商是市场的新进入者，而且对于盈利没有兴趣。一开始，在当事人调整他们的预期函数的参数之前，均衡价格将如何变化？谁将受益谁将受损？而且程度是多大呢？

为了简化模型，我们假设寄生性开发商拿出贷款后就只用于建房，而且假设一片土地需要的建筑费用为 B 美元。掠夺的直接效应就是对土地的需要增加了，增加量为 $D_3 = N/B$ 。新的均衡得到了对应于供给 S 的新的总需求 $D_1 + D_2 + D_3$ 。对储贷协会的掠夺者和寄生性开发商有充分的理由来隐藏他们真实的意图，因此我们假设那些诚实而不知情的开发商没有意识到这些寄生性开发商作为新进入者来到了这个市场；这些诚实的开发商因此继续使用和以前一样的规则来根据市场价格推测基准开发商的情况。当然，那些知情的开发商继续观察 A 的真实值。这些情况结合在一起将直接导致房地产市场的繁荣与萧条。现在我们要描述新的均衡（及其崩溃）。

对于盲从的开发商而言，情况似乎是，基准开发商变动的参数 A 增加了如下多的量：

$$[1 / (1 - \beta)] (N/B). \quad (12)$$

土地价格的增加为

$$[1 / (1 - \beta)] (N/B) [1 / (e + b)]. \quad (13)$$

被开发土地的数量增加量等于斜率 e （来自供给方程）乘以价格的变化。请注意：这些增加量与基准开发商占有的比重 $1 - \beta$ 呈倒数的变动关系。如果基准开发商仅占市场10%的比重，那么，由于掠夺者和寄生者之间互利关系而产生的新的需求效用将是如果所有的开发商都知情情况下的10倍。

在新的均衡下，基准投资者会从市场上退却。如果他们观察到土地价格提高了，但是对市场基本面的估计没有变化，他们将减少对土地购买，减少量等于 $(1 - \beta) b$ 乘以价格的提高量。盲从的投资者将增加他们对土地购买，增加量等于 βe 乘以价格的提高量。

2. 证据

我们的模型和它所描绘的事件序列解释了达拉斯20世纪80年代建筑业的繁荣，达拉斯是得克萨斯州储贷协会的核心业务地区。将它与休斯顿进行比较将有利于把问题阐述更清楚。休斯顿比达拉斯/沃思堡更早出现房屋建造的高峰期。休斯顿的办公用建房的高峰在1983年，而达拉斯/沃思堡一直到1985年才是高峰。这些高峰期的时间能够部分地从两个城市经济上的差异得到解释。休斯顿的经济是以石油为基础的，而达拉斯/沃思堡的经济则更加分

³⁶ Grossman (1976)。

散化。比如，在休斯顿，45%的办公面积是由与能源有关的企业所使用，而相比之下，达拉斯/沃思堡则只有10.5%³⁷。石油价格和建筑业几乎一致的上涨与下挫说明，石油价格的变化是休斯顿非居住用和居住用建筑业繁荣和萧条的最可能的原因。

但是，尽管经济的不同可以解释为什么达拉斯/沃思堡的建房高峰期晚于休斯顿，但是，却不能解释为什么即便在高空置率到来以后，达拉斯/沃思堡还在继续兴建许多新的建筑³⁸。到1983年，达拉斯/沃思堡的办公面积空置率已经达到20%，这一比率与休斯顿相等。的确，从1986~1990年，达拉斯/沃思堡的空置率一直至少与休斯顿一样高。然而，大量的楼盘在继续兴建，这种情况一直到1988年。

如果与银行的借贷进行比较，储贷协会的过度借贷显得非常清楚。在1982年到1986年之间，得克萨斯商业银行的资产增长了27%；相比而言，得克萨斯州储贷协会的资产则增长了99%。而那些声名狼藉的“得克萨斯40家”储贷协会的资产增长了299%³⁹，与此同时，房地产贷款增长几乎与总资产的增长同步。

建筑业无节制发展的事后效应与我们模型中所预测的在泡沫破裂后将出现大量破产，即便有些没有参与掠夺的银行和开发商也将破产的结果完全一致。1987年，当对危机的处理开始以后，得克萨斯州的储贷协会在房地产贷款上的不良贷款率高达29%，给定我们的模型所描述的行为，这一点也不奇怪。不过，即便是得克萨斯银行——它被受到更加严厉的管制——也有13%的房地产贷款无法收回，这一水平是大萧条以来所从没有过的⁴⁰。

我们的假设是，储贷协会的许多房地产贷款在操作时并没有认真地考虑它们将来是否会出现不能履行的情况。正如更早讨论过的FCA案例所表明的，高利率的贷款非常可能不能履行，这似乎是银行界的一个耳熟能详的道理。在得克萨斯，那些后来都倒闭了的存贷机构的平均抵押贷款的利率，比保持了偿付能力的那些储贷协会的平均抵押贷款利率要高出76个基点。而且，那些显著地增长更快的储贷协会往往明显地可能要求高的抵押贷款利率。得克萨斯州那些最终丧失了偿付能力的储贷协会中，有35家在1980~1984年间每年的增长速度超过50%，它们的平均借贷利率要超过那些仍然保持偿付能力的储贷协会的借贷利率148个基点⁴¹。高利率仅仅是用来掠夺储贷协会的一种手段。正如前面所提到的，明显地，收费收入甚至更加重要，不过要收集有关收费的数据将困难的多。

通过全国房地产投资者新闻（NREIN）关于达拉斯的城市报告，人们可以追踪到我们所讲述的故事。早在1982年6月，那些应该类似于我们模型中知情开发商的那类开发商就意识到可能事情不妙，并且公开地表达了它们的担忧。比如，在NREIN标题为“专家们对巨大的供应渠道表示担忧”的报道中，达拉斯林肯财产公司的马克·庇古说道，“我们大家都需要更加谨慎...市场如何能够吸收这数百万平方英尺的楼盘？”⁴²一年以后，1983年6月，在空置的办公楼面积全国性排名上，达拉斯仅次于休斯顿而名列第二⁴³。与此同时，有点显得矛盾的是，达拉斯的办公楼建筑面积却是名列第一。1983年10月，特拉梅尔·克劳公司（Trammell Crow）的麦克唐纳·威廉姆斯（McDonald Williams），一个国内最成功和最受尊重的开发商，对于过度建房发出警告，并且在很大程度上责备了“使储蓄和贷款变成商业

³⁷ 参见Steve Brown, “City Review: Dallas,” National Real Estate Investor News, 1986年10月, 第180页。

³⁸ 1986年税收改革法案中对房地产损失的可推断性的变化可能解释了办公建筑业繁荣的结束。然而，我们的问题不是要解释为什么繁荣会结束，而是要解释为什么当空置率超过20%之后，在达拉斯/沃思堡这一状况还持续了那么久。

³⁹ 美国众议院（1990, 第213页）

⁴⁰ 参见Short和Gunther（1988, 表4, 第5页）。

⁴¹ 参见 Short和 Gunther（1988, 表3, 第3页）和个人交流。

⁴² 参见Steven Brown, “Office Market Outlook: Dallas,” National Real Estate Investor News, 1982年6月, 第46页。

⁴³ Steven Brown, “City Review: Dallas,” National Real Estate Investor News, June 1983, p.60.

房地产的推动力…我想，它们将使我们继续保持在过度建房的状态”⁴⁴。他也谴责那些机构投资基金，它们对应于我们模型中的那些盲目的基金提供者。一年以后，在NREIN标题为“达拉斯的怀旧者惊愕于新建筑的涌现”⁴⁵的报道中，斯威林根（Swearingen）公司的丹·阿诺德（Dan Arnold）对持续的建房活动给出了他自己的解释：“金融机构和贷款人的钱必须要有地方去投”⁴⁶。再往后，1985年6月，威纳·斯威林根（Wayne Swearingen）无法解释为什么不断上升的空置面积却没有导致办公楼建设的速度下降。“我们有很多开发商手中拿着空房子，而贷款人却给他们钱去准备盖下一幢新楼，我必须谴责这些贷款人。我想要它们告诉我这些建筑商打算把钱流向何处…**供求法则未能对市场行为加以约束**。面对高空置却还在继续盖楼，这应该是与可以获得融资来盖新房子有关，而不是与需求有关”⁴⁷。

他是在虚假繁荣破裂前不久讲的这些话，破裂带走了所有认为存在问题的怀疑。我们的模型说明他的诊断是完全正确的。

六、掠夺、垃圾债券和公司接管

现在我们开始讨论最后一个问题。在20世纪80年代的北美，一个比房地产泡沫及其崩溃更富戏剧性的事件是垃圾债券的兴起和衰落，以及债务融资型公司接管。储贷协会、垃圾债券和公司接管的破产牟利之间是否存在联系呢？

乍一看，这三者之间似乎并没有什么关系，因为储贷协会持有的垃圾债券的价值相对于整个垃圾债券市场而言很小，与被交易的资产总量相比则更要小得多。即使在颠峰时期，储贷协会只拥大约132亿美元的垃圾债券⁵⁸，而到1989年末清偿的垃圾债券发行超过了2000亿美元⁵⁹。在整个80年代期间，公司接管中交易的资产总额达到了1.3万亿美元⁶⁰。储蓄机构购买的垃圾债券相对来说并不大，但是这笔相对不大的垃圾债券如何对整个垃圾债券产生影响，进而间接影响公司接管的规模。

在本节，我们表明，储贷协会的某种掠夺实际上影响了公司接管交易的时间安排和规模。我们的第一个论据是以迈克尔·詹森的论断为基础的：垃圾债券市场确实推动了80年代的公司接管浪潮⁶¹。80年代期间，Drexel Burnham Lambert公司（以下简称Drexel公司）在几天内筹集数十亿美元的能力使为那些从未曾筹集到巨额资金的大企业进行公司接管竞标提供了可靠的资金保障。即使垃圾债券只为接管交易提供了部分资金，但是正如詹森所说的，“高收益债券是公司接管领域的一个重要创新，因为这类债券使得资金规模不再成为公司接管的障碍”⁶²。

我们的第二个论据是，那些醉心于掠夺的储贷协会所有者提供的资金有可能人为地降低了由Drexel承销的垃圾债券的利率⁶³。Drexel债券的潜在购买者可以观察到两个与债券质量有关的信号：承销成功的碧绿和未清偿债券的违约率。我们认为，操纵这两个信号可资利用的他人资金的数量相对不大，因此使Drexel公司债券的发行人支付的利率低于他们本来应该支

⁴⁴ Steven Brown, “City Review: Dallas,” National Real Estate Investor News, October 1983, p.127.

⁴⁵ Steven Brown, “City Review: Dallas,” National Real Estate Investor News, October 1984, p.183.

⁴⁶ Steven Brown, “City Review: Dallas,” National Real Estate Investor News, October 1984, p.192.

⁴⁷ Steven Brown, “City Review: Dallas,” National Real Estate Investor News, June 1985, pp.98-100,斜体是加上去的。

⁵⁸ 参见Yago (1991, 第187页)。

⁵⁹ *Investor's Digest Daily*, 转引自Yago (1991, 第199页)。

⁶⁰ Andrei Shleifer和Robert Vishny, “The Takeover Wave of the 1980”, *Science* 249, 1990年8月, 第745页。

⁶¹ 参见Jensen (1998)。

⁶² 参见Jensen (1998, 第39页)。

⁶³ 据我们所知，Benjamin Stein最先强调储贷协会和垃圾债券市场之间的这种联系是重要的。他的论点最早

付的利率。

我们将表明，异常情况为垃圾债券市场中的操纵行为提供了机会。我们还将说明，许多内幕信号和实际发生的市场操纵是相吻合的。在展开具体论证之前，我们将介绍公司接管的通俗文献和学术文献。

我们对掠夺行为和公司接管的论述与新闻媒体对获得一家公司的控制权然后掠夺该公司的“公司接管高手”的描述毫不相关。维克托•波斯纳（Victor Posner）经常被看做是这种“公司掠夺者”的代表人物。据说，1984年的时候，维克托•波斯纳从其控制的公司手中拿走了2300多万美元⁶⁴。

新闻媒体肤浅的描述并不能解释这种资金数目巨大的接管活动。针对诸如诺贝斯克公司接管案这样的交易所做的具体说明，为我们提供了大量证据，促使我们严肃认真地关注并研究这种交易的真实经济回报⁶⁵。另外，有太多精明的投资者投资于公司接管活动，但是并没有获得佣金收入（fee income）和过多的回报⁶⁶。

因此，公司接管浪潮的理论必须与投资于公司接管的投资者的价值最大化努力相一致。如上文指出的那样，我们的论点是储贷协会采取的掠夺策略可能降低了垃圾债券需要支付的利率，这使得债务融资型接管对理性的投资者更有吸引力。

1. 市场操纵

在正常的情况下，一小群个人很难操纵大市场，并以此来牟利。从历史上看，企图控制美国谷物市场、黄金市场和白银市场的种种尝试结果都证明了经济理论的这一洞见操纵市场的企图使野心勃勃的投机家们一败涂地，而不是功成名就。在本节中，我们将论证，80年代垃圾债券市场所处的环境是不正常的。无论是信息结构还是他人资金的可得性——也就是说金融机构的掠夺者能够控制的纳税人的资金——都为有利可图地操纵一个大市场提供了独特的机会。我们想要说明，当时有充分的证据可以用来在法庭上指证市场操纵行为。

80年代的垃圾债券市场并不是一个交投活跃、以信息完全披露为特征的匿名拍卖市场。在很大程度上，市场实际上是由米尔肯一个人拥有的，他像拍卖者那样行动。米尔肯创造了一个新的债券市场，向那些原先只能从银行借款的市场出借资金。在80年代之前，这一针对信用级别低于投资级的新发行债券的市场非常小，这可能是很难控制有限责任公司借款时的机会主义行为。正如我们在上文指出的，在向一个有可能宣布破产的实体发放贷款时，私人放贷者面临的困难和政府面临的困难是一样的；借款人可以携款一走了之。我们还指出，经济学家假设，如果是贷款是私人发放的，那么机会主义行为就可以受到一定程度的控制。一个显而易见的推论是，在明显有利可图的贷款没有发生的情况下，机会主义行为就得不到控制。在80年代之前，证券化的高风险债务市场并不存在，这也许表明除了银行贷款以外，其他的任何制度安排都不能很好地解决机会主义行为，而在银行贷款中，贷款人和监督贷款的人都是同一组织的组成部分。

2. 贷款经纪人米尔肯

米尔肯在80年代曾宣称，在一个高风险债务的证券市场中，他既是筛选人又是监督者。他能够识别有信用的借款人，他们愿意而且能够支付很高的收益，他还能核实这些借款人确

出现在80年代后期Barron杂志发表的系列文章上。对其论据的概括，可参见Stein（1992）。

⁶⁴ 参见Stewart（1992，第121页）。

⁶⁵ 参见Burrough和Helyar（1990，第363~366页）。

⁶⁶ 有关深层次的基本因素的讨论，这些因素有助于解释为什么公司接管如此有吸引力，以及为什么80年代期间许多公司都需要重组的，请参见Jensen（1988）、Schere（1988）、Shleifer和Vishny（1988），以及Andrei Shleifer和Robert Vishny，“The Takeover Wave of the 1980”，*Science* 249，1990年8月17日，第745~749页。

实能履行他们的收益承诺。(就第二个方面来看,令人奇怪的是,在80年代,高收益债券的约束条款和限制要少于传统的公司债务⁶⁷,因此,米尔肯对这些公司的控制也许是通过其他机制实现的。)

为了利用他在评估和监督借款方面拥有的优势,米尔肯可以让Drexel发挥银行的作用,持有其所控制企业的高收益债务并获得Drexel的资金借贷成本差。但是,米尔肯并没有像银行家那样运作,相反,他以收取贷款佣金以及共享接管收益的方式来为他自己和Drexel赚钱。

米尔肯为证券化的银行贷款创造了一个新的市场,在创造这一市场的过程中,米尔肯也面临着严重能够的信用问题。为借款人和贷款人牵线搭桥从中收取佣金的贷款经纪人声誉不佳,这是理所当然的。将不良贷款介绍给轻信的贷款人然后拿着首笔介绍费一走了之的激励总是很强。而且这种阴谋诡计好几年以后才会被发现,因为即便是一个有问题的债权人也能从一笔贷款中积存部分初始收益以支付若干笔利息。因此,垃圾债券作为一种证券化的银行贷款,其支持者不仅认为米尔肯在评估信贷风险和判断借款人方面有独特的能力,而且还认为米尔肯有一定的能力向购买垃圾债券的投资者证明其才能和可靠性。

从事后来看,要证明因为米尔肯在判断借款人方面拥有独特的能力,所以他成功地建立其作为贷款经纪人的信誉是不容易的。即使在当时,米尔肯显然做出了不少有问题的判断,他对波斯纳一如既往的支持就是一个非常突出的例子。

投资者信赖米尔肯的一个最有可能的解释是,米尔肯获得了实实在在的 success。1987年,当起诉的威胁成为一个严肃的问题是,米尔肯又向人们展示了他所获得两个突出的成功。与投资级债券的溢价相比,米尔肯的垃圾债券的违约率非常低,他成效的成功比率也非常高。考虑到垃圾债券市场的私密性(private nature),这些成功是投资者唯一可观察到的用来判断米尔肯是否表现良好的信号,而从这些信号来看,米尔肯确实做得非常好。威廉·塞德曼回忆当时他提出的一些看法:

在我担任亚利桑那州立大学商学院主任的时候,一个让我感到迷惑不解的现象是:Drexel公司及其明星合伙人迈克尔·米尔肯是如何在销售垃圾债券方面获得无与伦比的成功?我所能确定的是,不管人们如何怀疑这家公司或者被融资的购买交易风险如何之高,他(米尔肯)在债券承销方面从来没有失败过,而且都成功地销售给了市场。其他投资机构有一些失败的垃圾债券发行,但是Drexel公司的记录几乎是完美的,我们组织商学院的教员研究这一情况……教员们并没有得出看似合理的解释。他们和许多人一样求助于这位垃圾债券大王独一无二的天赋才能。⁶⁸

如果我们将米尔肯看做这样的人,他致力于建立一种向其债务的购买者提供良好的回报,那么显而易见的是,履行其承诺的清白记录对保持这种声誉均衡来说是至关重要的。我们认为,米尔肯肯定有能力保持这种成功承销的记录,并通过市场操纵降低违约率。

3. 通过合伙公司购买

联邦存款保险公司及米尔肯及其合伙人提起的诉讼为Drexel公司近乎完美的成功承销记录提供了解释⁶⁹。根据这一起诉,米尔肯建立了500多个不同的合伙公司,购买由其雇主承销的公开发行的证券。这一起诉还透露,在1998年的上半年,这些合伙公司和Drexel的内幕人通过6000个不同的账户,从Drexel的公开发行中买入了14000多笔。这些购买活动可以实现数个目标。它们可以确保公开发行的债券全部被认购。它们还可以被用来抬高债券的价格或者在债券被销售给公众之前可以剥离其中的转换选择权(equity kicker),从而使

⁶⁷ 参见Asquith和Wizman (1990)。

⁶⁸ 参见Siedman (1993, 第235页)。

⁶⁹ 联邦存款保险公司诉米尔肯 (1991)。

发行人和购买人无从了解Drexel公司和米尔肯从每笔交易中的获得的真实利润。参加一个有获利保证的合伙公司也被用来引诱共同基金和储贷协会的经理购买价值被高估或者风险异常高的垃圾债券。

Jesse Kornbluth曾经对交易细节进行了报道，这些细节说明了大量利润如何通过合伙公司被抽走的方法⁷⁰。当KKR公司（Kohlberg Kravis Roberts）致力于Storer竞标购买通讯公司的债券时，合伙公司利用了Drexel公司会为这笔交易融资的保证。为了使KKR击败其竞争对手，米尔肯最终被迫在两天内筹集 14.66 亿美元的资金用来支持这笔在许多专业人士看来过于昂贵的交易⁷¹。这也是米尔肯首次需要在如此短的公告期内筹集一笔巨额资金。米尔肯告诉KKR公司，为了给这笔交易筹集到资金，它将不得不把“股份奖励”（equity sweetener）——认股权证——和债务捆绑在一起。米尔肯让Drexel公司将这些捆绑在一起的债务和认股权证出售给由他控制的合伙公司。这些合伙公司保留了认股权证，但是将债务出售给了外部人。因该笔交易而发行的认股权证产生了淡月 1.7 亿美元的利润。米尔肯控制的合伙公司私下保留了 80% 以上的认股权证⁷²。

但是，米尔肯的秘密购买活动是否真的足以有利可图地操纵垃圾债券市场，这一点仍然是值得怀疑的。那些想进行市场操纵的人理想化地希望获得大量受控制的金融资产组合，因为这些资产将为他们吸收任何新发行的债券并迅速将之从合伙人账户转移给外部人提供足够的后备资金。进一步说，这些有吸引力的金融资产组合可以被用来降低拖欠率，因为它们可以为那些实际上已经破产的公司提供新的长期融资。未清偿的债券可以用受控机构持有的新债券来替换。或者说，实际上已经破产的公司可以通过发行垃圾债券来注入新的资本金。

接下来，我们将考查如下可能性，即储蓄机构中的掠夺者帮助延缓了债务违约并降低了可观察到的拖欠率。贿赂共同基金的经理也可以达到同样的效果，但是我们将集中讨论储蓄机构，因为我们感兴趣的是由政府担保带来的掠夺激励对整个经济的影响。

4. 经纪人操纵的潜在利润

在正常的情况下，证券经纪人为扩大其证券的需求，利用自己的资源改变违约率，是不应该有报酬的。一般来说，提高经纪人的佣金会使操纵的成本大于其带来的收益（recapture）。但是，20 世纪 80 年代后期为经纪人操纵提供了独特的机会。利用储贷协会进行掠夺使垃圾债券市场最终成为一个被操纵的市场。

通过比较债券购买人的预期收益和债券经纪人的预期佣金增加，我们可以看到，经纪人以平价购买有可能拖欠的债券或承担损失并不能提高其利润。这种损失承担会增加债券的需求，而债券需求的增加又会提高经纪人的佣金，但是佣金的增加几乎肯定小于为降低已发行债券的违约率而需要的再融资成本。

其论证如下。新债券的购买者从拖欠率操纵中获得的预期收益就是未来损失的预期减少。在稳定状态中，新债券的发行持续不断，如果债券购买者对未来违约损失的预期是以过去发生的拖欠损失为基础的，那么已发行债券带来的收益与新发行债券带来的预期未来损失的减少完全一致。由于未来损失的预期减少发生在未来而经纪人操纵的收益发生在现在，债券购买者的预期贴现收益将小于操纵者为改变过去的违约率而需要支付的成本。只有在以发行债券的数量比新发行债券的数量小很多时，债券购买者的债券升值才会超过经纪人的成本。经纪人操纵还有一个问题，也即经纪人只能获得由其支出导致的市场价值增加中的很小一部分。

如果债券购买者推算出这种人为的低违约率，那么更快的市场增长会降低与债券购买者

⁷⁰ 参见Kornbluth（1992）。

⁷¹ 参见Bruck（1989，第176页）。

⁷² 参见Kornbluth（1992，第323~324页）。

的预期收益相对应的操纵成本，因为更快的市场增长减少了已发行债券的数量，而这些债券相对于新发行债券的损失必须被吸收。如果未清偿债券的数量以相当于垃圾债券利率的速度增加，如果对未来违约率的预期是由当前的违约率决定的，那么操纵所导致的新发行债券的市场价值增加将等于经纪人承担违约损失的成本。如果市场的增长速度高于垃圾债券的利率，那么新债券的预期升值将超过经纪人的预期成本。

许多不同的情况使 20 世纪 80 年代的垃圾债券市场成为一个独特的可操纵的市场。正如前文提到的 Storer 通信公司的交易表明的那样，Drexel 公司和米尔肯的合伙公司可以掌握相当大部分的垃圾债券供给和需求差。米尔肯和 Drexel 公司不仅仅收取常规的佣金。在许多时候，他们还善于利用异常大的买卖价差，榨取尽可能多的收益。相应地，他们通过操纵违约率，获得了巨额的新债券升值收益。因此，这种操纵带来的收益肯定非常大。

经纪人进行这种操纵的成本是否足够低，以至于这样做是值得的？如果再融资型债券发行所需的资金不是由经纪人自己提供，而是由从事掠夺的储贷协会提供的话，操纵的成本确实很低——实际上是零。高的再融资名义收益将提高储贷协会的账面利润。另外，通过以优惠条件购买米尔肯的合伙公司的股票期权或股份，储贷协会的所有者和投资组合经理也可以获益。

除了可以利用他人的资金外，三个额外因素也放大了储贷协会购买投资组合在降低总体违约率方面的效果。如前所述，高收益的证券化债务市场是一个新的、增长非常迅速的市场，因此需要操纵违约率的旧债券相对于新发行债券而言，数量不大。第二，储贷协会的资产无需用来直接购买再融资债券。精明的投资者完全知道，储贷协会的资产以后可以作为对未来损失的担保。在此期间，这些投资者可以肆无忌惮地操纵高收益债券。第三，由于销售再融资债券毫无困难而且这些债券的溢价非常高，因此跟随型投资者（也即根据价格来推断资产质量的投资者）将投入很大一部分债券。正如我们在上文讨论达拉斯房地产时指出的那样，跟随型投资者将夸大储贷协会的掠夺行为所产生的影响。

总之，20 世纪 80 年代的垃圾债券市场为市场操纵提供了独特的机会。这些机会是否被利用了？在接下来的讨论中，我们将揭示垃圾债券市场中的行为实际是与市场操纵相一致的。

5. 证据：实际的违约率

我们提供了两种证据来证明如下论断，即上文所说的操纵在 20 世纪 80 年代期间确实发生了。首先，我们证明，即使投资者认为 Drexel 公司的违约率确实非常低，低于其他债券发行人的违约率⁷³，实际上 Drexel 公司的真实违约率要高于其他垃圾债券承销商的违约率。用来为未清偿债务融资的垃圾债券，其违约率特别高，为一般的公司目标而发行的债务也是如此。

在下一节，我们将证明，米尔肯及其合伙人与储贷协会的交易模式是与上文所概括的骗局如出一辙。

阿斯奎斯、马林斯和伍尔夫（Paul Asquith、David W. Mullins 和 Eric D. Wolff）曾经说明了以新债换旧债降低有案可查的违约率方面的重要性⁷⁴。到 1998 年底，在 1977~1983 年期间发行的 146 亿美元垃圾债券中，有 22 亿美元或者大约 15% 的垃圾债券已经被换成了新的债券⁷⁵。如果这些以新债换旧债的交易牵涉到否则就会违约的有问题公司，那么从已测算的累积性违约债务中扣除被替换的债务可以显著地改变可观察到的违约率。有证据表明，以新换旧的债券发行确实涉及到了许多问题很大的公司，因为在截止到 1986 年底这些公司破产

⁷³ 参见 George Gilder, 《反对财富的战争》(The War against Wealth), 《华尔街日报》(Wall Street Journal), 1990 年 9 月 27 日, 第 A12 版。

⁷⁴ 参见 Asquith、Mullins 和 Wolff (1989)。

之前发行的再融资债券有相当高的违约率——39%（按价值计算）和 33%（按数量计算）。由于阿斯奎斯、马林斯和伍尔夫的研究首次计算了包括这些以新换旧交易的违约率，我们的数据就是来自这一研究，因此完全有理由认为在垃圾债券市场的繁荣时期，这些交易并没有被考虑进去。另外，由于阿斯奎斯等人的研究只测算了截止到 1998 年底，也即 1989 年和 1999 年垃圾债券市场崩溃之前的违约率，截止到该时点的违约率完全有可能低估最终的违约率。

应该强调的是，这种以新债换旧债的交易只是掩盖违约率的方法之一。从一般公司债发行中获得的收益，或者从用于并购的公司债发行中获得的收益也可用来为当前的债务支付融资，以此来防止以前的债务发生违约。

债券投资者协会利用一份完整的包括所有垃圾债券的表格对违约率进行了分析，该分析不仅表明，Drexel公司发行的再融资债券违约率特别高，而且还根据公开宣称的发债目的对这些债券进行了分类⁷⁷。截止到 1992 年底，Drexel公司在 1983 年到 1990 年期间为了给现有债券融资而发行的债券违约率为 45.2%，而所有其他公司发行的债券违约率只有 26.0%⁷⁸。正如该研究的作者所说：“这些数字支持了评论家们的观点，他们认为，Drexel公司通过再融资掩盖了其债券的糟糕质量。”⁷⁹

这些事件的发生时间是于市场操纵这一假设相一致的。1989 年 3 月米尔肯被起诉后，垃圾债券市场迅速崩溃。在 1998 年底到 1989 年的 10 月之间，垃圾债券与十年期国库券的收益差从 488 个基点上升到 704 个基点。在 1990 年，这一收益差进一步上升至超过 1000 个基点⁸⁰（随后开始下降）。收益差的这些变化远远大于 2%~3%的收益变化，而后一变化据认为足以引起一场大规模的接管浪潮。

此外，在同一时期，垃圾债券的违约金额急剧上升，从 1998 年的 50 亿美元上升到 1990 年的 220 亿美元。在 1991 年第一季度，垃圾债券的违约金额总计为 82 亿美元，而在 1988 年的同一时期，只有 12 亿美元⁸¹。

6. 与储贷协会建立关系

如前所述，虽然储贷协会只拥有 132 亿美元的垃圾债券，但是其持有量非常集中，其中 69%的垃圾债券是由 11 家储贷协会持有的，而这 11 家储贷协会全都与米尔肯有密切的关系。联邦存款保险公司代表RTC指控米尔肯在垃圾债券市场中有不当行为（该案以 13 亿美元达成和解）⁸²，该指控宣称，以米尔肯为首的“一群图谋不轨者”利用储贷协会的资产人为提高垃圾债券的价格。

至少在 1982 年初，米尔肯团伙伙同与之共同行动和合谋的人有预谋地、故意地、系统性地掠夺某些储贷协会。米尔肯团伙之所以把储贷协会作为目标，是因为储贷协会的存款为储贷协会提供巨额资本。米尔肯团伙密谋以非法手段抬高垃圾债券的价值，并制造出垃圾债券价值的上升可以在一个富有流动性的市场中实现的假象，在迅速而又轻易地不断获得储贷协会的资本是这一密谋中的必要组成部分⁸³。

为了避免人们对其控词提出质疑，该指控随后强调：

⁷⁵ 我们的计算来自Asquith、Mullins和Wolff（1989，表 1，第 928 页，以及表 6，第 934 页）。

⁷⁷ 参见Lehmann（1993）。

⁷⁸ 这里的违约率是按发行笔数平均计算的。Drexel公司发行了 84 笔再融资债券，其他承销商发行了 100 笔。

⁷⁹ 参见Lehmann（1993）

⁸⁰ 参见First Boston Corporation（1989，1990），转引自Black（1993a）。

⁸¹ 参见David Gillen，“穆迪称垃圾债券的质量仍在下滑，公司违约的数量大幅飙升”，The Bond Buyer，1991 年 3 月 15 日，第 3 页；以及Constance Mitchell和Anita Raghaven，“虽然有报道称违约创近期记录，但是垃圾债券的价格依然走稳”，《华尔街日报》1991 年 4 月 9 日，第 50 版，转引自Black（1993b）。

⁸² 参见Stewart（1992，第 523 页）和Seidman（1993，第 238 页）。

⁸³ 联邦存款保险公司诉米尔肯（1991，第 38 页）

借助于合伙公司的债券购买活动（主要由米尔肯拥有或控制的合伙公司）和其他内部人的账户，米尔肯团伙可以为Drexel承销的债券创造出大量虚假需求。这种欺骗行为使投资者听信有关债券价值的各种说法，进一步助长了米尔肯团伙的不法行为；而人为创造的需求导致这些债券的市场价格上升，使合伙公司和其他内部人的账户可以获得丰厚利润，从而给参与不法行为的各类人带来回报。⁸⁴

根据联邦存款保险公司的指控，许多储贷协会的高级管理人员在其垃圾债券的购买活动中存在种种不当管理的行为。其中的三个人——哥伦比亚储贷协会的托马斯·斯皮格尔（Thomas Spiegel），林肯储贷协会的查尔斯·基廷（Charles Keating）以及CenTrust的戴维·保罗和一群不知名的其他人被作为联合被告。据詹姆斯·斯图尔特（James B. Stewart）所说，哥伦比亚储贷协会是受控制的机构之一，这些机构允许米尔肯在它们的账户中“自由交易”⁸⁵。哥伦比亚储贷协会是垃圾债券的最大持有人，在所有储贷协会持有的垃圾债券中，哥伦比亚储贷协会占1/4强。本杰明·斯坦（Benjamin J. Stein）描述了Spiegel如何从此类合作中获得部分回报⁸⁶。斯坦披露了米尔肯和斯皮格尔之间的一笔交易，该交易牵涉到哥伦比亚储贷协会购买的有问题债券，以及与上文提到的Storer通信公司的杠杆收购有关的优先股。据报道，一家由斯皮格尔拥有的合伙公司以13200美元获得了Storer通信公司的股票期权，大约一年以后，在杠杆收购一年以后这些期权以700万美元被出售⁸⁷。

联邦存款保险公司的指控宣称，这样的行为是一种普遍现象：

米尔肯团伙培植了一群控制储贷协会的人。他们中的每个人都按米尔肯团伙的吩咐买入和卖出垃圾债券。他们中的每个人都打算掠夺其各自所在的机构，并获取其他收益，这些收益是米尔肯团伙提供给那些大量购买Drexel公司承销的垃圾债券的人。虽然这些人并不一定意识到米尔肯团伙所从事的非法活动的范围或者并不是有意识地参与这种广泛的非法活动，但是出于他们自身的利益，他们同意听从米尔肯团伙的吩咐，而这样做有悖于他们各自所在机构的利益。这些人，还有现在还未被发现的其他一些人，包括小查尔斯·基廷，他控制着林肯储贷协会；戴维·保罗，他控制着GenTrust；以及托马斯·斯皮格尔，他控制着哥伦比亚储贷协会。⁸⁸

根据其他资料来源，以这种方式使用他人资金不仅仅限于储贷协会。据Stewart和斯坦所说，First Executive人寿保险公司的总裁，弗雷德·卡尔的垃圾债券组合投资也处于米尔肯的控制之下。卡尔让米尔肯团伙交易First Executive人寿保险公司的投资组合，然后开具确认单⁸⁹。这一案例的具体情况得到了较好的证实，因为据说有152亿美元资产的First Executive Companies（First Executive人寿保险公司的母公司）严重资不抵债，1991年被主管当局接管。在First Executive人寿保险公司中，大约有三分之一的资产投资于垃圾债券。与之形成鲜明对比的是，大都会人寿保险公司只有1%的垃圾债券投资组合，Aetna也只有1%，保诚保险公司只有3%⁹⁰。

显然，米尔肯和Drexel公司在转移许多储贷协会的所有权中相当活跃，联邦存款保险公司的指控将这些储贷协会看做是受控制的机构。在某些情况下，这种联系是间接的，通过关系密切的合伙人来实现。例如，根据联邦存款保险公司的指控，First Executive人寿保险公司购买了24.9%的帝国储贷协会（Imperial Savings and Loan）的股份，而哥伦比亚储贷协会

⁸⁴ 联邦存款保险公司诉米尔肯（1991，第44~45页）。

⁸⁵ 参见Stewart（1992，第521页）。

⁸⁶ 参见Stein（1992）。

⁸⁷ 参见Stein（1992，第105页）。

⁸⁸ 联邦存款保险公司诉米尔肯（1991，第32页）。

⁸⁹ 参见Stewart（1992，第521页）和Stein（1992）

⁹⁰ 参见A. M. Best Company（1990）。

则接管了 8.1% 的帝国储贷协会的普通股⁹¹。但是这种关系通常是直接的。例如，在哥伦比亚储贷协会的例子中，Drexel 购买了该储贷协会 10.3% 的普通股，而由米尔肯的孩子控制的一家信托基金购买了 9.9% 的普通股——在哥伦比亚储贷协会购买一大笔垃圾债券组合后，这些股份被买掉了⁹²。米尔肯通过查尔斯·基廷买入林肯储贷协会的股份，伊万·博伊西科曾经作证说，米尔肯不断地怂恿他购买一家储贷协会。

最后，有详尽的证据表明，米尔肯团伙的成员还试图操纵垃圾债券的评级。据斯坦所说，债券评级公司 Duff&Phelps 受控于一家合伙公司，而米尔肯团伙的成员，其中包括米尔肯的高级销售人员詹姆斯·达尔，以及帝国储贷协会和哥伦比亚储贷协会秘密地拥有该合伙公司的所有权股份，联邦存款保险公司在其指控中提到的两家受控制的储贷协会。随后，Duff&Phelps 给哥伦比亚储贷协会发行的债券给予了有利的评级⁹³。

7. 测算与储贷协会建立关系带来的好处

与米尔肯和 Drexel 有密切关系的机构控制了大约 140 亿美元的垃圾债券：大约有 90 亿美元由被联邦存款保险公司的指控称为受控制机构的储贷协会持有；大约 50 亿美元由 First Executive 人寿保险公司持有。到 1988 年底，1986 年发行的所有原始高收益债券的违约金额总计为 76 亿美元⁹⁴。如果所谓的受控制机构有四分之一的垃圾债券被用来防止违约，这些债券本身可使可观察到的违约率降低三分之一。如果米尔肯可以说服其他人购买有问题公司的部分债券，可观察到的违约率会下降得更多。其中一个潜在的购买人群是有隐含担保的内部人，这里的隐含担保是指受控机构将在价格下跌之前购买债券。像达拉斯案例中的跟随型投资者那样行动的外部投资者，或者股票市场中的指数化基金的投资者（index investors）也有可能购买这些有问题的债券，因为精明的投资者显然都在购买这些债券。因此，储贷协会的垃圾债券组合有足够的规模影响垃圾债券市场中的违约率。

一个更简单的计算表明，与储贷协会建立关系可以带来多大的好处。Drexel 通过查尔斯·基廷的接管机构，美洲大陆公司（American Continental Corporation, ACC），以 5600 万美元购买了林肯储贷协会。在接下来的 5 年中，林肯储贷协会购买了 27 亿美元的垃圾债券⁹⁵。用联邦存款保险公司在其指控中披露每年的垃圾债券购买情况，根据这一购买情况，我们可以很容易地证明，即使 Drexel 公司收取较低的佣金（3%），即使它有一个 15% 的贴现率，光是佣金收入就超过了它为购买林肯储贷协会而支付的全部费用——即使 Drexel 公司给了基廷 5600 万美元。

8. 操纵行为在接管浪潮中的作用

不管有什么样的证据证明 20 世纪 80 年代的垃圾债券市场存在操纵行为，操纵行为并不能全部解释 80 年代的接管浪潮。按 1986 年的美元来衡量，在 1977 年到 1986 年期间，被收购公司的股东获得了 3.46 亿美元的收益⁹⁶。由于这一收益的增加远远大于垃圾债券的总量，即使再多的操纵行为也无法将这样一笔收益从垃圾债券的持有人手中转移给股东。因此，操纵违约率的行为最多只能部分解释 80 年代的接管浪潮。杰弗里·庞蒂夫（Jeffrey Pontiff）、安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）和迈克尔·魏斯巴克（Michael S. Weisbach）给出了向以前的债券持有人转移损失的证据（这些证据表明，转移的损失相对于总的股东收益而言数额不大）；桑贾伊·巴加特（Sanjai Bhagat）、安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼给出了有关税

⁹¹ 联邦存款保险公司诉米尔肯（1991，第 62 页）。

⁹² 联邦存款保险公司诉米尔肯（1991，第 56 页）。

⁹³ 参见 Stein（1992，第 147~148 页）。

⁹⁴ 参见 Asquith、Mullins 和 Wolff（1989，表 iv，第 932 页）。

⁹⁵ 联邦存款保险公司诉米尔肯（1991，第 64 页）。

⁹⁶ 参见 Jesen（1988，第 21 页）。

收收益和解聘人员的证据；阿伦·奥尔巴赫(Alan J. Auerbach)和戴维·莱西斯(David Reishus)给出了税收收益的证据⁹⁷。因此在 80 年代之前，相对于基本面而言，股票价值肯定是被低估了，而在此之后又被高估了。不管垃圾债券市场的操纵行为作用如何，对接管浪潮的全面解释必须能够说明对基本面的这种偏离，而正是这种偏离使接管变得非常有利可图。

七、结 论

本文揭示了，在资产有人担保的情况下，通常由政府或纳税人买单，他人的资金，通常是金融机构或保险基金中的存款，是如何受到掠夺被用于谋取私利。当减去起诉的成本后的净收益大于幕后机构的预期价值时，掠夺的机会就会出现。在这样的情况下，金融机构的所有者有特殊理由与那些提供大量现期支付（也许是非法的）并作无法兑现的未来承诺的人达成有问题的交易。大量现期支付会提高。无法兑现的承诺将降使机构的价值低于预期价值。

另外，某个市场中的掠夺行为会导致初始的扰动，这些扰动可能会通过严重的乘数效应扩散到其他市场。因此储贷协会的掠夺行为可能会导致建筑市场或公司杠杆收购市场的繁荣或衰落。在市场上，总有一些购买者（出售者）通过观察常规的市场活动信号来决定其行为，但是他们并不知道不为人所知的掠夺行为已经改变了市场信号的行为，而这些购买者的行为会导致大的乘数效应。如果掠夺者的行动以旨在操纵市场信号的方式得到协调，乘数效应有可能特别大。

我们利用上文阐述的模型考察了四个历史事件：智利的金融危机、美国对储贷协会的监管变化，达拉斯/沃斯堡的房地产泡沫及其崩溃，以及用垃圾债券来融资的公司接管浪潮。对这些事件的描述不仅说明了掠夺者是如何行动的，而且还说明了他们如何与其同谋者休戚与共地相互合作，应对监管者阻止掠夺活动的努力。这些历史事件还表明，正如理论所预测的那样，这种猫（监管者）捉老鼠（掠夺者）游戏的实际结果非常具体地取决于猫面临的约束条件，有时后也取决于猫所犯的错误。

掠夺理论为 20 世纪 80 年代发生的问题给出了一个历史性的解释，并预示了将来有可能出现的其他领域。保险公司，尤其是人寿保险公司，是掠夺的主要目标。First Executive 人寿保险公司的破产揭示了掠夺者如何通过超买垃圾债券掠夺一家人寿保险公司。1992 年被查封的乔治亚州 Coastal States 人寿保险公司的例子表明，对于那些包含了复杂证券的投资组合，监管者并不知道如何评估，因而很难对这些投资组合加以控制⁹⁸。Coastal 公司几乎将其所有的投资组合都投入了抵押贷款担保债券的利息分拆证券（interest-only strips）和反向浮利债券（inverse floaters）。在这些对冲投资组合的市场价值暴跌后，处理 Coastal 公司花了两年的时间，因为该公司的所有者声称他们并没有违反任何规则。但是 Coastal 公司的所有者在加大保单持有人或纳税人的损失方面，做得可不赖。在该保险公司短暂的生存期中，为其所有者拥有的营销机构提供了 1550 万美元的合同。由于保险公司的监管体系比较松懈，因此许多其他保险公司也会上演 Coastal 公司的悲剧。

和人寿保险公司一样，养老金基金也有可能成为掠夺的对象。另外，只要对养老金提供担保，一旦主办公司（sponsor firms）破产，纳税人最终不得不承担养老金资金不足的负担。TWA 就是这样的一个例子。虽然它的养老金基金是美国资金不足最严重的基金之一，但是在它濒临破产的时候依然向其工人多支付了 1 亿美元的福利金⁹⁹。为了避免这样的道德风险，国会引入了相关法案，以防止资金不足最严重的养老金基金提高养老金福利¹⁰⁰。据估计，联

⁹⁷ 参见 Pontiff、Shleifer 和 Weisbach (1990)；Bhagat、Shleifer 和 Vishny (1990)；以及 Auerbach 和 Reishus (1988)。

⁹⁸ 参见 Laura Jereski，“保险公司被查封，其不幸遭遇反映了 CMOs 的风险”，《华尔街日报》1993 年 5 月 12 日，第 C1 版。

⁹⁹ 参见美国国会预算办公室（1993，第 12 页）。

¹⁰⁰ 参见美国国会预算办公室（1993，第 29 页）。

邦政府的养老金福利担保公司（Pension Benefit Guaranty Corporation）的公开债务（uncovered liabilities）达到了 350 亿美元¹⁰¹。

目前，因美国住房和城市发展部为住房抵押贷款提供担保而导致的丑闻正在暴露，这让人有历史重演的感觉，因为储贷协会丑闻的主要特点再现于新的丑闻中。例如，政府现在不得不负责波士顿地区一个房地产项目 950 万美元的住房抵押贷款。据说，主管该项目的董事会并“不是经常以该项目的最佳利益行事”。¹⁰²这样的住房抵押贷款担保共有 430 亿美元，预期的违约金额将高达 119 亿美元¹⁰³。

最后，银行危机是高通货膨胀国家的流行病。在 20 世纪 80 年代，阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、厄瓜多尔、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉以及其他国家都发生过银行流动性不足的情况¹⁰⁴。本文已经说明，在拉丁美洲国家，当货币可兑换是反通货膨胀计划的一个方面时，控制通货膨胀的努力如何导致了银行的掠夺。现在，这样的货币可兑换是给反通货膨胀国家的标准建议¹⁰⁵。本文的理论和案例提醒我们，维持货币的可兑换必须辅之以谨慎的银行监管，这样才有可能防止像智利那样的对银行的掠夺。更一般地，可以肯定地说，许多发展中国家的监管机制远不如美国的监管机制发达和诚实，随着其金融市场的发展，金融市场欺诈将危害这些国家。

美国的储贷协会危机给我们提出了问题，为什么政府让自己承受违规行为的不利影响？当然，该问题的部分答案在于政府采取的行动是政治过程的结果。当监管者发现了人为的会计方法确实有问题时；当国会议员给监管者施加压力，要求这些机构对支持议员的选民和政治捐赠人睁一只眼闭一只眼时；当最大的经纪公司进行游说以保护他们将经纪存款转移到国内任何一家储蓄机构的权利时；当储贷行业的游说集团采用推迟行动的策略直到该行业陷入困境以至于不得不用一般纳税收入而非对该行业中的成功公司征税所得的收入来解决问题时——当这些行动和许多其他行动被采取的时候，人们会在政治程序内理性地应对他们面临的激励。

然而，认识不够也是储贷协会危机发生的原因之一。公众和经济学家都没有预见到 20 世纪 80 年代的监管制度会导致掠夺。他们不知道掠夺的概念，更不知道掠夺会有多严重。因此，那些一开始就知道将会发生什么的该领域的监管者发现，他们的事业最多只能获得公众不冷不热的支持。现在，我们对掠夺行为有了更好的理解。如果我们能吸取经验教训，历史就不一定会重演。

（徐卫宇 黄少卿 吴素萍 译）

¹⁰¹ 参见美国国会预算办公室（1993，第 3 页）。

¹⁰² 参见 Jason Deparle, “发财致富的幽灵萦绕住房项目”（Housing Project Haunted by Ghosts of Noble Ideals），《纽约时报》，1993 年 9 月 18 日，第 A8 版。

¹⁰³ 普华会计公司的估计，转引自《华尔街日报》，1993 年 6 月 21 日，第 A12 版。

¹⁰⁴ 参见 Brock（1992，第 1 页）。

¹⁰⁵ 参见 Sachs 和 Larrain（1992，第 746~747 页）。