

金融危机中政府救助的相关问题分析

胡乾坤 杨春然

(中国政法大学法学院 北京 100088 西南政法大学 成都 430031)

【摘要】 本文从法律经济学的角度,探讨金融危机中政府救助措施的成本和道德风险以及两种紧急融资模式的优缺点,并揭示了政府救助可能存在的各种问题。

【关键词】 金融危机 经济分析 成本 道德风险

在美国次贷危机所引发的金融危机中,美国推出了“问题资产救助方案”(TARP),拯救受到威胁的金融机构。同时,华尔街风暴横跨大西洋,席卷欧洲,欧洲一些国家也效仿美国,动用国库来救市。一般说来,金融危机源自于银行挤兑。从技术的角度看,避免银行挤兑主要有两个方法:其一是金融系统的自救,如存款保险制度;其二为紧急融资,即政府给遭受挤兑的银行提供救助。本文拟从法律经济学的角度,探讨政府救助措施的成本和道德风险,以及两种救助模式的优缺点,揭示政府救助有可能存在的各种问题。

一、紧急融资的成本

紧急融资的成本一般包括政府调整银行资本的成本、赔偿储户及其他债权人的费用。

1. 纳税人的成本。纳税人的成本一般又称为财政成本,一般是指国家为稳定金融秩序而花费的各种费用。紧急融资是否会给纳税人带来成本,学术界存在着不同的意见。有学者认为,用于救助困难企业的财政成本只是转移货币,由于这部分资金仍滞留在系统内部,因此其不应当属于成本的范围。但有学者持反对态度,他们认为,如果救助的资金来源于国家新发行的货币,虽然央行造钱的成本并不高,但其会造成市场上有更多的货币,从而发生通货膨胀,导致公民购买能力的下降;如果救助资金源自于国家发行债券募集所得,国家负债势必会增加,债务的高额利息最终会转嫁到纳税人身上。除了购买股份或有毒资产所支付的利息之外,纳税人还要承担被救助企业的经营风险。

政府向有现金压力的金融机构提供资金,至少在短期内,国债会增加。虽然国家一般不会破产,但举债太多,政府支付的利息将会给年度财政带来很大的压力。为了保持原来的公共服务水平,国家势必会增加税负,或者通过其他手段来获得更多的资金。从表面上看,纳税人并没有承担任何的成本,然而,政府注入的资金毕竟会进入市场,从而间接地蒸发掉纳税人的资产,因此这种救助的成本承担者仍为纳税人。国家最好能从这种注资中获得高额回报,尽可能地抑制银行的救助需求。国家在实施救助前,一般会与被救助金融企业进行磋商,目的就是为了获得有利的回报条件,降低给纳税人带来的不

利影响,促使被救助企业尽快地归还救助基金,把这种成本降到最低。

2. 道德风险。国家对不能正常运行的银行提供帮助,实质上是将银行的经营风险转嫁到纳税人身上。银行的决策者由于对此不承担责任,他们有可能采取更为冒险的经营政策:成功了,银行获得巨额利润,自己也能拿到高额的奖金,一旦失败,则由国家买单。这会严重地影响优质银行的生存,这就是政府紧急融资的道德风险。

有时,银行的股东也支持银行的风险经营策略,原因很简单:如果银行的风险经营成功,将会获得更高的红利,其持有的股票价格会大幅度飙升,如果经营失败,由于有限责任制度的存在,他们对此付出的代价总是有限的(损失的极限是其投资额)。特别在发生金融危机时,这种倾向尤为突出。

因此,为了尊重纳税人的利益,政府在进行救助时必须要考虑这种道德风险问题。首先,对紧急融资附加较为苛刻的条件,即只有资产状况良好、只是因挤兑而陷入危机且其倒闭会给公众带来重大损害的银行,才能获得这种帮助。其次,应当从经济上严格限制被救助银行高管的收入。虽然这次金融危机的始作俑者是政府,但是,银行家们的投机行为,对这次危机的发生也有很大的影响,其理应受到法律的追究。再次,应当严密注视金融监管当局的行为,因为银行倒闭,人们除了谴责银行家之外,接下来就会把矛头直指监管人。考虑到自己的利益,监管人会对被监管的银行实施更为宽松的政策。最后,通过对救助设置一些不确定的因素,使受益人不知道银行是否能获得救助,从而给相关的利益集团施加压力,促使其谨慎行事。

二、紧急融资模式的选择

在当前的金融危机中,出现了两种不同的政府注资方式,即购买有毒资产和购买有经济压力的银行的股份。前者只涉及资产交易,银行内部治理结构并不因此而改变,这就是说,银行家在银行中地位不会改变。后者在一定的程度上,会改变银行的权力结构,政府成了银行的股东。不管采用哪种方式,政府注资都具有双重性:其一为公益性,即政府的注资是出于保护整个行业(甚至是整个经济)的考虑,并非单纯地追求商

业利润;其二为商业性,即政府的注资具有投资性,在发挥注资的公益功能的同时,还应当追求投资(注资)收益,兼顾被救助企业与纳税人双方的利益。这种双重性决定了政府的帮助不是无条件的。首先,政府的帮助与管理者的奖金限制联系在一起。一旦接受政府的注资,公司高管的奖金或者红利必须有一个限额。其次,接受政府救助的金融机构需要将自己获得现金注入信用领域,活跃金融市场。比如在美国,受到政府救助的企业需要向暂无支付能力的房主贷款。另外,金融企业接受政府的救助,实际上向公众承认其资金链存在着很大的困难,政府的救助资金及其利息一天不会归还,就说明该企业的资金运营还没有得到根本性的好转。因此被救助企业很难再通过其他的途径获得资金。基于这些主客观的原因,摩根大通和高盛等一些大型的金融机构在今年就打算提前归还政府的注资。

一般来说,被救助的企业必须自身具有救助的价值。国家救助没有救助价值的企业,是对纳税人的不尊重。企业业绩好,企业的股东和管理人分享高额的盈利,业绩不好发生了亏损,国家承担,这种风险与收益的分离,是任何的制度都不能容忍的。因此,绝不能以被救助企业的规模以及其倒闭的后果作为救助的唯一标准。从这个角度看,被救助的金融企业必须是因为银行挤兑而被拖入危机之中,自己的当前的资金困难与其自身的经营和实际的资产状况无关。既然被救助的企业困境并非是资不抵债,而是临时的信用短缺造成的。这样,国家对被救助企业的经营不宜进行过多的干预,当然这并不意味着对被救助企业的经营可以放任不管。

美国政府起初是打算通过购买企业的问题资产来化解这次危机,这样做的理由很明显:其一,这次危机是由有毒资产造成的,这就意味着,如果政府出资购买有毒资产,就会导致市场上的有毒资产大大减少或者消失,市场就不会再担心有毒资产问题,这样,影响信贷市场正常运行的因素也就不存在了,从而使得政府投入资金所产生的信用功能大大放大。其二,在这些资产兑现期到来之前,政府可以仍然抽身于金融公司的法律关系之外,但是问题资产的市价最终会得到解决,这就意味着:如果政府购买问题资产所付的对价低于其实际的市场价值,政府则会有利可图。否则政府(或者纳税人)将会遭受损失。在危机期间,有毒资产就像一个幽灵,人们避之犹恐不及,因此其价值无法通过市场显现出来,这就需要评估,因而这种救助模式的结果极不确定,一旦估价太高,很可能使纳税人成为金融危机的牺牲品,真正的责任人却毫发未伤。但是,基于救助的目的,这种有毒资产又不能估价太低,否则,被救助企业的资产价值会大大降低,无法实现救助的初衷。基于这些原因,美国逐渐效仿欧盟,更多地采用购买股份的救助方式,给金融公司注入现金。

国家通过购买困难企业的股份(主要是优先股)的方式向企业注资的好处在于:①程序上较简单快捷,便于政府及时地参与金融企业的救助。②纳税人会与其他股东共同分享被救助企业的信用恢复后所获的盈利,因此,这一点远比购买金融企业的坏账风险小得多。然而,危机过后,政府以救助的方式

购买的股份应当如何处理将成为问题。第一,政府有可能在企业恢复正常后,仍然持有这些股份,与其他股东一起来分享公司的盈利。政府以这样做可以降低税率为由拒绝退出公司,很可能对原来形成的较为完备的市场机制构成威胁。第二,这种救助会使纳税人承担两种额外的成本:为最初购买股份的资本支付利息,承担经营风险。第三,即便是国家因救助而取得投资利润,这又会造成国家的收入具有很大的不确定性,从而导致国家年度赤字、税收以及国债价格的不确定性。第四,向金融企业注资则意味着一旦非金融业面对同样的困难时,政府也必须进行注资。由于在收购交易本身中,也存在着信息不对称和潜在的传染性,支持紧急融资的学者会在理论上证明,政府向实体经济注资也是正确的,这也利于降低经济领域内出现的系统风险。这样,政府会广泛地进入经济领域,使得政府原来的裁判者的角色效用大大降低。③银行的资产中,股票是其主要的财产构成,或源自于直接的投资,或源于公司股票担保贷款。政府购买了问题(金融)企业的优先股,势必会稀释现存股份的价值,从而使银行的资产负债表进一步弱化,特别是在股价不能快速复苏的情况下尤其明显,即资本注入在预防信用危机方面,并不像想象的那样高。

入股式的救助还存在另外一个问题,即国家参股于银行之后,银行的公司治理结构应当怎样改造?为了防止国家既是政策的制定者又是市场主体这一现象的发生,荷兰政府的做法是,其在被救助的富通银行的监事会内任命两名监事(总共有14名监事),重大交易必须要经过这两名监事的许可。同时,政府制定了具体的退出机制,即在确保这部分注入的资金保值和增值的情况下,会逐步退出银行。这样,国家一方面向企业索要更高的利润,另一方面,又不参与公司的经营,而只是对重大经营行为进行监督。

三、结语

一旦出现金融危机,政府应当利用自己的社会地位,鼓励金融企业尽可能地利用系统资金实现金融系统的自救。当银行挤兑使得金融企业无法实现自救时,国家才能考虑是否动用纳税人的钱,稳定金融市场。政府的救助具有双重性,即公益性和投资性,这就意味着政府的救助应尽可能地实现双赢,即一方面,被救助的企业必须具有救助价值,另一方面,救助要附加较高的回报条件,防止纳税人为金融企业的经营活动埋单。金融企业在获得国家的融资后,这部分资金必须按照救助的基本目的进行使用,即活跃市场信用或者增加市场资金的流动性,绝不允许企业利用这部分资金进行风险投资。另外,获得国家救助的企业的高级管理人员的奖金或者红利等必须有一个限制,以促使被救助企业的管理层有动力及早地归还这部分资金和利息。总之,要让金融企业感到政府送来的是一个金手铐,会严重地限制其经营自由。

主要参考文献

1. 蔡祥锋,蔡青青.美国金融危机的深层次原因分析.财会月刊,2009;24
2. Jagadeesh Gokhale. Financial Crisis and Public Policy. Policy Analysis, 2009; 3