

第三章 本次金融危機之五個重要個案分析

黃富櫻

壹、前言

本次罕見的金融危機橫掃全球，由美國本土蔓延至國外，由先進國家外溢至新興經濟體，由次貸市場吹向金融市場，金融與經濟反饋交互影響又形成經濟嚴重惡化之惡性循環。影響所及，市場信心潰堤，房貸市場及金融市場低迷不振，全球經濟嚴重衰退，各國政府當局及中央銀行莫不積極應戰，推出前所未有的非傳統措施，並採寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策並進策略，企圖化解危機。

嚴格而言，本次全球金融危機最早始於2007年2月8日美國最大的房貸金融公司Countrywide Financial^{註1}及第二大房貸金融公司與第一大次級房貸金融公司New Century Financial^{註2}的風吹草偃，逐漸吹起次貸風暴。同年8月9日全球貨幣市場資金吃緊，在交易對手風險及銀行損失高度不確定性之助燃下，銀行普遍囤積資金或惜售資金

以自保，遂導致英國的北岩銀行(Northern Rock)成為全球第一個因流動性嚴重不足的危機個案。但金融危機並未因北岩銀行落幕而停頓，反因美國的投資銀行雷曼兄弟公司於2008年9月15日申請破產保護後進入全新的混亂局面，導致危機延宕多時而難以歇止。回顧次貸風暴發生以來，金融機構及非金融機構發生財務危機，申請援助或破產倒閉的個案不計其數，本文以其中影響深遠之北岩銀行、貝爾斯登公司(Bear Stearns，以下簡稱貝爾斯登)、美國Fannie Mae與Freddie Mac、雷曼兄弟公司(Lehman Brothers，以下簡稱雷曼兄弟)及美國國際集團(American International Group，以下簡稱AIG)等五大重要危機個案，分別簡介個案背景、事件原因，並說明政府紓困情形，最後為結論。

貳、五大危機個案背景、事件原因與政府紓困情形

北岩銀行、貝爾斯登、Fannie Mae與Freddie Mac、雷曼兄弟及AIG等五大重要危機個案均屬系統重要金融機構，在政治經濟上具備大而不能倒的本質。因此，除雷曼兄弟申請破產保護，在危機發生時未享有「大而不能倒」的保護傘外，其餘四大個案皆因關係太複雜，而獲得政府主管當局的紓困救援。本章將分別由個案背景、事件原因、政府紓困情形等構面進行個案分析，本文

最後亦附錄五大個案大事紀表，供綜覽每一個案的危機始末。

一、英國北岩銀行(Northern Rock)

(一) 個案背景

1. 簡介

英國北岩銀行成立於1965年，總部設在英國紐卡索(Newcastle)，原屬地方性之小型住屋互助會(mutual-form building society)，1997年10月1日

股票上市後轉型為抵押貸款銀行，為英國第五大抵押貸款銀行及英國東北部貧窮落後地區經濟之最大支柱，也是該區域之最大金融機構。資金成本低、放款條件較競爭者佳、放款品質好^{註3}及逾放比率低等為北岩銀行的優勢；但過度依賴高風險之批發性資金市場、放款擴充過速、及欠缺緊急資金應變計畫則為該行經營上的弱勢。低資金成本讓北岩銀行之抵押貸款市場占有率於短短數年內成長3倍，躍升為第5大抵押貸款銀行^{註4}，在未發生危機以前，市場尚一致看好北岩銀行未來有機會成為第3大抵押貸款銀行，但過度倚賴國內外之批發性資金市場，使其易受到全球金融事件的連累，此係該行經營上的最大威脅；而放款擴充速度大於籌資速度，極易產生資金缺口，在市場資金普遍緊俏之際，最容易，也最快速浮出

資金結構性的問題，則為北岩銀行的第二大威脅。

2. 資金來源與運用

表3-1顯示2006年12月31日北岩銀行的資金來源與運用。資金來源面，發行債券係該行最主要的資金來源，占63.65%，存款資金只占26.60%，充分彰顯該行明顯降低吸收存款的傳統零售性籌資方式，改採證券化發行債券的批發性籌資方式，因而促使該行面臨此次證券化市場癱瘓之籌資困窘。資金運用面，北岩銀行係英國的抵押貸款銀行，抵押貸款所占比重最高，達85.82%。至於該行的槓桿倍數，2006年底及2005年底分別為31.46及31.68，明顯較一般銀行保守的槓桿倍數(約10-15)高出甚多，暴露其經營風險。

表3-1 2006.12.31北岩銀行之資金來源與運用

百萬英鎊；%

	資產			負債與淨值	
	餘額	比重		餘額	比重
庫存現金及存放央行	956	0.95	同業存款	2,136	2.11
衍生性金融工具	871	0.86	存款(顧客)	26,867	26.60
拆放同業	5,621	5.56	衍生性金融工具	2,392	2.37
放款(顧客)	86,685	85.82	發行債券	64,295	63.65
投資證券	6,630	6.56	證券化債券	40,226	39.82
其他資產	247	0.24	擔保債券	6,202	6.14
			其他	17,867	17.69
			其他負債	2,109	2.09
			淨值	3,211	3.18
資產合計	101,010	100.00	負債與淨值合計	101,010	100.00

資料來源：該銀行網站。

註：槓桿倍數：2006/12/31：31.46；2005/12/31：31.68。

(二) 事件原因

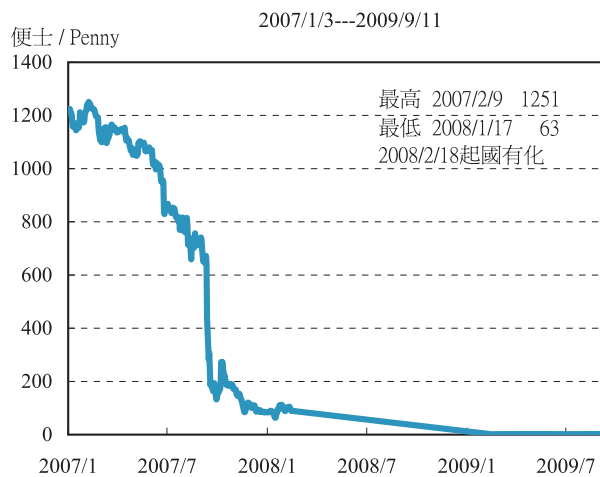
北岩銀行表面上看似不幸受到金融危機波及，但其實事出有因，以致於問題愈來愈嚴重。簡言之，北岩銀行仍具備足夠的償債能力，只是流動性出問題，在證券化市場已發售商品提前贖回、新發售商品銷售無門、其他銀行惜售資金亦

不願伸出援手等多重煎熬、及股價頻頻下跌等因素交互影響下，資金缺口更加惡化。

北岩銀行的流動性問題可由近因與遠因加以觀察。美國次級房貸事件波及證券化市場流動性停滯，係其流動性問題之最主要近因。另一方面，2007年初全球金融危機尚未發生以前，

北岩銀行數次下修其2006年及2007年上半年獲利，加重投資者的憂慮，導致股價連續下滑，影響銀行形象及經營策略，亦屬流動性問題之另一項近因。北岩銀行的股價自2007年初即已出現下探走勢，主要係受市場憂慮該行2007上半年獲利轉壞，而北岩銀行2007年6月下修其2006年之獲利，並公布2007上半年獲利較原先四月的估計值低，雙重導致市場憂慮加重，股價連續下挫，8月初爆發流動性不足及存款擠兌危機後，北岩銀行的股價更是垂直下降(圖3-1)，其跌幅之深是前所未有的現象；在英格蘭銀行態度逆轉，多次出手相救後，2007年10月起北岩銀行之股價開始出現回升轉機。經濟學人雜誌於2007年9月14日甚至以特別報導「Hit by a rock—The credit crisis hits the high street」戲謔英國倫敦金融中心被岩石擊中。

圖3-1 英國北岩銀行國有化前後股價變動



至於流動性問題之遠因，當非一日之寒。北岩銀行放款擴充過速，以及主要依賴批發性資金市場之資產負債結構面問題，係該行長久以來經營上的隱憂，在此波證券化市場萎縮之助燃下，使該行之流動性面臨前所未有的緊俏。Moody信用評等公司在2006年即曾提出警告，指出有些

銀行放款擴充速度大於籌資速度，在批發性資金市場已暴露出崩潰的風險。Moody在事發一年前之上述警訊，亦足以用來舉證北岩銀行流動性問題之遠因。北岩銀行主要依賴發售債券所得資金(占63.65%)挹注抵押融資(占85.82%)(表3-1)，短短三年內該行的證券化商品發售業務快速發展，2007年已成為英國最大的債券發售銀行。由於該行經營不再依賴傳統穩定的存款資金(只占26.60%)，改採證券化籌資模式，高度依賴資本市場的資金來源，一旦資金情勢逆轉緊俏，立即陷入流動性危機。

(三) 政府紓困情形

2007年8月8日歐元地區及美國之拆款利率迭創新高^{註5}，次日隨即在美國次級房貸事件之骨牌效應下，爆發信用危機，並迅速蔓延至大西洋兩岸的金融市場，特別是引發證券化市場停滯，進而使貨幣市場枯竭。各國金融市場相繼傳出抵押貸款銀行或投資銀行出現嚴重虧損的新聞，如美國之Countrywide Financial及Bear Stearns，法國的BNP Paribas，以及德國之IKB及Sachsen Bank，在英國則以北岩銀行之受傷最為慘重。茲說明北岩銀行危機發生初始階段及政府進場干預之過程如下：

1. 危機發生初始階段

北岩銀行的危機在2007年初股價持續下探時，即已露出端倪，但當時整個貨幣市場資金供應仍屬正常。8月初以降，銀行為求自保，開始囤積資金，北岩銀行在證券化市場資金斷炊之壓力下，轉向拆款市場尋求援助，不是四處碰壁，就是必需付出高資金成本，並遭縮短借款期限。影響所及，北岩銀行於2007年8月13日告知英國金融監理機構，該行已遭遇困難。

2. 財政部等三單位成立專案小組

財政部、金融監理局及英格蘭銀行等三單位落後10天，遲至2007年8月22日才成立專案小組，共同研商解決之道。初期亦低估危機發生機率與嚴重程度，三單位認為由一家銀行接管會比較好，而延宕了危機處理的最佳時機。事實上，確有Llyods TSB銀行有意接手，但其向英格蘭銀行申請接管優惠融通之案件遭拒絕^{註6}後，9月10日北岩銀行對外宣告雙方的談判破裂。

3. 北岩銀行發生存款擠兌

9月13日北岩銀行向英格蘭銀行申請緊急融通獲准之消息提前走漏，造成市場恐慌，9月14日一大早北岩銀行門外旋即大排長龍進行存款擠兌，在網路線上提領存款之加持下，一天內流失存款資金10億英鎊，約占存款總餘額之4-5%，存款擠兌延至9月17日才停止。

4. 英格蘭銀行顧慮道德風險，落後一個月才進場干預

英格蘭銀行總裁Mervyn King基於緊急融通衍生道德風險之顧忌^{註7}，至9月14日才進場金援，較北岩銀行聲稱有困難請求支援的時間，整整落後約一個月。英格蘭銀行金援態度逆轉，導致英格蘭銀行前後四次對北岩銀行進行緊急融通，整個融通金額累計高達230億英鎊，英格蘭銀行亦不得不放寬融通期限及放寬擔保品規定。

就英國維持金融穩定之財政部、金融監理局及英格蘭銀行間三足鼎立之決策機制加以分析，英格蘭銀行無法即時救援北岩銀行亦有其於法無據的苦衷，依據三個單位的備忘錄規定，已移除金融監理權限、及無法確實掌握個別金融機構之虛實的英格蘭銀行必須依據金融監理局提供的監理資訊加以判斷是否予以融資^{註8}，並獲得財政部同意後，才能對個別金融機構進行最後貸款的緊急融通；另一方面，英格蘭銀行總裁亦多次強調

道德風險問題。若英格蘭銀行放寬擔保品範圍及延長融資期限，將助長金融機構過度承當風險，亦即英格蘭銀行恐因過度援助金融機構，導致其他金融機構群起效尤，而肆無忌憚承作高風險業務，使危機加重，更不利維持金融穩定的使命。英國國會財政委員會於2008年1月提出檢討報告，認為北岩銀行事件因該行的高風險經營策略所致，該行董事會應負最大責任，但主管機關亦有失職之處，金融監理局顯然對北岩銀行案件有所誤判。國會對英格蘭銀行未有嚴詞批判，對於英格蘭銀行總裁亦多所肯定，並不認為其處理北岩事件有不當之處。2009年2月12日公布之銀行法(Banking Act of 2009)中亦增訂維持金融穩定為央行的法定目標，以補救英格蘭銀行於金融危機緊急融通欠缺法源之窒礙難行缺失。

5. 財政部等三單位提供存款保障

在發生本世紀金融危機以前，英國的存款保險機制不若他國有保障，欠缺破產法等危機處理機制，係存款擠兌延續3-4天之最主要原因。因此，財政部等三大單位於2007年9月17日由財政大臣代表發表存款保障之聲明，重申政府將保障9月19日以前存款戶之權益；10月9日再度擴大存款保障，包括9月19日以後存款的保障，並將存款保險上限由原先分級設定比率之最高31,700英鎊，提高為存款不分級距一律最高為35,000英鎊^{註9}。

6. 國有化

2008年2月18日英國財政大臣宣布北岩銀行暫時國有化，並指派英國著名的保險公司Lloyd's of London的前舵手Ron Sandler接掌國有化後的北岩銀行，2月21日英國議會通過北岩銀行國有化。事實上，在北岩銀行國有化以前，包括First Eastern Investment、WL Ross、Toscafund及美國

AIG等多家機構均有意收購北岩銀行，但併購談判均告破局，最後不得已暫採國有化方式，亦引發銀行國有化的效率性爭議。

二、美國貝爾斯登公司(Bear Stearns)

(一) 個案背景

1. 簡介

貝爾斯登成立於1923年，總部設在紐約，係美國第五大投資銀行，年營業額高達160億美元，主要從事資本市場及財富管理等金融服務。貝爾斯登歷經1930年代的大蕭條及多次經濟金融危機而屹立不搖，但此次金融風暴卻使該公司嚴重虧損，最後走上被併購之途。

2. 資金來源與運用

表3-2顯示2007年11月30日(會計年度)貝爾斯登的資金來源與運用。資金來源面，以短期擔保資金來源(包括附買回RP、證券質借、出售再買

回證券、融券)所占比重最高，達76.74%，其中附買回RP占25.89%；短期無擔保資金來源(包括銀行貸款、發行商業本票等)所占比重為5.37%。加計短期擔保與無擔保後之總短期資金來源占82.11%。資金運用面，以買入有價證券所占比重最高(34.97%)，次為以融券方式持有的證券占20.8%。買入有價證券中，則以買入公司債及資產擔保證券為主。至於槓桿倍數方面，貝爾斯登屬投資銀行，其槓桿倍數頗高，亦暴露經營風險，由2006年11月30日之28.89提高為2007年11月30日之33.53。

(二) 事件原因

貝爾斯登係美國最早因財務危機遭併購的投資銀行。回顧其發生危機的原因，可由投資銀行(包括主要交易商)結構性發展的遠因及次貸風暴近因加以分析。

表3-2 2007.11.30貝爾斯登之資金來源與運用

百萬英鎊；%

	資產			負債與淨值	
	餘額	比重		餘額	比重
買入有價證券	138,242	34.97	短期無擔保借款	21,229	5.37
美國政府公債	12,920	3.27	銀行貸款	3,100	0.78
外國政府公債	672	0.17	發行CP	3,900	0.99
貨幣市場工具	0	0.00	距到期日一年以內長期債務憑證	9,586	2.42
公司債	58,784	14.87	其他短期借款	4,643	1.17
衍生性商品	19,725	4.99	存款	0	0.00
資產擔保證券	46,141	11.67	短期擔保借款	303,388	76.74
其他流動資產	110,123	27.85	附買回(RP)	102,373	25.89
附賣回(RS)	27,878	7.05	證券質借	31,895	8.07
融券*	82,245	20.80	出售再買回證券(sell/buy)	43,807	11.08
其他流動性欠佳資產	43,580	11.02	其他	125,313	31.70
應收帳款	69,121	17.48	長期負債	58,952	14.91
庫存現金	34,296	8.67	淨值	11,793	2.98
資產合計	395,362	100.00	負債與淨值合計	395,362	100.00

資料來源：Fitch。該公司會計年度截止日為11月30日。

* securities borrowed.

註：槓桿倍數：2007/11/30：33.53；2006/11/30：28.89。

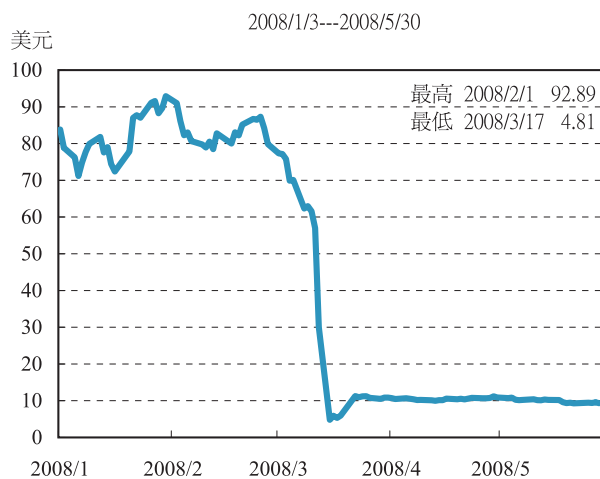
就遠因而言，投資銀行明顯偏離傳統營運模式，愈來愈像商業銀行的發展趨勢，但其資金來源不若存款資金穩定，復欠缺存款保險的金融安全網保障，在投資者信心潰堤，一窩蜂贖回基金時，亦開始出現類似商業銀行的存款擠兌現象，而產生金融恐慌。投資銀行與商業銀行的界線愈來愈模糊，其經濟性質愈來愈相近的現象，可用來說明貝爾斯登金融危機事件的遠因，在附條件市場資金緊俏、債信較差擔保品不易借入附買回RP資金及客戶一窩蜂擠兌風潮的影響下，導致貝爾斯登財務抽緊，告貸無門。再者，2008年3月以前Fed尚未開放投資銀行使用貼現窗口，該公司無法取得緊急融通資金，亦可屬制度性的遠因。

至於近因，則與次貸風暴有關。2007年上半年美國房價明顯下跌，房價泡沫瀕臨破滅，次貸風暴風雲乍起之際，貝爾斯登於6月20日即因旗下兩檔主要投資於連結次級房貸抵押擔保證券(Subprime mortgage-backed securities, MBS)之擔保債權憑證(CDO)的對沖基金(hedge fund)，因資金吃緊需要紓困32億美元。6月27日該公司停止前述兩檔基金的贖回，7月20日宣稱該兩檔基金的淨值虧損超過90%，隨後不得已於7月31日宣布聲請破產保護，自此掀開貝爾斯登財務亮起紅燈的困境，12月20日甚至宣布該公司面臨84年來的首度單季虧損8.5億美元，其中19億美元用來打銷房貸控股公司的壞帳。其後在S&P調降非政府機構保證之房貸抵押擔保證券(MBS)評比及Carlyle Capital宣布資產清算以後，貝爾斯登事件於2008年3月上旬引爆，主要係因貝爾斯登對Carlyle Capital的附條件交易金額龐大，而Carlyle Capital宣布資產清算以後，投資人評估貝爾斯登對於Carlyle Capital的債權收回無望，紛紛中止與

貝爾斯登的資金往來，迫使貝爾斯登於3月13日向其主要清算銀行JP Morgan及Fed求援。貝爾斯登通知Fed及財政部，稱該公司的資金部位嚴重惡化，若無法獲得其他資金來源，該公司將於次日進行破產申請。3月14日公司股價大跌47%，跌破近一半市值，當日收每股30美元，道瓊指數收盤亦下跌194.65點。

總之，貝爾斯登的危機起因於旗下兩檔對沖基金因投資次級房貸產品而資產縮水、損失慘重，該公司雖力圖挽救，但終因市場流傳該公司出現流動性危機^{註10}，而造成市場恐慌，一方面導致道瓊股價及該公司股價下跌^{註11}(圖3-2)，另一方面投資者因憂慮該公司若申請破產，資金將被凍結，於是一窩蜂撤出資金，發生類似銀行存款擠兌的行為，在短短一週內被贖回金額高達170億美元，該公司無力回天而陷入絕境。

圖3-2 美國貝爾斯登股價變動



資料來源：Bloomberg。

(三) 政府紓困情形

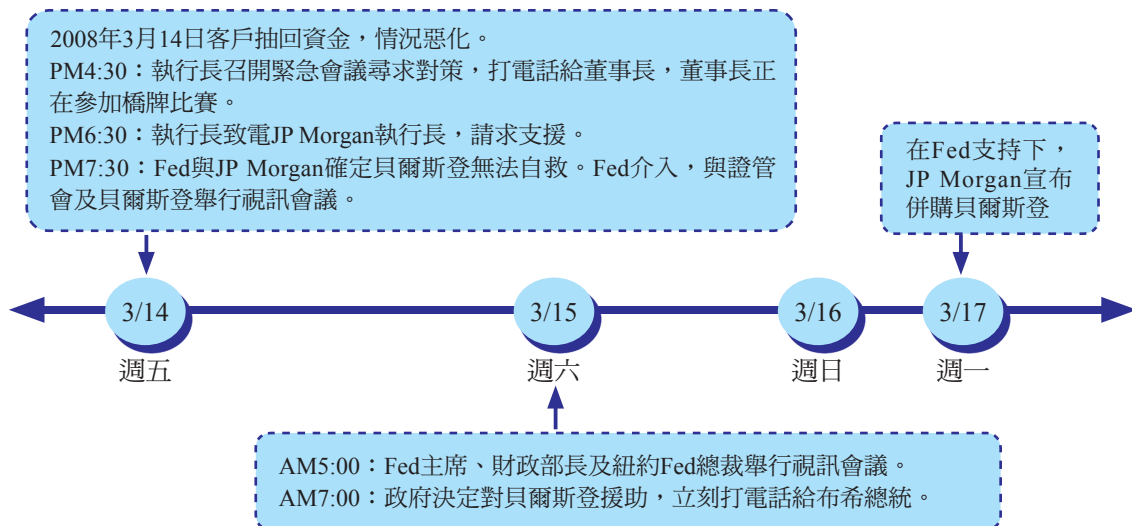
貝爾斯登係美國前五大投資銀行，發行大量房貸證券，積極交易衍生性金融商品，與市場有錯綜複雜的交易關係，若置之不理，令其倒閉，不僅動搖投資人信心，其骨牌效應將使體質健全的金機機構無法正常運作，進一步使資產價格下

跌，金融體系的恐慌愈發嚴重。因此當該公司向主管機關求援後，美國財政部與Fed旋即於2008年3月14日緊急會商解決對策，但因貝爾斯登為投資銀行及公債主要交易商，雖享有參與Fed公開市場操作的權利，但不屬存款機構，並非金融安全網下貼現窗口融通的合格借款者，Fed無法直接對該公司提供緊急融通。Fed不得以祭出久未使用的大蕭條時期法令，引用聯邦準備法第13條第3款規定^{註12}，在獲得五位理事投票通過後亦可直接對公司或個人提供最後融通。但因當時投票人數不足，且時間緊迫，最後決定採間接融通

方式救援貝爾斯登。由Fed對JP Morgan融通，再由JP Morgan以貝爾斯登的資產作為擔保品，對貝爾斯登融資，另協商JP Morgan併購貝爾斯登。

2008年3月17日，貝爾斯登確定被賤價併購的消息瀰漫市場，引發金融機構營運風險升高，及投資人對金融股高股價之疑慮。影響所及，週一美股早盤，高盛、美林、雷曼兄弟及貝爾斯登等股價全面重挫。而JP Morgan起初擬收購貝爾斯登的價格為每股2美元，遠低於當時的市價30美元，及市場評估之20美元，在貝爾斯登董事會之強烈反對下，JP Morgan最終以每股10美元收購貝

圖3-3 貝爾斯登漫長的週末



爾斯登，美國第五大投資銀行自此熄燈消聲。貝爾斯登遭禿鷹成功狙擊，最終以賤價被併購之結局收場，但2008年3月14日起對貝爾斯登而言，真是一個漫長等待的週末(圖3-3)。令人不寒而慄的是，危機並未結束，好似才剛開始，禿鷹再度出擊，市場開始懷疑誰是下一個貝爾斯登？誰是下一個地雷股？

事實上，Fed對JP Morgan併購貝爾斯登的最後融通方式是，Fed依據聯邦準備法第13-3條規定，先成立一家有限負債的特殊目的公司

ML(Maiden Lane) LLC，授權紐約聯邦準備銀行融通ML LLC 290億美元，JP Morgan提供10億美元，合計300億美元用來收購貝爾斯登。貝爾斯登事件凸顯美國多元傘狀金融監理制度捉襟見肘之處，投資銀行屬證管會的監理範疇，不屬Fed的監理對象。但一旦出現財務危機，產生系統風險，Fed仍須發揮最後貸款者功能，出手相救，而Fed又欠缺投資銀行的金融監理資訊。因此，2008年7月7日，在財政部協調下，Fed與證管會簽訂備忘錄，未來將相互分享金融監理資訊。

三、美國Fannie Mae與Freddie Mac

(一) 個案背景

1. 簡介

美國Fannie Mae全名為聯邦國民房貸協會(Federal National Mortgage Association)，成立於1938年；Freddie Mac全名為聯邦住宅貸款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corp.)，成立於1970年。Fannie Mae與Freddie Mac為經美國國會立法，特許成立的房屋貸款機構，兩者均屬政府贊助機構(government-sponsored enterprises, 簡稱GSE)，享有政府奧援，並同時受到政府規範。其任務一方面發行債務證券籌措資金，用來投資美國房貸機構(如商業銀行、儲貸協會、抵押貸款銀行等)所承作的房屋貸款及MBS，另一方面則將房貸債權證券化，發行MBS，並對所發行的MBS提供本金與利息保證。Fannie Mae與Freddie Mac係美國住宅貸款市場最大的資金提供者。

Fannie Mae與Freddie Mac的地位特殊，具半官半民色彩，其所收購房屋貸款為符合規定的合格貸款，因此其所發行的債務證券及MBS被視為具有隱含美國政府保證的訊息，頗受美國國內及海外投資者的青睞，許多外國央行多屬Fannie Mae與Freddie Mac的交易客戶，特別是亞洲地區的央行。Fannie Mae與Freddie Mac在政府隱性保證的加持下，業務蒸蒸日上，其持有及擔保之房貸約占全美房貸總數的半數，對美國房地產市場發展頗有助益。統計資料顯示，2008年第1季底，Fannie Mae與Freddie Mac的債務餘額為1.6兆美元，所保證之MBS餘額為3.7兆美元，兩者合計達5.3兆美元，規模十分龐大^{註13}。

2. 資金來源與運用

表3-3顯示2007年12月31日Fannie Mae與Freddie Mac的資金來源與運用。長期借款與短期

借款均為其主要資金來源，但同中有異。Fannie Mae的長期借款占63.76%，高於Freddie Mac的55.72%；短期借款則相反，Fannie Mae(26.53%)低於Freddie Mac(37.25%)，意指Fannie Mae較偏重長期借款，Freddie Mac較偏重短期借款。資金運用面，兩者均以買入抵押貸款及有價證券為大宗，且均為投資目的買入。其中Fannie Mae買入抵押貸款及有價證券之比重分別為45.8%及40.51%，合計占86.31%；Freddie Mac買入抵押貸款及有價證券之比重合計亦達93.77%，但其中絕大多數以買入有價證券為主體，占83.70%，買入抵押貸款僅占10.07%。至於槓桿倍數，Fannie Mae亦較Freddie Mac低，Fannie Mae 2007年底及2006年底分別為20.05及20.33，Freddie Mac 2007年底及2006年底則分別為29.72及29.91。上述資料顯示，Fannie Mae與Freddie Mac均屬抵押貸款市場的政府贊助機構，負有政策使命，但槓桿倍數有偏高之虞。

(二) 事件原因

Fannie Mae與Freddie Mac事件係繼貝爾斯登事件後在美國所發生的重大金融事件，其獨特地位，造就其財務危機的遠因；而次貸風暴後貝爾斯登事件的後續效應，則屬Fannie Mae與Freddie Mac重大危機須要政府紓困的近因。

Fannie Mae與Freddie Mac事件的遠因與組織特性、特權及營運模式有關。茲說明如后：

1. 組織特性與特權：Fannie Mae與Freddie Mac原屬公營性質，民營化後成為上市的民營機構，但仍有隱性政府背書，享有往昔公營的經營特權，如籌資成本低廉，使其長期享有厚利，亦輕忽風險控管，讓組織規模愈來愈大，具備大而不能倒的特性，成為政府的負擔。

2. 營運模式：Fannie Mae與Freddie Mac的半

表3-3 2007.12.31 Fannie Mae與Freddie Mac之資金來源與運用

百萬美元；%

	資產					負債與淨值			
	Fannie Mae		Freddie Mac			Fannie Mae		Freddie Mac	
	餘額	比重	餘額	比重		餘額	比重	餘額	比重
買入抵押貸款	404,222	45.80	80,032	10.07	短期借款	234,160	26.53	295,921	37.25
投資目的	397,214	45.01	76,347	9.61	長期借款	562,139	63.70	442,636	55.72
備供出售	7,008	0.79	3,685	0.46	拆入聯邦資金及RP	869	0.10	0	0.00
買入有價證券	357,513	40.51	664,855	83.70	衍生性負債	3,417	0.39	582	0.07
交易目的	63,956	7.25	14,089	1.77	應付利息	7,512	0.85	7,864	0.99
備供出售	293,557	33.26	650,766	81.92	其他負債	30,439	3.45	20,641	2.60
拆出聯邦資金與RS	49,041	5.56	6,562	0.83	淨值	44,011	4.99	26,724	3.36
應收帳款	7,414	0.84	5,003	0.63					
衍生性資產	2,797	0.32	827	0.10					
墊款	12,377	1.40							
其他資產	44,681	5.06	28,515	3.59					
庫存現金	4,502	0.51	8,574	1.08					
資產合計	882,547	100.00	794,368	100.00	負債與淨值合計	882,547	100.00	794,368	100.00

資料來源：各該公司網站。

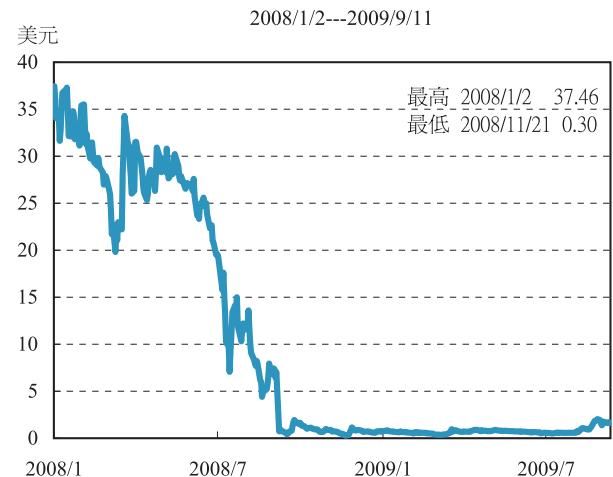
註：槓桿倍數：Fannie Mae：2007/12/31：20.05；2006/12/31：20.33；Freddie Mac：2007/12/31：29.72；2006/12/31：29.91。

官方地位，及運用美國的低利率環境，大量發行低利率證券及購入抵押房貸，再透過證券化發行MBS，提供保證並對外出售，其客戶多屬各國央行及國內外的金融機構。Fannie Mae與Freddie Mac的核心資本占其持有及保證的房貸不及2%，幾乎等同高槓桿操作，一旦資金情勢逆轉，利率上揚，資產價格下跌，將直接面臨損失衝擊^{註14}。

至於Fannie Mae與Freddie Mac事件的近因可溯自2007年第3季開始出現虧損，同年11月21日Freddie Mac宣布其房貸及信用保險部位的損失超過20億美元，導致當日股價暴跌28.7%，Fannie Mae亦重挫24.8%。2008年5月6日Fannie Mae公布第1季虧損21.86億美元，並預期房市危機加劇。在上述期間內Fannie Mae與Freddie Mac均頻頻宣稱需要增資以符合最低資本需求規定。2008年7月10日前聖路易聯邦準備銀行總裁William Poole表示，Fannie Mae與Freddie Mac因持有次級房貸

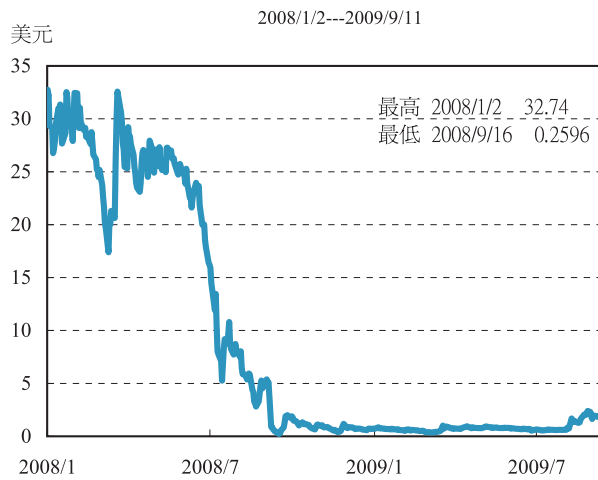
的損失已超過110億美元，Freddie Mac的淨值已為負56億美元，Fannie Mae的淨值亦僅為122億美元，Fannie Mae與Freddie Mac若非國會立法承諾提供援助，已形同破產，造成兩者股價大跌下挫15%(圖3-4及圖3-5)，並波及美國股市全面下跌。

圖3-4 美國Fannie Mae股價變動



資料來源：Bloomberg。

圖3-5 美國Freddie Mac股價變動



資料來源：Bloomberg。

(三) 政府紓困情形

美國政府基於Fannie Mae與Freddie Mac具半官方性質、為房貸資金的主要供應單位、受金融機構及外國央行投資青睞、債務高達5.3兆美元及全球金融穩定^{註15}的綜合考量，若其不幸倒閉，將使美國的房屋市場雪上加霜。為避免Fannie Mae與Freddie Mac危機個案拖累美國前已對房屋市場復甦所作的努力，及升高金融危機的嚴重性，美國財政部與Fed於2008年7月13日緊急協商解救Fannie Mae與Freddie Mac的紓困措施，美國當時財長Henry M. Paulson宣布將提案增加財政部對該兩家機構的支援，並由Fed提供其貼現窗口融通資金^{註16}，以因應兩家機構所面臨財務與籌資的危機。國會最後於7月26日通過紓困措施。9月7日財長在Fannie Mae與Freddie Mac資本水位過低之別無選擇情形下，再度緊急宣布美國史上最大的Fannie Mae與Freddie Mac監管案^{註17}，此紓困案的最大贏家當屬大多數金融機構及外國央行，而最大輸家則是Fannie Mae與Freddie Mac的股東^{註18}與美國納稅人。茲分別說明美國政府對Fannie Mae與Freddie Mac的紓困措施如下：

1. 2008年7月13日的拯救房市與主要紓困措施

(1) 財政部提供Fannie Mae與Freddie Mac融資額度無上限規定，必要時可收購該兩家機構之股票。

(2) 聯邦住房管理局(Federal Housing Administration, FHA)提供3,000億美元的30年期再融資保證，協助40萬房貸戶重新修改貸款條件，取得新的房貸資金。

(3) 150億美元的購屋減稅方案。首次購屋者最高可享受7,500美元所得稅扣除額，共計15億美元扣除額可供使用。

(4) Fannie Mae與Freddie Mac可購買與FHA承保的房貸上限調高為每戶62.5萬美元。

(5) 提供39億美元予受災重建地區的地方政府，用於購買或協助處理法拍屋。

(6) 美國國債上限增加8,000億美元為10.6兆美元。

(7) 設立新的監督機構監管Fannie Mae與Freddie Mac未來營運，並限制其主管薪酬。

(8) Fed擔任Fannie Mae與Freddie Mac顧問，監督其資金流向，必要時，Fed亦可對Fannie Mae與Freddie Mac重設資本條件。

2. 2008年9月7日監管Fannie Mae與Freddie Mac之措施

(1) 由美國聯邦住宅金融局(Federal Housing Finance Agency, FHFA)擔任監管人，期間兩年直至2010年9月止，FHFA將承擔監管期間的Fannie Mae與Freddie Mac損失。

(2) 財政部與FHFA將購入年利率10%的Fannie Mae與Freddie Mac特別股各10億美元，權利優先於既有的普通股與特別股股東，並可視情況增加至1,000億美元，以提供其營運資金。

(3) 財政部與FHFA取得Fannie Mae與Freddie Mac普通股的認股權證，有權以象徵性的1美元，

成為新架構下該兩家機構的最大股東，持股比率為79.9%。

(4) Fannie Mae與Freddie Mac的普通股與特別股持續在紐約證交所掛牌交易，但其股東必須自行吸收政府接管前的損失。監管期間暫不發放既有的普通股與特別股股利。

(5) 財政部承諾保障主順位債權人的權益。

(6) 財政部將透過Fed提供Fannie Mae與Freddie Mac必要的貼現窗口資金援助，無金額上限。

(7) 財政部將於2009年12月31日以前買進Fannie Mae與Freddie Mac擔保發行之證券化商品，金額為50億美元，必要時，視情況持續增加。

(8) 2010年以前Fannie Mae與Freddie Mac可將抵押房貸資產(mortgage portfolio)規模擴充至8,500億美元，2010年起該兩家機構的抵押房貸資產規模將依每年10%速度縮減，直至其規模縮小為2,500億美元為止。

四、美國雷曼兄弟控股公司 (Lehman Brothers Holdings Inc.)

(一) 個案背景

1. 簡介

雷曼兄弟成立於1850年，主要業務包括證券與債券交易、市場研究、投資管理、私募基金及私人銀行等，係美國的主要公債交易商，亦為美國第四大投資銀行，曾被美國財富雜誌選為財富500強之公司之一。環球總部設於美國紐約，地區總部則設於倫敦及東京。

2. 資金來源與運用

表3-4顯示2007年11月30日(會計年度)雷曼兄弟的資金來源與運用。資金來源面，短期擔保資金來源(包括附買回RP、證券質借、出售再

買回證券)所占比重最高，達70.61%，其中附買回RP占26.30%；短期無擔保資金來源(包括發行商業本票及長期債務憑證等)所占比重為4.06%。加計短期擔保及無擔保後之總短期資金來源占74.67%。資金運用面，主要包括買入有價證券(45.31%)及其他流動資產(43.59%)。買入有價證券中，以買入公司債及資產擔保證券為主；其他流動資產則以附賣回RS及融券操作持有的證券平分秋色。至於槓桿倍數方面，雷曼兄弟亦屬投資銀行，具備類似貝爾斯登之高槓桿倍數及高經營風險的特性，由2006年11月30日之26.24提高為2007年11月30日之30.73。

(二) 事件原因

雷曼兄弟事件亦可由遠因與近因加以分析。其遠因類似貝爾斯登事件，亦即貝爾斯登事件所述「投資銀行與商業銀行經濟性質類似的結構發展趨勢」，亦可用來說明雷曼兄弟金融危機事件的遠因，在附條件市場資金緊俏、債信較差擔保品不易借入附買回RP資金及客戶一窩蜂贖回之擠兌風潮影響下，導致財務抽緊，告貸無門。

就近因而言，其實雷曼兄弟因次貸風暴所承受的不良資產損失並非所有金融機構中最大者，在申請破產保護以前其現金流量亦保持正常，並未出現類似貝爾斯登的流動性危機，主要係因該公司在1998年長期資本管理公司(LTCM)危機險遭滅頂後，特別重視維持充足的流動性，其現金對股本的比率高達5倍，遠高於Goldman Sachs、Merrill Lynch及Morgan Stanley的2至3倍。其槓桿倍數在2008年上半年已降至24倍，亦低於競爭對手；再者，Fed已在貝爾斯登事件後對投資銀行提供PDCF(Primary Dealers Credit Facility)新種融通工具，雷曼兄弟向Fed借取貼現窗口資金亦無問題。

表3-4 2007.11.30雷曼兄弟之資金來源與運用

百萬美元；%

	資產			負債與淨值	
	餘額	比重		餘額	比重
買入有價證券	313,129	45.31	短期無擔保借款	28,066	4.06
美國政府公債	40,892	5.92	銀行貸款	0	0.00
外國政府公債	0	0.00	發行CP	3,101	0.45
貨幣市場工具	4,000	0.58	距到期日一年以內長期 債務憑證	16,801	2.43
公司債	112,619	16.30	其他短期借款	8,164	1.18
衍生性商品	44,595	6.45	存款	29,363	4.25
資產擔保證券	111,023	16.07	短期擔保借款	487,994	70.61
其他流動資產	301,234	43.59	附買回(RP)	181,732	26.30
附賣回(RS)	162,635	23.53	證券質借	76,299	11.04
融券*	138,599	20.06	出售再買回證券(sell/buy)	149,617	21.65
其他流動性欠佳資產	13,394	1.94	其他	80,346	11.63
應收帳款	43,277	6.26	長期負債	123,150	17.82
庫存現金	20,029	2.90	淨值	22,490	3.25
資產合計	691,063	100.00	負債與淨值合計	691,063	100.00

資料來源：Fitch。該公司會計年度截止日為11月30日。

* securities borrowed

註：槓桿倍數：2007/11/30：30.73；2006/11/30：26.24。

根據上述分析，雷曼兄弟的投資風險似非業界最大，現金流動性亦十分充足，且有Fed挹注貼現窗口資金的救援管道，何以雷曼兄弟最後在2008年9月15日不堪6,130億美元的債務負荷，走上申請破產保護之窮途末路，成為美國歷史上最大宗破產案，亦使全球經濟金融陷入一片哀戚聲中，而須出動各國政府當局與央行同時採行寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，央行甚至推出非傳統貨幣政策工具、政策利率趨近零及信用寬鬆或量化寬鬆政策等史無前例的一系列寬鬆措施，不僅留下歷史紀錄，亦改寫貨幣銀行學教科書，增加許多學習中央銀行業務的新教材。茲說明雷曼兄弟破產之主要近因如下：

1. 2008年3月貝爾斯登事件後，市場禿鷹伺機行動，點名雷曼兄弟為下一個貝爾斯登，成為空頭追殺的目標，導致雷曼兄弟股價於3月14日下跌15%，3月17日早盤續暴跌38%。3月中旬以

來雷曼兄弟一直是市場盛傳地雷股的對象。

2. 雷曼兄弟執行長昧於現實，作繭自縛，認為該公司可以度過難關，亦深信政府一定會援例出手相救，甚至一度稱該公司考慮轉型為銀行控股公司，最後功敗垂成^{註19}。

3. 雷曼兄弟的CDO部位不大，但卻是全球最大的MBS承銷商，2007年一共承銷約1,100億美元的MBS，市占率約9%，相當於花旗與美林的總和。隨著次貸風暴愈演愈烈，雷曼兄弟的資產品質急劇惡化，大規模清理MBS壞帳所產生的虧損嚴重侵蝕資本，而必須立即加以補充資本，但市場卻普遍認為雷曼兄弟的資產壞帳是一個無底洞。

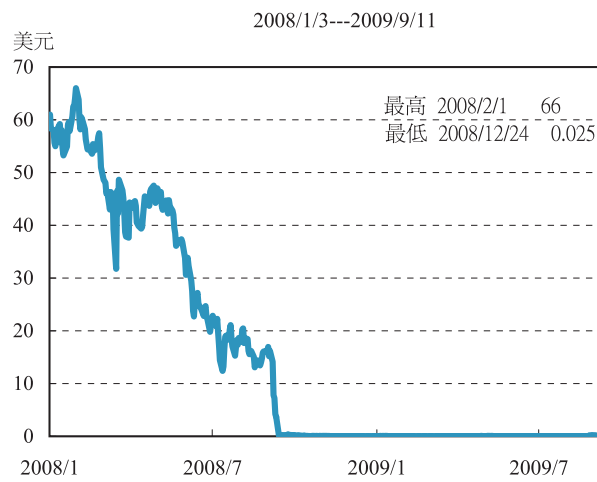
4. 雷曼兄弟直接投資商業不動產，不幸的是，商業不動產市場低迷不振，不動產壞帳金額龐大，亦屬雷曼兄弟財務危機的主因。

5. 雷曼兄弟在處理與次貸有關資產的管理策

略不當，誤失自救時機。當美林以2.2折出脫面值330億美元的債券自我紓困時，雷曼兄弟的管理階層卻在急須出售資產補充資本的緊要關頭仍心存幻想，與投資者討價還價，僵持不下，而自毀救援時機，最後願以85折出售持有的MBS時，市場卻早就認為雷曼兄弟的資產根本不值那個價錢。

6. 市場對雷曼兄弟的無底洞損失與驕矜自持不務實的管理行為，已完全失去信心，造成股價狂瀉(圖3-6)。加上政府傾向採行併購方式解決雷曼兄弟危機，但又拒絕以貝爾斯登模式融通併購、以及與美國商業銀行的併購談判破裂^{註20}等種種致命因素，而使雷曼兄弟不得不走上破產保護之路。

圖3-6 美國雷曼兄弟股價變動



資料來源：Bloomberg。

(三) 政府紓困情形

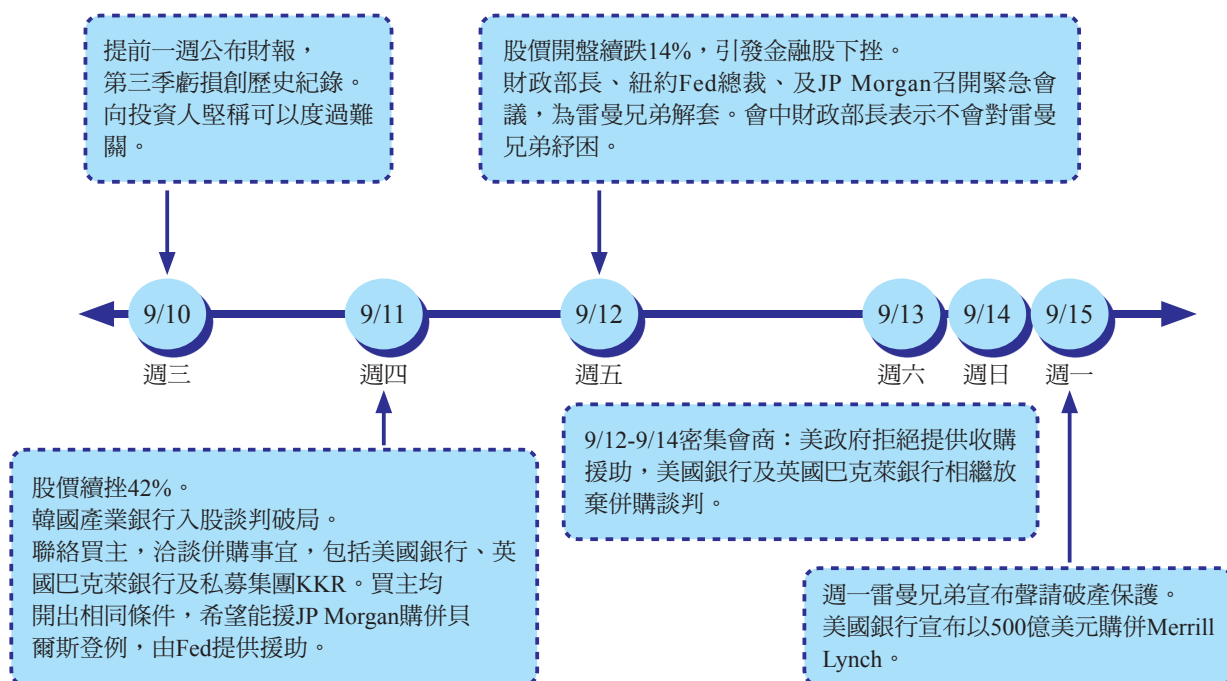
雷曼兄弟倒閉是美國歷史上最大宗的破產案，不僅震驚美國，亦席捲全球，造成美國及全球主要國家之股價連續下挫，貨幣市場資金更加抽緊，而投資雷曼兄弟結構型債券所造成之損失難以估計，其高度不確定性，導致全球金融市場人人自危，瀰漫一股更緊張的氣氛，對市場的破壞力實不容小覷。

雷曼兄弟破產以前，Fed與財政部亦曾援貝爾斯登模式，私下介入協調美國商業銀行與雷曼兄弟商談併購事宜，雙方談判失敗後美國商業銀行轉向併購Merrill Lynch。當時市場普遍不認為Fed會再度採貝爾斯登模式救援雷曼兄弟，而承擔資產損失；輿論亦希望Fed尊重市場機制，讓收購雙方自主談判，反而讓Fed與財政部在處理雷曼兄弟危機個案時面臨投鼠忌器、進退兩難局面，最後基於(1)雷曼兄弟已可由Fed取得貼現窗口資金；(2)政府紓困貝爾斯登及Fannie Mae與Freddie Mac，已遭致兩黨議員批評，美國前財長Henry M. Paulson稱他已被封為「紓困先生(Mr. Bailout)」，他不能再做一次^{註21}，決定不再浪費納稅人的錢^{註22}(no-taxpayer-money-for -Lehman)；(3)若繼續紓困，不知後續還有多少急須紓困案件等主要理由，決定不再對雷曼兄弟提供金援。不僅全球市場錯愕，亦使金融危機邁入新的混亂階段，信用緊縮加劇，信用違約交換市場更為混亂，掀起投資銀行業重整^{註23}與商業銀行新的倒閉潮，最後導致全球經濟衰退。2008年9月中旬週末對雷曼兄弟而言，堪屬煎熬難耐的週末(圖3-7)。

美國政府紓困政策大逆轉，同年3月及9月初才信誓旦旦分別紓困貝爾斯登及Fannie Mae與Freddie Mac，9月中旬卻拒絕紓困雷曼兄弟，此事件不僅引發全球股市重挫，亦引起全球熱烈討論，贊成與反對的聲音各據山頭，其功過是非有待歷史加以驗證，但可以確認的事實是，雷曼兄弟破產後，似乎沒有一家金融機構是安全的，其對全球經濟金融不利衝擊的嚴重程度，是美國政府決策前始料未及的。

有趣的是，Fed及財政部事後皆對拒絕紓困雷曼兄弟的決策提出反辯。理事主席Ben S.

圖3-7 雷曼兄弟煎熬的週末(2008年9月12日至14日)



Bernanke事後在2008年10月接受訪問時稱，若國會能迅速賦予財政部及Fed權力，如能更早擬定問題資產紓困計畫(Troubled Assets Relief Program, TARP)，則他們不會讓雷曼兄弟倒閉；另一方面，2009年1月當時財長Henry M. Paulson接受訪問時亦稱，在2008年9月他們不想說國王沒有衣服，不能說出主管當局的權力不足以營救雷曼兄弟的實情^{註24}。私募基金投資人George Soros甚至稱，美國政府主管當局為化解紓困大型金融公司構成的道德風險，而令雷曼兄弟倒閉的決策是一種悲劇性的錯誤，之後危機加重也驗證是如此。特別是，讓雷曼兄弟倒閉，證明大家根本無法判斷危機有多大，其實破產數週前雷曼兄弟才募資65億美元，卻在數週後宣告破產，顯示大家對真實情況完全估算錯誤。

2008年9月真是多事之秋，相關事件值得加以說明如下：

1. 9月15日屬美國五大投資銀行的美林證券被美國銀行併購。

2. 9月16日大型共同基金Reserve Primary Fund因披露該基金持有雷曼兄弟的債券，導致其股價下跌至1美元以下，基金贖回潮擴大，金融危機進一步惡化。9月18日的資料顯示，機構投資者要求賣出的交易訂單高達5千億美元，占市場總市值4兆美元的10%以上。

3. AIG亦遭禿鷹空頭狙擊，9月16日AIG向美國政府要求紓困。

4. 9月21日美國五大投資銀行倖存的兩家投資銀行高盛證券與摩根史坦利，向Fed申請轉型為銀行控股公司，轉型後可享有Fed的融資管道，但也受到較多的監理管制。

五、美國國際集團(American International Group, AIG)

(一) 個案背景

1. 簡介

AIG係一家國際金融集團，成立於1919年，主要從事保險與金融服務，總部設在紐約，地區總部分別設在巴黎、倫敦及香港。2008年Forbes

雜誌票選2000大跨國企業名單中，AIG排名第18大，年營業額高達1,000多億美元。

AIG最先成立於上海，創辦人Cornelius Vander Starr係首位將保險概念植入中國上海的西方人，起初只提供火險與水險業務。由於中日戰爭爆發，Starr將公司總部由上海遷往美國紐約，1969年AIG在美國上市。AIG的全球業務分布在130多個國家及地區，業務範疇由保險業務擴展至其他金融服務，包括退休基金、資產管理、租賃及相關投資等金融服務。

2. 資金來源與運用

表3-5顯示2007年12月31日AIG的資金來源與運用。資金來源面，以保單持有人依合約規定繳交之保險費存款最高，占24.37%，次為長期借款占15.36%。其他負債(24.47%)中，主要包括獨立帳戶(7.42%)及應付融券(7.73%)。資金運用面，以買入有價證券為大宗，占44.37%，其中絕大多數為買入固定到期日債券。其他資產(19.45%)中，主要包括獨立帳戶(7.42%)。AIG的槓桿倍數，2007年底及2006年底分別為11.07及9.63。

表3-5 2007.12.31 AIG之資金來源與運用

百萬美元；%

	資產			負債與淨值	
	餘額	比重		餘額	比重
買入有價證券	470,581	44.37	損失準備	85,500	8.06
固定到期日	428,935	40.45	壽險、意外險、健康保險合約的未來保單收益	136,068	12.83
股票	41,646	3.93	保單持有人的合約存款***	258,459	24.37
應收抵押貸款	33,727	3.18	金融服務負債****	49,124	4.63
金融服務資產*	161,817	15.26	發行CP	13,114	1.24
融券**	75,662	7.13	長期借款	162,935	15.36
其他投資	58,823	5.55	其他負債	259,504	24.47
短期投資	51,351	4.84	淨值	95,801	9.03
其他資產	206,260	19.45			
庫存現金	2,284	0.22			
資產合計	1,060,505	100.00	負債與淨值合計	1,060,505	100.00

資料來源：該公司網站。

* financial services assets；** securities lending；*** policyholders' contract deposits；**** financial services liabilities.

註：槓桿倍數：2007/12/31：11.07；2006/12/31：9.63。

(二) 事件原因

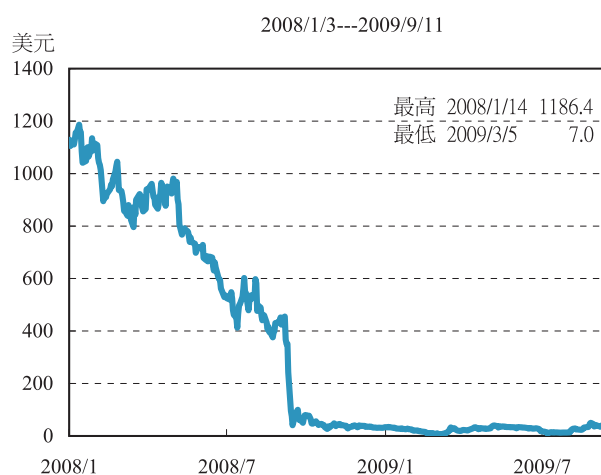
AIG事件的遠因與其倫敦子公司「AIG財務產品公司(AIGFP)」有關，只有377名員工之倫敦子公司其實是拖垮擁有11.6萬名員工之全球最大保險集團的罪魁禍首，是導致AIG財務危機的根源。倫敦子公司靠信用違約交換(CDS)之衍生性金融商品異軍突起^{註25}，其營收占AIG總營收之比

重由20年前之4.2%升至2005年之17.5%，長久以來成為AIG的金母雞。但好景不長，隨著次貸風暴波及CDO市場，亦同時使倫敦子公司承受鉅額虧損，其虧損最終由母公司AIG負責，如AIG已承受倫敦子公司2007年第3季的虧損3.52億美元，而2008年9月的財報更顯示倫敦子公司的損失估計達250億美元，導致AIG股價暴跌。

AIG事件的近因則與次貸風暴後貝爾斯登、Fannie Mae與Freddie Mac及雷曼兄弟等一連串危機事件有關。2008年3月發生貝爾斯登瀕臨破產被併購事件後，市場禿鷹即不斷出擊，尋找空頭追殺目標，市場並謠傳誰是下一個破產或被併購的對象，雷曼兄弟、美林、花旗及AIG等都是禿鷹鎖定的箭靶，不幸先後中箭落馬，其中雷曼兄弟於9月15日宣布破產，美林為美國銀行所收購，花旗於11月間成為政府紓困對象，AIG也於9月16日起成為政府必須救援的對象。

2008年9月16日以前，AIG資金吃緊搖搖欲墜的耳語不斷瀰漫市場，並被點名為下一個雷曼兄弟，造成該公司股價於9月12日暴跌近1/3，9月15日再度下跌50%。9月16日信評機構調降AIG評比則不幸成為公司危機的引爆點，導致銀行爭先恐後向AIG催討債權，進而使公司資金愈發緊俏，公司股價由一年來的高點70.13美元，慘跌至當日之1.25美元，跌幅達95%(圖3-8)，2008年上半年的虧損亦超過132億美元。事實上，9月14日AIG為增加資本宣布考慮出售其國際租賃金融公司之際，Fed即已著手評估AIG對系統安定的衝擊。總括而言，AIG的危機除來自市場禿鷹嗜血狙擊外，其本身承作衍生性金融商品之信用違約交換

圖3-8 美國AIG股價變動



資料來源：Bloomberg。

(CDS)之部位太大，遭次貸危機嚴重衝擊，造成公司連三季之虧損合計達185億美元，2008年以來約8個月之市值蒸發約80%，亦屬AIG財務困境的主因。市場禿鷹加上CDS虧損，雙雙導致AIG在雷曼兄弟破產第二天向美國政府告急。

(三) 政府紓困情形

美國政府在2008年9月中旬，為解除金融危機及維持金融穩定，疲於奔命，頻頻開會商討紓困措施，其紓困政策卻也急轉彎兩次，一開始救援貝爾斯登及Fannie Mae與Freddie Mac，9月中旬則拒絕援助雷曼兄弟，但事隔一天，又態度逆轉相救AIG。此種前後不一致，沒有標準作業模式的紓困措施，縱然美國政府發表官方說辭，但也讓全球跌破眼鏡，眼花撩亂，全球市場更是亂了方寸，而讓實質經濟付出嚴重衰退的慘痛代價。

美國政府屋漏偏逢連夜雨，在雷曼兄弟倒閉，政府處理危機方式飽受抨擊之際，AIG又告急。或許受到雷曼兄弟事件的影響，美國政府的紓困政策不得不急轉彎，主要係因(1)AIG資產規模(數千億美元)太大，較雷曼兄弟尤大，全球性的金融地位非比尋常。(2)AIG代表美國的國家利益，等同美國價值。(3)AIG擔任投資銀行承銷RMBS、CDO等結構型商品的保證人，其相關部位之虧損相當嚴重。(4)AIG是流動性問題，而非償債能力問題，技術上可援引聯邦準備法第13條第3款進行救援。因此，若任由AIG倒閉，將對美國財政、金融及全球金融造成難以估計的衝擊。

Fed與財政部對AIG的紓困措施如下：

1. 2008年9月16日：Fed依據聯邦準備法第13條第3款，授權紐約聯邦準備銀行提供AIG 850億美元二年期融通資金，貸款利率為三個月期Libor加850個基本點，並以認股權證取得AIG 79.9%^{註26}的股權，並有權拒絕AIG發放公司股利或股息。

該項貸款以AIG及其分支機構所有資產為擔保，並將以出售該公司部分營運單位為還款來源。

2. 2008年11月10日：Fed宣布重整對AIG的救援計畫，成立兩家有限負債的特殊目的公司ML(Maiden Lane) II LLC及ML III LLC，紐約聯邦準備銀行對該兩家公司提供融通，協助ML II LLC由AIG的保險子公司收購RMBS，ML III LLC則向AIG金融商品子公司的特定交易對手收購同時包含多種債權之多部門擔保債權憑證(Multi-sector CDO)。

3. 2008年11月25日：紐約聯邦準備銀行開始融通ML III LLC，融通上限為300億美元，利率依一個月期Libor利率加100個基本點(當時利率約2.9%)，期限6年，必要時可斟酌延長。

4. 2008年12月12日：紐約聯邦準備銀行開始融通ML II LLC，融通上限為225億美元，利率依一個月期Libor利率加100個基本點(當時利率約2.6%)，期限6年，必要時可斟酌延長。

5. 2009年3月2日：財政部與Fed共同宣布重整對AIG的援助計畫，以保障納稅義務人，開始區隔AIG的非核心業務，並特別增強該公司的資本與流動性，以強化公司財務。主要重整計畫包

括：

(1)400億美元特別股權交換：財政部將其所持有400億美元AIG的可累積股息優先股轉換為AIG新發行不可累積股息的優先股。

(2)300億美元股權資本承諾：財政部公布新股權資本融通機制，將由TARP提撥300億美元，挹注AIG資本，以交換AIG額外發行之不可累積股息優先股。

(3)Fed提供循環融通機制：設立兩家特殊目的公司，持有AIG兩家壽險子公司ALICO與AIA之所有股權，Fed成為兩家特殊目的公司之優先股東，藉以償還最多260億美元的融通額度。另授權紐約聯邦準備銀行融通85億美元予AIG國內壽險公司成立之SPV，藉以償還融通額度，SPV以特定保單淨現金收入償還貸款。前兩項措施原融通額度為600億美元，後來調降為250億美元，利率為3個月期Libor加碼300個基本點，但刪除Libor之3.5%底限。

(4)發行可轉換特別股：AIG同意於2009年3月4日新發行可轉換優先股，約當77.9%之AIG普通股，置於美國財政部為單一受益人之獨立信託帳戶下。

參、結論

隨著全球主要金融機構獲利好轉及股市回溫，由美國次貸危機引發之全球金融大海嘯似已有觸底的跡象，本年9月中旬投資大師Warren Edward Buffett亦稱「經濟珍珠港事變」已經觸底還沒反彈，Fed理事主席Ben S. Bernanke則稱衰退很可能已結束，前理事主席Alan Greenspan更大膽預言半年內經濟良好，2010年Fed會有通膨壓力；國際貨幣基金本年以來亦不斷上修2010年

經濟成長預測值。但摩根史坦利亞洲主席則不樂觀，直言美國經濟可能再陷入衰退，哈佛大學經濟學教授Martin Feldstein亦於本年7月初表示美經濟呈W型復甦，2010年初恐面臨第2階段衰退。

本文由英國北岩銀行、美國貝爾斯登、Fannie Mae與Freddie Mac、雷曼兄弟及AIG五大重要危機事件進行個案分析後發現，五大個案均與美國次貸風暴難脫關係，但真正使金融危機迅

速擴散蔓延至海外各國的主要原因，首推房貸證券化過程及後續之衍生性金融商品市場，在財務菁英創新難懂商品，及人性貪婪不顧高風險追求高報酬之情況下，逐漸種下危機種子，蓄積危機能量，終至爆發難以收拾，而市場禿鷹的策略性空頭狙擊，則讓百年老店的金融機構毀於一旦，使金融危機更加嚴重，特別是雷曼兄弟在黑色九月宣告破產保護之後，全球股市齊聲下挫，將已搖搖欲墜的金融危機帶入更深層谷底。

五大個案之性質雖不盡相同，但其經驗與教訓足為未來的殷鑑與警惕，本次金融危機凸顯(1)基金一窩蜂贖回之類似擠兌行為較諸存款擠兌尤為嚴重；(2)傳統的金融監理架構跟不上金融體系變遷，亟待改革；(3)應建立退場機制，解決長期困擾的「太大不能倒」的監理迷思；(4)美國政府紓困反覆無常，應有一致性紓困標準；(5)央行應有維持金融穩定的法源基礎；(6)貨幣政策策略全球化的發展趨勢；(7)央行金融監理的重要性再度浮上檯面；(8)各國政府有必要加強對市場禿鷹

的管理。此外，美國於危機一開始嚴重低估金融危機的嚴重性及疏於正確釐清金融機構的損失，則好比不斷輸血給內出血不止的病患，亦屬紓困措施不易發揮效果的主要原因。

與往昔的危機比較，各國政府及央行為紓解本次金融危機，所採行的措施及付諸的努力，其規模、頻率及跨國合作模式均前所未見，而央行資產負債表急遽擴張及政府赤字無限上綱，則在在顯露對未來通貨膨脹的隱憂。為免重蹈經濟大蕭條時期Fed太早退場，扼殺經濟復甦力道的慘痛經驗，各國央行雖已陸續著手研擬退場策略，但皆直言退場速度不會太快。歷史紀錄顯示，人類本性會讓金融危機一再重演，輿論亦抨擊本世紀金融紓困措施已埋下下次危機種子，而各國應否限制肥貓的薪酬，及立法限制金融機構的規模，以免陷入「太大不能倒」或「太錯綜複雜不能倒」的監理迷思等，則已成為各國金融改革的熱門議題。

附錄3-1 英國北岩銀行大事紀

日期	主要內容
2007.8.13	<ul style="list-style-type: none"> ● 北岩銀行告知金融監理局(FSA)該行流動性嚴重不足，需要協助。 ● 北岩銀行在美國次貸的直接及間接曝險部位僅2.75億英鎊，但因同拆市場緊俏，無法透過發行短期商業本票籌措資金而告急。
2007.8.16	<ul style="list-style-type: none"> ● 財政部、FSA及英格蘭銀行評估認為由一家銀行接管會比較好。
2007.8.22	<ul style="list-style-type: none"> ● 財政部、FSA及英格蘭銀行聯合成立北岩銀行危機處理專案小組。
2007.9.10	<ul style="list-style-type: none"> ● 北岩銀行宣稱與英國第四大房貸暨第五大銀行Lloyds TSB之併購談判破裂。
2007.9.12	<ul style="list-style-type: none"> ● 英格蘭銀行總裁在財政委員會報告說明道德風險的辯解。
2007.9.13	<ul style="list-style-type: none"> ● 北岩銀行向英格蘭銀行申請緊急融資，但核准消息外洩，造成次日發生存款擠兌。
2007.9.14	<ul style="list-style-type: none"> ● 存款擠兌，英格蘭銀行緊急融通北岩銀行130億英鎊。 ● FSA重申，北岩銀行有償債能力，可以繼續營業。
2007.9.15	<ul style="list-style-type: none"> ● 存款擠兌。
2007.9.17	<ul style="list-style-type: none"> ● 英國財政部宣布保障銀行9月19日以前存款戶的權益。 ● 存款擠兌停止。
2007.10.1	<ul style="list-style-type: none"> ● 財政部修改存款保險上限，由原先之31,700英鎊提高為35,000英鎊。
2007.10.9	<ul style="list-style-type: none"> ● 擴大存款保障，包括9月19日以後的存款，存款保險上限正式提高為35,000英鎊。 ● 英格蘭銀行緊急融通北岩銀行30億英鎊。
2007.10.16	<ul style="list-style-type: none"> ● 英格蘭銀行說明拒絕Lloyds TSB申請優惠融通的理由。
2007.10.26	<ul style="list-style-type: none"> ● 英格蘭銀行緊急融通北岩銀行50億英鎊。
2007.11.01	<ul style="list-style-type: none"> ● 英格蘭銀行緊急融通北岩銀行20億英鎊。
2007.11.06	<ul style="list-style-type: none"> ● 尋求買主及進行重整。
2008.2.21	<ul style="list-style-type: none"> ● 英國議會批准將北岩銀行國有化。

資料來源：作者整理。

附錄3-2 美國貝爾斯登公司大事紀

日期	主要內容
2007.6.20	● Bear Stearns提案對旗下兩檔主要投資於次級房貸抵押擔保債券連結之擔保債權憑證(CDO)的對沖基金進行紓困32億美元。美林證券欲處分擔保品取回8.5億美元貸款，但拍賣過程卻乏人問津。
2007.6.27	● Bear Stearns停止上述兩檔基金的贖回。
2007.7.17	● Bear Stearns於6月20日提案紓困之兩檔基金之淨值虧損超過90%，Bear Stearns宣布不再金援，投資人損失約16億美元。
2007.7.31	● Bear Stearns 6月20日提案紓困的兩檔基金申請破產保護。
2007.12.20	● Bear Stearns宣布該公司84年來首度的單季損失(8.54億美元)，其中19億美元用於打銷房貸控股公司的壞帳。
2008.1.30	● S&P表示調降或考慮調降MBS評比，其中不乏由Citigroup、Lehman Brothers、Bear Stearns、Merrill Lynch等投資銀行承銷者。S&P亦考慮調降CDO評等，部分CDO與MBS連結。S&P表示調降評等對金融機構補提資產減損所帶來的損失預估高達2,650億美元。
2008.3.11	● Bear Stearns因對Carlyle Capital的附條件交易金額龐大，而Carlyle Capital宣布資產清算以後，投資人評估Bear Stearns對於Carlyle Capital的債權收回無望，紛紛中止與Bear Stearns的資金往來，3/11起當週之贖回金額高達170億美元，迫使Bear Stearns向其主要清算銀行JP Morgan及Fed求援。
2008.3.13	● Bear Stearns通知Fed及財政部，稱該公司的資金部位嚴重惡化，若無法獲得其他資金來源，該公司將於次日進行破產申請。
2008.3.14	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed與財政部緊急會商後，同意由JP Morgan對Bear Stearns提供融通。 ● Fed主席Ben S. Bernanke依據聯邦準備法第13條第3款：Fed有權在異常緊急的情況下，經由聯邦準備理事會之五位理事投票通過，以非特定擔保品之擔保方式對個人、合資企業與公司提供資金融通。 ● 但因當時只有四位理事可以現場投票，而Bear Stearns又不屬銀行，在當時仍無法使用貼現窗口融通。Fed為避免直接對Bear Stearns金援，最後決定由紐約聯邦準備銀行，透過JP Morgan銀行以間接方式，對Bear Stearns提供back to back融資，貸款期限由原先的28天縮短為2天，並要求JP Morgan銀行洽談Bear Stearns的併購事宜。 ● JP Morgan銀行宣布以每股2美元收購Bear Stearns，遠低於3/14 Bear Stearns每股近30美元的市價，亦低於市場估算的每股20美元。JP Morgan以近乎破產的低價收購Bear Stearns，引發全球約45兆美元的CDS市場激烈震盪，CDS市場規模約為美國股市市值的兩倍。
2008.3.16	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed同意提供300億美元短期資金，襄助JP Morgan收購Bear Stearns，並以Bear Stearns的資產作為擔保品。 ● Fed緊急宣布下列措施，以因應Bear Stearns所引發之市場激烈震盪： <ul style="list-style-type: none"> ● 自3/17起調降貼現率1碼至3.25%，貼現率與聯邦資金利率目標之差距由50個基本點降為25個基本點，貼現窗口主要融通期限由最長30天延長為90天。 ● 宣布主要交易商融通機制(Primary Dealer credit Facility, PDCF)，對主要交易商供應隔夜貼現窗口融通，合格擔保品包括公司債、市政債券、MBS、ABS、Tri-Repo。自3/17起PDCF至少持續6個月，並視情況延長，其利率與主要融通利率同為3.25%。 ● Fed核准JP Morgan與Bear Stearns間的融資協議。
2008.3.24	<ul style="list-style-type: none"> ● JP Morgan宣布因Bear Stearns董事會認為收購價格過低，而將收購價格由每股2美元調高為10美元。 ● 根據Fed與JP Morgan的最新協議，Fed將承擔290億美元Bear Stearns的抵押擔保債券與其他投資組合的損失。 ● 紐約聯邦準備銀行特別設立以Bear Stearns 300億美元資產構成之特殊目的公司Maiden Lane LLC，紐約聯邦準備銀行提供年息3.25%的290億美元予該特殊目的公司，JP Morgan僅需投入10億美元於該公司，即可取得300億美元資產。未來該300億美元資產處分後，優先償付紐約聯邦準備銀行提供的貸款利息，若有剩餘時，JP Morgan可取回原先投資之10億美元，超過部分的受益權由Fed保留。
2008.7.7	● Fed與SEC簽署備忘錄，強化雙方資訊交換與合作，期能更善盡職責。

資料來源：作者整理。

附錄3-3 美國Fannie Mae與Freddie Mac大事紀

日期	主要內容
2007.8.22	● Lehman Brothers宣布旗下次級房貸金融子公司BNC Mortgage(全美排名前20)停止營業。
2007.11.21	● Freddie Mac宣布其房貸及信用保險部位的損失超過20億美元，當日股價暴跌28.7%，Fannie Mae亦重挫24.8%。Freddie Mac稱可能需要增資以符合最低資本需求規定。
2007.12.5	● Fannie Mae宣布發行新股增資70億美元，並削減股利30%。
2008.1.18	● 布希政府提出1,500億美元經濟振興方案，並意圖調低Fannie Mae與Freddie Mac的最低資本公積比率，讓Fannie Mae與Freddie Mac可以自市場買入更多房貸。
2008.2.14	● Freddie Mac將暫時限制房貸保險公司如PMI、MGIC、Radian等不得將每筆保單保費的25%以上資金用來購買再保險，藉以強制房貸保險公司留置更多現金於償付房貸違約的保險支出。
2008.5.6	● Fannie Mae公布第1季虧損21.6億美元，並預期房市危機加劇。
2008.7.7	● Lehman Brothers的分析師指出，若實施新會計準則，Fannie Mae與Freddie Mac因持有與保證發行之住宅用房貸抵押擔保債券(RMBS)規模估計約5.4兆美元，必須增資75億美元，才能符合最低資本適足率規定。
2008.7.10	● 前聖路易聯邦準備銀行總裁William Poole表示，Fannie Mae與Freddie Mac因持有次級房貸的損失已超過110億美元，Freddie Mac的淨值已為負56億美元，Fannie Mae的淨值亦僅為122億美元，Fannie Mae與Freddie Mac若非國會立法承諾提供援助，已形同破產，造成其股價大跌下挫15%。
2008.7.13	● 美國當時財長Henry M. Paulson宣布將提案增加財政部對GSE的支援，調高財政部可貸予Fannie Mae與Freddie Mac之上限22.5億美元，必要時財政部可提供無上限的貸款額度，並可無限制收購GSE流通在外的股票，以因應Fannie Mae與Freddie Mac所面臨財務與籌資的危機。由Fed提供Fannie Mae與Freddie Mac貼現窗口融通資金。 ● Fed授權紐約聯邦準備銀行在必要時提供Fannie Mae與Freddie Mac貼現窗口融通資金。
2008.7.26	● 美國國會通過Fannie Mae與Freddie Mac紓困案： ● 財政部提供Fannie Mae與Freddie Mac融資額度無上限規定，必要時可收購兩家機構股票。 ● FHA提供3,000億美元的30年期再融資保證，協助40萬房貸戶重新修改貸款條件，取得新的房貸資金。 ● 150億美元的購屋減稅方案。首次購屋者最高可享受有7,500美元所得稅扣除額，共計15億美元扣除額可供使用。 ● Fannie Mae與Freddie Mac可購買與FHA承保的房貸上限調高為每戶62.5萬美元。 ● 提供39億美元予受災重建地區的地方政府，用於購買或協助處理法拍屋。 ● 美國國債債上限增加8000億美元為10.6兆美元。 ● 設立新的監督機構監管Fannie Mae與Freddie Mac未來營運，並限制其主管薪酬。 ● Fed將擔任Fannie Mae與Freddie Mac顧問，監督其資金流向，必要時，Fed亦可對其重設資本條件。 ● 財政部粗估拯救Fannie Mae與Freddie Mac約需250億美元，在2009年12月以前動用此金額之機率低於50%。
2008.8.8	● Fannie Mae宣布該公司第2季虧損23億美元，調降股利發放。該公司表示正面臨70年來最大的房貸違約危機。
2008.9.7	● 美國當時財長包爾森表示在Fannie Mae與Freddie Mac資本水位過低之別無選擇情形下，緊急宣布美國史上最大的Fannie Mae與Freddie Mac監管案： ● 由FHFA擔任監管人，期間兩年至2010年9月止，FHFA將承擔監管期間的Fannie Mae與Freddie Mac損失。 ● 財政部與FHFA將購入年利率10%的Fannie Mae與Freddie Mac特別股各10億美元，權利優先於既有的普通股與特別股股東將可視情況增加至1000億美元，以提供其營運資金。 ● 財政部與FHFA取得Fannie Mae與Freddie Mac普通股的認股權證，有權以象徵性的1美元，成為新架構下兩家機構的最大股東，持股比率為79.9%。 ● Fannie Mae與Freddie Mac的普通股與特別股持續在紐約證交所掛牌交易，但其股東必須自行吸收政府監管前的損失。監管期間暫不發放暨有的普通股與特別股股利。 ● 財政部承諾保障主順位債權人的權益。 ● 財政部將透過Fed提供Fannie Mae與Freddie Mac必要的貼現窗口資金援助，無金額上限。 ● 財政部將於2009/12/31以前買進Fannie Mae與Freddie Mac擔保發行之證券化商品，金額為50億美元，必要時，視情況持續增加。 ● 2010年以前Fannie Mae與Freddie Mac可將抵押貸款資產規模擴充至8500億美元，2010年起兩家機構的前述規模將依每年10%速度縮減，直至縮小為2500億美元為止。
2008.9.10	● Fannie Mae宣布出售70億美元的2年期票據予國內投資人，風險貼水較2年期公債高70個基本點，為Fannie Mae有史以來的最大聯合承銷案。

資料來源：作者整理。

附錄3-4 美國雷曼兄弟公司大事紀

日期	主要內容
2008.1.30	● S&P表示調降或考慮調降MBS評比，其中不乏由Citigroup、Lehman Brothers、Bear Stearns、Merrill Lynch等投資銀行承銷。S&P亦考慮調降CDO評等，部分CDO與MBS連結。S&P表示調降評等對金融機構補提資產減損所帶來的損失預估高達2,650億美元。
2008.4.3	● Lehman Brothers 募資40億美元，獲得3倍超額認購。
2008.6.9	● Lehman Brothers預警第2季虧損28億美元，並宣布增資60億元。
2008.6.16	● Lehman Brothers宣布第2季損失28億美元，係14年來首度單季虧損。Lehman Brothers並表示該公司已降低持有MBS部位31%至143億美元。
2008.8.20	● Lehman Brothers與韓國產業銀行(Korea Development Bank, KDB)、中國投資人中信證券(ITIC)間的山出售資產案，因Lehman Brothers要求的售價過高而停止。
2008.9.11	● Lehman Brothers宣布第3季預估損失將達39億美元，主要係因打銷78億美元信貸產品損失。Lehman Brothers將出售旗下的資產管理公司Neuberger Berman，並隔離300億美元的有毒商用不動產，成立單獨的子公司。
2008.9.13	<ul style="list-style-type: none"> ● 全球主要金融機構展開與Lehman Brothers有關的各項方案，其中美國商業銀行傳出將聯合私募基金JC Flowers與中國的主權基金中國投資公司併購Lehman Brothers。 ● 美國財政部與Fed拒絕提供資金予有意併購Lehman Brothers的機構，其理由是Lehman Brothers的情況與Bear Stearns不同： <ul style="list-style-type: none"> ● Lehman Brothers可向Fed借FDCF貼現窗口資金，Bear Stearns當時尚無PDCF工具。 ● 政府紓困貝爾斯登及Fannie Mae與Freddie Mac，已遭兩黨議員批評，當時財政部長決定不再浪費納稅義務人的錢紓困Lehman Brothers。 ● 主管當局擔心金援Lehman Brothers恐引發道德風險，迫使主管當局必須不斷救援金融機構。
2008.9.14	● Merrill Lynch因擔心遭受Lehman Brothers的波及，展開與BOA間的併購談判。BOA因政府拒絕提供Lehman Brothers金援後，退出併購Lehman Brothers行列。
2008.9.15	<ul style="list-style-type: none"> ● Lehman Brothers宣布申請破產保護，但不包括Lehman Brothers已與Barclays洽商出售之經紀部門。當日道瓊指數下跌4.4%，為911以來最大跌幅。 ● Fed提供455億美元的特別融資予Lehman Brothers的經紀部門，讓該部門得以繼續運作，並與Barclays進行併購談判。 ● 歐洲央行宣布提供300億歐元的隔夜資金，因應Lehman Brothers引發的流動性吃緊。英格蘭銀行亦宣布提供50億英鎊資金，因應緊急情況。
2008.9.21	● Barclays宣布併購Lehman Brothers的北美投資銀行、固定收益、經濟、交易與研究部門並以購入Lehman Brothers紐約總部大樓與紐澤西州的資料中心，代替Lehman Brothers償還Fed的455億美元借款。
2008.9.23	● 野村控股宣布收購Lehman Brothers的中東與歐洲業務。

資料來源：作者整理。

附錄3-5 美國國際集團大事紀

日期	主要內容
2008.2.28	● AIG宣布該公司在2007年第4季損失高達52億美元，主要係因打銷CDS部位111.2億美元。AIG並警告若房市持續疲軟，該公司的780億美元CDS部位將持續面臨嚴重損失。
2008.5.9	● AIG公布第1季虧損78.1億美元，連續第2季虧損，主要係因打銷與次貸連結之CDS91.1億美元。AIG計劃募資125億美元。信評公司調降AIG控股公司為AA-。
2008.8.7	● AIG宣布該公司第2季虧損54億美元，高於市場預期，造成當日股價重挫19.1%。
2008.9.14	<ul style="list-style-type: none"> ● AIG向Fed請求特別融通，對AIG開放貼現窗口，協助AIG因應流動性危機。 ● AIG計劃出售100億美元至200億美元的股權予私募基金，包括Kohlberg Kravis Roberts(KKR)、TPG、JC Flowers等以增強資本水位。 ● AIG的資本減損主要來自不動產與CDS，致在市場上面臨籌資困境。信評公司揚言，若AIG無法及時取得資金，將調降AIG評等。
2008.9.15	<ul style="list-style-type: none"> ● 歐洲銀行業亦透過投保AIG的CDS以降低籌資成本。在AIG請求紓困後，面臨評等調降風險，導致歐洲資金情勢異常緊俏。 ● AIG宣布與紐約州保險局達成協議，由AIG子公司提供200億美元資金協助AIG度過難關。但信評公司仍調降AIG評等，導致AIG在CDS的部位損失持續擴大，造成AIG當日股價重挫60%以上。
2008.9.16	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed宣布紓困AIG的緊急方案; ● Fed引用聯邦準備銀行法第13條第3款，緊急融通AIG850億美元，期限2年，利率為3個月期Libor加850個基本點。 ● Fed要求AIG只要出售該公司所屬的子公司或資產後取得之資金都必須優先償還850億元借款。 ● 美國政府取得AIG79.9%股權，並有權投票否決發放普通股與特別股股東股利。
2008.11.10	● Fed宣布重整對AIG的救援計畫。
2009.3.2	● 財政部與Fed共同宣布重整對AIG的援助計畫，以保障納稅義務人。

資料來源：作者整理。

附註

- (註1) Countrywide Financial宣布減少承作房貸業務。
- (註2) New Century Financial提出獲利預警。
- (註3) 放款品質良好，2007年6月底之逾期放款比率0.47%，僅為同業平均之半數。
- (註4) 2007年8月出事以前，北岩銀行抵押融資之市場占有率持續攀升，2007年上半年已達9.7%。
- (註5) 8月8日歐元地區之隔拆利率在極短時間內，由4%飆高至4.6%。
- (註6) 英格蘭銀行於2007年10月16日對外說明拒絕Lloyds TSB申請併購融通的理由。
- (註7) 2007年9月12日英格蘭銀行總裁在財政委員會報告，辯解紓困北岩銀行的道德風險。
- (註8) 金融監理局未能事前監測北岩銀行潛存的風險，擠兌事件發生後亦無法即時評估北岩危機對英國經濟金融的衝擊。金融監理局甚至於北岩銀行擠兌後，對外宣稱該行營運健全體質良好。
- (註9) 黃富櫻(2008)。
- (註10) 事實上，出事兩週前，禿鷹出擊，釋出貝爾斯登財務不佳訊息，導致華爾街投資人及相關業者蜂擁抽回銀根，使公司財務在24小時內進一步明顯惡化。
- (註11) 2007年貝爾斯登的股價最高達159美元，將被併購消息瀰漫市場後，股價由2008年3月12日之61.58美元狂跌至3月17日之4.81美元，當日盤中亦出現2.84美元的歷史低點。收購消息確定後，股價回升至5.91美元，3月24日JP Morgan提高收購價至10美元後，逐漸穩定在10美元以上。
- (註12) 1932年為因應大蕭條時期的金融危機，美國在聯邦準備法中增訂條文，授權Fed在異常且緊急情況下，得對銀行以外的金融機構、企業或個人融資。
- (註13) 彭德明(2008)。
- (註14) 彭德明(2008)。
- (註15) 1998年Fed前主席Alan Greenspan主導14家債權銀行援助長期資本公司(LTCM)，所持理由與救Fannie Mae與Freddie Mac同，均因危機個案與市場的關係太錯綜複雜，著眼於全球金融穩定的考量才加以救援。但反對者則擔心此舉會引發道德風險，反而易使金融機構缺乏風險控管與自律的誘因，而種下下次危機的種子。依目前危機個案接踵而至，政府紓困疲於奔命的紀錄觀察，往昔反對者的憂慮，果然已在Fannie Mae與Freddie Mac等事件中顯露無遺。
- (註16) Fed依據聯邦準備法第13條第3款規定，授權紐約聯邦準備銀行在必要時提供Fannie Mae與Freddie Mac貼現窗口融通資金。
- (註17) 票券金融商業同業公會(2009)。
- (註18) Fannie Mae與Freddie Mac暫時被監管兩年。
- (註19) 當時紐約聯邦準備銀行總裁Timothy F. Geithner回拒稱：No naked bank holding company，意指雷曼兄弟意圖申請轉型為銀行控股公司，但只是法律地位改變而已，該公司的經營策略根本沒有改變(David Wessel (2009))。
- (註20) 併購談判破裂的原因，主要係有意併購的買主，皆提出相同條件，希望財政部與Fed能援貝爾斯登例，提供併購融資援助，但遭財政部與Fed拒絕。另一方面，美林證券亦危在旦夕，9月13-14日之48小時內積極與美國銀行進行併購洽商，美國銀行最後以溢價收購美林證券。
- (註21) Henry M. Paulson稱 I can't do it again. 其所發表拒絕紓困雷曼兄弟的談話，新聞媒體形容他在沙中劃線，是愚蠢的行為(David Wessel, 2009)。
- (註22) 需要相當於紓困貝爾斯登的3倍資金(約900億美元)才足以紓困雷曼兄弟。
- (註23) 繼貝爾斯登及美林被併購，雷曼兄弟破產後，美國前五大投資銀行僅剩高盛與摩根史坦利兩家，最後該兩家投資銀行轉型為銀行控股公司，雄霸華爾街的美國前五大投資銀行從此成為絕響。
- (註24) David Wessel (2009)。
- (註25) 倫敦子公司AIGFP成立於1987年，其主要業務是CDS市場，向CDO持有者提供保險，保證證券在一定時間內不會違約。隨著CDO市場快速成長，其CDS業務亦突飛猛進，20年前之營收僅7.37億美元，2005年則已暴增為32.6億美元。倫敦子公司成為AIG的搖錢樹，總裁卡薩諾因此被視為AIG總裁的接班熱門人選，足見倫敦子公司在AIG的地位。遺憾的是，成也英雄，敗也英雄，小小倫敦子公司拖垮了保險巨人。

(註26) 79.9%股權是一種技術性持股比率。依規定，若美國政府持有超過80%(含)的股權，政府必須將持股公司的資產負債表併入政府的合併資產負債表內，故持股多控制在79.9%以下。

參考文獻

彭德明(2008)，「美國金融機構事件與次級房貸危機動向分析」，中央銀行國際金融參考資料第56輯。

黃富櫻(2008)，「英國北岩銀行事件對央行貨幣政策的啟示」，中央銀行國際金融參考資料第56輯。

票券金融商業同業公會(2009)，「金融風暴分析、美國政府救市計畫及其金融機構風險管理之檢討」，赴美國紐約參訪報告。

David Wessel (2009), "In Fed We Trust—Bernanke's War on the Great Panic," published by Crown Business.

(本文完稿於98年12月，作者黃富櫻為中央銀行經濟研究處研究員。)

