

逢甲大學學生報告 ePaper

報告題名：

太大不能倒：貝爾斯登

Too Big to Fall：Bear Stearns

作者：楊顯榕、紀敏萱、邱楷婷、丁奕允、高郁婷、李佳揚、王蓓萱、林宥紋

系級：財務金融學系、外國語文學系

學號：D0430712、D0480281、D0447863、D0463083、D0480234、D0462597、

D0480250、D0408061

開課老師：林昆立

課程名稱：貨幣銀行學

開課系所：財務金融學系

開課學年：105 學年度 第 2 學期

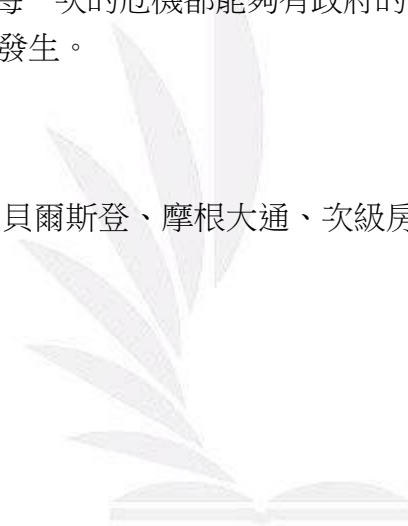
中文摘要

這份報告介紹的是 2008 年美國貝爾斯登銀行瀕臨破產的事件。從一開始的信用緊縮導致借貸困難，使貝爾斯登難以順利取得資金，又加上財務槓桿倍數增大，以及出現類似商業銀行的存款擠兌現象，因此產生金融恐慌，但真正的導火線是貝爾斯登內部兩支押注次級房屋抵押貸款債券的對沖基金因為巨額的虧損發生崩潰，公司的營運資金也發生不足，貝爾斯登就瀕臨破產的危機。

我們透過上網查詢貝爾斯登事件的始末，以及互相討論來了解每個人所查詢的金融事件背景。

貝爾斯登瀕臨破產，政府不能坐視不理，因為貝爾斯登管理著大量的客戶資產，如果倒閉了，將會使整個金融體系翻起滔天巨浪，就是所謂的「太大不能倒」，因此 Fed 透過間接融通的方式，讓摩根大通收購貝爾斯登。但是道德風險也因此產生，政府盡力救援貝爾斯登卻讓納稅人承擔風險。所以金融機構應該以貝爾斯登事件汲取教訓，並不是每一次的危機都能夠有政府的出手幫忙，平時應該要將風險分散化，才不致危機發生。

關鍵字： 太大不能倒、貝爾斯登、摩根大通、次級房貸



Abstract

The report describes that the Bear Stearns Bank nearly went to the bankruptcy in 2008. Credit crunch at first prevented the potential lender to get the loan, and also highly leveraged was another element that caused the problem of solvent and bank run, so that Bear Stearns had difficulties obtaining funds, resulting in financial panic. But the last straw that breaks the camel's back was that Bear Stearns' hedge funds based on mortgage-backed securities were written down the value because of huge losses. The company's working capital was also underfunded, and Bear Stearns was on the verge of bankruptcy.

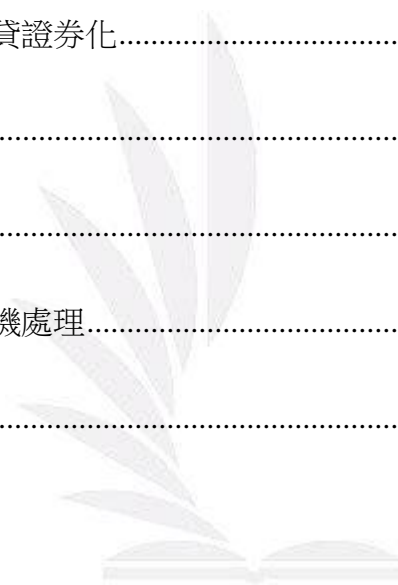
We searched information online to find out the whole story of the Bear Stearns, and discussed with every group member about the background of each financial event.

When Bear Stearns was on the verge of bankruptcy, as it should be, the government couldn't sit on his hand, because Bear Stearns took over a large number of customer's assets. If Bear Stearns had collapsed, the financial system would have been hung in the balance. In other words, was the so-called "too big to fall". Fed used the indirect way to finance, so that JP Morgan could acquire Bear Stearns. However, the moral hazard also came out; the Government let taxpayers take the risks in order to rescue Bear Stearns. Therefore, financial institutions should learn a lesson from the Bear Stearns; government wouldn't help in every crisis. Those institutions should do the risk spreading for the sake of preventing from crisis happened.

Keyword : Too Big to Fall 、 Bear Stearns 、 JPMorgan Chase 、 Subprime mortgage

目 次

一、貝爾斯登的背景介紹.....	4
(一) 處於金融風暴時期.....	5
(二) 財務槓桿.....	5
(三) 資金的來源與運用-償債能力	7
(四) 類似於銀行的擠兌現象（謠言）	10
(五) 次級房貸與房貸證券化.....	10
三、過程.....	13
四、後果或傷害.....	18
五、政府與金融機構的危機處理.....	22
參考文獻.....	27



一、貝爾斯登的背景介紹

貝爾斯登投資銀行（The Bear Stearns），成立於西元 1923 年，最輝煌的時期曾經是美國排名第五大的投資銀行，每年的營業額有 160 億美元的收益，也曾位居全球排名前 500 強的公司，主要從事的業務有金融相關服務和投資方面的管理，業務內容有資本相關的市場和財富相關的和管理等領域的。

貝爾斯登投資銀行的總部位於美國紐約市。在營業期間曾歷經多次經濟金融危機甚至是 1930 年代的大蕭條，在這 85 年來一直屹立不搖，從成立至今具有 85 年的歷史，但卻在 2007－2008 年的金融風暴中嚴重虧損，最後走上被摩根大通併購的下場。但為何最後走上被摩根大通收購之途，最後在 2008 年 3 月 14 宣佈破產。



二、前因

（一）處於金融風暴時期

一個或多個國家和地區的金融相關指標同時短期、急劇和超週期的明顯惡化，這種情況往往會接著導致信用緊縮，這顯示了貨幣需求增長太過快速以至於超過貨幣供給，帶來供不應求的情況。

人們預期未來的經濟景況將會更加的悲觀，使得發生金融風暴的地區內貨幣的價值出現大幅度的衰退、貶值，經濟規模與經濟總量皆發生金額較大的損失，經濟的增長也因此承受嚴重的打擊。而這也伴隨著失業率提高以及企業大量倒閉，社會體系也將頻繁出現經濟蕭條的狀況，最後會導致國家的破產，甚至有時候會伴隨著國家或者是社會在政治層面上劇烈的動盪。

=> 因為在金融危機發生的時期，金融風暴爆發造成大恐慌，使得金融市場混亂，投資人不信任，紛紛撤銷投資，也就是信用緊縮所接著導致借貸困難、資金難求，貝爾斯登投資銀行，在業務的進行上受到困難，在資金的需求方面受阻。

（二）財務槓桿

槓桿倍數過高

貝爾斯登屬於投資銀行，投資銀行的特色就是其槓桿倍數頗高，但貝爾斯登的槓桿倍數已超過正常的範圍，如果槓桿倍數過高，會使得此公司暴露於經營風險中、破產風險亦增加。貝爾斯登由 2006 年 11 月 30 日得到的槓桿倍數 28.89 提高為 2007 年 11 月 30 日得到的槓桿倍數 33.53。

財務風險是指企業為取得更高的利益，而利用財務槓桿，以增加負債的方式增加資金，但是這也會因此而增加了破產機會；也會使普通股

太大不能倒：貝爾斯堡

的每股利潤大幅度變動增加其所帶來的風險。財務槓桿會使財務風險加大，槓桿越大也就是企業舉債的比重越大，此時財務槓桿的效應越強，最後使得財務風險越大。

槓桿倍數=貸款÷自有現金

2007 年槓桿倍數=96077(百萬)÷17401(百萬)=5.5213

2008 年槓桿倍數=91382(百萬)÷2007(百萬)=45.5316

表 1 2006、2007 資產負債表

SCHEDULE I		
CONDENSED FINANCIAL INFORMATION OF REGISTRANT		
THE BEAR STEARNS COMPANIES INC.		
(PARENT COMPANY ONLY)		
CONDENSED STATEMENTS OF FINANCIAL CONDITION		
(in millions, except share data)		
As of November 30,	2007	2006
	-----	-----

ASSETS		
Cash and cash equivalents.....	\$ 17,401	\$ 2,007
Securities purchased under agreements to resell.....	1,409	97
Receivables from subsidiaries.....	47,985	67,185
Subordinated loans receivable from subsidiaries.....	12,948	9,963
Investments in subsidiaries, at equity.....	8,097	7,975
Assets of variable interest entities.....	650	575
Other assets.....	7,587	3,580
	-----	-----
Total Assets.....	\$ 96,077	\$ 91,382
	=====	=====
LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY		
Unsecured short-term borrowings.....	\$ 8,723	\$ 19,467
Collateralized financings.....	122	--
Payables to subsidiaries.....	6,961	6,573
Liabilities of variable interest entities.....	205	220
Other liabilities and accrued expenses.....	2,345	1,102
	-----	-----
	18,356	27,362
	-----	-----
Commitments and contingencies (Note 1)		
Long-term borrowings.....	65,665	51,628
Long-term borrowings from subsidiaries.....	263	263
STOCKHOLDERS' EQUITY		
Preferred stock.....	352	359
Common stock, \$1.00 par value; 500,000,000 shares authorized as of November 30, 2007 and 2006; 184,805,847 shares issued as of November 30, 2007 and 2006.....	185	185
Paid-in capital.....	4,986	4,579
Retained earnings.....	9,441	9,385
Employee stock compensation plans.....	2,478	2,066
Accumulated other comprehensive loss.....	(8)	--
Treasury stock, at cost: Common stock: 71,807,227 and 67,396,876 shares as of November 30, 2007 and 2006, respectively.....	(5,641)	(4,445)
	-----	-----
Total Stockholders' Equity.....	11,793	12,129
	-----	-----
Total Liabilities and Stockholders' Equity.....	\$ 96,077	\$ 91,382
	=====	=====

(三) 資金的來源與運用-償債能力

從資金來源面來看，短期擔保借款占的比重最大，高達 76.74%，而其中，附買回 RP 占了之中的 25.89%；短期無擔保借款占的比重則為 5.37%。短期擔保借款及無擔保借款兩者相加以後之總短期資金來源為 82.11%。

債券 RP 的簡稱為「債券附買回交易」，性質和短期存款相似。指投資人支付本金給券商來購買債券，約定未來約定好的那天券商再以一定的價格（本金+利息）買回債券。所以投資人是不須承擔債券的價格波

動風險的，相反的，他只是賺取了固定的利息，因此這是個低風險的投資工具。

短期擔保借款指的是有固定的擔保人來作擔保或是利用企業的財產來抵押而取得的借款。

再從資金運用面來看的話，比重最高的為買入有價證券為 34.97%，第二高的是以融券方式持有的證券，占了 20.8%。而在買入有價證券之中，主要是以買入公司債及資產擔保證券為主。

具特定價格與代表某種債權或所有權或的憑證為「有價證券」。含債券及股票。**ABS** 是 **Asset-backed securities** 在金融商品中的縮寫，中文名稱為資產擔保證券，它是藉金融資產作為擔保，再以此來發行債券進而籌資，包含銀行借貸、租約或其他資產都是可用做為抵押品的資產。
→短期償債能力弱



表 2 2007 年 11 月貝爾斯登之資金來源與運用

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 •

對債權人而言，企業具備充分的償還能力才能保證債權人的債權安全，讓債權人得以定期拿到他應該可以取得的利息、並在到期日的時候可以取回本金；對投資者而言，如果企業的短期償債能力出現問題，會需要耗費企業經營的管理人員大量的精力去籌集資金，以應付還債，此外，更雪上加霜的是：它會增加企業籌資的困難度，或是讓臨時緊急籌資的成本變得更多，進而影響到企業的盈利能力。

（四）類似於銀行的擠兌現象（謠言）

因為貝爾斯登公司是投資銀行偏離了它應有的營運模式，發展趨勢愈來愈像商業銀行，但是它的資金來源並不穩定，像是商業銀行的存款資金，也沒有保障，像是存款保險的金融安全網。因此，當投資者對於它有任何懷疑或是信心潰堤時，就會一窩蜂的想要贖回基金，這時就會出現類似於商業銀行存款的擠兌現象，進而造成金融恐慌。

投資者也因為憂慮貝爾斯登公司如果申請破產，資金就會被凍結，於是也是一窩蜂全都撤出資金，使貝爾斯登發生類似於銀行存款的擠兌現象。於是短短一周內被贖回的金額高達 170 億美元，使得貝爾斯登公司陷入絕境。

導致貝爾斯登發生金融危機的遠因，在於投資銀行與商業銀行之間的界線愈來愈不清楚、經濟的性質愈來愈相似的情形。在附條件市場資金不足、債務信用品質較差、擔保品不容易借入、附買回 RP 資金以及投資人一窩蜂的擠兌的現象之下，促使了貝爾斯登財務流動性不足，負債太高、借款無門。再來，貝爾斯登無法取得緊急融通資金，因為在 2008 年 3 月以前 Fed 還未開放貼現窗口讓投資銀行可以使用。

（五）次級房貸與房貸證券化

何謂抵押債權證券化

基本上來說，就是一種新的金融衍生性商品，在一開始，我們必須先了解房貸權證券化的概念。當我們到了成家立業的時候，買房子成了重要大事，但一對出社會 7、8 年的夫婦說實在的也沒什麼錢，還有嗷嗷待哺的孩子，手頭可說是十分的緊，人生可能要到 40、50 歲才存的到一筆買房的錢，明顯的在時間點對不上。而當手上沒有足夠的資金，但又需要一筆很大的金額來購買房屋時，想當然的，必須向銀行來申請貸

款。而銀行會依照你的還款能力、信用紀錄與不動產價格等來決定貸放額度。而在這貸款中，銀行主要的獲利來源便是這兩項，利息收入與手續費。而銀行是很樂意的，房地產是很好的標的物，在一個健全的金融市場中，房地產通常升值的可能性很高，但假如說沒錢還時，所抵押的房子極可能遭到法院拍賣，升值過後的房子賣掉也能讓銀行小賺一筆。但也是有房子貶值的時候，然而遭到法拍也讓銀行免不了要承擔虧本的風險。更加深入的說明就是，這一大筆龐大的金額貸放出去，必須由借款者按時繳交本金及利息，而整個貸款的過程少說都是 15~20 年以上，在這長期的貸款的過程中，流動性極低，而市場的變化很大，甚至是利率的變動也會因為景氣而漲跌，大大降低預期報酬，金融機構承受著巨大的風險—流動風險、違約風險、與利率風險等。為了減少這些風險帶來的損失，James A. Tosenthal 和 Juan M. Ocampo 曾對證券化說：「金融機構設計一個精心構造的過程，經過這一過程，貸款和應收帳款被包裝並以證券的形式出售。」張超英也說：「所謂證券化，從技術意義上講，就是將缺乏流動性的金融資產進行集合，以此為支持發行證券。」換句話說，金融機構在對不動產放款後，將其包裝組合後，將不動產的抵押債權售予政府、信託公司或投資銀行，集中變小分量後並發行不動產抵押債權證券(MBS)，售予 MBS 投資者。而 MBS 的投資者可以一起分擔風險，除此之外因為債券並非長期持有，因此即可提升資產流動性，免除不動產市場低迷而引發之違約風險及市場利率急遽變動所導致的利率風險。MBS 投資者也能按時收到扣除放款機構的應收利潤外的本金與利息，未來該債券的價格如一般債券，隨市場利率反向變動。這整個過程便是抵押債權證券化的基本概念。然而除了房貸債券化出售後，也有許多資產中的應收項目，如租賃應收帳款，汽車抵押權，信用卡應收帳款，甚至是一般公司放款後就把自己的債券放到資本市場中出售。銀行或放款機構把其房屋貸款債權賣給投資銀行以後，他們就

得以拿回原來的部分，再繼續進行授信，接著，投資銀行再將這些債權集中起來，包裝設計一番後，轉賣給投資人。由於整個房貸證券化之後，有大幅度的讓金融機構的營運效率變高，也對於穩定整個金融市場有相當大的幫助，因此在 1938 年成立了房利美，專私房貸債權的承銷以及次級市場的發展，並以低成本集資，向投資者發行金融機構的證券化抵押債券，賺取利差。而後在 1954 年及 1970 年分別成立政府房貸協會及房地美，其商業規模僅次於房利美。而 1980 推出 ARM 指數型房貸，2005-2006 年風行一時，而後便發生了次貸風暴。

何謂次級房貸

而這些債券通常可以按照風險程度化分成不同等級，等級越低的，風險越高，相對的報酬也高，等級高的 AAA 及的債券自然風險小，而假如房貸出現問題，會先按照等級由等級較低的到等級較高的順序一一註銷債券償還，一般來說，要讓所有的證券本金都得以全部被註銷是不太可能的。所以說，即便是投資等級相對較高的證券，其實也是相對安全、可以接受的投資。這就是為什麼有些以次級房貸當作抵押的證券仍然可以擁有 AAA 評級的原因。

次級抵押貸款是指是指借款人信用不好的貸款，近年美國等國家放鬆購屋信貸標準（不用付首期，不用入息證明，也不計較抵押單位的質素等），形成次級房貸市場。21 世紀後，美國房地產持續走高，一些貸款機構向信用程度較差和收入不高的借款人提供的貸款。而貸款機構將這些款項包裝成 MBS 售出給投資者，而評分機構在不負責任的評分成 AAA 等級，在層層包裝下低估了風險，拉開了全球性金融危機的序幕。

三、過程

最一開始的次級房貸風暴起源於：2000 年初科技泡沫危機發生後，聯邦準備理事會為了因應此危機並刺激經濟，透過降息的方式來對應，不過此降息的方式卻也促使消費者購買超過能力可負擔的房子。布希總統的美國夢。更是一個很好的背書，刺激人們購買房地產，造成房地產泡沫化。由於美國房地產市場持續降溫，屋主撐不下去，2007 年初，延遲繳款和法拍屋事件開始大量出現。美國次級抵押貸款市場爆出危機，波及抵押擔保債券市場。而影響了第一線的房貸公司，而身為第五大投資銀行的貝爾斯登也是岌岌可危，旗下兩檔投資結構債的避險基金規模大幅縮水，因為投資次級房貸，而出現嚴重虧損。曾經規模超過 200 億美元的基金最終一文不值。其中一檔基金虧損六億，而當初也是募集六億來的，資產幾近為零的退場，另一檔基金的價值也大幅縮水至原有規模的 9%。在美國次貸危機中這兩檔基金是最先垮台的一批基金，而足以讓貝爾斯登瀕臨破產的風暴也從此開始。貝爾斯登的大量損失使得它被迫接受司法調查，司法單位認為其在次級抵押貸款方面的投資足以構成誤導投資者的行為。2007 年 1 月，貝爾斯登當時的首席執行官詹姆斯·凱恩辭職下台，繼任者為該公司的總裁艾倫·施瓦茨。

隨著次貸危機的惡化，貝爾斯登也陷入越來越大的麻煩之中，在 07 年七月份，抵押貸款市場疲軟影響貝爾斯登內部兩支押注次級房屋抵押貸款債券的對沖基金發生巨虧崩潰。自此拉開次級房屋抵押貸款債券市場恐慌的序幕。到了八月份，貝爾斯登開始裁員。貝爾斯登的發言人表示，周三該投資銀行的放款部門有大約二四〇多名員工遭到解僱，甚至連貝爾斯登的共同總經理史佩克特（Warren Spector）都丟掉飯碗。該銀行是

在旗下兩支避險基金宣告倒閉的一個月後，發出解僱通知書。但即便到了 12 月份，貝爾斯登依然管理著至少 2000 億美元的資產，它的市值到當時依然有著接近百億美元的規模。而 2007 年第四季度，貝爾斯登因為次貸風暴有了更加惡化的損失。當季度虧損了 8.54 億美元，貝爾斯登宣布 19 億美元資產減記。除了裁員以外還有出售股權，為了尋找更好的應對危機之策，此時的貝爾斯登還試圖尋找有意合作的機構。他們計劃將部分股權出售給新的投資者，當年 11 月，貝爾斯登與中國的中信証券交叉持股，共同和中信証券宣佈，彼此將互相投資 10 億美元。並整合雙方在亞洲的業務。

貝爾斯登的業務十分廣泛，剛成立 10 年後，政府債券市場風行且蓬勃發展，貝爾斯登自然要搭上這艘船，還成立了債券部門，除了主要的債券，尚還有結算及財富管理業務收入，由於信貸市場情形惡化，貝爾斯登因次貸損失 19 億美元，股價一年來縮水過半，慘淡的業績也使很多投資人對於貝爾斯登的資產狀況起了疑心，又由於前面所提過的，投資銀行並沒有商業銀行所擁有的一些政府給的保障，因此投資客們紛紛從貝爾斯登撤資，使得貝爾斯登的運營資金出現不足的情形。從 2008 年 3 月 10 日那週起，謠言傳遍了整個華爾街，一些大型銀行與對沖基金開始拒絕與貝爾斯登有證券上的交易，之後的幾天，信用危機造成了擠兌現象的發生與融資方面的困難，借不到錢的貝爾斯登又在快速的被抽走 170 億美元，如同被判了死刑的囚犯。美國證交所之後公開的文件顯示：「貝爾斯登公司在 3 月 10 日開始的那週內遇到嚴重的流動性危機，讓它的財務狀況重創，難以恢復。」

2008 年 3 月的某一個周末，政府和銀行家們在與時間追逐似的積極的想辦法挽救貝爾斯登。

驚險的倒數 72 小時

2008 年 3 月 12 日 (星期三)

貝爾斯登上了熱門新聞排行榜，斗大的字條無不是「股價下跌」、「震驚的崩潰」、「前途堪憂」等…貝爾斯登迫切的需要好消息。

2008 年 3 月 13 日週四

早上

貝爾斯登像是失血過多的死刑犯，被拖出去當街示眾，金錢血液開始像洩洪一樣，迅速的被抽光，還要接受大眾的紛紛指指。

晚上 6 點正

貝爾斯登初現崩潰端倪。新首席執行官施瓦茨、首席財務官莫裡納羅等貝爾斯登高層們在開會時發現了驚人的事情：貝爾斯登的流動性資金已不到 30 億美元，這筆資金無法滿足明天正常營運的需求。

2008 年 3 月 14 日周五

凌晨 4 點 45 分

為了防止貝爾斯登倒閉，貝爾斯登首席執行官施瓦茨致電給摩根大通申請隔夜貸款，另一方面，美聯儲主席伯南克、時任紐約聯邦儲備銀行行長蓋特納、當時擔任美國財長的保爾森等政府官員們正在進行一個凝重的會議。最後摩根大通願意貸款給貝爾斯登 300 億美元，並由紐約聯邦準備銀行進行保證，融資期限為 28 天。並由摩根大通收購貝爾斯登。

晚上 7 點半

而會議結果決定後，蓋特納和鮑威爾共同打電話，給正在回家的路上身心疲憊的施瓦茨，接到電話的施瓦茨被告告知必須在近期也就是周日的晚上前把公司賣掉。施瓦茨和首席財務官莫裡納羅兩人說好第二天早上馬上進行談論。

2008 年 3 月 15 日(星期六) 18 點整

與摩根大通公司進行一天的會議後，摩根大通經果調查表示有意收購此公司，施瓦茨得到一個報價，股價在 8~12 美元之間，這已經算是不錯的報價了。即使這個報價並不是很好，但施瓦茨既無可奈何又感到卸下重擔，因為有了能夠把貝爾斯登交易出去的可能。

2008 年 3 月 16 日周日

上午 9 點整

摩根大通的高管們在夜以繼日地研究貝爾斯登的會計帳後，討論這筆收購交易。摩根大通原本同意將每股收購價提高至 10 美元。得知此消息的貝爾斯登董事會緊急會議批准了新協議，遠高於 3 月 16 日達成的原協議時的 2 美元，但後來摩根大通又擔憂貝爾斯登公司所持有的抵押貸款資產品質不佳，最後決定終止收購談判。

蓋特納將最新的情況通報給保爾森和伯南克，討論政府應該介入幫助摩根大通收購貝爾斯登。

下午 4 點 45 分

貝爾斯登接到摩根大通的來電，經過政府介入後，確認了最終收購價，以每股 2 美元的報價。這一超低價的收購，雖然包括董事長吉米·凱恩在內的貝爾斯登董事會成員都對此感到不滿，但卻只能無可奈何地接受了此報價。

晚上 7 點零 5 分

火速敲定的收購案公告天下。5 分鐘後，聯準會隨即宣布對全國的投資銀行“開放貼現窗口”以防止任何擠兌現象的再次發生，避免造成另一家“貝爾斯登”的出生。這不僅是新的舉動，其背後的警告意味濃厚，為了有道德風險產生，殺雞儆猴的概念。

貝爾斯登，這家有 85 年歷史的華爾街投資銀行，於 2008 年 3 月 16

日期	股票收盤價	事件
3 月 10 日	\$62.30	CEO Schwarz 在接受 CNBC 採訪時稱："We don't see any liquidity problems..."。
3 月 11 日	\$62.97	貝爾斯登內部的審計結果顯示，流動性資產從 1810 億美元減少到 1150 億美元。
3 月 13 日	\$57.00	美國金融市場上有關貝爾斯登危機的傳言開始廣泛蔓延。
3 月 14 日	\$30.00	許多交易對方向貝爾斯登提出追加保證金的要求，並開始拒絕向貝爾斯登提供信貸融資。
3 月 15 日	\$2.00	貝爾斯登答應被摩根大通收購，聯準會提供約 300 億美元資金為收購提供擔保。
3 月 17 日	\$4.81	貝爾斯登的股東和雇員對摩根大通的報價表達了強烈的不滿情緒，其他金融機構也對報價提出質疑。
3 月 24 日	\$11.25	摩根大通最終將收購報價提高到每股 10 美元。

日成為此次金融危機的第一個重要犧牲者。這家公司從運營良好到實際上的資不抵債，僅僅發生在約 72 小時之內。

表 3 貝爾斯登最後的日子

四、後果或傷害

(一) 其他領域

美國股市紛傳貝爾斯登出現流動性危機，引發市場恐慌，使儲戶恐慌性的提取現金。貝爾斯登 200 億美元超額流動性資產消失殆盡，出現嚴重資金短缺。金融行業在這種情勢因而作為經驗教訓拼命積攢現金預防和抵抗風險，從其他的投資領域撤回資金，導致石油，黃金，農產品期貨、日圓套利，股價在當日全線下跌。其中國際油價再次刷新歷史紀錄，原油價格已經突破 100 美元大關；黃金價格突破每盎司 1015 美元大關。

圖 1 貝爾斯登股價變動圖(2008/1/3~2008/5/30)



(二) 股市

貝爾斯登利空消息打壓美股，使美股下挫，美股連續數日大跌，亞太和歐州股市也全線下跌，金融股跌勢慘重。

【MarketWatch 紐約 3 月 14 日訊】週五美股大幅度下跌。貝爾斯登在股市開盤前的過去 24 小時內貝爾斯登股價暴跌近 50%，因為貝爾斯登的流動性嚴重不足。摩根大通和美聯儲宣告貝爾斯登希望能夠獲得他們對流動性的救助。該消息震驚華爾街令股市下錯，道瓊指數一度下跌超過 300 點。貝爾斯登負面消息也反映了過去六個月以來金融危機還在延續。

表 4 美國股票市場指數

美國股票市場指數	漲跌數值	數值大小	漲跌幅度
道瓊斯工業指數	194.65點↓	報11,951,09點	1.60%↓
納斯達克綜合指數	51.12點↓	報2,212,49點	2.26%↓
標準普爾500指數	27.34點↓	報1,288,14點	2.08%↓

紐約證交所成交量 1,642,329,000 股，下跌股：上漲股 2670：500。

納斯達克成交量 2,146,510,000 股，下跌股：上漲股 2283：654。

金融股相關的道指 30 普遍下跌，花旗集團跌幅 6.1%，摩根大通跌幅 4.2%，美國運通跌幅 4%。

美元兌歐元和日元等主要貨幣的匯率再創新低；近期美資料顯示，美國經濟已然步入衰退的階段，而市場對美國也逐漸失去信心。

亞太和歐洲股市也呈現全線下跌。

【MarketWatch 倫敦 3 月 14 日訊】週五，歐洲股市經歷了行情震動的一天。因為貝爾斯登向摩根和美聯儲尋求救援融資的消息引發了投資者對歐洲同類型公司的擔心。

與資本市場聯繫緊密的銀行股領跌，巴克萊的股票下跌 3.9%，UBS 重挫 7.4%。

表 5 歐洲股市市場指數

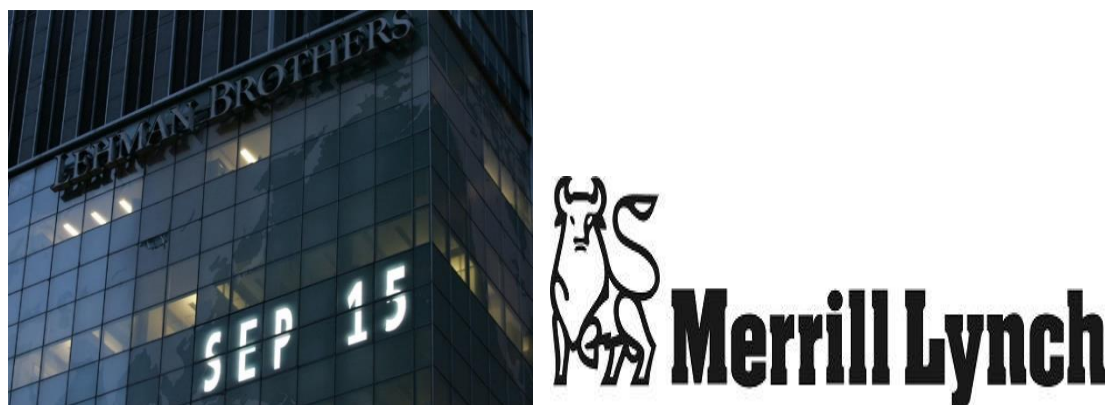
歐洲股票市場指數	數值大小	漲跌幅度
德國DAX 30指數	收6451.90點	0.8%↓
英國金融時報100指數	收5631.70點	1.1%↓
法國CAC-40指數	收4592.15點	0.8%↓

貝爾斯登此次受到流動性危機，反映出了信貸緊縮又進一步加強，貝爾斯登作為五大投行之一陷入如此大困境這無疑壓制了股市，金融市場壓力增加。市場對整個銀行板塊市場的信心進一步瓦解，如果情勢接著惡化，後果將不堪設想。

（三）打擊其他金融機構

貝爾斯登的負面消息也打擊了其他金融股美林、雷曼兄弟等股價均跌至數年來低谷。而貝爾斯登是金融危機期間美國倒下的第一家大型投行。為此後雷曼的破產和美林被收購埋下了伏筆。貝爾斯登由於此次困境而而導致的信貸緊縮是美國金融機構都面臨的問題，花旗等美國金融核心機構都因此遭受大量資產減記。如果危機進一步加重將會有更多的金融機構需要救援。

圖二：雷曼兄弟和美林的圖示



（四）總體環境——對經濟造成衝擊

金融系統相互關聯的程度是如此之高,貝爾斯登是美國五大投行之
一,發生流動性危機恐動搖本以脆弱的投資者信心,並進一步衝擊經濟,
而目前全球經濟和金融系統所承受的巨大壓力,貝爾斯登破產所造成的
損失將是非常嚴重並極度難以控制,此外,這種惡性影響不會局限于金融
系統,還會通過影響資產價值和信貸可獲得性對實體經濟產生廣泛衝擊。

五、政府與金融機構的危機處理

貝爾斯登在美國金融體系中的地位舉足輕重，和市場的交易關係密切複雜，並且貝爾斯登擁有大量的客戶對其資產進行管理，提供擔保和清算業務給大批中、小型市場交易商，所以如果貝爾斯登因為流動性不足而倒閉，交易商將無法進行清算、甚至無法運行。投資人投資的資金若因為無法進行清算而被凍結，將無法正常的交易，從而美國整個債券市場甚至實體經濟將受到嚴重沖擊，也會引發進一步的金融體系的恐慌。

主管機關得知貝爾斯登的求助後，財政部和 fed 便開始策劃進行拯救。原先想以“最後貸款者”的角色進行貼現貸款，去補足貝爾斯登不足的資金，但貝爾斯登只是一間類似於經紀公司的投資銀行，所以就只有參與聯準會公開市場操作的機會，就不是政府安全網中貼現窗口下的合格借款者，無法得到 fed 的直接融通。FED 又進行緊急會議，想通過投票表決來作緊急融通，但因為時間緊迫，投票人數不足，這條拯救的路又走到死角了。好在上天沒有虧待貝爾斯登，在 fed 的連夜會議討論下，最後決定救援貝爾斯登的方式是“間接融通”：先選擇一家公司，由 Fed 對這家公司資金融通，再由這家公司對貝爾斯登進行擔保融資，再創造這家公司可以進行併購貝爾斯登的可能。

選擇可以併購貝爾斯登的公司也是一條漫漫長路，經過層層篩選，JP Morgan 最後出現 fed 的名單上。

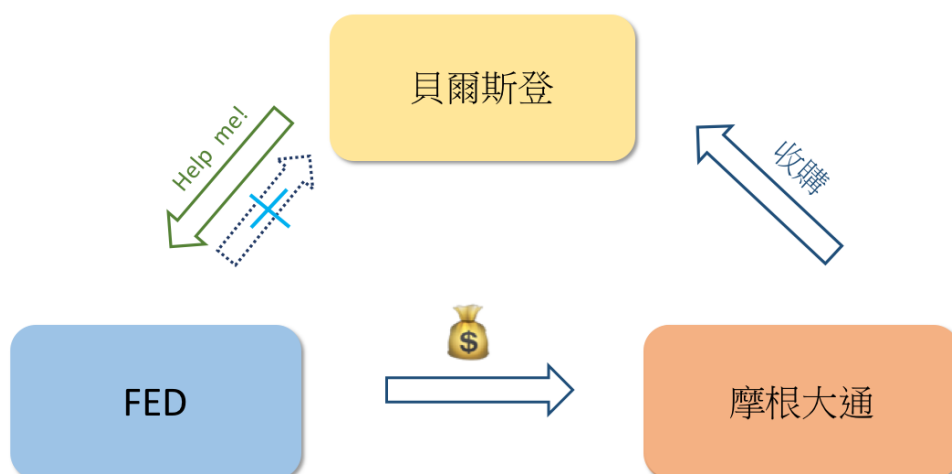


圖 3 貝爾斯登、fed 與摩根大通之間的援助與收購關係

為什麼要選摩根大通呢？最重要的原因是摩根大通有足夠的財力收購貝爾斯登，它的資本甚至再花數 10 億美元收購其他銀行也不是難事。第二，次級風暴衝擊了各大投資銀行，但摩根大通卻沒有受到太大的衝擊。緣由就是摩根大通的總裁戴蒙格外重視風險，並沒有盲目去追尋高風險的資產來獲得高報酬，而是注重“細水長流”。所以摩根大通在一片混亂的時候，保護好了自己。並且，JP morgan 在之前也曾擔當過大任。所以，這家中間機構由摩根大通來做，再好不過。



圖 4 摩根大通

所以貝爾斯登從 Fed 透過摩根大通得到一筆為期 28 天的借款，但是貸款風險由 Fed 來承擔。而這是 fed 自大蕭條以來第一次向一個投資銀行提供緊急貸款。一開始摩根大通以 \$ 2.00 總共 2.4 億美元收購次級貸款風暴中差點破產的貝爾斯登銀行，但是這個價格遠遠低於市場的價格。因此引起了貝爾斯登銀行的股東以及雇員的強烈不滿。而摩根大通為了防止他們有更進一步的法律行動，同時也能保證許多持有貝爾斯登股票的那些雇員能夠繼續留在其工作位置上，使收購後的日常業務能繼續進行下去。所以最終摩根大通將收購報價提高到每股 10 美元。

最後的併購結果卻導致了美國國內對 Fed 是否應該干預金融市場，受到了大量的批評。就是為什麼政府要用大眾的錢來援助金融機構的失策？只因為有太大不能倒的概念，所以金融機構即使冒了可能很嚴重的風險，仍然能依靠政府來救援。



六、小組感想

政府的力量就像一雙無形的手，它能拯救一個瀕臨破產的公司，即使這間公司曾經無比輝煌。它也能稍微阻擋一下金融危機的火速蔓延，減緩一些危機的可怕後果。政府建立的金融安全網能一定程度的保障金融體系的穩定與正常運作，當然這也不得不提及在政府安全網下「太大不能倒」的弊病。**Too Big to Fail** 指的是當一間銀行或者是金融機構規模很大、和金融市場交易密切，如果倒閉會影響到整個金融體系，所以當它兵臨破產時，政府會全力挺護這些企業，比免發生連鎖效應，進一步對整個世界造成更大的損傷。貝爾斯登投資失敗，是否有貝爾斯登覺得政府一定會救自己從而去投資一些高風險的資產呢？顯然體現了安全網的道德風險。我們覺得一個金融業優秀的龍頭企業，不應該指望著危機時刻有政府來拯救自己，而應該在平日做好資金等各項管理準備，以應對不時之需及各種情況。貝爾斯登遇到危難時，**JP Morgan** 挺身而出，即便後台是美國儲備銀行，但它也承擔了一定的風險。金融產業不是只有冷冰冰的數字競爭，還是有很多溫情在的。金融是暖心的。

但是 **Fed** 想盡一切辦法讓摩根大通出面相救，但是最後造成的併購結果真的一定就是好的嗎？後來的雷曼兄弟出事之後，政府就必須考慮的更加慎重了，所以我想雖然太大不能倒固然重要，但也不能因為這樣就被濫用，受傷害的只是全國人民，任何一項決策都必須慎重考慮，而金融機構也必須防範於未然，做好資金的籌措準備。

貝爾斯登作為五大投行之一，在遭受了流動性危機，進而導致了營運資金不足。金融機構應該以此為經驗教訓。在金融產品管理方面，應該將風險分散化，不應該過度重創次債；不應該過度運用金融槓桿放大風險，而對於市場的不利言論應當有效應對及時對財務風險做出充分回應，和媒體聯繫釋放公司有利信，同時尋找有影響力的金融人士，看好

公司未來。在政府方面，應及時和政府溝通，及時請求政府救市幹預，穩定市場信心。

這份報告帶給我們的啟示莫過於是我們對於金融事件的瞭解，更多的是讓我們去思考政府對於金融體系的規範，以及金融從業人士本身所應該採行的態度，並不是每次都能像貝爾斯登一樣因為被收購而使問題得到解決。



參考文獻

1. 短期擔保借款- MBA 智庫百科
<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%9F%AD%E6%9C%9F%E6%8B%85%E4%BF%9D%E5%80%9F%E6%AC%BE>
2. 什麼是 RP (Re-Purchase) ? - 群益金融網
http://www.capital.com.tw/Activity/20080909_RP/
3. 有價證券- MBA 智庫百科
<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E6%9C%89%E4%BB%B7%E8%AF%81%E5%88%B8>
4. 本次金融危機之五個重要個案分析 - 中央銀行
<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/02616195571.pdf>
5. 貝爾斯登危機始末：由傳聞引發的崩潰| 苦勞網
<http://www.cooloud.org.tw/node/17954>
6. 獨立註冊公共會計師事務所審計貝爾斯登公司的合併財務報表
<http://sec.edgar-online.com/bear-stearns-companies-inc/10-k-annual-report/2008/01/29/section27.aspx>
7. 貝爾斯登重蹈 LTCM 覆轍 市場信心崩潰爭拋美元
<http://finance.sina.com.cn/money/forex/20080317/11154629967.shtml>
8. 貝爾斯登危機
<http://finance.sina.com.cn/focus/ayzsfx/>
9. 綜述：貝爾斯登利空消息打壓美股下挫
<http://finance.sina.com.cn/stock/ustock/pmbd/20080315/04344625388.shtml>
10. 貝爾斯登的倒閉
<https://wenku.baidu.com/view/0c3eba8702d276a200292e11.html>

11. 貝爾斯登重蹈 LTCM 覆轍 信心崩潰市場爭拋美元

<http://forex.hexun.com/2008-03-17/104517706.html>

12. 貝爾斯登初破產案分析

<https://wenku.baidu.com/view/22f2a8efb8f67c1cfad6b824.html?from=search>

13. 美第 5 大券商 貝爾斯登每股 2 美元賤賣

<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20080318/30364146/>

14. 會診貝爾斯登（上）

http://www.malaysiaeconomy.net/world_economy/world_economy_crisis/2008_econ_crisis_caused/US_investment_banks/Bear_Stearns/2009-08-13/291.html

15. 摩根大通執行長自爆收購貝爾斯登內幕

<http://blog.sina.com.tw/appleibook/article.php?pbgid=234&entryid=578282>

16. J.P. Morgan to buy Bear Stearns for \$2 a share

<http://www.marketwatch.com/story/jp-morgan-to-buy-bear-stearns-for-2-a-share>

17. 華爾街孤狼成為次貸最慘烈犧牲品 貝爾斯登哀歌

<http://mnc.people.com.cn/BIG5/54823/7093577.html>

18. 貝爾斯登不到 4 個月資產縮水 20%

<http://mnc.people.com.cn/BIG5/7112939.html>

19. 貝爾斯登 翻船的“聰明交易者”

<http://mnc.people.com.cn/BIG5/8964611.html>

20. 貝爾斯登 72 小時覆滅記

<http://mnc.people.com.cn/BIG5/9295093.html>

21. 淺談次級房貸

太大不能倒：貝爾斯堡

<http://beaver.ncnu.edu.tw/projects/emag/article/200805/%E6%B7%BA%E8%AB%87%E6%AC%A1%E7%B4%9A%E6%88%BF%E8%B2%B8.pdf>

22. 貝爾斯登 72 小時覆滅記

<http://mnc.people.com.cn/BIG5/9295093.html>

