

# Tirole: Financial Crisis, Liquidity, and the International Monetary System

---

## 介绍

### EM 新兴市场危机

**危机前** 大规模资本流入；资本账户脆弱：

- **货币体制** 固定汇率
- **宏观经济** 经常账户赤字，财政赤字
- **金融部门** 银行规制与风控缺乏
- **通货和偿还期错配** 短期政府贷款、外债
- **制度建设与治理** e.g. 投资保护，关联借贷，执行无效率，不良会计

**危机** 表征：

- **私人** 资本流逆转
- **银行和资产** 信用紧缩（银行重建）；证券和房地产价格下跌
- **货币** 贬值
- **蔓延** 原因 e.g. 资产组合重新配置，贸易关联，共同冲击，预期改变
- **官方** 投资者套牢，债务重组；（IMF）拯救方案与条件制约性

**观点**：消除货币和偿还期错配；加强制度建设、规制执行；国家透明度（担保与表外负债）；套牢；避免固定汇率制

**冲突**：**事前激励与事后有效性** e.g. IMF 流动性供给（LOLR），IMF 条件制约性，资本控制（e.g. 短期国外投资征税），有序解决方案（外债重新谈判）

**理论**：

- **基本面观点** 政府部门 债务人道德风险（隐性担保），债权人道德风险（转移危机负担）；私人部门 汇率保险不足（国内金融市场不完备）
- **恐慌观点** 短期贷款撤资（防止工具 e.g. 控制外流、设立准备金；消除错配，终止、债转股；IMF 或私人金融机构提供信用额度）

## 框架

**分析** 基本目标：识别市场失灵

标准借方问题（融资安排 e.g. 控制权、流动性和风险管理），**双重代理与共同代理**问题（来自政府的广泛控制权与偏向激励机制）

**评估**：IMF 等机构作为投资者利益的授权监督者，与政府签订合同平衡代理问题，并使借款国受益

**公司金融** 确保给投资者带来回报的公司收入的有效管理：制度和行为，e.g. 偿债比率、流动性需求、信用额度、持久性分析、通货匹配、公司治理与监督、破产与清算程序

**原理**：创造的价值 = **可保证收入** + 代理成本（内部人激励和谋私利）

- **受益人** 在竞争资本市场中，投资者的竞争消除了保护带来的利益，借方直接受益；投资增长提高了均衡回报率，投资者同样间接受益

- **权衡** 借方面临可保证收入与资产价值 (NPV) 之间的权衡 e.g. **公司治理, 积极监督与投机性/消极监督, 控制权** (投票权力、董事会权力和清算权力, e.g. 抵押担保, 长期投资, 风险管理, 分红政策, 管理层回报)
- **相对需求** 投资者应被赋予具有最高相对支付意愿的资产控制权
- **条件依赖性** 现金流、流动性和控制权的分配依据借方状况 (e.g. EBIT、资本净值、证券售价、商业计划) 相机而定 (e.g. 风险资本转股) (Carrot and Stick 激励) (名义控制 由于信息不对称)
- **软预算约束** 最优合同安排不一定具有时间一致性 e.g. 业绩不良惩罚条款再协商
- **流动性和风险管理** 通过承诺部分的保险以防范信用配给的威胁, 借方能从中获益 (A-D 框架、MM 定理下, 不会出现信用配给, 经营和投资政策将理性预期, 无需流动性储备和风险管理) (不必要完全保险 由于成本, 道德风险, 防范总量冲击需要支付风险溢价 e.g. CAPM)
- **共同代理问题** 投资者间的外部性危害融资; 财务透明度, 代表制度, 证券设计等可部分有效的解决合同外部性, 集体行动, 索取权差异等问题

**国内** 在各实体冲击独立、恰当分配 (保险中介) 时私人部门流动性供给能充分满足需求; 国内的外部流动性, 国外的外部流动性

**原因:** 消费者无法抵押未来的人力资本, 为公司提供信用额度 (直接保险); 国家的广泛控制权

**方式:**

- **政府债券** 注意大量赤字降低了国债流动性溢价, 同时企业税收负担预期会削弱流动性资本的创造
- **货币政策** (反周期) 降低短期利率, 增加未到期债券拥有者的财富
- **最后贷方** 向银行 审慎的偿债延期, 贴现窗口; (非周期) 公共储蓄保险
- **公共保险** 向公司 e.g. 社保、失业保险
- **征税** 消费者间接为企业提供流动性

(**司法体系** e.g. 高治理环境能增发新股, 有效的破产程序 也影响流动性供给)

## 债务国与公司的区别

- **不可交易品** 东道国隐形收益; 借贷受制于国际抵押资产
- **有限制裁** e.g. 无法清算或使出局、搭便车 (WTO)、低效率 (再谈判)
- **不存在国际最终贷方** (ILOLR)

## 观点

**双重代理:** (团队道德风险)

- 投资者没有跟政府签订合同并暂时分享控制权
- **激励机制** 不会积极保护国外投资者利益; e.g. 私人部门俘获、迎合国内投资者、国际声誉
- **控制权** 影响可交易品与不可交易品的交换 (汇率等) e.g. 鼓励不动产业投资, 耗尽国际储备金, 出口收税, 鼓励通货贬值, 公共债务延期; 及一般控制权 (事后可能国内较国外有利) e.g. 制度建设, 流动性资本供给, 税务劳工法律

**讨论:** 封闭经济中投资者福利内在化, 且不影响汇率; 基本面观点主要认为政府政策受害人是国内纳税人, 没有考虑负外部性 (被套牢的国外投资者、外部官方救援); 道德风险重要吗 (政治成本); 主权可以侵犯吗

**共同代理:** 在国际金融范畴同样更为重要

# 内涵

## 市场失灵识别

代表假设：引入**授权监督**（注意信誉的建立）缓解代理问题

- 对称信息，风险管理
- 合约设计（遵守相对支付意愿）**所有权和条件制约性**
- 危机下控制权向债权人转移

政策分析：负债面值；负债期限；汇率体制（固定制可作通货坚挺的信号）

试图调整私人融资安排结构的政策应考虑其对政府行为的影响（e.g. 以国内通货借贷加剧政府道德风险的顾虑，消耗国际储备的通货贬值政策较冒险）

*ILOLR*（在商业贷款人不再愿意提供资金时向国家提供清偿能力的机构）：需求弱 国际债务抵押品有限为主要限制

## 制度 IMF

任务：**委托监控组织**（主权国家与国外投资者间不完全契约的替代品），因此帮助新兴市场经济充分享受资本账户自由化（更多优质金融资源）；**危机管理**：

- **实证** 不一定具备（互换报价和集体行动条款）；短期援助换取条件制约的再谈判机会
- **规范** 冲突法则；解决方案的事后收益比事前成本高吗（经验问题）

治理：高度异质下的协同；责任制下的迎合（不透明化、独立化）；焦点目标（国际代理人的分工（外部性解决、集体行动、服务提供）与跨部门争论）；其他代理人、私人或官方贷款人执行（难竞争、激励混乱且合作不可靠）

## 结论

- IMF 缺乏明确目标，人们应更关注无序性的本质，对市场失灵进行识别
- 失灵原因是尽管政府有多种手段影响国外投资者的收益，它们无法签约
- 为了国家获得更多更好的贷款，国外投资者需要代理人，因此 IMF 成为授权的监督机构，平衡双重和共同代理问题
- IMF 会扮演托管者，特别是危机管理者，而最终贷方的作用有限
- 处置无序性现象而非本质的政策可能误导