

“高盛欺诈事件”的反思

——对高盛 CDO 交易的剖析

袁敏

(上海立信会计学院, 上海 201620)

摘要: 信用衍生品已经成为资本市场中的一个重要金融工具,并在信用风险转移中发挥着重要作用。本文以高盛事件为背景,讨论了合成式 CDO 交易的来龙去脉,分析了“算盘”交易的参与各方和业务流程,并从高盛公司、监管部门和投资者角度分析了该事件的影响和启示。

关键词: 高盛欺诈; 算盘交易; 信用衍生品; 金融衍生交易

作者简介: 袁敏, 管理学博士, 上海立信会计学院副教授, 研究方向: 内部控制, 资信评级

中文分类号: F830.9 **文献标识码:** A

Critical Review of Goldman Sachs Event

——A Thorough Analysis of Goldman Sachs' CDO Transaction

Abstract: Credit derivatives have rapidly become a key financial tool in the capital markets, many market participants use the tool to transfer credit risk. based on the Goldman Sachs event, This article discusses the details of synthetic CDO transactions, analysis the participants and process of Abacus transaction, then state the impact and implication of event from Goldman Sachs, Regulation department and Investors.

Key Words: Goldman Sachs, Abacas transaction,

引 言

根据巴塞尔银行监管委员会的定义,信用衍生品是一种合约,该合约的价值取决于一项或多项潜在资产或指数的价值,其中一个关键特征是能够将信用风险与潜在的债务分离开来进行交易,因此在信用市场繁荣时期受到市场参与者的广泛追捧,并在一定程度上成为金融全球化的助推器,促进了全球、尤其是欧美等发达经济体金融经济和实体经济的繁荣。全球的信用衍生品市场已经从 1996 年的 1800 亿美元名义金额增加到 2006 年的 20 万亿美元以上^[1],也就是说 2006 年 20 万亿美元的信用衍生品名义金额已经超过了全球的债务证券总额(大约为 18 万亿美元)。而根据国际清算银行(2008)的统计,全球的信用衍生品市场金额已经增长至 57 万亿美元^[2],而同期全球的债务仅增长至 24 万亿美元^[3]。然而伴随着交易结构的复杂,部分衍生品的风险被数倍放大,分散投资者风险的本质逐渐被金融炒家的逐利本性所掩盖,给经济体带来的打击也远远超出预期。信用衍生品在 2008 年的金融危机中扮演了一个重要的角色,很多银行、投资银行和保险公司都遭受了未预期到的巨额损失。

几乎所有的大型金融机构都或多或少参与到了信用衍生品市场的交易,次贷危机让这些金融机构吃尽了苦头,而高盛则是少数几个在危机中获利的银行之一。2010 年 4 月 16 日,美国证券交易委员会(SEC)向纽约曼哈顿联邦法院提起民事诉讼,指控高盛集团及其副总裁法布瑞克·图瑞(Fabrice Tourre)在涉及次级抵押贷款业务金融产品问题上隐瞒关键信息,涉嫌欺诈、误导投资者^[4]。4 月 31 日,美国司法部启动了针对高盛的刑事调查;而在 5 月 3 日高盛提交给 SEC 的文件中则披露了多名股东起诉高盛及其高管“违反信托义务、浪费公司资源、滥用控制权、管理不当以及不公平利得”,同时对高盛信息披露的准确性和完整性提出了质疑。尽管案件尚未盖棺定论,但其中折射出的金融衍生品交易的复杂性、信息披露的透明性以及金融服务中介的诚信等问题仍然值得我们分析和研究,并为金融业监管提供新的视角。

事件背景

根据 2010 年 4 月 16 日 SEC 的指控，在 2007 年的次贷危机中，高盛打包并销售了一种与住房抵押支持证券（Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS）挂钩的合成式抵押债务权证（synthetic CDO）——“算盘”（Abacus）2007-AC1 交易，交易涉及三方：保尔森公司（Paulson & Co. Inc.）、投资者和独立第三方。在该笔交易中，保尔森公司向高盛支付了大约 1500-2000 万美元的设计和营销费用，但从投资者处获得了高达 10 亿美元的收益（这正是投资者的损失）。

案件的核心在于，保尔森公司在 2006 年就开始看空美国的住房抵押资产，其与高盛合作的重要原因就是希望通过住房抵押支持证券的违约来获利。在 Abacus 2007 AC-1 的构造过程中，保尔森全程参与了投资组合的挑选工作，但由于其做空此类证券，因此在挑选过程中有动机挑选那些最容易出问题的次级房屋抵押债券进入投资组合，但高盛没有向有关的市场参与各方披露保尔森做空的事实，也没有披露保尔森在该 CDO 交易中对投资组合挑选的实质性影响，这种关键信息的隐瞒涉嫌欺诈和误导投资者。

事件分析

要了解案件的核心要义，需要对 Abacus 2007 AC-1 交易的来龙去脉有一个全面的了解。

一、Abacus 2007 AC-1 交易

该交易是一种合成式 CDO，因此要了解 Abacus 2007 AC-1 交易，首先应该对 CDO 有一个全面的认识。

1. CDO 交易简介

(1) 交易结构及优势

根据美国债券市场协会（2004）的报告^[5]，CDO(Collateralized Debt Obligation)是一个结构性的再打包工具，根据一个资产池（抵押池）发行多种类型的负债。典型的 CDO 交易中，需要创建一个破产隔离的特殊目的工具（SPV），由其持有抵押物并发行债务，这个 SPV 包含了负债和权益两个部分（参见图 1）

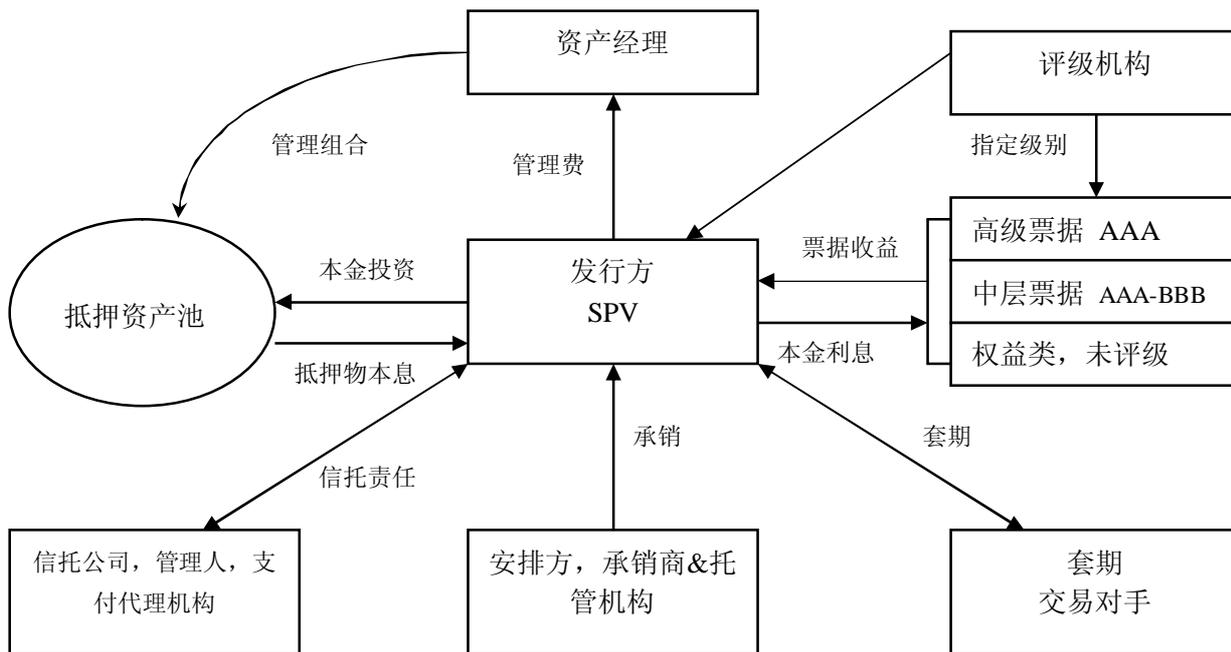


图 1：典型的 CDO 交易结构图

资料来源：瑞士信贷第一波士顿，转引自美国债券市场协会相关资料。

需要指出的是，在 CDO 交易中，票据的发行方会对潜在的资产池进行打包再组合，并将资产池进行分层处理，如图 1 中所示的票据被分为三个层级，分别是高级票据（获评最高级别）、中层票据（级别在 AAA-BBB 级之间，依然保持投资级别但风险相对较大）、权益类票据（未经评级，一般不予出售）。不同层级的票据处于发行方 SPV 资本结构的不同方位，其债务的偿付优先次序、违约风险和回报率存在很大的差异。由于这种分层技术的存在，使得同一个 CDO 产品中不同的投资者可能拥有不同的盈利性和安全性，这依赖于每个层级证券的优先受偿次序以及相关的风险水平，在 SPV 与投资者的交易契约中加以明确。因此有较高风险容忍度的投资者可以选择投资高收益、高风险的 CDO 层级；而风险厌恶型的投资者则会选择优先级别更高、收益水平更低的 CDO 层级。也就是说 CDO 技术可以让投资者根据自己的风险回报分布来选择适合的证券。

可以用作 CDO 发行的基础资产有很多种，并随着时间的变化而有所不同，传统的资产类型如高收益债券、银行贷款和新兴市场债务，而此后更多的资产进入到抵押池中，包括资产支持证券（ABS）、抵押支持证券（MBS）、商业抵押支持证券（CMBS）、私人权益、信托优先证券、中小企业贷款、信用违约掉期、套期基金股份等。表 1 列示了一个典型的以杠杆贷款为支持资产池发行的 CDO 结构。

表 1：一般的 CLO 资本结构一览

投资者类别	占比	级别	年回报率	增级水平
A 类	74%	AAA	5.5%	26%
B	5.0%	AA	5.90%	21%
C 类	8.0%	BBB	6.65%	13%
D 类	6.0%	BB	8%	7%
债务或评级的股份总计	<u>93%</u>			
优先股	7%	不评级	18%	0%
CDO 筹集的资金总额	<u>100%</u>			

资料来源：Merrill Lynch, 2003, CDO Rating Methodologies Review. Fixed Income Strategy[R]2-29.

对发行方而言，发行 CDO 有两个好处：一是通过抵押资产和 CDO 资产不同的利率水平可以获得利差套利的好处，从而获得超额回报；二是发行方可以通过发行 CDO 进行资产负债表管理，从而可以达到减少监管资本需求、对资产风险进行套期保值、提高资产负债表灵活性等目的。

对于投资者而言，购买 CDO 也是一种好的投资方式，如支持 CDO 发行的潜在资产池可能有成百上千个投资级别的信用产品，投资者购买了 CDO 产品相当于投资了多个产品，起到投资分散化的好处；此外投资者还可以根据自身的风险偏好、风险承受度来定制投资，从而获得富有吸引力的投资回报，由于是定制产品，其中的透明性对投资者而言也相对较高。正是基于以上好处，CDO 产品得到了广泛的追捧，并与资产证券化（ABS）一起成为金融衍生品市场上的重要组成部分。

（2）CDO 分类及风险

美国债券市场协会（2004）将典型的 CDO 分为三大类，分别是现金流 CDO（cash flow CDO）、市场价值 CDO（market value CDO）和合成式 CDO（synthetic CDO）。在现金流结构中，抵押资产非常重要，通常需要加以积极的管理；而合成式 CDO 中，交易结构中的高级风险部分通常通过掉期交易转移给交易对手（常用的交易工具是信用违约掉期，即 CDS），与现金流 CDO 相比具有隔离信用风险、较短的到期日、较低的筹资成本等多个好处。而市

场价值结构 (Market Value Structure) 与套期保值基金类似。

作为一种金融衍生产品, CDO 的风险不言而喻, 其主要的风险包括系统性或模型风险、抵押物信用风险、结构性风险、市场参与者风险等等。以模型风险为例, 最具代表性的是评级机构所采用的统计方法的恰当性、模型中所采用的各个评级机构自己建立的违约和回收数据的准确性和预测能力等, 都会影响到不同层级 CDO 的评级结果, 进而影响到投资者的利益。次贷危机中对 CDO 级别的调整也成为评级机构被广泛诟病的重要原因之一^[6], 事实上不同评级机构对 CDO 的评级存在很大的差异 (参见表 2), 这也要求投资者在参考评级机构的观点时保持应有的谨慎, 尤其需要对评级模型有一个仔细的检视, 对模型所依赖的违约回收率假设、资产组合中的违约相关性假设等有全面的了解。

表 2 不同评级结构 CDO 评级方法的比较

评级机构	CDO 评级模型	特征	评级结果
穆迪	仿生扩展技术 (BET) 计算违约分布	从上到下, 使用的是一个组合法来评级	违约率评价结果准确率不高, 但违约回收的假设更为谨慎
惠誉	违约向量模型计算 违约分布	从下到上, 采用的是一个资产-层次的方法来评级; 采用多期实际组合模拟; 蒙特卡罗模拟	违约概率的分布非常分散, 模拟结果出现一个右部厚尾现象, 因此模型估计的违约率水平相对较高
标准普尔	CDO 估值器	资产支持模型, 单期模拟 蒙特卡罗模拟	与惠誉类似, 但使用单期模拟

2. Abacus 2007 AC-1 交易

这是一种典型的合成式 CDO 交易, 作为票据的发行方, 高盛公司无需真正拥有作为抵押的 RMBS 证券, 而是将 CDO 与这些 RMBS 的业绩表现联系在一起即可, 通过 RMBS 的涨跌来结算交易双方的盈亏。具体的交易结构如图 2 所示。

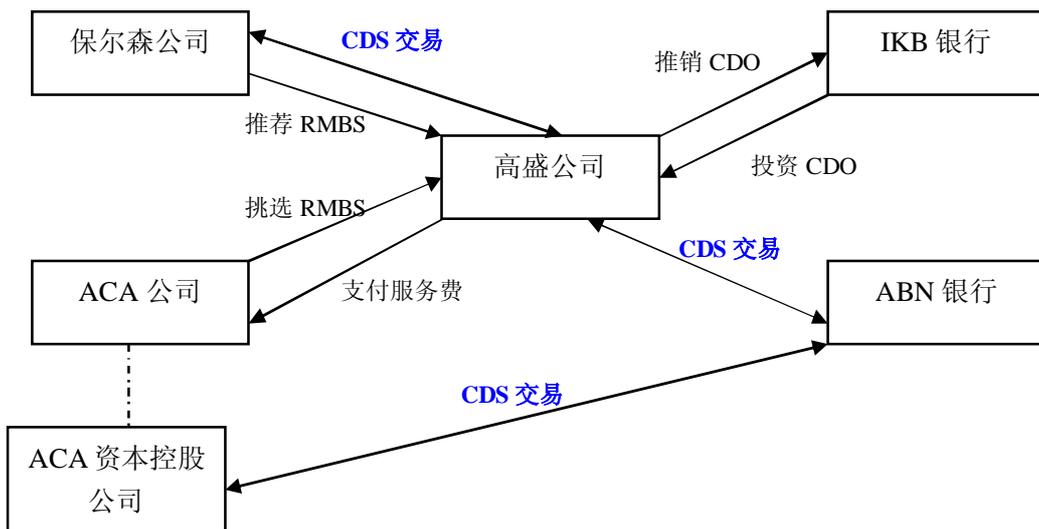


图 2: Abacus 2007 AC-1 交易结构图

图 2 中涉及的交易程序及市场参与者如下:

(1) 保尔森公司 (Paulson & Co. Inc.) 提出构造 CDO 交易意向

保尔森公司是该交易的定制方。该公司成立于 1994 年, 是一家著名的套期保值基金。

2006年，保尔森公司的掌舵人——约翰·保尔森（John Paulson）十分不看好美国住宅市场，因此创建了两个基金——保尔森信用机会基金（Paulson Credit Opportunity funds），希望从中获利。随后保尔森找到高盛，希望定制一款 CDO，并向高盛公司推荐了构成资产池的住房抵押支持证券（提供一份可供选择的 RMBS 名单，初始资产包括列有 123 只住房抵押贷款支持证券的资料），在交易完成后支付给高盛构造和营销 CDO 的中介服务费 1500 万美元。

（2）高盛公司同意交易，并充当交易中介

高盛公司（Goldman Sachs）1869 年创立于美国纽约，是全球历史最悠久、经验最丰富、实力最雄厚的投资银行之一，于 1999 年 5 月 7 日在纽约证券交易所挂牌上市¹。

在 2006 年末高盛与保尔森接触之后，同意接受该笔交易。但由于当时的美国住房市场已呈疲态，以 RMBS 为基础资产构造的 CDO 很难得到市场的青睐，在此背景下就需要有独立的、有一定品牌声誉的第三方来为这些证券背书，以换取投资者的信任，于是高盛找到了 ACA。并在 ACA 和保尔森的共通参与下，完成了基础资产池的构造，进而将这些 RMBS 打包成 CDO，推销给投资者。

（3）ACA 公司，CDO 基础资产的挑选代理机构

这是一家专门负责挑选 CDO 投资组合的中介服务机构，对 RMBS 的信用风险分析有独到之处，并受到市场投资者的认可。作为一家专业的金融服务公司，ACA 在 2006 年末时管理了 22 个 CDO 项目，涉及资产总额高达 157 亿美元。也就是说 ACA 是 CDO 交易的一个佼佼者，该公司的挑选本身是一种品牌担保，经过其挑选的资产组合，能使投资者有信心购买这款合成式 CDO。ACA 根据高盛（从保尔森处转手）提供的 RMBS 名单，并经过多次会议、电子邮件、电话等交流和讨论，最后确定了涉及 90 个 RMBS 基础资产的资产池，交由高盛据此构造合成式 CDO。

（4）IKB 银行，投资者

这是一家规模较大的德国银行，总部设在德国杜赛尔多夫，历史上的业务专注于中小规模公司贷款。大约在 2002 年左右，IKB 开始进入证券化资产的买卖业务，涉及消费信贷风险资产等，后逐步扩大到美国的中等或次级抵押支持证券，并成立了专门的抵押业务部，积极参与到 RMBS 作为资产池的 CDO 市场中。

在得到了高盛有关 Abacus 2007 AC-1 有关宣传资料后，以面值购买了 5000 万美元的 A-1 类票据，此类票据被穆迪评为 Aaa，标普评为 AAA，收益率为伦敦隔夜拆借利率（LIBOR）+85 个基点的变动利率；购买 1 亿美元的 A-2 类票据，此类票据级别同上，但在资本结构中处于较低层级，受偿次序靠后且风险较大，收益率为 LIBOR+110 个基点的变动利率。

（5）ACA 资本控股公司、ABN 银行及相关的 CDS 交易

所谓的信用违约掉期（credit default swap，CDS）是针对信用风险的保险，CDS 建立在双方私下谈判的基础上，是一种柜台交易式的双边契约，这是该笔交易的核心之一。保尔森向高盛购买这款产品（Abacus 2007 AC-1）的信用违约掉期（CDS）。由于这款产品是高盛作为 SPV 发行的，且得到了专业金融服务公司 ACA 的背书，因此市场上愿意为此产品提供保险的公司大有人在。其中 ACA 的母公司——ACA 资本控股公司就通过其全资子公司 ACA 金融担保公司为不同的结构性融资产品提供担保保险业务。大约在 2007 年 5 月 31 日左右，ACA 资本将 Abacus 2007 AC-1 的较高层级的资产部分作为保险对象，与 ABN AMRO Bank N.V.(ABN)签署了 CDS 协议，每年收费为 50 个基点；而 ABN 是当时欧洲最大的银行之一，与高盛和 ACA 签署了一系列的 CDS 交易。

大量的 CDS 协议也成为该表交易中风险套期和盈亏结算的最主要工具，也是合成式 CDO 业务的基础。在典型的 CDS 合约中涉及到两个交易方——看跌方和看涨方，看跌的一方需要购买信用风险的保护，并支付一个固定费用（或保险费用）给信用保护的出售方，在合约期间当特定的信用风险事项发生后，看涨的一方（信用风险保护的出售方）则需要向购

买方支付补偿，常见的 CDS 合同中约定的信用风险事项包括公司的破产、债券或其他债务的违约等。本文以下面的例子为佐证进一步说明 CDS 的交易。

假设 2010 年 1 月 1 日银行为某客户发放了一个 5 年期、100 万元的贷款，每个季度收取利息。作为信用风险的看跌方，该银行向保险公司购买了一份 5 年期的 CDS，溢价为 600 个基点（6% 的保险风险溢价），则该交易的结构如图 3 所示。

基于上述资料，可以计算出银行每季度需要支付的保险溢价费用为 1.5 万元（ $100 \times 6\% / 4$ ）。假设 2013 年 5 月 31 日客户违约（如该客户破产），且银行仅能够回收 50% 的贷款本金，则保险公司需要赔偿银行的损失为 50 万元（ $100 - 100 \times 50\%$ ），同时银行则需要向保险公司支付客户自最后一次偿付至违约时的风险溢价保险（最后一次客户支付利息的时间为 2013 年 3 月 31 日），即银行还需要支付的保费为 1 万元（ $2/3 \times 1.5$ ）ⁱⁱ。

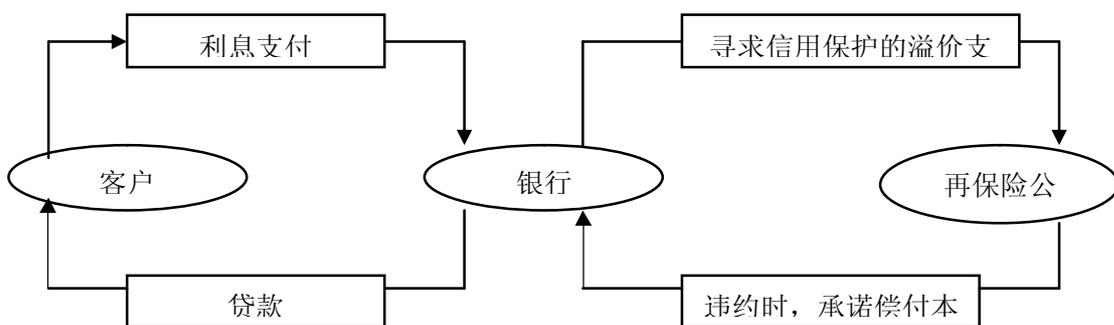


图 3：典型的 CDS 交易结构

通过上述交易可以看出，CDS 交易本身是一种对赌协议，即银行与再保险公司以客户未来是否违约作为标的进行对赌交易。本例中是以贷款为标的资产，而实务中作为标的的资产可以是债券、RMBS、CDO 等，高盛事件中的标的就是 Abacus 2007 AC-1 这种合成式 CDO。

二、Abacus 2007 AC-1 交易结果及分析

1. 交易结果

Abacus 2007 AC-1 交易于 2007 年 4 月 26 日完成构造、营销等一系列交易，然而到了 2007 年 10 月 24 日，该合成式 CDO 的资产组合中有 83% 的 RMBS 被评级机构降级处理，17% 被放在了负面观察（negative watch，一种表明评级机构对未来信用质量变化的观点）名单中。而到了 2008 年 1 月 29 日，上述 CDO 基础资产 99% 发生降级。至此，IKB 所投资的 A-1 和 A-2 类票据几乎一文不值，直接损失了 1.5 亿美元，而这些资金的绝大部分都因为高盛与保尔森签订的 CDS 协议而支付给了保尔森。

2007 年底，ACA 资本控股公司经历了严重的财务困境，并于 2008 年初与交易对手形成一个全球解决方案，来有效解决 690 亿美元的 CDS 交易，其中大约 260 亿美元与 2005-2006 年间的次级 RMBS 相关。目前 ACA 资本控股公司作为一个独立的金融担保保险公司运营。

2007 年末，ABN 被一家包括苏格兰皇家银行（RBS）在内的银行财团收购，2008 年 8 月 7 日，RBS 支付了 8.4 亿美元来解除 ABN 与高盛之间的 CDS 交易头寸义务，而这部分资金绝大部分根据高盛与保尔森签订的 CDS 协议而支付给保尔森。

也就是说，Abacus 2007AC-1 交易中，高盛得到了 1500 万美元左右的中介服务费用；保尔森通过 CDS 交易获得了大约 10 亿美元的收益；而 IKB 和 ABN 则损失了 10 亿美元。

2. 高盛存在的问题

根据已经披露的资料，SEC 在此交易的调查过程中，获得了大量的包括电子邮件在内的证据，并起诉高盛在 Abacus 2007-AC1 交易中隐瞒了最关键的信息——保尔森参与了该合成式 CDO 基础资产的选择，且保尔森公司本身看空美国的房地产市场，这种利益冲突影响

了交易的公平性，涉嫌欺诈和误导投资者。

（1）高盛涉嫌误导 ACA

在交易构造的过程中，ACA 知道保尔森对这款产品感兴趣，而高盛负责构造该产品的负责人图瑞则暗示 ACA，保尔森将对 Abacus 2007 AC-1 的资本结构中较低层级（基础资产违约后首先受损）的部分感兴趣，这给 ACA 的信号是保尔森将与 CDO 的投资者在长期利益上保持一致。换句话说，如果 ACA 已经知道保尔森看空 RMBS，则可能不会愿意让保尔森在相关组合的选择中扮演如此重要的角色，因为这将给 ACA 带来严重的声誉风险。事实上保尔森提供的基础资产名单中，多数涉及加利福尼亚、亚利桑那、内华达和佛罗里达等州的住房贷款，而当时这些地方的房价已经大幅飙升，保尔森确信美国楼市已经过热，抵押贷款违约将会增多；同时这些 RMBS 的基础资产中可调节利率抵押品的比重很高、借款人的信用评级相对较低，也就是说当违约率上升时首先受到冲击的就是这些 RMBS，这种利益冲突本身使得 CDO 的构造带有明显的利益倾向性。

（2）营销资料可能误导投资者

在 Abacus 2007 AC-1 的发行和承销资料中，高盛声称是由一定市场声誉的专业金融公司 ACA 全权负责了投资组合的挑选，但丝毫没有提到与 CDO 投资者利益对立的保尔森在挑选参考组合中所扮演的重大角色，事实上很多投资者得到了相反的印象，即因精明投资观点而广受市场推崇的保尔森打算买进该款 CDO 的权益投资部分，这无疑误导了投资者的决策。

由于所有的发行文件中都是将 ACA 作为证券挑选的代理机构进行披露，没有指明保尔森基金在基础资产选择中所扮演的重要角色，结果可能导致 IKB 银行、ABN 等机构投资者受到误导并遭受重大损失。

（3）信息披露存在瑕疵

除了保尔森在基础资产选择中所扮演的重要角色以及保尔森看空美国房地产市场可能带来的利益冲突之外，高盛与 ACA 之间可能存在的关联关系也没有完全披露。根据高盛 2010 年 5 月 3 日披露的有关诉讼文件显示，ACA 公司的 CEO 罗森曼（Alan S. Rosenman）与高盛的执行董事、法律顾问副手伯曼（Frances R. Bermazohn）是婚姻或同居关系，这表明两家公司同样关系密切，可能会影响到交易的公允性和 ACA 的独立性。

高盛事件的反思

作为银行业的翘楚，高盛的业绩表现有目共睹，以 2000-2008 年为例，高盛的平均税前毛利率高达 29%，在财富 500 强的所有行业中高居首位。但此次 SEC 的调查和起诉，以及伴之而来的股东集体诉讼，对高盛市场声誉的负面影响不可小觑。而 CDO 交易中所揭露的问题，值得银行机构、监管者、投资者借鉴。

1. 高盛的教训

（1）小业务也会带来大麻烦

作为老牌的投资银行，高盛的业务可以分为三块，分别是投资银行业务、资产管理和证券服务业务、交易和本金投资业务（Trading and Principle Investment）ⁱⁱⁱ。其中交易和本金投资业务收入所占的比重最大，1999 年高盛此类业务的收入为 57 亿美元，占收入总额的 43%；2009 年该项业务的收入则高达 344 亿美元，占当年净收入的比重超过 76%。商业和住房抵押证券及贷款产品的交易，以及其他资产支持证券和衍生工具的交易都属于此类业务。

前文讨论的 Abacus 2007AC-1 交易，仅是披露出来的众多合成式 CDO 交易之一。实际上在 2004 年 7 月至 2007 年 4 月之间，高盛共重建了 23 个类似的“Abacus”交易，而这些 CDO 交易与住房抵押支持证券的表现关系密切，据此高盛发行了至少 78 亿美元的票据，但

由于此类 CDO 的杠杆性质，上述票据所代表的风险要高出面值很多倍，确切的乘数则依赖于每个 CDO 交易的层级及合约条款设计，换句话说，披露出来的问题也许仅是冰山之一角。

高盛并不是住房抵押产品市场的佼佼者。根据高盛历年的年报及相关披露资料显示，公司来自住房抵押相关业务的收入比例很低，2003-2008 年间，来自抵押相关产品（包括商业地产和住宅地产）的业务收入不超过公司总收入的 2%；其中广为诟病的 2007 年，高盛从住房抵押相关产品中获得的收益不足 5 亿美元，是该年总收入的 1% 左右。事实上，在危机从次贷市场蔓延至整个住房抵押产品的过程中，2008 年高盛在有关住房抵押相关产品上的损失总额已经高达 17 亿美元。表 3 的数据也表明高盛在结构性融资产品中的影响力并不大。

表 3：高盛在次级 RMBS 和 CDO 市场的份额一览

高盛的市场份额	2005	2006	2007
次级 RMBS	4.6%	6.1%	<4.2% ¹
CDO	8.8%	8.9%	5.7%

1: 根据 Inside Mortgage Finance 所公布的数据，2007 年仅有承销排名前 10 的数据，其中第 10 为是美洲银行（BOA），市场份额为 4.2%，高盛不在前 10 的名单中，因此推断高盛的市场份额低于 4.2%；

资料来源：Inside Mortgage Finance and Asset Backed AlertGS

转引自：Goldman Sachs: Risk Management and the Residential Mortgage Market, April 23, 2010

但即使是这样占比不大、收益不高的业务，仍然将高盛推到了风口浪尖之上，暂且不论其可能因与 SEC 和解将要支付的巨额罚款以及投资者集体诉讼可能带来的潜在损失，其市场声誉的毁损可能带来的负面影响就是难以估量的一笔损失，这已经从高盛近期的股票市场表现以及评级机构的观点中体现出来。尽管高盛及其高管辩称自身并无过错，但其中暴露出来风险管理问题、信息披露问题、高管诚信问题，仍然值得业绩警醒，尤其是投资者关系的管理问题需要其认真面对。

（2）风险管理应强化

高盛的风险管理有很多值得借鉴的地方，例如其核心信条是日常采用“盯市”会计（mark-to-market accounting，是公允价值计价的一种），也就是说每日将公司的金融资产和负债与当前的市场水平协调一致，这样就能够从市场的波动中及时掌握有关资产或负债的价值变动情况，并将其与事先确定的风险限额核对，从而迅速做出出售或购买以及长短期的资产负债匹配等决策。此外，公司的风险管理委员会、风险管理部、审计部等都在风险的识别、管理和监控中扮演着重要的角色，而针对不同业务设定的风险限额则在控制不同交易、产品、业务和市场的风险方面发挥重要作用。

然而，此次高盛被诉事件中所涉及的合成 CDO 产品，也在一定程度上揭示了其风险管理框架的不足，例如每个 Abacus 交易都具有复杂的风险特征和杠杆性质，需要由抵押资本委员会（Mortgage Capital Committee）批准，但这个委员会仅仅由大约 12 名高级经理构成，而没有任何独立董事参与复核或批准；图瑞等高管人员参与产品的设计时，将创造收入作为优先考虑的目标，而没有将风险的分散、减轻或有效管控放在重要的地位。

此外，高盛的薪酬体系也在此次案件中受到批评。事实上保尔森之前找过当时的另一家投行贝尔·斯通（后在次贷危机中被摩根收购）进行类似交易，但该公司以声誉风险为由拒绝了该交易。相比之下高盛的图瑞接受该项交易，一个重要的原因被认为是图瑞可能从高达 1500 万美元的中介服务费中获得不菲的奖励。在高盛推出 Abacus 交易期间，公司的薪酬和福利费用从 2004 年的 96.5 亿美元上升至 2007 年的 201.9 亿美元，占同期净收入的比重高达 44%。尽管高薪酬是保持和吸引高级人才的必要手段，但如何避免不恰当的激励制度可能带来的管理层道德风险，应是银行业关注的问题。

（3）诚信与道德观的重要

风险管理框架中将诚信与道德观作为内部环境的重要组成部分，在企业文化中予以强调，并日益成为企业参与市场竞争的一个重要手段。尽管此次案件中披露出来的资料还无法对高盛的责任作出明确的认定，但隐瞒相关信息以获取利润是高盛无法否认的事实。Abacus 产品是由图瑞等人设计并出售的，而美国参议员常设调查小组的结论指出，仅 2007 年高盛通过做空数种抵押贷款担保债务凭证，就获得了高达 37 亿美元的利润，这显然也是建立在交易对手的亏损基础之上的。如果这些交易是建立在交易双方信息对称的基础之上，是双方根据自己的经验和分析作出的理性选择，那么盈亏自负本无苛责之处。但从曝光的 Abacus 2007 AC-1 来看，高盛为了达成与保尔森的交易，在引入 ACA 的过程中以及向 IKB、ABN 的推介资料中，都涉嫌蓄意隐瞒了相关信息，这是对诚信与道德观的一种背离，市场参与者将其行为与道德沦丧联系在一起。诚信与道德观是内部环境的重要构成部分，也是企业参与市场竞争、实现目标的基础所在，如果企业获得的经济利益是建立在欺诈、不公平交易的基础上，那么其后果必然是市场声誉的名声扫地，企业的长远发展也必受到很大的掣肘。

2. 监管当局的反思

高盛案件中涉及的合成式 CDO 是一种场外交易的衍生品。自 20 世纪 70 年代资产证券化在美国引入之后，伴随着资产证券化市场的繁荣和信用市场的扩张，建立在传统信用工具基础之上的金融衍生品得到了超常规的发展，但对这些衍生工具、尤其是场外衍生品交易市场则缺乏足够的监管。就高盛的 Abacus 交易而言，哪些信息应该披露、哪些信息不应该披露至今尚未形成一致观点。而高盛在美国国会听证会上的辩词则坚称其“按照股东和监管者的期望管理了相关风险”^{iv}。高盛总裁劳埃德·布莱克费恩（Lloyd Blankfein）提及的抗辩理由包括：事实上在与保尔森的交易中高盛也损失了 9000 万美元；不向 ACA 披露“对手方”是市场惯例；作为金融中介，屏蔽对冲基金参与者及 CDS 对赌的交易双方的信息“符合行业惯例”，但这些观点能否得到监管者以及投资者的认同还存在很大的争议。

正是由于场外衍生品交易市场的监管不足，以及合成式 CDO 可以根据客户的风险承受能力定制等原因，使得高盛的法律风险存在很多难以举证之处。在 CDO、CDS 这种“你情我愿”的对赌协议中，不同层次、不同风险偏好的客户都能够各取所需，在理论上有利于价格发现和市场资源的优化配置，但由于缺乏交易所竞价机制以及必要的信息透明度，如何避免场外交易中可能存在的信息欺诈、背信弃义、大银行滥用信息优势等风险，值得监管者深思。

美国监管部门近来强力推动金融监管改革，其中对场外衍生品交易市场也提出了一系列的监管目标，包括促进市场的效率和透明度、禁止市场操纵、欺诈及其他市场滥用行为、保证衍生品不会不适当地出售给没有经验的投资者等等。这些改革的方向得到市场参与者的首肯，但如何将这些改革措施落实，并切实保护市场的公平、透明和有效，仍有待实践的检验。

3. 投资者的教训

在高盛案件中，IKB 银行损失了 1.5 亿美元；ABN 银行损失了近 8.4 亿美元。但值得玩味的是，出事之前这两家机构在各自的领域内都享有盛誉，是所谓的“专业投资者”，理应具备识别和评估风险的能力，换句话说两家机构都不是第一次参与这种 Abacus 交易，甚至说是 CDO 市场的积极参与者，但最终都遭受了巨额损失。造成其损失的原因是多方面的，既有美国次贷危机影响之深之广的因素，也有高盛信息披露误导的原因，更是自身不够专业的体现。这个教训告诉我们，即使是专业的机构投资者，也需要对市场中的信息作出甄别和再加工，而不要盲目将自己的投资决策完全建立在诸如高盛、ACA 等其他专业机构的工作之上。

更为重要的是，投资者在选择金融衍生交易时目标是定位在风险套期还是追逐利润上。在 CDO 这类场外衍生品交易市场中，确实存在信息不对称的情况，交易双方自身的信息获取能力、分析能力不同，对潜在抵押的金融资产价值及风险的判断也有差异，但机构投资者至少应该有自己的执业谨慎，在充分权衡相关风险与收益的基础上结合自身的目标作出选择。

结语

发达市场中每一次爆发的丑闻，都让投资者得到很好的教育。此次高盛事件中爆发出来的衍生品交易监管漏洞、华尔街投行不顾声誉的逐利行为以及投资者可能面临的信息不对称，值得市场参与各方的反思。表面上高盛公司在 Abacus 2007 AC-1 的交易中获得了 1500 万美元的中介费用，但与其与 SEC 的和解成本可能高达 10 亿美元（补偿投资者的损失），而这不能保证没有其他的股东或交易对手提出新的控告，更不能保证是否仅有 Abacus 2007-AC1 这一个 CDO 产品有信息披露的问题，对美国整个 CDO 市场的影响也难以评估。不可否认，金融衍生品交易是一把双刃剑，不同风险分布及风险偏好的投资者都可以在此类交易中找到自己的市场位置，用好它可以起到有效套期保值、降低风险的作用，而用得不好则可能身败名裂。对我国这样的新兴市场而言，深入了解此类交易的流程和风险，并建立起切实可行的监管框架和风险管理程序，是监管者、投资者和商业银行的必然选择。

【基金项目：本文是上海立信会计学院资助项目（编号 1139IC09KJYJ07、CXY0902）的阶段性成果，并得到上海市教育委员会重点学科建设项目资助，项目编号：J51701】

ⁱ 2008 年次贷危机中，股神巴菲特通过旗下的伯克希尔·哈撒韦公司对高盛注资 50 亿美元。同年 9 月 21 日，高盛成为一个传统的银行控股公司，并获得联邦问题资产救助计划（federal Troubled Asset Relief Program）100 亿美元的基金帮助（由美国财政部以优先股投资的方式存在）。尽管次贷危机给高盛带来很大冲击，但其 2009 年净收入高达 451.73 亿美元，同比增长 103%；净利润则达到 133.85 亿美元，同比增长 476%。

ⁱⁱ 在 CDS 交易中，客户违约时可以有二个可供选择的处理程序或原则，一是物理交割；二是现金交割。在物理交割时，银行不再保有客户资产，而是将贷款或债券等资产直接转手提供给保险公司（按名义价值），保险公司然后按照该标的的名义价值支付相应的现金给银行；在现金交割中，保险公司不需要持有客户资产，而是根据标的资产的面值减去违约后该标的资产的可回收率（回收率按照市场交易商的报价或者违约后的一段期间的可观察市价确定），将差额支付给银行。本例的计算中采用了现金交割的方式。

ⁱⁱⁱ 作为做市商，高盛此部分业务有两类交易平台，一类为代理交易系统（agency trading system），意味着买卖双方自己成交，高盛作为中介，撮合双方交易并收取佣金；另一类交易为本金交易系统（principal trading system），即在得到交易请求后高盛接受对方条件，自己与客户成交，不收取佣金。

^{iv} Prepared remarks by Lloyd C. Blankfein, Chairman and Chief Executive Officer. April 27, 2010.

参考文献：

[1] Stephen P.D.' Arcy, James McNichols, and Xinyan Zhao, 2009, A Primer on Credit Derivatives, [W]:1-60.

[2] BIS, 2008, BIS Semi-annual OTC Derivatives Statistics at end-June 2008. <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

[3] Brown, Mark, "Volume of Swaps contracts declines", [J]the Wall Street Journal. 13 Nov. 2008

[4]SEC Charges Goldman Sachs with Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages, 2010-59, April 16, 2010, <http://www.sec.gov>

[5] The Bond Market Association, 2004, CDO Primer.[R]1-57.

[6]袁敏.次贷危机、资信评级与评级质量改进[J].证券市场导报, 2008, (12):P15-23.