

在政府救援的大背景下 改革薪酬制度:适当地 激励金融机构的高管

[美]杉杰·哈盖特*

[美]罗伯塔·罗玛诺**

沈伟***

杨立龙****

魏鹏程**** 译

目次

一、介绍

二、以股权为基础的薪酬激励机制和金融危机

(一) 以股权为基础的薪酬激励机制的合理性

(二) 为什么薪酬激励机制率先成为立法规制对象?

(三) 美国金融机构高管薪酬规制

三、建议:以限制性股票的形式进行薪酬激励

* 科罗拉多大学金融学教授。

** 耶鲁大学法学院斯特林讲座法学教授和公司法研究中心主任、美国艺术与科学研究院院士、欧洲公司治理协会会员、美国国家经济研究局研究员、美国法与经济协会和法律实证研究会的前任会长,以及《法学、经济学和组织》期刊前任联合编辑。

作者感谢 Ian Ayres, Lucian Bebchuk, Victor Fleischer, Ronald Gilson, Steven Kaplan, Edward Rock, Karin Thorburn 等人以及纽约大学、西北大学、宾夕法尼亚大学和耶鲁大学相关项目参加者和第四届 ECFR 讨论会与与会者的意见和评论。本文的英文稿是 Randall Thomas 和 Jennifer Hill 编辑, Edward Elgar 出版社 2012 年出版的 Research Handbook on Executive Pay 一书中的一章。本文的部分内容出现在 Yale Journal on Regulation, vol. 26, no. 2, pp. 359-372 (Summer 2009) 和 European Company and Financial Law Review, vol. 7, no. 2, pp. 273-296 (July 2010), 版权持有人 Edward Elgar (2012), Yale Journal on Regulation (2009), P. O. Box 208215, New Haven CT 06520-8215 和 Walter de Gruyter GmbH & Co. (2010) 给予了许可。作者特此感谢。

*** 上海交通大学凯原法学院教授。

**** 上海交通大学凯原法学院 2011 级硕士研究生。

- (一) 建议简述
- (二) 限制性股票建议详解
- (三) 本文建议的注意事项
- (四) 与另一种方法的比较:债务证券形式的薪酬

四、结论

关键词 金融危机 高管薪酬 限制性股票薪酬 债务证券式薪酬

一、介绍

大量的因素已被认定推动了持续发酵的全球金融危机,其中包含了从不明智的政府政策到不充分的或者有缺陷的风险监控和激励机制作用下的金融机构市场约束的缺失。^[1] 这样的政府政策包括美联储的低利率和主导住房抵押市场(residential mortgage market)的政府支持实体(government-sponsored entities)承担次贷风险的推动政策。这些政策为的是让那些不能通过其他途径购买房子的人拥有房屋,但催生了房地产行业的泡沫,并且增加了对银行资本和机构投资者的控股要求,这些要求取决于那些有利益冲突或者不合适(抑或两者都是)的机构的信用评级——只要次级抵押贷款证券化资产达到3A信用评级。被确定的不充分的市场约束包括所有权限制、存款保险诱使的道德风险和无效的审慎规制,包括相比于传统资产更加有利于证券化的次级贷款的资本要求。同时,导致金融危机的内部组织因素包括依赖于高杠杆和长期资产短期融资(short-term financing of long-term assets)的商业战略、依赖于假设条件与实际严重不符的风险与估值模型(risk and valuation model)以及设计欠佳的薪酬激励机制。这些无数的因素,作为一个整体,导致了风险过度,这些事后可以很容易观察到——后见之明。

但是,在记录导致金融危机众多因素的长长清单之中有一项一直是所有国家改革议程的焦点:高管薪酬。在美国,许多立法及监管措施已经规制了接受政府援助的金融机构的高管薪酬。许多欧洲国家的政府已紧跟着制定了类似的监管策略,同时欧盟竞争事务专员宣布将会根据金融

[1] 更多关于导致这次金融危机的政府政策、市场失灵和组织内部因素的分析,可见诸如:Charles W. Calomiris, “The Subprime Turmoil; What’s Old, What’s New, and What’s Next”, Columbia Business School Working Paper (2008), <http://www1.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/3182/What%20sOldNewNext.pdf>; Gerard Caprio Jr., Asli Demirgüç-Kunt and Edward J. Kane, “The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons, Not Scapegoats”, Manuscript (2008), <http://www2.bc.edu/~kaneeb/>; and Richard J. Herring, “Risk Management and Its Implications for Systemic Risk, Testimony before the Senate Banking Committee, Subcommittee on Securities, Insurance and Investment” (June 19, 2008), http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/Herring_Senate_Testimony.pdf。经济学家有更多的分析:由于证券化资产的不透明,次级抵押贷款违约激增是如何导致商业票据和信贷市场的瘫痪,造成了主要金融机构融资的回购市场的银行业恐慌。参见 Gary B. Gorton and Andrew Metrick, “Securitized Banking and the Run on Repo”, Yale ICF Working Paper No. 09-14 (2009), <http://ssrn.com/abstract-1440752>; Gary B. Gorton, *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007* (New York: Oxford University Press, 2010)。

危机期间接受政府援助的情况检查银行薪酬体制。^{〔2〕} 对于一个信息丰富的观察者而言,这一系列事件初看上去或许有些怪异,因为基于多方面的考虑,更紧迫的已经被认定为导致金融危机的首要问题是监管问题。此外,现有的最佳证据表明更受质疑的薪酬激励形式——股票期权——看起来在金融危机中并没有对金融机构的表现有明显不利的影响,故而,它不大可能是全球信贷危机背后的关键作用因素。^{〔3〕} 话虽如此,在本身更易哗众取宠的民主政治中,高管薪酬体制一直是媒体关注的焦点,并且很容易引起政治波澜。当前的金融危机也不例外,因为金融机构高管和交易员们自己拿了大头,而纳税人不得不为此买单(为金融机构的损失兜底)就成了臭名昭彰的例子。

考虑到政界对于金融机构高管薪酬机制的普遍不安以及相应的已经实施的监管限制,本文提出了相对于被议会采用的方法和学界最近提出的以债务为基础(debt-based)的方法更优的监管方法。简单地说,这里提倡所有的薪酬激励采用限制性股票和期权(restricted stock and options)的形式——所谓的限制是指,在权利人最后一个工作日起算至少两到四年的时间内,这些股票不能出售并且这些期权也不能行权——尽管可以允许支付给高管适当(数额)的报酬以解决税收、流动性、过早离职等方面的顾虑。这个建议需要满足我们会认为是常识的三个标准,而经济学表明薪酬方案不仅需要提供适当的激励,还须为投资者和公众所理解:薪酬方案应当简单、透明并且集中创造和维持股东的长期利益。尽管本文的建议特别针对那些应当被要求施行的金融机构,但出于保护财政的审慎考虑,本文认为所有的公司都应考虑采纳该建议。

本文结构如下:首先简要回顾以股权为基础(equity-based)的薪酬激励机制的合理性,诸如本文的建议以及为什么高管薪酬机制,特别是以股权为基础的薪酬激励机制,成为主要的监管对象。

〔2〕 Helia Ebrahimi, “Sarkozy Draws Up Plans for Global Bonus Clampdown”, Daily Telegram (August 26, 2009), 2; Jill Treanor, “Bankers Bow to Pressure on Bonuses: Darling Gets Agreement to G20 Rules a Year Early”, The Guardian (October 1, 2009), 26; BNA, “EU Will Examine Bonus Structure of Banks Seeking State Aid”, 12 Corporate Governance Report (October 5, 2009), 111. 另外,银行高管薪酬规制问题成为当前 G20 峰会议程重点。G20 峰会产生一系列准则成为各国规制高管薪酬的指引。Jonathan Weisman, “Obama Retakes Global Stage But With Diminished Momentum”, Wall Street Journal (September 1, 2009), A6; Jill Treanor, “Bankers Bow to Pressure on Bonuses: Darling Gets Agreement to G20 Rules a Year Early”, The Guardian (October 1, 2009), 26.

〔3〕 见 Marcia Millon Cornett, Jamie John McNutt and Hassan Tehrani, “The Financial Crisis: Did Corporate Governance Affect the Performance of Publicly-Traded U.S. Bank Holding Companies?” Manuscript (2009), <http://ssrn.com/abstract=1476969>(比较 2003-2006 年和 2007-2008 年期间美国上市银行业绩,发现 CEO 薪酬中期权比例较高的银行在 2008 年金融危机中表现更好)。David Erkens, Mingyi Hung and Pedro Matos, “Corporate Governance in the Recent Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide”, ECGI-Finance Working Paper No. 249/2009, <http://ssrn.com/abstract=1397685>(评估了 2007 年 1 月至 2008 年 12 月间 31 个国家的 306 家金融公司的表现,发现采用支付现金报酬而非股权激励——包括股票期权、限制性股票和长期激励——的公司损失更大)。Rüdiger Fahlenbrach and René Stulz, “Bank CEO Incentives and the Credit Crisis”, 99 Journal of Financial Economics (2011), 11-26(评估了 2007 年 7 月到 2008 年 12 月间美国 98 家银行的业绩,发现没有证据表明 CEO 较多采用期权薪酬方式的公司业绩更差而 CEO 较多采用股权薪酬方式的公司业绩更好)。Felix Sunthel, “Managerial Compensation in the Financial Services Industry”, Manuscript (2010), <http://ssrn.com/abstract=1592163>(考察了 18 个国家 77 家银行的 CEO 薪酬制度,发现在 2007-2008 年金融危机期间,薪酬类型——股权激励、现金分红或者其他方式——对于银行股本回报率没有影响,但是 CEO 持有更多股权的银行的会计盈余较多,而 CEO 持有更多激励薪酬——无论是短期分红还是以期权为基础的薪酬——的银行会计盈余较少)。就像在第二部分讨论的那样,高管薪酬的大幅度提升已经成为媒体关注和公众讨论的焦点。值得注意的是,该大幅度提升的原因之一是持续使用股票期权作为激励机制。

随后简要地描述美国应对金融危机而制定的针对金融机构高管薪酬的大量规管立法。其后需要讨论的是本文建议的运作机制,包括它如何改进国会采用的方法,它如何巧妙应对与激励结构有关的潜在批评。本文最后对最近出现的一些改革建议做出评价,这些建议包括金融机构经理采用债务证券形式(debt securities)的薪酬激励机制,作为股权形式的薪酬激励机制的替代或补充方式。

二、以股权为基础的薪酬激励机制和金融危机

(一) 以股权为基础的薪酬激励机制的合理性

关于通过使用股票和股票期权薪酬制度实现经理行为和股东利益一致有一个完备的并且被广泛接受的经济文献。^[4] 在始于2001年末的安然事件的一系列会计丑闻之前,股票和股票期权形式的薪酬制度一直被强调为提升公司业绩的关键,并且这种薪酬制度在过去十多年一直是高管薪酬最重要的组成部分。即使是美国国会在1993年废除为超过100万的高管薪酬做企业所得税抵扣时也间接承认这种薪酬激励制度的激励作用,因为这种限制仅适用于以非激励为基础(non-incentive-based)的薪酬。^[5]

在发表于1990年的一个颇有影响的研究中,迈克尔·詹森(Michael Jensen)和凯文·墨菲(Kevin Murphy)支持使用股权形式的薪酬,因为他们依据数据认为高管薪酬制度对公司股票表现基本没有有价值的对应关系——每1000美元股价变化只导致首席执行官薪酬变化3.25美元。^[6] 詹森和墨菲将这种非关联性视为需要关注的重要政策问题,并且提倡增加以股权为形式的激励薪酬。^[7] 布莱恩·霍尔(Brian Hall)和杰弗瑞·李普曼(Jeffrey Liebman)记录了薪酬激励制度在詹森和墨菲的研究发表之后的大幅增加。^[8] 首席执行官的报酬与业绩之间的灵敏度(pay-for-performance sensitivity)从1980到1999年增加了十倍。本特·霍尔斯特姆(Bengt Holmstrom)和史蒂芬·卡普兰(Steven Kaplan)主张这种向以股权为基础的薪酬制度的转变引发了公司高管的心态变化:他们开始变得更乐于进行价值增加型交易,诸如收购,以及通过内部重组、采取之前拒绝采用的行动

[4] Bengt Holmstrom, "Moral Hazard and Observability", 10 Bell Journal of Economics (1979), 74-91.; Bengt Holmstrom, "Managerial Incentive Problems—A Dynamic Perspective", 66 Review of Economic Studies (1999), 169-182.

[5] I. R. C. § 162(m) (2006). 在对高管薪酬公开批评的时点,这个规定作为公共预算协调法案(the Omnibus Budget Reconciliation Act)的一部分于1993年颁布。Nancy L. Rose and Catherine Wolfram, "Regulating Executive Pay: Using the Tax Code to Influence Chief Executive Officer Compensation", 20 Journal of Labor Economics (2002), S138-S175. 一些评论者认为这次立法导致安然事件和相关的公司丑闻。其中论点是,因为公司高管可以获得以股票和股票期权形式的丰厚报酬,故而他们有操纵会计以维持股票高价的动机。Bruce Bartlett, "Not So Suite: Clinton Tax Law Is the Problem, Not Greedy Execs", National Review Online (September 25, 2002), http://www.nationalreview.com/nrof_bartlett/bartlett092502.asp.

[6] Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", 98 Journal of Political Economy (1990), 225-264.

[7] Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, "CEO Incentives—It's Not How Much You Pay But How", 3 Journal of Applied Corporate Finance (1990), 36-49.

[8] Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", 113 Quarterly Journal of Economics (1998), 653-691.

以提高生产力和利润,因为他们更加坚定地把股东价值视为公司的目标。^[9]

(二) 为什么薪酬激励机制率先成为立法规制对象?

在2001-2002年安然和其他公司会计丑闻曝光之后,舆论的趋势转向反对以股权和期权为基础的薪酬制度。记者、政府官员、评论家、公共和工会养老基金通过媒体不断地指责高管薪酬高得离谱。激烈的言辞加剧了政治上对金融恐慌和信贷危机的对抗性反应,这始于2007年,2008年政府开始对金融机构进行援助。事态的转变并不完全是令人吃惊的,因为高管薪酬机制——在市场下跌和丑闻发生后受到平民主义者的攻击——在美国有很长的历史。^[10] 在一场困扰了监管者、金融机构和投资者的金融危机之后搜寻替罪羊的活动中,意外的是,接受政府援助的金融公司的员工获得巨额奖金成了替罪羊,这对于政府官员颇有好处,因为这将有利于把对金融危机的注意力从对危机发生有着重大影响的误导性的或未良好或拙劣地执行的政府政策上引开。

(三) 美国金融机构高管薪酬规制

自金融危机爆发以来,美国金融机构高管薪酬的监管架构已经经历了几次调整。第一次迭代发生在金融服务行业救援立法——2008年紧急经济稳定法案(Emergency Economic Stabilization Act of 2008)(EESA),该法案授权财政部可以使用资金收购银行的不良资产,即“不良资产救助计划”(troubled asset relief program)(TARP)。^[11] 紧急经济稳定法案包括了一些规定,限制不良资产被购买的公司的高管薪酬。但是随着救援计划变质成为使用TARP基金购买金融机构的股权利益而非资产,紧急经济稳定法案关于薪酬的规定变得无从适用而有限,导致了更多的对更高层次监管的呼吁。奥巴马总统怒斥华尔街高管的奖金“可耻”,呼应了民众的情绪。^[12]

国会在2009年2月通过的刺激方案就对高管薪酬问题的持续批评做了回应。刺激方案分配数百亿美元的支出用于刺激停滞的经济,其中包括修订EESA规定,就接受TARP基金援助的公司高管薪酬强加更多的限制。根据该立法,那些接受政府援助的公司的高管的薪酬激励和奖金被禁止,除非以限制性股票的形式支付,这些限制性股票在公司仍有TARP义务之前是不能行权的,并且薪酬激励被限定在高管全年总收入的三分之一。^[13] 另外,国会扩大了EESA基于“实质不准

[9] Bengt Holmstrom and Steven N. Kaplan, “The State of U. S. Corporate Governance: What’s Right and What’s Wrong?”, 15 *Journal of Applied Corporate Finance*(2003), 8-20.

[10] 比如 Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* (rev. ed.) (Boston: Northeastern University Press, 1995), pp. 25-26, 指出银行高管的薪酬是皮科拉听证会(Pecora hearings)上的焦点,并且为20世纪30年代证券监管提供了基础。Jensen和Murphy列出了自1980年代以来抨击高管薪酬过高的新闻标题。参见 Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, “CEO Incentives—It’s Not How Much You Pay But How”, 3 *Journal of Applied Corporate Finance* (1990), 36-49.

[11] Pub. L. No. 110-343, § 111, 122 Stat. 3765 (2008). 导致“不必要的且过度的冒险行为”的前5位高管的薪酬激励已被禁止,基于不正确的业绩计算的分红将被收回(“追溯机制”),并且“黄金降落伞”支付被限定为三倍年薪。另外,高管薪酬的税前扣除被限定为总计50万美元,这与现存的非业绩激励型(non-performance-based)薪酬的100万美元的税前扣除额度形成对比。

[12] Aaron Lucchetti and Matthew Karnitschnig, “On Street, New Reality on Pay Sets In”, *Wall Street Journal* (January 31, 2009), B1. 此后不久,政府颁布规定,限制CEO薪酬超过50万美元的金融机构接受政府援助。Jonathan Weisman and Joann S. Lublin, “Obama Lays Out Limits on Executive Pay”, *Wall Street Journal* (September 1, 2009), A6.

[13] American Recovery and Reinvestment Act of 2009, Pub. L. No. 111-5, § 7001, 123 Stat. 115 (2009). 此类限制适用的高管们的数量取决于接受援助的数额:它适用于公司收入最高的前25位,接受最高薪酬为5亿美元或更多。法令排除了一种例外的情况,即使在理应履行TARP义务期间,联邦政府在受惠TARP计划的公司中唯一拥有的是购买普通股股权证的保证。比如修改EESA § 111(a)(5)。其他薪酬规定则要求对高管薪酬方案进行年度股东顾问投票,禁止可能被视为“过分”或“奢侈”的花费政策,并且要求CEO和CFO个人证明任何此类支出的需求。

确的”(materially inaccurate)财务报表或者其他业绩指标的奖金追溯机制,以适用于更多的雇员(前25位薪酬最高的雇员,取代过去的前5位薪酬最高的雇员)。不足为奇的是,该法出台之后,金融机构试图迅速付清它们的TARP义务,在2008年接受援助的最大的那些企业中,到2010年只有很少——主要是非银行企业——尚未付清TARP义务。^[14]

然而,刺激方案的规定并没有满足监管冲动。2009年6月,奥巴马政府颁布了在经济刺激法案中实施薪酬规制的要求,进一步扭转立法限制,比如,命令公司实行追溯机制和通过禁止支付员工报酬对应的税收以缩紧黄金降落伞(golden parachutes)的限制。同时,更重要的是,它任命了“特别管理员”(Special Master)肩负检查和批准接受TARP特别援助的公司里薪酬最高的25位高管的薪酬安排之责,同时也检查那些公司的所有高管和前100位高薪雇员的薪酬“结构”。^[15]特别管理员更进一步被要求检查任何支付给薪酬最高的25位高管的优先奖金和薪酬以及在他认为薪酬“有违公共利益”时与之协商退还支付的薪酬。^[16]

最后,在2009年10月,美联储提出新的关于银行机构薪酬实践的监管指南,并且启动了两个监管方案和一个正在进行的针对银行业薪酬实践是否符合监管机构认定的最佳范例的检查,从而旨在扩大特别管理员适用范围——超出少数接受特殊政府财政援助的大型机构——到所有的银行。^[17]指南特别规定了银行被期望具有薪酬的“政策、程序和体制”,以及应当遵守的三个一般原则(“平衡的风险承担激励、有效控制与风险管理兼容、强硬的公司治理”)。这不仅适用于高管(特别管理员对接受TARP援助者的监管焦点),而且适用于低级别的雇员,包括交易员和信贷员。^[18]最终版本的指南于2010年6月发布,本质上和提议的版本类似,其中有一些细微的修改,尤其是针对一些没有采用薪酬激励制度的小银行,和术语澄清,以及银行监管者的声明——明确意图是“继

[14] Eric Dash and Andrew Martin, “Wells Fargo to Repay U. S., a Coda to the Bailout Era”, New York Times (December 15, 2009), B1; John Ydstie, “Pay Czar Slams Bank Executives’ Bonuses” (2010), <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=128725677&ft=1&f=1003>.

[15] Department of Treasury, “Interim Final Rule for TARP Standards for Compensation and Corporate Governance”, Code of Federal Regulations 31; Part 30 (June 15, 2009), <http://www.treas.gov/press/releases/reports/ec%20irf%20fr%20web%206.9.09tg164.pdf>. 接受额外援助的七家公司是保险公司AIG、美国银行、花旗集团和四家与汽车相关的公司——通用汽车、通用汽车金融服务公司、克莱斯勒和克莱斯勒金融公司。这七家公司高管的非限制性股票薪酬被进一步限制在50万美元。

[16] 特别管理员在2010年7月发布报告,批评了大多数在2008年接受TARP援助的大型公司的奖金支付是欠考虑的,并指出他并没有“执行权”,以及大多数机构已经偿还了TARP借款,没有要求六家尚未偿还清TARP借款的金融机构退款,因为他并没有发现任何奖金支付是“有违公共利益的”。参见John Ydstie, “Pay Czar Slams Bank Executives’ Bonuses” (2010), <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=128725677&ft=1&f=1003>.

[17] 多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)(以下简称多德-弗兰克法案)将适用于金融机构的一些规定扩展至所有的上市公司:要求上市公司采用和披露一旦重述(restatements)就实行薪酬激励“追溯”机制(扩展了2002年萨班斯-奥克斯利法案的“追溯机制”,以适用于更多的高管并且不要求因不当行为而做出重述),并且定期就薪酬问题进行股东顾问投票(periodic shareholder advisory votes)。Pub. L. No. 111-203 (2010).另外,它要求所有上市公司设立独立的薪酬委员会(自2003年起这已经成为纽交所和纳斯达克的上市要求),并且这些委员会的顾问们(律师或者薪酬咨询顾问)必须保持独立,它还要求设立更高层次的薪酬披露制度,其中包括公司中层员工薪酬和CEO薪酬的比例。

[18] Federal Reserve System, “Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies”, *Federal Register* 74: 55227-55238 (October 27, 2009); Edmund L. Andrews and Louise Story, “New Rules Seek to Force Banks to Restrict Pay”, New York Times (September 19, 2009), A1.

续定期检查大型银行机构的薪酬激励实践”。^[19] 随着薪酬制度现在成为监督检查程序的正式组成部分,监管者将继续在 TARP 义务之后对金融机构的薪酬制度施加影响,或者直至尚未付清 TARP 义务的公司关闭。

三、建议:以限制性股票的形式进行薪酬激励

(一) 建议简述

本文建议用限制性股票取代仅仅修改以股权为基础的薪酬激励形式,而不是按照国会采用的方法——限制支付的金额以及禁止支付奖金——解决金融机构高管薪酬问题,学术文献表明国会的方法既草率又没有效率。^[20] 也就是说,公司高管在一个特定的年限内不能出售股权——本文建议特定的年限是指在高管离职后的两到四年。可以判断的是,这种形式的薪酬能够给上市金融机构的管理者提供适当的激励并使其基于投资者和社会公众的利益运作业务。这将是一个令人满意的公共政策:薪酬方案为所有的金融机构采用,而不仅仅是参与 TARP 或者任何美联储和财政部为克服金融危机而创设的紧急援助项目的公司,因为联邦银行系统会补贴金融机构:它们不但参加联邦存款保险,而且可以以优惠利率向联邦基金窗口借款。故而,它们的失败将让国库处于危险之中。^[21] 在下文我们将详尽讨论,本文的建议仅仅在名称上相近于国会在刺激法案中包含的限制性股票建议,我们认为国会的建议采用了荒谬的形式。^[22]

[19] Department of Treasury, “Interim Final Rule for TARP Standards for Compensation and Corporate Governance”, Code of Federal Regulations 31; Part 30 (June 15, 2010), <http://www.treas.gov/press/releases/reports/ec%20irf%20fr%20web%206.9.09tg164.pdf>. 最终版本的指南由所有的联邦银行监管者(美联储、联邦存款保险公司以及财政部货币审查机构和储蓄机构监管机构)发出,故而适用于所有的银行,而不只是受美联储监管的银行。为了得到批准,计划里包括评论者认为监管者希望的那些因素:延期支付奖金、追溯机制和与风险挂钩的绩效薪酬,这类似于国会对 TARP 基金接受公司的高管薪酬要求。参见前注[18], Edmund L. Andrews and Louise Story, A1. 但是与国会对 TARP 接受者的严格规定形成对比的是,指南既没有授权也没有禁止任何特定形式或水平的薪酬、激励制度或者其他。

[20] 参见诸如 Tod Perry and Mark Zenner, “Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts”, 62 *Journal of Financial Economics* (2001), 453-488; Natasha Burns and Simi Kedia, “The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting”, 79 *Journal of Financial Economics* (2006), 35-67; Daniel A. Cohen, Alysha Dey and Thomas Z. Lys, “The Sarbanes Oxley Act of 2002: Implications for Compensation Contracts and Managerial Risk-Taking”, Manuscript (2007), <http://ssrn.com/abstract=1027448> 的研究。与这些文献相一致,奥巴马政府已经表明他们注意到刺激法案中的薪酬限制可能是“反生产力的”(counterproductive)并且导致美国金融机构的“人才流失”,这说明政府将会寻求修改这些规定。Sean Lengell, “Obama Seeking to Ease Limits on Executive Pay”, *Washington Times* (February 16, 2009), A09.

[21] 在 2007-2008 年的金融危机,以及早期的储蓄和贷款危机中,联邦储蓄保险基金没有充分地帮助银行业脱离困境。我们有充分理由相信将来也可能是这样的情况,见 Carmen Reinhardt and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton NJ: Princeton University Press, 2009)。考虑到金融机构在支付和信贷体系中的关键作用以及和系统性风险和传导作用的关系(即一种外部效应:一个金融机构的破产可能会导致银行的恐慌,故而投资者急于收回他们从其他银行的资产,然后其他银行也破产了),政府补助被视为是必要的。Gary B. Gordon, *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007* (New York: Oxford University Press)。

[22] 然而,我们把是否在非金融机构实施这样的薪酬政策,连同限售的具体时间,留给其董事和投资者决定,细节可以根据企业和个人的具体需求量身打造。关于针对个别公司要求量身打造公司治理机制的需求性讨论,见 Sanjai Bhagat, Brian Bolton and Roberta Romano, “The Promise and Peril of Corporate Governance Indices”, 108 *Columbia Law Review* (2008), 1858-1859, 1862-1863.

与学术文献相一致，一般而言，股票和股票期权形式的薪酬激励在整合管理者和股东利益方面是一种高度有效的机制。然而，有鉴于公众对银行机构薪酬制度的潜在不正当激励和被误导的政府监管法令方面的正当关注，本文的建议是，取代股票和股票期权，金融机构高管薪酬激励计划应当只包含限制性股票(restricted stock)和限制性股票期权(restricted stock options)，所谓的限制性是指在权利人辞职日或最后一个工作日起算至少两到四年的时间内，这些股票不能出售(或者这些期权也不能行权)。为什么建议一个两到四年的等待期呢？等待期至少要两年是因为管理者行使自由决定权管理收益——在美国现行会计惯例下，通常在一到两年之间出现。另一方面，四年是一个合理的时间，因为至少高管所做决策的中期业绩在这段时间内已经实现。^[23]

薪酬激励中的重要组成部分采用上文提到的限制性股票或者限制性股票期权形式，高管就减少了基于短期价格升值利益而进行发表公开声明、管理盈余或者接受过高风险等行为诱因。相应地，这个建议将减少意想不到的不正当的诱因操纵或者强调短期股价而非其长期价值，并仍通过以股权为基础的薪酬激励计划保持让管理者和股东利益一致的预期利益。有更加长远眼光的管理者不太可能采取轻率的商业或财务战略或者短期盈利的操作，因为他们很难在问题暴露之前就退出。事实上，数据和本文在这里的论述一致。比如说，娜塔莎·伯恩斯(Natasha Burns)和西米·凯迪亚(Simi Kedia)的研究发现，CEO拥有的限制性股票增加的时候，公司不大可能陷入财务谎报之中。^[24]

(二) 限制性股票建议详解

使用限制性股票作为高管薪酬激励形式的想法并不是本文原创的。例如很多公司有限制性股票计划，限制性股票的使用开始增加是发生在股票期权被要求计入公司财务报表之后，从而均衡了两种薪酬形式的会计处理。^[25] 相较于使用期权方式，这个变化给使用限制性股票带来了优

[23] 最近两篇文章提出了最优经理人(optimal manager)激励薪酬的理论模型，见 Alex Edmans, et al., “Dynamic Incentive Accounts”, Manuscript (2009), <http://ssrn.com/abstract=1361797>; Lin Peng and Alisa Roell, “Managerial Incentives and Stock Price Manipulation”, Manuscript (2008), <http://ssrn.com/abstract=1321903>。两篇文章的模型都表明薪酬激励的关键要件应当包括行权(vesting)期间很长的股票和股票期权。

[24] Natasha Burns and Simi Kedia, “The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting”, 79 *Journal of Financial Economics* (2006), 35-67. 另外，管理人员有大量递延补偿以及固定收益养老金计划的公司似乎更青睐于低风险投资策略。比如魏(Wei)和耶麦克(Yermack)发现非金融机构递延补偿和非金融企业的固定福利退休金的首次披露伴随着债券价格的增加、股票价格的减少，并且两种证券类型的波动下降，见 Chenyang Wei and David B. Yermack, “Deferred Compensation, Risk and Company Value: Investor Reactions to CEO Incentives”, NYU Working Paper No. FIN-09-020 (2010), <http://ssrn.com/abstract=1519252>; 并且博尔顿(Bolton)、迈赫兰(Mehran)和夏皮罗(Shapiro)检查了27家银行的薪酬披露后发现，CEO拥有较高比例递延补偿和持股退休金的银行显著减少了信用违约互换息差。信用违约互换息差提供了衡量违约风险的标准，因为这些工具确保在银行债务上违约的掉期持有人。在降低道德风险问题上这或许是让人满意的，这将在后文第四部分讨论。然而，必须注意的是，递延补偿和养老金并不等同于限制性股票，因为没有上限：延期之时(at the time of deferment)的未来回报(支出金额)是固定的，见 Patrick Bolton, Hamid Mehran and Joel D. Shapiro, “Executive Compensation and Risk-Taking”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 456 (2010)。魏和耶麦克的研究和这些数据或许与以债务为核心的薪酬建议更相关。

[25] 鉴于会计处理的变化帕森尼克(Personick)预测到限制性股票使用的增加趋势，并且解释了合理性，见 Martin E. Personick, “IRRC Governance Research Service 2005 Background Report A: Management Proposals on Executive Compensation Plans” (2005); Cremers 和 Romano 报告了限制性股票的使用在宣布期权必将于2005年行权的2003年前后有显著增加，见 Martijn Cremers and Roberta Romano, “Institutional Investors and Proxy Voting: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Regulation”, 16 *Yale Law & Economics Research Paper No. 349* (2007)。在所有其他事项都相同的情况下，公司首选的是会计准则下不列支费用的薪酬制度，因为这增加了财务报表的账面盈余。

势:如果是限制性股票,即使股票在授予之后即下跌,相比于一文不值的潜水期权(under-water options),员工仍然获得一些利益。^[26]

然而,大多数限制性股票计划在一个重要的方面不同于本文的建议:行权要求通常是三年并且高管必须在行权期末仍然在任以获得回报。^[27] 刺激法案——与奥巴马政府最初提出的计划相一致——超出了现有的计划并且接近本文的建议。前面已经提及,它既禁止了接受政府 TARP 援助的金融机构实行任何薪酬激励,除了那些直到付清政府 TARP 义务之后才能出售的限制性股票,也限制这种激励薪酬数额不能超过高管年收入的三分之一。但是本文的建议在三个很重要的方面不同于国会的法令。

首先,本文建议的限制性股票的期限与高管的聘期(聘期结束后持续两到四年)是联系在一起的,而不是和机构对 TARP 的债务联系在一起。这段持有期间(holding period)能够更好地匹配员工激励与纳税人、其他股东的利益。根据是否偿付 TARP 债务而决定是否允许出售限制性股票以激励高管迅速地偿付债务,这可能尚不成熟,且是以牺牲金融机构的长期价值为代价的。因为所有接受 TARP 援助并且履行偿还义务的机构是联邦存款保险公司服务的对象,长期利益不仅关系到股权投资者,而且对于纳税人而言也相当重要。此外,在某种程度上,迅速退出 TARP 是基于股权的长期利益,本文的建议推进了这一目标,因为更长远来看还款后持有股票继续激励高管和股权长期利益保持一致。

第二,本文的建议没有设定限制性股票的数额上限,没有像国会制定的那样,只能占高管薪酬总额的一小部分。在前文提过,薪酬激励相比于固定薪酬是一种令人满意的薪酬支付形式,故而薪酬激励不应当只占薪酬的小部分。被视为在过去十年中股权薪酬激励方式产生的问题——操纵利润或者承担无保证的风险——是这种结构的功能使然,而非薪酬激励水平引起的。实际上,在信用危机前,国会的限制让薪酬与业绩之间敏感性变得更低;这恰恰和高管薪酬计划的预期相反。

此外,实证研究显示公司会寻找规避国会对薪酬限制的途径。结果不可避免的是薪酬更高而且更不透明,因为要对规制之前的最优薪酬合同进行调整,这些调整能够并且已经对高管产生了不正当的激励。例如,在国会限制非股权激励性现金薪酬(non-equity-incentive-based cash compensation)所得税税前扣除(income tax deductibility)上限为一百万美元时,公司改变了薪酬组成方式——减少了现金薪酬部分并且增加了薪酬激励部分。^[28] 人们很容易看到其中的讽刺意味:国会旨在减少高管薪酬的决议似乎已经促进了股权性薪酬激励的迅速增长,而其中的大部分用于支付给高管的大笔薪酬正是需要调控的对象,并且或许诱发了高管进行财务作假(以支撑他

[26] Martin E. Personick, "IRRC Governance Research Service 2005 Background Report A: Management Proposals on Executive Compensation Plans" (2005), 8.

[27] 一些公司有限制性股票的计划,要求一定比例的股票被持有直到退休。如,自 2002 年开始,埃克森美孚制定了限制性股票计划,其中高管 50% 的股权型薪酬限制到 10 年或者直至退休两者中的较迟者(Exxon Mobil Corp. [2003-2010] Definitive 14A Proxy Statements);并且先于特别管理员审查之前,花旗公司要求高管持有 75% 的股权型薪酬或股权直至他们不再是高级管理员工,虽然在 2006 年之前,已在 1999 年花旗集团和旅行者集团合并后被采用的这个政策被描述成“承诺”(可能是契约性质)和被豁免的限制性股票交易计划(Citigroup, Inc. [1999-2007] Definitive 14A Proxy Statements)。但是,相对于本文的建议,这些公司给高管提供额外类型的薪酬激励,诸如现金奖金,受限于较短的等待期、行权期较长的限制性股票。

[28] Tod Perry and Mark Zenner, "Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts", 62 Journal of Financial Economics (2001), 453-488.

们的非限制性股票期权价值)。^[29]

在萨班斯-奥克斯利法案要求当公司进行财务重述时需要追溯激励性薪酬,类似的支付计划就产生了不良后果:公司增加了不可收回的、固定工资的薪酬并且减少激励性薪酬,故而为管理者增加的风险提供了保险。^[30]正如薪酬激励制度的批评者们,包括奥巴马总统,反对大笔无关于业绩的薪酬制度那样,公司适用追溯条款的实际效果恰恰与他们预期的薪酬福利效果相反。本文的建议,没有对薪酬激励的数额做出表象的、反生产力的限制,就像刺激法案一样,能够避免公司不正当的适应性行为。^[31]

第三,本文的建议适用于所有的高管和决策能够显著影响公司的员工(如自营交易员[proprietary traders]或者结构性产品的销售人员),并且像刺激法案一样,不仅仅适用于“最高薪酬”员工。更加广泛的覆盖率是必要的,因为诸如交易员一类的员工可能并不属于金融机构最高薪酬雇员的范畴,但是他们的决策能够消极地影响甚至是内爆(implode)公司。^[32]因此注意力应该指向补充管理监督,通过制定激励措施让处于机构内关键岗位的员工和长期业绩相匹配,而不是交易的短期影响。比如,美林公司高管的薪酬激励制度已经在2006年做了调整——要求持有的股份在四年内不能被抛售,然而这些条件并没有让公司在高杠杆化商业模式和证券化资产组合中免于巨额损失。^[33]

正如之前已经提及的,那些已经偿付了它们TARP义务的最大的银行机构毫无疑问很大程度上是为了规避薪酬限制的规定。撇开对这些企业可能构成系统性风险的担心,对于政府而言,向已经偿付TARP资金的公司推行限制性股票建议并不是过度延伸的,在某种意义上,这些公司仍然获得政府财政援助的其他利益(比如,有权从联邦储备银行的贴现窗口借贷或者参与有保证的短期债务或存款保险项目)。实际上,本文的观点是,应当强制要求通过其他政府担保或者援助形

^[29] 比如伯恩斯和凯迪亚发现股票期权形式的CEO薪酬很大程度上与财务报表有关,参见前注[24], Natasha Burns and Simi Kedia文,35-67。尽管相反的是,使用不同的统计方法,阿姆斯特朗(Armstrong)和拉克尔(Larcker)发现任何形式的CEO的股权形式薪酬激励与会计违规行为没有任何关联性,见 Christopher S. Armstrong, Alan D. Jagolinzer and David F. Larcker, “Chief Executive Officer Equity Incentives and Accounting Irregularities”, 14 *Journal of Accounting Research* (2010), 225-271。然而,就作者所知,尚没有公开上市的公司采取如本文建议一般的高管薪酬计划,故而这些研究发现并不能真正地告知我们只允许限制性股票和限制性股票期权形式的高管薪酬政策的效果如何。一些金融公司不允许高管在退休或者离职前出售股票(或者他们累积的大量激励性股票薪酬的实质部分),类似于本文的建议,如花旗银行(1999-2007)高级经理的股权政策。特别有趣的是以下暗示性的奇闻轶事。直到2005年汉克·格林伯格(Hank Greenberg)作为CEO退休,AIG采取的是一个长期的递延股权薪酬计划,即在与Starr国际公司(由格林伯格控制的公司,拥有大约12%AIG股权)的合约下股份直到高管退休后才能够支付(American International Group, Inc. Definitive 14A Proxy Statement [April 5, 2004] 7-10)。但是这并不是薪酬激励计划所独有的形式,因为AIG同样也有更加传统的行权期的股票期权授予计划(American International Group Inc. Definitive 14A Proxy Statement [April 5, 2004] 11)。然而,如果如格林伯格所言,直至他退休,以及退休后的薪酬激励行权期间发生变化,AIG没有从事大量的信贷违约掉期(Bei Hu, “AIG Shouldn’t Have Paid Unit Bonuses, Greenberg Says”, Bloomberg [March 26, 2009], http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aM1tb_djytxs&refer=hoMe)。那么这种行为与本文的论点是吻合的,本文的建议相较于已经存在的视野短浅的计划更能够让股东利益和高管激励相一致。

^[30] Supra note [20], Daniel A. Cohen, Alysha Dey and Thomas Z. Lys.

^[31] 我们也考虑到需要对薪酬体系进行一些调整,以弥补本文建议的对薪酬激励的约束形式,可参见,例如,下注[37]所相关的正文。

^[32] 从事小规模交易的交易员可能不会威胁到公司的金融稳定。当然,也就不会成为我们建议适用的对象。

^[33] Louise Story, “In Merrill’s Failed Plan, Lessons for Pay Czar”, *New York Times* (October 8, 2009), B1.

式且由政府担保其债务的金融机构的管理者采用限制性股票计划作为股权激励的唯一形式,整合管理层激励机制,阻止无保证的冒险行为,从而保护国库。^[34]

本文的建议还有两个更深层次的好处。其一,它存在自然的“追溯”特性,不需要复杂的机制要求高管偿还基于价值虚幻(illusory)的交易而获得的奖金。因为高管的薪酬是以股权的形式——他们离开公司后两到四年才能获得股权收益——故而他们不会获取那些不会长期存在的短期交易的利益:随着公司股价的下降,他们的“薪酬”也会耗散。换言之,如果高管获得股票后股价直接下跌,那么高管获得的价值将少于最初被授予的奖金。相较于诸如刺激法案和萨班斯-奥克斯利法案等立法规定的“追溯”机制(“clawback”)——需要特定的触发程序,如财务重述(accounting restatement),并且需要诉讼解决一系列棘手的问题,如财务报表中的某项(an item)是否是实质性的或者丧失薪酬激励是否需要主观故意,这种自动“追溯”机制对于管理人而言更简单。^[35]

其二,由于CEO会受到他(她)的继任者决策的影响,该建议对此有额外有益的作用,能够让高管更加用心地集中精力于继任计划。接触继任者决策的同时也会产生不好的影响——增强了高管为了在退休后套现而以较低的价格出售公司的诱因。但是,接受较低售价的策略需满足股东批准这一要求(无论通过要约收购股票或因公司并购或资产出售而投票),以及囿于较低的价格吸引投标竞争者的可能性。^[36]从某种意义上说,这些限制并非完美的,而是一个折衷。本文建议的成本(以“过低”价格出售的潜在可能性的增加)已被其收益(减少因不匹配的激励而从事长远来看短期利益可能会导致公司崩溃的“风险过大”的交易)所盖过。

(三) 本文建议的注意事项

本文的建议有三点值得注意。第一,如果高管被要求持有限制性股票和期权,那么他们很可能欠缺多样化(under-diversified)。这会降低高管风险调整后的预期回报(the executive's risk-adjusted expected term)。让高管的风险调整后的预期回报达到之前水平(高管被要求持有股票和期权之前的水平)的方法之一是通过授予高管额外的限制性股票和期权以增加预期回报。

为了确保限制性股票和期权的激励作用没有被多元化(diversification)的自助努力(self-help efforts)消除,参与薪酬激励计划的高管应当被禁止从事诸如股权互换或借款安排等交易,这些对冲交易可以让他们避免持有限制性股票和期权所产生的公司特定化风险(即使这还没有被法律所

^[34] 基于价值的递延信贷激励计划(value-based deferred-credit-type incentive plans),类似于限制性股票计划,可以被设计为适用于非股票(共同)机构的管理人员。小机构的系统风险对于联邦存款保险基金来说是微不足道的,小机构可以免除限制性股票的要求以换取支付更高费用的保险基金,从而说明了损失的更大风险其实是来自不甚理想的激励薪酬结构。

^[35] American Recovery and Reinvestment Act of 2009, Pub. L. No. 111-5, 7001, 123 Stat. 115 (2009); Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, § 304, 15 U. S. C. § 7243 (2006). 美国证券交易委员会已经追回了针对那些并未涉及任何错误的高管的重述费用,这是正在进行的诉讼的主题,SEC v. Jenkins, No. 2:09-cv-1510-GMS (D. Ariz. 2010),但一些诉讼问题在将来会被排除,因为多德-弗兰克法案的追溯条款不需要符合萨班斯-奥克斯利法案的要求,即重述是一个失当行为的结果。

^[36] 关于限制性股票将鼓励只涉及现金优惠的低价销售的担心,考虑到在现金交易中支付较高的额外费用(premium),这不太可能产生较股票报价而言的低估值,见 Gregor Andrade, Mark Mitchell and Erik Stafford, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, 15 Journal of Economic Perspectives (2001), 103-120(大量现金收购的异常股票的回报率会较普通股票交易高50%)。这是因为,如果出售的对价是股票或证券,高管持有限制性股票在退休后两到四年的持有期的要求会附加到这些工具上,减少了接受一个低价竞标的心愿。

限制)。^[37]当然,基于其他证券的衍生品交易,如金融业股票指数(a financial industry stock index),可以用来抵销高管在限制性股票上的利益,使高管承受较低水平的基准风险(公司股票和用于对冲的证券间无法完美地协同运动时的风险)。为了应对这种可能性,本文建议其他(不是公司特定化的)金融衍生品交易,比如对更加多的证券产品一篮子的行权(a put on a broader basket of securities),应当需要薪酬委员会或者董事会的批准。

另外,为了确保多元化不足(under-diversification)不会导致让管理者采取次优的低水平风险而不符合股东的风险偏好(特别关注的是接近退休年纪的高管行为及其希望保护已经升值的股票价值的行为),激励计划需要微调以提供更高比例的限制性期权而不是股票以激励公司领导者承担更多风险。^[38]当然为了减少管理者的风险规避行为,使用限制性期权而非限制性股票时的利弊值得权衡:基于保护国库的考量,当救援方式是存款保险形式而非政府购买股权时,一个更厌恶风险的高管或许恰恰是人们所要的。^[39]

第二,如果管理层在退休以后必须持有限制性股票和期权,这样就会增加对缺乏流动性风险的担心。为了弥补流动性资金的缺损,我们的建议是,首先基于税务减免目的而对以现金形式发放的薪酬设定更高的限制,比如说,现有的方法是,对于接受 TARP 资金援助的金融机构的高管们,以 50 万美元为限限定给付他们的薪水(对于其他的公司和雇员,则以 100 万美元为上限设定其现金形式的薪水),与之相比,则可最多支付 200 万美元给那些以限制性股票形式获得股权补偿的高管们,并恢复对激励性薪酬不设减免上限的做法。^[40]此外,85%到 90%(而不是全部)的激励型薪酬在一个给定的年限内以限制性股票和期权的形式发放,这些薪酬的发放将被延期至聘用期满之后两到四年进行。公司高管也能够较短时间内根据现存普遍的限制性股权计划或者在收到薪酬的当年得到一个适当比例的回报(在一个给定的年度有 10%-15%),而决定权则留给公司的薪酬委员会。

[37] 关于高管的对冲期权(hedging options)和股票来自于合同法、证券法以及税法的约束的讨论,见 David M. Schizer, "Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility", 100 Columbia Law Review (2000), 440-504. 需要被指出的是这些规则对于对冲期权比对于股票更加复杂和昂贵(或者至少股票不是补偿计划资助的对象)。

[38] Supra note [4], Bengt Holmstrom, 74-91.

[39] 表明股票期权补偿导致经理采取或高或低风险的模式(这取决于多少“钱”一股价高于期权行使价一期权的选择),见 Richard A. Lambert, David F. Larcker and Robert E. Verrecchia, "Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation", 29 Journal of Accounting Research (1991), 129-149.

[40] I. R. C. § 162(M) (2006). 因此,本文不会对 EESA 中所包含的减少再有降低,并且反对这样的主张。这个主张是由参议员莱文(Levin)在财政部长盖特纳的听证会上提出的,建议扩大抵扣额减少扩展到所有的企业(BNA, "Executive Compensation: Geithner Gives Glimpse of Policy on Executive Compensation Under TARP" [January 30, 2009], *Corporate Accountability Report* 7, 125)。David Walker 建议,企业可能通过以增加固定的现金补偿和减少激励补偿金额的方式就此处的建议做出回应,减少薪酬和业绩之间的联系(David I. Walker, "The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay", Boston University School of Law Working Paper No. 09-22 [2009], available at <http://ssrn.com/abstract=1396663>)。事实上,企业可能的应对是无论税收前扣除的水平如何而维持更高的固定支付,因为一些公司已经继续向高管支付超过一百万美元的现金,而不论扣除的损失,并且补偿少于一百万的扣税减免损失对得到的纯收入的影响似乎微不足道,见 Tod Perry and Mark Zenner, "Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts", 62 Journal of Financial Economics (2011), 453-488. 相应地,高管在退休或终止聘用之后的几年内无法拿到激励补偿,正如本文建议的,将可能寻求获得更高的固定现金支付,以抵销在可获资金中减少的部分。但这里的建议会在这方面比国会的计划带来更小的影响,因为国会计划规定激励性报酬是固定薪酬的三分之一,以达到限制薪酬激励的效果(因为激励性支付取决于这样的基础),从而加剧了鼓励企业增加固定薪酬。此外,这里的建议的两个特点——税收减免的增加和允许每年支付限制性股票和期权的合适比例——应该能够减少薪酬委员会认为有需要规定一个更高比例的固定薪酬的概率。

本文的建议是否能够充分地解决关于流动性方面的疑虑可以通过实际的比较加以判断。首先,此处建议的10%到15%的流动性空间比被大型金融机构的CEO在金融危机前十年中出售的个人所持股份的年均量要大。^[41]其次,这里的建议是,高管们在离开公司后的两到四年内不得出售其股份或行使期权。美国较大企业的CEO的平均任期为五年半。^[42]因此,平均下来,一位CEO从就职开始要等七到十年时间才会被允许出售股份或行使期权。^[43]在这点上,应该注意到此处的建议与在非上市公司背景下薪酬之间的对应性,这更佐证了本文建议的可行性:对这些企业的高层管理者而言,等七到十年之后拿到一大部分在职时应得薪酬是很普遍的。比如,私募的普通合伙人得到的薪酬一般包括两部分。一部分是典型的平均占他们所经营资本2%的管理费。另一部分是附带利息的收益(compensation),它是由私募合伙产生的全部利润中的一部分(通常是20%左右)。这些利润中的绝大部分是在合伙结束时,通常七到十年才能兑现。^[44]这种延期薪酬结构(a deferred compensation structure)在现实世界中被广泛应用,从而比较好地解决了代理问题(principal-agent problem)。这说明本文的建议不仅可行,而且可以实质性地改善公司高管的激励机制,尽管私募和上市公司经营环境存在着众所周知的差别。

第三,某一高管如果因得到限制性股份和期权而发生税收责任比在当年可以拿到的应得的现金数额引发的税收责任大时,该高管可以被允许出售足够的额外股份(并且/或行使足够的期权)以支付额外的税款。

除了以上的考虑之外,本文的建议仍然有三个关于功效方面的问题需要讨论。首先,高管们是否应该根据一个行业或目标市场基准绩效,即根据相对绩效(relative performance)而受到奖励?这个建议在控制行业或市场业绩方面有明显的合理性,这可以为衡量高管对于促进股价方面的贡献提供一种更优的方式。^[45]然而,需要注意的是最近发表的一些论文认为按照绩效确定报酬不是

[41] 哈盖特和博尔顿调查了2000-2007年,14个大型金融机构(包括一些受到TARP援助的主要公司)的CEO的股票交易记录。在该时间段,CEO们总共出售了3千万美元以上的股票,平均每年出售8%的股份。见Sanjai Bhagat and Brian Bolton, "Investment Bankers' Culture of Ownership", Manuscript (2010), <http://ssrn.com/abstract=1664520>.

[42] 哈盖特、博尔顿和萨布拉马厄安(Subramanian)的样本包括所有公司标准薪酬的可获得数据和1993-2007年的金融数据,见Sanjai Bhagat, Brian Bolton and Ajay Subramanian, "Manager Characteristics and Capital Structure: Theory and Evidence", 46 Journal of Financial and Quantitative Analysis (2011), 1581-1627. 大型银行的CEO的平均任期较长:在该样本中,从1994-2006年,200个不同的CEO管理着134个大型银行,见Robert DeYoung, Emma Y. Peng and Meng Yan, "Executive Compensation and Business Policy Choices at U.S. Commercial Banks", Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper (2010), 10-02. 他们的研究发现,84%的CEO在受聘的银行任职7年或者更少,平均水平是7年。这两项研究的平均CEO任期比较接近,分别是8和9年。

[43] 当然,很多CEO一开始都是从较低的管理层慢慢地成长起来的。因此,他们在获得应得的薪酬之前还要经历更长一段时间。这也是我们为什么提倡从长期的限制中释放出10%-15%薪酬刺激的一个次要原因。

[44] Andrew Metrick, *Venture Capital and the Finance of Innovation* (Hoboken NJ: Wiley, 2007); Kate Litvak, "Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Agreements", 76 University of Chicago Law Review (2009), 161-218.

[45] 有人也曾质疑刺激法案当中对限制性股份的规定,覆盖到拥有有限责任的处于低位阶的经理。依据是将个人的薪酬与部门而不是整个公司挂钩更加合理。Lucian A. Bebchuk, "Congress Gets Punitive on Executive Pay", Wall Street Journal (February 17, 2009), A15. 这可能是真的,但这将核心问题从简单、透明和不易操纵的基准上移开了。股票价格的市场货币相对于常常被用来衡量单位绩效的会计基础的指标而言是更好的衡量基准,而后者更容易受到操控。无论如何,作为回应,可以将单位的业绩表现衡量基准和限制性股权两种统一起来。相对于公司其他的管理层来说,对于低位阶管理层的限制性股权分配比例将会按照其单位的会计指标来分配。

最佳选择。^[46] 此外,正如一开始指出的那样,高管薪酬改革应该使得政策简单化和透明化。如果将这种选择适当行业或市场基准中的模糊性和博弈的相对能力等因素考虑在内的话,相对绩效的标准与这样的政策目标是格格不入的。^[47] 另外,按照相对绩效,即使股东蒙受较大损失时,管理者也有可能获得相当可观的报酬。这个结果会再次降低高管薪酬制度在投资者和公众眼中的可信度。^[48] 本文的建议不会产生这些问题。最后,除了传统期权的影响(一种被索尔·莱夫莫尔[Saul Levmore]称为是“高风险交替”[“super-risk alternation”]的现象^[49])外,这些期权可能会增加管理层选择冒险行为的可能,因为管理层拥有了能在企业重大决策中产生较大影响的能力后,高管们可能会从事高风险项目或非效率地试图将自己的企业同其他企业区分开来,以便增加超越行业业绩水平的机会。^[50] 在那些由纳税人最终承担损失的金融企业中,加剧由股票期权导致的冒险行为从保护国库的角度来说是糟糕的。

第二,本文的建议是否会导致高管们想要尽快(在两到四年的等待期后)将非流动性股票和期权转换为流动资产而尽早离职? 这个疑问可能有些夸张,但是也不排除有一定的可能性。每年允许一定比例的激励薪酬(在我们建议的10%至15%之间)可以被行权或者出售,一定程度上可以减少这样的担心,特别是对较低级别的管理人员而言,其奖金未必和CEO的一样多,但在正常就业情况下,他们的雇佣期限比那些CEO要长。^[51] 对这种担心的质疑还因为我们的正常期待,如果经理们建立起这样的声誉,他们会提早离开一个公司到另外一个公司,这可能对他们未来的职业发展产生负面影响。例如,作为上市公司的高管在职业市场的声誉效果的凭据,如果企业破产,管理者就不会再有管理其他上市公司的机会。^[52] 最后,对于管理者因流动性的需要而随之提前离职的担心可能需要进一步的思考。本文的建议是,以限制性股票形式的高管薪酬激励机制允许免税的现金薪酬最多达200万。在2004年,调整后的总收入(AGI)最高的0.5%是48万美元,最高的0.1%是140万美元。^[53] 此外,200万美元的上限与通货膨胀挂钩,进一步缓解了流动性问题。

第三,众多的已有的跨企业薪酬体系表明,标准化的薪酬要求可能是低效的,因为薪酬制度可

[46] See Carol Frydman and Dirk Jenter, “CEO Compensation”, Manuscript (2010), available at <http://ssrn.com/abstract=1582232>.

[47] 正如将在下一节讨论的,拜伯切克(Bebchuk)和斯班曼(Spamann)提出的一项最新的高管薪酬方案也面临着相同的困境,见 Lucian A. Bebchuk and Holger Spamann, “Regulating Bankers’ Pay”, 98 *Georgetown Law Journal* (2010), 247-287。

[48] 莱夫莫尔提出了一种放弃指数期权的解释,即,它们可能会违反一种被他称之为“非冲突幸运”(nonconflicting fortunes)的规范:在经济萧条时期,公司和经济经历绝对收益贫乏的时期,如果该公司比行业基准做得更好的话,获得指数期权的从业人员会有更好的回报,但其他业绩不良的公司员工则没有。他主张,如果给所有员工提供指数期权,这将会导致组织性的风险承担,结果是他们产生的后果与他视为一个相当普遍的优势或规则就有出入,每个在集团里的人都应该同进退,以避免集团内部的冲突。See Saul Levmore, “Puzzling Stock Options and Compensation Norms”, 149 *University of Pennsylvania Law Review* (2001), 1932.

[49] *Supra* note [48], Saul Levmore, 1901-1940.

[50] *Supra* note [48], Saul Levmore, 1923, 1930.

[51] 有研究显示,CEO的薪酬通常会占到公司最主要的5个高管薪酬总和的1/3,见 Lucian A. Bebchuk, Martijn Cremers and Urs Peyer, “CEO Centrality”, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper No. 601 (2008)。

[52] Stuart C. Gilson, “Management Turnover and Financial Distress”, 25 *Journal of Financial Economics* (1989), 241-262.

[53] Steven Kaplan and Joshua Rauh, “Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?”, 23 *Review of Economic Studies* (2010), 1004-1050.

能替代或补充其他治理机制,这在不同的企业里是各不相同的。毫无疑问,设计正确的激励机制是相当复杂的。^[54]事实上这的确是一个值得思考的问题。但是,跨行业(而不是在行业内)建立起多样化或定制化(customization)的激励薪酬安排的需要是非常显著的,这是此处建议的重点。资产和商业风险在不同行业之间本质上是各有不同的,这就需要不同的治理结构,相应地,它也会促进对不同的激励制度方式的需求。^[55]

由于在大型复杂的银行机构和小型社区银行之间有着明显和根本的区别,因此本文做出聚焦于金融机构的建议就有必要考虑一些特殊的情况。但是这里的建议为金融机构之间的定制提供了空间:对于大的机构来说,我们允许提供限制性股票、限制性期权以及可分配资金数量(在10%-15%之间)和时间等组合的变化。对于小的机构来说,它对国库的威胁有限,因此我们不会强制他们使用限制性股票作为激励机制,以换取较高的存款保险费用,或根据使用短期行权机制所增加的风险,而提出更高的存款准备金要求。^[56]

最后的考虑使我们错失了一个为解决问题而量身定做的方案。一个简单而又透明的激励机制计划是令人满意的,尤其是一个企业的破产涉及国库安全,因为这些特点会缓和公众对于较高的高管薪酬和低水平业绩的质疑,使用限制性股票作为薪酬激励的机制会消除这些质疑。

(四) 与另一种方法的比较:债务证券形式的薪酬

一些改革方案已经倡导用银行债权证券的一部分补偿高管,而不是(或者是加上)以股权为基础的薪酬激励制度。^[57]尽管所提议的债务或者类似于债务的薪酬机制的具体内容有所不同,其理论依据是相同的:使用迈克尔·詹森和威廉姆·麦克林(William Meckling)的建议,解决道德风

[54] Supra note [40], David I. Walker; David Yermack, "Keeping the Pay Police at Bay", Wall Street Journal (October 10-11, 2009), W1.

[55] 有研究表明,公司的治理机制与公司相关的资产和投资策略特征密切相关。See Stuart L. Gillan, Jay A. Hartzell and Laura T. Starks, "Tradeoffs in Corporate Governance: Evidence from Board Structures and Charter Provision", Manuscript(2007), available at http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/starks_paper.pdf.

[56] 德扬(DeYoung)等人提供的数据显示,随着监管环境的变化,银行董事会调整CEO薪酬(增加了期权而不是股票)以激励经理进行回报和风险都高的活动,相反地,当他们希望银行减少参与这种高风险活动时,他们会在CEO薪酬组成中增加股票而非期权,参见前注[42], Robert DeYoung, Emma Y. Peng and Meng Yan 文, 10-02。这些数据表明,银行CEO对薪酬激励机制做出直接的回应,直接影响机构的风险承担,这表明了政府监管的作用,但政府干预限制这种风险的同时也可以“干预”“银行董事会的以薪酬为基础的减轻风险的行为”以强化他们。数据与调整银行薪酬机制的需要是一致的,并且表明,规管最好集中在构成系统性风险的银行上(DeYoung [2010] 37)。这里的建议在整体上与这个研究结论是一致的,与对接受TARP救济的公司规定上限及最低的薪酬激励的国会方案相比较,它为制定有可能构成系统性风险的大型机构内的薪酬制度提供了有限的空间,并更可能加强而不是减弱董事会为影响高管的风险决策所做的努力。

[57] 比如, supra note [47], Lucian A. Bebchuk and Holger Spamann, 247-287(建议薪酬机制要有一定比例的混合的金融机构优先证券——债务和优先股——以及股份的一揽子计划); supra note [24], Patrick Bolton, Hamid Mehran and Joel D. Shapiro(推荐将薪酬与信用违约掉期的变化幅度挂钩起来,这是债务证券上的合同,以在债务违约时向持票人提供保险); Jeffrey N. Gordon, "Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay", Columbia University School of Law Center for Law and Economics Working Paper No. 373 (2010)(建议当一个金融机构的财务困难时将高级管理人员的以股权为基础的薪酬转换为股票价值折价的次级债务); Frederick Tung, "Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for Risk Regulation", Manuscript (2010), available at <http://ssrn.com/abstract=1546229>(建议薪酬形式是银行分支机构的次级债); 哈盖特和罗马诺详细讨论了拜伯切克和西班牙曼在"Regulating Bankers' Pay"一文建议的可行性和透明度问题,参见前注[22], Sanjai Bhagat and Roberta Romano 文, 1803-1882。这里讨论的是以债务为焦点的薪酬改革建议的共同缺点。

险,或债务的代理问题。^[58]他们在三十年前发表的经典文章中,建议在一个杠杆化的公司里,以债务和股票的组合形式来减弱股权激励,承担风险更大的项目,因为有限责任,股权在公司运行成功时可以使持有人完全获利,而在运行不佳时不必对债权人承担全部责任。^[59]当然,存款保险会加剧道德风险,因为存款人的背后有政府做后盾,所以他们没有动力去监管股权持有人所承担的风险。

所有的基于债务形式的薪酬建议不会比本文提出的限制性股票的方案更合适可取,特别是从理想的情况来看,薪酬方案应该简单而且透明,并且与企业长期价值一致。第一,提倡一揽子股票和债券或类似债务的证券的改革建议要比限制性股票薪酬更复杂而且缺少透明度。例如,金融机构的大多数优先证券或者没有公开交易或很少交易,缺乏市场价格,使得难以精确地衡量债券薪酬方案的价值。此外,考虑到企业的资本结构是动态的,随着时间的改变,高管的薪酬组合将需要经常调整相应的持有比例,因此这就需要有一个复杂和昂贵的管理过程。也有人建议,把固定薪酬与特定债务证券捆绑起来,比如信用违约掉期(credit default swap)或次级债务(subordinated debt),而不是按比例的资本结构组合,尽管这样的安排似乎可以避免复杂性,但并不能很好地避免问题的出现,因为这些证券通常也不公开交易。^[60]表面上看,特别是在危机时期,信用违约掉期息差会低估风险损失,体现在股票价格的波动方面。^[61]最后,确定合适的公式,把有关高管薪酬奖金或追溯机制同违约变化联系起来无疑是一项艰巨而复杂的任务,因为计算掉期价格是非常复杂的,其价值不会随其他经济变量的变化而变化。^[62]此外,经理会有歪曲财务/会计账目的动机(财务方面可能有一部分是其分管的业务),而分析师正是用这些财务信息计算高管薪酬所需要的违约息差或其他影响变量。^[63]

其二,虽然在理论上经理持有混合债券和股票通常不会导致不适当的风险,但实践中可能并不如此。一个遵循高风险策略的股权收益可能会远远超过由于高管薪酬组合中优先证券带来的损失。此

[58] Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structures", 3 Journal of Financial Economics (1976), 305-360.

[59] 戈登(Gordon)进一步主张使用或然债务(contingent debt)的薪酬补偿,理由是,持有一大部分股权的管理层在金融危机时为了避免所有权稀释不会增加额外的资本,参见前注[57],Jeffrey N. Gordon文。

[60] 博尔顿等人的建议只有对最大的金融机构是可行的,因为这些机构有“高度流动的”信用违约掉期市场,参见前注[24],Patrick Bolton, Hamid Mehran and Joel D. Shapiro文。事实上,信用违约掉期只有大的金融机构证券发行。因此,建议使用这种工具为基准的薪酬是不适合大多数金融机构的。除了缺乏透明度,没有市场价格,因为信用违约掉期息差计算使用部分是管理者控制下的会计数字,可能受到操纵,管理人员有不断增加的动力歪曲这些数字,以影响他们的薪酬。虽然信贷违约掉期交易在历史上是在私人的场外交易市场交易,多德-弗兰克法案要求监管机构实施规则使用集中清算交易所交易这些产品,以便提高价格的透明度,但这没有消除对会计数据的需求以计算收益差,因为债务很少被交易。

[61] 一种对被低估的收益差的解释是,债券持有人认为机构太大而不能失败,因此不希望承担损失,见Richard Milne, "IMF Economists Criticise CDS Model", Financial Times (August 25, 2010), 19。辛格(Singh)和尤瑟夫(Youssef)提出替代的复杂方法比直接使用信用违约掉期息差更好地处理了价格风险,见Manmohan Singh and Karim Youssef, "Price of Risk—Recent Evidence from Large Financials", IMF Working Paper WP/10/190 (2010)。就可转换证券,戈登提出了进一步评估困难:管理层的股票明显有别于其他股东的股票(例如,当公司财务困难时,管理层的股票将成为债务证券,比流通股股东更具有优先权),他们的股票价值并不相当,也不会随着普通股价值的变化而变化,参见前注[57],Jeffrey N. Gordon文。此外,确定管理层股票的价值将是复杂的,因为它取决于转换的可能性和可以适用的利率(需要进一步计算,普通股的价值在一个未知的时间点要先于转换发生的时点)。

[62] 博尔顿等人提议将银行高管薪酬与信用违约互换利差挂钩,参见前注[24],Patrick Bolton, Hamid Mehran and Joel D. Shapiro文,在优化的薪酬合同中债权和股权比例等于“承诺债权人的回报率应在最佳风险水平”,这“可能难以计算”。

[63] Manmohan Singh and Karim Youssef, "Price of Risk—Recent Evidence from Large Financials", IMF Working Paper WP/10/190(2010)。

外,如果在薪酬体系中股票与优先证券相比价值非常低,考虑到每年股份价值的期权收益,公司高管仍有动机去从事风险高的投资项目。^[64] 另外,从事风险较高项目的动机将会比限制性股票薪酬机制产生的动机大得多,因为在限制性股票的情况下,公司高管的期权收益只有在其离开公司以后才能兑现。事实上,正如前面所讨论的那样,以限制性股票形式形成的薪酬激励机制可能减少经理人的冒险行为,因为高管除了要长期持有股票之外,其投资组合的次多元化(underdiversification)也增加了。

第三,重要的是,政府对银行的救助(bailout of banks),尤其是在最近的2008年的金融危机中,总体上是救助债权人而非股东。鉴于这样的经验,以债务方式部分支付银行高管人员薪酬未必会使得高管采取对社会最优的低风险策略,因为他们可以堂而皇之地期望在公司股价下跌时不损失债务证券的价值,同时在股价上升时获得(薪酬的)股权部分的价值。然而,如果高管债务能够被设计使其不能参与到政府救助当中,其证券的价值将会比卖给投资者的价值要低,因为投资者持有的证券价格和条款包括了在金融机构如果破产时,其可获得救援的合理期待。这使得债务市场的价格不再合适用来精确地评估一个高管的薪酬。然而在以债务为重点的建议中,一个关键的组成部分是:债务风险的市场价格信号,诸如银行的信用违约互换价差或者债券和股票的价值之比价,应当决定高管的薪酬。

对道德风险的关注源于存款保险,它刺激了运用债务而不是股权作为高管激励薪酬建议的产生。这个考量易于理解,我们也不应忽视这个问题的重要性,因为这是为什么会调控金融机构高管薪酬,而不是把调控留给市场的基本原理。但这很难确定,因为目前没有有效的实现途径,即没有一种最优的薪酬激励结构将股权和债务很好地融合起来。所有的债权薪酬方案无疑会降低道德风险的问题,但是从社会的观点来看,只顾及债权人的利益而不顾及股东的利益,这并不是一种很好地运作银行的方式:承担象征性风险的银行不会借款,这种商业运营策略不利于经济的增长。相反,更好的直接解决道德风险问题的方式是强化,或许通过时变(反周期)的资本要求,鼓励改变债务在银行资本结构中的形式,诸如使用更多的次级债或混合债务工具,并在金融危机的情况下转化为股本。^[65]

[64] 正如之前提到的,从财务角度来看,股票在有负债公司中就相当于对一个公司有期权,股权持有人在未来的风险项目中获得收益,但可以在公司的下行价值低于其要承担的责任时,不需偿还债权而退出。兰伯特(Lambert)等人提到的这种模式预示着经理们更倾向于承担风险,特别是期权结束的时候价格低,在这种情况下,这对于保护国库而言是一个很大的问题。从长远来看,限制性股票增加了期权的变现能力,正如兰伯特等人描述的那样,即增加了经理们对风险的厌恶,这种结论恰恰与债务模式的支持者而不是股权模式的支持者预测的结论相反,参见前注[39],Richard A Lambert, David F. Larcker and Robert E. Verrecchia文,129-149。

[65] 这种建议在Squam Lake Report中得到阐述,参见Kenneth R. French, et al, *The Squam Lake Report* (Princeton NJ: Princeton University Press, 2010)。十五位知名经济学家提出的金融改革路线图,参见Anil Kashyap, Raghuram G. Rajan and Jeremy Stein, *Rethinking Capital Requirements in Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Maintaining Stability in a Changing Financial System* (2008)。Squam Lake Report也提出暂扣具有系统重要性的金融机构高管数年的固定数量的现金薪酬。如果公司倒闭或者接受政府“特别援助”的时候,这些资金将会被没收,参见Kenneth R. French, et al., *The Squam Lake Report*, 81。从概念上讲,这个建议也有可取之处,因为追索机制会阻碍经理们进行高风险的消极净现值的投资和交易策略,尽管有固定回报的现金安排对于道德风险的激励方面有一种类似债务的效应,它不会因债务薪酬激励而受到估值问题的限制。然而,该方案的执行将会面临诸多困难,因为这相对于我们限制性股权的建议来说,更复杂而且缺少透明度。因此,概念性的利益往往很难实现。例如,要持有多少?多长时间呢?是什么构成了“破产”和“特别政府援助”?如果其扣缴金额和其薪酬相比微不足道时,对于经理人激励机制是没有多大的影响的。同时,几年的时间也不会像我们建议的直至退休的长期性时间那样有效(届满退休才有资金是碰巧相同,只有在经理人年龄到达退休时才发生),因此,它可能会促使经理人采取长尾风险博弈(long-tail risk gambles)策略,这些经理人的短期收益有可能在扣缴期结束以后由于不良后果的发生而变化。虽然我们的限制性股票的建议不能完全隔绝这种博弈行为,但它更简单,而机械操作可能会减少这种潜在的博弈行为。此外,持有限制性股票和期权对公司股权价值以及经理人资本净值产生一种自动的、持续的、直接的和适当的影响,相比之下,意外地削减薪酬只有在极端事件中发生,诸如破产或者政府特别援助的情况下,这时将会导致诉讼和法院审判,因为经理或股东将寻求触发事件(triggering event)是否已经发生的法律解释。

四、结论

金融机构的救助法案、刺激法案和政府监管规定可能平息公众因高管过高的薪酬而产生的不满，但是这对于薪酬激励低效的问题来说，并不是适当的解决途径。本文有关薪酬激励的建议采取的方式只有限制性股票和限制性股票期权(受限制的含义是这些有价证券在公司高管离开公司后的两到四年内不准出售或者行权)，并且为解决高管在税收、流动性和提前离职等问题上的顾虑留有余地。这里的建议不仅保护国库，而且向高管提供更好的薪酬机制以便他们能够为了投资者的长远利益而经营金融机构，避免那些已经在许多公司都推行的或者在激励机制上添设一个象征性的上限或者不限制短期行权股票和期权薪酬计划的不良激励。本文提出的限制性股票的建议直接针对金融机构，考虑到薪酬委员会的工作将会受到越来越多的重视，同时考虑到多德-弗兰克法案^[66]中与薪酬相关的规定，上市公司更应该认真考虑寻找一种和其公司自身相适应的薪酬激励机制。

当然，改变银行的高管薪酬机制不足以防止下一场金融危机的发生，因为正如文章中提到的，薪酬制度不是危机发生的唯一或主要原因。因此，正如许多银行家和金融经济学家强调的那样，我们迫切需要考虑其他机制方面的改革，比如修订监管方法，使资本要求降低顺周期性(less procyclical)并且对风险更为敏感，同时确定如何重振回购和证券化市场(repo and securitization markets)，但很遗憾的是这些问题都没有在多德-弗兰克法案中提及。^[67]然而，我们相信本文就金融机构的激励薪酬采取限制性股票和期权形式的建议将有助于纠正公司决策者激励机制错误的状况，并与其他监管措施一起减少未来金融危机发生的可能性。

(责任编辑：黄 韬)

^[66] 正如前注[17]中提到的那样，该法要求独立的薪酬委员会和顾问定期进行“薪酬话语权”投票(periodic say-on-pay votes)，增加与薪酬有关的信息披露，也包括扩大利益追溯政策的监管。

^[67] 卡什亚普(Kashyap)等人讨论了修改资本要求的必要性，参见前注[65]，Anil Kashyap, Raghuram G. Rajan and Jeremy Stein 文；戈登讨论了振兴证券化的重要性，参见前注[57]，Jeffrey N. Gordon 文。