

全球金融危机与公司治理

吴世学*

目次

- 一、金融机构的风险管理
- 二、股东利益最大化与利益相关者权益的保护
- 三、高管薪酬激励体系与抓回条款
- 四、结语

关键词 次贷危机 相关利益者代表董事会 抓回条款 公司治理

美国房市泡沫破灭引发了 2006—2007 年次级房屋信贷危机(又称次贷危机)。因房贷与金融业的紧密联系、抵押贷款的资产证券化,以及全球经济一体化,美国的次贷危机最终演变成全球金融风暴,发展成为 19 世纪 30 年代美国经济大萧条以来最严重、影响最广泛的全球金融危机。金融危机调查委员会(Financial Crisis Inquiry Commission,简称 FCIC)的报告(The Financial Crisis Inquiry Report,金融危机调查报告,以下简称 FCIC 报告)指出,截至 2011 年 1 月,美国失业的、或找不到全职工作的、或放弃找工作的人口数额超过了 2600 万,家庭财富(household wealth)损失近 11 万亿美元。^[1] 至今,美国经济仍未全面复苏,欧洲主权债务危机仍给欧洲国家带来严重的挑战。受全球金融危机影响的并非仅仅是美国、美国的金融行业,而是其他许多国家的数以万计的人。

被视为最完美的、具有普世价值的英美金融体系在这次金融风暴中不堪一击。自 2008 年 3 月起,在短短不到 6 个月的时间内,五大投资银行中,三家垮台。^[2] 2008 年 9 月 21 日,美国联邦储备委员会批准幸存的最后两大投资银行摩根士丹利(Morgan Stanley)和高盛(Goldman Sachs)提出的转为传统的银行控股公司(bank holding company)的请求。至此,五大投资银行全军覆没,投资

* 香港大学法学院教授。笔者感谢梁姣龙为撰写本文所作的资料搜集与整理,及匿名评审员对本文的意见和建议。

[1] 见报告第 xv 页。报告没有指明,2600 万“失业人口”是否全由金融危机导致。

[2] 即贝尔斯登(Bear Stearns)、雷曼兄弟(Lehman Brothers)及美林证券(Merrill Lynch)。

银行在华尔街的时代宣告结束。^{〔3〕}

一、金融机构的风险管理

金融危机爆发的原因是什么?这次危机是资本主义矛盾的必然结果吗?

金融危机爆发的原因涉及多方面。政策层面,20世纪70年代以后,新自由主义泛滥,大萧条以后形成的对金融业的严格管制逐渐在70年代后失去实际约束效力,例如《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act),也称《1933年银行法》,被废除。制度层面,监管机构监管不力。监管机构认为“最少的监管是最好的监管”,导致日新月异、数目繁多的金融衍生产品逍遥法外,不受法律的监管,监管制度远远落后于金融产品的创新;此外,信用评级机构的失职、企业与政府对风险的认识不足、金融机构对利润过度贪婪地追求、金融业责任与道德的缺失,也是导致这次金融危机的重要因素。

尽管多方面的原因导致了本次环球金融危机,但是,它并不是一个自然灾害,^{〔4〕}相反,它是人类的行为造成的,是可以避免的。^{〔5〕}次级按揭贷款(次贷)中,购房者主要是收入不稳定、信用低、还债能力低的群体。在美国,次级抵押贷款市场通常采用固定利率和浮动利率结合的还款方式,其利率比普通抵押贷款高很多。在传统操作下,住房抵押贷款机构与购房者签订抵押贷款合同,购房者分期偿还贷款给住房抵押贷款机构;如果购房者出现违约的情况,风险波及的只是住房抵押贷款机构,而贷款机构也会小心遴选贷款客户以避免违约风险。然而,在次贷证券化的过程中,操作更加复杂,风险的波及面也更加广泛。在次贷危机前,统治美国金融衍生品领域的主要有:房利美、房地美两大房贷抵押巨头,高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟、贝尔斯登五大投资银行,花旗及摩根大通两大财团,美国国际集团(American International Group, AIG)、美国市政债券保险集团(Ambac Financial Group, Ambac)、美国市政债券保险联合公司(Municipal Bond Insurance Association)三家保险公司,以及穆迪(Moody's)、标普(Standard & Poor's)、惠誉(Fitch)三家信用评级机构。次贷证券化的操作可以简单描述为:住房抵押贷款机构房利美、房地美等集中各个贷款者的抵押贷款合同,将其卖给投资银行雷曼等,投资银行经过证券化的复杂过程,将次贷转为债务抵押债券(Collateralized Debt Obligation, CDO),然后将这些衍生产品卖给投资者。同时,为了推广CDO的销售,投资银行又请信用评级机构Moody's等为其评级;此外,投资银行又向AIG等保险机构购买CDS(信用违约互换, Credit Default Swap),有效规避违约风险。这样,住房抵押贷款合同在证券化的操作下,经由住房贷款机构转移到投资银行而最终转移到投资者;购房者的还款也是经过这样的一个过程,成为投资者的投资收益。表面看来,购房者通过低利率、几乎零首期的方式获得了银行的贷款,实现了“居者有其屋”的梦想;抵押贷款机构将贷款合同卖给投资银行,瞬时套现的同时,还获得了不错的收益。投资银行设立SPV(Special Purpose Vehicle, 特殊目

〔3〕 As Goldman and Morgan Shift, a Wall St. Era Ends, Available at <http://dealbook.nytimes.com/2008/09/21/goldman-morgan-to-become-bank-holding-companies/>.

〔4〕 Wall Street and The Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse (FINAL 5-10-11), United States Senate, p. 1.

〔5〕 The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of The National Commission on the Cause of The Financial and Economic Crisis in the United States, The Financial Crisis Inquiry Commission, January 2011, p. xvii.

的机构)来进行这一类业务,采用资产负债表外(off balance)的形式,与投资银行其他资产进行隔离,然后将 CDO 卖给投资者,马上套现,并且获得不菲的收益;同时又利用这部分收益,向保险机构购买 CDS,规避违约风险。信用评级机构替投资银行为投资产品评级,从投资银行获得不菲的报酬。房价不停地上涨,吸引更多购房者参与次贷。投资者信赖评级机构对投资产品评出的与美国国债一样安全的 AAA 级,放心地投资于 CDO,获得了不错的投资回报。整个证券化链条下来,所有参与者都在赢利,形成了多赢的局面。于是,整个市场都在找贷款,都在找借款人和购房者。

然而,这个证券化链条过程中,存在着种种被人们忽视的风险。第一,房市泡沫膨胀到一定程度最终会破灭,房价会下跌。虽然次贷初期房产价格一直在涨,但市场对房屋的需求是有一个饱和度的,需求不会是无穷大,因此,房价即使不下跌,升速也会在某一天减慢。若突然某一天,市场上对房屋的需求减少,房价就开始保持平衡,甚至下跌。第二,购房者面对高浮动利率,违约率将会因加息或贷款者失业而急剧上升。次贷中的购房者,信用低,还款能力差;在购房初期,适用固定利率,分期还款能够勉强还上,当利率变为浮动利率时,还款额度大增,若银行提高利率,违约率就开始上升。第三,当房屋需求减少,贷款违约率上升,市场房产增加,房屋价格会急剧贬值。在房价持续上涨的情况下,住房贷款机构和投资银行并不担心购房者违约,因为一旦违约,他们可以收回投资者的房产,房屋价值是高于贷款价值的;然而,事实却是,当大多数购房者面临浮动汇率时,违约率开始增多,因而,市场中的房产增多,需求减少,房子无法卖出,房价就开始暴跌,贷款机构、投资银行及保险公司就会蒙受损失。第四,信用评级机构无法准确地评估 CDO 的质量。三大评级机构对于 CDO 的评级并不是从其基础抵押房贷开始评估风险,而是直接采用住房抵押贷款机构的评级作为参数;于是,很多次贷的评级,如同国债、养老保险的评级,为 AAA 级。当违约率大幅上升时,很多证券的信用评级几乎是一夜之间被降级的。第五,大幅上升的违约率,使 AIG 等保险机构无法赔付投保人。保险机构在出售 CDS 时,认为被评为 AAA 级的次贷违约率低,投资银行甘愿向他们交一笔保险费投保,何乐而不为呢。在证券化操作下,没有保险标的的投资银行都可以购买 CDS,当违约率上升时,市场大幅抛售 CDO,保险机构无法赔付突如其来的大额赔偿。第六,高杠杆率融资使得轻微的基础资产损失导致破产的风险。在 33:1 的杠杆率下,3% 的资产损失,即可导致公司破产。而在整个次贷中,投资房地产的人,是以贷款来购房,将房抵押后,可继续贷款投资;住房抵押贷款机构用以高杠杆率获得的贷款来购买的次贷远远高于其基础资产能够购买的贷款;投资银行设立的 SPV 也先用贷款购买次贷,等资金回流后再偿还贷款;保险机构为 CDO 提供的 CDS 为 62 万亿美元,^[6]远远高于市场中 CDO 的价值。

然而,上述种种风险,都没有受到投资者的重视。虽然参与者通过资产证券化、通过 CDS 将风险转移或规避,但并没有意识到,市场的风险没有因为转移而消失,反而因为一次次证券化在不断累积,危机蓄势待发。房价几乎在一夜之间暴跌。五大投资银行全军覆没,两房被美国联邦政府接管,联邦政府注资 850 亿拯救 AIG,为 Citigroup 提供 3060 亿的担保防止其破产。金融机构的过度风险投资不仅导致了自身在金融危机中损失惨重并且推动了危机的发生。

然而,在众多参与者破产或濒临破产等待政府救济时,摩根大通却是个例外。2009 年 4 月 20 日,新华社报道指出:摩根大通自金融危机爆发至 2009 年 4 月,没有任何一个季度出现集团损失;

[6] Notional Amounts Outstanding at Year-end, all surveyed contracts, 1987-present, ISDA Market Survey, available at <http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-annual-data.pdf>.

在 2007 年春美国次贷危机初步浮现之前几个月,摩根大通发现了次级抵押证券和其他复杂机构金融产品累积的风险以及美国房市开始走向破灭,于是公司在 2006 年下半年处理了风险资产,成功防止了公司的重大损失。^{〔7〕} 其放弃了它的同行竞相追逐的华尔街热门投资产品如 CDOs、CDS 等。摩根大通或许损失了一定的短期利润,但是,当其同行或破产、或等待政府救济时,它却能够保持营利,足以显现:良好的风险管理机制与公司治理甚至能在全球金融风暴之中决定一个公司的存亡。FCIC 报告指出,许多系统性的主要金融机构在公司治理与风险管理方面的失败是这次全球金融危机的关键因素之一。^{〔8〕} OECD 公司治理指导小组在 2009 年 2 月 11 日发表的报告中指出,因公司治理的失败与缺点,许多金融服务公司未能防止公司过度冒险;薪酬体系未能与公司的战略、风险偏好以及长期利益紧密联系。^{〔9〕} 特许公认会计师公会(the Association of Chartered Certified Accountants)在其 2008 年 9 月份的政策性文件中指出,过度的短期盈利主义、金融机构以及股东与管理层之间责任的缺失,是信贷危机的核心问题,具体包括:金融机构未能认识金融事业与管理中内在的风险与报酬激励机制之间的相互联系;银行业的报酬机制与福利过度短期主义化,既不能支持谨慎的风险管理也不利于所有者的长期利益;银行的风险管理机构部门不具备足够的影响力、地位以及权力;风险与金融交易报告的不足;等等。^{〔10〕}

在这次环球金融危机中,为什么那么多公司的风险管理机制同时出现问题? 公司治理失败背后的深层原因是什么? 是什么原因导致大部分公司为追逐高利润而不惜以承受足以让公司破产的风险为代价呢?

笔者认为关键问题在于公司内部治理中董事会与管理层的地位与角色及其法律责任。金融危机中,之所以会出现众多公司风险管理一同失败的现象,根本原因在于:在英美国家,公司治理奉行股东至上主义,公司经营目的旨在股东利益最大化(profit maximization for shareholders);另一方面,因为对于上市公司,投资者最为关注的是股价的涨跌;为了吸引更多的投资者,管理层的目标为尽其所能地保持股价的上涨,让股东能够获得一定的收益;股价的涨跌似乎成为了管理层的工作重心;因公开市场投资具有一定营利短期性,管理层投投资者所好追求公司短期的营利性。为了确保管理层能够与股东利益一致,减少代理成本(agency cost),公司除了为董事、高管提供很高的报酬之外,还配售给董事、高管期权(stock option)或股份;于是,一方面为了让股东能够获得更多的利润,一方面为了让自己的期权或股份更有价值,管理层努力地使股价上升;在金融危机中,金融机构的逐利行为走向了极致,过度追求短期利益而忽视了其经营活动中隐含的、不断累积的风险;因短期内公司股价上升,管理层获得了丰厚的报酬,更加激励了管理层从事高风险高利润的经营活动,于是,就形成了公司因管理层更加冒险而支付更高额报酬的畸形局面。这里涉及两个关键问题:(一)董事会应为何人服务,换言之,股东至上主义是否正确,还是应推行利益相关者主义(stakeholder theory);(二)管理层激励机制的正当性问题。

〔7〕 Ming Jinwei, JPMorgan Chase Survives Crisis by Prudential Risk Control, available at http://news.xinhuanet.com/english/2009-04/20/content_11217456.htm.

〔8〕 The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Cause of the Financial and Economic Crisis in the United States, The Financial Crisis Inquiry Commission, January 2011, at xviii.

〔9〕 Grant Kirkpatrick, "The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis", Financial Market Trends (2009).

〔10〕 The Association of Chartered Certified Accountants, Climbing out of the Credit Crunch, September 2008.

为了促进美国的金融稳定性以及其他目的,2010年7月21日,美国国会通过了《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),简称《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)。它被认为是大萧条以来最全面、最严厉的金融改革法案,可以与1933年通过的《格拉斯-斯蒂格尔法案》媲美。《多德-弗兰克法案》中第四章(Title IX,投资者保护以及证券监管的改善)中G小节(Subtitle G)为“加强公司治理”,E小节(Subtitle E)为“责任与管理层报酬”,就是要针对上述两个关键问题。G小节主要条款为委托书获取(Proxy Access)以及披露董事会主席与首席执行官是否同一人等。然而G小节并没有涉及董事会为谁服务这一关键问题。至于E小节,笔者将在文章第四部分进行说明。

二、股东利益最大化与利益相关者权益的保护

要求董事会为了股东的最大利益而管理公司的“股东利益最大化”理论,是有经济基础的,即:成本效益分析(cost and benefit analysis)指出,在自由经济市场,若企业可以最低成本获得最高收益,则表明资源得以更有效的分配与应用。而股东作为最终权益者(last claimant)是众多利益相关者中对企业的收益最关心者,所以股东利益最大化能促使资源效益最大化。当然,其前提是公司经营活动中所产生的所有成本都已经内部化。不幸的是,在现实中,很多公司的经营成本都被外部化了,例如公司的生产对环境的破坏、恶劣的工作环境对工人造成的伤害、劣质产品对消费者造成的健康与医疗问题等。这些成本都从公司内部被转移到国家与社会。因此,在成本外部化的情况下,股东利益最大化理论实质上并没有实现资源配置的有效性。相反,它可能阻止董事采纳在内部化成本后,从宏观方面来说是更为有效、对其他利益相关者有利、却没有最大化股东利益的决策。在股东利益最大化理论下,董事不能采纳这些决策,因为在英美法中董事负有为公司利益最大化的信义义务。而公司的利益,一般指的是股东的利益。所以,虽然股东利益最大化在理论上有着经济的基础,而在现实中,因成本外部化的不可避免,使得董事为股东利益最大化所做的决策在宏观层面来说,会导致资源错配,而在微观层面也为其他利益相关者带来不利或灾害。这就是股东利益最大化理论的问题所在。

要解决这一问题,就要要求董事会能够保护其他利益相关者的利益,适当地不去追求股东的最大利益,在两者之间取得平衡。但是,如何才能达到这境界呢?修改英美法中现行的董事法律责任,要求董事也必须对利益相关者负责,是行不通的。因为,公司的利益相关者的利益与股东的利益往往是相冲突的,甚至是相对立的。如果董事除了得向股东负责,也须向其他利益相关者负责,则会出现两个极端的现象。一是董事义务不能被有效执行,因为董事总是有借口说他的决策是考虑了某一群利益相关者的利益,董事因而可以逃避股东及其他利益相关者的起诉。如果股东起诉董事,董事可以抗辩说其决策是为了兼顾工人或环境的利益;如果工人起诉董事,董事可以抗辩说其决策是为兼顾环境、股东以及社群的利益等。二是,如果董事不能以其他利益者的利益来抗辩,每类利益相关者都可以有效起诉董事的话,董事则时刻处在被起诉的风险之中,因为不论他做了什么决策,都可能有人有理由起诉他。例如,如果决策满足了股东的利益,但是工人的利益没得到满足,那么,工人可能起诉董事;而如果决策满足了工人的利益,但股东的利益没得到满足,那么股东可能起诉董事。因此,修改董事对股东所负的法律义务,目前是不可行的。

虽然英国 2006 年公司法第 172(1)节^[11]要求董事须考虑非股东或其他利益相关者的权益,但这一要求的先决条件是董事须对股东负责,负有尽最大可能为股东的整体利益而促进公司的成功的义务。考虑其他相关者的利益,也只是为了股东的最大利益,这仍然是奉行股东利益最大化理论。实质上,法律并没有发生变化。尽管董事须考虑其他利益相关者,但是董事必须证明考虑其他利益相关者是为了最大化股东的利益。

从 20 世纪 80 年代中开始,美国许多州相继颁发了“利益相关者条款”(Constituency Statutes),1983 年宾夕法尼亚州第一个颁布该法令。利益相关者条款允许董事在符合商业判断规则时做出为非股东的利益而牺牲股东利益的决策,股东不能因此而起诉董事。但是因为管理层的报酬是与公司的股价相联系的(例如,公司配售给管理层的期权),而股价是由公司的营利能力所决定。因此,管理层更愿意为股东利益最大化而赚钱,钱赚得越多,股价越高,期权行权时,管理层获得的报酬就越多。因此,管理层因其激励机制而事实上很少考虑其他利益相关者的利益。在实际操作过程中,利益相关者条款只被管理层用来防御敌意收购,保护自己的利益,而不是保护其他利益相关者。

那么,怎样可以使得非股东或利益相关者的利益得到保护呢?一个值得思考的方案是在现行的单层董事会(Single Tier Board)加入代表各利益相关者的董事。即利益相关者在董事会有代表他们利益的董事,从而在公司决策时,可以发出利益相关者的声音。这并不是一个全新的观点。美国的拉尔夫·纳德(Ralph Nader)、马克·J.格林(Mark J. Green)以及乔尔·塞利格曼(Joel Seligman)早在 20 世纪 70 年代其书中,第一次提出了相关利益者代表董事会的主张。^[12]在 20 世纪 70、80 年代的美国,董事会中设立职工代表的观点也曾被讨论过。但是,对于纳德等人提出的利益相关者代表董事会,并不存在过任何严肃的讨论。在同一个时期,另一位公司法教授梅尔·艾森伯格(Mel Eisenberg)提出了董事会只能作为监督机构的学说。此学说很快被律师与商界接纳,如美国律师协会(ABA)的指导手册、美国经济谘商局报告(Conference Board Report)、商业圆桌会议(Business Roundtable)的商业律师(The Business Lawyer)。纳德的主张就这样夭折了。但艾森伯格的董事会日后却被利用来保护管理层,而非监督他们。劳伦斯·E.米切尔(Lawrence E. Mitchell)教授指出:“当前的董事会是一个自卫性机制……这样的董事会不是(我认为过去也不是)被用来确保大型公众公司有负责的、有效的管理层这一目标;在这一董事会模型之上建立的改革几乎是必然失败的。在进行一场有意义的改革之前,真正坚信董事会的改革者必须重构董事的目的,而仅仅建立在过去的基础上的改革,是不会有这个效果的。”^[13]尽管米切尔并没有提出任

[11] Companies Act 2006, Section 17 Duty to promote the success of the company

(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—

- (a) the likely consequences of any decision in the long term,
- (b) the interests of the company's employees,
- (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,
- (d) the impact of the company's operations on the community and the environment,
- (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and
- (f) the need to act fairly as between members of company.

[12] Ralph Nader et al., *Taming the Giant Corporation* (New York: Norton, 1975), p. 125.

[13] See Lawrence E. Mitchell, "The Trouble with Boards", in F. S. Kieff and T. A. Paredes (Eds.), *Perspectives on Corporate Governance* (New York: Cambridge University Press, 2010), p. 59.

何解决方案,但是,他确切地指出有修改“董事的职责及其构成”的可能性。^[14]但是,对于相关利益者董事会的主张,存在着反对的声音。例如,对于参与式民主,斯蒂芬·M.班布里奇(Stephen M. Bainbridge)教授指出:“我们面对的是大量拥有完全不对称信息以及根本上利益相互冲突的人们,集体行动的问题是棘手的,即使允许数千人有效地参加决策程序的技术问题可以解决的话。”^[15]

在环球金融危机以及之前的安然等会计丑闻事件的背景下,现在或许是一个好时机来重新审视利益相关者代表董事会这一主张。职工代表董事在德国和日本均有实践。中国2005年公司法第45条规定,两个以上的国有企业或者两个以上的其他国有投资主体投资设立的有限责任公司,其董事会成员中应当有公司职工代表。从某一角度上讲,职工代表董事是相关利益者代表董事会的初步实践。

相关利益者代表董事会主要在于提供一个允许非股东参与公司决策制定的治理结构,即董事会的构成是由不同相关利益者组别委派的,代表他们利益的董事,也包括股东委派的董事,每一个董事为其各自的组别的利益和公司的整体利益尽其勤勉义务与信义义务。因此,每个董事只需要在自己组别的利益与公司的利益之间做一个权衡,而不需要在多个相互冲突的利益组别中进行权衡。而公司的整体利益则是各个组别利益的总和,而不仅仅是传统观点中所指的股东全体利益。

相关利益者代表董事会对当前董事会结构的改善在于:首先,不同利益组别能够在公司的决策机关发出自己的声音,能够在一定程度上实现经济自决和经济民主。利益组别可以通过自己委派的董事了解有关公司重大决策的信息,通过董事传达信息、参与公司决策的讨论从而影响董事会的最终决策,甚至直接投票决定公司的最后决策。其次,能够加强决策机关与受决策影响的群体之间的信息交流,有利于决策机关获得各利益组别的咨询,改善信息流的质量与效率,能够及时发现风险源头,促进公司的风险管理。更关键的是,相关利益者代表董事会能够提供一良好平台,在平衡各组别利益的同时也符合公司的最大利益,即从真正意义上,在内部化公司成本的基础上,实现决策在经济上的有效性(efficiency)。例如,相关利益者代表董事会可能在牺牲一定股东利益的基础上,提高对职工的工资,从而激励职工的工作效率,提高公司的生产,进而最终又进一步提高了股东的利益;再如,公司可以通过投入更多的监管成本、加强产品质量的监管,保障消费者的利益,而在市场上赢回更多的消费者,扩大产品的销售,最终股东也将受益,形成多赢的局面以及良性循环。金融机构杠杆率非常高,所以在诸多公司利益相关者中股东的风险偏好是最高的。因此,如果在董事会中引入其他的代表,可以降低公司决策层的总体风险偏好。在金融危机中,摩根大通意识到了次贷的风险,果断处置了公司已有的次贷,在一定程度上减损了股东的短期收益,但是,长远来看,当同行都陷入金融危机时,摩根大通却在盈利,在金融危机中展示了它高抗风险的能力,为其在危机后赢回了更多的客户,最终,不仅仅是公司的消费者得到了保护,公司和股东都有了更高收益的回报,并且形成了可持续发展的、符合公司长期利益的战略计划。相对于目前依靠媒体曝光公司丑闻、监管机构不定期检查等外部压力而言,这种内部的自我改善更为有效。

当然,相关利益者代表董事会并不完美,尤其是在目前初步研究阶段,还存在一定的不足。比如,因董事构成的多样性及其代表利益的多样性,势必会造成决策时间更长,决策过程更复

[14] *ibid.*, p. 61.

[15] Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice* (New York: Oxford University Press, 2008), p. X.

杂、更具有争议,最终甚至降低董事会的决策效率,对于变化迅速的商业环境而言,决策的低效率将使得公司丧失许多商机。此外,相关利益者代表董事会在具体运用到实践中时,还面临一些挑战,需要进一步深入研究,例如,如何决定不同利益组别代表董事的名额? 表决机制如何确定? 董事代表由谁决定,谁能代表消费者和环境? 但这些并非不能解决的问题,具体情况可于实践中探讨改善。

三、高管薪酬激励体系与抓回条款

银行业的过度短期化的报酬机制以及风险激励机制也是形成全球金融危机的另一关键因素,本文第二部分所引述的 FCIC 报告以及 ACCA 政策文件均着重强调了这一点。管理层过度地追求高风险投资产品,给公司本身带来的风险是,市场稍微的震荡,便能使公司破产;管理层对于风险管理没有尽到勤勉义务、谨慎义务,非但没有受到公司任何的谴责,相反,公司却因其从事高风险高利润活动而支付高额报酬。金融危机过后,金融机构和其他人员损失惨重,而公司管理层仍然照常获取高额薪酬,受到百姓的强烈谴责。

然而,对管理层薪酬进行规范是一个比较复杂的问题。利伯维尔场经济理论认为,对于薪酬的支付不需要任何限制,从而可以允许最好的人才天赋得到最充分的发挥。利伯维尔场能够使人力资本得到有效的利用,这也是劳动力市场一直以来的实践。

然而,任劳动力市场按照市场自由进行交易,至少存在两个问题:

首先,往往很难看出高管的努力以及其才能与薪酬之间的联系。如果我们观赏一场桌球、网球或高尔夫球比赛,很容易看出哪个选手胜出,为什么需要给选手支付几百万美元薪金;因为我们能够在现场明显地看到选手的表现以及他为获奖所付出的个人努力。但是,对于公司来说,首席执行官们往往在幕后工作,他们或许闭门开会,或许打高尔夫球或参与其他社交活动。他们以众多的方式、在众多的场所工作,他们不受任何公众审查,人们很难看出他们在什么时候做决策,很难判断他们做出决策的难易程度,公司的成绩是团队的功劳还是个人的功劳。因此,人们常常思考,高管是否应该得到高额薪酬。当然,高管们必须非常聪明,必须非常努力使得公司走向成功之道,但是,很难判断高管们的努力、才气与其高额报酬是否与在较低层工作的其他员工的努力、才气与低报酬符合比例原则。

其次,与公司收益挂钩的高额报酬造成贪婪极度化。因为高管能够从高风险决策所带来的高收益中获取高额报酬,而高风险所导致的公司损失乃至破产往往在很长时间后才能浮现,在短期内高管面临问题和承担责任的风险极小。因此,高管往往能够在任期间获取高额收益,而不用承担任何风险。当公司危机发生时,高管只要能够说明自己的决策完全符合法律的要求即可。当高风险的决策能够获取高报酬而不用负任何责任又没有外部监管时,人性的贪婪便被无限扩大。于是,道德危机发生了。当全世界遭受严重金融危机时,当公司遭遇破产危机时,公司管理层却仍然受之前签订的合同的保护,照常获取高额收益。

于是,《多德-弗兰克法案》包含了旨在改革管理层报酬的实际操作,其中第 954 条规定了错误发放报酬的回收,被称为“抓回条款”(Claw Back Provision),旨在防止冒险操作、处罚错误行为、防止意外收获以及遏制管理层虚报财务信息。法案第 954 条规定在 1934 年证券交易法案(Securities Exchange Act 1934)第 10C 节之后新增的第 10D 节(b)(2)款[SEC. 10D. (b)(2)]指出:在发行人因实质性的未依从证券法对金融报告的要求而被要求会计重述时,发行人将能够从现在或者之前的高管那儿收回从会计重述那日起前三年基于错误的数据而多付的报酬。与 2002 年《萨班斯-奥

克利斯法案》不同的是,《多德-弗兰克法案》抓回条款的引发不需要高管任何错误的行为,而只需要是发行人被要求重述以及已经支付的报酬超出会计重述后所应付的报酬,并且未赋予董事会任何裁量权(即使所能追回的报酬将小于追回所需要的成本),因而更加具有强制执行力与客观性。抓回条款是否能达到上述立法目的,还有待 SEC 进一步的更详细的规定以及实际操作中的具体效果,尤其在目前新抓回条款很多关键用语模糊,例如什么是实质性,什么是未依从证券法的规定,等等。

那么,对于高薪机制的限制,还有什么其他措施呢?笔者认为可以提高超过特定数额收入的税率。美国总统奥巴马以及沃伦·巴菲特也持增加税率的观点。为了防止任何规避措施和漏洞,不仅针对个人提高税率,同时也应针对公司提高税率。这样,公司和高管为了高收益而承担过度风险的积极性就会下降,因为随着收益的增高,税收相应地增高,除去税收后的收益不会像之前那样有吸引力。当然,高税率的起征点以及高额税率的制定,必须是十分谨慎的。

四、结语

金融危机给全世界公司的公司治理上了非常重要的一课,尤其是在风险管理与管理层薪酬激励体系这两个方面。公司治理失败的根本原因在于公司与管理层过度地追求短期利益,忽视了其他利益相关者的利益与公司的长远发展。本文提出的利益相关者代表董事会以及高收益高税率方案,目前理论基础还不够成熟,需要更进一步的具体化。正如人类与大自然要和谐相处、可持续发展一样,公司与管理层也需要在整个经济环境中与社会中各利益相关者和平相处,平衡各自的利益,只有这样,才能真正实现资源的有效配置,提高资源的利用效率,也从而降低董事会为自身和股东利益铤而走险的可能性。利益相关者代表董事会与高收益高税收制度,将为公司治理提供一种新的可能性。笔者认为,可以先试点性地尝试,严格地掌握制度所适用的对象,可以先以大型公众公司与跨国公司及对利益相关者群体造成一定大型损害的不良公司为对象。然后将经验数据连同理论发展结合起来,为实践的进一步深化,提供更加详实的理论基础,为公司治理创造出一条新的道路。虽然本文主要分析英美法中公司治理的不足,但对于中国公司治理架构的完善也有参考价值。中国公司法已在某程度上规定公司董事会可以有职工代表,笔者认为可以按照以上所述将之扩大以引进其他利益相关者代表,以完善公司治理的机制。

(责任编辑:许多奇)