

社会偏好与制度权衡: 美国金融管制 对其公司治理结构的影响

臧慧苹 狄宪孔 王 梅

(长春高等金融专科学校, 吉林长春 130022; 中国人民银行莱芜市中心支行, 山东莱芜 271100;
山东银监局枣庄分局, 山东枣庄 277100)

摘 要: 制度决定了经济绩效, 这是制度经济学的基本逻辑; 但是什么决定了制度选择? 以及不同制度之间是否存在严格的“优劣”判断? 本文从美国的金融发展史出发, 论证了社会偏好对金融管制制度的权衡影响, 由此推断管制对公司治理的影响。本文认为, 在社会偏好上, 美国出于对市场权力过分集中(垄断)的反感, 决定了政府多年来的金融管制措施, 由此形成了特定的管制制度; 而这一制度分散化了金融中介机构及其投资组合, 阻止它们拥有能对工商企业产生足够控制权的股份, 同时, 银行被禁止跨州经营, 保险公司被禁止拥有股票, 共同基金、养老基金也被分散化了。这样, 对于大型上市公司而言, 由于股权高度分散, 弱化了所有权约束, 造成了“强管理者, 弱所有者”的公司治理结构。在上述逻辑结构下, 整个金融市场制度和公司治理就显得可以理解了。

关键词: 金融管制; 公司治理; 市场结构

中图分类号: F830.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2005)07-0121-07

一、问题的提出: 管理者主权

美国在保持市场经济的自由度层面做得最为出色, 被人们看作自由经济的现实典型范式, 其市场经济关系充分发育, 法律制度相对完备, 正是这一点造就了美国经济的长期繁荣, 在这一过程中, 作为市场经济主体的上市公司功不可没, 其公司治理结构也一直被作为英美模式的代表为其他国家所仿效。然而, 2001年起, 安然、世通等一系列公司丑闻的发生, 不得不令人对美国模式进行深刻的反思, 其股权高度分散化及流动性强的特点, 弱化了企业的所有权约束, 而强化了管理者的权利, 加之股票期权计划的双刃剑作用, 驱使管理层大肆造假以粉饰公司业绩、抬高股价、获取暴利, 致使美国 CEO 的收入远远高于欧洲, 更与普通员工相差悬殊。2001年, 美国高级经理人的平均年薪高达 2740 万美元, 是普通员工的 411 倍。

企业不是孤立的, 而是与政治、文化有着密切联系的。虽然美国经济倾向于较少地

收稿日期: 2005-05-12

作者简介: 臧慧苹(1966-10-), 女, 吉林长春人, 金融学博士, 任职于长春高等金融专科学校。

狄宪孔(1968-11-), 男, 山东莱芜人, 本科, 经济师, 任职于中国人民银行莱芜市中心支行。

王 梅(1967-12-), 女, 山东枣庄人, 本科, 经济师, 任职于山东银监局枣庄分局。

受到管制和比较灵活,但鉴于金融业在国民经济中的特殊地位,美国是世界上金融管制最为严厉的国家之一,正是美国政府多年来的金融管制,拆散了金融中介机构,削弱了他们在上市公司内部的力量,从而形成了“强管理者、弱所有者”的公司治理结构。

二、反垄断偏好与美国金融管制理念的形成

美国是一个具有反垄断传统的经济体,在金融业尤其如此。从美国的开国元勋杰弗逊和汉密尔顿关于国民银行的争论就可以看出反垄断和分权理论的重要性。当时,以亚历山大·汉密尔顿为首的联邦党人大力倡导在全国层次上成立国家银行机构。而托马斯·杰斐逊为主的分权主义者则力主各州对各自的债务负责,在 1790 年辩论是否组建美国第一国民银行时,杰斐逊援引宪法第 12 条修正案以支持他的论点——“所有未由宪法赋予合众国,也未禁止由各州行使的权力,都保留给各州或其人民”。杰斐逊宣称:“向国会权力范围区域之外迈出一小步,就意味着对无限权力的占有,这是从任何角度都说不通的。”(参见 Kamras 2005)。这反映了社会的反垄断偏好。反垄断在金融政策上的基本体现是国家对于大型金融机构业务扩张的严格管制。

在 19 世纪末,科学技术的发展使企业的规模空前膨胀,其巨大的资本需求只有通过证券市场聚集众多独立投资者的储蓄来满足,而储蓄可以通过银行、保险公司、共同基金和养老基金等大规模的金融中介机构(美国金融中介机构的资产全部为这四种机构所持有)转移,这些金融中介机构聚集起人们的储蓄并用他们进行投资,同单个投资者相比,金融中介机构更有实力在大的企业里拥有大额股票。根据阿道夫·伯利和戈蒂纳·米恩斯的研究,只有大于 20% 的股权才是有意义的股权,如果公司内股东的股权都小于 20%,公司的控制权就掌握在经理手中。而美国政府对金融的管制,反复地阻止金融中介机构发展到拥有足以在大型企业中产生影响力的大量股票,政府通过一系列法律拆散了金融中介机构以及它们的投资组合,并降低了它们相互之间的协调能力,阻止它们进入产业部门的董事会,而当政策制定者们对美国的金融体系进行组织时,他们对大企业的治理结构也产生了深刻影响。

(一) 银行

美国的银行体系是发达国家中最与众不同的一个。自从 19 世纪早期,美国的银行体系就是高度分割的,由无数的小银行组成却没有广泛的分支体系,美国的联邦制度又助长了银行业的分散化,因为各州仅给自己的银行发营业执照,并进行保护,不让外州银行进入,还经常阻止这些银行建立分支机构。尽管美国内战期间建立了国民银行,但是,《1863 年国民银行法》和《1864 年国民银行法》仅赋予国民银行有限的权力,并将其解释为仅局限于某一地理位置,是否能拥有股票也引起争议,最高法院最终作出了不利于银行的判决:国民银行法里没有注明银行有权拥有股票,因此银行不能拥有股票。这样,国民银行根本不可能控制产业公司。

由于法律禁止跨州建分行,拥有剩余资金的地区银行无法到需要引入资金的地区建立分行,使得货币不能在单一组织内流动起来,尽管经济机会确实存在于全国市场,但银行家们却由于建分行的限制无法走向全国市场。实际上,全国性金融中介机构是可行的,美国第二银行就曾经是美国第一家全国性金融企业,将货币的全国流通和贸易的流动平行地协调起来,它也是一家秘密的中央银行,为一个强大的银行业所必需。第二银

行拥有跨州的分行网络,本可以在19世纪末大型全国企业的建设与兼并过程中发挥中心融资作用,然而,安德鲁·杰克逊(Andrew Jackson)以其著名的否决票拒绝颁发营业执照而扼杀了这个第一家全国性金融中介机构。杰克逊的否决票是两种关键力量的产物:利益集团的无情争斗及美国的平民主义(不仅仅是指19世纪90年代的农民政治运动,而是所有认为大机构和集中性经济力量的积累不可取而且应该加以限制的这种广泛存在的态度),这两种力量决定金融中介机构未来的结构以及公开上市公司的结构,因为,平民主义是那些控制金融机构的范围和规模以及它们在公司治理结构中影响力的法规的基础(如《投资组合法规》、《反网络化法规》及《谢尔曼反垄断法》,直到1927年通过的《麦克法顿法案》也是在确立分离的银行制度:只要各州法律允许,国民银行便可在一个城市或城镇内设立分行)。这样,美国银行业的主要组成部分到19世纪晚期已经各就各位了:一个不跨州设立分行的分散化的银行体系,缺少一个能调节货币供给并承担最后贷款人责任的中央银行。当大型产业出现时,金融机构没有能力随时直接地提供金融服务,更谈不上在公司治理中发挥作用了。

此后,商业银行试图绕开法律的限制,通过其附属机构间接地从事证券交易,而且试图参与公司治理(到1930年时,新发行的证券中几乎一半是属于这种情况的)。例如,J.P.摩根开始在公司董事会里安置其银行的代表并在选择公司管理者中发挥作用。然而,此举遭到强烈的抨击。1912年,国会对华尔街进行了历时8个月的普若(Pojo)调查,该委员会的顾问们认为华尔街的货币垄断集团控制了美国的产业界。路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)后来利用他们的数据在杂志上发表了许多受欢迎的文章,并出版了一部著作,为应该采取的行动提供了意识形态基础和计划,总的宗旨就是要使银行家回复到他们作为中介人这一适当的角色中去,并取消金融机构的相互关联,从而结束寡头统治所造成的危害。他的这些言论在20年后的罗斯福新政时期仍被人们引用。伍德罗·威尔逊也反对托拉斯,他认为在托拉斯的背后是投资银行家们,他们会组成或将要组成一个“联合体的联合体”,这个联合体的联合体会控制整个政治过程,为民主政治划上句号,因而,民主政治必须首先出击,并结束银行家对托拉斯的控制。这一先发制人的思想得到了布兰代斯的响应,他说:“我们必须先击垮金融托拉斯,否则金融托拉斯就会击垮我们”。在这一片谴责声中,银行家们为了避免招致更多的批评乃至管制,他们在即使没有受到正式管制的情况下也降低了他们在产业公司治理中发挥的积极作用,花旗银行的前辈们就因此放弃了他们刚刚发展起来的州际银行控股公司网络。

在1929-1933年的大萧条时期,商业银行的证券交易更加引人注目,国会相信:股份公司的倒闭危及了银行,随之而来的银行倒闭造成了经济危机而非经济危机的反映。罗斯福新政是从对华尔街进行的历时17个月的调查开始的。参议院银行业委员会在听证会中的顾问费迪南德·佩科拉(Ferdinand Pecora)再一次谴责投资银行家对产业公司的控制,他认为:“权力从多种源头向银行家手中的令人可怕的集中是极具威胁的”。证券和交易委员会的督察威廉·O·道格拉斯(William O. Douglass)也主张取消华尔街对产业界的控制,认为投资银行家和商业银行家的活动应该被局限于销售证券的范围之内,他们在公司管理层中的影响作用应该被取代。随着《格拉斯-斯蒂格尔法》的出台,银行及其附属机构被禁止拥有或进行证券交易。

20 世纪 50 年代, 银行通过组成控股公司以及独立的子银行联合起来形成连锁银行来避开对分行的限制, 控股公司可以从事商业、拥有股票。而国会制定了《1956 年银行控股公司法》(该法在 1970 年进行了修正), 将控股公司的活动限制在与银行业联系紧密的领域, 禁止他们拥有多于 5% 的非银行企业具有投票权的股票。这一法案同样阻止了一个强大的金融中介机构的发展, 进一步形成了阻隔金融与大型产业公司的壁垒。

进入 80 年代, 金融自由化浪潮席卷全球, 美国金融机构和金融市场受到来自国内和国外的外国金融机构的强大竞争(到 80 年代末, 世界头 10 家银行里没有美国的银行, 世界前 50 家银行里仅有两家美国的银行), 国会陆续通过了一系列法案放松管制。如通过《1980 年吸收存款金融机构放松管制和货币控制法》, 取消了 Q 条例及一定的利率最高限额, 通过《1982 年加恩-圣杰曼吸收存款机构法》, 允许可转让支付命令账户(NOW)的使用等等。但这些措施并未对扩大金融机构对产业公司的影响起到任何作用, 1985 年, 一些专家主张允许银行实行地理上多样化, 不但通过控股公司, 而且通过直接设立分支机构扩展到各州, 但这一提议遭到数千家较小银行的强烈反对, 由于在最直接受影响的利益集团之间并没有达成一直的意见, 故国会不同意就此立法, 而且, 在《1989 年金融机构改革、复兴和实施法》中仍限制储蓄和贷款机构协会的投资活动。因此, 从某种意义上说, 80 年代的收购行为应被视为部分源于美国金融分散化的历史——美国缺乏很多足够强大的金融公司来对产业公司施加影响。

(二) 保险公司

在 20 世纪初期, 由于保险公司不受跨州设立分支机构的限制, 几家美国最大的金融机构都是保险公司而不是银行, 它们进行证券承销业务, 积聚起具有控制潜力的证券投资组合, 一些保险公司已经把它们资产的 12% 投资于股票。以保险费这一形式出现的公众储蓄被转移到产业界的巨头们那里, 使保险公司能够对煤气公司、电灯公司、电话公司、有轨电车公司、铁路公司以及其他各种各样的公司的活动进行控制, 它们正在慢慢地获取它们所投资公司及其管理层的控制权。在 20 世纪的大部分时间里, 按资产来说, 保险公司是第二大机构, 将可能成为在公司董事会中拥有代表的积极投资者, 但政府的一系列管制措施同样摧毁了保险公司在董事会中的权力, 并在无意中帮助了大企业中的权力从股东向管理者的转移。

1905 年, 保险业受到了丑闻的困扰, 这些丑闻暴露出了裙带关系、内部人员金融诈骗以及对立法机构的贿赂。纽约的立法机构为此进行了著名的阿姆斯特朗(Armstrong)调查, 委员们认为: 废除保险公司提供政治献金的权力将会削弱它们的政治力量; 废除它们拥有股票的权力将会削弱它们的经济影响力。当纽约的保险公司集中了全国保险资产的一半时, 法律禁止保险公司拥有股票、控制银行和承销证券, 将其限制在仅能从事保险承保和债券投资等核心业务的范围之内(几年之后, 该调查抑制金融力量的这一改革主旨在国会的普若调查中得到了回应, 前文已述及)。1906 年, 纽约州还规定了一家单独的保险公司可以承销的新保险的最高金额, 这一规定更加限制了大保险公司的发展, 当时正在发展成为美国真正意义上的全国性金融机构的三家保险公司在阿姆斯特朗调查的余波中被搞垮了。

1941 年, 证券与交易委员会提议: 允许保险公司购买一些股票, 但是禁止它们拥有所

投资公司的大份额股票,这样,保险公司在其所投资公司的治理结构中只起消极作用。但是,在不能拥有股票近半个世纪之后,保险公司对此并无兴趣,或许是担心会引来不必要的管制吧,它们对消极的股票投资反应消极,更谈不上在公司治理结构中发挥积极作用了。

第二次世界大战以后,股票所有权问题再度成为人们关注的焦点,保险公司也开始争取放松对它们的投资管制。1951年,纽约州立法机构放松了绝对的禁令,但仍禁止保险公司拥有任何被投资公司超过2%的有投票权的股份,也就是说,立法机构限制的是保险公司可能会积聚起来的在被投资公司的投票权,而不仅仅是它可以用作投资的资产比例,这表明,立法机构不只是担心保险公司承担太多的风险,更担心它们会变得过于强大,从而控制产业界。

1984年,纽约州放松了对保险公司投资的限制,但法律障碍仅仅是被降低了,并没有被清除。另一方面,禁令有着持续的影响力,强有力的管制措施帮助塑造了保险公司,取消这些管制不会很快地自动改变保险公司的行为,它们只是在被允许的领域内进行活动,诸如不动产抵押贷款和附加严格条件的、不公开销售的证券,而不是运用拥有的股票在美国大型企业的公司治理中行使权力。

(三) 共同基金、养老基金

共同基金一般来说不能拥有导致控制权的股票份额,但国会担心天真的投资者们会出于多样化的期望而投资于它们,却又无法对其投资组合进行评估,证券与交易委员会证实了共同基金唯一的积极功能就是出售多样化,任何其他的延伸都会冒盗窃的风险,不让共同基金的管理者占有具备控制权的位置能够使他们不被卷入到利益冲突中去。通过佩科拉听证会,政策制定者们认为实际制定基金资产投向何方的共同基金顾问常常是投资银行,它们会利用共同基金来控制企业,并强迫被控制的企业将其证券承销业务交给投资银行。此后,通过《1936年收入法》和《1940年投资公司法》,政治家创造了共同基金得以成长的基本框架:它们不应控制产业界;不应进行集中投资;也不应该与会造成利益冲突的金融同盟纠缠在一起,从而使共同基金积极参与它所投资企业的公司治理结构成为一件非常困难或根本不可能的事情。

养老基金受到的限制较少,美国有一个足以与银行相匹敌的、庞大的养老基金体系。然而,毕竟养老基金的首要目的是提供老年时的安全性,而不是改进公司治理结构,更重要的是,养老基金被分散化了,而且大部分处于公司管理阶层的控制之下,他们一般更倾向于让私人养老基金在公司治理中保持消极姿态。经理们得以控制养老基金的部分原因是劳动管理政治以及反托拉斯法,1946年和1947年间一系列受人关注的罢工之后,国会便禁止工会完全控制新的养老基金,同时,受到反托拉斯法威胁的通用汽车公司也禁止其养老基金持有其他公司的大份额股票。1974年,国会通过了ERISA,即《雇员退休收入保障法》,通过鼓励养老基金采用其它机构(银行、保险公司、共同基金)通常采用的、分散的、消极的持股结构,不易察觉地确认了业已存在的公司治理结构。

三、制度权衡:从经理人资本主义向投资人资本主义的回潮

尽管在市场经济制度中存在鼓励竞争或反垄断的价值判断,但是适者生存、优胜劣汰却是竞争的基本后果。管制是为了抑制垄断以促进效率,但是管制自身所带来的效率

损失也是不可忽视的。美国的金融管制发展史也证明了社会在管制与放松管制间所进行的制度权衡,实质是一种寻求社会利益平衡点的努力。

美国从 20 世纪 70 年代末开始采取了一些便利机构投资者的措施,如放松对固定经纪人佣金的管制等,80 年代的兼并和杠杆收购浪潮将很多美国大企业拆散和重组,一些中介机构试图扮演新的、积极的角色,管制者也在对旧的模式进行重新审查,证券和交易委员会减少了对机构投资者在公司治理结构中发挥作用的限制。1994 年,取消了跨州设立分行的限制,1999 年又通过了《金融服务现代化法案》,允许金融业混业经营,所有这些都促进了机构投资者的发展,其持股比例不断上升,到 1995 年中期,它们已拥有 10.2 亿美元的资产,相当于美国整个金融资产的 22%,1996 年,机构投资者持股总额占整个股票市场的 43%。随着机构投资者持股比例的增加,它们发现,当公司出现问题时很难顺利出货、全身而退。另一方面,即使将股票抛出也会引起股票市场大幅波动,导致股票价格连锁下跌,其后果对机构股东也不利。因而,它们逐渐放弃了传统的用脚投票的华尔街法则,开始积极参与公司治理,对业绩不佳的企业经理人员施加压力,直至参与公司未来战略的制定。据报道,1992 年前后的一年多时间里,美国 IBM、通用汽车公司等 6 家大公司的 6 位声名显赫的总裁被解雇,而且,在机构股东的压力下,美国公司总裁的报酬结构发生了明显变化,很大一部分为股票和股票期权,形成了与公司业绩挂钩的机制(虽然,股票期权制度也倍受争议,但其对公司管理者的激励作用是勿容置疑的)。

美国机构投资者战略的这一历史性转变被称为“机构持股者的觉醒”,有利于强化所有权约束,使管理人员在更大程度上对企业绩效负责。因为,管理者们有义务向在企业拥有一定利益的机构证明他们的计划及结果具有合理的理由,这将会澄清并改进工作的结果,同时,机构也将会了解企业及其内部运作,因此,在出现危机时它们能置身其中解决危机。

但是,我们也应该看到,多年来的金融管制在机构一开始建立时就塑造了它的运作模式,即使规则发生一些改变之后,机构的变革也不可能很快发生,这当中有一个路径依赖问题。因此,虽然机构投资者在资本市场上的持股比例已经很高,但单个机构投资者在一家上市公司中的持股比例仍然是较低的,所以,机构投资者要积极参与公司治理往往需要联合起来,并进一步争取其他中小股东的投票代理权,这还需要履行相对复杂的法律程序,而且,反垄断法、所得税法中也有一些不利于机构投资者积极参与公司治理的条款。可见,要想真正实现由“经理人资本主义”向“投资人资本主义”的历史转变,美国的金融管制政策还需要作进一步的调整。

四、结 论

美国社会具有一种根深蒂固的平民主义思想,他们对权力的集中具有持久的不信任感,正是在这一思想的影响下,美国金融管制制度一再阻止金融机构拥有对大型产业具有控制权的股票份额,拥有最多资金的银行被禁止持有股票和在全国范围内经营;保险公司在 20 世纪的大部分时间里被禁止拥有任何股票;共同基金不能进行集中投资,更无法控制产业界;证券法规使养老基金难以联合经营而产生影响。这样,由股权的分散化导致企业权力向管理人员的集中。当然,金融管制不是全部的原因,但却是部分原因,尽管自 20 世纪 90 年代以来,机构投资者战略发生了一定的转变,但法律的障碍并没有完全

拆除,仍能帮助我们理解今天的公司治理结构。

应当指出,在美国作假账的公司只是少数,不能因为个别公司的财务丑闻而否定美国的公司治理结构和资本市场,而且,作为一个有着稳定的政府、良好的劳动力以及丰富自然资源的自由贸易区,美国仍在世界经济中居领先地位。但是,正如美国学者马克·J·洛所言:问题在于美国的体系是否可以被改进,而不在于它与外国体系综合起来比是好还是差。因而,财务丑闻曝光后,美国政府和国会采取了一系列措施,对经济犯罪行为进行处罚。2002 年 3 月 7 日,布什总统作了“增进公司责任和保护股东的十点计划”,接着,纽约证券交易所和那斯达克也提出了新的公司治理规则,2002 年 7 月 31 日,布什总统签署了关于会计和公司治理一揽子改革的法案,即《萨班斯—奥克斯利法案》。这些举措旨在强化所有权约束、提高对公司经营管理者的要求、进一步加强对公司管理者的监督、强化对公司信息披露及中介机构的监管,改革能否取得标本兼治的效果还有待于时间的检验,但足见美国朝野上下惩治舞弊、改进公司治理结构的决心。

参 考 文 献

1. (美) 艾伦·加特(1999),《管制、放松与重新管制》,经济科学出版社。
2. 郭金林(2002),《论美国机构股东的战略转变及其公司治理原则》,《世界经济》2002 年第 4 期。
3. 鲁桐(2004),《公司治理结构的国际发展趋势》,《人民日报》,2004 年 9 月 23 日。
4. 类淑志、宫玉松(2004),《安然事件、日本股灾与公司治理结构趋同——美日两国股权结构比较分析》,《国际金融研究》,2004 年第 3 期。
5. (美) 马克·J·洛(1997),《美国公司财务的政治根源》,上海远东出版社。
6. 万红(1987),《美国金融管理制度和银行法》,中国金融出版社。
7. 肖炼(2004),《公司财务丑闻与美国经济》,中国社会科学院网站。
8. 赵国习(2002),《摇摆中的美国公司治理》,《IT 经理人世界》,2002 年 8 月 28 日。
9. 伯利, A. A. 和米恩斯, G. C., 1932,《现代公司和私有产权》,麦克米兰出版公司,纽约。
10. Kambas, William J. 2005,《美国银行体系的发展:从殖民工具到国家必需》,《当代银行家》第 2 期,英文版参见:
<http://www.lawrecord.com/articles/vol28/>.

Abstract: American economy has been famous for its less control. However, due to the important role of finance in the national economy, American is one of the countries with the severest financial supervision in the world. To control the market power over concentration, the American government adopts strict measures of financial regulation over past years. Financial intermediations and their portfolios are broken up, so adequate stocks, which can afford them the power to control the industrial and commercial firms, cannot be acquired. Trans-state operation is forbidden for banks. Holding stocks is forbidden for insurance agents. Furthermore, mutual fund and pension fund are also dispersed. For large listed company, the high dispersed stock leads to the weaken ownership control, and results in the occurrence of corporate governance structure called "the strong controller and weak owner".

Key words: Financial Supervision, Corporation Governance, Market Structure

(特约编辑: 陆 磊)(校对: GH)