

# A skeptical view of financialized corporate governance

Anat R. Admati

Journal of Economic Perspectives, 2017

法律使得公司与股东相互独立，一方面促进了公司的成功发展，另一方面则加剧了公司实际控制人和其他人（股东、员工、供应商、消费者、公众等）的冲突。公司治理中的一个重要话题就是怎样使经理人和股东的利益一致。管理薪酬通常与利润、股价有关，这一措施属于“金融化（financialization）”领域。金融领域和金融活动在经济中变得重要，金融市场和金融措施也能愈发显著地影响经济活动。

金融化治理（financialized governance）对于多数股东来说效果并不好。即使金融化治理对股东有好处，它对公众也有负面影响，比如它会导致账目作假，同时也会导致短视决策、提高了风险。

有效的治理需要捕捉到公司控制人的实际行为，但公司控制人或既得利益者能躲避这种监督，而且政府也缺乏这方面的激励和事后责任。

每当出现公司治理丑闻，当事人总会以“不知道”、“问题是少数”、“问题是系统性的”等理由推卸责任，而非避免其再次发生。经济学家也说“我当时不知道”，因为一般的经济框架和模型往往无法适应公司治理的重要现实问题，而这些模型也忽视了激励、治理冲突、强制性、事后责任等问题。

## 1 Financialization and Shareholder Governance

由于汇率和利率的波动、全球化、金融管制的变化、证券和衍生品等金融创新使得金融活动和金融市场扩张 (Davis 2011; Krippner 2011)，这些扩张一方面提供了更多分担风险的手段、促进了创新、大额投资和经济增长；但另一方面，也使得风险隐藏在复杂而不透明的利益系统中 (Partnoy 2009; Zingales 2015)。

这几十年，解决委托代理问题的主要措施还是将金融指标（收益、股价、回报率等）与薪酬挂钩：

- 采用这一制度的公司比例一直在上升：标普 500 中，16%(1970) - 26%(1980) - 47%(1990) (Bank, Cheffins, and Wells 2017)。
- 多数公司在薪酬计划中采用股价和股东回报指标。
- 经理和股东的回报包括限制股和期权，公司实际上是受市场和会计指标“管理”的。

现在机构持股的比例逐渐升高，机构所有者与员工的利益不一致，投资经理缺乏管理所投资公司的激励，尽管这种管理是有利于投资人的。即使是个人持股，也无法准确将股东价值最大化，因为现在考虑的是多数股东的利益。

- 有众多任务时，高度的金融激励反而使经理人变得缺乏效率 (Holmstrom and Milgrom 1991)。
- 由于现在实行组合投资，一个投资人可能会投资同一行业内的多个公司，这些公司的合谋会对投资人有利，但却减少了市场竞争对其他人有害。
- 卖空和其他金融衍生品使得股东的投票权与他们的经济利益不一致 (Barry, Hatfield, and Kominers 2013)。

## 2 Tradeoffs from Financialized Corporate Governance

金融化治理促使经理人隐藏信息以及欺骗得利：

- 薪酬与金融目标挂钩的经理人有修饰表面账目和提高短期收益的激励。比如在账面上利用会计标准修改盈利，利用衍生品的复杂性隐藏损失（银行），使投资人无法了解实情。这些行为也很难被监管，因为告密会受到惩罚（失业等），而行为记录有瑕疵的经理人则照样能找到工作。另一方面，有监督责任的审计事务所也没有起到审计作用，它们自己也在制造信息不透明。
- 以上使得投资人缺乏信任，提高了融资成本，而不知道投资亏损的投资人不仅没有止损，反而继续投资下去，最终造成经济危机。另外，公司策略还会通过其他途径危害社会，比如烟草公司在以前几十年间宣称吸烟无害，制糖工业回避糖摄入的负面信息。

金融化治理使资源和风险错配，降低效率：

- 因为会计指标是短期的，经理人会追求短期效益而忽视长期回报。
- 因为股价代反映未来现金流，相比与短期会计指标挂钩的薪酬制，与股价挂钩的薪酬制对策略扭曲作用更小。但当经理人与股东信息不对称时，经理人也会做出对损害股东但能抬高股价的决策。
- 经理人可以将收益归自己，而风险和未来损失由他人承担，比如银行的贷款由政府或央行支持，最终还是纳税人承担损失。因此使经理人更偏好高风险（更看重风险的收益而不是潜在损失），尽管这些对公司不利。
- 公众与企业的信息不对称会降低产品质量，产生安全隐患。

## 3 Some Policy Proposals

改善公司治理应注重提高信息透明度、创造更好的内外部监督机制、用有效率的法规取代扭曲和无效率：

- 公开公司的实际受益人，使利益链条变得透明。
- 对于大公司，要有更多的外部消息来源。因此，应提高独立分析师曝光公司黑幕的激励（内部告密很困难，审计机构、评级机构并不独立）。当评级机构不为大众负责时，投资人不应以其为参考依据。
- 公司并不能坐牢，对公司罚款并不能阻止欺骗，而且对公司的罚款、吊销执照也会伤及无辜（员工等）。应用更多资源去调查董事会和经理人，要追究个人责任。（“揭开公司面纱”）。
- 完善消费者保护法规，强制公司公开产品质量的相关信息。
- 注重防患于未然，以节约监管成本。

## 4 Political Economy and Corporate Governance

- 政府内部的激励是有作用的，比如公务人员和企业人员的薪水差别极大，会降低政府监管的积极性。对于公司的公诉案件过于复杂，法官难以判断，因此律师资源更好的公司更占上风。政府应适宜地行使职责（不过度监管，也不能不监管），且能被公众监督。
- 执法应具有强制性与一致性。缺乏强制力的法律不仅不能惩罚违规行为，还会使违规行为难以被发现，比如受到资源限制，调查无法展开。
- 司法的内部竞争。公司往往会选择对其有利的司法环境，比如选一个法规有利的州或者在某些避税天堂注册公司。国际司法合作难以统一标准，而政府也缺乏激励，政客们更倾向于他们背后的企业。

## 5 Corporate Governance in the Financial Sector

- 公司治理和政策实施面临着双重失败，金融企业变得脆弱，有很大的系统风险。金融领域中的机构总是追求私人利益而制造外部风险，同时隐瞒事实。
- 银行在金融领域中是很特殊的存在，它时刻面临着流动性风险。在 19 世纪的英国，银行是合伙制的，合伙人对债务负无限责任，他们的私人财产也是与银行连带的。后来，银行变成有限责任公司，为了避免流动性风险，政府提供了保护网，比如保险和央行贷款，但这些保护网非常脆弱甚至本身就会导致公司治理的失败。银行也可以将亏损风险和成本转移给其他人。
- 金融创新和金融衍生品使投资者和监管者难以看清金融真正的健康状况，银行中的架构也非常的复杂。大型金融机构的风险管理也做得不足，而这种不足总是事后才能发现。
- 政府应该让合伙人承担更多的风险，以及加强对风险的追踪管理。尽管银行的政治游说者说这样是阻碍信贷和经济发展，但金融泡沫、缺乏效率的管制以及各种扭曲才是最有害的。
- 银行和金融公司不仅是贷款的来源，还是公共风险的来源，但政府缺乏管理他们的政治意愿。