

加强公司治理能够防止金融机构过度冒险吗？ ——关于高管激励与银行冒险行为的一个综述

李松¹，卢宇燕²，洪正¹

(1. 西南财经大学 中国金融研究中心 四川 成都 610074; 2. 中国人民银行 北京 100032)

摘要: 文章总结了银行高管激励与冒险行为的理论和实证研究,认为银行高管激励结构通过强调奖金与股票期权等短期的显性激励以及解职的隐形激励鼓励了冒险行为,增大了金融机构的风险也加大了金融系统性风险,而施加这种激励结构的正是偏好于短期冒险行为的银行股东。文章的研究为金融监管改革提供了参考,认为加强股东对高管薪酬和企业决策的影响并不能缓解银行的冒险行为,监管措施更应当着眼于权衡股东利益与金融稳定的冲突,而危机以后各国采取的监管加强措施可能并不能改善金融机构过度冒险的情况。

关键词: 高管薪酬; 公司治理; 冒险行为; 金融监管

中图分类号: D922.291.91; F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2012)01-0057-08

一、引论

2007年金融风暴给世界经济带来了巨大的冲击,至今欧洲和美国依然深陷衰退的泥沼。引发这场危机的根源众说纷纭,然而在这些纷纷扰扰的说法中,金融企业高管的不当激励显然是非常重要的一种。很多经济学家和观察者^①认为金融高管薪酬设计不当是引发这场危机的深层根源之一,银行家们的薪酬结构中过于强调短期表现而且具有不对称的结构,当企业具有良好表现时银行家获得了丰厚的收益然而企业表现糟糕的时候银行家却并未受到相应的惩罚,这种薪酬结构促使银行家采取如持有高风险资产、增加企业杠杆比率等冒险行为,最终导致了金融机构系统性危机的发生。

尽管我国金融系统没有遭受美国那样的打击,但是次贷风暴也给我国高涨的经济浇下了一盆凉水,2008年第四季度我国进出口大幅下降,而此后的刺激计划虽然避免了经济下滑但是巨量的信贷增量也给我国银行系统埋下了巨大的隐忧。如果对银行管理人员激励不当,这些信贷增量可能会流向高风险的企业或者项目,给我国银行系统和整体经济的健康带来冲击。此外,我国政府事实上对金融机构存在隐性担保,相应的大而不倒问题较欧美更加严重,因而更加需要审慎监管。而金融监管如果没有考虑激励因素,很难以形成有效监管,十多年前的东南亚金融风暴正是由金融体系的这种隐性担保和不当激励结合而引发的(Radelet et al. 1998),^[23]一些在那次危机中遭受巨大打击的经济体如印尼等至今尚未恢复经济活力,因此研究金融高管薪酬激励与冒险行为对我国经济有很强的现实意义。

针对高管激励结构产生的根源,存在两种不同的看法。一种观点认为这种引致银行风险行为的薪酬设计事实上违背了股东的长期利益,是公司治理失败的一种表现,因而要求在银行公司治理中加大股东的声音,他们的观点也反映在了危机以后的一些金融改革法案中。

^① Alen Blinder “Crazy Compensation and The Crisis” 华尔街日报 2009年4月28日。

收稿日期: 2011-11-28

作者简介: 李松(1982-),男,四川达州人,西南财经大学中国金融研究中心博士研究生;

卢宇燕(1980-),女,湖北恩施人,管理学硕士,现就职于中国人民银行;

洪正(1971-),男,安徽巢湖人,金融学博士,副教授,研究方向为银行理论与公司金融。

然而,另外一些观点^①认为银行等金融机构在危机以前的采取了大量的冒险性经营行为,而这些经营行为反应了股东的意志。股东通过显性和隐形的激励手段促使银行高管采取了这些高风险行为,最终导致了银行危机。前花旗集团总裁 Prince 著名的“音乐理论”^②为这种观点提供了佐证。

事实上,这些观点可以归纳为两个问题:(1) 银行家的激励结构是否引致了银行的冒险行为?(2) 如果高管激励结构鼓励冒险行为,那么这种激励结构是由谁施加的?对这两个问题的不同回答在理论和实践中均有着巨大的区别。如果银行家薪酬确实引致了银行冒险行为,那么对银行家薪酬结构加以限制可能是合适的,否则这些做法将会没有意义;如果激励冒险的薪酬机构是由公司治理失败引起,薪酬结构并没有反映股东的声音,那么加强薪酬决定中股东的声音是合理的,否则即使加强了股东的决定权依旧不能解决银行过度冒险。

在本文中,我们总结了现有文献对银行高管薪酬和银行冒险行为的研究,同时分析了危机后各国相应改革措施。我们首先对银行高管薪酬进行了分析,综述了薪酬结构激励高管采取冒险行为的机制以及相应经验证据,认为银行高管薪酬结构通过强调短期激励的现金奖励和期权组合以及隐形的解职威胁的确给高管施加了冒险动力,然后分析了向银行高管施加鼓励冒险薪酬结构来源的两种观点,即偏好风险的股东和自私的管理层,并总结了相应的实证结论,表明银行高管鼓励冒险的薪酬结构反映了股东对短期行为的追求。

我们的研究为金融机构监管提供了参考,认为金融监管应当考虑高管的薪酬结构,限制短期激励强度,但这种监管并不能解除股东对高管的隐形激励,而且当前所采取加强金融机构公司治理的监管方案并不能缓解金融机构的冒险行为,当下次泡沫吹起的时候,金融机构依然会把自己推向悬崖,合理的监管应该着眼于股东效率与金融体系稳定的权衡。

本文的组织结构如下:第二部分综述了高管薪酬与银行冒险行为的理论和实证文献;第三部分探讨了这种联系的公司治理根源;第四部分探讨了危机以后各国采取的对应方式及可能的结果,并提出了相应的政策建议。

二、高管激励与银行冒险行为

现代企业通常所有权与经营权是分离的,但对公司价值产生重大影响的高管私人利益与股东利益经常不一致,而激励结构的设计正是为了解决这种利益冲突,将高管的私人利益与股东利益绑定,引导高官经营行为使其符合股东利益。高管的经营行为会对公司的价值产生重大影响,这些影响会通过会计信息,以及市场表现反映出来,如果通过这些反映出来的信息能够推断高管采取的经营行为,那么将高管的报酬与这些信息挂钩,这种事后的激励可以促使高管在事前采取符合股东利益的行为,这就是激励理论的基本思想。

高管激励通常包括了显性的薪酬,以及隐形激励。薪酬一般包括了四个部分,即固定的基本薪酬,基于会计表现的奖金,基于股权的报酬包括股票期权和内部股份,后三者是薪酬中的可变部分。薪酬中包含基于股权价值的激励使得高管和股东利益一致从而引导高管的经营行为符合股东的利益,包含基于财务表现奖金的原因在与单单股票价格并不能完全反应高管的经营行为,财务表现和股价联合能够更好的推断企业高管的行为(Holmstrom 1979),^[14]因此在高管薪酬中同时包含基于股权的激励以及现金奖金能够更好激励高管行为。

除了显性的薪酬激励以外,隐性的激励也影响着高管的选择。隐性激励主要是指股东对于企业绩效不满而替换高管的行为,高管处于对失去职位的恐惧而采取符合股东偏好的行为。

(一) 高管激励与金融机构个体风险

对于不同的薪酬结构高管会做出相应的行为反应,因而高管薪酬结构可能对银行冒险行为有重要影响,

^① Fahlenbrach and Stulz(2009),Cheng,Hong and Scheinkman(2009)等。

^② 前花旗集团 CEO Chales Prince 在接受金融时报采访时说“当音乐停止,开始清场的时候,事情会变得复杂,然而只要音乐还在继续,你就不得不翩翩起舞。”(见 Financial Time 2007 年 7 月 1 日)通常认为 Prince 的观点体现了股东意志驱动了高管的经营行为。

不恰当的激励结构将会引致银行的过度冒险。金融机构的冒险行为包括了牺牲银行长期表现追逐短期行为,将资源过多投资于高风险资产,以及过高的财务杠杆等。这些行为在07-08年的次贷危机中得到了充分的表现。当薪酬中短期奖金比例过高时,银行经理人可能会忽视银行的长期业绩而采取短视行为。

传统观点认为股票期权会增加高管的冒险行为(如Murphy 1999)^[22],原因在于期权具有不对称的凸性收益,期权价值与股价波动性正相关,为了最大化期权价值,管理人员可能会采取增加企业业绩与股价波动性的经营行为。但是高管所授予的期权通常都是价内期权,如果股价波动性增加,尽管期权价值增加了,但期权失去价值的可能性也会增加,如果期权的持有者厌恶风险,那么他也可能并不采取增加股价波动性的经营行为。Ross(2004)^[24]的分析也表明,期权授予对于冒险行为的作用在理论上并不如传统观点认为的那么明确。实证方面,Murphy(2000)和Hall and Murphy(2003)^[12]表明现金奖金和股票期权都增加了企业的短期行为,但他们的分析并没有专门针对银行或者其他金融企业。

内部股权是薪酬中的长期激励部分,然而和股票期权一样,内部股票同样具有凸性收益,相应的债权的收益为凹形。股东比债权人有较强的风险偏好,但是高风险行为所产生的损失却由债权人共同承担,这些冒险行为事实上具有了外部性。银行由于本身具有高财务杠杆,而且由于存款保险或者隐形担保的存在,债权人对于银行冒险行为关注不够,因而这种风险转移行为能够给股权持有人带来更大的收益,因而银行高管中的长期股权激励一方面使得股东长期利益与经理人利益一致,但另一方面也可能激励高管采纳高风险的经营行为。John et al.(2000)^[19]对银行的这种风险转移行为进行了分析,认为由于存款保险制度事实上给予了银行一个期权,为了最大化这个期权的价值,银行可能会采取高波动率的资产组合。银行的这些投资行为由经理人做出,经理人受到自身薪酬结构的驱动,为了避免银行的这种过度冒险,监管政策需要关注银行高管的薪酬结构。

隐性激励也在金融高管的冒险活动中扮演了重要角色,当房地产价格高涨的时候,市场认可了高风险次级贷款的价值,因而参与这些高风险行为的金融企业也得到追捧。而那些即使认识到了这些投资行为风险性的企业也处于迎合股东偏好而参与了这写交易,因为如果不这样做那么金融企业的市场价值就会低于股东的要求,而这样会引来股东的惩罚,即更换一个更符合自己胃口的高管。

(二) 高管激励与系统性风险

金融高管激励不但与单个金融机构风险相关,而且与金融系统性风险有着密切联系。金融业不同于其他行业非常重要的一点是产品可复制性非常强,其他产品可能因为专利权等原因限制了竞争企业对产品的直接复制,但金融产品不受专利保护,一旦一种新的金融产品出现并受到了市场的认可,其他金融机构可以很快的复制这种产品。同时,在对冲基金等非银行金融机构中,常常采用相对绩效衡量,即基金经理的薪酬与行业排名关联,这种竞赛制过滤了系统性冲击,因而能够更好的侦测到代理人的行为。然而,由于金融产品的易复制性,相对绩效衡量制度下基金经理为了避免排名落后,往往采取相同的交易策略或者持有类似的金融产品(Sharfstein and Stein 1992^[25]; Basak, Pavlova and Shapiro 2007^[21]),由此产生的羊群行为一方面容易引起市场泡沫,另一方面也使得金融机构资产构成具有一定的相似性。

进而,一旦一个金融机构出现问题,市场就会推测持有类似金融产品的其他金融机构(甚至可能是完全不相关的金融机构)也会出现类似的问题,这时候被怀疑的金融机构融资就可能遭受债权人的追索,对于高杠杆的金融机构这就产生了挤兑(Diamond and Dybvig 1983; Brunnermeier 2009^[6]),这样即使本来满足清偿力标准的金融机构也难逃破产厄运。

同时,一旦一家高杠杆金融机构面临挤兑时,自身流动性不足以应付储户或者其他债权人的取款,必须补充流动性,而获取流动性最方便的方式是在资本市场上出售资产,这样陷入困境的银行会在市场上卖出自己的资产。陷入困境中的银行卖出自己的资产会引起资产价格的下降,而资产价格下降会使得一些本来没有问题的金融企业处境恶化,为了应对恶化的环境,这些企业又不得不出售资产以换取流动性,这又引起了资产价格的进一步下降。这种资产价格的螺旋式下降将很多本来健康的银行或者保险公司等拖进了困境,而这又触发了对他们的挤兑,这样使得单个银行的危机蔓延到了整个银行系统。

因此,单个金融机构尤其是大型金融企业因为激励不当引起的冒险动机可能将整个金融系统拖进崩溃

的深渊。一旦这种情况发生,政府拯救金融体系所要花费的代价将会非常巨大,因而更好的方式是未雨绸缪,通过对大型金融机构施加恰当的激励方式避免单个金融机构风险过大。

(三) 实证证据

Huston and James(1995)^[15]率先对银行 CEO 的薪酬结构进行了实证分析,他们发现银行高管的薪酬结构与其他行业存在显著差异。平均而言,银行 CEO 比其他行业 CEO 更少参与期权激励计划,持有更少的内部股权,总薪酬中股票期权和内部股权收益占比也更小,从而银行 CEO 薪酬整体激励强度更低。他们的研究同时还发现控制企业规模以后银行 CEO 现金形式的收入也更低,而现金形式收入对于年度财务表现的敏感性高于非银行企业。John and Qian(2003)^[18]以及 Adams and Mehran(2003)^[1]采用不同的样本进行分析也得到了类似的结论。然而,Huston and James 的研究是对银行和非金融行业 CEO 报酬进行比较,但银行是一个高度管制的行业,通常管制性行业的增长机会小于非管制性行业,所以激励经理人的动力也更小,因而往往激励强度也更小。Murphy(1990,1998)发现管制行业高管薪酬激励强度更低,Crawford et. al(1995)^[9]和 Hubbard and Palia(1995)^[16]发现银行高管薪酬从八十年代开始从水准和激励强度两方面的增强应该归因于监管放松也证实了监管对银行高管薪酬激励特性的影响。因此,Huston 等人的研究并不能证明银行的薪酬结构没有鼓励冒险行为。

Chen,Steiner and Whyte(2006)^[7]对 1992-2000 期间 68 家商业银行的 70 位 CEO 所构成的 591 个观察样本分析表明:在样本期间,银行在高管薪酬中增加了期权授予,而这种激励结构的变迁增加了银行的冒险行为。Mehran and Rosenberg(2008)^[21]显示期权导致 CEOs 采用更低的财务杠杆,但同时增加了对风险资产的投资。

Cheng,Hong and Scheinkman(2009)^[8]用他们所定义的剩余支付作为高管报酬的测量变量,发现高管报酬与公司的 β 、股价波动性,以及无担保次贷产品头寸存在强正相关性,而且分解表明这些高风险性投资与短期奖金和期权授予存在强正相关性,而与长期股权报酬无关。

Erkens et al.(2009)^[10]的跨国实证表明在,现金奖金占薪酬比重越大的银行在 2007-2008 的金融危机前采取了更多冒险行为,这些银行在危机中遭受了更大的损失。

Chevalier and Ellison(1997)表明相对绩效衡量激励会导致基金经理采取过度冒险,Arora and Ou-Yang(2001)也表明相对绩效衡量所产生的羊群行为容易产生资产泡沫。

从以上实证文献的发现可以得知,银行高管的薪酬激励结构确实对银行冒险行为产生了影响,使得一部分银行在 07-08 危机发生之前承担了过大的风险,因而在危机中给银行带来了损失。

三、公司治理与银行冒险行为

既然银行高管薪酬结构的确影响了银行冒险行为,那么是谁决定了高管的薪酬结构亦即冒险行为的背后驱动力便成为了值得关注的话题。关于高管薪酬的决定存在两种不同的观点,即最优合同观点和经理人寻租力量的观点(Bebchuk and Fried 2003)^[3]。最优合同理论(如 Holmstrom,1979; Hart and Holstrom,1987^[13]; Murphy,1999 等)认为薪酬安排体现了股东偏好,股东通过薪酬安排使得企业经营者和股东具有一致的偏好,从而缓解了代理问题。而寻租观点(例如 Bebhuk and Fried 2003; Tirole 2006^[26]; Kashyap,Rajan and Stein 2008^[20],以及 OECD Financial Market Trends 2009^[11])认为经理人薪酬本身就是代理问题的一部分,由于董事会和薪酬委员会并不具有和股东一致的利益因而也并没有能够通过薪酬合同协调二者的利益,高管影响了董事会和薪酬委员会的决定事实上为自己设计了报酬。

这两种观点在理论根源上并没有太大的区别,都源于对股东和高管之间的代理关系分析,然而二者在实际表现和相应的监管对策上有着巨大的差异。如果最优合同理论符合现实,高管报酬的确使得高管和股东具有类似的偏好,那么上面所提到银行鼓励冒险的薪酬结构表现了股东对于风险的偏好,因而金融机构的危机源于股东对于风险投资的追求。如果是股东奏响了 Charles Prince 所说的音乐,那么加强银行的公司治理不能缓解银行的冒险行为。如果薪酬结构体现了高管的寻租力量,那么银行的过度冒险也只是高管偏好的体现而违背了股东的利益,那么随着公司治理的加强,股东对高管影响力加大,高管的薪酬结构将会更少

的鼓励冒险,因此加强股东对高管薪酬的影响力能够避免金融系统不稳定。

银行股东对风险的偏好有两种原因,受限是因为股权收益的凸性而债券具有凹性收益,由此产生了经典的风险转移(risk-shifting)行为,即股东更偏好于收益具有高波动率的投资,这种情况在高杠杆比率的企业尤为明显。第二种原因源于市场的非有效性。在经典的有效市场假定中,公司股价完全反应了公司长期价值,如果股价偏离了长期价值,那么套利资金将通过套利消除这种偏离,因此市场价格总是“对”的。但由于卖空限制、投资期限、流动性约束等因素使得套利总是有限的,^①因而套利并不能消除这种价格偏离。一旦市场对于投资的价值存在不同预期,看多的投资者总能通过买入使得价格达到自己预期的水准而看空的投资者由于卖空限制的存在对这种偏离却无能为力。Jensen(2005)^[17]指出当乐观的股东能够决定高管的去留时,出于对被辞退的恐惧,高管不得不采取一些有损于企业长期价值但在短期能够迎合股东偏好的投资,比如盲目投资于低收益的新项目,不合理的并购等,这些投资最终损害了企业的价值。Bolton et al.(2006)^[5]也表明如果在投机性市场,存在异质预期和卖空限制因而股价偏离了基础价值,即使知道投资真实价值,内部股东也会鼓励高管采取能够迎合乐观投资者的投资,尽管这些投资损伤了企业的长期价值,因为股东可以在未来将自己所持有的股票高价卖给那些乐观的投资者从而降低自己的资金成本。但是Jensen和Bolton等人在股东激励的机制上并不完全相同,Jensen强调隐性激励即解职的威胁迫使高管冒险,而Bolton等人则强调通过显性激励即薪酬结构鼓励高管冒险。

Fahlenbrach and Stulz(2009)对98家银行类金融机构2006年度高管薪酬和危机企业表现进行了实证分析,他们发现:(1)银行CEO们持有了大量的内部股份,2006年末银行CEO平均持有的内部股份市场价值是年度薪酬总额的6倍,远远超过了奖金和期权的价值,因此奖金和期权的激励并没有能够扭曲CEO的激励。但是没有证据表明这些CEO激励与股东更一致的银行在危急中表现更好,事实上这些银行在ROE与股价回报两方面表现更差;(2)高管报酬中期权与现金红利占比更高的银行并没有在危机中表现更糟糕;(3)非CEO高管的激励与公司表现不相关;(4)CEO在危机以前并没有减持自己持有的内部股权,也没有套现股票期权,因而他们在危急中的损失也很大。Fahlenbrach和Stulz认为,这些证据表明了银行股东和高管的代理问题并不是危机的根源,高管采取了迎合市场和股东的投资,这些投资在事前给企业带来了乐观的预期,但当市场变坏时却给企业带来了巨额损失,但是这些损失是高管们所未曾预料到的。

Cheng et al.(2009)用金融企业高管薪酬对企业风险以及其他企业特性进行了回归分析。他们将金融类上市公司1992-2008的薪酬、业绩和市场表现作为观测样本,将样本按时期分为1992-2000和2001-2008两个子样本。用前五位高管的平均回报对企业规模以及子行业类别等控制变量回归以后的残差即所谓剩余报酬作为高管报酬的度量,而且,对两个子样本前三年高管薪酬进行排序作为薪酬变量。他们使用了两类风险变量,一类是市场价格相关的变量,包括公司的 β 和公司股价波动率,在第二个子样本本期还包括了公司股价对ABX次级债指数的敏感性;另一类是财务数据相关的变量,包括无政府支持企业担保的MBS平均头寸,以及账面财务杠杆等。Cheng等人发现:(1)高管报酬(以剩余报酬作为度量)存在公司差异,如雷曼、贝尔斯登、AIG等剩余报酬较高而高盛、摩根士丹利等则相反,这种差异在两个子样本期中存在一致性,而且这种差异并没有随着高管的离职而变化;(2)剩余报酬排名与公司 β 、市场价格波动性,以及ABX次级债指数敏感性存在强正相关性;(3)银行的冒险行为(以风险变量作为度量)与短期报酬即奖金和期权正相关,而内部股权和冒险行为无关;(4)报酬与公司治理变量无关,但与股东中机构投资者占比以及股票的换手率相关。^② Cheng等人的发现说明激励企业高管采取高风险行为的诱因是企业的短期激励,在投机性市场中,具有短期偏好的投资者提供了鼓励冒险的薪酬结构,激励这些高管采取冒险行为。

与Fahlenbrach and Stulz不同,Cheng等人得出了短期激励影响了企业冒险行为的结论,这主要源于后者使用了“剩余报酬”作为高管的激励性报酬变量。然而二者在内部股权无助于解释冒险行为这一点是一致的。

① Shleifer(2000)以及Barberis and Thaler(2003)的综述性内容。

② 机构投资者由于业绩考核期限的原因,通常更偏好于短期行为,而且机构投资者往往对高管的影响力也更大;而换手率通常体现了市场的异质预期和市场的投机程度(Hong and Stein 2007)。

的,说明了即使加强银行高管薪酬与股东利益的一致性也不能缓解银行的冒险行为。

Erkens et al. (2009) 使用一个包含 31 个国家共计 306 家金融企业的样本,对公司治理在 2007 - 2008 危机中的所扮演的角色进行了分析。他们的研究表明董事会越独立,股东中机构投资者占比越高,内部股权越低的企业在遭受损失后越容易更换 CEO,这些企业也在危急中遭受了更大的损失。股东中机构投资者占比越高的企业在危机前采取了更多的高风险投资行为。同时高管薪酬中现金形式奖金占比越高的企业在危机前采取了更多的高风险行为,在危机中也遭受了更多的损失。

这些研究结果与 Jensen (2005) 以及 Bolton et al. (2006) 的观点是一致的,即来自股东短期偏好的压力促使高管采取了高风险行为,这些行为在泡沫时期给公司带来了良好的业绩,但在危机的时候让公司受到了惨重的损失。这些经验证据与最优合同的观点是一致的,而并不符合寻租观点的预测。

四、结论及政策建议

在 07 - 08 年金融危机以前,银行和其他“影子银行”金融机构采取了大量的冒险行为,当市场状况变得糟糕的时候这些行为给这些金融机构的股东带来了巨大的损失,也让整个经济陷入了持续的动荡。经验证据显示,银行等金融企业高管的激励结构促进了这些冒险行为,但是这并不代表着所谓“公司治理失败”,而是反应了股东对风险的追逐。

由于市场价格并不能总是有效反映企业的长期价值,当市场存在不一致预期时,过度乐观的投资者会将股价推高产生泡沫,而知晓企业长期价值的投资者也鼓励高管采取迎合这种过度乐观的经营行为,从而降低自己的融资成本。一旦企业股价膨胀到常规经营难以支撑的高度,管理人员知道股票泡沫已经很大,然而出于对失去工作的恐惧只能采取冒险行为来迎合高起的股价,即使这些行为损失了企业的长期价值也加大了金融行业系统性风险。

股东通过显性的薪酬以及隐形的解职威胁给高管的冒险行为提供了激励,也造就了企业的高风险,当市场情况良好的时候这些冒险行为给股东带来了丰厚的回报,但当市场变得糟糕的时候,更大的损失自然也就随之而来,而这些损失部分由提供存款保险的政府承担。

实证研究为高管薪酬的最优合同理论解释提供了证据,也为金融监管提供了参考。如果金融高管的激励结构使得高管和股东具有一致的偏好,那么即使加强公司治理增强股东在高管薪酬决定以及经营决策中的影响力依然不能降低金融机构的冒险动机。金融监管的改革方向应该更加关注与股东效率与金融稳定之间的权衡,削弱股东对短期行为的偏好,迫使股东更加偏好于企业长期价值,对银行家施加有利于企业长期价值的激励结构。

次贷危机以后,各国相继提出了包括薪酬结构在内的金融监管改革措施,包括了对金融高管进行限薪,延迟支付以及薪金追回制度等,这些改革措施正是从限制短期激励的角度出发。限薪弱化了对金融高管的显性激励,也弱化了高管追逐风险的动机,但限薪并没有改变对银行家的隐性激励,而隐性激励和显性激励之间具有互相替代性 (Gibbons and Murphy 1992),如果股东对企业的控制是有效的,那他们同样可以通过加强对银行家的隐性激励来实现自己偏好的投资,因而对限薪的作用是有限的。

延迟支付和薪金追回考虑到了市场没有办法完全体现银行家行为所产生的价值,因而短期内奖励了银行家的冒险行为,但这些行为的结果完全体现出来在于以支付,这样避免了对银行家短期冒险的激励。但延迟支付存在承诺问题,即一旦银行家做出了投资决策,就没有理由让银行家再承担合同内在的问题,这会引起重新谈判而重新谈判会在事前改变银行家的决策。因此如果金融机构采用延迟支付必须要求企业的承诺有效,而这可以通过中央银行设立专门的账户,由与企业不相关的监管者来实现。薪金追回事实在长期中打破了银行家的有限责任,这部分抵消了股东的隐性激励,但薪金追回和延迟支付一样让高管承担了投资的完全风险而不是最优合同所要求的部分保险,这样会弱化股东长期激励,而且与延迟支付相同会引起重新谈判问题。

总体来说,有效的监管应当平衡金融稳定和股东价值的冲突,限薪可能无助于降低金融风险,而只是提高了股东的激励成本,延迟支付和薪金追回在企业能够做出有效承诺的情况下可能实现二者的平衡,因此如

何维持金融企业的承诺有效会是未来值得研究的课题。

参考文献:

- [1] Adams Renée and Hamid Mehran 2003 Is corporate governance different for bank holding companies? Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9 ,123 – 142.
- [2] Basak S. A. Pavlova and A. Shapiro 2007 offsetting the Incentives: Benefits of Benchmarking in Money Management ,Working paper London Business School
- [3] Bebchuk Lucian Arye and Jesse M. Fried 2003 Executive compensation as an agency problem ,Journal of Economic Perspectives 17 ,71 – 92.
- [4] Bebchuk L ,Weisbach M. 2010. The state of corporate governance. Review of Financial Studies 23 ,939 – 961.
- [5] Bolton P. J. Scheinkman and W. Xiong(2006) : “Executive Compensation and Short – Termist Behaviour in Speculative Markets” ,Review of Economic Studies 73(3) 577 – 610.
- [6] Brunnermeier M. (2009) , “Deciphering the liquidity and credit crunch 2007 – 2008” ,Journal of Economic Perspectives 23 ,77 – 100
- [7] Chen C. R. Steiner T. L. Whyte A. M. 2006. Does stock option – based executive compensation induce risk – taking? An analysis of the banking industry ,Journal of Banking and Finance 30(3) 915 – 945
- [8] Cheng Ing – Haw ,Harrison G. Hong ,and Jose A. Scheinkman 2009 ,Yesterday’ s heroes: Compensation and creative risk – taking ,unpublished working paper ,Princeton University.
- [9] Crawford Anthony J. John R. Ezzell and James A. Miles ,1995 ,Bank CEO pay – performance relations and the effects of deregulation ,Journal of Business 68 231 – 256.
- [10] Erkens D. ,Hung M. ,and Matos P. 2009. Corporate governance in the 2007 – 2008 financial crisis: Evidence from financial institutions Worldwide ,ECGI Finance Working Paper 249.
- [11] Fahlenbrach Rudiger and Rene Stulz(2009) : “Bank CEO Incentives and the Credit Crisis” ,Ohio State Working Paper.
- [12] Hall B. J. and K. J. Murphy(2003) : “The Trouble with Stock Options” ,Journal of Economic Perspectives , 17(3) 49 – 70.
- [13] Hart Oliver and Bengt Holmstrom ,1987 ,The Theory of Contracts ,in T. Bewley ,Ed. : Advances in Economic Theory(University Press ,Cambridge ,U. K.) 294 – 351.
- [14] Holmstrom B. 1979. Moral hazard and observability. Bell Journal of Economics 10: 74 – 91.
- [15] Houston Joel F. and Christopher James ,1995 ,CEO compensation and bank risk: Is compensation in banking structured to promote risk – taking? ,Journal of Monetary Economics 36 405 – 431.
- [16] Hubbard R. Glenn and Darius Palia ,1995 ,Executive pay and performance: Evidence from the U. S. banking industry ,Journal of Financial Economics 39 ,105 – 130.
- [17] Jensen M. C. 2005. “Agency Costs of Overvalued Equity. Financial Management 34(Spring) 5 – 19.
- [18] John Kose and Yiming Qian 2003 Incentive features in CEO compensation in the banking industry ,Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9 ,109 – 121.
- [19] John Kose ,Anthony Saunders ,and Lemma W. Senbet 2000 ,A theory of bank regulation and management compensation ,Review of Financial Studies 13 95 – 112.
- [20] Kashyap Anil K. ,Raghuram G. Rajan ,and Jeremy C. Stein. 2008. “Rethinking Capital Regulation”. Paper presented at the Maintaining Stability in a Changing Financial System Federal Reserve Bank of Kansas Symposium ,Jackson Hole ,WY.
- [21] Mehran H. and J. Rosenberg(2008) : “The Effect of CEO Stock Options on Bank Investment Choice ,Borrow–

- ing and Capital” ,Working paper ,Federal Reserve Bank of New York.
- [22] Murphy ,K. 1999. Executive compensation. In Handbook of Labor Economics (ed. O. Ashenfelter and D. Card) ,Volume 3b ,Chapter 38 ,pp. 2485 – 2563. Amsterdam: Elsevier.
- [23] Radelet S J. D. Sachs ,R. N. Cooper ,B. P. Bosworth(1998) . The East Asian Financial Crisis: Diagnosis ,Remedies ,Prospects. Brookings Papers on Economic Activity Vol. 1998 ,No. 1. (1998) ,pp. 1 – 90.
- [24] Ross Stephen A. 2004 ,Compensation ,incentives and the duality of risk aversion and riskiness ,Journal of Finance 59 ,207 – 225.
- [25] Scharfstein ,David and Jeremy Stein. 1992. “Herd Behavior and Investment” ,American Economic Review 80 , pp. 465 – 79.
- [26] Tirole J. 2006. The Theory of Corporate Finance. Princeton ,NJ: Princeton University Press.

Can Improving Corporate Governance Help Solve over Risk – Taking Problem in Banking Industry

——Survey about Executive Incentives and Bank – Risk – Taking Behavior

LI Song¹ , LU Yuyan² , HONG Zheng¹

(1. Financial Department of Southwestern University of Finance and Economics ,Chengdu ,Sichuan 610074;

2. The People’s Bank of China ,Beijing 100140 ,China)

Abstract: This paper summarizes the theoretical and empirical research about bank executive incentives and risk – taking behavior. Bank executive compensation ,through bonuses and stock options ,both short – term visible incentive and the invisible incentive ,emphasized on short – term incentive and encouraged bank – risk – taking behavior. This compensation structure reflected the risk preference of shareholders. The study of this paper shed light on prudential bank regulation. It reveals that improving corporate governance of bank industry would not help stabilizing financial system. Optimal bank regulation should focus on the conflict between the interests of shareholder and the stability of financial system.

Key words: executive compensation; risk – taking behavior; corporate governance; financial regulation

(责任编辑: 张秋虹)