

美国投资银行业制度演变和最新发展

中山大学工商管理博士后 华南师范大学经济管理学院 朱 琪

苏州大学商学院 李 艳

一、美国投资银行业发展的制度变迁

1. 20 年代至 60 年代,投资银行业处于业务发展和制度完善阶段。主要有: 20 年代的泛滥。30 年代末到 50 年代的证券发行。30 年代的最主要话题是竞价投标承销和协议承销,国库券是占支配地位的投资热点,主要是政府机构债券和市政债券,公司债券退居次要地位。1947 年至 1952 年间的指控投资银行违反《谢尔曼反托拉斯法》的不了了之使投资银行业重新看到了光明前景。

2. 60 年代至 80 年代的大发展时期。新产业和新中介机构,如新的电信证券公司和大经纪公司。工业公司过去是普通股的主要发行人,现在公用事业同时作为股票市场与债券市场的主要发行人出现了,而且投资公司即互助基金的股份销售额也有了较大的增长。市政债券也开始以创记录的数量上市,有些时候竟接近新公司债券的上市数量。小经纪商等行业开始帮助新成立的公司进行首次公开发行(IPO)业务,投资银行出于避免风险的需要追求资产多样化,集团公司作为一种资产多样化的途径介绍给投资者。60 年代的市场波动与交易业务的日益重要导致了投资银行业的第一次并购浪潮,同期出现了期货期权市场的发展高潮。

3. 80 年代至今,投资银行获得了长足发展,尤其近 10 年来进入了发展的黄金时期。一方面,随着新的交易所和金融产品的出现,欧洲债券市场造成的竞争压力产生了著名的 415 条款,对市场和机构的金融管制得到了放松。另一方面,人们也开始面对新形式对投资银行业发展进行了反思,主要有:第一、信息经济和成本控制方面的因素,在融合模型下,作为公司股东的银行愿意为公司提供低成本服务,或者是因为了解公司的情况或者是为了保护自己作为债权人的利益而愿意这么做。而且,如果公司遇到防务困难,银行能帮助减少和信贷入之间的冲突。从动态来看,也具有信息和成本控制优势,在公司成长过程中,银行可以根据情况对企业采取不同的融资方式,比如开始时作为企业的债权人,然后为公司承销企业证券,并保持对公司治理权,把这些不同的业务交给同一个中介机构从而大大降低公司融资成本。第二、降低业务网络成本,这是指提供多元化金融服务的中介机构会大大降低业务网络成本。这种成本节约对削减金融机构的财务费用很有帮助,银行作为承销商和经纪人,拥有对公司的股权,这种治理结构使银行有足够的动力降低证券价格,合理发挥其支配权和选择权。投资银行的融合模式促进了银行的多元化发展,收益和利润可以来自多方面,从而降低了银行的资金成本,继而减低了银行对顾客提供信贷和证券发行时的成本要求。第三,既能为客户提供最佳的服务,又促进了银行储蓄的发展,还有利于形成稳定的客户群。投资银行实行融合模式后,银行成了全能银行,这样,客户在一家银行就可以享受到广泛的金融服务,而不必与多家经营内容不同的金融机构订交道,客户还可以利用全能银行提供的各种金融服务来选择最佳的投资机会,从而使客户节约了时间,减少了费用,增加了收益。另外,由于全能银行能为客户提供各种形式的服务,特别是为其提供可作为投资的种种证券,这样既促进了储蓄的发展,又密切了银行和顾客的关系,从而形成稳定的客户群。《格拉斯-斯蒂格尔法案》具有两面性:一方面强化了监管,规范了金融秩序;另一方面导致了商业银行生存与发展的日益困难。

4. 80 年代和 90 年代美国公司治理发生了巨大变化。在 1980 年前,公司治理——意味着公司和其代理人的治理机制相对来说并不活跃。然而,20 世纪 80 年代以来出现了大规模兼并、接管和重组浪潮。这些行动以其使用杠杆收购和敌意兼并而著称。从 1984 年到 1990 年间,杠杆收购的使用如此之多。5000 多亿美元净资产被收回,这些公司重行回购了它们自己的股份,靠借贷融资进行收购,在杠杆收购中这些公司被转为非上市公司。公司杠杆收购大量增加了,这大大提高了其债务水平,使其负债水平显著地超出了总资本额的 80% 以上。在 20 世纪 80 年代也出现了敌意接管和公司股票抛售。Mitchell 和 Mulherin(1996)指出在 20 世纪 80 年代近一半的美国主要公司都收到了收购要约。而且,许多公司在敌意收购压力下并未被收购重组使其成为收购目标公司的吸引力大为减弱。

在 90 年代公司治理模式又改变了。1990 年兼并行动在经历了一阵突然而又简短的下滑后,收购重又反弹到 80 年代的水平。但是,杠杆收购和敌意兼并显著减少了。同时其他公司治理机制发挥了更大作用,尤其是经理股票期权制和公司董事会与持股者的更多介入。

二、美国投资银行业的最新发展

1. 在 20 世纪 80 年代的公司外部治理机制

1.1 出现并购浪潮。就一个更长的历史视野而言, Golbe 和 White(1988)提出了美国从 19 世纪晚期到 20 世纪中期的并购活动时间序列证据。他们研究显示,超过 GDP2% 到 3% 的并购活动是不正常的。在 1900 年发生了大规模并购活动,同时,有两年大约占到了国民生产总值(GNP)的 10%。通过这些措施,80 年代并购活动达到了历史新高并且在 90 年代晚期并购活动也是惊人的。并购活动在 80 年代相当多,并且在 90 年代晚期,在两年内达到了股票市场的大约 10% 左右。

1.2 经理人激励与股东价值直接相关性较少。在 20 世纪 80 年代前,公司治理结构并未以任何理由要求大众公司经理人集中关注持股者的利益。Donaldson(1994)认为,在 1980 年以前,经理人应对公司忠诚,而非对股东负责。股东可正常获得的外部治理机制并未起什么作用。由公司侵占者和公司收购者形成的外部

威胁相对来说很少。罕见代理权争夺并且也没有什么机会成功。董事会倾向于与经理人和睦相处,使得董事会监督减弱。经理人所获股票与期权而形成的内部激励也是适度的;在 1980 年,只有 20% 首席执行官(CEO)薪酬补偿计划和股票市场绩效联系在一起。广泛使用了长期绩效计划,但是这些计划是以财务手段为基础的。这使得经理人激励与股东价值直接相关性更少。

1.3 大量使用杠杆收购。20 世纪 80 年代的并购活动是以杠杆收购的大量使用为特征的。杠杆收购者购买其他公司主要通过借款而非发行新股或单独使用手头现金。其他企业要进行重组,也要通过借款回购他们自己的股份。最终一些企业在杠杆收购中变成了非上市公司。在一个杠杆收购中,投资者经常联合在位经理人借款回购所有公众拥有的公司股份以便完全掌握公司的所有权。杠杆收购被认为是组织公司所造成变化极其重要的证明。即使杠杆收购提升了价值,可能也是公司治理上的变化在经济的其他领域提高了价值。但是甚至在 80 年代晚期,证据显示效率收益还是存在的。拖欠原因并非利润没有增长,而是其利润增长不足以还清巨额债务数量。

1.4 敌意并购大量盛行。在 80 年代,几乎超过半数的主要公司收到了敌意并购协议书,敌意被界定为在没有得到目标公司经理同意情况下进行收购协议(Mitchell 和 Mulherin, 1996)。甚至那些实际并未被并购的公司也经常重组公司对敌意并购压力,特别在公司侵占者购买了大部分股份情况下。在 80 年代,大量发盘收购是在职经理人发起的。到 90 年代,就大为减少了。在 90 年代兼并总数与敌意并购都同样减少。而且对 80 年代和 90 年代差异说明的这种说法还是比较保守,因为并没有包括大股东的敌意并购在内。

1.5 公司管理失误和过剩生产能力是接管行动的基本推动力。80 年代并购最终是由美国公司内部治理机制的失败引起的。自从 30 年代以来,随着公司的不断壮大管理激励变得越来越弱,经理人股权在收缩,股东变得更广泛而分散。没有人能观察到 J.P. 摩根和其他投资者在 20 世纪早期所形成的管理方式。董事会被设计成股权的监护人,同时,董事会在履行其职责时是无效的。公司的最大缺陷之一是它用成功部门的现金补偿运作不理想部门,而不是把这些自由现金流还给投资者。公司管理失误最终在 70 年代引起了资本市场的反应。杠杆收购、杠杆合并、敌意接管和股份回购都导致了自由现金流量的减少。因为伴随着债务治理,需要激励经理人找到方法创造现金流以得到回报。

过剩生产能力的解释使人们对投资产生了强烈的预期。特别地,如果企业卷入接管和并购行动将花费大量金钱在资本运作上,然后在公司控制权交易后,这些公司花费才会减少。这个过程的证据是混合的。Kaplan(1989)发现管理层收购的公司在资本运作上大量花费了成本。然而, Servaes(1994)发现,并无证据发现所有并购、敌意并购、转为非上市公司等并未在资本运作上有过大量投资。

2. 90 年代公司治理和并购表现迥异

2.1 增加了补偿激励计划。基于资产的 CEO 补偿计划在快速增长。每年 CEO 期权值(以发行值计量)大量增加了七倍。结果在 1994 年基于资产的补偿计划是 CEO 总补偿计划的将近 50%, 比较而言则 1980 年只有不到 20%。基于资产的补偿计划的增长效应提高了 CEO 对绩效报酬给付的敏感性,从 1980 年到 1998 年大约增长了 10 倍(Hall and Liebman, 2000)。在此期间绩效报酬的增长如同 80 年代杠杆收购中 CEOs 的增长保持了同样的数量次序(Kaplan, 1989)。由杠杆收购的发起人支付的大笔费用,更重要的是,杠杆收购公司的首席执行官通过基于资产的补偿计划而变得富有,这也使得更有可能获取公众公司的首席执行官的职位。

2.2 杠杆收购负债约束。杠杆收购的第二个显著特征是杠杆足以迫使管理层认为资本是昂贵的,因为杠杆收购必须使资本的获利能足以偿付债务的利息。公司(包括一些咨询企业)现在试图通过新绩效措施和补偿计划达到了一种相同的效果。这些计划比较了资本利润率(通常由公司或部门的税后利润)和资本成本(如投资者所需要的税后利润)。也就是说,资本品被用以评估资本的平均成本。这就要求公司董事会成员和首席执行官认为经理人把他们的投资者看得很宝贵。然而,我们有理由相信这些计划并未对杠杆收购中的负债形成什么约束,也有证据认为这些计划有杠杆收购一样的效应。实施经济附加值(EVA)指标的企业改进了运营效率。配置了资产和减少了投资。股份回购在很大程度上是没有实行公司控制的一个实例。这也存在公司作出决策达到了股东利益最大化目标的一个有趣的证据。

2.3 股东和董事会有了更紧密的监督。这可能存在几个原因,持股者 90 年代比 80 年代更紧密地监督经理人。职业股民和机构投资者在不断增加。从 1980 年到 1996 年,大机构投资者几乎领航了整个股市,它们由占股市的不足 30% 上升到超出 50%。这个变化意味着职业投资者(他们有强烈动机去追求更高的股利)可以监督不断增长的大部分公司。有趣的是,比较更大机构投资者而言,利润率要高一些。这和大机构的监督作用是一致的,更大的机构持股者显示了更有效的监督。这些也意味着更高股票价格。而且,在考察机构投资者时,许多机构投资者愿意为具有好治理结构的公司支付大约 10% 的额外费用。也有证据说明 90 年代公众公司的董事会改变了。他们在监督上比过去更加积极了。有趣的是,杠杆收购企业的董事会比非杠杆收购的同类企业董事会要小;同时,更小的董事会是和更高的价值联系在一起。比较 1971 年到 1994 年美国大公司的首席执行官(CEO)离职情况发现,被迫离职和从公司外部雇佣新首席执行官有了较显著增长。被迫离职和外部经理人继任可能性从 1989 年到 1994 年间最高。首席执行官(CEO)的去职和绩效是紧密联系在一起的。

2.4 制度管制的变化。在 1992 年,证券交易委员会(SEC)要求上市公司提供高层经理人补偿计划和企业绩效尤其是股票业绩之间关系的更详细披露。该要求讨论起来有好几方面的效应。这要求董事会关注股票业绩。公司在代理人公告中定期披露公司行业和市场股票业绩。公司更可能关注每股盈利(EPS)、企业价值增长和其他可能或不可能影响公司股票业绩的措施。而且,这些要求使得基于资产的一揽子补偿计划更易于防卫。即使经理人的补偿是以股票业绩为基础,公司董事会更少可能受到股东批评。在 1993 年,议会通过法案,如果经理人补偿计划是以绩效为基础,则高级经理人补偿计划的税收扣除上限是一百万美元。Hall and Liebman(2000)发现,这个法案对不断使用的基于绩效的补偿计划最多起到一个轻微效果。

2.5 美国公司治理模式的复归和追随。从历史来看,美国公司治理不同于使用以资产为基础的补偿机制(Shleifer and Vishny,1990)。近年来,其他国家也向美国模式靠拢。在欧洲,按照流行报刊所报道,对董事会和行政官使用股票期权数在增加。日本取消了经理人股票期权上存在的大量税收惩罚。在过去几年,法国、德国和日本都使公司更易于回购其股份。最后,欧洲大陆在敌意并购上也有所增加。相比之下,在 1990 年到 1998 年期间欧洲大陆只有 52 个竞标项目共 690 亿美元公告。70 年代和 80 年代,许多观察家强烈批评了美国的资本市场和治理机制并把目光投向其他机制,尤其是德日体制,认为它们优于美国公司的治理机制(例如,Porter,1992)。但从 80 年代中期开始,美国公司治理的特性重新发现了自身价值,而其他国家企业看来也在追随美国企业公司治理模式。

3 导致美国公司 80 年代和 90 年代投资银行并购差异的主要原因

3.1 集团化运作失效和专业化回归。Shleifer and Vishny(1990)在 80 年代提出了为什么存在接管第二个解释,即“80 年代的接管浪潮在很大程度上是对应于集团化运作的失效”,这些企业集团在 60 年代由并购浪潮所组合而成的。按照他们的观点,美国公司在 80 年代“实现了专业化回归”。公司卖出不相关的产业并且向相关产业进行扩张。在很大程度上 80 年代反映了美国商业的分散化。敌意接管和杠杆收购有助于这一过程。换句话说,60 年代合并浪潮是个错误,事实上经理人迟缓或不愿承认甚至资本市场也对他们施加压力。公司剥离在 80 年代有了较大减少。Mitchell and Mulherin(1996)发现,80 年代的公司接管活动都汇集在一些特殊行业和特殊时段上。比较而言,60 年代和 70 年代的接管活动并未表现出这种集聚效应。对他们而言,80 年代更多的是重组某些行业而更少地把公司分离拆散。

3.2 机构持股者数量增加。Donaldson(1994)还提供了 80 年代美国企业并购浪潮的另一视角。他认为在 80 年代力量平衡从公司相关利益者转移到公司股东手上,因为机构持股者数量上升了。从 1980 年到 1996 年,大机构投资者使其股份所有权倍增了,从不足 30%上升到超出了 50%。同时,个人持股者则减少了,从 1970 年的 70%减少到 1980 年的 60%,1994 年的 48%。机构投资者所有权的转变能力对理解为什么公司接管出现在 80 年代是个关键。Donaldson 把 80 年代称为“对抗的十年”。更大的机构投资者的重要作用之一是在接管行动方面。基金管理人比个人投资者对更高利润有更大兴趣并且对在职的管理工作具有更少忠诚敬业精神。在公司接管中机构投资者通常是巨额股份的主要出售者。这也使接管行动变得更容易。机构投资者通过在并购资金中成为大投资者和在高收益债券市场上支持接管者。

3.3 杠杆收购的收益驱动。90 年代的公司开始达到了杠杆收购上所提供的利润贡献水平。这也解释了为什么敌意接管数量下降了,公司自愿重组同时不时地从机构投资者角度体现持股者价值。80 年代对敌意接管者的担忧可能在这种趋势的发展中起了作用。在 80 年代可能更重要的是由于通过观测杠杆并购和接管的成功懂得了追求股东利益的潜在价值。在慷慨的股票期权计划的帮助下,经理人渐渐有动力保证追求股东利益。与此同时,随着大量机构投资者的加入,资本市场变得更加强大。与强大投资者同时存在地不断提高的公司业绩潜力引起了接管行动、垃圾债券和杠杆收购。

3.4 杠杆收购本身的治理作用。杠杆收购是与公司治理中三个主要变化有关。第一,通过提供给经理人在收购公司中大量资产期权奖励改变了经理人激励。杠杆如果很高,对经理人来说要合算一些。其目的是给经理人以从事收购的激励,并且努力工作还清债务,同时也增加股东价值。如果这一策略成功,收购公司经理入能够赚到钱。Kaplan(1989)认为杠杆收购中高管层增加了他们股份奖励。第二,杠杆收购活动所导致的高债务加强了对公司经理人的财务约束。经理人不可能再认为资本的使用没有成本。相反,不能带来足够资本回报意味着要拖欠借贷资金。这种情况与低杠杆企业中对资本成本的认识形成鲜明对比。因为股息是随意使用的,且经常有经理人决定,资产价格与债务价格相比更缺少实质内容。第三,杠杆收购的发起者和投资者紧紧地监督和控制着他们所购买的公司。杠杆收购公司董事会不大会被大股东所控制。

3.5 持股者变得越像盟友而非敌人。经理人本能地利用合法手段和借助政治和公众支持与收购行动作斗争。他们成功了因而使得敌意收购在 90 年代变得代价更高昂。到那时为止,经理人、董事会和机构持股者杠杆收购和其他以市场为导向的重组也能做到这一点。归功于利润丰厚的股票期权计划,经理人能从公司重组中分享市场利润。这就解释了为什么在 90 年代重组能维持如此高比例。但在大多数情况下只是一个友好术语。这并不需要杠杆收购,因为交易者能够用股票进行补偿而不用担心经理入会滥用这些权利。在 80 年代和 90 年代持股者价值占据了主导地位至少部分是因为资本市场在进行必要的管制解除和技术革新上的结构改革方面有比较优势。因此,可能伴随公司重组减少的需要,持股者价值和市场优势也随之减弱。尽管如此,可能公司治理比 80 年代早期表现出来的要存在更多的市场导向特性。

合法会计信息失真的成因及其对策

新大洲本田摩托有限公司 韦国华

一、会计信息的需求影响着会计理论的发展,而会计理论决定了会计信息的现状,它们永远是矛盾的统体。目前,西方一些国家对会计信息目标的研究分两大学派,即“受托责任学派”和“决策有用学派”,这两个学派对会计信息的要求有显著的差别。“受托责任学派”首先强调会计信息的可靠性,而“决策有用学派”则强调相关性,可靠性和相关性的要求很难两全,可靠性是面向过去的会计信息质量特征,而相关性是面向未来的会计信息质量特征;可靠性的目的在于事后反映,而相关性的目的在于决策;但是从企业的发展目标看,有利于决策的会计信息更符合会计工作的目标,因此有效性是评判会计信息真假的重要标准,但是在传统会计基础上形成的会计理论影响着会计信息的有效性,同时在新的会计环境中发展出来的会计理论还不成熟和系统,影响着会计信息的真实性。历史成本计量是传统会计计量的核心,在强调收益计量且相对稳定的传统会计环境中,历史成本因其客观性、可验证性而被广为推崇,但是自 70 年代以来,由于受通货膨胀和知识经济时代资产新概念的冲击,历史成本既不能反映由于通货膨胀引起的一般物价变动,也不能反映被计量对象的个别价值变动,这样,历史成本计量所反应的企业资源的信息大打折扣。虽然采用计提坏帐的补救办法,但由于坏帐的计提范围、计提标准、计提方法缺乏统一性,随意性较大,不能扭转信息失真的本质。

稳健性原则要求人们在从事经济活动时,对各种不确定因素采取谨慎或保守态度,实际操作过程中,会计人员往往低估资产和收益,高估负债和损失,这样在强调稳健的同时丧失了会计信息的可靠性和相关性,第一,在稳健性原则下,人们不接受对资产价值的预测和估计,忽视“能给企业带来现金流入”这一资产的本质特征,将对企业会计信息使用者有巨大价值的会计信息拒绝于会计报告之外。第二,只反映不确定的损失,不反映不确定的收益。这种以牺牲会计数据的真实性为代价的稳健主义,在会计信息使用者对“充分揭示”和“重要性”原则要求甚高的今天,是不合时宜的,而且在稳健的背后潜藏着极大的投资决策风险。

传统会计的费用配比原则认为:如果费用与收入没有直接关联,则须采用系统而合理的分摊方式确认,然而这种分摊方法却充斥了主观判断和估计,不论存货计价、固定资产折旧,还是间接费用的分配,都存在多种方法和选择,同种业务在不同时期或不同企业,由于采取的配比方法不同,损益结果不同。

二、现行会计制度体系的不完善和制度本身存在的缺陷使会计信息真实性大打折扣。从广义上说,会计制度是指引导会计活动的各种法律、规则、准则的总称,理想的会计制度要能充分兼顾各方利益,成为各方自愿执行的有约束力的社会契约。但我国会计制度的制订无论从空间还是从时间上都缺乏一个充分博弈的过程。

制度范围内,会计方法选择的多样性加大了合法会计信息失真产生的可能性,表现在三个方面:选择何种会计处理方法虽然有一定原则可循,但是它完全取决于当事人对客观环境和其合理性的判断,因而带有较强的主观性,事实情况也是很难证明哪个方法得出的结果就是不真实的;会计估计的大量存在加大了会计信息的不真实性,如固定资产折旧年限、残值的预计、各种资产减值准备的计提,费用的分摊和预提,或有事项等等,这种预计带有很大的主观成分,预计的结果是否与实际情况吻合,在很大程度上会影响会计信息的真实性。现行财务报告所列示的信息是企业的经营成果,但经营成果是各种因素综合作用的结果,它不可能全面、完整、准确地构成企业经营的全部会计信息,如果报表使用者仅仅依据财务报告所提供的信息为依据来决策是有很大的风险,表现在:现行的财务报告无法描述不能用货币反应的信息。如:人力资源管理、新品开发能力,但由于这些因素无法用货币形式进行描述,所以无法在财务报告中列示。现行财务报告主要是提供以历史成本为主的财务信息,无法披露与企业有关的各种不确定信息,如近几年来衍生金融工具得到了迅猛的发展,企业一旦参与这种交易,就会承受很大风险,而且这种交易对企业财务状况会产生极大影响,但是衍生金融工具又无法用历史成本计量,导致其有关信息无法在财务报表中披露。

三、针对以上会计理论和财务制度存在的缺陷,我觉得,要保证会计信息的真实性,必须从以下几方面进行调整和改革:计价基础和方式要调整:由于历史成本计量存在的局限性,所以它不能是会计理论的惟一计价方式,还应包含以未来交易为基础的公允价值计量,反映物价变动与经济环境变化对资产价值影响的成本与市价孰低法的计量方式。

信息披露的范围要扩大:增加披露和企业相关的外部信息,如对企业决策有影响的产出政策、价格政策、市场信息、行业信息、企业所处的环境竞争优势、分配政策、财务法规等,以便报表使用者分析企业对财务政策法规的敏感程度,同时为自己的决策提供可靠的依据。披露与企业相关的、目前为企业内部所使用的非财务信息,如企业资产质量、不良资产状况、收益质量、成本水平、企业规模、历史信息、偿债记录等。披露前瞻性信息,如企业发展前景、盈利性预测、管理当局的远景规划,企业面临的机会与风险等。披露不确

3.6 反接管法案有了成效。在 80 年代后期,接管和兼并行动浪潮结束了。接管数量、转为非上市公司的数量、杠杆收购的使用数量在 1990 年都大幅度地下降了。在那个时候,反接管法案和对杠杆收购施加的明显政治压力,高收益债务市场的崩溃,信用制度的破碎都对数量减少提供了解释。从那以后,反杠杆收购的政治压力和信用制度破碎都消失了,未达投资标准的债务市场复苏了。同时既不使用极端杠杆收购又不使用敌意收购的行动达到了 80 年代的水平。这也说明了反接管法案有了成效。