

AIG 危机分析及对美国经营者 股权激励制度的质疑

许敏敏(博士) 黄国成(博士)

(北京工商大学经济学院 北京 100048 北京国家会计学院 北京 101312)

【摘要】美国国际集团(AIG)是全球最大的保险公司之一,此次金融危机使其深陷其中。与此同时,AIG 高管在金融危机后的表现让政府与民众颇为失望。本文首先对 AIG 陷入危机的原因进行分析,并在此基础上对美国的经营者股权激励制度提出了四点质疑。

【关键词】金融危机 AIG 股权激励

一、AIG 危机

无论是本次金融危机还是美国国际集团(AIG)的危机都源于美国次贷危机。次贷危机于 2007 年 4 月爆发,到 2008 年 9 月演化为全球性的金融危机。AIG 起初尚未意识到问题的严重性,但接下来股价下跌、高层管理者先后辞职、筹资能力受限、三大信用评级机构(Fitch Rating, Moody's 和 S&P)先后降低其财务信用等级等使 AIG 最终出现流动性严重不足的情况。

为解决流动性不足的问题,2008 年 9 月美国政府先后向 AIG 提供了 1 500 亿美元的资助。作为交换,美国政府在 AIG 拥有的股份达到 79.99%。而 AIG 需要出售资产以偿还这笔巨额债务,此时的 AIG 实质上已经被收归国有。2008 年 10 月初,AIG 表示将保留财产与意外保险业务的资产,出售飞机租赁部门、资产管理部、退休服务部和美国本土的寿险部门。2009 年 3 月 2 日,AIG 公布了最新财务报表,财务报表显示 AIG 在 2008 年四季度亏损 617 亿美元。同时,美国政府宣布,继续救助 AIG。

二、AIG 危机分析

1. AIGFP 的成立及其发展。作为全球最大的资产超过万亿美元的金融集团之一,AIG 涉猎四项业务:财险、寿险及退休服务、金融服务和资产管理,其中金融服务四家子公司之一的 AIG 金融产品部(AIGFP)将 AIG 拖入危机之中。

1987 年,AIGFP 成立后,开始投资于刚刚兴起的金融衍生品市场,同时向能源和商品衍生工具扩展,并奉行快进快出的投机策略。成立 AIGFP 的是曾在 1987 年开发出担保债务凭证(CDO)的在德崇证券任过职的邵信(Howard Sosin)和卡塞洛(Joseph Cassano)。1990 年初,AIG 总裁格林伯格发现 AIGFP 的投资手法可能导致公司承担过度的风险,邵信因不愿意调整投资风格而于 1993 年辞职。其后,卡塞洛接任 AIGFP 总裁,但依然专注于衍生品市场投资。1998 年,刚刚发明信用违约掉期(CDS)的 J.P. Morgan 衍生品专家向卡塞洛建议由 AIG 出售以 CDO 债务包为基础资产的 CDS。卡塞洛

接受这个建议后,AIG 对 AIGFP 的 CDS 提供履约担保。2005 年苏利文担任 AIG 总裁后,母公司很少过问 AIGFP 业务,甚至有意放松对其的管制,比如取消了原先每月两次的 AIGFP 工作评估例会。2009 年 3 月 AIG 向 AIGFP 的员工分发总额 1.65 亿美元的奖金和续聘津贴,引发了广泛的批评。

2. AIGFP 发展过程中存在的问题。首先,企业经营者中关键人物的个人偏好对企业的风险控制起着至关重要的作用。1993 年邵信因不愿意对其投资风格进行调整而离开 AIGFP,其间,AIG 总裁格林伯格起了主要的作用。2005 年总裁苏利文对 AIGFP 的放松监管对事态的不良发展有着不可推卸的责任。虽然经营者指的是一个管理阶层,出于公司治理结构的要求,内部设置了相应的牵制机制,避免公司的重大决策由少数人做出。但不可否认的是,虽然存在着牵制机制,管理层内部真正能对企业的重大决策起决定性作用的仍然是少数人或某个关键人物(一般为总经理或总裁)。

其次,在 AIGFP 发展 CDS 产品的过程中,内外监管处于双重缺失的状态。从外部监管看,美国保险监管部门虽然对保险公司准备金的提取和偿付能力等有着严格的要求,但对于保险公司旗下从事“类保险业务”的金融服务公司(如 AIGFP)则没有明确的监管要求,CDS 业务没有被列入保险监管范围。对于金融衍生产品,美国证券交易委员会(SEC)有监管权,但 SEC 对 CDS 也没有提出明确的提取准备金等监管要求,而 SEC 之所以未对其提出明确的监管要求,一个重要原因也在于 SEC 无法对 CDS 进行估价和计算风险。最后的结果是 CDS 几乎没有来自外部的监管,这样,对 CDS 产品的控制主要取决于企业内部的风险管理手段。但从内部监督上看,AIG 对 AIGFP 的监督基本无效。原因有二:其一,1999~2005 年这段时间,全球房地产市场火爆,美国的房价也一直处于上涨的态势,债务违约率很低,CDO 和 CDS 存在的问题被掩盖。而这段时期 AIGFP 的高盈利使 AIG 经营者放松了对 AIGFP 的管制。AIGFP 的营业利润占 AIG 的比例从 1999 年的 4.2%上升到 2005 年的 17.5%。其二,AIG 经营者没有能力

对 CDS 进行监督。对 CDS 及作为其基础资产的 CDO, 在估价上没有公认的科学方法。

再次, 对 CDS 业务, AIG 和 AIGFP 没有进行有效的风险分散。从产品性质上看, 由于 CDS 类似信用保证保险, 如果住房贷款的违约率处于较低水平, 那么 CDS 能够给卖方带来较大收益。但这些金融衍生产品都是以住房贷款为支撑的, 一旦大量住房贷款还不上, 就可能导致整个金融体系出现严重问题。2007 年以来, 美国房地产价格迅速下跌, 住房贷款违约率迅速上升, 由 CDS 担保的债券出现了较多的违约, 导致 AIGFP 需要向 CDS 的购买者进行赔付, 从而导致了巨额损失。AIGFP 实际上承接了超过 5 000 亿美元的 CDS 业务, 而对这种类似信用保证保险的金融衍生产品, AIGFP 或 AIG 并未为其办理类似保险中的再保险等为其分散风险; 同时还由 AIG 提供履约担保, 风险被留在集团公司内部, 没有被分散给外部主体。在房地产价格上涨的时候, AIG 可以独享由此带来的收益; 而在房地产价格下跌的时候, AIG 也只能独吞苦果。

最后, 未建立起动态的激励机制。在 AIGFP 导致 AIG 流动性严重不足、政府投入上千亿美元的背景下, 按照薪酬合约, 其经营者仍可获取巨额奖金。如果 AIG 未对其提供履约担保, 或者政府并未对其进行救助, AIGFP 只能破产, 那么这些经营管理人员连基本工资可能都无法得到, 更不用说高额奖金。因此, 企业应建立动态的激励机制, 在企业业绩发生大规模下滑时, 限制奖金的发放。

三、引发对美国经营者股权激励制度的质疑

1. 美国经营者股权激励的基本情况。股权激励起源于 20 世纪 50 年代的美国, 在 20 世纪 80 年代和 90 年代得到了迅猛发展。从全球范围来看, 美国的经营者股权激励制度实施得最好, 涉及范围最广。

20 世纪 70 年代, 美国企业对经营者实施股权激励时, 引入多种股权激励计划, 例如股票增值权、虚拟股票、股利单位、限制性股票、业绩股票等, 并将这些股权激励方式进行组合, 起到了单个股权激励形式不能起到的作用。美国公司为经营者设计的各种报酬和奖励方案, 既能提高经营者的工作积极性, 又能促使经营者注重对公司的长期投入, 避免短期行为。从世界范围看, 美国公司经营者的激励工资, 不仅水平是最高的, 而且在总报酬中的比重也是最大的。

被认为是美国经济“助推器”的股权激励在金融危机爆发后受到了各方的质疑。在经济衰退、业绩波动时, 对经营者的业绩衡量是应纵向与企业的历史业绩相比还是应横向与同时期其他企业的业绩相比? 在企业接受大额的政府救助时, 是否还应按原有的计划发放奖金? 如何建立一个动态的股权激励机制? 股价的波动和业绩的变化使得较多的股权激励计划失去意义, 着眼于长期激励的股权激励计划面临失效或需进行修正。由于在过去的 30 年中, 美国经济并未出现如此大幅度的波动, 众多企业在制定股权激励计划时, 并未考虑到经济衰退和资本市场变动等因素, 使得以长期激励为目的的股权激励计划较难达到目的。美国及其他国家是否应该摒弃股权激

励制度, 转而采用其他的激励方式?

2. 对美国股权激励制度的质疑。

(1) 机构投资者等股东是否发挥积极作用。从 1960 年开始, 机构投资者成为美国资本市场上最大的投资者。与机构投资者相比, 个人投资者在专业知识等方面存在较大差距, 这也导致个人的投资收益率与机构投资者存在较大的差别。但是美国的机构投资者并非一开始就在上市公司的公司治理结构中发挥重要的作用。机构投资者最初更关心资产的流动性, 而并不关心企业的生产经营和经营者是否存在道德风险等。实际上, 在 20 世纪 60 年代, 美国的监管机构对机构投资者的态度较为严厉, 对机构投资者的持股比例等有较多的规定。这样, 即使机构投资者希望对经营者的行为进行监督, 在客观上也不可能。因此, 当时大部分机构投资者表现为消极持股, 并不希望成为企业的战略投资者。

从 20 世纪 80 年代开始, 上市公司财务丑闻频传, 给机构投资者的利益造成了严重影响, 机构投资者对自己的利益受损不能坐视不管。同时, 美国放宽对机构投资者持股的限制, 使机构投资者在单一公司中的持股比例进一步提高, 这样调整的目的就是要充分发挥机构投资者的监督作用, 对公司管理层产生硬约束。由于机构投资者与个人投资者相比, 具有专业知识丰富等各方面的优势, 当其转变为战略投资者、真正开始关注公司的治理结构以及经营者的激励与约束问题的时候, 其优势在经营者激励的过程中被充分发挥出来, 更多的上市公司经营者的报酬也与企业的绩效相挂钩。

在 AIG 危机下, 机构投资者到底能发挥多大的作用重新被质疑。机构投资者的优势在于其专业能力和持股较为集中。对于 CDS 等金融衍生产品, AIGFP 和 SEC 都很难进行估价和风险计量, 机构投资者是否有能力对其进行定价? 若没有能力定价, 也就是机构投资者并不能确切了解相关企业财务报告的内容, 那么其行权能力将受到质疑。同时, 机构投资者如何避免企业内部治理结构失效? 另外, 作为战略投资者和现实股东, 为避免自身的利益受损, 机构投资者是否会与公司的经营者共谋, 损害其他利益相关者的利益?

(2) “完善”的公司治理结构是否完善。在美国, 对公司治理结构的要求相对较多, 目的之一在于建立权力制衡机制, 避免公司由少数人控制。但“完善”的公司治理结构是否完善? AIG 作为资产上万亿的上市公司, 无论是 SEC 还是其他利益相关者, 必然都要求其有完善的公司治理结构。实际上, 无论作为上市公司还是保险企业, 都需要满足较为严格的公司治理结构要求。但这种完善的公司治理结构仅仅是一种形式上的, 而非实质上的。从其实际运作来看, 公司内部并不能实现权力的制衡。在制度完善以及民间审计和政府监管都健全的情况下, 如何达到实质意义上的完善的公司治理结构, 这是各利益相关主体所需解决的一个重大难题。

(3) 现有的经营者股权激励制度是否合理。过去 30 年中, 美国授予股权激励的趋势与股市走势密切相关。在经济发展较好的时期, 股权激励制度能够起到较好的作用, 很多研究表明, 股权激励制度能够促进公司增值。美国的股市在过去 30

基于战略导向的非财务绩效评价 评价指标研究与应用

孙明贵(博士生导师)

(东华大学旭日工商管理学院 上海 200051)

【摘要】以财务指标来评价企业绩效有很多局限性,因为经营活动的诸多方面并不直接表现为财务绩效,而BSC的出现引发了业界对非财务绩效评价指标的研究。本文对财务指标与非财务指标之间的关系、非财务指标与绩效的关系、非财务指标的选取及权重设定等问题进行了总结,并勾画出该领域的理论脉络和实践课题。

【关键词】非财务指标 绩效评价 战略导向

一、前言

在组织绩效评价中运用非财务指标,最具影响力的首推Kaplan和Norton于1992年提出的平衡计分卡(BSC)。

20世纪90年代以后,战略管理受到普遍重视,绩效评价体系开始关注战略制定与实施在其中发挥的作用,BSC的特长有了更好的发挥之地。换言之,这一时期,更加强调采用非财务指标,将企业目标中所体现的具体战略问题作为绩效评价指标,并围绕着PDCA管理过程体现战略制订和实现对绩效的贡献,这就是所谓的“战略导向的绩效评价”。BSC的多

元评价视角,决定了它在新的评价体系中具有一定的特长,从而引发了企业积极引进BSC的热情。但是,“战略导向的绩效评价”不只是受到BSC的影响,比如,一些没有引入BSC的企业使用了体现战略管理机能的非财务评价指标后,植入的多元绩效评价体系就与BSC起到了同样的作用。

随着绩效评价对非财务指标作用的重视,一些问题也随之出现。比如,非财务指标是否是决定绩效的因素,两者具有什么样的关联性?另外,使用非财务指标还存在技术性问题,即非财务指标如何设定才能有效且合理地进行绩效评价。以元评价视角,决定了它在新的评价体系中具有一定的特长,从而引发了企业积极引进BSC的热情。但是,“战略导向的绩效评价”不只是受到BSC的影响,比如,一些没有引入BSC的企业使用了体现战略管理机能的非财务评价指标后,植入的多元绩效评价体系就与BSC起到了同样的作用。

元评价视角,决定了它在新的评价体系中具有一定的特长,从而引发了企业积极引进BSC的热情。但是,“战略导向的绩效评价”不只是受到BSC的影响,比如,一些没有引入BSC的企业使用了体现战略管理机能的非财务评价指标后,植入的多元绩效评价体系就与BSC起到了同样的作用。

元评价视角,决定了它在新的评价体系中具有一定的特长,从而引发了企业积极引进BSC的热情。但是,“战略导向的绩效评价”不只是受到BSC的影响,比如,一些没有引入BSC的企业使用了体现战略管理机能的非财务评价指标后,植入的多元绩效评价体系就与BSC起到了同样的作用。

随着绩效评价对非财务指标作用的重视,一些问题也随之出现。比如,非财务指标是否是决定绩效的因素,两者具有什么样的关联性?另外,使用非财务指标还存在技术性问题,即非财务指标如何设定才能有效且合理地进行绩效评价。以元评价视角,决定了它在新的评价体系中具有一定的特长,从而引发了企业积极引进BSC的热情。但是,“战略导向的绩效评价”不只是受到BSC的影响,比如,一些没有引入BSC的企业使用了体现战略管理机能的非财务评价指标后,植入的多元绩效评价体系就与BSC起到了同样的作用。

元评价视角,决定了它在新的评价体系中具有一定的特长,从而引发了企业积极引进BSC的热情。但是,“战略导向的绩效评价”不只是受到BSC的影响,比如,一些没有引入BSC的企业使用了体现战略管理机能的非财务评价指标后,植入的多元绩效评价体系就与BSC起到了同样的作用。

【注】本文系北京市优秀人才培养资助项目“我国上市公司经理人股票期权的激励效应分析——基于中国实践的实证分析”(项目编号:20071D0500300145)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 李维安,张俊喜.公司治理前沿(经典篇).北京:中国财政经济出版社,2003
2. 吴淑琨.对高级管理团队的激励真的无效吗?.证券市场导刊,2004;12
3. 支晓强.管理层持股与业绩关系的理论分析.财经科学,2003;2
4. 刘国亮,王加胜.上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究.经济理论与经济管理,2000;5