

美林财务危机与公司治理缺陷

厦门大学 王虎超 麦志坚 陈汉文

2007年7月,美国次贷危机全面爆发并迅速影响美国众多金融机构。与高盛、花旗等其他投资银行一样,美林公司由于从事大量与衍生金融工具有关的表外交易,使得其财务报表连续披露巨额亏损,进而引起公司每股盈余与股价的大幅下挫,美林公司财务危机也随之开始。

一、美林公司财务危机分析

(一)盈利状况分析 次贷危机对美林公司的影响,最直接地体现在公司的盈利上。图1列示了美林公司2004年到2008年各年利润及每股收益的情况。

从图1可以看出,在2004年到2006年期间,美林公司的盈利保持了快速增长,增长率分别为15.6%、15.3%、46.5%,而2007年收入却大幅下滑,较2006年减少了67%,净收益更是降低了204%,这一趋势延续到2008年,致使公司的收入下降为-126亿美元,比2007年减少了将近200亿美元。

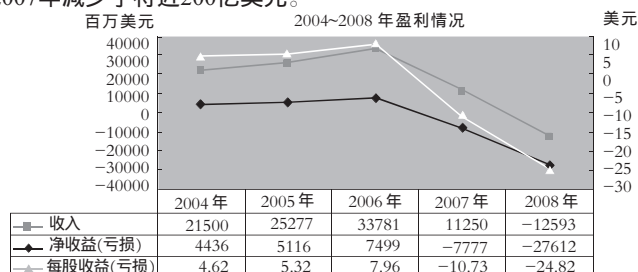


图1 美林公司历年盈利状况趋势图^①

截取2007年及2008年收入、净收益及每股收益的季度数据作进一步分析,如表1:

	2007年				2008年			
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
收入	9854	9728	577	-8192	2934	-2116	16	-12551
净收益 (损失)	2158	2139	-2241	-9833	-1962	-4654	-5152	-15311
每股收益 (损失)	2.26	2.24	-2.82	-12.57	-2.20	-4.95	-5.56	-9.61

在表1中,美林公司2007年前两个季度的收入情况没有较大变化,然而自第三季度,公司的盈利能力却开始大幅下降,其收入额下降到5.77亿美元,较2006年同期下滑94%并首次出现22.41亿美元的巨额亏损。自此公司也开始了连续6个季度的负盈利,其累计亏损额高达392亿美元,相当于2004年到2006年三年净收益之和的2.3倍。那么,是什么业务导致了美林公司如此急剧的收益变化?

对美林公司的收入结构按季度作出归纳,如表2所示。

表2列示了利润表中收入的构成项目,可以看出,“佣金”和“账户管理及其他收费收入”没有明显变化,“投资银行”项目在2007年第三季度至2008年第四季度也只是表现出缓慢下降的趋势,“利息及股利收入”和“利息费用”相减是正数,“权益法核算的投资收益”则在2008年第三季度才出现异动,可见这都不是造成危机的主要原因。而“本人交易”和“其他”项目却不同,其都是从2007年第三季度开始出现明显下降,下降的数额也与利润变化相一致,因而是造成亏损的主要原因。

表2 2007~2008年各季度收入结构 单位:百万/美元

	2007年				2008年			
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
本人交易 ^②	2734	3548	-5930	-12596	-2418	-4083	-6573	-13109
佣金	1697	1786	1860	1924	1889	1811	1745	1450
管理账户及其他收费业务收入	1354	1411	1397	1440	1455	1399	1395	1295
投资银行业务	1514	1538	1281	1267	917	1158	845	813
权益法核算的投资收益	131	133	508	531	431	111	4401	-430
其他	1083	719	-918	-2304	-1449	-1875	-2986	-3390
利息及股利收入	12962	14671	15787	14170	11861	7535	9019	4624
利息费用	-11621	-14078	-13408	-12624	-9752	-8172	-7830	-3804

从美林公司的财务报表附注分析公司的业务部门,可以找出“本人交易”和“其他”出现亏损的业务源头。美林公司主要有以下业务部门:全球市场与投资银行、全球财富管理和公司,其收入情况如表3所示:

表3 美林各业务部门收入情况 单位:百万/美元

	2007年				2008年			
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
全球市场	5187	4766	-3991	-12984	-1495	-6341	-3913	-16347
投资银行	1353	1423	1010	1151	805	1022	750	718
全球财富管理公司	3404	3618	3538	3595	3599	3359	3235	2635
公司	-90	-79	20	46	25	-156	-56	443

一直以来,全球财富管理部门收入稳定,变化不大,公司部门利润额也较小。然而,“全球市场”的收入自2007年第三季度却明显出现亏损,这主要源自该部门中的固定收益部门(FICC)。从2007年第三季度到2008年第三季度该部门的亏损分别为-55.7亿美元,-151.6亿美元,-33.8亿美元,-80.7亿美元,-99.4亿美元。财务报表附注说明的原因是该部门产生的大额资产减记,包括债务抵押债券(CDO)和美国次级抵押贷款(U.S. sub-prime mortgage)的减记,具体情况如图2:

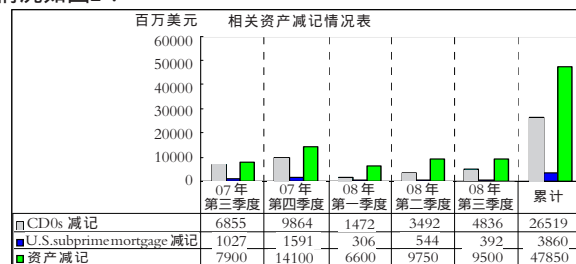


图2 美林公司相关资产减记情况

可以看出,资产减记的主体是美林公司所从事的CDO业务,其减记数额在2007年第三季度达到了68.6亿美元,第四季度更是达到了98.6亿美元^③,反映到财务报表中,就成为2007年第三、四季度及以后利润大幅下降的直接原因,这也使得美林公司陷入了严重的财务危机。实际上在业务上升时期,也正是这一业务给公司带来了巨额的利润,CDO业务与公司盈利情况之间的关系如图3所示。

(二)财务风险分析 美林公司报告的巨额亏损势必影响到资产负债表的质量,因为亏损可以导致公司权益总额的减少,同时引起亏损的CDO业务也会引起相关资产质量的下降,这种质量的下

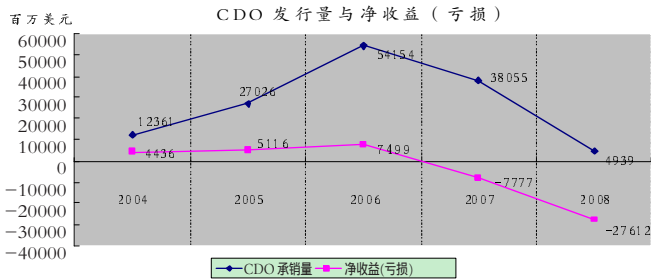


图3 美林公司 CDO 业务量与净利润关系图

降或是降低资产的流动性,或是降低资产的变现价值,笔者将从资本充足率及杠杆比率两方面进行分析。

一是资本充足率。资本充足率是衡量商业银行自有资本抗风险能力的指标。《巴塞尔协议》要求,商业银行的核心资本充足率不低于4%,总资本充足率不低于8%。美国SEC要求,综合监督实体(CSE)的总资本充足率不低于10%。美林公司在2008年第二季度和第三季度的季报中,披露其资本充足率情况,见表4:

表4 2008年第二、三季度四大投资银行资本充足率对照表

	2008年第二季度		2008年第三季度	
	一级资本充足率(%)	总资本充足率(%)	一级资本充足率(%)	总资本充足率(%)
美林	7.64	12.27	8.73	14.24
高盛集团	10.8	14.20	11.6	15.20
摩根斯坦利	12.4	18.60	12.7	19.00
雷曼兄弟	10.7	16.10	N/M	N/M

根据表4的数据,在2008年第二季度,美林公司的总资本充足率为12.27%,第三季度为14.24%,也就是说美林的总资本充足率并没有低于规定的10%。然而,与其他三大投行相比,无论是一级资本充足率还是总资本充足率,美林都是最低的,甚至已经破产的雷曼兄弟,其2008年第二季度的两个指标都比美林公司乐观。

二是杠杆比率。杠杆比率是衡量财务风险的一个重要指标,其在数值上等于资产与权益的比值,反映了公司承受财务风险的大小,美林公司杠杆比率的情况见表5:

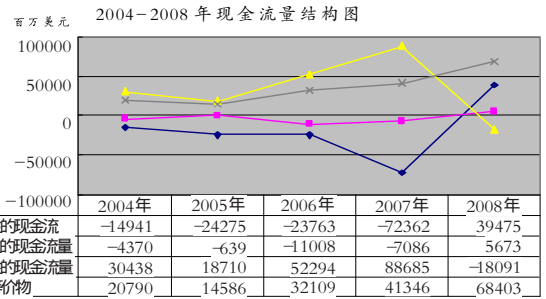
表5 2004-2008年总资产、总负债、股东权益及杠杆率 单位:百万美元

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
总资产	628098	681015	841299	1020050	667543
总负债	596728	645415	802261	988118	647540
股东权益	31370	35600	39038	31932	20003
杠杆率	20.0倍	19.1倍	21.6倍	31.9倍	33.4倍

可以看到,2004年到2006年,总资产、总负债及股东权益都在增长,与公司的盈利变化情况一致,而且这三年年末的杠杆率都是20倍左右。2007年,总资产和总负债达到峰值,但是股东权益却因为利润亏损减少了70亿美元,这使得财务杠杆比率达到了31.9倍。2008年,总资产、总负债及股东权益都大幅减少,由于公司两度发行股票募集资金的速度无法弥补股东权益的减少幅度,其财务杠杆比率一度达到了33.4倍,而雷曼兄弟2008年申请破产之前最后一次季报显示,其杠杆比率也仅仅是21倍。因而,不论是资本充足率还是杠杆率来看,美林公司都已经暴露于高风险之中,这种风险无疑加剧了公司的财务危机。

(三)现金流量表分析 对美林公司财务数据进行分析的另一个重要方面则是其创造现金流量的能力。由于美国第五大投行贝尔斯登倒下的原因是其流动性出现问题,自财务危机出现以来,美林一再表示其有充足的现金,不存在流动性问题。但事实并非如此。图4列示了美林公司的现金流量结构。

由图4可以看出,经营活动产生的现金流量与筹资活动产生的现金流量似乎有此消彼长的关系。2004年到2007年,经营活动和投



资活动产生的现金流量都是负数,现金净流入全靠筹资活动。然而,2008年与前4年刚好相反,经营活动和投资活动产生的现金流量都为正数,而筹资活动产生的现金流量为负数。对于这种异常表现,有必要深入研究现金流量表及相关的信息披露。由于投资活动产生净现金流入主要源自于出售旗下的子公司,在此不作进一步探讨。本文将从“经营活动产生的现金流量”和“筹资活动产生的现金流量”两个角度进行分析。

一是经营活动产生的现金流量。美林公司的现金流量表中,经营活动产生的现金流量是采用间接法来计算的,因此,将主要调整项目归集如表6所示。

表6 经营活动产生的现金流量的主要调整项目 单位:百万/美元

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
交易性资产	-46918	25902	-55392	-29650	59064
转售协议下的应收账款	-17835	-84166	-15346	-43247	128370
证券借入交易应收账款	-38426	2014	-26126	-14530	98063
客户应收账款	-7041	-2217	-9562	-21280	19561
经纪商或者证券商应收账款	-4768	-19	-6825	-3744	10236
交易性负债	14447	-12402	9554	23878	-34338
回购协议下的应付账款	58846	44386	29557	13101	-143071
证券借给交易应付账款	11155	-2901	24157	12414	-31480
客户应付账款	12141	1238	13795	14135	-18658
经纪商或者证券商应付账款	1024	-605	4791	113	-11946

显然,经营活动产生的现金流量,除了受交易性资产和交易性负债变动影响外,主要是受到各种应收账款和应付账款的影响。2004、2006和2007年,都是应收账款大量增加而应付账款大量减少,二者相减为负数。然而2008年,应收账款却大量减少而应付账款大量增加,二者相减为正数(758亿美元),这使得美林公司2008年的经营活动产生的现金流量从2007年的-724亿美元暴增至395亿美元。美林公司的财务报告并没有披露具体原因,但其能够取得如此巨额的现金流量,其可靠性及合理性值得怀疑。

二是筹资活动产生的现金流量。表7列示了5年中美林公司筹资活动现金流量变化显著的项目:

表7 2004-2008年筹资活动的现金流量中变化显著的项目

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
发行和转售长期借款	50535	49703	87814	165107	70194
结算和回购长期借款	-23231	-31195	-42545	-93258	-109731
发行普通股	589	858	1838	4787	9899
发行优先股	205	2043	472	1123	9281

筹资活动的现金流量中,变化比较显著的有“发行和转售长期借款”、“结算和回购长期借款”、“发行普通股”、“发行优先股”等项目。为了保持一定的流动资金,美林主要以发行和转售长期借款为主,在危机爆发时,美林公司的借款额曾达到1600多亿美元。美林在报表附注中披露,其长期借款业务主要是与特殊目的实体(SPV)进行,但是SPV本身就是一个为分担风险而设立的实体,在次贷危机中首当其冲,这使得美林公司获得的长期借款具有很大的风险和不确定性,再结合经营活动现金流量的有关分析,美林公司资金状况就不是美林公司所坚称的流动性良好,否则美林

公司将不必在一个月之内先后出售金融数据服务公司及彭博咨询20%的股份,筹集资金将近80亿美元的资金了。

通过以上分析可以看到,美林公司的财务状况已经不容乐观,在利润表上公司的利润长期持续下滑,严重影响了公司的盈利能力,在资产负债表方面,公司的资本充足率及杠杆比率也表明了公司所承受的高风险,即便是从现金流量表的角度,美林公司也没有强有力的资金支撑,因而在2008年第三季度,公司的股价一度下滑到17.05美元,较最高价97.53美元下跌了超过80%。面对这样的财务危机美林公司的挽救措施也并未见效,因而选择了与美国银行的合并。但是,在与美国银行签订并购协议之后,2008年第四季度美林公司却突然报告了153亿美元的亏损,比第三季度大幅增加了150亿美元。这种反常现象迫使美国银行的董事长Ken Lewis不得不接受检察官科莫的调查,美林公司在2008年下半年报告的亏损是否存在误导消费者投资的行为,其是否通过掩盖亏损状况来实现并购?可见,美林公司的财务危机可能远非当初公司报告的那么简单。

二、美林公司财务危机的原因分析

(一)美林公司的业务流程及存在的漏洞 对美林公司而言,高杠杆比率扩大了CDO业务所带来的利润,但是也可以扩大该业务所导致的亏损,致使CDO业务的减记会对利润表造成如此严重的影响,同时由于在CDO业务中SPV是一个重要的组成部分,因而CDO业务的顺利进行,也是美林公司向SPV借款保持流动性的基础。从这个角度来看,似乎CDO业务是造成美林公司财务恶化的直接原因,那么CDO业务是如何影响了美林公司的利润状况,造成危机的根本原因可否归结于其从事的高风险行业?图5列示了美林公司的业务流程图,并据此展开分析。

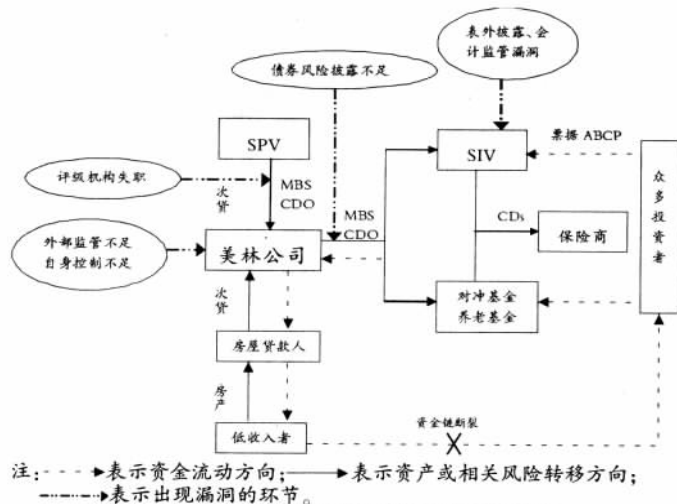


图5 美林公司业务流程及监管漏洞示意图^⑦

在这一基本业务流程中,房屋贷款人将发放的次级贷款出售给美林公司,美林针对不同的次级贷款设立不同的特殊目的实体(SPV)并向其转移收购的次级贷款。SPV以此为依托将这部分次级贷款打包、经信用评级机构评级后发行相应债券(MBS及CDO)并作为对价转移给美林公司。这样,美林公司收购的次级贷款就成了SPV的资产,而手中却掌握了SPV的负债(MBS及CDO)。随后,美林公司会持有一部分优质债券,而大部分MBS及CDO则销售给外部投资者从而赚取利差。在这一过程中,外部投资者主要有两种,一种是基金等机构投资者。其主要包括对冲基金与养老基金。前者购买的是高风险高收益的CDO及MBS,后者则着重于稳健投资,购买

低风险的部分。但作为基金,其投资的资金都来源于广大社会投资者;另一种外部投资者则是结构性投资工具(Structured Investment Vehicle,以下简称SIV)这一机构由投资银行设立,但SIV并不是最终的投资者,因为SIV投资的资金来源于发行资产支持商业票据(ABCP)从货币市场融资,这一点与基金类似,因而SIV的最终投资者也转化为了社会大众^⑧。

美林公司的这一业务流程可以分解为风险及资金运动两个部分。如图5所示,资金运动相对而言比较简单,也是一个完整的封闭的链条。要理解美林公司的风险转移过程,首先需要理解SPV的性质。SPV由美林公司设立,可以是一个空壳公司,但具有独立的法律及财务资格。因而,美林公司通过出售收购的次级贷款给SPV,可以有效地实现次级贷款的风险转移,但这只是风险转移的一部分。而美林公司手中的CDO则不同,它具有更高的风险,这是因为CDO主要由风险较高的MBS再打包而成。对这部分风险美林公司主要通过出售给众多的基金投资者及SIV来加以消化,而基金投资者及SIV又可以进一步通过购买CDS(信用违约掉期)来与保险公司分担风险。

这一风险转移过程看似完美无缺,但延长了的风险传递过程是建立在封闭的资金流动的基础上的,所以其不能依靠自身的再生产实现稳定的均衡。整个信用创造过程就像一个倒置的金字塔,底层是次级贷款而上层则是众多的MBS、CDO等金融衍生工具。危机发生之前,由于受到美国低利率及经济刺激政策的作用,房屋贷款人乐于贷款并将贷款出售给美林公司,同时由于证券市场的低风险与CDO的高回报率严重不对称,CDO业务销售也成倍增长,高峰时美国资本市场上这种实物抵押贷款与衍生金融工具市值比例达到了1:20。

通过美林公司的业务流程不难理解为什么CDO业务是造成美林公司财务恶化的直接原因。那就是,美联储连续12次提高房贷利率引起美国住房消费市场的萎缩,这直接导致了购房者的断供行为,造成资金链中由购房者向社会投资者方向的资金流动停止。资金链破裂造成了社会投资者信心低迷,因而养老基金及SIV等机构投资者将不能募集足够资金,这又导致美林银行CDO销售业务的大幅度萎缩。但CDO业务的萎缩并不足以造成财务危机,关键在于作为抵押品的房屋价格的持续下降使得次级贷款急剧贬值,造成美林公司发行的CDO债券失去偿还保障,从而CDO价格急剧下跌。价格的急剧下跌以及CDO销售市场的大幅萎缩,使得美林公司账面持有的CDO开始计提大量减值准备,这种减值准备通过利润表传导到资产负债表并反映于公司的股价,致使财务危机全面爆发。

(二)危机的根本原因:公司治理存在缺陷 通过以上分析可以看出,CDO业务是造成财务恶化的导火索,但造成财务恶化的根本原因则不是简单CDO业务可以解释的,即原因并不只是出现在其买卖债券的这一环节。如上述流程所示,在公司的整体治理过程中,存在自身风险控制不足、外部监管缺位、评级机构失职及披露不足等众多原因。

从内涵上看,公司治理包括公司内部及外部两个方面的内容。公司内部的治理主要指的是股东会、董事会、管理者的设置及内部关系。从这一角度归纳,美林公司的问题可以说主要体现在董事会权力弱化及内部控制不足。

一是董事会职能的弱化。从公司演化的角度看,董事会可以分为以下四种形式:立宪董事会、咨询董事会、社团董事会及公共董事会。咨询型董事会的特征是随着公司规模扩大和经营复杂程

度的提高,CEO需要招募一部分各领域的专家进入董事会,董事会
在决策中的作用偏向于咨询。^⑨美林公司的董事会正是选择了这一定
定位,这一定位的严重后果之一就是董事会权利的弱化,决策权向
CEO转移。在这种模式下,美林公司前任CEO奥尼尔利用其过大的
决策权和招募咨询性专家的便利提拔董事。对于这一点,旨在规范
公司治理及控制的《萨班斯法案》毫无办法。于是,奥尼尔可以通过
董事会行事,如利用个人影响强行在董事会议上通过多项决议,也
可以绕过董事会行事,如在未经董事会批准的情况下,提议美林公
司与美国银行的合并,此举引发了董事会的强烈不满^⑩。这就不难
理解,为什么当奥尼尔大手笔投资次级抵押贷款证券化产品为美
林带来超额利润的时候,董事会成员并未对此提出质疑。

二是董事会对高层管理人员的激励与约束不足。公司治理的
核心之一就是高层管理人员的激励与约束制度。在2004年到
2006年的三年间,美林公司的净利润增长率分别是15.3%与
46.5%。与此相对应,CEO奥尼尔的薪酬大约为3200万美元、3700万
美元及4800万美元,增长率分别为11.5%和30%^⑪。表面上看,这种
工资激励与公司的发展相一致。而实际情况则是,董事会已经不能
对奥尼尔的薪酬进行有效的约束,毕竟奥尼尔的薪酬是由薪酬顾
问作出建议,而薪酬顾问的咨询收费则是由奥尼尔决定。因此,公
司监管专家Neil Minow在国会听证总结中强调,美林公司设计薪酬
计划时总是显示积极的一面,以至于影响了CEO对业务风险的评
估,结果是CEO可以将这些风险转嫁于股东而不必自行承担。
Minow同时提及,应该为这种薪酬激励结构负责的,不是CEO而是
公司的董事会^⑫。既然美林公司不能对奥尼尔的薪酬进行约束,那
自然也就没有激励可言。以至在奥尼尔离职时,这种薪酬与绩效的
表面一致也不存在了,因而美国国会的备忘录里会质问,既然2007
年美林公司报告了180亿美元的减记以及相对于最高时期股价下
跌了45%,为什么奥尼尔仍然能获得1.61亿美元的退休报酬?公司
给予奥尼尔的额外报酬的目的是想给股东带来什么利益?^⑬

另一方面,在业绩优秀的时期,美林公司的业务既已产生风险
偏好,此时监督更为重要。美林公司的董事会属于一元制,公司不
存在监事会,监督的主要职能由独立董事进行。按照公司章程,美
林公司独立董事的职能包括以下两点:规范经理人员薪酬的快速
增长;置身于繁杂的事物之外从不同角度帮助经理人员识别市场
的预警信号,及时识别可能面临的潜在危机^⑭。从奥尼尔的薪酬增
长以及公司高风险业务的快速发展来看,独立董事在这两方面都
没有发挥应有的作用,这一方面是因为独立董事的薪酬过少导致
激励不足,另一方面部分独立董事由奥尼尔任命,因而独立董事的
“不独立”也不足为奇。

三是风险控制机制缺位,风险应对措施不足。美林公司风险控
制的组织结构包括审计委员会、执行委员会、风险监督委员会、公
司风险控制委员会等。在这一组织结构中,起直接作用的是风险监督
与控制委员会。对于风险监督委员会来说,其职责主要是负责识别、
测量和监督公司的风险,而公司风险控制委员会则主要负责公司的
市场风险和信用风险控制^⑮。但在美林公司大量承销CDO业务的过
程中,风险监督及风险控制委员会似乎并没有发挥积极作用。美林
公司的问题几乎全是源自于旗下一个较小的英国子公司美林国际
(Merrill Lynch international),因为造成美林巨额亏损的CDO业务基
本都是由这一公司完成的^⑯。虽然重要的投资业务交由外国的部门
加以完成可以有效规避国内管制,但美林国际所具有的风险并没有

及时被风险监督委员会发觉并采取措施,致使美林公司分财务杠杆
比率一路上升到33.4,而控制这一比率本身也是该委员会的职责。
在风险控制方面,美林公司所制造的CDO中规模大、评级高的部分
主要由美国国际集团(AIG)的一个子公司承担违约风险,但由于担
心市场风险,AIG在2005年底停止承保按揭类证券时,美林公司却
选择了自己承担违约风险。同时在2007年初危机初现时,美林公司
仍坚信,只要所持资产拥有超高评级,抵押证券价值的缩水就不会
伤害到自己并在前七个月美林制造了300多亿美元的CDO^⑰。美林的
这些举措无疑扩大了自身的信用风险,却没有及时得到风险控制委
员会的提醒或者反对,也没有采取有效的措施。

四是缺乏风险收益搭配的控制环境。在次贷危机之前,美林公
司贯彻的是稳健性的治理政策,但整个公司的风险意识却随着前
任CEO奥尼尔的上台而下降,这可能是由于奥尼尔本身就是一个
喜好风险的交易员出身。在奥尼尔之前,公司的管理人员杰弗里·
克朗索曾对美林账面上持有的CDO头寸设定了一个30亿~40亿美
元的非正式上限,还设定了每天7500万美元的CDO潜在损失风险
上限,但由于与奥尼尔的风险政策相悖,美林公司于2006年年中解
雇了克朗索,取而代之的则是一名在按揭证券没有多少经验却充
满了冒险意识的交易员雷纳德·罗伊。同时,负责风险事务的高级
经理约翰·布瑞特也由于反对美林因承销某些加拿大证券而承担
相应的风险,而在公司内受到贬抑。这都足以说明整个公司的风
险控制文化转向了奥尼尔主义的风格,在贯穿高风险对应高回报
政策的同时却忽略了高回报的前提是高风险的存在。即便是后来,
当公司的交易员因为风险过大而拒绝将风险资产入账时,也只是
由资产管理联席负责人哈林·德萨尔瓦强行要求入账,而并不会引
起什么风波^⑱。对于一个成熟稳健的上市公司来说,公司的这种风
险态度明显是不恰当的。

从以上分析可以看出,美林公司咨询型董事会的定位赋予了
奥尼尔过大的权力,而奥尼尔又利用这种权力对董事会成员做出
安排,直接导致了董事会及其附属部门职能的弱化,并最终导致整
个公司文化的奥尼尔风险主义倾向。因而从公司内部治理这一方
面来看,美林公司的治理结构已经出现了问题。

从公司治理的另一个方面——外部治理来看,美林公司的外
部环境也同样存在缺陷,这主要是流程图所示的外部监管漏洞。

首先,监管机构对金融部门的监管不足。在格林斯潘时代,美
国政府推崇自由化市场经济,这导致的直接后果就是美国政府放
松了对金融机构的监管。美国证监会放松了对华尔街金融公司在
财务杠杆比率上的要求;美国财政部理应对金融衍生工具加以监
管,而实际上却站在了相反的位置,国会在2000年取消了对金融工
具的监管,而一直到2008年才通过相关法规加强对房利美与房地
美的监管^⑲。

其次,评级机构出卖信用评级(rating shopping)。由于CDO的买
卖需要信用评级,因而评级机构的评估结果会对CDO的买卖构成
重大影响。一方面,对评级机构具有监管职责的SEC不顾国会的催
促无所作为;另一方面,信用机构自身的性质也发生了微妙的变
化。“1970年之前,信用评级机构运转的资金来源于投资咨询服务,
而此后的‘发行人付费模式’(issuer-pays model)给这些评级机构
带来了利益冲突。当从债券发行人处获得报酬时,信用评级机构便
牺牲了其独立性。”^⑳因而,美林公司发行的CDO等众多衍生工具
都被贴上了AAA的信用级别,间接推动了CDO泡沫的扩大。

再次,会计审查存在灰色地带,这主要是针对流程图中披露不足这一部分。披露不足的一个方面,是投资银行在将MBS及CDO出售给投资者时,投资者看到的只是债券的AAA或者PRIME评级而很难量化其中的风险。另一方面则是表外实体的问题。自上世纪90年代末美国监管机构放宽对银行业和证券公司的监督之后,金融机构可以合法地将很多亏损的投资科目不列入“资产负债表”以达到迷惑投资者的目的^⑩,其亏损也不会体现在利润表中,因而表外实体的经营状况可以不必纳入合并报表。关于合并,实务界仍然在参考1959年FASB颁布的“合并会计报表”准则中的有关规定,亦即只要有一个独立第三方持有表外投资实体总资产3%的股权投资并且该投资占股权总投资额50%以上,该表外实体就无须纳入发起人的财务报表。这种规定的直接后果就是容易造成形式大于实质,因为实体的发起人可以通过制造独立第三方这一假象来规避这一准则规定^⑪。

因此,美林公司财务危机的根本原因可以归咎于公司治理的薄弱。这种薄弱,分为公司内部治理薄弱及外部治理环境缺陷两个方面,可以说正是这两个方面的合力,使得美林公司走上了一条高风险的收益模式,为后来的CDO业务击垮美林公司创造了机会。

三、美林公司财务危机对我国的启示

(一)金融机构应建立完善的董事会制度 对美林公司而言,其财务危机的源头之一,就是董事会管理及监督职能的弱化。在现代公司治理结构中,董事会是双重代理的连接点,因为其在公司治理中起着至关重要的作用。对于我国金融机构的董事会而言,从性质上说其并不应该定位于咨询董事会,因为咨询型董事会适合于规模正在扩大,业务复杂程度逐渐提高的公司,而我国金融机构尚处于不成熟阶段,其更应该强调于按照既定的法律程序行使职能,亦即偏向于立宪型董事会;从作用上说,董事会的职能必须加以规范与强化,避免董事会职能的架空或弱化,造成诸如高级管理人员权力过大的严重后果。完善董事会的另一个方面,就是促进董事会次级委员会发挥应有的职能,由于次级委员会隶属于董事会的领导,因而其有赖于董事会责权的强化。

(二)经理人员激励与监督应并重 我国的金融机构可以效仿美林公司的薪酬构成,引入退休金计划及限制性股票等长效激励机制,但其前提是董事会对管理层的薪酬能够加以制约,否则这种激励机制就丧失了其意义。与激励相对应的,则是对高级管理人员的监督。由于我国的公司治理强调二元制,监事会行使监督的职能,因而这种监督首先是监事会的监督,与此相辅的,是独立董事的监督。这种监督可以克服高级管理人员的短期行为,也有利于及时发现公司业务存在的潜在危机。

(三)金融机构应培育良好的风险控制氛围 良好的风险文化可以有效地引导公司的经营活动。长期以来由于我国对金融机构进行严厉的监管,加上各金融机构所涉足的风险业务并不多,因而风险控制并未在银行及投资机构引起足够的重视,众多的金融机构也没有必要建立与收益相称的风险文化。但随着我国资本市场的逐渐开放以及各银行业务范围的拓展,金融机构涉及的风险业务也开始越来越广。此时,在业务初期建立一个良好的风险控制氛围对于金融机构具有重要意义,实际上这也是奥尼尔上台以前美林公司的一项重要政策,这使得美林公司获得了连续稳定增长的收益。同时,从美林公司的分析中也可以得到启示,那就是设立单独的风险监督委员会并保证其构建良好的稳健文化并非难事,而关键在于如何贯彻其执行力并不因公司管理层的变动而改变。

(四)外部监管机构应加强对金融机构的监管 我国1995年通过颁布的《中华人民共和国商业银行法》,完成了对金融机构分业经营与分业监管的法律界定。与资本市场的快速发展及金融机构涉及的业务范围及深度的扩大形成对比的是,监管的速度将显得滞后,从而造成监管不足。这种监管的不足,要么会导致金融机构钻法律漏洞,要么就是不能及时发现并消除其正在扩大的风险,这一点在美林公司的案例中得以体现。

在加强监管的同时,还应该注意两点:一是我国的监管应注重与国际统一,因为标准的不同,势必会导致市场中出现监管套利的行为。二是这种管制并不是单一的针对某一个环节的,需从公司内部治理、信息披露、功能监管、会计审查等多方面加以实施,任何一个环节的疏漏都可能产生巨大的影响。

注释:

本文图表所引用数据无特殊说明,均来源于美国证监会网站<http://www.sec.gov/>。

“本人交易”(Principal Transactions),基金管理人及基金分别是交易的对方,其中包括:(1)与基金管理人存在关联关系的经纪-交易商和基金之间的交易。(2)同一基金管理人管理的两个或多个基金之间的交易。(3)基金管理人的关联交易商与基金之间的无风险本人交易。

数据来源:美林公司2007年度财务报告附注。

在2007年年报中,美林对其2005和2006年的现金流量表作了调整,上图所引用的数据是根据2007年年报上的调整后数据。

《美国银行高管受调查涉嫌隐瞒信息》, <http://chinese.wsj.com/gb/20090220/bus150010.asp?source=NewSearch>, 2009年02月20日, 华尔街日报。

CDO与SPV的关系可以参见图5。

本图由作者根据美林公司的业务流程及相关分析绘成。

参见程碧波《对MBS、CDO等金融产品生产和崩溃过程的理解》, http://blog.sina.com.cn/s/blog_4c99ec32010009gd.html, 新浪博客。

参见李维安,《公司治理》,南开大学出版社2001年版。

《美林公司遭重创,掌门人濒临下台》, http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-10/30/content_6971829.htm, 2007年10月30日, 新华网。

⑩参见美国国会听证内容《utryry》, <http://oversight.house.gov/search/search.asp>。

⑪《Hearing on executive compensation :CEO pay and mortgage crisis》, <http://oversight.house.gov/search/search.asp>, 2008年03月07日, 美国国会。

⑫《To: Members of the Committee on Oversight and Government Reform》, <http://oversighthouse.gov/search/search.asp>, 2008年03月06日, 美国国会。

⑬参见原美林公司官方网站: http://www.ml.com/index.asp?id=7695_8134。

⑭参见《证券业的风险控制与盈利能力的国际比较》, <http://data.stock.hexun.com/invest/detail.aspx?id=699452>, 2004年06月16日, 和讯股票。

⑮参见《美林将290亿美元次贷亏损计入伦敦子公司》, http://www.ftchinese.com/story_ce.php?storyid=001021313, 2008年08月15日, FT中文网。

基于实质重于形式的利润分配决策分析

——以广东超声电子为例

华南理工大学 陆正华 马颖翩 曾劲业

上市公司在年终进行利润分配时，“本年税后净利润”是利润分配决策的重要依据。在新会计准则下，合并利润表将“归属母公司所有者权益的净利润”单独列示，指母公司这一主体对投资的子公司所应享有的净利润，而在母公司报表（既个别报表）中，母公司净利润与合并报表中“归属母公司所有者权益的净利润”所归属的主体是一致的。如果按新会计准则的要求，我国上市公司中，合并报表归属于母公司权益的净利润大于母公司报表净利润的公司占总数的比例大约69%。在2007年的利润分配中，以母公司的净利润进行分配，则上市公司可在2007年度少分配利润，这样侵害了股东的利益，但给上市公司保留了大量的现金。母公司在进行利润分配时，是以合并报表中“归属母公司所有者权益的净利润”，还是以母公司个别报表中的净利润作为决策依据；是基于实质重于形式会计原则为准绳，还是以新会计准则为依据，都是值得考虑的问题，为更深入地探讨上述问题，本文选取了广东超声电子(000823)2007年年度报告进行案例分析。

一、广东超声电子案例背景

广东超声电子(000832)在2007年的“合并报表中归属母公司所有者权益的净利润”为10784.04万元，而母公司的净利润为579.04万元。董事会决议并获得股东大会同意后，以2007年度“合并报表中归属母公司所有者权益的净利润”为决策依据。这样虽然维护了股东利益，但违背了新会计准则按母公司净利润进行分配的要求。

(一)广东超声电子长期股权投资状况 超声电子(000823)主要从事印制线路板、液晶显示器、超声电子仪器、超薄及特种覆铜板的研制生产和销售，是国内电子行业中技术含量高、成长性强的企业。超声电子共有控股子公司6家，分别为印制板行业

和液晶显示器行业企业，均与其主营业务密切相关。超声电子长期股权投资情况如图1所示。

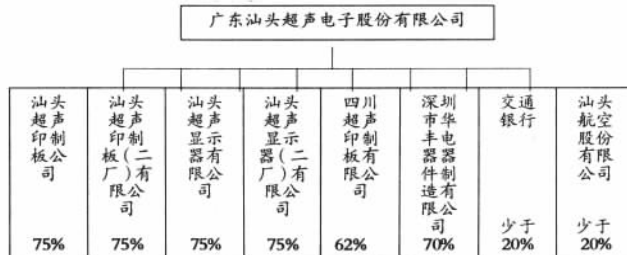


图1 超声电子对子公司控股比例图

(二)广东超声电子利润分配状况 广东超声电子2007年实现销售收入230439万元、销售成本190643万元、费用23874万元，分别占全年计划的97.42%、97.67%、99.01%，较去年同期增长22.26%、21.88%、22.09%，主要财务数据如表1所示。

表1 利润分配数据 单位:元

数据来源	项目	合并数		母公司	
		2007年	2006年	2007年	2006年
利润表	归属于母公司所有者的利润	107840368.62	828489390.00	5790367.71	73864263.95
	所有者权益提取盈余公积	579036.77	73864263.95	579036.77	73864263.95
所有者权益变动表	对股东的分配	64656000.00	39512000.00	64656000.00	39512000.00

二、广东超声电子利润分配决策分析

从超声电子2007年利润表中可以看到，合并报表中“归属于母公司所有者的净利润”为10784万元，是母公司个别报表中净利润数额的17.62倍。该结果的原因主要包括：一是内部交易抵销处理；二是合并利润表与母公司个别利润表中长期股权投资核算方法的差

①参见《美林何以深陷次贷泥潭》，http://chinese.wsj.com/gb/20080416/ffe193807.asp?source=article,2008年04月16日，华尔街日报。

②参见《美林何以深陷次贷泥潭》，http://chinese.wsj.com/gb/20080416/ffe193807.asp?source=article,2008年04月16日，华尔街日报。

③《the financial crisis and the role of federal regulators》，http://oversight.house.gov/search/search.asp,2008年10月23日，美国国会。

④《testimony of Jerome S. Foms before the Committee on Oversight and Government Reform》，http://oversighthouse.gov/search/search.asp,2008年10月22日，美国国会。

⑤参见《解析美国金融风暴之原因：六因素推动危机爆发》，http://intl.ce.cn/specials/zxxx/200809/27/t20080927_16942328_2.shtml,2008年09月29日，中国经济网。

⑥参见欧明刚、蔡鸿志：《从次级债危急中银行表外投资实体引发的思考》，《银行家》2008年第4期。

参考文献：

[1]余永定：《美国次贷危机：背景、原因与发展》，中国社科院国际金融研究中心2008-10-8。

[2]美国证监会：http://www.sec.gov/。

[3]美林公司：http://www.ml.com/。

[4]中国人民银行：《2007年国际金融市场报告》，2008-3-19。

[5]Gillian Tett, Aline van Duyn.《证券化市场何时回暖》，《英国金融时报》(中文版)，2008-7-15。

[6]花旗的410亿美元大包袱，http://chinese.wsj.com/gb/20071126/hrd171509.asp?source=rss,2007年12月26日，华尔街日报。

[7]美国国会，http://oversight.house.gov/。

[8]田宗仁：《美国次贷危机对我国的启示》，《中国证券网》2008-3-11。

[9]滕泰：《重构投行业务格局意义深远》，http://www.cs.com.cn/pl/03/200506/t20050618_692589.htm,2005年06月18日，《中国证券报》。

[10]欧明刚、蔡鸿志：《从次级债危急中银行表外投资实体引发的思考》，《银行家》2008年第4期。

[11]李维安：《公司治理》，南开大学出版社2001年版。

[本文系陈汉文教授2007年主持的国家社会科学基金项目“投资者保护、公司治理与我国证券市场资源配置效率研究”阶段性研究成果] (编辑 熊年春)