

对内部人控制的控制：  
转轨经济中的公司治理的若干问题

青木昌彦

本文将提出和讨论转轨经济中公司治理的一些根本性的问题。在第一部分（第1～3节）中，我们概览一下转轨经济中内部人控制（insider control）这样一种内生的趋势。我们所说的内部人控制，是指从前的国有企业（SOE）的经理或工人在企业公司化的过程中获得相当大一部分控制权的现象。依各国的不同条件，内部人控制的程度和规模在各转轨经济中有所不同。不过，这是由公有制经济的遗产而演化出来的一个结果，从这个意义上说，其趋势是内生的。我们认为，在设计转轨经济中的公司治理时，机械地应用新古典式股东主权的模型对解决内部人控制问题起不了什么作用，也许还更糟，会延长转轨的过程。

本文第二部分表明，有另一种可供采用的以公司治理来监督、控制内部人控制企业特有的刺激问题的模型。这一思路的要害是要依靠银行业机构的发展，这种机构可以在内部人控制企业财务状况不佳时对这些企业作有选择的干预。这一模型特别考虑了银行的动力问题，即，怎样能使银行有动力去监控内部人控制企业，同时又在一定程度上分散贷款风险。

本文第二部分的内容是纯理论的，为模型的可操作而设定的条件看来在转轨经济中也是不存在的。从更为根本的意义上说，离开经济的其他方面，尤其是企业内部组织的形式，便难以判断以下两种模型孰优孰劣。这两种模型一是股东主权加竞争性资本市场的模型；二是那种依企业的财务状况而将控制权由内部人转到外部（银行）的治理结构。我们认为，转轨经济以后在这方面的演进轨迹带有很大不确定性，难以预言。所以，我们赞成在转轨过程中采取一种博采众长的方法来发展公司治理，包括同时发展资本市场和银行业机构。在转轨经济中的健全的公司治理结构发育的过程中，这二者的作用应当说是互补的。

不过，单单依靠新古典的股东主权模型看来肯定是行不通的。从这一角度出发，本文最后一部分讨论转轨经济中银行业的改革。

### 第一节 建立一个概念性框架

为了讨论转轨经济中的公司治理问题，让我们先来明确一下我们所谓的转轨是什么意思：从什么制度转到什么制度。在正统的新古典经济学中，所要转向的制度应当是一种接近于新古典理想的完全竞争市场的制度。如果所有可以上市交易的生产要素都在竞争市场上定价，则只要使支付这些要素之后的剩余被最大化，配置效率就能保证。如果

剩余索取者与股东是同一的，而股东除了这些剩余外别无其他收益，则他们会专心于使企业的股票价值最大化，企业的股票价值所反映的是预期的未来的剩余流的折现总和。所以，需要的是对企业的价值给予竞争性的评价，当其价值低于可达到的水平时对企业的管理进行有效的校正。服务于这一目的的必要的和充分的制度性框架是由保证股东主权的公司治理结构和竞争性股票市场的结合来提供的。转轨的任务就是尽快地跳跃到以这种制度性框架为特征的制度中去。

新古典的这一套学说在逻辑上是清楚明白的，在一些场合也是有用的，但在我们看来，由于与历史遗留的约束条件不相容，机械地将这种学说运用于转轨政策有时可能得不到好的结果。我们想提出更实用的、更具包容性的关于转轨和后转轨的定义，这些定义可以包含更为多样化的转轨道路。我们相信，在考虑公司治理结构问题时，认识到两个中心问题是重要的：

第一，从计划经济继承下来的以及在转轨开始时存在的一些条件，从政治上和经济上限制了转轨过程中公司治理设计的可行选择。

第二，新古典式的股东主权的公司治理模型可能并不是唯一有效率的解决办法。任何一种公司治理结构都可能与经济的其他方面处于互补关系中，这些方面如企业的内部工作组织、劳动市场、金融市场机构等等，要评价一种治理结构的表现，也不能离开这些方面的制度安排。更具体地说，当股东主权的模型被一组特定类型的互补性制度设施所环绕时，它可以是有效率的，这种制度设施包括层级制的工作组织、竞争性的劳动和资本市场。我们不能排除另一种可能性，即，在另一组制度设施包括团队取向的工作组织所构成的环境中，另一种公司治理结构可能会更有效率。比较制度分析近期的成就表明，离开一个经济中的技术参数，这两种制度可能是无法按其效率高低来排名次的。因此，转轨的道路可以是多样化的。这一点我们将逐步予以阐明。

考虑到这种多样性，我们从一个不太具体的时间系列的定义开始，这个系列由计划经济制度、后转轨制度及二者之间的转轨过程三个阶段构成。由于我们直接关心的是公司治理，我们只把企业的所有制和管理作为下定义的要素。

计划经济制度指下述条件盛行的时期：

（C 1）所有的企业都由国家拥有，这种企业的延续也由国家决定。

（C 2）企业的管理层（厂长经理）由国家机关任命，国家机关则由党控制。

转轨过程可定义为以下述条件为特征的时期：

（T 1）所有的企业都改组成了公司（公司化或“商业化”），但其所有权结构处于界定过程之中。

（T 2）国家不再拥有任命或罢免企业管理层的权力，但行使这种权力的确定的权力主体尚未出现。

后转轨制度可定义为满足如下条件的一种制度：

（P 1）公司治理结构对每一家企业来说都已有完善的界定，股份所有权结构在统

计意义上已处于稳定状态。

( P 2 ) 企业管理层的选择是通过一个由公司法规定的过程来进行的。有一种可靠的机制已在运行之中，可以更换表现不佳的管理层。

这种时间系列纯粹是概念性的，若机械地应用于某一经济，会引起一些分类问题。比如，波兰于 1 9 8 1 年在共产党仍拥有政治控制权时引入国家企业法。这种情况使工人可以通过民主选举的工人理事会来任命企业经理。另一方面，国家有权力创设或解散企业。又比如在中国，企业现在正在公司化，各种所有制结构都开始被试验（见本书钱颖一写的一章），但是，管理层的选择仍然是党的组织部门的事情。按照上述定义，我们不能说 1 9 8 1 年的波兰和现在的中国是否处于转轨过程中。尽管可能是权宜之计而且可能不一贯，我们还是说 1989 年团结工会政府上台之前波兰处于计划经济制度，而中国现在已进入转轨过程。我们预期中国企业的大规模的公司化将逐步导致管理层任命的非政治化。

请注意，我们并不一定把转轨和企业的私有化视为等同。相当一部分公司化的企业其多数股权可以仍为国家持有（如在匈牙利）。还要注意的是，我们没有把公司治理结构的市場控制作为到达后转轨制度的一个条件（比如，在日本我们就看不到这种情况）。我们打算在这种制度中包括如下情形，即，企业股份的多数或少数由国家或内部股东（工人、管理人员、企业养老金基金等）成块地、稳定地拥有，只要有一种可靠的机制如不是兼并的话来惩罚低水平的管理就可以了。我们相信这种机制的存在是必不可少的；否则，一种经济体制将没有生命力，无法摆脱国家的随意干预。

本文的目的之一是探讨：( 1 ) 如果由于在计划经济制度解体时存在的各种条件，在转轨过程中会有许多企业演变为内部人控制企业，那么，为了转向一种有效率的后转轨制度，什么样的公共政策是合意的和政治上可行的？这一问题不可避免地引出了另一个重要问题：( 2 ) 一种后转轨制度是否可能包含相当数量的由内部人有效率地控制的企业？

## 第二节 转轨中出现的内部人控制

内部人控制（或者由管理人员，或者由工人控制）看来是转轨过程所固有的一种潜在可能的现象，是从计划经济制度的遗产中演化而来的。在 7 0 年代和 8 0 年代的中欧和东欧，当计划经济制度的停滞加深时，中央计划官员们试图用撒手放权、把大部分计划指标放给国有企业的办法来对付面临的问题。企业经理在自己的企业内部构筑起了不可逆的管辖权威，中央计划当局的逐步退让以其突然解体告终。那些已经从计划机关获得很大控制权的经理们利用计划经济解体后留下的真空进一步加强了自己的权力。看来还没有什么人有明显的法律或政治的权力来罢免这些前国有企业的经理们，只要他们得到本企业职工的支持。

计划经济制度一面限制了工人择业的自由，另一面为工人提供了事实上的工作保障，

工人从企业和国家那里获得医疗保健、幼儿保育、娱乐设施、住房、养老金等等。工人强烈地依赖于雇佣他们的企业，随着计划经济制度的解体及其“平等”观念的终结，工人们现在面临可能失去其既得利益的威胁。他们所在企业公司化的结果越是不确定，他们就越是担心。要克服他们对大规模私有化的可能的反对，把企业资产相当大一部分事实上白送给他们可能是唯一的办法。

当然，内部人控制的潜在可能转化为现实的过程在不同经济中是不同的。我们把内部人控制定义为，在私有化的场合，多数或相当大量的股权为内部人持有，在企业仍为国有的场合，在企业的重大战略决策中，内部人的利益得到有力的强调。限制内部人控制程度的因素有很多，明显的最为重要的因素是，计划经济制度后期，相对于国家的控制而言企业经理自主的程度和工人力量的大小；在转轨过程中，相对于种种利益集团，私有化当局所具有的政治上的自主程度。

波兰是一方面的例子。如已经注意到的，甚至在计划经济制度解体之前，由雇员选举的 15 人组成的工人理事会已经取得了相当于资本主义公司董事会的实权地位，他们有包括任命经理和审批年度计划的权力。转轨阶段一开始，在任何以市场为基础的私有化方案付诸实施之前，工人们已捷足先登，抓住了对企业资产的控制权。最常见的国有财产转手的方式是，有活力的国有企业并不是被公司化，而是被“清算”，一家新的公司租下或买下它的资产，它的工人的大多数则是这家新公司的股东。广为人知的通过国家发起的投资基金实行大规模私有化的计划由新古典股东主权信条而来的人工雕琢就这样实际上被较好的企业中工人和管理人员的合谋所击败。

俄国是管理人员控制的例子。已经事实上把自己的企业变成了一个独立王国的国有企业经理，在计划机器解体后几乎成为不可征服的。任何私有化方案要想行得通，就必须承认经理们事实上的控制权。由于慷慨地容纳内部人的利益，主管大规模私有化的国家财产管理委员会（G K I）已成为政治上最成功的改革机构。

简单说来，私有化计划规定国有企业私有化分三个阶段进行。在由叶利钦 1991 年 7 月总统令授权进行的第一阶段，国有企业要实行公司化，成为法律上独立的实体，尽管所有的股份仍首先由国家（联邦财产基金）持有，由国家财产管理委员会管理。第二阶段，在由国家财产管理委员会所制定的三种可选方案中，内部人（员工）可以他们在私有化中的利益为出发点选择一种，地方的国家财产管理委员会审批所要采取的方案。在这个阶段，管理人员和工人获得了大量股份，这些股份可以是免费的，也可以是按一个折扣后的价格购买的，这取决于所采用的是三种方案中的哪一种。在第三阶段，剩下的股份或拍卖给持股权认购证的人，这种股权认购证已发给了俄国的每一个公民，或者大块出售给投资者，或者由国家留下来再控制若干年。

这个计划的全部含义现在还不完全清楚，不过到目前为止内部员工几乎都选择一种方案来保证他们有多数股权。按这种方案，在管理人员和工人个人所有的股权总和为企业全部股份的 51% 的限度内，他们可以以相当低的价格（1992 年 7 月资产账面值的 1.7

倍)购买这些股份。此外,管理人员可以在市场上买股权认购证,可以从工人手中或市场上买回本企业的股份,以此来增加自己的持股率(工人出售股份受到鼓励,可以免税)。另一方面,参与股权认购证拍卖的投资基金在任何一家私有化的国有企业中的所有份额最初被限定在10%以下(1994年1月升到25%)。第一次股东大会应在私有化后一年内召开,在此之前的董事会完全由总经理和员工代表组成,只有地方国家财产管理委员会和财产基金的代表是例外。其结果是,内部人特别是管理人员已经在他们企业中建立起牢固的控制权。

光谱的另一极是东德。东德是在集权的托管局(THA)主持下进行私有化的。不过,甚至在东德,内部员工分割资产也是计划经济制度解体时接踵而至的一种危险。防止内部人控制进一步发展的唯一因素是托管局被授予的权威。冯·萨登(von Thadden)的研究表明,1994年底前完成私有化的决心及相应的制度保证使得托管局在内部人采取的影响活动中可以不为所动。此外,在西德招募的有能力的专业人员担任托管局的管理人是东德得天独厚的积极因素。国有企业的私有化是要通过西德公司部分或全部收购其资产来完成的。在这个意义上,东德的私有化可以说与资本市场上的兼并类似,尽管是由集权的私有化机构作为中介的。不过,甚至在这个场合,转轨的最后结果也是西德的公司治理结构吸纳东德的国有企业,而西德的公司治理结构是与新古典的股东主权模型不相同的。这种结构的特点是内部人参与,即工人根据共同决策的法律要求而参加监事会(Supervisory Councils)。

捷克共和国和匈牙利提供了中间形式的例子,一方面,在这两个国家,与波兰和俄国相比,计划经济制度时期内部人的力量较弱,另一方面,与东德相比,在转轨过程中国家(私有化当局)的政治权力较弱。其结果是,内部人控制的趋势还没有清楚地表现出来。捷克共和国的私有化被广泛地认为是通过“股权认购证”私有化而趋近新古典式外部股东控制模型的理想样板,然而,事情好象并非如此简单,私有化过程起始于分权式的向上提出“私有化项目”的行动,这种私有化项目是谁都可以来干的。私有化部有集中的权力来选择项目。私有化部有一种政治性的偏好,倾向于那些包含有股权认购证持有者竞争性投标购买股份的项目。但是,那种直接把资产卖给一个由内部人组成的新公司的项目提议也是可能的。根据弗莱德曼(Frydman等1993, p.84)等人引用的私有化部的数据,私有化企业的账面总价值中只有53%转到了股权认购证持有者手中。那些有能力提供丰富信息的计划的管理人,其第一偏好的选择是管理人员买下企业(Frydman等,1993, p.81)。内部人控制的趋势无疑是存在的,只是被集中的项目选择所缓和。

匈牙利1984年引入了一种与波兰1981年的计划类似的自我管理体制(self-management system)(称为企业理事会法),尽管与工人相比,管理人员的权力大一些。计划经济解体后,自由市场导向的政府采取了分权的私有化方案,按此方案,私有化的动议应由企业理事会提出,由国有资产管理局(SPA)审批。与捷克的半集

中的路子相反，这一方案看来为管理人员提供了更大的活动空间，使之可以保持控制并把“外来者”的干预拒之门外。私有化的企业倾向于被其他企业、银行、国家（SPA）交叉拥有。可惜由于缺乏数据，我们无法确知交叉持股的程度，不过，类似于日本的公司组团（corporate grouping）的现象可能正在出现。

所以，除了新出现的企业主企业和与外商合资的企业之外，内部人控制的趋势在东欧和中欧到处都有表现，只是程度有别而已。这是由计划经济制度的遗产演化而来的一个结果。只有转轨过程中强有力的私有化当局可以缓和这种趋势。但引入外部股东控制的尝试在对遏制这一趋势方面看来作用甚微。这种尝试受到计划经济遗产的事先约束，在很多场合还受到事后约束，这种约束来自私有化当局在内部人利益集团面前的软弱（见本书中文版罗兰德所写的一章）。

对于现在开始试验各种公司治理结构的中国来说，这一教训可能是颇具启发性的。在中国，虽然党在任免国有企业管理人员方面保留着牢固的控制权，但至在这种情况下，逐步的内部人控制的趋势也已渐为人知。钱颖一写的一章详细阐述了这一点。一种常见的加强内部人控制的方法是，国有企业管理者创设附属单位，尔后将资产租给或者卖给这些附属单位，这也正是设立它们的目的。这样形成的非国有企业与比它们小一些的乡镇企业一起成为当今中国企业活力的主要源泉。这种内部人分割国有资产的行为常被视为非法，除非将这种分割置于恰当的透明的过程中，否则这种“私有化”过程将触发政治震荡。但是，机械地运用新古典学说，例如由投资基金进行的股权认购证私有化，看来不是一个可供选择的出路。下面我们阐明其中的道理。

#### 投资基金方案对转轨而言作用有限

许多经济学家曾认为，持有私有化企业的大批股份的投资基金（IF）的创立，可以起到对内部人控制进行有效的外部制约的作用。他们希望投资基金关心资本收益，以提高效率为目的的重组会使资本收益成为可能，与此同时，也希望投资基金有能力对管理层施加足够的压力或控制以推行这种重组（关于俄国的投资基金的详细描述以及它与捷克的投资基金的比较，见本书英文版中Akamatsu的一章）。

然而，一般的情况似乎是，投资基金实行外部监督的有效性非常有限。首先，面对大量的内部人持股，甚至投资基金持有的大块股份可能都不足以实施对私有化的国有企业的有效控制（如在俄国的情形）。为了对投资基金在公司治理中的活跃角色提供支持，Shleifer-Vishny的一项著名命题常常被引用，这一命题指出了大块股份的持有者（block holder）的重要性。然而，这一命题所宣称的是，为克服小的被动的股东在运用兼并来约束无效率的管理层这方面的搭便车企图，大块股份的持有者的存在是“必要的”。与Shleifer-Vishny模型的前提不同，俄国情形的特征是存在着一大批内部股东。在可能的对内部人的罢免（或大批裁员）应当提上议事日程这样的关键时刻，持有少数股份的投资基金如何能够克服这种权力的不平衡呢？

其次，投资基金是作为私有化的中介机构而设立的，主要资金来自股权认购证，这

些股权认购证或者由一些投资者提供担保，或者被他们所购买。所以，投资基金有压力为投资者实现合理的股息。但是，如果股票市场有所发展，投资基金可能就不再对监督和重组个别企业感兴趣，这正好与许多经济学家对投资基金的期望背道而驰。若投资于市场指数，如同发达的证券导向的经济中的情形一样，则投资基金就可以至少取得与市场一样好的表现（Phelps 等人也强调了这种可能性，1993）。有人因此提出，投资基金的证券组合的选择范围应受到限制。但这与投资基金使期望利润最大化的职能又是矛盾的，而且会把投资基金转化为事实上的持股公司，下一个问题引出了关于投资基金作为持股公司起作用的能力问题。

第三，私有化的国有企业可能急切地需要注入资金以便重组，但投资基金作为股份再分配的中介机构，可能无力立即动员金融资源来满足这种需要。即便投资基金有能力动员新的金融资源，内部人的多数控制可能也意味着增股筹资（equity financing）中高得惊人的代理成本。管理层和工人可能感兴趣于将潜在的剩余在被作为股息分配之前就利用工作之便将之蚕食掉。投资基金也许能为银行贷款作中介，因为投资基金通常由一个也控制一家银行的持股公司控制（如在俄国）或被一家银行所拥有（如在捷克共和国）。然而，在这种情况下，利益冲突问题就必须考虑了（见本书英文版 Akamatsu 的一章）。例如，投资基金的资产可能被大量地投入到一家衰落中的企业，而持股公司 / 银行可能愿意继续注入资金挽救这一企业，却把存款人置于风险之中。

这些讨论并不是想说投资基金在转轨过程中的治理结构中没有任何作用。相反，在抵消内部人控制的不良影响方面它可能是一个不可缺少的制度构件。要害之点在于，投资基金单独发挥作用可能不能有效地解决逐渐形成的内部人控制趋势所带来的转轨过程中公司治理结构设计的问题。试图完全依赖投资基金实际上可能延长转轨过程，因为这会鼓励内部人为减少外部干预而采取无效率的影响活动。管理层可能通过与工人合谋拒绝外来干预而破坏重组。而且，为其他机构如银行的发展所需要制定的公共政策也会滞后。转轨经济必须面对逐渐形成的内部人控制趋势，由于这一原因，抽象的新古典模型的应用或英美模式的直接移植看来价值有限。在下一节中，我根据“有选择干预”的观念提出了一种可供选择的对被内部人控制的企业实行外部控制的模型。在展示了理论模型之后，我们将讨论理论模型是否可引出任何解决转轨过程中内部人控制问题的公共政策思路。

### 第三节 银行辛迪加和相机治理

内部人控制的企业即使有潜在的生产率，也可能有其独特的刺激问题。管理层可能力图举债，其目的可能只是营造自己的独立王国（在管理层控制的场合），也可能耗费资本于非生产性项目以提高工人的福利，或者兴建机器设备比例过高的工厂以便提高人均产出，对那些冒风险的创业性的项目则退避三舍（逆向选择问题）。在有团队生产的场合，工人们可能会尽量少付出努力，搭别人的便车（道德风险问题）。内部人员可能有动力尽

可能多地蚕食企业的收益。他们可以利用工作之便达到这一目标，也可以是在向债权人还款和向股东付息之前，也为自己提供超出竞争性标准的报酬。

为了应付由这种刺激问题所导致的可能的无效率现象，需要有某些外部当事人在监控内部人员方面扮演积极的角色。为便于讨论，我们不妨在概念上以投资的时间选定为参考划分监控的三个阶段：事前监控，即对可能的新项目和新客户进行评价，以对付逆向选择问题；事中（进行中）监控，发现道德风险问题，这些问题产生于外部投资者和内部人之间利益的差异以及内部人相互之间的搭便车行为；事后监控，核实企业的真实财务状况，保障债务偿还和股息支付并对未能做到这一条的管理层进行惩罚。

这一节中我们要提出一个纯理论模型，在其中，一家银行可以通过三个阶段为一体的监控来解决内部控制问题，而其他投资者则可以分散风险。这个模型是在对贝博库克（Bebchuck 1988）及阿洪 - 哈特 - 穆尔（Aghion, Hart 和 Moore 1992）破产程序进行改动后引出的，他们的破产程序旨在在股权契约和债权契约作为控制手段所各自具有的优点之间求得一个平衡。下面要提出的模型的新意在于明确地考虑监控者这里是一家银行对内部人控制的企业实行全过程监控的动因问题，与此同时，又保留了他们的模型的基本特征。

我们假设，当一家有生存能力的内部人控制企业需要外部长期投资资金时，一家与之有长期关系的银行与其他银行组织一个贷款辛迪加。牵头的银行（LB）可以在自己的账户上拥有这家企业一定比率（比如 5 % 以下）的少数股份。假定牵头银行执行商业银行职能，经营这家企业的主要支付帐户和存款帐户，这两点使这家银行具有信息优势来做牵头银行。问题在于，这种优势怎样被运用于减少外部筹资的代理成本以及监控成本，而不是使牵头银行有机会以损害其他银行和投资者的利益为代价来谋取私利。

假设在辛迪加贷款中牵头银行的份额被限定为只能是少数，比如说 20%，而牵头银行必须担保其他成员银行的债权得到偿还（这一严格的要求后面将会放宽）。这就给牵头银行施加了重大的责任。不过，作为回报，牵头银行可向辛迪加收取管理费，同时从为借款企业经营结算和存款帐户而获取利益。与此同时，投资基金及其他类别的投资者可能在股市上积极活动，以他们自己的事中监控为依据进行交易，以此来对企业表现进行评价。

当借款企业无力履行偿债义务时，牵头银行有义务买下辛迪加成员银行不能收回的债权。然后，牵头银行将这些债权全部注销，将之转换为新的股权。牵头银行或者把新的股权拍卖给重组机构，或者在一个规定的时期（如三年）中持有这些股权。在后一种场合，牵头银行可以更换企业的管理人员、裁减工人、清算一些资产等，以重组企业。若内部人员拒绝合作，牵头银行可以以启动清算程序相威胁。在上述规定时期内的重组完成之后，牵头银行可将其在正常比率（如 5 %）之外持有的股份出卖，获取可能由重组而产生的资本增值。无论在何种情形下，重组后的企业都会被转化为外部控制的企业，内部控制者因无力还债也受到了惩罚，这表现为他们股份价值的丧失及可能丧失继续就



业的好处。若无望从重组中获得资本增值，则牵头银行可以决定对企业进行清算，在此情况下，不能偿还的债务将完全由牵头银行承担。

这一方案有如下一些优点：

第一，与阿洪 - 哈特 - 穆尔模型不同，破产后程序是由牵头银行管理而不是由法庭管理的，法庭可能缺乏管理破产企业的专门知识。牵头银行显然具有信息优势，掌握着对破产后管理有用的信息，同时又不能利用这些信息获利而牺牲其他债权人的利益，因为它曾担保其他成员银行的债权得到偿还。

在我们的方案中，牵头银行还有责任执行事前监控以对付借款企业的逆向选择问题，执行事中监控以控制其道德风险。牵头银行会积极地做这两件事情，因为这样可以避免清算时会发生的大量成本和 / 或因对其他银行债权提供担保而进行重组所引起的成本。

第二，一般说来，以银行的观点来看，在分散贷款风险和监控的动因二者之间存在着权衡替换的关系 ( trade-offs )。银行与借款企业保持距离可以有利于它分散风险，只要风险的分布独立于银行的行动。但风险的分散可能减弱银行对企业进行事前和事中监控的动力。另一方面，排他性的借贷关系不仅意味着银行把全部鸡蛋装在一个篮子里时，暴露于单一风险之下，而且会减弱银行事后监控的决心，因为一旦把款贷出去，甚至对银行来说，企业的维持也是事后满意的出路。

如上所述，在我们的方案中，银行的确有进行监控的动因，但是，牵头银行分散风险的机会怎么样呢？这一方案是不是等于让牵头银行承担了全部风险成本，如同在排他的关系性贷款中的情形？换句话说，牵头银行不是被暴露于与关系银行面临的相同程度的单一风险之下了吗？既然如此，为什么要兴师动众搞辛迪加呢？

假设有足够数量的合格银行它们具有所要求的监控能力存在，使它们相互间可以展开竞争 ( 这个数量粗略说不是太大也不是太小 )，假设其中的每一家都拥有一组作为客户的企业，这些企业组相互间不交叉，每一家银行是自己那一组企业的牵头银行，而对别的银行的企业组则是辛迪加的普通成员银行，别的银行出任牵头银行。换句话说，银行之间有一种“在监控方面的互惠委托”( Sheard, 1994 )。其他的小银行可以作为普通成员参加任何辛迪加。牵头银行负责的监控避免了监控成本的重复，尤其对那些小银行是如此。

现在让我们这样修改一下前述的方案。即一组合格的银行相互达成协议，当牵头银行从清算资产或重组前拍卖中所获收益低于一定水平时，减免一定比例的该牵头银行担保偿还的债务。这种互惠的安排可以在一定程度上在合格银行之间分散承担风险的成本，同时牵头银行监控的动力也有所减弱。修改后的辛迪加安排是一种在分散风险和提供动因这两个相互冲突的要求之间寻找平衡的装置。

这一方案的第三个优点是，借款企业表现不好这种风险的分布并不独立于内部人和银行的行动。牵头银行更为密切的事前和事中监控可以减少这种风险。组织辛迪加这一要求使合格银行不致陷入与借款企业一对一的关系之中，这可以减弱银行屈服于其客户

企业利益的危险，使得它们在事前监控中的判断更具独立性。

第四，在初始投资已投入且不可挽回之后，若坏账可以被注销，则继续一个错误的项目可以成为事后有利可图的。在这种情况下，若银行与企业的关系是一对一的关系银行，则它们会发现再谈判是有利的。企业的内部控制者会有强烈的动机为企业存活下去进行谈判，以便在劳动市场不完全竞争的情况下避免损失连续就业的价值。银行可以被自己的利益引导而接受内部控制者的让步，同时不触动内部人控制本身。这种前景会减弱内部控制者的事前和事中动力。在我们的方案中，当内部人控制的企业偿债困难时，债权股权的互换会自动地触发控制权的转移。内部人控制得以保持的唯一条件是企业的财务生存能力。这一方案意味着的公司治理结构由此也可称为是相机的（contingent）。

牵头银行或在重组拍卖中买进股份的改组者（投资基金或另一家企业）有动力为资本增值而重组企业。与债权人抢救行动不同，重组机构可以保证重组成本的未来回报，而又不必担心被抢救企业的解脱（emancipation）。这样，不成熟的清盘（I类错误）可以避免，而对内部人控制不佳表现的处罚威胁也成为可信的威胁。这是阿洪 - 哈特 - 穆尔破产程序的一个基本特征。

这个方案的第五个主要优点是，上述相机治理结构可以对内部控制者产生积极的刺激效应。相机治理意味着，只要内部人控制的企业在财务上是健康的，有能力偿还其债务，则内部控制者就仍是剩余索取者。但是，如果不论企业的财务状况如何，他们都是剩余索取者，则他们之间的搭便车的道德风险就会成为问题，或者纯粹的运气不好会使他们在清算中损失大量（以金融和人力资本来计算）的资产价值。牵头银行的介入可以防止这些可能性，因为牵头银行可以对失败的但仍有生命力的企业进行重组，而当破产后的企业状况不可救药时再施行严惩。

如果相机治理设计得有效率，内部控制者会有动力积累内部的金融资源，以便独立于可能的外来干预。企业相对地不依赖于外部贷款反过来又会强化内部控制者付出较大努力的动因，因为较大努力带来的成果将会属于他们这些剩余索取者。这样，一旦相机治理投入运行，内部人控制和企业增长的良性循环就可以推进到一个特定的临界点（Aoki分析了这种动态的良性循环的可能性以及相机治理符合效率原则的性质，1994）。

#### 第四节 博采众长的方案大概是转轨的最好方法

我们已经阐明，一种可以应付由内部人控制引起的独特刺激问题的治理结构在理论上是可能的。但我们的假定是，内部人控制的企业是有生命力的，并且存在一个由若干家有能力作为牵头银行承担重大责任的银行所构成的银行部门。这两个条件在转轨过程中都难以成立。私有化后的企业可能需要重组，为此又需外部融资。但是，内部人控制引起的刺激问题可能已广泛存在，任何银行都认为承担牵头银行的重大责任过于冒险了。首先，没有一家银行会既有金融资源来承担责任又有能力实行监控。

上一节中的理论推演的意义在于表明，在后转轨制度中一种可以替代新古典股东主权模型的公司治理结构是可以设想的。相机治理结构可以不只是对内部人控制问题的被

动反应，它可以有积极的存在理由。它可以为团队取向的生产组织的发展提供方便条件，这种生产组织的特征包括双边跨职能的协调、对多项任务的责任、相互帮助等等，在这种组织中，工人的技能和共有的知识对这种组织具有专有性。根据最近的比较制度分析的成果，我们无法根据工作任务的专业化在团队取向的工作组织和传统的层级工作组织之间排出名次。在那些由于任务的互补性而使任务间的协调相对较重要的产业中，前者可能表现更佳。在那些公司稀缺资产在各任务间灵活地再配置具有重要意义的产业中，后一种组织可能会有更好的表现（Aoki 1994b）。

应当发展什么样的金融机构取决于流行的工作组织。如果工人的技能和共有的知识具有组织专用性，无法单个地进入市场交易，则股票价值最大化可能与内部的效率和配置效率相冲突。这是因为，价值最大化准绳的前提假定是，除固定要素外所有生产要素都是在市场上定价的。如果内部控制者构成了团队生产的一个不可变动的要素，则企业应在内部人利益和外部人利益之间进行平衡。不过，二者之间博弈可能不再是零和的了，可能存在合作的收益（Aoki 1984）。内部控制者共享公司治理中的控制权（如在西德）或外来者通过相机治理进行的有选择的干预（如在日本）都可以为向合作解法趋近提供条件。这样，银行导向的金融系统可以与团队导向的组织互补，而市场导向的金融系统则象新古典学说指明的那样与层级组织互补。

转轨经济会向哪个方向转？一种情况是，国有企业工作组织中的层级方面改革自身，使得工作任务的分配更多地以个人技能为基础。对这一方面，与之互补的资本市场机构的发展将是必要的，因为在对个人化的技能支付竞争性报酬之后的剩余可以最好地反映这种组织的效率。另一种情况是，国有企业工作组织中合作（the collegial）的方面发展成为有效率的团队导向的工作组织，对这一方面，银行业机构的发展可以成为补充。其他的情况也是可能的。转轨经济可以利用后来者的优势，将两类组织结合起来发展杂交品种。如果转轨经济不能发展出恰当的治理结构和金融机构，就可能限于长期停滞之中不能自拔。看来没有人能有把握地预言哪种情况最有可能发生。

如果是这样，我们认为博采众长的方法是转轨过程的一种选择。就是说，不是仅仅通过发展资本市场或银行机构来追求对企业进行外部控制的可能性，更好的选择是促进二者在转轨过程中同步发展。只有让组织通过竞争同时发展才能决定哪种类型的体制会出现在后转轨制度中。

## **第五节 关于银行业机构应在转轨过程中得到发展的其他理由**

在以上提出的辛迪加模型中，事前、事中和事后对企业的监控是一体的，由一个牵头银行全权负责。与此相反，在高度发达的证券导向的金融体制如英美体制中，这三个监控阶段被各种中介组织、信息处理机构、具有不同专门知识的公司和法律机构所分担。比如，执行事前监控的机构，对大企业是投资银行，对创业启动是冒险资本家，对小企业是商业银行；事中监控是由评估企业、商业银行、各种基金、市场套利者执行的；执

行事后监控的是会计行，破产法庭、重组专家、兼并袭击者和杠杆收购合伙人等。一般说来，从金融市场不存在状态演化而来的转轨经济，在初期缺乏这种多样化的监控资源的积累，把三阶段的监控作为一个整体委托给一家银行，可以成为节约使用稀缺的监控资源的一种方法。

进一步说，还有一条正面的理由说明，为什么三个监控阶段作为一体而不是分散开会在转轨过程中产生较好的后果。在转轨过程中，对公司化的国有企业如果不是创新性的新企业启动的话的事前监控不大可能要求有高度娴熟的项目分析技术。公司化的国有企业，不管是否私有化，其面临的迫切问题不是在技术和商业前沿上启动新项目，而是重组自己。如果是这样，则相关的事前监控将更多地是关于公司化的国有企业在组织方面吸纳、适应、改善现存的组织的、工程的和商业化过程的技巧的能力。为此，与借款企业保持长期联系的银行可能有其信息优势，因为它可以把在事中监控中获得的信息用于评估有关的组织能力。

事前和事中监控也可以和事后监控有互补关系。即使企业的财务状况已严重恶化，在会计方法不很富于信息量，披露制度要求不严时，投资基金也可能不大善于发现问题，即使投资基金有能力在早期阶段就发现问题，内部控制者也会进行抵抗以保持控制权。相反，银行将会是顾客企业结算的中介，会提供短期贷款，会为筹集日常用的资本而对贸易账单实行贴现。这些操作赋予银行以相当于部分查账的能力。在无力偿债发生，债务契约触发控制权的自动转移时，银行可以利用在事中监控中积累的这些知识，来判定企业是否有生存可能及清算是否更好。在讨论三阶段一体化的这些优点时，我们假定一家银行做出事前可信承诺，负责执行事中和事后监控。这种承诺在高度发达的市场导向的体系中是不可信的，因为债权可以容易地进入市场交易。如果初始投资者们有条件在早期阶段发现借款人可能发生的问题，则他们可以在市场上抛售债权，以免事后去承担破产和抢救的成本。

但是，如我们已经注意到的，发展健全的银行部门的必要性不应当被以为是要排斥金融市场自发地发挥作用。相反，竞争性的和富有信息量的金融市场可以补充银行的监控。银行也可以不去组织辛迪加，而是为客户企业发行债券提供担保或包销其债券。企业证券在市场上的价格形成可以与银行的事中监控相竞争，校正后者的错误及可能的道德风险。如果投资基金在后转轨制度中发展了重组方面的专业知识，则当牵头银行在实行债权股权互换行动后进行股权拍卖时投资基金就可投标购买。不过，要点在于，当内部人控制的规模很大时，由相当数量的合格银行构成的健全的银行部门的作用，是金融场所不能完全替代的。

## **第六节 转轨过程中银行业需要改革**

尽管在转轨过程中发展健全银行部门的理由看上去是十分有力的，但转轨经济中银行业机构的现状看来离有能力完成前面提出的任务还相去甚远。能不能指望银行业机构

发展出完成这些任务的能力和动因？在转轨过程中应对银行采取什么样的监管来鼓励这种发展？

在转轨经济中，现存银行的多数是前国有银行的后继者或从中分离出来的，或者是公司化的国有企业新设立的代理银行。在中欧，大型商业银行是近几年由前国家单一银行分散为一家中央银行和几家商业银行的过程中被创立的。贷款组合是按地区（波兰）或按行业（捷克、匈牙利）分配到商业银行的。大部分存款仍起始于专业的储蓄机构，以中央银行再融资的形式流入商业银行。由前国家银行分离出来的银行现在或者仍由国家拥有并且其私有化正在准备之中（波兰、匈牙利），或者其多数所有权已被私有化（捷克）。私营商业银行近来已有创立，但前国家银行以资产而言仍居支配地位。俄国现在大约有 1 7 0 0 家独立的商业银行（对当前俄国银行业机构的详细介绍，见本书英文版 Bel yanova 和 Rozi nsky 写的一章），其中约 7 0 0 家包括多数较大的银行，是由前苏联专业银行分离出来的，而且大部分为前国有企业所拥有。对这些银行而言，股东就是借款人。

中央计划经济中的国家银行并不是自主的金融机构，而是中央计划控制国有企业的工具。众所周知，中央计划经济失败的最重要的原因之一是对国有企业的软预算约束，这种软预算约束则是由于国家银行不能保证不再为事后无效率的项目筹资。为既存的国有企业筹资之所以成为一种自动的行动，是因为政治上保证就业的必要性（隐性的内部人控制问题），管理人员谈判地位的加强，可能还因为一旦初始投资不可挽回，继续注资在经济上也是有道理的。因为无力偿债的准绳在计划经济制度下是不存在的，所以很难把软信贷与完全的给予区别开来。

对由前国家银行分离出来的银行来说，一个可能的问题是软信贷靠惯性而继续存在。事实上，1992 年俄国所延长的全部商业银行贷款的一半是由中央银行或预算出资，以这些商业银行为渠道下发的定向信贷（World Bank, 1993, p. 2）。

新创立的代理银行也可能有它们自己的问题。1990 年以来，已有 1000 家以上的代理银行在俄国被凭空创立起来。它们多是由企业或企业集团创立来为它们管理现金流量、经营结算业务的。这些银行也发放贷款，其资金则多数来自企业存款、银行间拆借市场以及处于募捐过程中的基金。如发展中国家经济中大多数关系银行的问题一样，这类银行的一个可能的问题是，它们屈服于创办它们的企业的利益，不能作为独立监控者。它们的信贷太多地暴露于单一风险之下。

银行要有一个健全的运作基础，其资产的多样化必须达到足够程度。但是，当银行的资金基础薄弱，如大多数代理银行的情形时，它很难在满足创办它的企业的资金要求之后还能使放款分散化。对这种情况的一个可能的反应是形成贷款辛迪加。但是，单是这些银行的数量之大和它们的规模之小看来就会阻碍辛迪加的发展，因为以下一些问题是不会很容易地解决的。这些问题是，哪个银行应承担组织辛迪加（事前监控）和事中监控的责任？怎样确定债权的优先次序？

尽管有以上种种问题，但转轨经济中的银行看来还是在作为一个有生命力的部门逐渐演变。彼得·迪塔斯（Peter Dittus, 1994, p. 34）注意到最近的中欧各国经济中存贷利差在扩大，对企业的净贷款在下降。仔细考察之后，他得出一个初步结论，贷款的下降不是由于政府赤字引起的信用紧缩，这种情况可以看成是对企业的预算约束的硬化，他谨慎地指出：“显然，银行运作环境和行为的变化比人们通常所知看来要大许多，但同样明显的是，有待克服的困难也是相当大的。”有文献也指出，从国家银行分离出来的银行中的佼佼者与新创立的银行之间的差别正开始模糊，尽管有困难，但它们中的一些看来正作为有生命力的组织在不断演化。

为使较好的银行演化为对内部人控制的积极的监控者，有哪些困难要克服？我们可以指出几个有待回答的基本问题。

首先是风险分散和监控之间的两难问题。为消除软信贷以及与关系贷款相连的过度暴露于单一风险的问题，银行就应将其贷款分散化。如已指出的，一个办法是组织辛迪加。但是，贷款辛迪加的形成同时会弱化银行进行监控的动因。怎样解决这一两难问题？

第二个问题与破产的社会成本相关。如在前面暗示过的，以银行作为中心的监控机制的一个可能的优势是，无力偿债可以触发控制权从内部控制者向放款银行的自动转移，即使后者不拥有大块股份或根本不持股，也是如此。但是，在转轨经济现有情况下，机械地应用破产程序会是非生产性的。

新近公司化的国有企业看来需要外部筹资，有时是补贴，才能有生命力并开展必要的重组。若不延续银行和企业间的软信贷关系，如何实现这种筹资和补贴？

如已指出的，俄国现在有 1700 家银行。这个数字实在太太，它们的平均规模太小，无法引致风险分散，也无法委托一家银行单独进行负责任的监控。不过另一方面，千余家不具旧苏联银行特点的银行仅在几年间就平地而起，也可以被认为是逐步变革的潜在活力的标志。据说，这种新银行中有些家是由有能力的年轻人组织和经营的。这种情况可能表明，一旦有严谨的、竞争性的管理框架及稳定的宏观政策环境，有些现存的银行会得到机会发展为对外部监控开放的银行。

为使银行从排他性的、碎块式分割的关系银行业务中解脱出来，有必要大幅度提高银行的最低资本限额。这样的管制措施会为银行间的合并和兼并提供原动力。进一步，银行对单个企业的贷款应有所限制，比如说占银行资本的  $1/4$ 。这一措施会使银行节制其关系贷款的规模。不过，我们的要点不是促成保持距离的银行业务。如果银行持有证券的多样化仅仅是为了加速形成保持距离的关系，则内部人控制企业的外部监控的真空仍然将存在。但是由于许多银行现在由企业或企业集团拥有，象英美式的保持距离的银行业务的发展方面也许不大可能存在。通过兼并和合并过程，原来密切的银行企业关系可以被淡化，但仍然保持一定程度的关系。企业有可能只在几家银行开设主要结算帐户。如果贷款分散化导致组织辛迪加，这些银行有可能成为牵头银行的候选者。

在中欧和东欧的转轨经济中，由于过去的恶性通货膨胀，企业坏账看来差不多都被冲

销了。但通货膨胀并没有解决银行再资本化的问题。一方面，企业看来是依赖于商业信用而不是银行信用。一家大企业在商业信用中的偿债问题会触发连锁反应。另一方面，银行似乎依赖于外汇投机，还依赖于以银行间拆借市场及募集过程中的基金为基础的放款，而没有获得牢固的存款基础。从国家银行分离出来的银行还依赖于中央银行的定向信贷作为放款源。应付这些问题的办法之一是发展银行间支付结算体系，这种体系应以企业持有的可在伙伴银行提取的贸易账单为基础。然后中央银行应将其对银行部门的注入限制在“中性”的对合格的贸易账单进行再贴现窗口指导的，而不是用指令向特定企业发放定向信贷。这种发展将不仅解决为货币发行提供正确基础的问题，而且会提高银行监控顾客企业的能力和积极性。另一方面，必要的国家补贴应通过与商业银行系统相分离的预算过程来进行。只有通过中央银行这种中立立场和商业银行系统与随情况而定的补贴的分离，银行的软信贷才能减少。

注释:

1 叶利钦总统 1993 年 12 月 24 日签署的法令（第 2284 号）采取了一些措施来遏制强劲的内部人控制趋势。工人为选择了对他们有利的方案而必须付款的要求更严格了（例如，低价购买股份的第一期付款额被提高了）；职工股东的代表人数在董事会中不能超过 1 / 3。管理人员和工人在董事会中不能作为国家利益的代表。不过，这些规定可能也表明，内部人控制的现象曾不受阻拦地广为蔓延。

2. 许多作者不赞成在转轨中机械地应用破产程序，他们指出的因素包括：由于没有健全的结算系统，许多有生命力的企业可以仅仅由于连锁反应而被迫破产。不存在资产注册，土地的私有权也没有恰当的法律限定。破产程序还可引起维持一个经济法庭系统的成本。接收者的专业知识和管理能力的缺乏及关于债权优先次序的清楚规则的不存在都会引起进一步的社会成本。

参考文献:

Aghion, Philippe, Oliver Hart, and John Moore. 1992. "The Economics of Bankruptcy Reform." *Journal of Law, Economics and Organization* 8: 523-46.

Aoki, Masahiko. 1984. *The Co-Operative Game Theory of the Firm*. Oxford, U.K.: Clarendon.

Aoki, Masahiko. 1994a. "Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity." *International Economic Review* 35: 657-76

Aoki, Masahiko. 1994b. "An Evolutionary Parable of the Gains from International Organizational Diversity." Mimeo.

Bebchuk, L. 1988. "A New Approach to Corporate Reorganizations." *Harvard Law Review* 101:775-804.

Berg, Andrew. 1994. "The Logistics of Privatization in Poland." In Olivier JeanBlanchard, Kenneth A. Froot, and Jeffrey D. Sachs, eds., *The Transition in Eastern Europe*. Chicago, Illinois: The University of Chicago Press.

Dittus, Peter. 1994. "Corporate Governance in Central Europe: The Role of Banks." *Bank of International Settlements*. Mimeo

Frydman, Roman, Andrzej Rapaczynski, and John S. Earle. 1993. *The Privatization Process in Europe*. Prague: Central European University Press.

Phelps, E. S., Roman Frydman, A. Rapaczynski, and Al Scheifer. 1993. "Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe." *European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper #1*.

Sheard, Paul. 1994. "Reciprocal Delegated Monitoring in the Japanese Main Bank System." *Journal of the Japanese and International Economies* 8:1-21.

World Bank. 1993. *Russia: The Banking System in the Transition*. Agriculture, Industry and Finance Division, Country Department, Report No. 118, Washington, D.C.