

论公司治理中的代理问题与融资方式的关系:基于国际视角的分析

刘天鸣

摘要: 委托代理问题是公司治理结构中的一个重要问题,其解决方式有内部和外部两条途径。由于普遍存在着内部人控制现象,以公司董事会为特征的内部途径往往达不到应有的效果,这样,与企业外部融资方式紧密相关的外部途径就成了解决代理问题的最有效手段。根据国别的不同,企业的外部融资方式又可分为偏重于市场的直接融资型与偏重于银行的间接融资型,两种融资方式最终导致了旨在约束企业经理层的“市场制约型”与“银行制约型”两种监控体制的产生。本文着重分析了这两种监控体制的特征、手段、以及各自的利弊。

关键词: 代理问题;直接融资;间接融资;监控体制;市场;银行

中图分类号: F 276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2002)01-0007-10

自从1932年伯勒(Berle)和米恩斯(Means)揭示了现代公司制企业中存在着所有权与控制权相分离这一规律后,股东与经营者之间的委托代理问题就成为公司治理理论所论述的一个重要方面,如何克服经营者(代理人)可能做出的违背出资者(委托人)利益的行为?应怎样对代理人进行有效的监督?这些已经成为人们广泛探讨的问题。笔者拟通过国际比较,具体探讨企业融资方式对委托代理问题解决的不同影响。

一、委托代理问题及其解决途径

代理理论认为,如果代理人能够完全为委托人利益行事,则这种代理关系就不会产生额

然,在实际的购并引资过程中,我国也应该根据自身经济发展的客观情况,研究和制定一个比较合理有效的跨国购并政策和相关法规。

(3)积极创造条件,抓住国际购并浪潮引发的发达国家产业结构调整时期,拓展新的投资方式,推动国有企业与跨国公司的合作,促进外资参与国有企业的改组改造,以实现共同发展。

(作者单位:上海对外贸易学院)

外的成本,委托人与代理人的关系也不会成为一个问题。但事实上,代理人的目标函数并不总是和委托人相一致的,他们之间存在着利益不对称和信息不对称。因为代理人也是一个具有独立人格的追求自身利益最大化的经济人。例如公司的股东作为委托人追求的是公司利润的最大化,而公司经理作为代理人,追求的则是个人收入最大化,以及社会地位的提高、权力的扩大、舒适的工作条件等非货币利益。当代理人利用委托人的授权为增加自身利益而侵占或损害委托人的利益时,就出现了代理问题。同时,委托人和代理人之间还存在着严重的信息不对称。这种信息不对称来源于委托人对代理人的行为(努力的程度和机会主义行为)及条件禀赋(能力、风险大小及对风险的态度等)观察的不可能性。代理人相对于委托人来说掌握着更多的信息,这种私有信息使他们很容易去损害委托人的利益。

委托人为了防止代理人损害自己的利益,就需要通过严密的契约关系和对代理人活动的严密监督,以及其他可制约代理人行为的各种市场机制来限制代理人的行为。但这样做就必然会付出成本,这种成本称为代理成本。它分为3个部分,即监督成本,是委托人为限制和监督代理人行为所付出的费用;约束成本,是由代理人的行为受到限制或约束而不能及时作出正确的决策所造成的损失;净损失,是在委托人监督不了,而代理人又不能自律的情况下造成的损失。可见,当这种因委托人限制或严密监督代理人行为所引起的代理成本过高时,也会使委托人本身的利益受到损害,这样,就需要建立一套既能有效地约束代理人行为,又能激励代理人按委托人的目标和为委托人的利益而努力工作,从而降低代理成本的机制或制度安排。这种制度安排通常包括两个方面:

1. 内部途径 对代理人进行监控、激励直至最后实施惩罚的内部途径,一般是通过公司董事会来达到的,因为按照大部分国家的公司法,董事会是由股东按拥有股票的多少投票而选举出来的,应能最大限度地代表公司股东利益。而经理等公司高级经营人员都是由董事会任命并直接向董事会负责,公司的重大决策都是由董事会作出并由经理们执行的。上述思想在英美法系的国家中体现得更为清楚。譬如在英国或美国,企业的经理人员实际上承担着股东利益至上的法律责任。美国早期历史上的“福特汽车公司判例”就是一个典型的经理人员服从股东利益的例子。而在大陆法系国家,“股东利益至上原则”则相对含混,公司经理层相对而言要更多地考虑雇员的利益。如德国公司治理结构中具有鲜明特色的“共决制”,就是兼顾股东利益和雇员利益的产物。然而在事实上,不管是属于英美法系的英、美等国,还是属于大陆法系的德、日等国,公司董事会都在很大程度上受制于公司高级经理人员,出现所谓的“内部人控制”现象,这是由董事会人员组成及董事会成员的产生程序所决定的。

在英美国家,公司董事会中的外部董事比例较大,这在本意上是希望保持董事会的独立性,但在实际上,除非公司面临被兼并收购这样的非常时期,外部董事通常均由在职经理任命,其津贴水平也由经理决定,在这种情况下,外部董事就很难保持其应有的独立性。相反,为了感谢提携他们的人,外部董事往往对经理人员俯首贴耳,成了名副其实的摆设。据有关专家的一份调查,董事会中独立董事(即外部董事)人数比例的多少,与董事会应有监督职能的体现水平之间不存在明显的内在联系。再看内部董事的来源,主要由企业的高级经理人员组成,而首席执行官(CEO)则通常兼任董事会主席。由英美董事会的人员构成及产生程序,就不难想象企业内部人对董事会所具有的强大影响力。

再看日本的情况,日本董事会的人数要远远超过其他发达国家,但其中外部独立董事的比例却要比其他国家小得多,这就大大限制了外部董事在董事会中的影响力。日本企业董事会

的绝大部分成员来自于企业内部,而这中间又可分为两类,一类是由企业底层一步步爬上来的企业高级管理人员,经过 CEO 的挑选,相当部分成了董事会中的内部董事;另一类被称为“外部雇员”的内部董事实际上来自于企业外部(如关联公司、主办银行、有关政府部门等),这些人起初在各自单位任职,并升任较高职位,但在其职业生涯的中、晚期,常常作为董事级管理人员进入相关大公司。这些董事尽管也来自于外部,但一方面他们与新任职公司的 CEO 本来关系就不错(不然也不至于进入该公司董事会),另一方面一俟他们的关系转入新公司而成为外部雇员,其立足点与真正的外部董事(如独立审计师)就完全不同,所以实际上,这些以“外部雇员”身份进入公司董事会的董事也只能像所有内部董事一样与 CEO 保持一致。因此在分类上,这些人就当然地被归类于内部董事。鉴于日本企业的董事会中内部董事占有绝对优势,所以在公司的日常事务中,董事会就宛如高级经理的下属领导班子。

德国的董事会结构与英、美、日有很大的不同。根据德国有关法律,雇员在 500 人以上的企业就必须实行“双董事会制度”,第一层次一般称为监事会,人数通常在 20 人左右,股东代表和雇员代表各占一半;第二层次则称为管理理事会,简称理事会,人数约为监事会的一半,主要由企业在任高级管理人员组成。德国的监事会类似于英、美的董事会,是企业的主要决策机构,并有监督理事会的日常经营及任免理事会成员等广泛权限;而德国理事会的地位则相当于英、美公司中的经理班子或高级管理部门,是执行机构,负责日常事务的运作。根据规定,监事会和理事会的成员不能相互兼任。相对英美而言,德国的双层董事会模式对股东利益的保障程度要更为逊色。首先,尽管在任高级企业管理人员不能进入监事会,但卸任高管人员通常被选入监事会,以克服监事会与理事会之间的信息不对称(熟悉业务的前高管据认为具有洞察来自理事会信息真实性的能力)。但由此引起的弊端是,这些卸任高管与现任高管之间往往有着千丝万缕的联系,现任高管所奉行的政策也往往是卸任高管所制定的,在这种情况下,监控的有效性便会大打折扣。其次,监事会中的一半人选来自于雇员代表,从委托代理关系的角度来看,雇员当然应归属于内部人,他们在企业经营管理的目标上,只会更接近于经理人员而不会是股东的利益。因此,雇员代表进入监事会固然可能有利于他们参与企业的决策和在某些方面对经理人员的监控,但这和股东的利益是风马牛不相及的事。如果一旦与经理层相勾结(同属内部人),反而可能对股东利益造成更大的损害。

综上所述,尽管发达国家的现代企业制度已相对成熟,公司治理结构也相对完善,但要把解决委托代理关系这一重任全部寄托于企业董事会身上则多半会落空,因为仅以某些国家为例,我们就不难发现,几乎每个国家的董事会都存在着内部人控制问题。因此,除了内部途径之外,我们还必须依靠外部途径,这样才能更有效地解决委托代理问题。

2. 外部途径 以外部途径解决委托代理问题实质上是与不同的外部融资方式密切相关的。企业的资金来源除了部分地来自于内部留存利润之外,相当一部分则要依靠外部资金来源。外部资金的筹集渠道无非两条:一是通过市场发行证券筹集,即直接融资;二是通过银行贷款筹集,即间接融资。这两种筹资方式均属于外部融资方式,但它们对公司治理结构的影响,或者具体地说,在委托代理问题的具体解决途径方面又存在着很大的不同。在直接融资方式下,投资主体(股东及债权人)主要是依靠公开的资本及货币市场来达到对企业的监控、惩罚、甚至于淘汰的目的,银行仅作为贷款(特别是短期贷款)的提供者,对企业行使有限的监督作用;而在间接融资方式下,市场所起的作用较小,投资主体主要依靠银行来达到对企业实行监控的目的。诚然,如以单个企业为例,其融资方式似乎总是上述两者的结

合,但是如果进一步加以分析我们就会发现,每个国家的企业在外部融资方式的选择上存在着明显的区别,见表1。从表1我们可以发现,以英、美为代表的英美法系国家(包括澳大利亚、加拿大、新西兰等国)以直接融资为主,而以德国和法国为代表的大陆法系国家(包括奥地利、意大利、西班牙、日本等国)则以间接融资为主。

表1 OECD国家银行贷款和证券市场融资情况(占GDP%,1964~1992)

国别	银行贷款	证券融资	国别	银行贷款	证券融资	国别	银行贷款	证券融资
澳大利亚	34.96	51.91	希腊	25.85	9.76	挪威	44.85	16.03
奥地利	60.85	8.07	冰岛	35.87	-	葡萄牙	60.53	8.45
比利时	25.07	27.96	爱尔兰	28.92	24.64	西班牙	65.15	27.97
加拿大	39.95	43.81	意大利	40.35	9.77	瑞典	44.73	26.54
丹麦	48.52	15.23	日本	93.54	53.11	瑞士	122.94	116.67
芬兰	55.50	8.65	卢森堡	98.31	180.62	土耳其	16.54	7.98
法国	60.42	13.50	荷兰	55.34	51.97	英国	47.02	58.28
德国	75.77	24.45	新西兰	23.30	26.91	美国	64.69	82.53

资料来源:Black S. W. & M. Moersch (1999) "Financial Structure Investment, and Economic Growth in OECD Countries". Comparative Corporate Governance edited by Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch. Walter de Gruyter Publishing House.

因此,解决委托代理问题的外部途径实际上又可一分为二:一是通过强大的外部资本市场对企业进行监控,银行只能在此过程中发挥有限的作用,笔者称之为“市场制约型”的监控体制;二是通过强大的银行体系,以融资、持股、人事派遣、咨询顾问等全套金融及资金服务为纽带,对企业进行监控,市场发挥的作用相对较小,笔者称之为“银行制约型”的监控体制。

二、市场制约型的监控体制

1. 市场制约型监控体制的特征

(1) 发达的资本市场。资本市场主要包括股票市场与债券(主要是长期债券)市场,其规模的大小及功能的强弱,是市场制约型体制赖以存在的前提条件。表1显示,英美法系国家的资本市场(即表中的证券融资比重)与大陆法系国家相比,都相对较发达,反映在表中就是证券融资比重普遍超过银行贷款比重。在另一方面,发达的资本市场必然带来较为完善透明的信息披露制度,专业化的投资银行或证券公司,这又反过来进一步促进直接融资的发展。

(2) 实行分业经营的银行体制。银行是分业经营还是合业经营,要受到多种因素的影响。其中之一便是早期历史上对银行功能的定位。以英国为代表的英美法系国家,或多或少地都受到英国早期“真实票据论”、“商业贷款论”等银行理论影响,认为商业银行应以提供短期贷款为主。这样,专司长期融资的资本市场便作为商业银行的补充而迅速发展起来。由于资本市场及专业性的证券投资性金融中介机构的发展,越来越多的企业利用直接融资来筹集资金,这反过来进一步限制了商业银行贷款功能的发挥以及业务范围的扩大。这就像制度经济学中所说的“路径依赖”,最初的某种制度一旦建立,在以后的发展进程中就会出现自我加强的趋势,除非出现强制性的制度重建,这种自我加强的惯性一般不会停止。所以在现实中,发达的资本市场往往与分业经营的银行体制结合在一起。

2. 市场制约型监控体制的监控手段 根据旅美日本学者青木昌彦的划分,委托人对代理人的监控具体可分为事前、事中、及事后3个阶段:

在市场制约型监控体制下,监控过程的3个阶段均由不同的机构并在市场一系列不同的制度安排下完成。

事前监控职能是由作为大企业证券承销人的投资银行以及为新建企业服务的共同投资基金来履行的。专业性的信用评级公司在这一阶段也往往能发挥很大的作用,因为它们对公开筹资企业的信用评级会在很大程度上影响企业在资本市场上的筹资能力。此外,对于那些没有资格在公开市场上发行证券的中、小企业,传统商业银行较为拿手的对借款客户的信用调查与信用分析,也能履行一部分的事前监控职能;事中监控的职能通常由企业的董事会履行,因为董事会对经理层的日常行为应有最全面的了解。但正如前面所提到的,由于董事会的组成及产生程序的原因,董事会本身往往被经理人员所操纵。这样,在市场制约型体制下,借助于完善的信息披露制度,那些擅长于跟踪企业财务、经营信息的信用评级机构也当然地担当起事中监控的职能;法庭指导下的破产程序在任何金融体制中都构成一项重要的事后监控机制,但在英、美为代表的市场制约型监控体制中,独一无二的最具特色的事后监控机制是制度化的接管市场(即公司控制权的竞争市场),具体表现为3种方式:

(1) 表决权争夺。对企业经营状况愤愤不满的部分股东会联合起来,并千方百计地说服其他小股东与他们共同行动,以罢免现任的公司董事或修改公司大政方向。如果那些小股东也确实对企业现状不是很满意,就会当然地将自己的表决权让渡于先前的发起人。这样,在召开公司股东大会时,联合起来的股东就可能有足够的表决权,以达到自己的目的。在现代企业(特别是大公司)的股权越来越分散的情况下,表决权争夺的难度很大,所以,这种形式的公司控制权竞争一般很少出现。

(2) 善意并购。企业的中小股东一旦对企业的经营状况丧失了信心,但同时又无法通过“表决权争夺”来改变公司现状,那就只能选择把所持股票一抛了之的消极战略,结果就将导致该公司股价在二级市场上大幅缩水,这无疑给虎视眈眈的市场并购者带来了机会。占并购市场比重较大,且成功的概率也较高的是善意并购。

善意并购是指并购公司秘密地通过熟人向目标公司(被并购公司)先行进行友善的探询,如对方亦有意出售,则再进一步就并购价格及有关事项进行正式磋商。期间,往往由投资银行针对拟议中的并购进行分析论证,并出具公平意见书,最后双方管理层再向各自股东公开发布同意并购的声明。由于被并购方的管理层往往采取合作的态度,且还有专家级的公平意见书予以支持,所以标购价较为合理,小股东一般也不会有什么抵触情绪。并购的支付可以现金或换股方式完成。

(3) 敌意收购。当并购双方在价格、新公司的经营战略等重大问题上不能取得一致,有些并购公司还会一意孤行,进行极具火药味的敌意收购。所谓敌意收购,是指收购方在未获对方管理层同意的情况下,突然越过对方目标公司的管理层,直接出价在二级市场上进行标购,引诱目标公司的股东出让所持股份。在这种情况下,目标公司的管理层当然不会积极配合,他们或是自己分析,或是邀请投资银行进行协助论证,以表明收购方的标购价格严重低估,进而竭力呼吁股东尽量保持股份。如果能获得股东的配合,目标公司的管理层还能推出一系列反收购方案。因此,在敌意收购的情况下,收购方成功的概率较低,即使最终成功,收购成本也要较“善意并购”高得多。

3. 市场制约型监控体制的利弊

(1) 市场接管压力的威慑作用较强。由于强大的股东约束和市场约束,公司治理结构之间

的制衡关系较为平衡。企业经营透明度大,股东利益一般能得到较好的保护。市场对经理层的压力主要通过股价下跌、兼并收购、原有高管层下台这一机制而传递,威慑作用较强。

(2) 市场的优胜劣汰,优化资源配置的作用较易发挥。在发达的资本市场体制下,企业的价值体现——股票价格往往能被视为企业经营状况的指示器,一旦企业经营不善,其市场价值就会下跌,股价也会随之下跌。这样,收购者就能以较低的成本对其进行收购,并通过重组使其价值回归,收购者因此获得了巨额利润,而整个社会的生产效率亦同时得到提高。据美国经济学家詹斯估计,在1976~1990年的15年间,美国因兼并收购而回归的股票市场价值高达7 500亿美元。这说明,发达的资本市场确实具有企业价值发现及资源优化组合的功能。

(3) 有利于风险投资及新兴部门的发展。根据美国经济学家迈克尔·波特的分类,各国的资本市场大致可分为流动型和专注型两类。以英、美为代表的市场制约型监控体制下的资本市场当属“流动型”,而以日、德为代表的银行制约型监控体制下的资本市场则属于“专注型”。在流动型的资本市场中,投资者持股分散,股权易手频繁。由于企业利润及其发展前景是投资者选择投资对象时的主要评介标准,为大家普遍看好的新兴行业就较易吸引投资。此外,在相对分散的市场投资者(包括许多机构投资者)中,总有一部分人是所谓的“风险投资者”喜欢冒风险以获得高回报,加之资本市场的高流动性,进入、退出机制较完善,所以就使得风险投资在市场制约型体制下较为兴旺。

相反,市场制约型监控体制也存在着一些缺陷,主要表现在:

(1) 监控成本较高。在市场制约型体制下,对企业的事前、事中和事后监控由市场的不同机构所承担,即分别由投资银行、信用评级机构、商业银行、股票市场、会计行和破产法庭等机构来完成整套的监控过程。这种多元化的监控方式成本较高,而且各机构的监控职责有时会发生重叠,难免会发生“搭便车”现象,这反而可能降低监控效率。

(2) 对社会震荡较大。在市场制约型的监控体制下,一旦事前、事中监控失败,最后的摊牌往往是公司所有权的转移,而其中有相当部分是通过“敌意收购”完成的。据统计,1980年美国幸福周刊五百强的大公司中,有近10%的公司在后来的几年中被敌意收购。尽管从理论上说,敌意收购是一种有效的公司控制机制,但在实践上,因为交易成本的存在,这种机制在若干方面是低效的。企业的标购及反标购是极端对抗性的,从资源耗费和管理时间浪费角度看,成本是高昂的,不管最终的收购结果是成功还是失败,对整个社会的震荡都是巨大的。

(3) 投资行为的短期化,不利于公司的长期发展。一般而言,个人投资者的投资目的主要是为了获取股息、红利或者短期的资本利得。因而其投资行为着眼于短期;相反,真正的机构投资者(如银行、其他非金融企业战略投资者),则往往以企业的长远发展为目标,注重长期投资效益。而养老金、保险公司、共同基金等部门,虽然也常常以机构投资者面目出现进行股权投资,但由于它们只是股权的代理人而非真正的所有者,再加上法律对其持股数量的限制,使它们在董事会中没有任何代表,它们持股的目的也更倾向于股息与红利,对股票持有时间的长短也仅取决于该种股票价格的高低及股金分红率的大小。在以市场制约型为特征的制度下,恰巧是以个人投资者或代理个人理财的机构投资者为主。

三、银行制约型的监控体制

1. 银行制约型监控体制的特征

(1) 在国民经济中处于特殊地位的银行体制。无论是欧洲大陆的德国、法国还是亚洲的日本,其强有力的银行体制在各自的国民经济中都处于显赫的地位,是名副其实的经济发展的火车头。银行在这些国家的特殊地位具体表现在:

1) 企业的外部融资主要依靠银行。表 1 清楚地显示,以德、法、日为代表的大陆法系国家其银行贷款与证券融资相比处于绝对的优势地位,而以英、美为代表的另一批国家则正好相反。英美体系下银行与证券市场在企业长短期融资中的分工在德、日几乎不存在。在德、日,银行既提供短期流动贷款,也负责解决长期设备投资。

2) 实行全能银行制度。与英、美实行的专业银行制度不同,大陆法体系下的国家(日本除外)普遍实行全能银行制度,银行不但向企业提供贷款,还为企业发行证券,并提供理财,兼并收购等一揽子金融服务,同时扮演着英美国家的投资银行角色。

3) 银行通过持股实行对企业的控制。英、美两国银行对企业的持股比例微乎其微,而德国,特别是日本则对企业大量持股。通过对企业持股而维持一种比较密切的银企关系实际上是所有银行制约型国家的一贯做法。

4) 银企之间的紧密结合。由于上述 3 方面的原因,银行制约型体制下的企业对银行的依赖就特别大,银行也正好借此机会控制企业,从而形成了银企之间的紧密结合。日本尽管没有实行全能银行制,但一来由于其银行发展早期的产业金融(当时称为“机构银行”)特点,二来因为其近现代经济发展中特有的“银企系列集团”现象,所以日本银企关系的密切程度并不亚于欧洲大陆国家。

(2) 相对弱小的资本市场。与强有力的银行系统形成鲜明对比,银行制约型体制国家的资本市场普遍影响较小。无论在市场规模,股票市值,还是上市股票家数或占 GDP 比重,都要比市场制约型国家逊色得多(具体可见表 1)。

2. 主银行制——银行制约型监控体制的典型监控方式 在实行银行制约型体制的国家,都存在着一些共同的特征:资本市场相对弱小;银行在国民经济中起着特别重要的作用。但如果按照国别来考察,每一国仍具有各自的特点,其中最具代表性的要数德国和日本这两国的主银行制度。

(1) 德国的主银行体制。在德国,几乎每一家企业都与某家特定的银行保持一种比较长久的联系,平时的结算、代理、汇兑、证券承销等业务主要由该银行承担,贷款来源也主要由该行解决,对于股份制企业,该银行多半会持有企业的股票,甚至进入企业的监事会,在企业遇到财务困难时,也往往由该银行提供援助(或增加资金投入,或实行债转股)帮助企业走出困境。扮演这种角色的银行就被称为是企业的主银行,这一体制是德国银行制约型监控体制的具体体现。主银行主要是通过贷款、持股、行使代理投票权、提供证券承销及其他金融服务等途径来对下属企业进行监控的。

(2) 日本的主银行体制。与德国一样,日本也是国际上公认的存在着主银行体制的国家,根据对年销售额在 10 亿日元以上的约 11 万个公司的调查,几乎所有的公司都存在所谓的主银行关系。然而,与德国及欧洲大陆实行的全能银行制度不同,日本的商业银行实行的是分业经营;银行、证券业务相分离,长、短期融资相分离,就是在对企业的持股上,也受到反垄法 5% 的最高限制。那么,日本的银行是通过什么途径与企业形成紧密联系的? 换言之,判断银行与企业间是否存在主银行关系的标准是什么? 对于上述问题,我们可通过以下 5 个方面来加以分析:

1) 银行贷款。长期以来,银行贷款一直占日本企业外部融资的 70%,是主要国家中比例最高的,由此可见日本企业对银行的依赖程度。在所有贷款中,主银行提供的份额往往最大。但由于日本实行长、短期融资分离的制度,所以,作为主银行中坚力量的城市银行其最大贷款份额往往主要体现在短期融资上。因此,在短期贷款而不是全部贷款中的份额最大,才是主银行的特点。

2) 与债券发行相关的服务。作为主银行,往往在企业对外(包括国内、外)发行债券业务中起主要作用。首先是作为债券持有者的法定受托管理人为投资者进行担保品的评估与保管,如果发行公司倒闭,受托银行还要以面值购回已发行的债券;其次是作为客户企业新发行债券的最大购买者,持有巨额数量的客户企业债券(20 世纪 70 年代之前要占 50% 以上,以后逐渐下降);第三是作为企业向海外发行债券的担保人及主承销商。在 1993 年 4 月以后,城市银行还可作为承销商为企业在国内发行债券进行策划。

3) 银行持股。主银行持有其客户公司的相当一部分股权,通常达到或接近法律所允许的 5% 最高限制(1987 年之前为 10%)。主银行常常是公司最大 5 个股东之一,而且往往还是最大的银行股东。尽管其持股份额被限制在 5% 以内,但如有必要,主银行可动员集团内的信托银行、保险公司、贸易公司及其他企业按其旨意进行投票,所以主银行的潜在股权控制力是相当强的。

4) 提供支付与结算服务。日本企业倾向于将其支付与结算帐户集中在主银行那里,由主银行负责其每日的票据交换及现金收付工作。这一相对独占性的金融服务,使得主银行在信息利用上具有其他机构所无法比拟的优势,因为客户企业的所有财务信息都会在其每日的结算支付中具体体现出来。

5) 提供信息服务和管理资源。主银行还往往对其客户企业提供各种有价值的信息和投资银行服务,如收购或清算企业资产或房地产,介绍潜在的业务伙伴等。主银行在为客户提供管理人才方面的作用也不容忽视。由于主银行既是公司的大股东和主要贷款者,又是公司所有其他金融服务的主要提供者,因此主银行就当然要向客户企业派驻有经验的管理人员作为其董事或专职审计人员,这样做首先可保证主银行对客户企业的有效监控,其次也可为银行的优秀资深经理人员在退休后(或之前)安排一条体面的出路,这种日本式的人事结合是主银行体制的一个重要方面。

上述 5 个方面反映了在日本的金融体制下,作为主银行的银行与客户企业结合的 5 种具体方式,也可以看成是主银行赖以对下属企业进行监控的 5 条渠道。当然,由于各家企业的具体情况不同,特别是财务状况优劣差别很大,这就造成主银行与每家企业在具体结合方式与监控途径上各有侧重点。所以对具体每家公司来说,主银行关系的体现可能仅限于某几个方面(特别对财务状况良好的公司),在其他方面往往并不明显。事实上,对经营良好、财务状况健全的企业,主银行在银行持股和提供结算服务两个方面发挥监控作用就足够了,一来对企业的日常经营活动能做到心中有数,二来能通过委派董事掌握企业经营的大政方向,并得到丰厚的投资回报。反之,对于经营情况不善,财务状况一般或较差的客户企业,主银行的影响程度是非常明显的,也就是说,主银行往往会通过上述 5 个方面,对这类企业的日常经营活动进行严密的监控,并进行适当的干预。

特别是对财务状况严峻的企业,主银行在公司治理结构中的独一无二的地位表现得最为淋漓尽致。主银行身为企业的主要股东、债权人、债券持有者的受托人以及其他投资者的

监控代理人,在法律和业务上都有着绝对的主宰权,能对企业的命运产生决定性的影响。对于这类企业,主银行一般有3种选择:一是利用其在信息方面的优势,在其他债权人之前收回全部或部分有问题贷款,放弃其主银行地位;二是提供更多的融资去营救陷入困境的企业;三是拒绝注入新资金而迫使企业破产。相比之下,主银行很少会选择第一种方式,因为这会损害其作为可靠主银行的声誉;不到万不得已,主银行也不会选择第三种方式,因为这有悖于日本人的传统价值观念,会遭到来自企业员工和其他债权人的强烈反对,更何况主银行在企业破产清算时往往是次级受偿者,其本身利益也会受到很大的损失;主银行采用较多的是第二种选择,但在主银行向陷入困境企业注入新资金的同时,往往会派遣管理小组全面接管危机企业,通过债务合约及大股东权力把企业的控制权从内部管理者(原企业高管)转移到外部投资者(即主银行)手中。主银行对危机企业(特别是大中型企业)采取的这种强制性注资重组的政策实际上已成为日本式公司治理的一大特点,目的在于弥补因缺乏活跃的公司控制权市场而形成的对企业经营管理者的监督缺位。

3. 银行制约型监控体制的利弊 银行制约型监控体制的有利方面主要表现在以下几个方面:

(1) 监控成本较低。由于事前、事中、事后3个阶段的监控职责往往都由银行单独完成,防止了在市场制约型体制下监控职责重叠的成本浪费现象,特别像日本的主银行还往往承担着为其他金融机构代理行使监控的职责,即所谓的“信贷关系的多元性与监控主体的唯一性”现象,从整个社会成本而言,就更节约了宝贵的资源。此外,集全过程监控于一身的主银行可因此较好地克服信息不对称问题,从效率上大大提高了监控质量,这也相应地节约了监控成本。

(2) 有利于企业的长期发展。在银行制约型体制下,银行不但是企业的贷款者,还作为主要股东进入董事会直接介入企业的日常经营管理。在银行制约型体制下的银行持股与市场制约型体制下的个人持股或代理投资型的金融机构持股在投资目的上有很大的不同:前者往往以企业的长期稳定发展,如市场份额、产品竞争力等作为其持股目的,而后者则以短期的投资回报率,分红派息率作为持股与否的重要标准。这样,在银行制约型体制下,无论是主银行还是在主银行示范作用下的其他银行,持股心态普遍比较稳定,不轻易抛售股票,对企业管理层的分红压力也要小得多。这不但使得企业能着眼于长期发展,更为合理地安排企业的资金流向,也使得其股票价格较为稳定,避免或减少了由于股价剧烈波动而引发的敌意收购的震荡。

(3) 企业的资金制约较少。充裕的资金供应是企业长期健康发展的前提。在银行制约型体制下,由于实现了资本市场的“内部化”,加之企业的分红派息压力较轻,所以企业的资金制约现象较少出现。很多国外学者的研究都证实,20世纪下半叶德国、日本的企业之所以能够维持较高的投资率,主要是得益于其主银行的大力支持,特别在宏观经济不太景气时,德、日的企业相对英、美企业来说,较少受到流动性限制。当然,银行制约型监控体制也有其不利一面,主要表现在:

(1) 银企过度结合,不利于发挥市场的优胜劣汰及资源最佳配置作用。在银行制约型体制下,企业的稳定发展固然得到了保障,但那些建立在“关系型融资”、“稳定持股”、“保护协调性”等非市场原则之上的银企间内部市场则会大大弱化公开市场的优胜劣汰及资源配置作用。其结果是客观上保护了落后,降低了整个社会的生产效率,造成了社会资源的浪

费。有关研究证实,银行制约型体制下的企业尽管流动性限制较少,但由于资金的获得相对容易,往往容易出现过度投资现象,降低了资金的使用效率。

(2) 银企过度结合,不利于新兴产业的发展。一般而言,银行家追求的是稳健,因为商业银行是一个特殊的行业,无论是其资产负债的特点还是政府的监管法规都不允许银行以增加风险为代价去获取额外的利润;相反,企业家则更多地追求创新,因为制造业不像金融业,其产品竞争的程度要激烈得多,唯有不断地创新才能立于不败之地,而创新就会有风险。所以极端地说,稳健与创新是一对无法两全的矛盾。在银行可接受的风险范围内,银企结合可能有利于企业的研究与开发,对企业产品的升级换代有促进作用。但一旦涉及到重大创新,要求风险投资,资金来源对银行依赖较深的企业显然就比较保守。正像美国经济学家艾伦所指出的,在那些新技术发展比较快的产业部门,银行过度涉足将不利于其发展。

(3) 银企过度结合,不利于银行分散风险。银行资金主要来自于储蓄及其他短期负债,具有很高的流动性及安全性要求。而在银行制约型体制下,银行承担了企业资金外部来源的主要部分,特别是作为企业的主银行,不但是企业债务资金的主要供应者,而且还是企业的大股东。在这种情况下,一旦客户企业倒闭,对主银行的打击将相当沉重,银行的资产安全只能寄希望于客户企业的稳定经营。在银行制约型体制下,企业破产倒闭的概率(特别对大企业而言)固然要比市场制约型体制下小得多,但一旦出现,对主要的关系银行而言,将是致命的。20 世纪 80 年代末以来日本银行业面临的普遍危机在很大程度上与下属客户企业历年坏帐的累积爆发有关。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] Berle, A. and G. Means. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House.
- [2] Allen & Gale (2000) *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, p82.
- [3] Bhagat, S. and B. Black (1998) "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance", In *Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*. (ed.) K. Hopt, New York, Oxford University Press.
- [4] 青木昌彦:《日本主银行制》,中国金融出版社,1997 年出版。
- [5] Jensen, M. and W. Meckling (1996) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, (March), p305~360.
- [6] Porter, M. E. (1992) "Capital Choice: Changing the Way American Invests in Industry", (mimeo) A Research Report Present to Council on Competitiveness.
- [7] Prowse, S. (1995) "Corporate Governance in an International Perspective", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 4, p63.
- [8] 金晓斌:《现代商业银行与工商企业关系论》,上海三联书店出版社,1997 年出版,第 115 页。
- [9] Canals, J. (1997) *Universal Banking: International Comparison and Theoretical Perspective*, Oxford University Press, p169~170.
- [10] 何广文:《德国金融制度研究》,中国劳动社会保障出版社,2000 年出版,第 293 页。
- [11] 王昭凤:“论德国企业性银企关系制度”,载《南开经济研究》,2000 年第 3 期。
- [12] Baum, T. (1996) "Universal Banks and Investment Companies in Germany", In *Universal Banking: Financial system Design Reconsidered*, (ed.) Saunders and Walter, IRWIN publishing, p149.
- [13] Elston, J. A. "Investment, liquidity constraints, and bank relationships: Evidence from German Manufacturing firm", In *Comparative Corporate Governance*, (ed.) Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch, Walter de Gruyter publishing company, Berlin & New York.