

以全能银行为基础的 德国企业融资模式评述

张 涌

与英国、美国相比,德国的股票市场相对不大重要,国内债券市场尽管发展良好,但由于参与债券市场的主要是政府和银行,一般工商企业很少发行债券,而1991年刚刚开放的票据市场更是停滞不前。在这一背景下,德国企业的债务-权益比率比英国和美国大约高出50%,企业外部融资主要依赖银行贷款,其中很大比例是利率固定的长期贷款,贷款证券化程度与美国相比还很低。但是,德国银行业在企业融资中的影响大大超过了英、美,银行不但直接给予企业贷款,而且还帮助企业发行股票和债券,同时承担了商业银行和投资银行两项职能。除此之外,德国的银行还通过代理股东投票、获得企业监事会席位等方式进一步施加对上市公司的影响。因此,德国的银行体制被称为“全能银行体制”,这些全能银行在企业融资和参与公司治理中发挥的作用极为显著。具体而言,德国银行体系是以全能银行为基础,以专业银行为补充,全能银行包括商业银行、储蓄银行和合作银行3个体系,其中又以商业银行作为核心。全能银行全面参与各种金融活动,包括吸收存款、发放贷款(包括抵押贷款)、承销证券发行、直接投资于包括股票在内的各种证券,既可以从事传统的商业银行业务,也可以开展投资银行业务,是一种多功能、全方位的银行。德国主要的商业银行包括德意志银行、德累斯顿银行和德国商业银行等3大银行、一些地区银行以及外国银行的分支机构;储蓄银行则属于以公众利益为出发点、不以利润最大化为目标的银行机构,包括地方、州和中央3个层次;合作银行的存款人同时又是银行的股东,也有地方、州和中央3个层次。不属于全能银行的专业银行提供的金融服务少于全能银行,如专门从事抵押贷款、农业信贷或中小企业信贷的银行。

一、德国全能银行与非银行企业之间的相互持股关系

经合组织(OECD)公布的统计数据表明:(1)到1993年年底,德国银行共持有上市和非上市的非金融企业所发行的股票总数的14%,而英国和美国的银行业对非金融企业的持股几乎为零。这就是德国银行业区别于英、美同行的最大特点,即它们直接持有非银行企业相当比例的股份。(2)美国非金融企业的股份主要控制在个人投资者和除银行之外的机构投资者手中,保险公司和养老基金控制了英国非金融企业的主要股份,而德国机构投资者持股比例非常小,相反,非金融企业持有的股份比例高达39%。而且,德国银行与非银行企业、非银行企业之间的相互持股现象十分普遍。表1提供的是1991年德国的主要银行在当时最大的10家制造业公司的持股情况。

表1 1991年德国最大10家制造业公司的银行持股一览表

最大10家制造业公司	持股银行	银行持有股份
戴姆勒-奔驰公司	德意志银行	28.5%
拜耳公司	BankenundVersicherungen (银行保险公司)	38%
大陆橡胶公司	德意志银行	28.5%
Linde公司	德国商业银行	大约10%
Schering公司	BankenundVersicherungen (银行保险公司)	23%
HeidelbergerZement公司	德累斯顿银行	大于25%
Didier-WerkeAG	德意志银行	大于25%
BrauundBrunnen公司	Hypobank银行	大于25%
凤凰公司	德累斯顿银行	大于25%
HolstenBrauerei公司	德意志银行	大约20%
	汉堡社会银行	大于25%

注:这些制造业公司根据销售额排名。

资料来源:德国商业银行,“WhoBelongstoWhom?”,1991年年度资料。

从表1中可以看出,包括德国商业银行、德意志银行和德累斯顿银行在内的主要银行在德国最大的10家制造业公司中都持有相当比例的股份。由于德国公司法并没有要求银行披露持股比例少于25%的持股信息,因此这只是一个最为保守的统计,全能银行实际拥有的制造业公司的股权比例肯定要大大超过这些数据。德国公司法同时规定,持股比例超过25%即可以拥有否决权,这就意味着像戴姆勒-奔驰这样的大公司在进行重大决策时必须首先征得德意志银行的同意,否则任何决议都不可能通过。即使忽略持股比例低于25%而未能披露这一因素后,德国最大10家制造业公司中至少仍有8家存在银行持股超过25%的现象,这意味着银行对这8家公司的主要决策拥有否决权,也表明德国主要银行已经牢牢控制了整个制造业部门。再来看德国最大的德意志银行在1994年的股权投资组合(一部分),如表2所示。

表2 1994年德意志银行持有的主要股份一览表

戴姆勒-奔驰公司	24.4%	Leonische电线电缆公司	12.5%
Gerling集团保险公司	30.0%	Linde公司	10.1%
PhilippHolzmann公司	25.8%	金属有限公司	16.6%
Hutschenreuther公司	25.1%	Schmalbach-Lubeca公司	10.0%
Klockner-Humboldt-Deutz公司	45.0%	凤凰公司	10.0%
Nünberger投资公司	25.9%	Salamander公司	10.7%
安联保险控股公司	10.0%	Süßzucker公司	12.8%
大陆橡胶公司	10.1%	联合发电设备公司	6.3%
FuchsPetrolub公司	10.0%	Verseidag公司	10.4%
Hapag-Lloyd公司	10.0%	Vogele公司	10.0%
Heidelberger混凝土公司	10.1%	Vossloh公司	7.6%
Karstadt公司	10.0%	WMF公司	9.1%
AachenerundMünchener投资公司	5.0%	Münchener再保险公司	10.0%
		Leifheit公司	11.0%

资料来源:德意志银行1995年年报。

与表1相比,德意志银行减持了部分戴姆勒—奔驰公司的股份,但仍直接持有24.4%的股份。被该银行持有股份的公司既包括投资公司、保险公司等金融类企业,也包括许多的制造业企业,涵盖的行业部门非常广泛。德国全能银行对非银行企业的持股一般十分稳定,它们不会轻易改变既有的股权结构,这对于德国股份公司的可持续发展提供了较为有利的制度保障,至少使公司面临的并购压力大大减轻,有助于经理层集中精力实现公司的长期目标。在德国,不但全能银行持有大量的公司股份,非银行企业也同样持有全能银行的大量股份,这就是具有德国特色的相互持股制度,这一制度在非银行企业之间也十分流行。

根据德国公司法规定,任何两个公司不能相互持有超过25%的股份,但并不限制相互持股。这对于德国企业之间包括金融企业与非金融企业之间形成广泛的相互持股结构提供了法律保障。Prowse(1994年)在考虑了企业相互持股的特点后,重新计算了各国股票市场的实际市值,即扣除了上市公司相互持有的流通股票市值,结果发现德国和日本的实际市值几乎比调整前缩水了一半,而英国和美国前后变化不大。这说明德国和日本的相互持股现象非常普遍。如表3所示,德国1985年股票市价总值占当年国内生产总值(GDP)的29%,但扣除相互持股因素后只占GDP的14%,即净市值占总市值的48.3%。Wenger和Kaserer(1998年)在仔细确认了1994年末德国国内上市公司相互持股的数额后,计算出扣除相互持股后的上市公司净市值是总市值的73%,这一数字大于Prowse的估计值,但可以看做是净市值的上限。由于法律并没有要求上市公司披露所有的持股信息,因此用公开披露的数据计算出来的净市值与实际净市值之间肯定存在着较大差异。Wenger和Kaserer在研究中特别询问了一家上市保险公司WurttembergischeAG,发现该公司的实际持股数

比法律规定应披露的数额高出33%。如果将该公司作为参照,那么他们的估计数据将从73%调整为64%,这与Prowse估计出来48.3%的数据就比较接近了。

表3 1985年主要国家相互持股与股票市场总市值一览表

计算指标	美国	英国	日本	德国
股票市价总值占GDP的比重	51%	90%	71%	29%
扣除上市公司相互持股后的净市值占GDP的比重	48%	81%	37%	14%
净市值占总市值的比重	94.1%	90%	52.1%	48.3%

资料来源: Prowse, S., 1994. Corporate Governance in an International Perspective. Basle: Bank for International Settlements.

表3的统计数据简洁明了地指明了日本和德国的公司体系与美国、英国的重大差别,前者几乎有一半的股票市值是由相互持股创造出来的“虚拟”市值,而相互持股在英国和美国绝少存在。这是从宏观角度看相互持股制度对股票市场的影响,从微观角度看,各金融企业之间、金融企业与非金融企业之间更是通过相互持股形成非常稳定的股权结构。如表4所示,安联保险公司和München再保险公司是德国最大和第二大保险公司,德累斯顿银行和Bayer-Hypo是德国第二大和第五大银行,这4家大公司构成核心公司,而AMB等4家金融公司属于这些大公司的卫星公司,它们相互持有大量股份。表4显示,核心公司和卫星公司共同控制了安联保险42.67%的股份,德累斯顿银行31.6%的股份和München再保险公司45.9%的股份也分别被这些关系密切的少数公司持有。可以说,这8个金融公司通过相互持股建立了十分稳固的内部化股权结构,外部股东很难影响这些公司经理层的经营决策,外部资本市场也几乎不可能对它们构成任何威胁。从公司治理角度看,这种相互持股及其所形成的特殊的所有权和控制权结构将是利弊共存的。

表41994年德国银行业与保险业相互持股的典型例子(%)

持股公司		4大核心公司				4个卫星公司			
		安联保险	Bayer-Hypo	德累斯顿银行	München再保险公司	AMB	BHF	IKB	Victoria
被持股公司	安联保险	0.06	5	10.08	26.07	0.02	1.41	-	0.03
	Bayer-Hypo	22.6	-	-	5.8	-	-	-	-
	德累斯顿银行	23.0	1.27	1.27	2.53	1.39	-	-	2.12
	München再保险公司	25	6.19	12.1	-	0.11	2.28	-	0.26
	AMB	5.01	-	14.7	8.6	-	-	-	2
	BHF	15.2	-	-	6.2	-	-	4	-
	IKB	12.0	-	3.67	6.2	-	10	-	-
	Victoria	-	-	6.6	23.64	4.75	-	-	-
持股公司		4大核心公司				4个卫星公司			
被持股公司	安联保险	41.21				1.46			
	Bayer-Hypo	28.4				0			
	德累斯顿银行	28.09				3.51			
	München再保险公司	43.29				2.65			
	AMB	28.31				2			
	BHF	21.37				4			
	IKB	21.83				10			
	Victoria	30.24				4.75			

资料来源: Wenger, Ekkehard and Christoph Kaserer, 1998. The German System of Corporate Governance - A Model which Should not be Imitated, in Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models, edited by S. W. Black and M. Moersch, North-Holland, 1998.

相互持股制度带来的明显好处在于: (1) 金融企业之间以及金融企业与非金融企业形成稳定的战略合作伙伴关系,这对于企业实现长远目标具有积极意义。(2) 企业的股权结构相对比较稳定,形成了几个大股东共同控制的模式,这完全可以解决股东监督经理层的动力和成本分摊问题。(3) 从会计上看,相互持股制度使得企业持股导致的实际现金流量大大

减少,这便于企业运用有限的资金实现资产组合,在实现对其他公司控制的同时却能保持较好的资产流动性。如A公司出资1000万元持有B公司10%的股份,而B公司又出资800万元持有A公司8%的股份(A、B公司的股本均设定为1亿元),那么A公司实际的现金流出只有200万元。(4) 一般不会形成我国经常存在的“一股独大”的现象,几个大股东之

间的共同控制其实是竞争和合作的统一,这有助于避免绝对控股股东对其他股东利益的侵蚀。

然而,相互持股制度的弊端也是很明显的,主要表现在:(1)相互持股制度形成的相对稳定的股权结构虽然有利于公司实现长期目标,但也造成了公司控制权市场对经理层的约束相对无效的局面。德国公司的经理层通常由持股集团委派或聘请,其职位稳定性和公司股价波动之间的相关性相对较弱。Franks和Mayer(1990年)的实证研究表明:德国企业面临的恶意收购大大少于英国和德国。(2)德国全能银行由于相互持股而被部分核心企业控制,持股比例较小的银行股东对全能银行的直接影响必然就很有有限,这又会影响到这些全能银行参与非金融企业公司治理的积极性和有效性,因为它们很少会从本银行公司小股东的利益出发行使监事职责,而常常服从于整个持股集团的共同利益。(3)企业之间的相互持股混淆了投资者与被投资者、股东与公司之间的关系,双方的利益关系变得错综复杂甚至纠缠不清。(4)从会计来看,相互持股安排虽然可使企业持股所需要付出的实际现金流量减少,大大降低了企业的持股成本,但对小股东却明显的不利。在上述例子中,A公司实际只投入了200万元就拥有了B公司10%的投票权,实际股价是每股0.2元,而B公司实际流入了200万元却持有A公司8%的股权,实际股价为负。这一局面显然对于A公司和B公司的其他小股东来说极其不合理,因为小股东购买股票的价格是每股1元,大大高于A公司和B公司。这明显违反了“同股同权”的基本原则,影响了小股东参加公司治理的有效性。(5)相互持股下企业被包括全能银行在内的几个大股东共同控制,这样尽管可以有效解决股东和经理层之间的利益冲突问题,但是如果大股东之间的合作大于竞争,那么他们完全有可能实现“共谋”以共同侵蚀小股东的利益。

二、德国全能银行在非金融企业监事会中的席位和影响

1965年颁布实施的德国股份公司法规定股份公司必须设立三个法定机构:管理董事会、监事会和年度股东大会,即实行双层管理制度。管理董事会和监事会两者的责任分工非常明确,前者负责公司的日常经营活动和战略决策,公司治理主要由监事会负责实施,它们的主要职责是监督和控制管理董事会,董事不能同时兼任监事会成员,监事也不能承担任何日常管理任务。由于德国的全能银行拥有非金融企业相当的股份比例,它们必然会派出代表担任公司监事会成员。德国的双层管理制度和下面提到的共同决定机制构成了德国式公司内部治理机制的核心内容。

德国全能银行委派公司监事的行为造成了许多大公司监事会中银行代表过多,而且部分银行高级管理人员同时兼任多家公司的监事,从而引起了不少争议,为此,1965年德国通过了所谓的Abs法案,规定每个人最多只能兼任10个监事职位。之所以用Abs命名该法案,这是因为当时德意志银行的行长Hermann-JosefAbs同时兼任了30个监事职位,股票市场 and 投资者十分担心这样的银行监事是否有足够的精力参与公司治理。为了更好地发挥监督和控制的作用,德国银行家也开始主动避免在多家公司担任监事职位,而且一般不担任监事会主席一职,除非自己的银行是被投资公司的最大股东。因此,现在的德国银行家在公司监事会中占据的席位已经比Abs所在的时代大大减少了,但是仍然拥有很高的比例。

如表5所示,1993年德国100家最大公司的监事会中银行仍然拥有99个监事席位,占总数的6.3%,职工代表和其他工业公司代表分别占35.2%和27.4%。

表5 1993年德国100家最大公司的监事会成员来源一览表

监事来源	人数	比例
私人银行	99	6.3%
其他银行和保险公司	53	3.4%
工业公司和其他公司	427	27.4%
政治家和政府公务员	67	4.3%
其他所有者代表	155	9.9%
工会代表	211	13.5%
其他职工代表	549	35.2%
总数	1561	100%

资料来源: Federation of German Banks, 1995. Power of Bank, Cologne

表5也反映了德国公司治理结构的另外一个特点,就是职工代表在监事会中占有十分重要的地位,这种由职工代表和股东代表共同参与的监事会被称为是“共同决定制度”。这一制度最早在1951年建立,先在钢铁、煤矿企业实行,规定监事会成员共11名,其中股东代表和职工代表各5名,第11位成员由已经确定的10位监事向年度股东大会提出建议,并由年度股东大会选举产生。1976年修改后的共同决定制度主要适用于股份公司,规定50%的公司监事会成员应该由股东选举产生,另外50%的成员由职工选举产生。监事会的规模则根据各个公司职工人数决定,如果职工人数少于10000人,监事会应该由12个成员组成;职工人数多于10000人但少于20000人,应由20个监事组成监事会。监事会主席具有特殊权力,即在监事会成员经过两轮投票仍然未能获得多数票(如超过50%)的情况下,主席具有最后的决定权。监事会主席由全体监事选举产生,候选人必须获得三分之二多数票才能当选。如果没有一个候选人获得三分之二多数票,则由监事会中的股东代表推举主席,而职工代表推举副主席。

这种共同决定制度是德国公司治理中的一个重要特点,对于职工参与公司决策和公司治理发挥了积极作用,但也有人认为正是这一制度削弱了股东包括银行选举的监事在公司治理中的作用。Wenger和Kaserer(1998年)指出监事会有效监督经理层带来的股东价值增值最终属于控制者(如全能银行)和被控制者(股份公司)的私人股东,而监事本身只能获得部分收益,这里仍然存在着监督成本和收益不对称的问题,即担任监事者本身并不是股东,而只是股东派出的代表。同时,由于德国金融企业和非金融企业存在着明显的相互持股关系,一般股东对全能银行并不构成有效的外部压力。德国一些全能银行派出的监事并不愿意经常对经理层实施严格的监督,主要原因就在于这些银行没有来自其私人股东的外部压力。

三、代理投票制度与德国全能银行的控制权

德国全能银行参与公司治理的另一个重要手段是通过获得中小股东的授权进行代理投票,这被称为是代理投票制度。根据Baums和Fraune(1995年)的统计,1992年德国全能银行在最大的24家上市公司年度股东大会上的实际投票权平均为60.95%,在其中的11家公司这一投票权甚至超过了75%。全能银行之所以可以获得代理投票权,这与法律允许它们承担投资银行职能存在密切联系。德国银行承担了大部分公司股票的承销工作,它们通常会将其所承销的大部分股

票推销给自己的客户,而这些客户为了股票投资的安全性并降低交易成本,一般都将股票存放在银行。Cable(1985年)估计大约有50%的上市公司股票被股东存放在银行里。

代理投票制度的主要特点是:(1)全能银行并不是自动获得代理投票权的,而是必须经过股东的授权才能行使这种权利,一般是由银行主动向股东获得这种授权。(2)在实践中,德国的个人投资者或小股东通常会委托银行充当股票的保管人,并在股份公司的年度股东大会上由银行代理投票,股东的代理投票权一般只能委托给某一个特定的信贷机构,委托时间最长为15个月。(3)银行一般会一年一度地向股东说明使用投票权的各种可能性,然后由股东做出决定。如德意志银行通常都建议其客户尽可能亲自参加年度股东大会,或者将投票权委托给个人代表或股东协会,如果客户对这些方法都不感兴趣,德意志银行也可以接受委托代表他们投票。(4)银行作为保管人必须在参加年度股东大会前将投票意图或拟定的股东议案通知其客户,在委托人或股东未表示异议的情况下,银行必须按照事先拟定的方案参加股东大会而不能随便改变主意。委托人(股东)在股东大会前有权利提出特定的投票建议,而银行必须要遵从这些建议,然而实践中平均只有2%的股东会提出特定的投票意见。(5)全能银行在面临争议较大的问题时常常会征询股东的意见,如果股东没有给出明确的投票意见,银行就将放弃这一代理投票权。比如戴姆勒—奔驰公司在1995年的股东大会前预计1996年将出现57亿德国马克的巨额亏损,这与1994年股东大会预计利润将适度增长的判断正好相反,面对这一严峻形势,该公司的大股东德意志银行、德累斯顿银行和德国商业银行都建议其客户自己参加股东大会并且行使投票权,或者由客户对是否改组经理层给出十分明确的意见,否则这些大银行就将弃权。

这些特点表明代理投票制度下的全能银行并没有垄断中小股东的投票权,而是充分尊重中小股东的合法权利,它们只有在获得授权的前提下才进行代理投票,而且保证在股东大会前将投票意图充分地同中小股东进行沟通,在出现重大利益冲突的情况下特别征询股东的具体投票意见,否则就放弃代理投票权。这种代理投票制度被OECD认为是一种十分有效的公司治理手段,因为银行通过积极参与年度股东大会有效监督和制约了股份公司的日常经营决策,维护了广大投资者包括股权投资者和债权投资者的利益。

全能银行代理投票制度主要具有两个好处:第一,解决了分散的股东群体进行联合决策时存在的“搭便车”和成本分摊问题。人数众多但持股比例甚小的股东群体为维护共同利益有时必须联合起来进行投票,但是由于存在“搭便车”问题,这种联合投票的实施难度很大。委托全能银行投票则有效地克服了这一难题,银行可以将代理投票的成本由全体委托人(股东)共同分摊,从而大大降低了小股东进行联合决策的成本。第二,代理投票制度构建了稳定的大股东群体,有利于维护企业的稳定,便于公司经理层与大股东、监事会等进行沟通,从而减少他们迫于股票市场短期股价波动的压力采取一些短期行为而牺牲公司长远利益。在缺乏代理投票制度而且公司股权相对比较分散的情况下,公司经理层面临的是一个不稳定的甚至是随机的大股东群体,因为这些分散的中小股东随时可以组合起来或重新组合成一个新的股东群体,这会增加经理层与这一大股东群体的沟通难度,不同组合的大股东群体可能会经常干扰经理层正常的经营决策活动,从而影响所有股东的长远利益。在公司股价下跌

并成为并购目标时,这种压力更为明显,因为经理层无法确知到底和谁进行协商,也不知道中小股东的股票是否已经被收购者集中。为避免并购风险以维护自身职位稳定,经理层通常会采取一些有利于促进股价上扬的短期决策,但是这种决策牺牲的却是公司的长远利益。这也是英、美市场主导型金融模式中典型的股票市场短视问题。代理投票制度创造了一个具有长远眼光的并且拥有控制性表决权的投票者——全能银行。全能银行之所以具有长远眼光:(1)全能银行直接持有公司较大份额的股票,将促使它们必须着眼于长期收益而不是短期资本利得;(2)全能银行向这些企业发放了数额巨大的长期贷款,为维护贷款的安全性和盈利性,它们也必须从长远出发谨慎进行投票决策;(3)全能银行代理投票必须从维护客户的根本利益出发,如果鲁莽决策必然会损害客户的利益从而最终损害全能银行的信誉,而对于一个通过吸收存款发放贷款获取主要盈利的银行来说,信誉无疑是最为重要的。

代理投票制度存在的最大问题就是银行在每次股东大会上能否都能真正维护投资者的利益,特别是其所代表的小股东的利益。许多经济学家对此表示了怀疑,Wenger和Kaserer(1998年)就提出,由于德国证券交易法并没有要求全能银行披露其所代表的股东名单和这些股东持有的股份数额,因此,一些附属于银行的投资公司和其他机构投资者完全有可能选择委托银行投票而放弃亲自参加股东大会,这样可以保证在不引起市场注意和震荡的情况下实现一些战略目标。此时,全能银行有可能以牺牲小股东利益为代价而为机构投资者谋利,而且这种行动非常隐蔽,常常打着维护小股东利益的旗号出现,因此潜在危害极大。德国各种投资公司管理的国内股票市值大约为800亿德国马克,占股市总市值的10%左右,许多投资公司正是某些大银行的附属子公司,因此银行代理投票时与小股东存在着一定的利益冲突。尽管德国公司法要求全能银行必须从它们所代表的股东利益出发实施代理投票权,但是法律对滥用这一代理投票权以达到自利目的的银行却没有足够的制裁措施。

四、对全能银行体制下德国银企关系和融资模式的评述

根据以上分析,德国全能银行主要通过四个渠道影响企业的投资行为、参与企业的公司治理,一是发放贷款,二是直接持股,三是担任监事,四是代理投票。与美国相比,德国企业的主要资金来源来自于全能银行和保险公司,如Poensgen(1980年)发现德国企业75%的债务融资来自银行体系。德国3大银行——德国商业银行、德意志银行和德累斯顿银行在信贷市场上占的份额特别大,1972年它们占德国制造业部门贷款总额的28.2%,到20世纪80年代这一市场份额有所下降,但1982年仍达到18.2%。德国全能银行通过直接持股、担任监事、代理投票等充分介入了企业的治理过程,有利于银行更广泛、更深入地收集企业信息,以更好地监督贷款资金的利用状况,并为未来的贷款决策提供有用信息。其实,企业也可以从银行参与治理过程中得到益处,这种益处不但表现在企业可以获得稳定的信贷资金,而且它们可以共享银行在金融、技术等领域的专业知识。银行通过担任企业监事,直接参与了企业重大投资、融资、人事等决策,掌握了第一手资料,避免了信贷市场上通常存在的由于信息不对称而导致的逆向选择问题,有助于银行针对企业特定的信用状况和财务状况制定特定的贷款利率、贷款担保、贷款偿还等

政策,这对于银行优化信贷资源、降低信贷风险、提高信贷收益具有十分积极的作用。而企业其他投资者及其监事代表也可以从银行监事参与公司治理活动中获取十分重要的金融信息和其他专业知识,有利于决策科学化。更为重要的是,由于银行在信息对称条件下可以实现最优贷款安排,对于信用状况和财务状况良好的企业来说,它们可以通过有效地将内部信息传递给银行监事和银行本身,从而获得条件优惠的贷款,避免成为逆向选择的受害者,企业的资金成本也会随之大大降低。

Cable(1985年)认为德国银行业与产业部门的密切关系创造了一个“准内部资本市场”,这一准资本市场带来的压力可以激励企业实现成本最小化和利润最大化。根据他的研究,德国银行业与大工业企业的关系密切程度与这些大企业的财务状况呈现明显的正相关关系。Gorton和Schmid(1996年)研究了1974-1985年间银行持股与公司业绩的关系,结果发现:就1974年而言,银行持股改善了公司业绩,而非银行持股对公司业绩没有影响。到了1985年,他们又发现银行持股和非银行持股都对改善公司业绩有正面影响。表明德国全能银行直接持股确实有助于改善公司业绩,但是从20世纪70年代到80年代的变化说明银行的影响力随着资本市场发展和非银行机构持股增加而相对下降,这些非银行机构也开始积极参与公司治理,对银行业在德国公司治理中的特殊地位构成了挑战。Elston和Albach(1995年)的研究则进一步证实了Cable的“准内部资本市场”假说,他们认为,一般企业在日常经营活动中必须十分重视资产的流动性,只有保持一定程度的流动性才能保证及时偿还银行短期借款等其他负债,为保证一定的流动性,企业必须在进行投资决策时考虑留出一块资金进行短期投资或直接存入银行,这些投资回报率比较低的投资项目其实浪费了宝贵的金融资源,变相提高了企业的筹资成本。^①一般情况下,与债权人关系较为疏远的企业需要保持较大比例的流动性资产,目的是减少违约风险和破产风险。但是与全能银行保持密切关系的企业在进行投资决策时则无需过多考虑流动性问题,因为全能银行给予的主要是长期贷款,而且企业与一个关系密切的大银行进行谈判相对比较容易。Elston和Albach还发现,在1983-1992年间,与全能银行关系密切的企业其投资函数对流动性问题不敏感,而其他企业的投资行为却十分明显地受到流动性问题的制约。^②Chirinko和Elston(1996年)在研究过程中并没有发现德国这种紧密的银企关系降低了公司融资成本,也没有发现银企关系与公司盈利能力之间存在正相关关系,但是却发现了一个重要的事实,就是紧密型的银企关系与集中型的股权结构之间存在替代关系。^③在股权结构高度分散的公司里普遍存在着“搭便车”问题,虽然股权结构的集中可以部分解决股东监督经理层的问题,但又会出现大股东和小股东的利益冲突,从而形成新的代理成本。按照Chirinko-Elston的说法,紧密型的银企关系可以部分替代集中型的股权结构以更好地解决公司治理问题,这既能解决股权结构过度集中情况下大股东对小股东的利益侵蚀,又能解决股权结构过度分散下经理层与小股东的利益冲突和经理层监督问题。

强大的全能银行和密切的银企关系对德国的融资模式影响很大。总的来说,德国的股票市场并不发达,监督功能也不明显,公司的股权结构较为集中,许多上市公司的投票权集中在全能银行手里,公司控制权市场并不能发挥什么作

用。另外,基于公司股价表现的经理层报酬激励体系也没有很好地建立起来,以固定报酬为主要薪酬来源的经理层偏好于从事低风险的投资项目和构造多元化的公司结构,目的是降低公司陷入财务危机的可能性,以及减少因公司破产而造成专用性人力资本损失的可能性。从公司治理的内部结构看,监事会发挥着较大的作用。监事会中的职工代表主要致力于维护公司雇员就业的稳定性,因此也和经理层一样偏好于低风险投资项目或多元化的经营活动。监事会中的非职工代表由股东选举产生,他们通常代表具有控制性投票权的全能银行的利益,而不是其他非银行股东的利益。全能银行的利益非常明确,它们所关心的是公司能够保证支付贷款的本金和利息,它们参与公司治理的最终目标也是为了维护贷款的安全性和收益性。全能银行代理中小股东投票解决了“搭便车”难题,使上市公司的决策机制不适应股权结构的分散而失效,同时既防止出现“控制权真空”又制约了经理层对公司的“内部人控制”,较好地解决了现代公司中所有者对经营者的监督和制约问题。

总之,以全能银行为基础的融资模式为德国公司培育了稳定的所有权结构和控制权结构,这一融资模式的内在结构和外部关系都比市场主导型融资模式更加简单,特别是这一模式对法律体系的要求比较低,因为中小投资者的利益直接或间接地受到全能银行的有效保护,而不像美国的小股东利益必须由十分健全的法律体系来保障,这种关系型的融资模式十分有利于促进宏观经济的稳步增长。

注释:

- OECD,1995. *Economic Report Germany*, Paris .
- Prowse, S . ,1994 . *Corporate Governance in an International Perspective*. Basle: Bank for International Settlements .
- Franks, Julian and Colin Mayer, 1990 . “ *Corporate Ownership and Corporate Control: A Study of France, Germany, and the UK* . ” *Economic Policy*, pp . 189-232 .
- Wenger, Ekkehard and Christoph Kaserer, 1998. *The German System of Corporate Governance - A Model which Should not be Imitated. In Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, Edited by S . W. Black and M . Moersch, North-Holland.
- Baums, T . , and Ch . Fraune, 1995 . *Institutional Investors and Public Society: An Empirical Analysis*, *Die Aktiengesellschaft* 40, pp. 97-112 .
- Cable, John, 1985 . “ *Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks* . ” *Economic Journal*, March 95, pp. 118-132 .
- Poensgen, Otto H . , 1980 . “ *Between Market and Hierarchy: The Role of Interlocking Directorates* . ” *Magazine for the Entire Governance Studies*, Vol . 136, pp . 209-225 .
- Elston, Julie Ann, 1998 . *Investment, Liquidity Constraints, and Bank Relationships: Evidence from German Manufacturing Firms, in Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, Edited by S . W. Black and M . Moersch, North-Holland.
- ①如某企业向银行借入1000万元借款,年利率为5%,为保证流动性,企业将其中200万元存入银行,存款的年利率为1%,那么该企业这笔借款的实际资本成本为 $(1000 \times 5\% - 200 \times 1\%) \div 800 = 6\%$ 。
- ②Elston, Julie Ann, and Horst Albach, 1995 . *Bank Affiliations and Firm Capital Investment in Germany*, *ifo Studies*, pp. 3-16 .
- ③Chirinko, Robert S . and Julie Ann Elston, 1996 . “ *Finance, Control, and Profitability: An Evaluation of German Bank Influence* . ” *AICGS Working Paper*, No . 28.

(作者单位:复旦大学经济学院博士后流动站 上海 210000
(责任编辑:N、Q)