

# 专用性人力资产准租金的消散与保护

## ——相互持股起源的一个比较制度分析视角

高煜

**摘要:** 由于缺乏外部经理市场,日本经理专用性人力资产准租金中的可占用性部分大大增加。破产和敌意接管使得经理专用性人力资产准租金面临消散的风险。于是,相互持股制度、主银行制、稳定股东制度等就被用于减轻破产和敌意接管的威胁。当这些制度实施,从而股东与经理的地位发生根本性转变,股东受到经理道德风险的威胁时,相互持股作为一种间接人力资产纵向一体化的形式出现了。

**关键词:** 相互持股 专用性人力资产 准租金 消散

### 一、引言

相互持股是指在若干公司之间,股权是相互交叉持有的,即在若干公司当中,一个公司既是其余全部或部分公司的股东,又被这些公司(或者其子公司、孙子公司)持有其股份。日本的相互持股是一种与美英单向持股相区别的企业所有权制度安排。相互持股研究已经成为企业理论、金融理论以及产业组织理论等的重要内容,其中,日本相互持股的起源是需要深入研究的基本问题之一,这一问题的研究对于深入分析相互持股的存在条件、作用以及效率等问题都具有重要意义。在相互持股起源问题的研究中,奥村宏(1984)、马场克三(1976)等认为,相互持股的出现是为了协调供应商和客户之间的关系,改善双方整体福利。今井贤一(1982)则认为,相互持股作为一种中间组织,其出现是为了节约交易成本。桥本寿朗(1997)则从企业间共同承担经营风险的角度解释了相互持股的起源。虽然这些研究对相互持股的起源做出了一定的分析,但是由于忽视了日本经济体系的特殊性,它们对于日本相互持股起源的必然性缺乏足够的解释力,因此,对于日本相互持股起源的分析必须以日本经济体系独有的特征为根本出发点和分析基础来进行。

日本的相互持股是从第二次世界大战之后逐渐发展起来的。战后初期,日本的财阀体系被解体,为了维持紧密的关系,解体后的财阀体系中的各个企业又通过相互持股等办法重新组织其相互联系。20世纪60年代末至70年代初,日本出现了大规模的相

互持股,目的是在开放资本市场实现国际资本流动自由化时,防止被国外企业敌意接管。自此,相互持股这种具有日本特色的企业所有权制度一直延续下来。

在分析相互持股制度起源时,必须明确的一个前提是,在相互持股制度形成之前的20世纪50年代,以长期雇用制为核心的内部劳动市场(internal labor market)已经在日本企业中得以明确确立。于是,在美国普遍存在的外部经理市场在日本并不普遍存在,日本企业的经理大部分都是从本企业内部通过晋级制度产生的。在这种情况下,经理一旦失去了职位,其人力资产的损失将非常严重,因为,大多数时候,离职的经理很难在其他企业找到合适的工作,即使在其他企业找到工作,也必须通过漫长的晋级制度才能获得经理的职位。青木昌彦、奥野正宽、村松干二对此作了描述:“在日本除去外部劳动市场中具有价值较高特殊技能的劳动者以外,一旦辞掉大企业的工作到其他企业再就业是相当困难的,多数情况下再就业的工资会大幅度降低。”因此,日本企业普遍采取的从内部产生经理的做法,造成的外部经理市场的缺乏,导致了经理人力资产专用性的增强。

长期雇用制及其造成的外部经理市场的缺乏,是日本经济体系中一个重要的特征,本文的分析正是以此为基础,从由此导致的日本经理人力资产的特殊性入手,从经理专用性人力资产的准租金的消散及保护,以及对于经理后契约机会主义行为的克服的角度分析日本相互持股出现的原因,为日本相互持股起源的研究提供一个比较制度分析视角,并

对中国企业所有权制度的选择提供一些启示。

## 二、经理专用性人力资产的 准租金与可占用性准租金

克莱因 (Klein, Benjamin)、克劳福德 (Crawford, Robert) 和阿尔钦 (Alchian, Armen) (1978) 对专用性资产的准租金和可占用性准租金作了明确的定义:“假设一项资产为某一个人所有并租给另一个人, 这项资产的准租金的值就会超过其残值, 即超过另一承租人次优使用的价值。准租金潜在的可占用性的专用部分, 如果有的话, 将超过下一个出价最高的使用者的价值。”

对于经理的人力资产而言, 其残值就是经理离开企业后, 在企业外寻找到的一般职业所取得的收入, 而对于经理人力资产的下一个出价最高的使用者, 就是另一家聘用经理担任企业管理职务并出价最高的企业。因此, 按照克莱因、克劳福德和阿尔钦 (1978) 的定义, 当一个经理将自身专用性人力资产出租给企业时, 他的专用性人力资产的准租金就是, 他在该企业取得报酬收入 (即他的专用性人力资产出租的收益) 超过他在企业外从事一般性非管理工作的工资收入 (即他的专用性人力资产的残值) 的部分。如果有另外一家企业也想聘请他从事企业管理工作, 并且其出价仅仅低于经理的现有报酬, 而高于其余企业的出价时, 经理专用性人力资产的可占用性准租金就出现了, 它就是经理现有的报酬收入超过另外一家企业的次优出价的部分。

经理专用性人力资产的准租金和可占用性准租金的详细解释可以通过下面的模型加以描述。假设一个经理受聘于某企业从事企业经营管理工作, 每年得到的报酬是  $Q$ 。由于经理为了进入这项特定的交易, 需要进行人力资产专用性投资, 假设这种固定投资的收益为每年  $\hat{\lambda}$ , 则  $\hat{\lambda}$  就是经理事前进行专用性投资的机会成本。而受聘于该企业后, 经理还需要付出大量的时间、精力等从事管理工作, 这部分可变成本为每年  $C_v$ 。因此, 对于经理而言, 只有  $Q - \hat{\lambda} + C_v$  时, 他才会接受这份工作, 进入此项特定交易。实际上, 由于众多经理的竞争, 使得  $Q = \hat{\lambda} + C_v$ 。如果出于某种原因, 经理从这项特定的交易中退出, 而在企业以外从事一般性非管理工作, 则他的人力资产的专用性部分无法使用, 只能取得  $\hat{\lambda}$  的工资收入, 就是经理专用性人力资产的残值。因此, 在这里, 经理专用性人力资产的现期准租金就是:  $Q - C_v - \hat{\lambda}$ 。假设, 这时有另外一家企业, 也试图聘请该经理担任企业管理工作, 其出价为每年  $q, q = \hat{\lambda} + C_v$ , 则  $\hat{\lambda}$  就是

经理专用性人力资产在次优用途的价值, 也是经理在做出人力资产专用性投资之后, 事后的机会成本。显然, 经理专用性人力资产在次优用途的价值应大于其残值, 于是,  $\hat{\lambda} < q$ , 即  $\hat{\lambda} + C_v < q < Q$ 。则, 经理专用性人力资产的可占用性准租金就是  $Q - q$ , 显然, 经理专用性人力资产的可占用性准租金是少于其准租金的, 即  $Q - C_v - \hat{\lambda} > Q - q$ 。但是, 如果没有任何其他企业聘请该经理担任企业管理工作的话, 全部的准租金将会受到机会主义的威胁。

经理人力资产投资的专用性来源于两个方面: 第一个方面是, 经理的人力资产对于一个特定的企业是如此专用, 以至于当经理的人力资产转移到其他企业的用途时, 其价值会大幅度下降。这主要包括, 经理需要事先花费大量时间、精力等了解企业内部各方面信息, 掌握企业专属的大量技能等。第二个方面是, 经理的人力资产向其他企业用途转换的成本太高。

在美国, 由于存在完善的外部经理市场, 经理转换企业的成本比较低, 因此, 美国经理人力资产的专用性主要来源于第一个方面。而在日本, 由于缺乏完善的外部经理市场, 离职的经理在另外一家企业找到企业管理工作的难度大大增加。因此, 日本经理人力资产专用性来源于上述两个方面的共同作用, 即, 既包含了人力资产价值的专用性, 也包含了人力资产用途转换的高昂成本。因此, 日本经理专用性人力资产可占用性准租金要远远大于美国经理, 因而日本经理专用性人力资产面临更大的风险。

## 三、经理专用性人力资产准租金的消散

在日本经理专用性人力资产准租金存在的情况下, 按照一般观点的逻辑, 此时会出现后契约机会主义行为, 即股东会会在经理做出专用性人力资产的投资后, 采取敲竹杠的行为, 掠夺 (hold-up) 经理专用性人力资产的准租金。例如, 股东将降低给经理支付的报酬, 从  $Q$  一直降低到  $q$ , 甚至以下, 当经理的报酬降低到  $q$  时, 经理面临自身专用性人力资产的准租金被全部掠夺的巨大威胁。于是, 当预期到股东的这种后契约机会主义行为的时候, 经理在事前做出专用性人力资产投资的积极性会受到极大影响, 理性的经理会在事前做出保护性的行为。在股东和经理双方信息不对称的情况下, 即经理专用性人力资产投资的信息只有自己知道, 股东不能获得这一信息时, 经理就会使得自身人力资产专用性投资偏离最优。而经理专用性人力资产的投资不足, 会导致事后股东和经理双方的交易量偏离最优, 在

最极端的情况下,就是经理不做出任何专用性人力资产的投资,从而使得与股东的任何交易都无法达成。当所有的潜在经理都做出相同预期,从而做出相同行动的时候,股东就不可能与任何经理达成交易,从而造成社会效率的极大损失。

但是,实际上,在现实经济活动中,上述按照一般观点的逻辑推断出现象并不经常发生。因此,按照本文的观点,在经理做出专用性人力资产专用性投资之后,股东的后契约机会主义行为并不存在普遍发生的必然性,这是因为有两个因素阻止了股东的后契约机会主义行为。

第一个因素是专用性资产质量的可变性。即在特定的交易关系中,一方的机会主义行为取决于另一方控制下的专用性资产的质量的可变性大小。当专用性资产的质量不发生变化,从而其产出和收益也不发生变化时,机会主义行为就比较容易发生。这种情况大多出现在地点资产专用性、物质资产专用性等情况下。另一方面,当专用性资产的质量受到该资产投资者的控制,从而可以改变的时候,对方的机会主义行为就会受到遏制。因为,一旦机会主义行为发生,专用性资产的投资者就会改变专用性资产的质量,降低其产出和收益,达到报复对方、遏制其机会主义行为的目的。当这项交易的收益降低,从而使得机会主义行为的实施者的亏损超过其掠夺的租金的收益的时候,机会主义行为就不会发生。在股东与经理的交易关系中,由于担心经理在其租金被掠夺的情况下,降低其专用性人力资产的质量,即降低经理的管理工作效率,从而导致企业收益和股东剩余的减少,股东是不会轻易做出机会主义行为,掠夺经理专用性人力资产的租金的。

第二个因素与机会主义者的信誉有关。在不考虑其他因素的情况下,如果交易的一方(即机会主义者)只与另一方进行一次交易,而且未来也不再与其他的市场主体进行交易,这时,他的机会主义动机就比较强烈,因为他不会因此而损失未来交易的机会。但是,如果交易的一方与另一方进行的交易不止一次,或者他未来也会和其他的市场主体进行类似的交易,即他是处在一个长期、连续的市场交易环境中,而且还面临其他对手的竞争的时候,这个交易的一方的机会主义行为就会受到极大制约。因为,一旦他做出机会主义行为,他在竞争的市场上的信誉就会受极大损害,从而影响到他在未来的交易机会。只有当他预期到他通过机会主义行为获得的租金的收益大于他未来交易的损失总和的现值时,他才会做出机会主义行为。在股东和经理的交

易关系中,如果股东做出了后契约机会主义行为,与经理的下一交易就不会进行,而且他的信誉会受到损害,企业内其他的员工就不会选择与他交易,而会选择与其他企业的股东进行交易,股东以后的交易成本会大大增加。因此,在这种情况下,股东一般不会做出机会主义行为掠夺经理专用性人力资产的租金。

这种情况可以用一个模型加以描述。

假设:

(1)在经理专用性人力资产的质量可变的情况下,股东第0年的收益为  $R_0 = R_0(\theta, \theta^{-1})$ 。其中,  $R_0$  为股东第0年的收益,  $\theta$  为经理专用性人力资产的质量,假设  $\theta \in [0,1]$ , 其中,0代表经理专用性人力资产最差的质量,1代表经理专用性人力资产最好的质量。 $\theta^{-1}$ 为经理专用性人力资产的质量以外的其他因素。而且,  $R_0(\cdot)$  是  $\theta$  的单调递增函数,即  $\frac{\partial R_0}{\partial \theta} > 0$ 。假设,在经理专用性人力资产的租金被股东掠夺的情况下,经理会将其专用性人力资产的质量从1降低为0,于是,股东第0年收益的损失就是  $R_0(1, \theta^{-1}) - R_0(0, \theta^{-1})$ 。

(2)为了简单,在不影响分析的情况下,假设  $C_v = 0$ 。于是,股东从对经理专用性人力资产的租金的掠夺当中获得的收益就是  $Q - C_v$ 。

(3)在第0年对经理专用性人力资产的租金掠夺之后,股东从第1年起开始重新雇用经理,与潜在的经理进行交易的年份用  $t$  表示,  $t=1,2, \dots$ ,即假设企业会持续经营下去。

(4)股东通过与潜在的经理进行交易,每年所获得的收益为  $R_t + R_t$ 。其中,  $R_t$  为第  $t$  年股东与潜在的经理进行交易的收益,即股东通过重新雇用经理获得的企业经营收益,  $R_t$  为股东声誉资本的回报,即价格溢出 (premium) 部分,它可以看作是股东与潜在的经理进行交易时交易成本的节约。

(5) 股东进行声誉资本投资的价值为  $V$ ,且  $V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{R_t}{1+r_t}$ 。其中,  $r_t$  为第  $t$  年的折现率。

当股东在第0年对经理实施机会主义行为后,他在获得经理专用性人力资产的租金的收益的同时,也面临两个方面的损失。第一个方面的损失是经理将其专用性人力资产的质量降低后导致的股东在企业经营收益上的损失,即  $R_0(1, \theta^{-1}) - R_0(0, \theta^{-1})$ 。第二个方面的损失是股东在以后与其他潜在的经理进行交易时,其声誉资本价值的损失而导致的交易成本的提高,即  $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{R_t}{1+r_t}$ 。

因此,只有当股东从对经理专用性人力资产的准租金的掠夺中取得的收益大于上述两个方面的损失之和时,即  $Q - [R_0(1, \tau^{-1}) - R_0(0, \tau^{-1})] + = [R_0(1, \tau^{-1}) - R_0(0, \tau^{-1})] + \frac{R_t}{1+r_t}$  时,股东才会做出对经理专用性人力资产的准租金进行掠夺的行为。

这其中,对股东决策行为产生影响的因素主要有4个:即经理专用性人力资产质量的变化对股东收益的影响程度,即  $R_0(\cdot, \tau^{-1})$  的性质;股东以后与潜在的经理进行交易时声誉资本的价值,即  $R_t$ ;折现率;以及企业经营期限。当经理专用性人力资产质量的变化对股东收益的影响程度较大,股东以后与潜在的经理进行交易时声誉资本的价值较大,折现率较小,而且企业持续经营时,股东就不会做出对经理的专用性人力资产的准租金进行掠夺的行为。

虽然,本文通过上述分析,不同意按照一般观点的逻辑推断出的股东的后契约机会主义行为会通过掠夺对经理专用性人力资产的准租金,损害经理专用性人力资产投资积极性,从而降低社会效率的分析,但是,本文却认为,在日本,在股东和经理这一特定的交易关系中,经理专用性人力资产的准租金确实受到威胁,并且会影响社会效率。

因为,即使经理专用性人力资产的准租金不会受到股东后契约机会主义行为的威胁,还有其他一些不确定性因素威胁经理专用性人力资产的准租金。这是由于,经理专用性人力资产的准租金的存在严重依赖于该专用性资产与股东和经理这项特定交易关系的结合。经理一旦离开企业,经理专用性人力资产脱离这一特定交易关系,准租金就不复存在,虽然股东、经理以及其他的经济主体都没有得到它。本文把这种情况称为“准租金的消散(dispersal)”。准租金的消散对于社会效率的提升是不利的,由于担心脱离这一特定交易关系而导致的专用性人力资产的准租金的消散,经理事前进行专用性人力资产投资的积极性就会受到损害,进而会导致经理专用性人力资产的投资偏离最优的效率。

#### 四、经理专用性人力资产准租金的保护

对经理专用性人力资产产生准租金消散威胁的不确定性因素主要有两个:一是破产,二是外部敌意接管。破产直接导致经理专用性人力资产准租金的消散,而敌意接管后经理被迫离职的可能性大大增加了经理专用性人力资产准租金消散的风险。因此,为了保护经理专用性人力资产免受准租金消散的威胁,采取必要措施,消除破产和敌意接管等不确

定性因素的影响,对经理、股东,以及社会效率的提高都是具有积极意义的。

为了降低破产风险,除了提高企业管理水平和盈利能力之外,还需要注意两个方面的问题。第一个方面的问题是,尽量降低企业经营风险。为此,通常的做法是在企业层面进行多元化经营。但是需要注意的是,当多元化经营的范围超过了企业资源的承受能力,导致企业有限的资源在每个业务上被摊薄,影响到各个业务的盈利能力时,多元化经营反而会给企业经营带来更大的风险。因此,多元化经营必须在适当的程度下进行。另一种分散风险的方法就是相互持股。正如 Sheard(1994)和 Nakatani(1984)认为的,相互持股制度的一个作用是在成员企业之间通过企业利润的相互补偿分散风险。

降低破产风险需要注意的第二个方面的问题是,尽量保证企业的资金供应,尤其是经营困难情况下企业的资金供应。与银行相互持股,通过“主银行”制度,企业不仅可以在经营困难的情况下从银行获得贷款,保证资金供应,同时,也可以缓解债权人对于破产的压力。

对于外部敌意接管,除了提高企业价值,避免企业价值被低估之外,还可以采取以下一些做法。

第一种做法就是增大经理在企业股份持有中的份额。当经理在企业股份持有中占据较大份额时,外部敌意接管的可能性就大大降低了。然而,这种做法受到了许多因素的制约。第一个因素是,经理是否有足够的财富购买足够比例的企业股份。企业规模与拥有足够比例股份的投入是成正比关系的。在一个国民收入水平不高,财富分配比较平均的社会中,经理对大企业拥有较大股份比例的现象是难以普遍存在的。第二个因素是经理的风险承担问题。当经理的财富是有限的,从而必须将投入集中于一个企业时,对企业持有较大份额的股份意味着经理必须承担极大的企业特殊风险。因此,当经理的财富不足以使他既能进行个人的多元化投资,又能在企业中拥有足够比例的持股份额时,他就要面临将自己的专用性人力资产和物质财富全部集中在一个企业中的风险。第三个因素是政府的政策取向。经理大量持有企业股份现象的普遍存在,必然意味着个人对企业较大的控制和对社会经济的较大影响,当政府的政策取向是消除垄断力量对经济的影响时(正如日本在第二次世界大战以后初期的做法),经理对企业股份的大量持有就会遇到较大的政策障碍。因此,当上述三方面的条件不成立时,经理对企业股份的大量持有以消除外部敌意接管的威

胁,保护其专用性人力资产准租金不会消散的做法的普遍性就会受到极大限制。

第二种做法是,当外部敌意接管发生以后,导致经理被迫离开企业时,对其已经做出的专用性人力资产的投资进行事后补偿。当经理专用性人力资产对于企业的贡献超过企业对其准租金的补偿时,这种做法就是可行的。在美国,这种做法称作“金色降落伞”,这是一种被大企业普遍采用的做法。而在日本,向敌意接管后离职经理支付“金色降落伞”的做法并不普遍。这主要是由于在美国,存在规范的外部经理市场,因此,“金色降落伞”补偿的对象不是经理专用性人力资产准租金的全部,而是其可占用部分。而在日本,由于不存在较为普遍的外部经理市场,日本经理专用性人力资产的准租金存在着全部被占用的可能。因此,对于日本经理专用性人力资产投资的补偿应当按照可占用性准租金存在的概率进行补偿。但是,在当事人之间信息不均衡的时候,谈判成本将大大增加,于是,需要寻求成本更低的解决办法。

第三种做法就是要求股东不向外部敌意接管者出售企业股份,阻止敌意接管的成功,这就是日本普遍存在的“稳定股东工作”。本文认为在经理进行稳定股东工作的过程中,存在着经理与股东之间的博弈,为了使博弈向着有利于自己的均衡发展,经理采取了多种“承诺行动”。经理与股东之间的“稳定股东”博弈的情况如下所述。

在这个“稳定股东博弈”中,参与人有两个:一个是经理,一个是潜在股东。博弈行动的顺序如下:

(1) 股东先选择是否对企业投资,持有企业股份。如果对企业持股,则需要投入  $C_1$ ,如果不对企业持股,把资金投向其他投资机会,可获得的最低收益为  $H_1$ ,则  $H_1$  就是股东向企业投资的机会成本。

(2) 如果股东向企业投资持股,经理决定是否向企业做出专用性人力资产的投资。由于假定的是日本企业,因此,经理不向企业做出专用性人力资产投资就意味着企业没有合适的经理。因此,股东会选择退出,寻找其他投资机会,并获得  $H_1$  的收益,但这一过程需要付出一定的成本,记为  $C_r, C_r > 0$ 。

(3) 如果经理选择向企业做出专用性人力资产投资,企业会顺利经营。当外部敌意接管者向股东发出收购要约时,股东有两个选择:出售股份或者不出售股份。如果股东选择出售股份,其博弈支付 (pay off) 为  $C_g - C_1$ ,其中  $C_g$  为敌意接管者的出价。而经理由于在敌意接管后被迫离职,自身专用性人力资产的准租金将全部消散,则其博弈支付为  $-(Q - \epsilon)$ ;如果

股东不出售股份,其将不能得到资本利得,只能得到投资收益  $H_h$ ,假设  $C_g - C_1 > H_h$ ,而且由于经理专用性人力资产的投资,  $H_h > H_1$ ,而经理专用性人力资产的准租金也不会消散,其支付为  $Q$ 。

这一博弈的博弈树如图 1 所示。

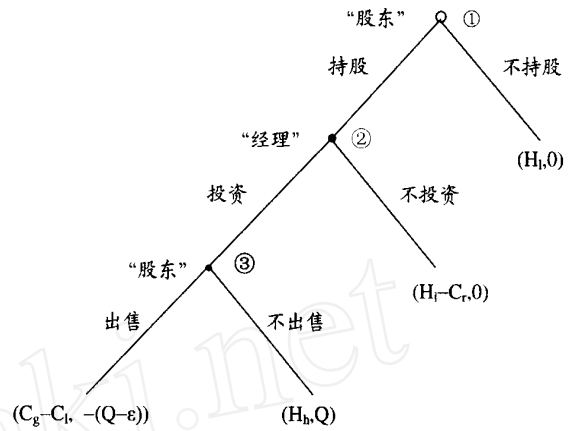


图 1 稳定股东博弈

这是一个完全且完美信息动态博弈,使用逆向归纳法 (backwardsinduction) 求得该博弈的“子博弈精炼纳什均衡”(subgameperfectNashequilibrium) 为: 股东选择{不持股,出售}, 经理选择{不投资}。均衡结果为,股东不向企业持股,均衡支付为  $(H_1, 0)$ 。

这时,经理为了改变这一博弈的子博弈精炼纳什均衡,采取了两种承诺行动,以改变自己的行动空间。第一种承诺行动是相互持股,即经理通过企业持有其股东(它也是一家企业)一定比例的股份。这时,如果股东在决策点①上选择向敌意接管者出售股份,则经理就会采取报复行动,也将其持有的股东的股份出售给股东的敌意接管者。为此,股东将因此遭受损失。第二种承诺行动是长期商业交易关系。即经理在股东做出向敌意接管者出售股份的决策后,立即中止本企业与股东的长期商业交易关系,迫使股东重新寻找商业交易关系,提高其交易成本,使股东也因为这种报复行动而遭受损失。

经过这两种承诺行动后,经理的行动空间发生了变化,即在股东做出向外部敌意接管者出售或不出售股份的决策后,经理可以选择向股东做出报复或不报复的行动选择。

假设,股东向外部敌意接管者出售股份后,经理选择报复,即利用相互持股将股东的股份出售,或者中断与股东的长期商业交易关系,或两种方法都加以采用。这时,股东受到的损失为  $S$ , 股东的支付于是变为  $C_g - C_1 - S$ 。假设,  $C_g - C_1 - S < H_h$ , 并且,通过报复后,经理也得到了收益<sup>⑩</sup>,且  $> 0$ 。则经过经理的承诺行动之后,双方参与人的博弈过程发生了变化。增加了承诺行动的新博弈树如图 2 所示。

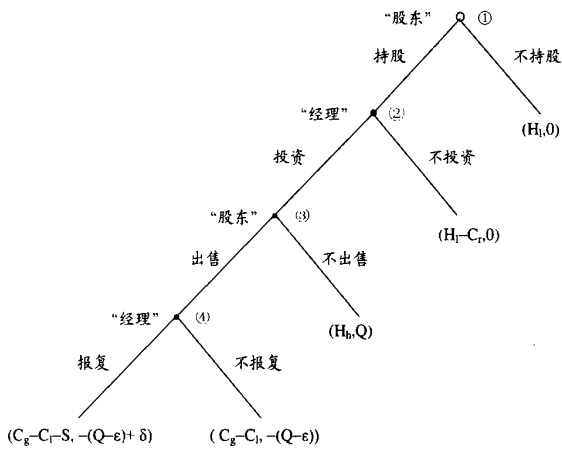


图2 承诺行动的稳定股东博弈

使用逆向归纳法求得该博弈的子博弈精炼纳什均衡为: 股东选择{持股, 不出售}, 经理选择{投资, 报复}。均衡结果为, 股东持股, 经理投资, 股东不出售。均衡支付为  $(H_n, Q)$ 。

因此, 在稳定股东的博弈中, 经理通过采用相互持股和长期商业交易关系的方法, 进行承诺行动, 使得博弈达到了令自己满意的均衡, 消除了外部敌意接管的威胁, 保护自身专用性人力资产的准租金免于消散。

## 五、道德风险与人力资产纵向一体化

为了保护经理专用性人力资产的准租金免于消散, 日本采取主银行制度、相互持股制度和稳定股东制度, 以减轻破产和外部敌意接管导致的经理专用性人力资产与企业的特定交易关系的不确定性。虽然, 这样保证了经理专用性人力资产投资的效率, 但是, 外部经理市场、接管市场以及资本市场等对经理监督作用的弱化, 使得经理的后契约机会主义的动机越来越显现, 而股东也逐渐暴露在经理道德风险的威胁之下, 这时, 经理与股东的地位发生了根本性转变, 现在股东是在向企业和经理做出了专用性投资。

在信息不对称的情况下, 分散的股权结构使得股东很难对经理实施有效的监督, 必须借助于董事会、报酬制度、外部经理市场、产品市场、资本市场和接管市场等共同作用, 以克服经理的道德风险问题。德姆塞茨 (Demsetz, Harold) 对这些机制作了总结, 并对它们的有效性保持了乐观的态度, 他认为: “在现代公司中有几种方法可以引导专业管理者为股东的利益服务——集中所有权, 资本市场衡量管理者业绩的结果, 法律程序以及报酬制度。要使所有这些机制把现代公司变得和新古典理论所描述的企业完全一样是不可能的。但是, 这些方法对伯利和米恩斯的理论提出了严肃的质疑。”<sup>⑩</sup>然而如果这些监督

机制中的大部分如本文前面所述不再有效发挥作用时, 股东面临经理机会主义的威胁似乎是不可避免的。

由于股东专用性投资的质量是不可改变的, 而且, 由于信息不对称导致的经理机会主义行为的隐蔽性, 使得经理因为机会主义行为而使其信誉受到损害的风险大大降低了, 这些都鼓励了经理机会主义行为的积极性。当大量的中小股东在事前预期到这种状况的出现是不可避免的时候, 他们事前的投资就会偏离最优的效率, 投资不足的现象将会出现。

为了保护股东事前投资的积极性, 机会主义动机和信息不对称问题的克服是关键。可以采用的方法有长期契约与纵向一体化。

实际上, 通过稳定股东制度和长期雇佣关系, 经理与股东已经处在一种长期契约关系下了。克莱因、克劳福德和阿尔钦 (1978) 指出, 作为可供选择的长期契约形式有两种, 一种是由政府或其他外部机构通过法律实施的明确的契约, 另一种是由市场机制实施的隐含契约。通常而言, 明确契约的实施是需要较高成本的, 它包括“确定可能出现的意外和控制的成本以及在法庭上调查损失和实施契约的诉讼费用”<sup>⑪</sup>。因此, 隐含契约, 而不是明确契约是一个经常的选择。隐含契约“运行的方式之一是给潜在的欺诈者提供一种未来的‘贴水’ (溢价), 更精确地说就是使价格大大高于平均可变 (即可预防) 成本以保证准租金流量, 并且使它超过从欺诈中获得的潜在收入。”<sup>⑫</sup>

然而在经理与股东的长期契约关系中, 这种支付溢价的方法受到两个因素的制约。

第一个因素是交易期限。如果经理与股东的契约关系是无限重复的, 机会主义行为有被遏制的可能。但是由于经理有退休的年龄, 因此, 经理与股东的交易是有最后期限的, 因此, “无论贴水多高, 欺诈活动在最后期限的开始阶段总会发生。如果交易者对此惧怕, 那么建立在信用上的交易 (即双方都对对方的诚意保有期望) 就会在最后期限到来之前终止”<sup>⑬</sup>。“解决问题的方案是, 通过若干第三者 (如作为第三者的代理机构和政府实施机构) 来制止违反默认契约的行为以预防所说的这种违约活动。不同的是, 无法确定的长期生存的、可出售的牌子资产价值的潜在损失可以作为制止欺诈的威慑力量, 即使在双方当事人之间这种契约有一个最终期限。如果在一个时空广阔的经济中, 一方非机会主义行为的这种信誉可以出售并可以用在以后的交易之中, 那么在‘最后’时期对购买者进行任何欺诈的企业都会

蒙受资本损失。<sup>⑩</sup>在日本的企业中,经理与股东的关系是有最后期限的,此前的机会主义肯定会发生。但是,上述的第一种方法回到了明确契约而变得成本较高,而第二种方法由于缺乏外部经理市场也降低了其使用效率。

第二个因素是信息的均衡问题。“只要交易双方对由欺诈而获得的潜在的短期收入有相同的估计,这种保险<sup>⑪</sup>的数额就会达到供求均衡,可以预料机会主义行为就不会发生<sup>⑫</sup>。而这取决于双方对于信息的同样掌握和同样的计算能力。当经理与股东双方的信息不均衡,从而“潜在的欺诈者对从机会主义行为中可获得的短期收入的估计可能在某时会高于另一些企业的估计。因此,支付的最佳的贴水就会减少,机会主义行为就会发生<sup>⑬</sup>。

因此,在股东和经理之间建立长期契约以克服经理机会主义行为的办法,受到了诸多因素的制约,当这些条件不具备时,长期契约对于经理的机会主义行为的制约作用就十分有限。

克服经理机会主义行为,以保护股东事前投资积极性的第二种方法就是实现股东和经理的人力资产纵向一体化。这种人力资产纵向一体化的形式可以有两种。第一种是直接的纵向一体化,即经理持有企业的大部分股份,转变为企业的大股东,即通常所说的“管理层收购”(management buy-out, MBO)。但正如前面的分析所指出的,这种形式受到了经理风险承担能力和政府政策取向等因素制约。当这些条件不具备时,这种直接的人力资产的纵向一体化的方式就变得不可行。进行股东和经理人力资产纵向一体化的第二种形式就是间接的纵向一体化,即相互持股,即经理通过企业持有本企业法人股东的股份,达到间接的纵向一体化。

因此,相互持股作为一种间接的人力资产的纵向一体化方法,其目的是为了克服特定交易关系中经理对股东的道德风险问题。

## 六、结论及对中国的启示

综上所述,虽然现有的理论从多个方面对日本相互持股起源做出了解释,但是由于忽视了日本经济体系的特殊性,它们对于日本相互持股起源的必然性缺乏足够的解释力。因此,本文从日本经济体系的特殊性出发,以长期雇用制及其造成的外部经理市场的缺乏为分析的基础,指出日本特殊的经理市场的安排,以及由此造成的日本经理特殊的专用性人力资产是导致相互持股制度出现的重要原因。与一般的观点所不同的是,本文认为,在经理做出专

用性人力资产投资之后,其准租金受到股东后契约机会主义行为威胁而被掠夺的可能性并不大。但是,当破产和外部敌意接管等不确定因素严重影响经理专用性人力资产与企业的特定交易关系的稳定性时,经理专用性人力资产的准租金有消散的可能。为了防止经理专用性人力资产准租金的消散,许多方法被用于减轻破产和外部敌意接管对经理专用性人力资产的威胁,其中一些方法由于受到诸多因素的限制而无法普遍采用。于是,主银行制、相互持股、稳定股东等制度就被用于减轻破产和外部敌意接管的威胁。然而,当这些方法实施以后,股东就会受到经理道德风险的极大威胁。由于许多因素的制约,用于克服经理机会主义行为的长期契约关系以及直接的人力资产纵向一体化等方法不能普遍采用。于是,相互持股作为一种间接的人力资产纵向一体化的形式就出现了,其目的是保护股东事前投资的效率。

由于种种原因,完善的外部经理市场在中国也非常缺乏,因此,同日本的情形十分相似的是,在经济转型与开放的环境变化中,中国也面临着经理专用性人力资产准租金的消散与保护的严重问题。此时中国的选择有两个:一是通过加快外部经理市场的建设解决这一问题,即选择美英的A模式(A system);二是在外部经理市场缺乏的现实下,寻求相互持股的解决办法,即选择日本的J模式(J system)。所以,对于这一问题的解决,不仅决定着中国企业所有权制度的选择,而且影响到中国整个经济体系的制度选择。因此,中国应当认真分析这两种企业制度各自的优缺点,并结合自身实际情况,选择适合自身情况的企业所有权制度。

### 注释:

有关日本长期雇用制的产生与发展,参见程永明:《日本终身雇用制的过去、现状及今后的发展趋势》,见南开大学日本研究中心编:《日本研究论集(2001)》,86~90页,天津,天津人民出版社,2001。

这里的经理指的是广义意义上的企业经营者。在日本的股份公司中,经营者一般指的是董事,同时也包含了监事,而总经理通常都是从董事中选任的,董事长一般是由退休后的总经理担任的。参见奥村宏著:《股份制向何处去——法人资本主义的命运》,中文版,45页,北京,中国计划出版社,1996。

在日本的企业中,大约有三分之二的经理是从内部产生的,只有大约三分之一的经理是从外部产生的。而且,在外部产生的经理当中,很大一部分的来源是母公司或银行等派遣的人选以及官员的“神仙下凡”等。参见奥村宏著:《股份制向何处去——法人资本主义的命运》,中文版,46页,北京,中国计划出版社,1996。

青木昌彦、奥野正宽、村松干二:《企业的雇佣体制和战略互补性》,见青木昌彦、奥野正宽编著:《经济体制的比

较制度分析》,中文版,129~130页,北京,中国发展出版社,1999。

在这里,本文仍然沿用了克莱因、克劳福德和阿尔钦(1978)的观点,但随着分析进入到日本企业内部经理专用性人力资产的准租金,本文将提出自己的观点。

尽管这两个方面并不一定同时具备。

但是,Mitsuaki Okabe(2002)也指出,当外部环境发生变化(例如会计制度发生变化)时,相互持股也可能导致企业风险的增加。因此,相互持股也必须在不断变化的环境中进行调整,寻找适合的范围与程度。

这时,再称其为股东已经不合适了,因为他们两个参与人互为股东。但是为了与前面保持一致,并且不至于发生混乱,这里及以下仍沿用上面的称呼。

主要是其经理。

狭义的相互持股难以完成这样的报复行为,必须借助于企业集团内的“多角的、圆环状或者矩阵型的相互持股”机制。

⑪经理通过报复取得的收益主要是心理方面的和声誉方面的。

⑫哈罗德·德姆塞茨:《企业经济学》,中文版,53页,北京,中国社会科学出版社,1999。

⑬⑭⑮⑯⑰本杰明·克莱因、罗伯特·克劳福德、阿尔曼·阿尔钦:《纵向一体化、可占用性租金与竞争性缔约过程》,见陈郁编:《企业制度与市场组织——交易费用经济学文选》,117、118、141、141~142、118、119页,上海,上海三联书店、上海人民出版社,1996。

⑱即溢价。

#### 参考文献:

1. 奥村宏:《法人资本主义》,日文版,御茶水书房,1984。

2. 马场克三:《株式会社金融论》,日文版,森山书店,1976。

3. 今井贤一:《现代产业组织》,日文版,岩波书店,1982。

4. 桥本寿朗:《日本经济论——20世纪体系和日本经济》,中文版,上海,上海财经大学出版社,1997。

5. 程永明:《日本终身雇用制的过去、现状及今后的发展趋势》,见南开大学日本研究中心编:《日本研究论集(2001)》,86~90页,天津,天津人民出版社,2001。

6. 奥村宏:《股份制向何处去——法人资本主义的命运》,中文版,北京,中国计划出版社,1996。

7. 青木昌彦、奥野正宽 编著:《经济体制的比较制度分析》,中文版,北京,中国发展出版社,1999。

8. Sheard, P., 1994. "Interlocking Shareholdings and Corporate Governance," in M. Aoki and R. Dore, eds., *The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength*. Oxford: Oxford University Press.

9. Nakatani, I., 1984. "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in M. Aoki, eds., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*. North-Holland.

10. Mitsuaki Okabe, 2002. *Cross Shareholdings in Japan*. Edward Elgar Publishing, Inc..

11. 哈罗德·德姆塞茨 著:《企业经济学》,中文版,北京,中国社会科学出版社,1999。

12. 本杰明·克莱因、罗伯特·克劳福德、阿尔曼·阿尔钦:《纵向一体化、可占用性租金与竞争性缔约过程》,见陈郁编:《企业制度与市场组织——交易费用经济学文选》,上海,上海三联书店、上海人民出版社,1996。

(作者单位:西北大学经济管理学院 西安 710069)

(责任编辑:N、Q)

(上接第11页)庸俗说、辩护说是完全没有道理的,是任何一个有良知的学者所不能接受的。

上述可见,我们同该文作者之间的分歧,是全面的、系统的、实质性的。它不仅涉及到劳动价值论的基本范畴与原理及整个理论体系,而且还涉及到对马克思劳动价值论的整个价值评价。因此,我们之间的分歧,不是一个简单的要不要发展马克思劳动价值论的问题,而是一个要不要坚持马克思劳动价值论的问题,甚至还是一个关乎当年该不该有一个马克思劳动价值论问世的问题。因为作者说过,马克思的劳动价值论只不过是为了“使李嘉图的劳动价值论得以维持并使其‘发展’能自圆其说”而已,甚至连这一点也没能做到,最后还是“使李嘉图矛盾重新凸现出来,并使人们不得不重新审视穆勒和麦氏的相关解释。”另外,马克思的“劳动价值论也可能成为庸俗的理论,坚持劳动价值论也可能不自觉地成为资产阶级的辩护士。”这就足以说明问题的实质。

文章写到最后,使我们想到了美国著名经济学家熊彼特先生说过的一句话。他说:“对于马克思的体系来说,这样的非难,甚至是完全的否定,并不能给予马克思的理论体系致命一击,而只能有助于揭示这个体系的力量。”<sup>⑳</sup>现在,笔者就用这一句话来作为本文的结束语。

#### 注释:

⑬⑭⑮⑯⑰马克思:《资本论》,中文版,第1卷,47、54、49、97(注31)、98(注32)、55、61、260页,北京,人民出版社,1972。

⑱见屈炳祥:《论资本论与马克思的时间经济学》,载《当代经济研究》,1999(11)。

⑲⑳《资本论》,中文版,第3卷,214、214、201、716、717、726、745、745页,北京,人民出版社,1974。

㉑大卫·李嘉图:《政治经济学及赋税原理》,中文版,238~239页,北京,商务印书馆,1962。

㉒⑳约瑟夫·熊彼特:《从马克思到凯恩斯》,中文版,22、1页,南京,江苏人民出版社,1999。

(作者单位:武汉大学市场经济研究中心 武汉 430072)

(责任编辑:Q)