

# 债权人相机控制的机理、类型与机制构建

——以不完备契约理论为视角

雷新途<sup>1</sup>, 李世辉<sup>2</sup>

(1. 浙江农林大学 经济管理学院, 浙江 杭州 311300; 2. 中南大学 商学院, 湖南 长沙 410008)

**[摘要]** Aghion-Bolton 模型揭示了企业债权人相机控制的机理, 即当企业事后出现可验证的特定信号时, 一个有效率的所有权安排就是由债权人获取剩余控制权。在实践领域, 英美及德日等国家的银企关系所形成的两种类型债权人控制经验模式均存在一定的缺陷, 经验证据也表明我国尚未建立起债权人相机控制机制。兼顾美国企业债权人相机控制和日本企业债权人持续控制这两种债权人控制模式的优点并剔除它们的缺陷、建立企业与银行的一种新型合作关系, 是构建我国企业债权人相机控制机制的可行思路。

**[关键词]** 不完备契约理论; 债权契约; 债权人相机控制; A-B 模型; 剩余控制权

**[中图分类号]** F273.7 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2010)03-0101-06

## 一、引言

完备契约理论和不完备契约理论关于债权人治理的基本思路是不同的。完备契约理论着重于如何设计一份能够预期未来各种或然事件及每种事件发生时缔约各方权利和责任的完备财务契约。然而, 债权契约注定是不完备的, 事前通过缔结“激励相容”的完备债权契约来解决债权契约冲突是徒劳的。不完备契约理论则将债权契约冲突看成是缔约主体对契约剩余的争夺。这种争夺行为往往具有较强的负外部性, 使缔约主体专用性资产形成的准租金被机会主义所攫取, 结果是债权契约履约效率低下, 其再缔结的交易费用将居高不下。不完备契约理论对债权契约冲突治理的主要途径是依据不同状态对剩余控制权在债权契约的缔结主体——债权人和企业家(股东—经理)之间进行合理配置。债权人治理不仅是对债权契约冲突进行治理, 而且也是对包括股

权契约在内的财务契约冲突进行治理。

本文所探讨的债权人相机控制的具体目标包括两个方面: 一是从债权人的角度探讨债权人如何规避自身专用性投资所形成的准租金被企业家(股东—经理)所攫取, 亦即规避债权契约的冲突; 二是债权人作为财务契约重要的缔结主体如何利用债权控制机制促使包括股权契约和债权契约在内的整个不完备财务契约的履行。

## 二、基于 A-B 模型的债权人相机控制机理

在不完备契约理论视角下, 对财务契约的冲突已不再寻求旨在对股东或经理进行约束和协调的激励相容契约, 而是在事后依据“可验证的信号”(如偿债能力变化)强迫他们交出企业剩余控制权, 从而遏制机会主义倾向。事实上, 剩余控制权在企业偿债能力不足的特定状态下转移给债权人具有合理性的基础, 因为此时债权人成为企业专用性资产

[收稿日期] 2009-11-23

[基金项目] 教育部人文社科基金研究项目(07JC630055)、浙江农林大学科研发展基金人才启动项目(2009FR038)

[作者简介] 雷新途(1972—), 男, 浙江温州人, 浙江农林大学经济管理学院教授, 博士, 从事公司财务与治理研究; 李世辉(1969—), 男, 湖南益阳人, 中南大学商学院讲师, 博士, 从事公司财务与治理研究。

贡献相对最大的缔约主体,是实际的剩余索取者。债权人拥有剩余控制权,不仅是公平的而且是有效率的——债权人将有更大的激励做出适当的决策,以保护自身专用性投资的准租金不被敲竹杠的同时客观上也使企业合作盈余(或剩余索取)最大化。

Aghion 和 Bolton 以不完备契约理论构造的企业剩余控制权配置模型(A-B 模型),揭示了债权人相机控制的机理<sup>①</sup>。该模型假设缔约主体仅为两类:一类是有技术或管理才能但无资金的企业家 E;一类是有资本的投资者 I(可能是债权投资者,也可能是股权投资者)。目前市场有一项目需要融资 D 单位货币。受到财富约束的企业家向投资者融资,因而围绕着项目双方发生了融资缔约,即他们被模拟成“纵向一体化”。然后,该模型又假设有关项目未来必须采取的行动为  $a \in A$ (A 是行动集),而  $a$  是如此复杂以至于投资者和企业家缔结的初始融资契约是不完备的。换言之, $a$  无法全部被契约化。这个项目将产生两种收益<sup>②</sup>:一种是可证实的并可在契约中明确规定的货币收益  $m$ ;另一种是不可证实、不可转移的企业家的私人收益  $p$ 。这两种收益均为契约剩余控制权拥有者(企业家或投资者)未来采取行动的函数,分别记为  $m(a)$  和  $p(a)$ ,且均可用货币度量。这里所说的可用货币度量,其实是用货币度量私人收益的效用。一般而言,投资者只关心货币收益,企业家对货币收益和非货币收益均感兴趣。本文为了探讨不完备融资契约的缔结与项目剩余控制权的配置,将问题简化,假设将货币收益  $m(a)$  全部分配给投资者 I,而企业家 E 只享有私人收益。他们的收益分别为: $U_E = p(a)$ ,  $U_I = m(a)$ 。这就意味着融资契约安排的用意是给予企业家 E 最大限度地追求私人收益,同时对投资者 I 的投资作出补偿。但是,即便“恺撒的归恺撒,上帝的归上帝”,看似泾渭分明的收益安排也难以消除双方的利益冲突。这要归咎于前面提及的项目未来所必须采取的行动  $a$  不能被全部契约化。依据不完备契约产权理论,谁拥有项目的剩余控制权(即项目的所有权),谁就支配了未来行动  $a$ ,从而左右  $m(a)$  和  $p(a)$ 。这就是因契约不完备而内生的契约冲突。企业家 E 由于受到资本约束,没有能力收买投资者 I 做出能使收益最大化的选择  $a$ ,因此事后的重新谈判也不一定能解决这些冲突。于是,如何配置项目的剩余控制权就显得

如此重要。同时,设定纳什均衡(或相对帕累托最优)条件下的最佳行动为  $a^*$ 。这个条件是假设企业家 E 不受财富约束,可以事后像投资者 I 那样做出所谓的任意单边支付。因此,无论谁拥有剩余控制权,各方都将讨价还价使货币和非货币收益达到最大化,然后再利用单边支付对盈余进行分配。也就是说,投资者和企业家均不受财富约束,他们博弈的结果是可以寻找到纳什均衡(或相对帕累托最优)使项目总收益实现最大化。此时,最佳行动  $a^* = \arg \max_{a \in A} \{m(a) + b(a)\}$ 。但是,这里讨论的是企业家没有资本,其受到财富约束(否则,他自己直接可以为项目融资)。换言之,本文讨论基于非最佳情况下的不同剩余控制权配置与融资契约安排的关系<sup>②</sup>。

### (一) 融资契约缔结赋予企业家剩余控制权

这种情况的融资契约安排是让企业家 E 拥有具有投票权的股份,而投资者 I 拥有无投票权的股份。此时,企业家 E 拥有全部的私人收益,而投资者 I 无剩余控制权,只拥有全部的货币收益。因此,企业家 E 将采取使其私人收益最大化的行动  $a_E$ ,即:  $\text{Max}_{a \in A} p(a)$ 。在没有重新谈判的情况下,投资者 I 的货币收益是拥有剩余控制权的企业家 E 行动的函数,即:  $U_I^E = m(a_E)$ 。但是,双方重新谈判总是要发生的(因为企业家 E 拥有剩余控制权,取得重新谈判的有利地位,而且谈判结果对其是有利的)。再假定无论契约缔结的事后或事前企业家 E 都有全部的讨价还价能力,即投资者 I 无法离开企业家 E。在拥有项目所有权的情况下,企业家 E 将会主动选择最佳行动  $a^*$  以换取 C 的支付  $m(a^*) - m(a_E)$ 。此时,双方的收益将分别为:  $U_I^E = m(a_E)$ ,  $U_E^E = p(a^*) + m(a^*) - m(a_E) \geq b(a_E)$ 。

这表明当项目可以使投资者 I 至少保持收支平衡,即  $m(a_E) \geq D$ ,特别是给予投资者 I 满意的利润,即  $m(a_E) > D$  的时候,投资者 I 将会对企业家 E 做出初始的一次总付性支付  $y(a_E) - K$  的决定。也就是说,这种融资契约安排是有效率的。但问题是,如果项目不能给予投资者 I 满意的利润,甚至不能维持其收支平衡,即  $y(a_E) < K$ ,企业家 E 的控制则是无效率的。这时融资契约安排就需要将剩余控制权配置给投资者 I。

① A-B 模型是不考虑任何关系专用性投资。这点与不完备契约产权理论(GHM)的逻辑不完全一致。

② 本文以下的讨论和分析所引用的 A-B 模型主要参考了哈特的《企业、合同与财务结构》,上海三联书店/上海人民出版社,2006 版,第 121—125 页。

## (二) 融资契约缔结赋予投资者剩余控制权

这种情况的融资契约安排是让投资者  $I$  拥有全部具有投票权的股份。未经重新谈判, 投资者  $I$  将采取使货币收益最大化的行动  $a_I$ , 即:  $\text{Max}_{a \in A} m(a)$ 。此时, 投资者  $I$  的货币收益记为:  $U_I^I = m(a_I)$ , 而企业家  $E$  的私人收益则为:  $U_E^I = p(a_I)$ 。

这种情况将不会发生重新谈判。对于剩余控制权拥有者的投资者  $I$  来说,  $m(a_I)$  是其采取的行动中货币收益最大的; 而对于企业家  $E$  来说, 其在不拥有剩余控制权的同时又不拥有资本的条件下是无法就采取的行动对投资者  $I$  做出补偿。由于投资者  $I$  采取的行动  $a_I$  只是使  $m$  最大化, 而不是使  $m + p$  最大化, 剩余控制权配置给投资者  $I$  的总收益要比配置给企业家  $E$  的要小。但是, 投资者  $I$  的收益却比在企业家  $E$  控制下的收益要大, 即  $m(a_I) > D$ 。

## (三) 剩余控制权的状态依存

如果项目在投资者  $I$  拥有剩余控制权的情况下不仅总收益达不到最优, 而且货币收益也不能维持投资者  $I$  的收支平衡, 即  $m(a_I) < D$ , 那么对剩余控制权采用相机控制就可能优于上述两种单边剩余控制权配置方式, 即按照一定的概率  $\sigma$  将剩余控制权配置给企业家  $E$  (此时投资者  $I$  拥有剩余控制权的概率为  $1 - \sigma$ ), 其中  $\sigma$  的选择将使投资者  $I$  按平均计算收支平衡, 即:  $\sigma m(a_E) + (1 - \sigma)m(a_I) = D$ 。

为了更好地解释随机控制, Hart 在 A - B 模型基础上进行了改进<sup>[2]</sup>。他假定项目收入  $m$  取决于一种可证实的状态  $\theta$ 。 $\theta$  是在契约缔结之后和在  $a$  选择之前实现的 (私人利益  $p$  将独立于  $\theta$ )。于是,  $m(a, \theta) = \alpha(\theta)z(a) + \beta(\theta)$ , 其中  $\alpha > 0, \alpha'(\theta) < 0, z > 0$ 。

假定项目存在一个剩余控制权舍弃点  $\theta^*$ 。当  $\theta > \theta^*$  为一种高状态时, 给定  $\alpha'(\theta) < 0$ , 采取行动的选择对  $m$  的影响则相对小, 这时企业家  $E$  应当控制行动; 而当  $\theta < \theta^*$  为一种低状态时, 给定  $\alpha'(\theta) > 0$ , 采取行动的选择对  $m$  的影响则相对大, 这时投资者  $I$  应当控制行动。对于所有的  $a \in A, \alpha'(\theta)z(a) + \beta'(\theta) > 0$ , 高  $\theta$  状态对应的是高利润状态; 反之, 对于所有的  $a \in A, \alpha'(\theta)z(a) + \beta'(\theta) \leq 0$ , 低  $\theta$  状态对应的是低利润状态。因此, 当项目  $\theta$  显示为高利润状态时, 企业家  $E$  将获得剩余控制权; 而当项目显示为低利润状态时, 投资者  $I$  取得剩余控制权。这就是剩余控制权的状态依存。

在不完备财务契约理论视角下, 债权人相机控制的基本原理是: 当企业运作正常、没有出现可验证

的特定信号时, 企业经理或股东拥有剩余控制权, 债权人干预企业的经营; 而当企业出现可验证的特定信号 (如不能偿还到期债务, 不能获得预期利润或出现严重亏损, 发生对企业持续经营有致命影响的重大事件等) 时, 一个有效率的做法就是让企业剩余控制权发生转移, 由债权人拥有剩余控制权<sup>[1-4]</sup>。

## 三、债权人相机控制的类型比较

债权人相机控制实际上涉及银行与企业之间的关系。目前银企之间的关系主要有两大类型, 即美英银企关系类型和德日银企关系类型。这两种类型银企关系的形成与这些国家制度环境的差异密切相关。美国和英国的公共制度较为完备和成熟, 市场 (特别是资本市场) 效率高, 企业治理更多依赖市场自身选择的外部机制即所谓的“用脚投票”, 其股东、债权人与以 CEO 为首的经理层之间的权利界限较为清晰; 而德国和日本的企业治理则更多依赖企业内部机制即所谓的“用手投票”, 股东、债权人与以 CEO 为首的经理层之间的权利界限相对模糊。

德日两国的银企关系相当紧密, 银行对企业事务的介入几乎是全程的, 因为银行不仅是企业的债权人, 而且也是企业的大股东。这使债权人一开始就参与对企业的控制, 包括产业选择、组织结构构建、董事会组成以及人事安排等等。以日本企业为例, 大部分企业均有主办银行, 即存在一个企业主要资金提供者并且长期保持稳定关系的银行, 同时银行一般也是企业的大股东。主办银行在向企业提供资金的同时, 也对企业生产经营的全过程进行财务监控, 当然也包括企业出现重大亏损或者财务状况恶化时的财务救助。可见, 德日两国的银行对企业的控制不属于相机控制, 而是一种持续控制。

美英两国的银企关系不是很紧密, 银行平常对企业事务介入不深, 基本上不干预企业的日常经营决策, 只是按照债权契约进行惯例性的债权管理, 如事前对贷款项目现金流、贷款风险、借款企业资质状况进行严格审查, 事中要求借款企业呈报财务状况以及时掌握贷款项目的风险变化。但是, 银行对企业深入介入甚至取得企业控制权则是在借款企业出现某种所谓的“事后可验证的信号”之时。换言之, 整体上美国和英国的银行对企业的控制基本上体现了较为纯粹的相机控制。而事实上, 美国企业债权人相机控制是较为成功的。很多贷款的金融机构当企业出现财务危机时便会以某种形式取得企业的控制权, 对企业直接、积极地进行干预。在金融机构各种干预中, 有

两种形式最能体现债权人相机控制的实质内容:一是更换企业高层经理人员;二是选择清算公司。因为在股权相对分散的英美两国资本市场,所有权和经营权分离程度相对较大,以 CEO 为首的经理层往往控制着

企业,因此债权人对高层经理人员的选择体现了控制权实质性的转移,也较好地反映了债权人相机控制的特点。表 1 是 1977 年—1981 年美国企业债权人相机控制中更换高层经理人员的典型案例。

表 1 美国企业债权人相机控制的实践案例

企业名称	诱发控制权转移的原因	时间(年)	债权人相机控制的具体内容	债务处理办法
1 巴威克工业	无法偿还债务	1976—1979	更换总裁(公司创始人)	重新谈判
2 布兰尼夫航空	无法偿还债务	1980	更换总裁	重新谈判
3 科尔格特	利润下降	1979	更换总裁,银行主持董事会	不详
4 联邦石油	无法偿还债务	1977—1980	更换主要经理人员	重新谈判
5 戴林	严重亏损	1974—1978	更换总裁	破产清算
6 法拉赫	严重亏损	1977	更换总裁	重新谈判
7 通用皮鞋	严重亏损	1977	更换主要高级经理人,迫使董事会采取行动	不详
8 海湾	丑闻被揭露	1976	更换总裁,迫使董事会采取行动	不详
9 洛克希德	行贿被揭露	1974—1977	更换总裁	重新谈判,债权人取得 13% 股权
10 马特尔	利润下降	1975	更换总裁	重新谈判
11 奥康奈特	亏损	1976	更换总裁	重新谈判
12 普尔曼	利润下降	1979—1980	更换总裁	兼并
13 罗尔	无法偿还债务	1975—1980	更换总裁	重新谈判
14 UMM	两年亏损,内部争执	1975—1980	更换总裁	重新谈判,最终选择破产清算

注:本表是依据李心合的“美国银行对主要工商企业的财务干预案例”整理而得<sup>[5]</sup>。原表共有 42 个案例,本表仅选用了更换高层经理的案例。

从表 1 可以看出,迫使企业控制权由经理(或股东)转移到债权人手上的所谓“事后可验证的信号”,主要有无法偿还到期的债务、亏损、利润下降或者重大事件(如丑闻暴露)。当这些信号出现时,债权人在成为企业控制者(或主要控制者)的同时也由固定索取者转换为剩余索取者,其有激励按照剩余最大化的财务目标选择行动。这也是对不完备财务契约缔约主体关系型专用性投资的激励和保护。

#### 四、构建我国企业债权人相机控制机制的基本思路

我国企业债权人控制属于哪一种类型呢?我国现行的《中华人民共和国商业银行法》规定,商业银行不得从事向非银行金融机构和企业投资的业务<sup>①</sup>。这就决定了我国企业债权人不可能实行像日本(即日本的主办银行制度)那样的相机控制。诸多研究也表明我国企业债权人相机控制机制尚未真正建立起来。国内学者通过实证检验显示,我国企业债权人整体治理效应不甚理想。例如,杜莹和刘立国选取了 1999 年—2001 年共 288 个样本,以主营业务利

润率、总资产收益率、净资产收益率分别与债务相关性进行回归,发现我国的债权治理存在负面效应,即债务高的公司业绩反而不好<sup>[6]</sup>。于东智选取了 1083 家上市公司,采用 1997 年—2001 年间的的面板数据进行检验。他也得出了令人失望的结果,即我国上市公司债权治理具有无效性特征<sup>[7]</sup>。邓莉、张宗益、李宏胜等则对银行债权的治理效应进行了实证检验。结果表明,无论短期贷款还是长期贷款,对借款企业的治理效应均不显著<sup>[8]</sup>。但是,相对我国大多数的文献,最能直接说明我国企业是否存在债权人相机控制机制的是沈艺峰、沈洪涛、张俊生的实证研究。他们以我国陷入财务困境的 ST 公司为样本,检验债权人在公司出现财务困境情况下(即“事后出现可验证的信号”)是否发挥控制作用——高级经理人员是否因此被迫更换。检验结果表明,公司债务水平与高级经理人员更换的概率不存在显著的正相关,而公司业绩与高级经理人员更换概率的关系也不显著;负债比率高的 ST 公司高级经理人员更换的频率

<sup>①</sup>我国现行的《中华人民共和国商业银行法》是 1995 年 5 月 10 日第八届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议通过的。2003 年 12 月 27 日第十届全国人民代表大会常务委员会第六次会议对该法进行了修订,其中第四十三条规定:“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”。

与负债比率低的 ST 公司高级经理人员更换的频率之间没有显著的差异。这说明即便“事后出现可验证的信号”,即企业陷入财务困境,我国企业债权人也无法取得企业剩余控制权,不能对高级经理人员的去留问题施加影响。他们的实证研究同时也发现董事会构成是唯一与公司高级经理人员更换概率显著相关<sup>[9]</sup>。这说明我国尚未真正建立起企业债权人相机控制机制,不完备财务契约的治理与履行更多的是依赖以董事会为核心的股东治理机制来完成的。

我国企业债权人相机控制机制的严重缺失与我国商业银行和企业绝大部分是国有企业(或控股股东是国有机构)有关。银行和企业终极所有者的同一性决定了企业债权的软约束。另外一个影响债权人相机控制效应的是《中华人民共和国企业破产法》(以下简称《企业破产法》)。只有当《企业破产法》严格保护债权人的利益、以法定破产程序保障债权人在企业发生财务危机时能够积极介入并拥有企业全部或部分控制权时,债权人相机控制才能可行。虽然我国企业破产立法多年(《企业破产法》于 1986 年开始试行),但是债权人真正主导企业破产清算或重组的案例并不多见,而且国有企业也不完全适用《企业破产法》。

不过,随着产权改革的进一步深化以及银行贷款的激励与约束机制的建立和强化,债权软约束现象将会得到缓解。2007 年 6 月 1 日我国新的《企业破产法》开始实施。新的《企业破产法》重新界定了企业破产清偿顺序,平衡了劳动债权与担保债权的权益,规定了工资清偿不再优先;并且将该法律的适用范围扩大到所有企业类型,国有企业不再受到特殊政策的照顾。可以预见,债权人的利益保障将不断加强。但是,我们尚需思考的问题是:我国究竟要建立哪种类型的债权人控制机制才能有效率?

从美国和日本的经验来看,纯粹强调某一类型的控制模式均有缺陷。美国企业债权人纯粹的相机控制体现在只有当出现事后可观测且可验证的信号时,银行才取得企业的控制权。从时间上来看,债权人取得控制权有些迟了,因为即使更换高级经理人员或者选择重组或破产,也无法挽回已经发生的损失。正因为如此,现在美国很多大型企业与银行之间逐渐建立起新型的银企关系,如互派董事就是针对纯粹的债权人相机控制所采取的辅助性措施。从德日两国的银企关系来看,债权人和股东的身份合二为一使债权人深度介入企业管理和控制。这类银

企关系的弊端日益明显,特别是亚洲金融危机爆发后,日本国内一些大型企业集团纷纷倒闭,从而使人们对债权人过度、持续介入企业控制权的制度产生了怀疑。究其原因:一是由于债权人干预了企业经理层的正常经营决策,自然牺牲了部分管理专业化分工带来的效率(这也从侧面说明了相机控制的合理性);二是造成了债权人对股东监督不能独立进行,使契约冲突的规避少了债权治理这一项,从而影响整体治理效应。

因此,构建一个有效率的我国企业债权人相机控制机制的可行思路是:兼顾美国企业债权人相机控制和日本企业债权人持续控制这两种模式的优点,剔除其缺陷,使企业与银行建立起一种新型的合作关系。首先,从外围环境方面要规范和完善《企业破产法》等相关法律法规,强化债权人利益保障机制,确保特定状态下企业剩余控制权能够顺利转移给债权人,以发挥债权人治理的作用。事实上,我国国有企业改制和优化资本结构中已经大量使用的“债转股”,从某个角度看也可以理解成债权人在企业特定状态下取得企业控制权的一种机制。因此,法规制度进一步规范和完善、债权人能够顺利转变为股东,是债务企业在财务恶化条件下保护债权人利益的重要手段。其次,银行与企业应同时保持适度的债权和股权关系。换言之,当银行的身份既是债权人又是股东时,债权控制与股权控制可以相互补充。这有助于确保银行在无论何种状态下都能分享一定的企业剩余控制权<sup>[10]</sup>。但是,在银行对企业混合投资的条件下如何使银行与企业保持适当的距离(即股权投资比例多大才合适),则是这种双重关系是否有效率的决定因素。最后,债权人可以向负债规模大的企业派出董事以优化债务企业董事会的结构,真正使银行与企业成为利益共同体。派出董事的首要职责是监督和及时发现问题而非决策,所以其对债务企业经营事务的介入应当适度。同时,债权人派出董事也应区别于独立董事,因为派出董事只是代表债权人而非所有的利益相关者。

#### [参考文献]

- [1] Aghion P, Bolton P. An incomplete contracts approach to financial contracting[J]. *Review of Economic Studies*, 1992, 59:473-494.
- [2] Hart O. *Firms, contracts and financial structure*[M]. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- [3] Dewatripont M, Jewett I, Tirole J. A theory of debt and equity.

Diversity of securities and manager-shareholder congruence [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994; 1027 - 1054.

[4] Bergolf, Thadden. Short-term versus long-term interests; capital structure with multiple investors [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, 109; 1055 - 1084.

[5] 李心合. 利益相关者财务论: 新制度主义与财务学的互动和发展 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2003; 354 - 358.

[6] 杜莹, 刘立国. 中国上市公司债权治理效率的实证分析 [J]. 证券市场导报, 2002(12): 66 - 69.

[7] 于东智. 资本结构、债权治理与公司绩效 [J]. 中国工业经济, 2003(1): 87 - 94.

[8] 邓莉, 张宗益, 李宏胜. 银行债权的公司治理效应研究 [J]. 金融研究, 2007(1): 61 - 70.

[9] 沈艺峰, 沈洪涛, 张俊生. 中国上市公司负债是否发挥控制作用 [J]. 证券市场导报, 2006(2): 43 - 50.

[10] 苏正建, 牛成喆. 债权人财务治理研究 [J]. 审计与经济研究, 2006(4): 52 - 55.

[责任编辑: 陆惠敏]

## Mechanism, Type and Construction of Creditors Contingent Control: From the Perspective of Incomplete Contract Theory

LEI Xin-tu<sup>1</sup>, LI Shi-hui<sup>2</sup>

(School of Economics and Management, Zhejiang Agriculture and Forestry University, Hangzhou 311300, China;

2. School of Business, Central South University, Changsha 410008, China)

**Abstract:** Aghion-Bolton model reveals the mechanism of enterprise creditors contingent control, namely, creditors to obtain residual control rights is an efficient ownership arrangement when a specific ex-post signal appears verifiable. In practice, the United States, Britain, German and Japan have formed the experience modes of two types of creditors control, but the United States and Britain model, the German and Japanese model have their own shortcomings. A practical way of constructing China's enterprises creditors contingent control mechanism is to balance between the two types of control modes, which is to establish a new type of cooperative relationship between creditors and banks.

**Key Words:** incomplete contractual theory; debt contracts; creditor's contingent control; A-B model; residual control rights

(上接第 100 页)

## The Sustainability of the Current RMB Exchange Rate Regime: An Analysis Based on the Hypothesis of "Vanishing Intermediary Exchange Rate Regime"

ZHAO Yan-zhi<sup>1</sup>, LI Feng-yu<sup>2</sup>

(1. Surrey International School, Northeast University of Finance and Economics, Dalian 116025, China;

2. Academy of Economy and Social Development/Public Policy Center, Northeast University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

**Abstract:** The hypothesis of "vanishing intermediary exchange rate regime" has been used by the main stream of economics to justify the exchange rate regime selection for developing countries. The hypothesis suggests that developing countries should adopt the "corner solution" of exchange regime. This paper analyzes the sustainability of China's current exchange regime by focusing on the feasibility of "corner solution" in China and concludes that it is infeasible for China under the circumstance of low level of monetary policy implementation, the economic structural adjustment, employment pressure and the imperfect financial system. The current exchange rate regime of "soft pegging" to dollar is the best choice for China both currently and in the near future.

**Key Words:** RMB exchange regime; vanishing intermediary exchange rate; corner solution; exchange rate misalignment; "soft pegging"