

利益冲突、注资预期与农信社经营困局^{*}

中国人民大学财政金融政策研究中心 陈雨露 马勇

摘要：农信社经营之所以长期处于困境，问题的核心和关键根植于国家、农信社和地方政府彼此纠结的复杂利益关系中。通过建立经济模型，本文初步解释了利益冲突背景下农信社经营者的高风险偏好和努力程度的衰减，以及由注资预期所引发的道德风险问题的恶化。模型分析表明：（1）农信社经营者的努力程度衰减和风险偏好的异常改变导致了农信社经营效率的低下；（2）同时作为“内部人”和管理者的地方政府很难真正代表国家的偏好和利益行事，反而存在与农信社经营者“共谋”进行利益输送的可能性；（3）在“三农”问题政治化的背景下，国家注资所引发的道德风险和“援助预期”问题使得农信社在高风险偏好和低效率经营的道路上形成了某种惯性依赖，最终偏离了市场化改革的逻辑初衷。

一、引言

农村信用社的改革和发展是中国农村金融研究中无法绕过的话题，这不仅是因为其在中国农村金融市场举足轻重的“主力军”地位，更在于其改革和发展的复杂性已经深深地嵌入到中国特殊的政治、经济和文化背景中。中国的农村信用社原本植根于广大农村，却逐渐走向了城市；初定于合作制，却最终偏离了合作方向；寄希望于股东成员自治，却最终演化成了官办机构。此间种种悖论与未解之谜，简直就是中国农村金融复杂图景的一个缩影。尤其是旨在对农信社进行深入改革的 2003 年“国务院 15 号文件”¹公布后，由注资引发的关于农信社改革和发展的讨论再次成为学界瞩目的焦点。

“03 改革方案”实际上明确了“国家宏观调控、加强监管，省级政府依法管理、落实责任，信用社自我约束、自担风险”的农信社监督管理体制，并将农信社的管理和风险处置责任交由省级政府负责。显而易见，“03 改革方案”是在农信社的发展面临产权不清、责任不明、内部人控制、效率低下、管理落后等诸多现实困境的背景下提出来的。在农信社自身早已无力纾困的情况下，“花钱买机制”的改革举措被社会各界寄予了厚望。

然而，花钱真的就买到了机制吗？让我们来看一组数据：在改革启动前，截至 2002 年底，全国农信社不良贷款余额 5147 亿元，实际资不抵债数额为 3300 亿元，历史挂亏 1300 亿元；改革启动后，截至 2006 年底，央行共发行专项票据 1656 亿元²，但到了 2008 年底，

¹2003 年起，新一轮农信社改革拉开帷幕。当年 6 月，国务院下发了《关于印发深化农村信用社改革试点方案的通知》，文件指出：“按照‘明晰产权关系、强化约束机制、增强服务功能、国家适当支持、地方政府负责’的总体要求，加快农村信用社管理体制和产权制度改革”。同年 8 月，试点从浙江、山东等八省市启动，改革正式拉开序幕。2007 年 8 月 10 日，全国最后一家省级联社——海南省联社的挂牌成立，标志着农信社新的管理体制框架已经全面建立，改革试点第一阶段工作任务基本完成。

²此外，财政还以保值补贴和税收减免的方式向农信社提供了 187 亿元的资金支持。

全国农信社的不良贷款余额却高达约 6000 亿元，历史挂账亏损近 600 亿元，有超过 900 个县（市）资不抵债，资不抵债的金额仍高达约 2300 亿元。此外，农信社经营管理中的诸多痼疾仍未得到有效施治，产权改革仍不彻底，管理体制仍不顺畅，而旨在防止内部人控制的分散股权设置思路不仅最终未能有效缓解内部人控制问题，反而进一步强化了这一问题。

回顾漫长的农信社改革之路，长期的低效经营，轮番出现的不良资产，一次又一次的清理、整顿、处置、核销与注资，成为农信社经营处于困局之中的典型写照。而这种困局的形成，纵然有长期历史积留的原因，但问题的核心和关键仍然根植于国家、农信社和地方政府彼此纠结的复杂利益关系中。³在特殊的社会历史背景下，利益冲突、注资预期与农信社的经营困局彼此纠缠，成为农信社改革多次无功而返的主要原因。

对于中国农村信用社的改革和发展问题，国内已有很多相关研究，如谢平（2001，2005）、曹远征（2004）、张杰（2006）和王曙光（2008）等。在较早的代表性研究中，谢平（2001）从合作制、农村金融体制、农村信用社组织模式、行业管理体制、业务多目标冲突、历史包袱、破产约束失灵与道德风险、政府行为等八个方面入手，综述了改革的基本思路。⁴张杰和高晓红（2006）则从金融需求角度出发，认为中央政府的注资行动引发的是新一轮政府间的金融博弈，每一次改革行动都注定沦为参与改革的金融利益各方瓜分改革收益的游戏。

应该指出，围绕中国农信社改革问题目前已经产生了大量的文献，但从经济研究的角度而言，这些文献大都重于事实描述和观点阐释，正式的经济模型还相当匮乏。基于此，本研究尝试通过建立一个基本的模型框架，对以下几个备受关注而又彼此关联的问题进行初步回答：（1）农信社的经营状况为何长期处于低效率甚至无效率状态？（2）农信社的股东为何明显缺乏为农信社注入长期资本的激励？（3）国家的资金援助如何进一步导致了农信社在效率悖论的道路上越走越远？

本文其余部分的组织结构如下：第二部分介绍模型的框架与基本设定，第三部分通过模型分析对本文提出的 3 个问题进行解释，文章最后给出了一个结论性评价。

二、模型框架与基本设定

在模型的基本设定方面，本研究参考了洪正（2006）的模型框架。与洪文主要立足于银行业公司治理的一般命题不同，本研究主要致力于对农村信用社进行分析，这意味着农村信用社这种金融机构的诸多特殊性需要作为模型的主要参数纳入到分析中。总体而言，与洪文相比，本文在模型设定方面有以下几个方面的不同：（1）农信社的特殊股权结构以及由此造成的利益博弈格局决定了三方利益主体（即农信社经营者、地方政府和存款人）的目标函数区别于洪文一般公司治理条件下的目标函数；（2）与洪文中银行经营者的风险管理水平处于核心地位不同，本研究中农信社经营者的风险偏好及自利化倾向将作为分析的重点；（3）在

³在国家、农信社和地方政府形成的三方博弈关系中，政府强势主导和农信社内部人控制的强化，使得真正作为股东和所有者的农户只不过在其中扮演了随波逐流的角色，无法真正对农信社的改革和发展施加影响。

⁴其基本结论是：产权改革具有关键性，规模经济是农村信用社应追求的首要经营目标，农村金融建设必须坚持多样化和结合体制改革解决“历史包袱问题”。

本文中，经营者的监督成本主要表现为私人成本，它典型地受到行为人努力程度的影响，较大的努力程度意味着更大的成本支出；（4）注资博弈是中国农信社改革过程中的一个重要议题，本文对由此引发的各方道德风险的考察，不仅建立在注资对清算概率的影响上，还将把内部人的私人利益因素纳入分析。

我们首先将融资额标准化为 1，并假定信用社的自有资本比例为 α ($0 < \alpha < 1$)，这意味着形成资产组合需要向外部投资者融入剩余部分（比例为 $1-\alpha$ ）的资金。同时假定市场参与各方均为风险中性，内部人（信用社的经营者和股东）和外部存款者所要求的必要收益率分别为 r_1 和 r_2 。

模型分两期：在第 1 期，内部人和外部存款者签订融资合约，同时信用社经营者决定付出的努力程度 e 并选择符合其偏好的资产组合。信用社经营者的激励计划为 $w = w_0 + u(e)$ ， u 是能反映努力程度的函数，一个好的激励计划要求 $u' > 0$ 。信用社经营者对资产组合进行监督的私人成本记为 $c(e)$ ，由于随着努力程度的提高，经营者需要付出更多的物质成本和时间成本，因而有 $c_e' > 0$ ，即私人监督成本随着努力程度的提高而相应增加。

在第 2 期，资产组合产生收益 $\tilde{R}$ ，假定资产组合的收益与农信社经营者的努力程度、风险倾向和风险管理水平相关，同时将无风险收益率标准化为 0，于是我们可将组合收益设定为： $R = ae + bs$ ，其中， $a > 0$ ，表示经营者的努力程度对组合收益产生正影响，而 s 则代表风险管理水平。当资产组合以概率 p 呈现出“好的状态”时，有： $R_1 = ae + bs_1$ ；当资产组合以概率 q ($q = 1 - p$) 呈现出“坏的状态”时，有： $R_2 = ae - bs_2$ ， $s_1, s_2 > 0$ 。影响组合成功概率 p 大小的主要是经营者的风险倾向，冒险倾向越大， p 越小。

根据上述设定，资产组合的预期收益可表示为：

$$E\tilde{R} = \bar{R} = pR_1 + (1-p)R_2 = ae + b[ps_1 + (1-p)(-s_2)] = ae + b\bar{s}$$

其中： $\bar{s} = ps_1 + (1-p)(-s_2)$ ，表示资产组合的预期风险程度，它同时反映了经营者的风险偏好和风险管理水平。在风险偏好 p 一定的情况下， $\bar{s}$ 越大意味着风险管理水平越高。

为了简化，假设经营者的激励计划建立在农信社经营的平均绩效基础之上，即：

$$w = w_0 + t\bar{R} = w_0 + tae + tbs \quad \text{其中：} 0 < t < 1$$

假定收益可证实，外部存款者的债务合约的清偿顺序在股东之前，剩余收益归内部人。同时假定不管信用社的经营状况如何，农信社经营者都可以通过关联贷款、转移资产、在职消费等方式获得私人收益 B 。在现实中，通常情况下经营者所获得的私人收益主要与关联贷款的大小相关。由于关联贷款主要由于经营者出于“寻租”目标而发生，因此，一个包含

了较多关联贷款项目的资产组合的成功概率要低于正常贷款项目所形成的资产组合。这意味着, 当经营者出于“寻租”目的进行关联贷款时, 其获得的私人收益 B 将是资产组合失败概率 q ($q=1-p$) 的增函数: $B'_q > 0$ (或 $B'_p < 0$), 换言之, 经营者以较低的资产组合成功率可以换取较高的私人收益。

三、模型分析: 关于农信社的几个主要问题

(一) 农信社为何长期经营不善?

(1) 基于经营者努力程度的分析

应该指出, 影响农信社经营业绩的有多种因素, 既包括内部的组织管理方面的因素, 也包括外部的经营环境方面的因素。但从本文所考察的农信社经营者的角度来看, 农信社的经营绩效首先与信用社经营者的努力程度相关: 较高的努力程度能够带来更高的经营业绩; 反之, 如果经营者并没有足够的努力激励, 则会出现一系列不审慎甚至渎职的松懈性管理行为, 而这对农信社经营造成负面影响, 导致经营绩效的降低。

为考察农信社经营者是否会主动最大化努力水平以及其努力水平是否与股东和外部存款人的要求一致, 我们可以进行下面的比较分析。

(A) 股东所要求的经营者努力水平

农信社股东的收益建立在股权合约的基础上: 当资产组合呈现出“好的状态”时, 股东获得的收益是扣除外部存款人要求权和经营者激励计划后的剩余; 当资产组合呈现出“坏的状态”时, 由于资产组合的收益小于外部投资者的投资 (即 $R_1 > 1-\alpha > R_2$), 股东的收益将为 0。在农信社股东和经营者之间不存在“合谋”的情况下, 股东会尽量降低经营者的私人收益 B 。根据前面的基本模型设定, 由于股东的必要收益率为 r_1 且自有资本量为 α , 于是得到股东的代表性目标函数为:

$$F_1 = p[R_1 - (1-\alpha)r_2 - w] - B - \alpha r_1 = p[R_1 - (1-\alpha)r_2 - w_0 - tae - tbs] - B - \alpha r_1$$

求取 F_1 的一阶导数, 得到: $\frac{\partial F_1}{\partial e} = p(a - ta)$

由于 $p > 0$, $a > 0$, $0 < t < 1$, 故有: $\frac{\partial F_1}{\partial e} > 0$, 即股东的目标函数值随着努力程度的

的上升而增大。

上述结果说明, 为实现目标函数的最大化, 农信社的股东会要求农信社的经营者勤勉经营并最大化其努力程度。

(B) 外部存款人所要求的经营者努力水平

由于外部存款人与农信社之间的合约属于债务合约, 在不破产的情况下, 存款者的收益

是固定的（本金与利息）。因此，对于存款者而言，其最低限度的参与条件是要求农信社的预期收益至少能覆盖投入资金的到期本息。

于是，外部存款者的参与约束可表示为：

$$\bar{R} - w - B \geq (1 - \alpha)r_2$$

代入相关表达式，得到：

$$ae + b\bar{s} - w_0 - tae - tbs - B \geq (1 - \alpha)r_2$$

亦即：

$$a(1 - t)e - w_0 + (1 - t)b\bar{s} - B \geq (1 - \alpha)r_2$$

很明显，在上式中，由于 $a > 0$ 且 $0 < t < 1$ ，在资本比例 α 和存款者所要求的必要收益率 r_2 不变的情况下， e 越大，外部存款者的参与约束越容易满足。这意味着，为确保投入资金的安全，典型的存款者同样会要求农信社经营者最大化其努力程度。

（C）信用社经营者实际选择的努力水平

根据第二部分的基本模型设定，信用社经营者的收益包括两个部分：建立在农信社经营绩效基础之上的激励计划 w 和私人收益 B 。相应地，信用社经营者的净收益是上述两项收益扣除私人成本 $c(e)$ 后的剩余部分。于是，信用社经营者的代表性目标函数为：

$$F_2 = B + w - c(e)$$

$$\text{根据前述模型设定， } F_2 = B + w - c(e) = B + w_0 + tae + tbs - c(e)$$

$$\text{由目标函数最大化的一阶条件得到： } \frac{\partial F_2}{\partial e} = ta - c'(e) = 0 \Rightarrow c'(e^*) = ta$$

上式说明，理性的农信社经营者为实现目标函数的最大化，会选择一个最优化的努力水平 e^* ，这个均衡的努力水平由下述关系刻画：努力的边际收益转换系数（ t ）和激励系数（ a ）之积恰好等于努力的边际成本支出（ c' ）。上述结果的经济学含义是清楚的：农信社经营者并不会无限制地提高努力水平，而是在努力带来的私人收益和成本之间进行权衡，确保努力水平的提高维持在能提供正边际净收益的范围内。

综合上述 A、B、C 的分析，通过比较农信社股东、外部存款者对农信社经营者所要求的努力程度和农信社经营者自身实际选择的努力水平，容易发现，由于三方主体的目标函数不同，对经营者所期望和要求的努力程度也存在差异：农信社股东和外部存款者要求农信社经营者最大化努力程度，而农信社经营者自己则不存在主动最大化其努力程度的激励，而是会选择符合自身利益最大化的努力程度。很明显，由于经营者的目标函数是自身利益的最大化而非股东利益的最大化，当其放弃将自身的努力程度最大化时，农信社的经营绩效将受

到负面影响。

推论 1: 由于目标函数的差异, 农信社经营者的努力程度通常低于农信社股东和外部存款者的预期。

(2) 基于经营者项目选择偏好的分析

农信社的经营业绩不仅与农信社经营者的主观努力程度相关, 还与其项目选择的偏好相关: 当同时面临两个可供选择的项目组合时, 如何确保经营者始终选择预期收益较高、成功概率较大的项目就成为问题的关键。

应该指出, 在项目选择可能产生不同大小的私人利益时, 农信社经营者可能就存在选择“差项目组合”(即高风险、低收益的项目组合)的激励。一种典型的情况是: 通过在贷款组合中安排更多的“关系贷款”, 虽然降低了贷款组合的预期收益, 但农信社经营者可能因此“换回”更多的私人收益。尤其是在贷款组合所包含的项目风险很难为外部人所准确判断的情况下, 事前的约束很难形成, 这意味着农信社经营者既有选择高风险组合的激励, 也有这样的机会。

我们假定农信社经营者面临两个可供选择的项目组合 A1 和 A2。其中, 组合 A1 为“好项目组合”, 组合呈现出“好的状态”的概率为 p_1 , 给经营者带来的激励计划所得为 w_1 , 私人利益所得为 B_1 ; 组合 A2 为“差项目组合”, 组合呈现出“好的状态”的概率为 p_2 , 给经营者带来的激励计划所得为 w_2 , 私人利益所得为 B_2 。根据前述设定, “好项目组合”和“差项目组合”应满足下述关系: $p_1 > p_2$, $B_1 < B_2$ 。假定农信社经营者对不同资产组合进行监督的私人成本均为 c , 于是得到:

经营者选择 A1 项目的预期净收益为: $R_1 = B_1 + w_1 - c$

经营者选择 A2 项目的预期净收益为: $R_2 = B_2 + w_2 - c$

显而易见, 只有当 $R_1 > R_2$ 时, 农信社经营者才会选择有利于提高农信社经营绩效的占优组合 A1。于是接下来的问题变为: 通常情况下, $R_1 > R_2$ 容易满足吗?

根据前面的基本模型设定, 代入相关的表达式, 得到:

$$R_1 - R_2 = (B_1 - B_2) + tb(\overline{s_A} - \overline{s_B}) = (B_1 - B_2) + tb(p_1 - p_2)(s_1 + s_2)$$

由于 B_1 , B_2 属于“关系贷款”带来的私人利益转移, 因此, 一般情况下, $(p_1 - p_2)$ 的较小变化也能带来较大的私人利益的增加, 再加之 t 值作为努力程度的边际收益转换系数通

常很小⁵，这意味着 $(B_1 - B_2)$ 的减少将远远大于 $tb(p_1 - p_2)(s_1 + s_2)$ 的增加， $(R_1 - R_2)$ 通常小于 0。换言之，农信社经营者选择组合 A1 的激励条件 $R_1 > R_2$ 事实上很难得到满足，通常情况下经营者将选择“差项目组合”以最大化私人收益。

推论 2：在事前约束弱化的情况下，农信社经营者将选择差的项目组合以最大化私人收益。

结合推理 1 和推论 2 的结果，不难发现，农信社之所以长期经营不善，从内部人管理的角度而言，主要是因为存在以下的“激励悖论”：为了实现私人利益的最大化，农信社的经营者往往既无最大化主观努力程度的激励，也无选择好项目的激励，这意味着“偷懒”和不审慎（甚至故意）选择投资项目的行为普遍存在，而这些明显偏离股东价值最大化的行为偏好将对农信社的经营绩效产生严重的负面影响，最终导致农信社的经营绩效低下。

（二）农信社注资为何短期化？

农信社经营的亏损需要注入资本维持其运营，但在农信社的屡次改革中，除了国家（中央政府）一次又一次地本着“政策性”任务为其提供注资、核销和再贷款外，真正的市场主体都鲜有主动为农信社注资的激励。从最近的 2003 年改革来看，按照规定，中央解决截至 2002 年末农信社资不抵债的 50%，另外的 50% 应由地方政府承担，但在实际运作中，很少有地方政府愿意真正拿出真金白银，而倾向于通过增资扩股，让新的投资者来承担这 50% 的损失。为了在短时间内增加股金以满足国家注资的条件，很多农信社和地方政府的行为出现短期化，通过盲目宣传国家信用的方式快速吸收农民入股。在这种情况下，农信社的入股者要么以入股求贷款，要么追求年终分红，因而算不上是真正的股东，也不可能关注农信社的经营管理（张杰、高晓红，2006）。

很明显，农信社注资行为的短期化实际上反映的是市场主体缺乏为农信社注资的激励。那么，为什么市场主体鲜有主动为农信社注入长期资本的激励呢？

（1）基于股东收益的分析

根据前面的模型设定，对于股东而言，是否具有增加资本金的激励，关键就看随着投入资本比例 α 的增加，其获得的边际收益是否会随之增加。

承接前面的分析，作为股东需要最大化目标函数：

$$F_1 = p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w] - B - \alpha r_1 = p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w_0 - tae - tbs] - B - \alpha r_1$$

通过求取 α 的一阶导数，我们得到： $\frac{\partial F_1}{\partial \alpha} = pr_2 - r_1$

根据一般经济原理，股权合约的风险大于债务合约的风险，因此，按照风险与收益配比

⁵根据前面的模型设定，经营者的激励计划建立在农信社经营的平均绩效基础之上，即 $w = w_0 + t\bar{R}$ ，

$0 < t < 1$ 。很显然，一般情况下，扣除固定部分 w_0 外，额外奖励给经营者个人的部分只可能是全部预期收益总额的极小比例，这意味着 t 值作为转换比例是一个很小的值。

原则,外部存款者所要求的必要收益率 r_2 一般要低于股东所要求的必要收益率 r_1 , 即 $r_2 < r_1$,

同时由于 $0 < p < 1$, 容易得到: $\frac{\partial F_1}{\partial \alpha} < 0$ 。这意味着, 提高资本金的投入比例并不能增加

股东收益, 股东不仅没有增加资本金的激励, 反而存在削减资本金的激励。

推论 3: 从收益最大化角度而言, 股东存在削减资本金的激励。

(2) 基于风险倾向的分析

下面我们再来看股东的风险倾向对其注资意愿的影响。

很显然, 作为典型的高杠杆企业, 金融机构的自有资本比例 α 一般远低于普通企业, 因而较低的 p 一般就能满足股东的参与约束条件:

$$p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w] - B \geq \alpha r_1$$

上式表明, 和其它任何金融机构一样, 农信社股东同样具有较高的冒险倾向。然而, 上述结果并不是问题的全部。在信息不对称的情况下, 农信社经营者和股东同属于“内部人”, 因而还存在“共谋”的条件和可能性。

作为“共谋”的一种典型方式, 农信社经营者和股东可能就利益输送达成一系列隐性契约, 比如, 农信社经营者可以通过向股东出让部分私人利益 B 的方式换取股东对其追求私利行为的纵容, 最终的结果是: 农信社的经营绩效因为上述“共谋”行为而进一步恶化, 但农信社经营者和股东通过做大私人利益 B 的方式均获得了更多的个人私利, 从而成功实现了外部债权人利益向“内部人”利益的转移。

在农信社经营者和股东“共谋”的情况下, 假定农信社经营者向股东出让的私人利益比例为 γ , $0 < \gamma < 1$, 此时, 股东的目标函数变为:

$$F_c = p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w] + \gamma B - \alpha r_1$$

相应的参与约束变为: $p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w] + \gamma B \geq \alpha r_1$

由于 $\gamma, B > 0$, 显然, 上式比“非共谋”条件下的参与约束

$p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w] - B \geq \alpha r_1$ 更容易满足, 这意味着在考虑了农信社经营者和股东的“共谋”因素后, 农信社的冒险倾向还将进一步增加。

显而易见, 作为农信社“内部人”的股东和经营者, 都很清楚自身经营过程中的高风险倾向对农信社长期经营的负面影响。由于预期的长期风险很大, 股东实际上并没有增加资本的激励, 在外部监督和内部治理都极度弱化的情况下, 反而有可能与农信社经营者达成“共谋”进行利益输送。

推论 4: “内部人”的“共谋”行为将增加农信社的冒险倾向, 在预期的长期风险很大

的情况下，股东不仅缺乏增加资本的激励，而且将出现行为短期化倾向。

（三）国家为何不能继续买单？

前面我们已经指出，最近一轮以央行票据置换农信社不良贷款驱动的被称为“花钱买机制”的改革，目前来看似乎与当初预期的目标还有相当差距。当国家资金逐步到位后，农信社在机制改革、公司治理、外部约束、经营绩效等方面似乎并没有明显改进。2001 年底，全国信用社不良贷款 5290 亿元，历年累计亏损挂帐 1250 亿元；到 2008 年末，农信社不良贷款余额高达约 6000 亿元，历史挂账亏损近 600 亿元，拨备缺口超过 1900 亿元。那么，旨在“花钱买机制”的国家注资为什么花了钱却未能达到预期的目标呢？

很明显，每当农信社面临经营困境或破产威胁时，如果总是有免费的无偿资金注入弥补其亏损的话，那么农信社被清算的概率将大大降低，而这种无偿援助的预期一旦形成，无疑将极大地恶化农信社内部人（包括股东和经营者）的道德风险，形成事实上的软预算约束。

在基本模型的基础上，假定任何无偿资金 M 的注入都将降低农信社被清算的概率 θ ，并且无偿援助资金 M 的量越大，被清算的概率越低，即： $\theta(M) < \theta(0)$ 且 $\theta'(M) < 0$ 。同时假定农信社被清算的价值为 E ，由于贷款项目在较长期限内才能产生收益，提前清算会使项目大幅贬值，因此农信社被清算的价值一般较小，远远不能补偿外部投资者的保留收益，即： $E < (1-\alpha)r_2$ 。

在纳入破产救助的情况下，外部存款者的参与约束为：

$$\theta E + (1-\theta)[\bar{R} - w - B] \geq (1-\alpha)r_2$$

代入相关表达式，得到：

$$e \geq \frac{(1-\alpha)r_2 - \theta E}{(1-\theta)(a-ta)} + \frac{B + w_0 - (b-tb)\bar{s}}{a-ta}$$

$$\text{于是有：} \frac{\partial e_{\min}}{\partial \theta} = \frac{(1-\alpha)r_2 - E}{(1-\theta)^2}$$

由于 $E < (1-\alpha)r_2$ ，易知： $\frac{\partial e_{\min}}{\partial \theta} > 0$ ，即农信社经营者的努力程度与清算概率同向变

动。上述结果表明，清算概率的降低将诱发农信社内部人和外部监督者的“双重道德风险”：一方面农信社经营者的道德风险加重，导致其努力程度下降；另一方面，外部存款者的参与约束将放松，导致其监督积极性降低。

此外，每当外部资金注入时，农信社内部人还存在从中谋取私人利益的机会，并且获得的援助性资金越多，内部人可以摄取的私人利益越大，即 $B'(M) > 0$ 。实际上，我们在西部地区的多次调研也表明，很多农信社在获得央票兑付后，第一件事并不是着力于改善资产

质量和经营管理,而是倾向于在第一时间增加分红、增发奖金、提高工资和改善福利。⁶

由于信用社经营者的目标函数为 $F_2 = B + w - c(e)$, 显然, 由于 $B'(M) > 0$, F_2 是 M 的增函数, 故信用社经营者存在争取尽量多的外部援助资金的激励。对于股东而言, 在“共谋”的情况下, 其目标函数为 $F_c = p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w] + \gamma B - \alpha r_1$, 由于 $\gamma > 0$, 它同样也是 M 的增函数, 这意味着股东也存在争取尽量多的外部援助资金的激励。此外, 由于股东的参与约束为 $p[R_1 - (1 - \alpha)r_2 - w] + \gamma B \geq \alpha r_1$, 当外部资金注入后, B 的值增大, 此时参与约束变得更容易满足, 这意味着外部援助资金的到来会进一步增加农信社的风险倾向。

将上述结论用于分析国家资金注入的问题, 情况是一目了然的: 对于农信社而言, 国家的资金注入实际上是“免费的午餐”, 相当于用无偿援助的资金来置换农信社低效经营形成的“破烂”, 在没有破产威胁的情况下, 这种破产援助的预期会一次又一次地强化农信社的道德风险, 导致农信社在“高风险偏好——低效率经营——等待外部援助”的惯性道路上越走越远。⁷

推论 5: 当农信社面临经营困境或破产威胁时, 国家资金注入的预期会诱发严重的道德风险问题, 导致农信社经营者努力程度下降, 外部存款者的监督积极性降低, 并进一步增加农信社的风险倾向。

四、结论性评价

在上文中, 我们建立了一个基本的模型框架, 初步解释了利益冲突背景下农信社经营者的高风险偏好和努力程度的衰减, 以及由注资预期所引发的道德风险问题的恶化。模型分析表明, 农信社经营者、股东、外部存款者和国家之间的目标冲突导致了彼此纠结的多方博弈格局, 最终使农信社的经营长期偏离效率原则。

在充满矛盾和悖论的农信社改革和发展过程中, 构成这一复杂图景的有三个基本的“逻辑拼图”: 一是农信社经营者努力程度衰减和风险偏好异常改变所导致的农信社经营效率的低下; 二是同时作为“内部人”和管理者的地方政府很难真正代表国家的偏好和利益行事, 反而存在与农信社经营者“共谋”进行利益输送的可能性; 三是在“三农”问题政治化的背景下, 国家注资所引发的道德风险和“援助预期”问题使得农信社在高风险偏好和低效率经营的道路上形成了某种惯性依赖, 最终偏离了市场化改革的逻辑初衷。

(1) 关于农信社的经营困境问题。农信社在中国成立以来似乎其经营状况就没有好过。

⁶我们在西部对信用社的调研过程中, 经常看到一种“奇怪”的现象: 在很多经营状况不佳的农信社, 其高管人员一方面向我们倾诉农信社经营的窘境和迫切需要更多的资金和政策支持, 而另一方面自己却享受着高档消费(很多农信社县联社的理事长开宝马车, 抽高档烟, 穿名牌衣, 早已不是什么新鲜事)。在很多地方, 农信社职工的收入水平也要明显高于同级别商业银行职工的收入水平。

⁷2003年10月15日, 吉林省召开深化农信社改革工作会议, 常务副省长王儒林直接对与会者说: “这是国家拿资金倒贴, 置换农村信用社的破烂, 机会千载难逢。”

早在“2003年改革”启动之前的2002年底，全国农信社亏损面就高达55%，十年亏损丝毫没有止停迹象。2003年改革启动之后，为了顺利“达标”以获得央行票据兑付，农信社的资产质量有了短暂的回升⁸，但票据兑付完成后，农信社经营不善的痼疾再次显现，高坏账随之卷土重来：截至2008年底，农信社的不良贷款余额高达约6000亿元。本文的研究表明，农信社之所以长期经营不善，主要是由于面临“激励悖论”问题。在实际所有者缺位和外部约束机制弱化的情况下，农信社经营者不仅不会主动将自己的努力程度最大化，还会在项目选择过程中出现明显的风险偏好倾向。由于农信社经营者目标函数和行为方式的异化，农信社的经营明显偏离公司价值最大化的基本目标，其结果必然导致农信社实际经营绩效的长期低下。

(2) 关于地方政府的管理困境问题。应该指出，在农信社、国家（中央政府）和地方政府的三方博弈中，国家（中央政府）始终处于明显的信息劣势，无法真正从微观上去监督数量庞大的农信社的具体运作。在农信社改革之前，由于严重的“软预算约束”问题，农信社资金事实上已经成为农信社经营者和地方政府对中央资金共同寻租的对象；而在农信社改革之后，虽然地方级政府在农信社管理和风险处置方面的责任已经明确，但通过“借道”三农问题“政治化”的特殊路径，地方政府仍然存在“国家兜底”的惯性预期。因此，即便是在非常清楚农信社管理水平低下、经营风险过高的情况下，作为管理者的地方政府依然鲜有积极改善农信社经营管理的激励，更不用说用地方财政的“真金白银”去填补信用社的漏洞了。⁹对于地方政府而言，农信社就像是中央领养的一个“病孩子”，领养后的主要精力并不是给孩子“治病”，而是想方设法从中央政府领取尽量多的“医疗费”和“抚养费”。可以预期，当处于信息劣势的中央政府一方面无法真正监督农信社的实际运作，另一方面碍于三农问题的重要性又不得不成为农信社的事实上的风险承担者时，上述地方政府的管理困境就将一直存在。

(3) 关于国家“买单”的注资困境问题。前面的分析已经表明，如果每当农信社面临经营困境或破产威胁时，总有无偿资金注入弥补其亏损的话，那么农信社的破产约束将不复存在，而这种援助预期一旦形成，将极大地恶化农信社内部人的道德风险，导致农信社经营者努力程度下降，外部存款者的监督积极性降低，并进一步增加农信社的风险倾向。对于农信社而言，国家“买单”事实上已经成为一种负向激励，不仅降低了农信社内部人改善经营管理的主观努力，甚至存在某些“做大亏损”以寻求“援助最大化”的特殊逻辑。正是在上述逻辑下，我们才看到，前一次的票据兑付刚刚完结，新一轮的要求置换不良资产的“请求”又迫不及待地提了出来。有意思的是，前一轮票据兑付刚刚完成了对超过1600亿不良资

⁸当时，为了获得被视为“免费午餐”的央行票据兑付，全国各地信用社纷纷掀起了轰轰烈烈的增资扩股“运动”，通过股金存款化和增加贷款投放等方式在短期内迅速改善了资本充足率和不良贷款比率。至2005年底，全国农信社净资产总额、平均资本充足率、盈利总额三项指标全部由负转正，不良贷款余额（含农村信用社、农村商业银行和农村合作银行）降至3255亿元。

⁹根据张杰和高晓红（2006），这些年来，在农信社的不良资产中，地方政府主导下的乡镇企业转制共形成农村信用社不良贷款大约860多亿元；所有的县、乡政府及干部借款400多亿。二者加在一起，就达到1260多亿元，而同期农村信用社总的亏损挂账仅为1250多亿元。

产的置换,新一轮的置换要求居然水涨船高地上升到3000亿元。¹⁰可以预期,只要这种破产援助的预期不断获得实现,就会一次又一次地强化农信社的道德风险,导致农信社行为长期锁定在“高风险偏好——低效率经营——等待外部援助”的惯性道路上。

上述结论的政策含义是清楚的:(1)内部人控制的根源在于过于分散的股东结构所造成的所有者缺位,应改变行政推动和政府强力主导的管理模式,推动股东适当集中,把管理和决策权重新还给股东,这是完善农信社法人治理机制的核心;(2)分类改革应朝着定位明确、职能清晰的方向前进,政策性金融和商业性金融的边界必须明确:政策性业务可考虑由专门的政策性金融机构承担,而确定转变为商业性金融机构的农信社则应该在商业可持续的基础上自负盈亏,不能再以服务“三农”作为政策性负担的借口;(3)扭曲的权利和利益结构是农信社长期经营不善的重要原因,因此,当前所有权和实际控制权倒置的省联社模式必须改革,有悖市场化经营和政府职能转变的省政府管理模式也应该尽快向农信社法人自治转变;(4)在分类改革的基础上,应尽快建立规范化的农村金融市场退出机制,彻底改变由“国家兜底”的惯性预期所引发的道德风险问题。

参考文献

1. 曹远征:中国农村金融改革路径及能力分析[N],2004年工作论文。
2. 陈雨露、马勇:关于农户信用和风险偏好的几个注释[J],《财贸经济》2009年第1期。
3. 陈雨露、马勇:农户类型变迁中的资本机制[J],《金融研究》2009年第4期。
4. 洪正:论银行业公司治理的特殊性[J],《经济评论》2006年第6期。
5. 凌华薇:农信社:等待第二次注资[N],《财经》2007年第9期。
6. 罗开位、连建辉:商业银行治理:一个新的解释框架——商业银行“契约型治理的经济学分析”[J],《金融研究》2004年第1期。
8. 王曙光:农信社改革:应遵循的八大原则与未来改革方向探讨[J],《中国农村信用合作》2008年第9期。
9. 谢平:中国农村信用社体制改革争论[J],《金融研究》2001年第1期。
10. 谢平、徐忠、沈明高:农信社改革得失调查[N],《财经》2005年第25期。
11. 张杰、高晓红:注资博弈与中国农信社改革的逻辑[J],《金融研究》2006年第3期。
12. Diamond and Dybvig, 1983, “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity”, *Journal of Political Economy* 91, 401-419.
13. Diamond, 1984, “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
14. Fama, E. and Jensen, M. 1983, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.

¹⁰据《财经》杂志报道的数据(2007/04/30,总第184期,p.40-42)。

15. Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000, “Tunneling”, American Economic Review 90:22-27