

■ 经济理论与实践

转轨时期国有企业“预算软约束” 命题的一个实证研究

洪 正 华

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 洪正华(1969-), 男, 江西乐平人, 武汉大学商学院理论经济学博士后流动站博士后, 主要从事理论经济学研究。

[摘 要] 转轨时期政府供给的“拨改贷”, “放权让利”, “承包制度”, “转换经营机制”, “建立现代企业制度”等创新制度旨在通过成本约束机制提高国有企业的资金使用效率。但是现实的情况表明, 转轨时期, 国有企业和国有银行之间残缺的债务债权关系使“公地悲剧”故事在信贷资金运行领域的凸现出来。创新制度的实行, 并未使国有企业的行为方程符合创新制度供给者的主观模型; 预算软约束问题严重困扰着国有企业, 同制度变迁前的情形一样。

[关键词] 转轨时期; 国有企业; 预算软约束

[中图分类号] F123.15 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2004)02-0162-06

自“预算约束理论”概念被科尔奈提出以来, 它立时引起了经济学家的注意, 并被认为是计划制度下国有企业行为特征的经典描述, 被广泛地认为是传统社会主义经济中投资低效率的一个基本原因。对于从来就很难就某个问题达成一致意见的中国经济学家来说, 这个概念却似乎成为他们分析转轨初期国有企业融资行为的共同知识(Common Knowledge)。难道中国实行拨改贷政策未能导致国有企业的融资行为方程发生某些结构性变化? 或甚至都未能引致其行为方程的曲线斜率或因变量的某一自变量弹性之改变? 基于这样的疑问, 我们认为需要一个能够更加科学化的研究来证伪或证明国有企业的预算软约束命题。本文对 1978 年中国开始启动制度变迁程序以来的国有企业(20 世纪 90 年代之前的国营企业概念)的融资行为和一些财务指标展开了动态分析。我们的结论是, 拨改贷政策, 或者说是政府针对其财务指标而设计的激励机制并未改变它在生产领域的行为方程, 它对国有企业的预算软约束, 或债务软约束问题结果的影响是十分有限的。具体来说, 本文的结构如下:

在第一部分, 我们对国有企业的预算软约束和债务软约束的理论做一个简要的文献综述; 第二部分在构建一个简单的生产函数的基础上, 针对债务软约束问题, 在 1978—2000 年区间内对国有企业的成本——债务联系机制做一个实证研究; 最后在文末做一个简短的结语。

一、从“预算软约束”到“债务软约束”: 国有企业的行为特征述评

1. 预算软约束理论中的信贷成本约束

按照科尔奈本人的定义: 预算软约束是指“价格制订”、“税制是软的”、“国家的无偿拨款”、“信贷制度是软的”、“软条件的外部资金”等五种情形之一发生时, 企业的约束预算“不再事前约束企业的选

择的自由”。自科氏提出这一概念以来,它引发许多经济学家的兴趣,并主要在信贷软约束问题上进行了多方面的扩展。科氏本人对信贷软约束的理解是:“即使企业不能完全保证具有以其销售收入如期归还贷款的能力,也仍然可以得到它。贷款不再是严格的预付,它的发放不再和预期的生产及销售紧密相联了”。就信贷软约束的原因分析,沿着科氏“父爱主义”的思路,庞泽(Ponzi)用博弈论模型以单个银行与银行集体的合成谬误即或单个银行的机会主义行为对整个银行贷款市场的影响来加以解释。D·福力(Foley)和M·海尔威格,X·费里克斯、格斯纳瑞、泰勒尔以及拉封特和泰勒尔(Laffont and Tirole 1988)则基于类似的思路分别对分权体制和集权体制下信贷软约束进行了分析。进一步,人们不禁疑问,又是什么原因使银行遵循这样的信贷理念呢?是什么样的机制内生了这种现象呢?为什么集权体制下商业约定更容易遭到严重的破坏呢?事实上,对于这个问题的寻根问底的探究导致了杜瓦特波特和马斯金(M. Dewatripont and E. Maskin 1989)的在集权和分权体制下决定商业信贷信守程度的内生理论的产生。他们运用博弈论的研究方法在信息不对称时以“沉没成本”、“事后有效”和“事前有效”的不同情况下导致的逆向选择,来解释不同金融体制下的预算约束情况。将中央集权体制下和金融体制所包含的信息结构与利益机构联系起来的预算软约束定义,为借款人提供了“慢的”、“未完成的”投资项目的事后“再”贷款行为。与这个“逆向选择”型内生化的预算软约束理论不同,杜瓦特波特和泰勒尔提出了一个“道德风险”型的内生预算软约束理论模型。他们认为预算的“硬”和“软”本质上是事后有效和事先有效之间的替代。“软”的好处是使再贷款可以促进长期项目的完成,而“硬”约束的好处是一开始就使效益不好的企业不敢申请差的投资项目。杜和泰模型的结论是:需要多元的投资主体或多元的监督系统以避免预算软约束现象。柏格罗夫和罗兰德以银行对投资项目的监督成本承受能力来解释预算软约束,并得出了大银行机构源于监督方面的优势而能够对于企业预算施加强硬约束的结论。钱颖一、许成纲、钱颖一和罗兰德、李稻葵等一些关心中国经济问题的经济学家分别分析了金融分权改革、社会主义所有制与软约束之间的关系。

2. 融资结构理论中的债务成本约束

从上述分析可知,科氏本人及其他经济学家对预算软约束理论的拓展主要是围绕着银行信贷对企业的约束程度而展开的。科尔奈本人也认为,国有企业的预算软约束使得它将更多的精力用于控制领域试图影响价格,而不是致力于在生产领域通过改变其要素购买和产品决定行为来影响财务变量。从这点来看,似乎预算软约束理论和企业的债务约束理论殊途同归。经济学家讨论企业融资理论中的债务约束问题也是围绕着信贷(或债务)的成本约束而展开他们的分析。对债务约束的一般认识是,它比股票具有更强的成本约束功能。关于债务的成本约束功能,经济学家针对现代公司制企业带来的代理成本从以下几个方面进行了理论探讨。(1)债务的事后威慑作用。格罗斯曼和哈特认为,相对西方法定的两种破产程序之一的清算方法而言,重组则更可能保留公司经理人的职位这一事实的存在,使债务能够更好的约束经理人行为。他们还认为债务可作为一种担保机制在促使经理人多努力工作,减少在职消费以及更加理性地投资决策,通过降低代理成本来影响企业的收入流和 market 价值。(2)债务的事中监控作用。法玛的研究则表明,贷款通过将固定清偿契约违约风险问题和约束委托给可信赖的专家而能降低债务——权益契约结构中的契约成本。詹森和哈特指出,债务的还本付息的强制性安排会迫使经理人将企业收入流及时分配给投资者而不是自行挥霍,迫使经理人出售不良资产及限制经理人进行无效但能增加其权利的投资。哈特和莫尔、詹森甚至从债务期限结构理论也得出了一致的观点。短期债务可以减少经营者所控制的自由现金流量,而长期债权可以阻止经营者进行利己的非盈利投资。(3)债务数量对公司经营状况的信号揭示作用。Ross 在他的信号传递模型中指出,在破产的概率和公司的质量负相关而同负债水平正相关的前提下,外部投资者将把较高的负债水平视为高质量的一个信号,从而部分解决了它在关于公司收益的信息劣势问题。公司的债务数量规定着公司控制权的分配。债务的可追索性使哈瑞斯和拉维认识到了它的信息功能:当债务人无力偿债或企业需要再融资以偿还到期债务时,债权人根据合同对企业的财务状况进行调查有助于揭示企业的信息并能更好的约束和监督经理人。Aghion and Bolton 认为,企业控制权在债权人和股东之间的“相机控制”安排可以减少因契约的不完全

和未来的不确定性而产生的投资者和企业家之间潜在利益的冲突。

债权和股权之间的成本约束功能一直是以研究最小成本问题为己任的企业融资结构理论的核心,对于债务的相对优势,经理人知道这一点,并且因此改变了他的行为。经济学家也知道这一点,并由此引导着融资结构理论的发展历程。债务在降低企业的加权平均成本的比较优势,曾经使早期的企业融资结构的净收入理论主张者得出了债务资金需求越多越好的观点。但营业净收入理论却反其道而行之,它认为增加成本较低的负债资本会增加企业的风险,从而使主权资本成本提高。折中的传统理论将两者结合起来,认为企业可以提供财务杠杆的使用来降低加权平均的资本成本,并增加企业的总价值。现代的融资结构理论以莫迪格利安尼-米勒(MM 理论)为经典形式。在一系列的假设条件下,他们得出了在完善的市场中,企业资本结构与企业市场价值没有关系的结论。由于 MM 理论揭示了融资结构的最本源的东西而成为现代企业融资结构理论的典范,而之后所有的理论大都在此基础上进行分析。针对 MM 理论对债务风险的忽略问题,一些人提出了综合考虑债务的收益和风险的均衡理论。面对债务带来的财务危机与债务成正比关系,股东相对于债权人对公司经理人日常经营行为的相对较大的制约权利而可能导致对债权人利益损坏和因此产生的代理成本的事实,均衡理论认为:企业的最佳融资结构应当是在负债价值最大化和债务上升导致的财务风险与代理成本之间的选择最佳点。同样出于对最小代理成本的考虑,詹森-麦克林认为,由于存在着融资结构的“资产替代效应”,公司最佳的融资结构在股权的边际代理成本等于债务的边际成本时出现。与上述激励理论不同的是施蒂格勒尝试用不对称信息理论来说明企业的融资结构。罗斯(Ross)和塔尔蒙(Talmon),迈尔斯和迈吉勒夫(Myers and Majluf),将不对称信息理论系统性引入到他们的融资结构理论中。他们认为,可以通过三个信息即债务比例、内部人持股比率、融资顺序等来判断公司经理人关于投资预期收益的内部情况。信息不对称理论认为,当公司经理人通过举债而不是股权来投资时,当经理人持有较大比例的公司股份时,当经理人选择先间接融资后直接融资的顺序来安排融资顺序时,表示经理人对投资项目有较好的预期。归结起来,所有关于融资结构问题的讨论有两个共同点:一是相对于不可追索权的股票而言,债务可以降低公司的成本水平,第二点是由债务的硬约束所导致的,即债务可以更好的约束和激励经理人。这些理论的不同之处只是在于它们对债务和股权的约束功能的权重问题有着不同的观点。

3. 预算软约束理论、融资结构理论与成本约束

预算软约束理论是围绕着信贷的成本约束功能而展开分析的,而杜瓦特波特和马士金提供了关于不同所有制下企业预算软约束的通用理论。为了对他们的理论进行实证验证,歌德费尔德和匡特、迈吉和匡特、彭温州等人企业的要素需求弹性来计量其预算软约束程度。按照他们的理论,与预算硬约束的企业相比,存在预算软约束即有“软约束的资金供应”的企业,其要素需求弹性较大。平新乔教授则以更具体的投资需求弹性来衡量企业的预算“软”、“硬”程度。债务约束理论和融资结构理论尽管各自的侧重点有所不同,但他们主要的兴奋点是相同的,即银行信贷和以信贷为主体的企业债务,并对债务具有的成本约束的比较优势功能持有相同的观点。以上两个理论可以用以分析中国转轨时期国有企业的信贷约束问题的要义所在。

二、转轨时期中国国有企业的“预算软约束”命题的实证分析

关于中国转轨时期国有企业是否存在预算软约束的问题,绝大多数经济学家的回答都是肯定的,其中尤以张维迎的分析最为经典。张在《从公司治理结构看中国国有企业改革》一文中指出,是破产机制的失灵导致了国有银行信贷对国有企业的债务约束问题的出现。作为国内屈指可数的产权经济学家,其对中国破产机制失灵的理路分析是经典性的。我们不能否认国有企业的预算软约束问题,但我们认为需要对这个问题做一个更加细致的分析以加深对已有理论的认识或修订主观模型。就此而言,平新乔教授做了一个十分规范的研究。他通过对一个含有 10 年时间区间,91 个样本单位,46 个变量的面板数据进行的实证研究,证明了国有企业的预算软约束命题。尽管关于银行信贷对国企行为影响,他的结

论之一是,在转轨时期拨改贷政策的实施,银行确实加强了对国企的信贷纪录和财务状况的监控,但并不影响其关于国有企业的预算软约束命题的肯定。应该看到,包括张、平在内的所有的关于企业预算软约束理论都是站在银行的角度来展开分析的。银行行为、银行信贷对企业的成本影响都无一例外的被忽略了。事实上,关于这个问题更有说服力的结论固然离不开对银行放贷行为的研究,但我们也需要对企业本身行为进行分析以更好的对预算软约束命题进行证伪。可以说,后一方面研究更为重要,这也是本文的意图所在。

1. 模型设定

基于对预算软约束和融资结构理论关于债务的成本约束功能的理解,我们将以国有企业成本方程来对此进行实证研究。设国有企业的希克斯中性技术进步的成本函数为:

$$C(t) = A(t) \times K_1^\alpha(t) K_2^\beta(t) K_3^\gamma(t) L^\theta(t) \quad (1)$$

(1)式中, $C(t)$ 为 t 期的成本, A 为希克斯中性技术进步参数。 $L(t)$ 为厂商 t 期所雇佣的劳动力。 θ 为劳动的成本弹性, α, β, γ ,可分别理解为企业的自筹资本,债权资本和股权资本的成本弹性,对(1)式两边取自然对数得:

$$\ln(c(t)) = \ln(A(t)) + \alpha \times \ln(k_1(t)) + \beta \times \ln(k_2(t)) + \gamma \times \ln(k_3(t)) + \theta \times \ln(L(t)) \quad (2)$$

要对基本模型进行完整的估计,我们必须要有有一个完整的国有企业投入数据的时间序列资料。考虑到统计资料的局限性及我们的主要目的,有必要对模型进行简化。我们只考虑一种要素即资本(或资本形成)对成本的影响,并且只分析银行信贷这种外源资本的影响。这样,我们所采用的函数形式是:

$$\ln(c(t)) = \ln(A(t)) + \ln(k_1(t)) + \epsilon_t \quad (3)$$

其中 $k_1(t)$ 为银行信贷, ϵ_t 为白噪音。

2. 数据来源

从理论上说,可用“可比产品成本指标”、“销售成本利税率”、“每百元销售收入成本”“工业成本费用率”等几个指标来衡量成本水平。由于中国转轨初期统计工作本身的多变性,我们都未能得到1978—1995年间这几个指标的一个完整序列数据。“销售成本利税率”只有1980—1984年的数据,“每百元销售收入成本”只有1978—1983年的数据;相对来说“可比成本降低率”指标的情况略好一点,在1980—1990年间有一个完整的10年的连续数据。比较能够较好的反映成本内容的国有独立核算工业企业,“工业成本费用率”只在1992年之后才有数据。我们只有一个成本总量数据相对完整的时间序列指标。即使这样,指标口径也是不统一的。在1992年之前,我们得到的是“工厂成本”,而这之后是“销售成本”。为了得到一个完整的时间序列指标,我们不得不将二者联系在一起。另外,我们也未能找到一个完整序列的国企债务指标,只能得到1994年以后的国有企业的流动负债和长期负债指标。1993年以前的数据以国有银行对国有企业的固定资产贷款作为替代。

3. 模型估计结果

为了对国有工业企业的债务反应情况,我们分别做了以下几种估计。

模型1 获得样本区间内国有工业企业对总体债务的反应灵敏度,我们取一个双对数模型,利用OLS进行一阶自回归的结果为(解释变量下方括号内为 t 值,以下同; tl 为总债务水平,以下同; $cost$ 为总成本,以下同):

$$\ln(cost) = 1.344 + 0.83 \times \ln(tl) + 0.239 \times ar(1) \quad (1)$$

$$(4.2) \quad (24.5)$$

$$R^2 = 0.9823 \quad D-W = 2.05$$

模型2 为理解债务成本约束功能的长期趋势,我们以多项式方程形式进行ols回归的结果是:

$$cost = 0.7732 \times tl - 0.342 \times 10^{(-5)} \times tl^2 \quad (2)$$

$$(15.836) \quad (-2.88)$$

$$R^2 = 0.9726 \quad D-W = 2.03$$

模型3 为理解不同期限债务的成本约束功能,我们ols进行一阶自回归的结果是(fl 是长期债务,

II 为短期债务):

$$\ln(\text{cost}) = 0.17 \times \ln(\text{fl}) + 0.84 \times \ln(\text{II}) + 0.68 \times \text{ar}(1) \quad (3)$$

(3.43) (19.18) (14.48)

$$R^2 = 0.995 \quad D-W = 1.987$$

4. 模型分析

上述三个模型都有很好的统计特性,都在 5% 的显著性水平上通过了 t 检验。借用这三个模型,我们可以对转轨时期中国国有工业企业的信贷资金的成本约束功能问题作出如下的分析:

无论是模型 1 的弹性分析还是模型 2 的边际分析,信贷变量的系数都在 0.7 以上。这个数字与国有工业企业的资产负债率水平惊人的相似。尽管从融资结构看,国有企业高债务水平似乎可以验证市场经济国家中的企业融资结构理论。事实上,国企的高负债水平不是债务的成本约束功能生成的,相反它所解释的真相是,在转轨时期的融资约束制度下的低利率和信贷配额政策人为地使国有企业的要素需求行为偏离了中国在人力资本方面的比较优势。它导致了劳动力使用量的不足和对稀缺性资金的过度使用。按照边际收益递减的原则,国有经济的资金和整个要素使用效率都是十分低下的。“公地悲剧”在中国的信贷资金领域得到了强有力的证明。

模型 1 和模型 2 中自变量的系数为正,说明了转轨时期的拨改贷政策和此后的国有企业经营机制改革都未能起到硬化其预算约束的功能。短期内,国有企业成本是债务的单调函数。模型 2 告诉我们,“债务平方”变量的系数是微不足道的 $-0.342 \times 10^{(-5)}$,这说明债务在提高国有企业的长期绩效方面也是无能为力的。不仅如此,模型 2 揭示了一个惊人的现象,即模型即使在没有引入一阶自回归因子的情况下也具有很好的统计特性。时间序列数据普遍存在的序列相关性的不存在说明国有银行对国有企业的贷款似乎完全是由外生因素决定的。国有企业信贷纪录没有起到约束成本的作用,它改变其财务状况的努力仍然主要分配于控制领域而不是在生产领域;而国有银行甚至也没有按照最基本的“三性”原则来管理其资产。

模型 3 所揭示的现象是,在转轨时期,相对于长期债务而言,成本的短期债务弹性要远远高于前者。显然,这是国有企业的信贷主要被用于解决其流动性问题而不是用于长期投资的结果。银行对国企发放的所谓“安定团结”之类的贷款,进入到企业的成本函数之中。国有企业的机会主义行为导致了成本的上升。

三、结 语

转轨时期的拨改贷政策和以提高国有企业绩效的一系列措施如利改税、利润留成,乃至经营机制的改革,从整体上来说,在约束国企成本方面起到的作用都未能符合政治企业家初始的主观模型。这实际上可以解释中国国有企业制度变迁的内在机理。诸种措施因缓解预算软约束问题上的无能为力而导致了稀缺性资源的低效率配置。国有企业差强人意的表现也使得政治企业家能够窥视“公地悲剧”的生产机理,政府初始模型的修改成为深化产权制度变迁的契机。垄断产权的银行和企业制度的市场化转轨也由此从诱致性进入强制性阶段。

[参 考 文 献]

- [1] 赵守国,王 炎.“债”与上市公司治理途径[J]. 财经科学,1999,(5).
- [2] 平新乔.“预算软约束”的新理论及其计量验证[A]. 北京天则经济研究所. 中国经济学[C]. 上海:上海人民出版社,1998.
- [3] [匈] 科尔奈. 短缺经济学[M]. 北京:经济科学出版社,1986.
- [4] 张 军. 双轨制经济学[M]. 上海:上海人民出版社,1997.
- [5] 张维迎. 企业理论与中国企业改革[M]. 北京:北京大学出版社,1999.

- [6] 张 杰. 中国金融制度的结构与变迁[M]. 太原: 山西经济出版社, 1998.
- [7] Naughton, B. Growing out of the Plan: Chinese Economic Reform 1978—1993[M]. New York: Cambridge University Press, 1994.
- [8] Qian, Yingyi and Gerard, Roland. Federalism and the Soft Budget Constraint[J]. American Economic Review, 1998, 88 (5): 1143-1163.
- [9] Jefferson, G., T. Rawski and Y. Zheng. Growth, Efficiency, and Convergence in China's State and Collective Industry[J]. Economic Development and Cultural Change, 1992, 40 (2).
- [10] Jefferson, G. & T. Rawski. Enterprise Reform in Chinese Industry[J]. Journal of Economic Perspectives, 1994, (8).

(责任编辑 邹惠卿)

On the Soft Budget Constraint During the Transition Course: Positive Research

HONG Zheng-hua

(Business College, Wuhan University School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: HONG Zheng-hua (1969-), male, Post-Doctoral researcher, Wuhan University Business School, majoring in theoretical economics.

Abstract: In order to improve the efficiency of using the capital through the constraint mechanism, the government has provided the new institution aiming at the stated-owned enterprise, such as *from the free provision to commercial loan, granting autonomy and sharing profit, contract and lease transforming the management mechanism, constructing the modern enterprise institution* and so on. We find out that the *dilemmas on the commons* presents itself in the field of the using credit because of the misshapen properties between the stated-owned enterprise and bank. The enforcement of the new measure did not make the action of the stated-owned enterprise according with the preliminary matrix of the government, that is the problems obsessing the stated-owned enterprise all the same .just as before the transition.

Key words: transition period; stated-owned enterprise; soft budget constraint