

控制权收益、道德风险与软预算约束

李双金^{1,2}, 郑育家²

(1. 上海社会科学院 经济研究所, 上海 200020; 2. 上海交通大学
安泰经济与管理学院, 上海 200052)

摘要: Dewatripont-Maskin(1995)将软预算约束描述为一种“事前无效, 事后有效”的动态激励问题, 认为信贷的分散化有助于消除软预算约束。文章在 DM(1995)模型基础上引入控制权收益变量, 论证了“事前无效, 事后也无效”软预算约束的存在条件, 指出这种软预算约束本质上是控制权人追求私人收益的道德风险行为。信贷的分散化不足以消除事后无效率的软预算约束。完善的公司治理机制和法律机制是减少事后无效率软预算约束的有效途径。

关键词: 软预算约束; 控制权收益; 事后无效; 道德风险

中图分类号: F06 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2010)05-0123-10

一、引言

经济转型的一个主要任务是硬化预算约束。这一方面是因为转型前的社会主义计划经济体制中存在严重的软预算约束综合征, 另一方面是因为软预算约束是一种具有普遍性的经济现象, 不仅存在于计划经济体制中, 也存在于成熟的市场经济体制中。

在计划经济体制中, 政府与企业之间存在特殊的政治经济联系, 因此政府会对面临亏损的国有企业不断地进行救助。Kornai(1980)将这种现象定义为软预算约束(soft budget constraint), 并指出其根源在于社会主义国家的“父爱主义”(paternalism)。尽管市场经济体制从制度上消除了政府的“父爱主义”动机, 但这并不意味着市场经济体制中不存在软预算约束。Dewatripont 和 Maskin(1995)(以下简称 DM(1995))对软预算约束理论的开创性贡献在于在一个多期的动态投资框架中拓展了软预算约束的概念, 将其定义为对前期表现亏损的项目的再投资行为, 因而突破了软预算约束与社会主义经济体

收稿日期: 2010-03-09

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70802038); 上海市哲学社会科学规划课题(2008EJB006)

作者简介: 李双金(1975—), 女, 湖北荆州人, 上海社会科学院经济研究所助理研究员, 上海交通大学安泰经济与管理学院博士后流通站研究人员;
郑育家(1975—), 男, 安徽巢湖人, 上海交通大学安泰经济与管理学院讲师, 博士。

制的特定联系。他们指出,在多期的投资活动中,软预算约束是一种源于“沉没成本”(sunk cost)的动态激励问题,具有“事前无效,事后有效”的特性,信贷的分散化是消除软预算约束的有效机制。

但是软预算约束问题的复杂性在于,它不仅具有与经济体制无关的表现形式,还可能具有与特定经济背景相关的表现形式。不同类型软预算约束的形成原因不同,硬化措施也必然不同。因此,在讨论如何硬化转型经济的预算约束问题之前,有必要进一步探讨是否存在与转型的特定背景相关联的、既非 Konai 意义上也非 DM(1995)意义上的软预算约束,如果存在,这类软预算约束是怎样产生的,具有怎样的特殊性质,应当如何治理。

控制权收益水平高且实现手段多样化是转型经济的普遍特征。通过构造一个包含控制权收益的多期投资博弈模型,本文发现转型经济中存在一类“事前无效,事后也无效”的软预算约束,其本质是控制权人追求私人收益的道德风险行为。完善的公司治理机制和法律机制是消除事后无效率软预算约束的有效途径。

二、模型的基本结构

控制权收益或私人收益(private benefit of control)概念在公司治理的相关文献中占据十分重要的地位,尽管它还没有十分一致的定义。Jensen 和 Meckling(1976)强调高级管理人员所享有的津贴和在职消费。Harris 和 Raviv(1988)、Aghion 和 Bolton(1992)等强调因拥有控制权而产生的精神上的价值(psychic value)。本文采用 Dyck 和 Zingales(2004)的定义,即控制权收益是由控制权方所独享,而不是按其股权份额与其他股东一起分享的收益。他们的研究还发现,资本市场越不发达,所有权越集中,私下协商的股权转让越多,控制权的价值越高。因此,成熟市场经济国家的控制权收益水平往往较低,转型经济体的控制权收益水平不仅较高,并且控制权收益的实现途径也更加多样化。一旦考虑转型的特殊背景,或者说当控制权收益水平较高时,就不能不考虑其对控制权人行为的影响。本文将在 DM(1995)创立的软预算约束研究的多期投资框架中引入控制权收益变量,分析该变量对控制权人行为激励的影响,并讨论由此产生的软预算约束行为的性质及其治理问题。

模型的基本结构及假设如下:

考虑一个包含两期的投资博弈活动,博弈的参与人为投资者 1、投资者 2 以及企业家。企业家为其项目寻求投资,项目有好有坏,好项目需要一单位的投资,一期即可完工。坏项目必须经过两期共计两单位的投资才能完工。不同于 DM(1995)的模型假设,本文假设项目完工时投资者不仅将得到货币收益,还将得到控制权收益。并且,货币收益可观测且可证实的,但控制权收益不可观测且不可转移。

投资者 1 将付出一定的努力水平 e 监督项目的运行。努力的成本函数为 $\varphi(e)$ ，并且 $\varphi'(e) > 0$ 、 $\varphi''(e) > 0$ 。显然，项目的最终收益 R 和 B 也应是投资者 1 努力水平的函数，即货币收益函数和私人收益函数分别为 $R(e)$ 和 $B(e)$ ，并且 $R'(e) > 0$ 、 $R''(e) < 0$ 以及 $B'(e) > 0$ 、 $B''(e) < 0$ 。模型的博弈时序如图 1 所示：

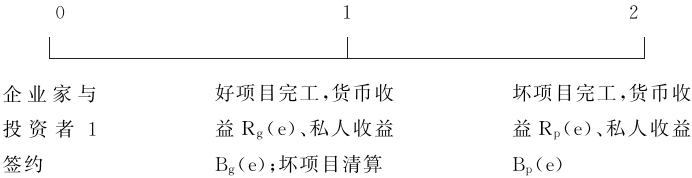


图 1 两期投资博弈时序图

在 0 时刻，企业家提出项目，投资者 1 决定是否对该项目进行投资。由于存在事前的信息不对称，企业家自己知道项目的好坏，但是投资者 1 不知道。投资者 1 给出一个“接受或走人”式合约，即满足一定保留收益的企业家不存在参与约束问题，因此以下将不考虑项目发起人企业家的收益问题。

在 1 时刻，第一期投资活动结束。如果是好项目，好项目此时完工，带给投资者 1 的货币收益和私人收益分别为 $R_g(e)$ 和 $B_g(e)$ 。如果是坏项目，投资者 1 将决定是对其进行清算还是再投资。也就是说，投资者 1 是该项投资活动的控制权人。如果他决定清算坏项目，投资者 1 的货币收益和私人收益均为零。如果他决定再投资，那么他必须寻求投资者 2 的合作。为集中考虑控制权收益对投资者 1 行为的影响，假设投资者 1 有能力满足投资者 2 的参与约束。

在 2 时刻，坏项目得到一单位再投资后实现最终收益。它带给投资者 1 的货币收益和私人收益分别为 $R_p(e)$ 和 $B_p(e)$ ，带给投资者 2 的收益则刚好能弥补其投资成本。

本文采用 DM(1995)关于软预算约束的定义：即事后对亏损项目的再投资行为。根据以上模型构造，软预算约束意味着投资者 1 在时刻 1 时选择对未完工的坏项目进行再次投资。

三、存在控制权收益时的软预算约束

在不考虑控制权收益的 DM(1995)模型中，只要投资者 1 预期坏项目的最终收益 $R_p(e)$ 大于其第二期的投资成本，即 $R_p(e) > 1$ ，他就有激励再投资，即实施软预算约束行为。当 $1 < R_p(e) < 2$ 时，投资者 1 对坏项目进行再投资（软预算约束）能够收回第二期一单位的投资成本（事后有效），但是却无法收回两期两单位的总成本（事前无效）。因此，不存在控制权收益时，软预算约束的条件是：

$$1 < R_p(e) < 2 \quad (1)$$

并且这种软预算约束具有“事前无效,事后有效”的性质。以下将考虑存在控制权收益时软预算约束的条件及性质。

1. 事后无效率的软预算约束

根据上述模型构造,软预算约束意味着投资者 1 在时刻 1 时选择对坏项目再投资。投资者 1 在时刻 1 时的权衡如下:

如果清算坏项目,投资者 1 将得不到私人收益,其净收益为 $-1 - \varphi(e)$; 如果选择对坏项目进行再投资,投资者 1 将得到一定的货币收益和私人收益,在支付给投资者 2 一单位的报酬后,其净收益为 $B_p(e) + R_p(e) - 2 - \varphi(e)$ 。

如果再投资的净收益大于清算的净收益,即 $B_p(e) + R_p(e) - 2 - \varphi(e) > -1 - \varphi(e)$, 投资者 1 就有激励实施软预算约束行为。化简该式可得:

$$B_p(e) + R_p(e) > 1 \quad (2)$$

这就是存在控制权收益时的软预算约束条件。

由于控制权收益函数是为正的增函数,即 $B_p(e)$ 大于 0 且递增。比较(1)式和(2)式可以看出,存在控制权收益时,软预算约束的条件即(2)式更加容易满足。这预示着私人收益的存在将导致更多的软预算约束行为。不仅如此,控制权收益导致的软预算约束可能不再具有“事前无效,事后有效”的性质。

由于控制权收益具有不可转移和不可观测性,控制权人之外的其他利益相关者判断事后再投资是否有效的标准就只是 $R_p(e) > 1$ 是否成立。存在控制权收益时,即使 $R_p(e) < 1$, 即事后的再投资收益无法弥补其成本(事后无效),但是只要私人收益 $B_p(e)$ 足够大以至于 $B_p(e) + R_p(e) > 1$ 能够满足,投资者 1 就仍然会寻求投资者 2 的合作进而再投资。这表明,当 $R_p(e) < 1$ 且 $B_p(e) + R_p(e) > 1$ 时,投资者 1 的软预算约束行为事后无效率。因此,事后无效率的软预算约束条件为:

$$1 - B_p(e) < R_p(e) < 1 \quad (3)$$

$R_p(e) < 1$ 意味着 $R_p(e) < 2$ 也成立,即事后无效必然意味着事前无效。根据以上分析,可有命题 1。

命题 1: 私人收益的存在可能导致“事前无效,事后也无效”的项目得到再投资,从而导致更多的软预算约束。

控制权收益使得一些原本事后无效率的项目也得到了再投资,因此软预算约束现象更加严重。“事前无效,事后也无效”的软预算约束本质上是控制权人谋私利的道德风险行为。在如中国这样的转型经济体中,由于市场机制不完善,不仅控制权收益的水平较高,而且其实现途径多种多样,因此源于控制权收益的事后无效率软预算约束现象大量存在。例如企业的控股股东可能通过对某个亏损项目再投资的途径实现其攫取私人收益的目的,尽管这将侵害到中小股东的利益。事后无效的软预算约束也可能发生在银行体系内。为

了掩饰自己第一期投资(放贷)行为的错误,银行可能会对亏损项目(企业)实施“借新还旧”行为或对企业的复活进行赌博(gambling for resurrection),而不去关心企业的真实经营状况。同样,作为国有企业控制权人的政府官员往往倾向于对能给自己带来私人收益(政治前途)的项目不断地进行投资,而不考虑该项目是否真正值得投资,因为官员的利益更多地是与项目的完工相关,而不是与项目的长期收益相关。

这些多阶段经济活动中的再投资行为属于软预算约束现象,因为它们符合软预算约束的一般化定义,即事后对亏损项目的再投资。但是这类软预算约束现象却无法在 DM(1995)的基准模型中得到解释,因为该模型不考虑控制权私人收益。在当前我国经济转型的过程中,大量的谋私利行为以软预算约束的形式出现,一定程度上掩盖了其危害性。与公开掠夺或挖掘“隧道”的谋私利行为不同,以软预算约束形式实现的谋私利行为具有更强的隐蔽性。

2. 信贷分散化机制的失效

不存在控制权收益时,由于“事前无效,事后有效”软预算约束存在的条件是 $1 < R_p(e) < 2$, 因此只要坏项目第二期的收益足够低,以至于 $R_p(e) < 1$, 即再投资的收益无法弥补第二期的投资成本,软预算约束现象就会消失。

分散信贷条件下,受财富的约束,投资者 1 必须寻求投资者 2 的帮助才能实现再投资。DM(1995)模型指出,由于投资者 2 将要分享投资者 1 监督努力的边际收益,因此投资者 1 分散信贷条件下的监督努力水平 e_1 将低于集中信贷条件下的 e_0 。由于收益函数 $R_p(e)$ 是努力水平 e 的增函数,努力水平的下降可能导致 $R_p(e) > 1$ 的软预算约束条件不再成立,进而消除软预算约束。因此,信贷分散化是消除软预算约束的有效机制。

在 DM(1995)模型中,信贷分散化机制有效的关键在于投资者 1 努力水平的下降。以下考虑存在控制权收益时,控制权人努力水平的变化情况。

如果存在私人收益,投资者 1 的最大化问题是:

$$\text{Max}_e \{B_p(e) + R_p(e) - 2 - \varphi(e)\} \quad (4)$$

即选择最优的努力水平以最大化其净收益。投资者 1 最优选择 e_1 的一阶条件是:

$$B'_p(e_1) + R'_p(e_1) - \varphi'(e_1) = 0 \quad (5)$$

同理,不存在控制权收益时的最优努力水平 e_2 应满足:

$$R'_p(e_2) - \varphi'(e_2) = 0 \quad (6)$$

比较(5)式和(6)式,可有命题 2。

命题 2: 存在控制权收益时,控制权人的监督努力水平将会提高,进而导致信贷分散化机制失效。

证明: 因为 $B'_p(e) > 0$, (5)式意味着 $R'_p(e_1) - \varphi'(e_1) < 0$ 。比较该式与(6)式,可得: $R'_p(e_2) - \varphi'(e_2) > R'_p(e_1) - \varphi'(e_1)$ 。令 $\psi(e) = R'_p(e) - \varphi'(e)$,

则 $\phi'(e) = R''_p(e) - \varphi''(e)$ 。根据模型的假设 $R''_p(e) < 0$, $\varphi''(e) > 0$, 可有 $\phi'(e) < 0$, 即 $\phi(e)$ 是递减的。

因为 $R'_p(e_2) - \varphi'(e_2) > R'_p(e_1) - \varphi'(e_1)$, 所以 $\phi(e)$ 递减意味着 $e_2 > e_1$, 即存在控制权收益时的努力水平高于不存在控制权收益时的努力水平。

因为信贷分散化机制有效的关键在于努力水平的下降, 因此存在控制权收益时努力水平的提高意味信贷分散化机制的失效。

存在控制权收益时, 控制权人(投资者 1)的努力水平比不存在控制权收益时的更高。如果控制权人从项目的继续和完工中获得的控制权收益较大时, 这一点将更加明显。存在较高的控制权收益时, 控制权人是否努力地去监督已不是分散化投资中主要的代理问题, 谋取控制权收益才是最主要的代理问题。信贷的分散化机制难以消除源于控制权收益的“事前无效, 事后也无效”的软预算约束。这也是转型经济在进行了一定程度的分散化改革后, 软预算约束现象并没有明显减少的原因之一。

四、进一步拓展: 事后无效率软预算约束的治理

硬化预算约束是转型经济的一项重要任务。转型经济体中存在大量的事后无效率软预算约束, 如何治理这类软预算约束就显得尤为重要。通过拓展以上模型, 这里将讨论事后无效率软预算约束的治理问题。

1. 拓展一: 生产性努力与寻租性努力

上述模型的一个基本假设是: $B'_p(e) > 0$, $R'_p(e) > 0$, 即投资者 1 的努力既增加项目本身的收益又增加其私人收益。该假设没有考虑控制权人不同性质的努力。因此, 应该对该假设作一定的修正。

假设控制权人的努力可区分为寻租性努力(增加控制权人自身私人收益的努力)和生产性努力(增加企业项目收益的努力)两部分。寻租性努力 e_1 将增加其控制权收益 $B(e_1)$, 并且 $B'(e_1) > 0$, $B''(e_1) < 0$, 生产性努力 e_2 将增加企业(项目)的利润 $\pi(e_2)$, 并且 $\pi'(e_2) > 0$, $\pi''(e_2) < 0$, $e_1 + e_2 = e$ 。前面的分析表明, 存在私人收益时, 努力所产生的负效用已不是影响控制权人行为的主要因素, 因此以下将不再考虑努力的成本。

控制权人的货币收益来自于项目的利润分成, 假设其利润份额为 $\alpha \in (0, 1)$ 。控制权收益将对企业利润造成侵蚀, 侵蚀程度 $k \in (0, 1)$, k 越大表明控制权收益对企业利润的侵蚀程度越大, k 也可理解为法律对中小投资者利益的保护程度。

此时, 投资者 1 软预算约束行为的期望净收益是 $B(e_1) + \alpha[\pi(e_2) - kB(e_1)] - 2 = (1 - \alpha k)B(e_1) + \alpha\pi(e_2) - 2$, 他在决定如何分配自己的努力方向时面临的问题就是:

$$\text{Max}_{e_1, e_2} \{ (1 - \alpha k)B(e_1) + \alpha\pi(e_2) - 2 \} \quad (7)$$

(7)式的含义是控制权人选择合适的努力水平 e_1 、 e_2 以最大化其净收益。但是其他非控制权人的目标或者说企业利润的最大化要求可表示为：

$$\text{Max}_{e_2} (1-\alpha)\pi(e_2) \quad (8)$$

求解(7)式与(8)式的一阶条件,并比较其相应的解 e_2^{**} 和 e_2^* ,可以得到如下命题。

命题 3:控制权收益将对控制权人的努力方向产生影响,控制权人的生产性努力水平将会降低($e_2^{**} < e_2^*$),寻租性努力水平将会提高($e_1^{**} > e_1^*$)。

证明:(7)式的一阶条件是:

$$-(1-\alpha k)B'(e-e_2)+\alpha\pi'(e_2)=0 \quad (9)$$

即存在私人收益时控制权人将会选择满足(9)式的 e_2 。(8)式的一阶条件为:

$$\pi'(e_2)=0 \quad (10)$$

即如果控制权人正确行事,他应该选择满足(10)式的 e_2 。

假定(9)式、(10)式均存在唯一的内点解 e_2^{**} 和 e_2^* ,即 $\pi'(e_2^*)=0$,
 $\pi'(e_2^{**})=\frac{(1-\alpha k)B'(e_1)}{\alpha}>\pi'(e_2^*)=0$,这是因为 $B'(e_1)>0$ 。又因为利润函数为凹函数,即 $\pi''(e_2)<0$,所以 $\pi'(e_2^{**})>\pi'(e_2^*)$ 意味着 $e_2^*>e_2^{**}$ 。

又因为 $e_1+e_2=e$,所以 $e_2^*>e_2^{**}$ 意味着 $e_1^*<e_1^{**}$ 。

命题 3 刻画了控制权收益的扭曲效应,即控制权收益促使控制权人努力的方向发生改变,生产性努力水平 e_2 下降,寻租性努力水平 e_1 增加。生产性努力水平下降将导致更多的事后无效率项目,因为 e_2 下降使得事后无效率的条件 $R_p(e_2)<1$ 更易满足。但是如果 e_1 的增加仍然能够保证 $B_p(e_1)+R_p(e_2)>1$ 成立的话,这些事后无效率的项目就可能得到再投资,从而产生软预算约束现象。

“事前无效,事后无效”软预算约束是控制权人攫取私人收益的道德风险行为。如果能有效地控制私人收益水平,抑制控制权人追求私人收益的动机,“事前无效,事后无效”的软预算约束现象将会大大减少。根据(7)式,可将 $(1-\alpha k)$ 理解为控制权人追求私人收益的边际倾向,则有如下命题。

命题 4:控制权人的利润份额 α 越大,法律对投资者利益的保护程度越高,即 k 越大,控制权人追求私人收益的边际倾向越小,事后无效率的软预算约束行为将越少。

命题 4 事实上表明了股权结构、法律机制对治理事后无效率软预算约束的重要意义。控制权人的利润份额 α 越大,其利润收入相对于私人收益就越大,因而追求私人收益的动机将相对减小。 k 越大,控制权人追求私人收益的行为越容易受到企业其他各方或法律的惩罚,这也会减小他追求私人收益的动机。这样,源于私人收益的事后无效率软预算约束现象也将会减少。

2. 拓展二:有形私人收益与无形私人收益

前面假设控制权人的私人收益将对企业的利润造成直接侵蚀。事实上,诸如声誉之类的无形私人收益不仅不会侵蚀企业利润,反而可能有利于增加企业利润。因此,这里将进一步修正该假设,对基础模型进行拓展。

假设控制权收益分为有形私人收益和无形私人收益两部分:有形私人收益将侵蚀企业利润,因此可视为寻租性努力 e_1 的函数 $B_1(e_1)$;无形私人收益将增加企业利润,可视为生产性努力 e_2 的函数 $B_2(e_2)$ 。同时,企业利润也应当是生产性努力 e_2 的函数,即 $\pi(e_2)$ 。

假设有形私人收益对企业利润的侵蚀程度为 k_1 ,无形私人收益对企业利润的增加程度为 k_2 。 k_1 可理解为法律对中小投资者利益的保护程度, k_1 越大,投资者利益的保护程度越高。 k_2 可以理解为控制权人人才市场的完善程度, k_2 越大意味着控制权人人才市场越完善。所谓的控制权人人才市场可以这样理解,当控制权人为企业经理或项目经理时,该市场指的是经理人市场;当控制权人为大股东时,该市场指的是接管市场。

考虑到两种不同的控制权收益之后,控制权人面临的最大化问题变为:

$$\begin{aligned} \text{Max}_{e_1, e_2} \{ & B_1(e_1) + B_2(e_2) + \alpha[\pi(e_2) - k_1 B_1(e_1) + k_2 B_2(e_2)] - 2 \} \\ = & \text{Max}_{e_1, e_2} \{ (1 - \alpha k_1) B_1(e_1) + (1 + \alpha k_2) B_2(e_2) + \alpha \pi(e_2) - 2 \} \end{aligned} \quad (11)$$

求该问题的一阶条件,并比较存在无形私人收益与不存在无形私人收益两种情形下的努力水平,可得命题5。

命题5:无形私人收益增强了控制权人正确行事的激励,即提高了控制权人的生产性努力水平($e_2^{***} > e_2^{**}$),降低了其寻租性努力水平($e_1^{***} < e_1^{**}$)。

证明:存在无形私人收益时,控制权人将根据(11)式选择其最优的生产性努力水平。其一阶条件是: $-(1 - \alpha k_1) B'_1(e_1) + (1 + \alpha k_2) B'_2(e_2) + \alpha \pi'(e_2) = 0$,即控制权人将选择的生产性努力水平 e_2^{***} 满足:

$$\pi'(e_2) = \frac{(1 - \alpha k_1) B'_1(e_1) - (1 + \alpha k_2) B'_2(e_2)}{\alpha} \quad (12)$$

因为 $B'_2(e_2) > 0$, 所以有如下的不等式:

$$\begin{aligned} \pi'(e_2) &= \frac{(1 - \alpha k_1) B'_1(e_1) - (1 + \alpha k_2) B'_2(e_2)}{\alpha} < \frac{(1 - \alpha k_1) B'_1(e_1)}{\alpha} \\ &= \frac{(1 - \alpha k) B'_1(e_1)}{\alpha} \end{aligned} \quad (13)$$

根据(9)式, $\pi'(e_2^{**}) = \frac{(1 - \alpha k) B'_1(e_1)}{\alpha}$ 。不等式(13)意味着 $\pi'(e_2^{***}) < \pi'(e_2^{**})$ 。

因为利润函数为凹函数,即 $\pi''(e_2) < 0$, 所以根据 $\pi'(e_2^{***}) < \pi'(e_2^{**})$ 可推出 $e_2^{***} > e_2^{**}$ 。又因为 $e_1 + e_2 = e$, 所以 $e_2^{***} > e_2^{**}$ 意味着 $e_1^{***} < e_1^{**}$ 。证毕。

控制权人增加企业利润的生产性努力水平提高,使得 $R_p(e_2) < 1$ 更不易满足,一些原先事后无效率的项目现在可能变成事后有效率,因有形私人收益

而产生的“事前无效,事后也无效”的软预算约束现象将会减少。无形私人收益的作用很大程度上依赖于控制权人市场的完善程度。有效的控制权人市场将促使控制权人正确地行使其控制权,进而减少软预算约束现象。

根据(11)式, $(1-\alpha k_1)$ 可理解为控制权人追求有形私人收益的边际倾向, $(1+\alpha k_2)$ 可理解为其追求无形私人收益的边际倾向。因此可有如下命题:

命题6:控制权人的利润份额 α 越大,法律对投资者利益的保护程度 k_1 越高,控制权人追求有形私人收益的边际倾向越小;控制权人的利润份额 α 越大,控制权人人才市场越完善,即 k_2 越大,控制权人追求无形私人收益的边际倾向越大,事后无效率的软预算约束行为将越少。

与命题4一样,命题6强调了股权结构、法律机制以及控制权人市场(如经理人才市场、接管市场等)对事后无效率软预算约束的治理意义。股权结构及控制权人市场都是与公司治理相关的变量,这意味着有效的公司治理机制将对消除事后无效率的软预算约束具有重要作用。

五、结论及未来的研究方向

转型经济体中存在大量的“事前无效,事后也无效”的软预算约束。这类软预算约束本质上是控制权人谋取私人利益的道德风险行为,因而无法通过信贷分散化机制消除或减轻。完善的公司治理机制和法律机制是消除事后无效率软预算约束的有效途径。

事实上,Kornai 早期讨论的软预算约束在很大程度上具有事后无效性。Kornai(1980)在对社会主义企业进行剖析时曾指出:(存在软预算约束时),企业可以通过其他途径来改变自己的财务状况。……换言之,(企业)试图操纵那些靠他们可以获取免税、补贴和软贷款等的人。这意味着,那些能为企业提供免税、补贴和软贷款的人,一旦被企业所说服俘虏,就不会去考虑自己的行为在经济上是否有效。是否对亏损的企业或项目进行救助,起决定作用的并不是经济因素,而是各种非经济因素,例如对企业进行救助能给自己带来多少好处等。因此,对企业进行救助虽然并不能提高经济效率(包括事后效率与事前效率),但企业仍然可能得到了救助,因而产生“事前无效,事后也无效”的软预算约束。

DM(1995)及随后的大量文献在对软预算约束概念进行拓展的同时,忽略了本文所强调的“事前无效,事后也无效”的软预算约束,这可能与其模型产生于成熟的市场经济背景有关。在经济转型及企业组织形式不断发展的背景下,无论是委托人还是代理人都有可能获得企业的某些关键控制权。如果公司治理机制或法律体制不完善,附着在控制权上的私人收益可能会很大。为获取这种控制权收益,控制权人可能会产生各种激励扭曲行为,包括软预算约束行为。软预算约束本质上是一种因激励扭曲而产生的道德风险行为。本文

不仅是对 DM(1995)研究的一种补充,也是对 Kornai 思想的进一步发展。

未来的研究方向为:首先,可以进一步考虑投资与项目发起人的双边私人收益的影响;其次,现实中的投资者往往以团队形式出现,考虑投资者之间的委托代理结构及其中的授权方式对软预算约束的影响将是有意义的研究方向;最后,控制权收益与软预算约束之间的关系也需要进一步的经验研究。

参考文献:

- [1]科尔奈. 短缺经济学[M]. 北京:经济科学出版社,1986.
- [2]Bai, Chong-en, Yijiang Wang. Bureaucratic control and the soft budget constraint [J]. Journal of Comparative Economics, 1998, 26(1): 41—61.
- [3] Dewatripont, Maskin. Credit and efficiency in centralized and decentralized economics[J]. Review of Economic Studies, 1995, 62: 541—555.
- [4]Dyck Alexander, Luigi Zingales. Private benefits of control: An international comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537—600.
- [5]Shleifer, Andrei, Robert W Vishny. A survey of corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1997, 94: 461—488.
- [6]Qian Yingyi, Chenggang Xu. Innovation and Bureaucracy under soft and hard budget constraints[J]. The Review of Economic Studies, 1998, 65(1): 151—64.

Private Benefit of Control, Moral Hazard, and Soft Budget Constraint

LI Shuang-jin^{1,2}, ZHENG Yu-jia²

(1. *Institute of Economics, Shanghai Academy of Social Science, Shanghai 200020, China*; 2. *Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200052, China*)

Abstract: Dewatripont and Maskin (1995) described the SBC phenomena as an “ex-ante inefficient, ex-post efficient” dynamic incentive problem and believed that decentralized credit could eliminate SBC effectively. The paper introduces the private benefit of control into DM model and analyzes the existence condition of SBC. It points out that this kind of SBC is essentially the moral hazard problem due to private benefit. Decentralized credit is not enough to eliminate SBC. We believe that perfect corporate governance and legal system is necessary for eliminating SBC.

Key words: soft budget constraint(SBC); private benefit of control; ex-post inefficient; moral hazard (责任编辑 金 澜)