

# 企业中政府投资行为方式研究

初志坤

(上海师范大学商学院,上海 200234)

**摘要:** 文章论证了企业中政府投资行为能力的有限性根源于政府与国民签定具有规避风险性质的固定“授权合同”,不过,政府投资的有限性并不妨碍政府为了社会效益最大化在其投资边界内进行公共品投资。政府企业投资应是规避风险投资,以确保政府资本保值增值。文章又分析,随着企业经济效益的变化,企业控制权随机依存于企业不同的利益相关者,只有企业破产时,债权人才控制企业,并且债权合同对企业经营者和股东有激励效应,债权风险小于股权风险。由此得出,在我国,企业中政府投资方式债权化是可行的。

**关键词:** 行为能力;政府;有限性;债权投资

我国国有资本投资的主要方式是国有企业的股权投资,强调国有资本在企业中应保持一定的控制力,以体现企业的国有性质。目前,政府认为国有资本应从政府规定的竞争性领域中退出以集中精力去经营所谓的自然垄断性行业,并且设计以国资委为最终投资人监督国有资本投资。本文从不同角度分析国有资本的股权式投资后,认为此值得商榷。

## 一、政府企业投资的有限行为能力

政府不是具体的个人,而是指按法律和行政程序运转的一套国家机构。政府的行为能力不同于个人的行为能力,个人的行为能力除受到个人所支配的资源约束外,主要受个人经验和信息的约束。“而政府的行为能力除受资源约束和信息约束外,还受到立法、司法和行政程序以及集体行动所限制。”<sup>[1]</sup>

一些经济学家对政府行为能力进行了阐述,

“政府参与竞争性市场交易和追求利润最大化方向是没有行为能力的,这是因为国家组织结构本身存在行为障碍。”<sup>[2]</sup>“政府是公共选择的结果,没有积极性参加市场交易和提供必要的行为监督,因为,它本身就需要监督,国有企业的所有权属于‘全体人民’,‘全体人民’是没有行为能力的。”<sup>[3]</sup>“国有企业事实上的所有者是政府,政府作为所有者并非完全没有行为能力,而只是有限的行为能力。”<sup>[1]</sup>

本人认为,政府的行为能力只能与其机构特点、经济关联度、提供物品和服务的特殊性方面来阐述其是否具有行为能力。政府的决策效率受到政府决策程序和集体行动中搭便车的影响,而个人的决策效率受制于个人经验与信息的影响。政府职能权是一种代理权,它的委托人是全体国民,所以政府的行为能力可以确切说是代理行为能力,代理全体国民经营管理,从这个意义上讲,政

基金项目:上海师范大学校青年科研基金项目(DQW213)

收稿日期:2004-10-30

作者简介:初志坤(1971-),男,上海人,上海师范大学商学院讲师,主要从事法经济学研究。

府可以获得剩余控制权和剩余收益权,而两者的大小取决于事前的固定契约,而这种固定契约就是法律和市场规则。如果认为政府具有完全行为能力是由于政府向代理人授予使用财产的特定权利,特定权利可以通过立法和行政程序写入“授权合同”,政府通过监督代理人是否履行这些特定的权利,那么这种“授权合同”受限于国家契约或人大和国会的立法,这说明政府在履行代理权时其行为是有限的。如果认为在完全垄断或非市场结构中,这种特定的授权合同政府可以签定,说明政府具有完全行为能力,这与事实不完全相符。因为垄断也是市场中的垄断,极端的垄断和非市场结构是不存在的,政府作为代理人为了降低交易成本规避风险获得固定剩余而签定“授权合同”,这与规避风险的个人产权通过签订特定合同获得固定收入是没有区别的。如果认为在竞争性的市场上,因企业和产品的创新,政府不能制定特定的授权合同,故不能制定完备的所有权行使规则,不能控制和监督代理人,认为政府没有行为能力也是值得商榷的,因为在委托——代理理论中,委托人也是不能制定完备的所有权行使规则的,难道所有的委托人都没有行为能力吗?因此,政府也可以参与分权并制定享有固定收入的“授权合同”,而让相关利益者获得剩余。所以,政府可以以规避风险的投资方式进入企业。

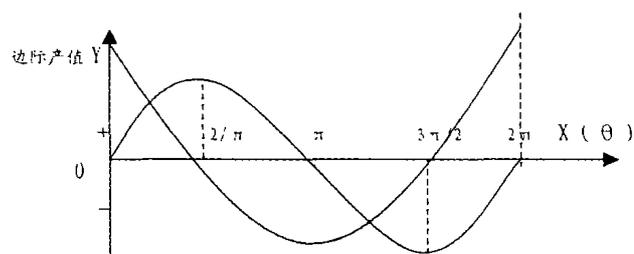
那么为什么政府的行为能力是有限的呢?首先,政府的行为能力是全体国民授予的,受到全体国民的监督,并按着全体国民通过一定程序制定规范运营的。政府在履行代理权职能,这种代理权是国民权利的一部分而不是全部。其次,市场竞争风险存在决定了国民风险规避的方式,国民会把一部分“规避风险”权利授予了政府,国民之所以让渡这种权利,可以从降低交易成本和公共品供给特点来寻找答案,从这一点上说,政府是风险的规避者,没有追求利润最大化的能力。再次,政府本身需要监督,没有监督的政府必然会违背国民的委托。所以政府的有限行为能力决定了政府不能直接经营企业,又不能委托代理人经营企业,但可以签定固定合同投资企业。

## 二、政府企业投资社会效益最大化行为

虽然政府的投资行为是有限的,但是并不表

明政府不能投资。作为国民的代理人,其投资应符合宏观的社会公共利益,而不是微观具体的姑且认为某类法人企业的私人利益。那么,政府怎样确定自己的投资范围呢?政府在权衡公共利益和私人利益的基础上应该界定其投资边界。如果政府的实际投资超过了政府投资的边界,就会对私人投资起到挤出效应;如果政府实际投资小于政府投资边界,就会出现社会公共品供应不足。公共经济学对两者的均衡提出了各种模型,在宏观上找到公共品与私人物品的均衡点,这种均衡点应受制于微观投资均衡,因而会产生一个动态的均衡点,即政府通过确定在各个领域的政府投资分布概率以找到各个领域投资边界,以决定政府投资范围和投资量,这样就会形成一个政府投资的优先次序来确定必投企业、边际企业(可投可不投)和肯定不投的企业。<sup>[2]</sup>

政府的投资是边际私人纯产值的减函数,是边际社会纯产值的增函数。假定:①静态分析,②私人资本量决定享有代理权的政府投资即定。设边际私人纯产值为  $\lambda \cos \theta$ , 边际社会纯产值为  $\delta \sin \theta$  则  $\theta \in [0, 2\pi]$ ,  $\theta$  为随机变量参数(表示不同行业边际纯产值的有秩序排列),  $\lambda$  与  $\delta$  为正,即某一行业边际纯产值的浮动范围,则政府投资区域为:(如图所示)



(1) 在  $\theta \in [0, \pi/2]$  时, 边际私人纯产值与边际社会纯产值均为正值, 这说明在该领域私人投资可以产生外部正效应, 政府应不限制地自由让私人企业投资, 政府应退出该领域。

(2) 在  $\theta \in [\pi/2, \pi]$  时, 边际私人纯产值为负值, 边际社会纯产值为正值, 不会有私人企业投资, 政府需要投资该领域。

(3) 在  $\theta \in [\pi, 3\pi/2]$  时, 边际私人纯产值与边际社会纯产值均为负值, 市场竞争的结果是私人不会投资, 政府不必予以关注。

(4) 在  $\theta \in [3\pi/2, 2\pi]$  时, 边际私人纯产值为

正值而边际社会纯产值为负值,政府对该领域需要抑制投资,在接近  $3\pi/2$  附近,政府通过法律禁止投资,在接近  $2\pi$  附近,政府通过税收手段实现社会福利补偿。

### 三、企业控制权状态随机依存

既然现实市场中存在政府投资的可能性,但又由于政府投资行为的有限性,那么,政府应该如何投资呢?首先分析一下企业控制权随机依存理论。

企业的控制权随机依存,指的是企业的控制权和企业的收益分配随着企业的效益变化而变化。<sup>[4]</sup>就企业管理者、股东和债权人之间的利益分配关系来说,首先应得到保障的是债权人的利益,其次是股东的最低预期收益,最后是企业管理者的收益。这是因为拥有不同投资的各方通过契约的方式组成一个经济组织,是因为他们认为其投资到企业中的资本在未来能获得预期收益。这时,企业首先交给管理者支配。这样,企业的管理者拥有比股东和债权人更多的关于企业的信息优势,也是最易蚕食他人利益而又不易被他人发现的人。另外,企业管理者人力资本价值的大小也不是事先就能准确确定的,企业管理者的管理才能及其努力程度通过事后的企业绩效才能有效地反映出来。债权人的保障优于股东利益的保障,是因为债权的收益不像股东的收益那样随着企业效益波动而波动。由于企业契约中不同的收益保障的优先权的差异性,决定了企业控制权随企业效益的不同而在企业契约的不同向的转换。当企业连债权人的利益也不能保障时,企业通过破产这一极端的方式来最大限度地补偿债权人的利益。这时企业的控制转移到债权人的手中,股东和企业的管理者无收益可谈。当企业满足了债权人的收益而不能满足股东的最低预期收益时,股东可行使其投票权更换企业的管理者或抛售手中的股票,退出这一契约组织,因此,当企业满足了债权人的收益和股东的最低预期收益时,企业的控制权为企业的经营管理者所掌握,这种企业管理者和股东共同分享满足债权人利益后的企业剩余收益(这一剩余收益是企业中的人力资本和股东的股本共同创造的)。这也是契约各方当初组建企业时所期望的状态。

我们取  $X$  代表企业的收益,  $C$  代表债权,  $S$  代

表股东的最低预期收益,则有:

- I  $C + S < X$  管理者控制企业
- II  $C < X < C + S$  股东控制企业
- III  $X < C$  债权人控制企业

从企业控制权状态依存理论来看,在市场机制运作的情况下,一个企业的控制权为股东或债权人所掌握时,对他们来说并不是什么好事,这意味着他们的预期收益至少有一部分不能实现,或者说,当企业越来越好时,他们对企业的干预就减少,股东与债权人对企业的控制干预强度与企业效益成负相关关系。从中也可以看出获得固定收益的债权人可以搭股东的便车,债权人的风险低于股东的风险,只要排除  $X < C$ , 债权人不付出监督成本。当然债权人控制企业意味着企业越过了破产临界线。

### 四、股权转换为债权对企业经营者和股东的激励效应

Modiglian 和 Millor 认为负债经营能给企业带来税收上的优惠,可以降低公司资产投资所要求的回报临界线。负债可以达到金融结构最佳,实现企业市场价值最大<sup>[5]</sup>, 诺斯认为举债有助于增强债权人对公司未来盈利能力的信心,从而对公司的权益价值有积极影响(债务的信号作用)。Sandberg 认为高负债的比率一般被企业管理当局用来阻止公司被迫改组和收购。

Jensen 的模型综合了代理理论、产权理论和融资理论,发展了企业所有权的结构理论,研究企业的内部人(管理者)和外部人(与企业管理没有直接关系的投资者)所掌握的企业所有权的比例,提出外部融资的代理成本。当企业管理者因其在企业中持有部分股份(所以同时也是部分所有者)采用发行股票的方式融资时,因其不是企业剩余的完全所有者,所以他并不付出全部努力来工作,而是追求额外消费的积极性。这种行为将导致企业的价值小于管理者为企业完全所有者时的价值,这种价值损失称为“代理成本”。当企业的管理者采取融资的方式时,在投资总量和其本人财产给定的情况下,虽然债务的增加能够增加管理者剩余份额,从而避免因其剩余份额减少所引起的代理成本,但是同时通过债务融资而导致的管理者的剩余份额增加,将促使经营者采取

风险较大的投资项目(这是因为股份有限公司的“有限责任”制度使得管理者有机会把经营风险转嫁给债权人),经营者的这种投资行为所带来的企业价值的损失被称为债权的代理成本,而企业的最优的所有权结构决定于股权代理成本和债权代理成本之间的均衡关系。<sup>[12]</sup>

Tensen 研究了在公司具有剩余资金(指公司所拥有的超过其全部具有正的现值的投资项目所需要的资金以上的资金)的情况下,债权对公司经营者的经营行为所起到的控制作用。Tensen 指出“股权转换为债权”的做法在激励公司的经营者方面起到积极作用;因为债权所包含的破产权力将迫使经营者偿还债务本金和利息以减少经营者所能够掌握的剩余资本,从而减少由经营者对剩余资金的不当利用所产生的代理成本。债务合同是对企业经营者的“硬约束”,企业经营者必须按时向债权人交纳债务的利息和本金,否则将受到惩罚(比如丢失工作等)。在这种潜在损失的威胁下,如果公司面临着足够多的债务,那么企业的管理者会致力于改善企业经营、减少纯粹的挥霍浪费,以降低企业走向破产的几率。破产机制应该成为企业治理结构的重要一环,实际上破产机制并不具有激发企业经营者最优积极性的效果,也足以保证使经理层有动力不使企业濒临破产的边缘。<sup>[10]</sup>

## 五、改变我国政府在企业中的投资方式

政府作为资本所有者,首先应该考虑的是选择最有效的资本持有方式以实现国有资产的保值增值,而不是其他。投资方式之所以重要,是因为不同的投资方式对应着不同的监督成本和预期收益。当政府作为“股东”领取剩余时,它必须承担相应的监督控制职能,否则剩余就会变为零(甚至是负数),政府投资具有有限行为能力,付出的监督成本很高,收益很低。当政府作为“债权人”领取固定收入时,这仅仅是一个后备所有者,在企业正常经营的前提下无须从事监督活动,而把这项工作留给其他资本所有者。国有主权虽然搭非国有产权所有制之便车,既能间接地强化国有产权的所有者约束,又能有效弱化国有产权代理的廉价控制权<sup>[6]</sup>,但是,国有产权的所有者仍然是企业股东,仍然承担企业破产风险。

将国有资本转换成债权可以保证将最有经营才能的人选拔在经营者岗位上。<sup>[7]</sup>现代企业理论证明,企业的剩余索取权与最终控制权应该统一<sup>[8]</sup>,也就是剩余索取权与投资权应该对应,这里最终控制权指的是选择经营者的权利。如果剩余索取权和最终控制权不对应,控制权就成为一种廉价投票权,政府虽然在很大程度上享有对企业的最终控制权,但并不是最终的剩余索取者和风险承担者。无能之辈可以通过贿赂国有资产经营者而取得企业经营位置,真正具有企业家职能的人就会处于不利的竞争地位,这就是所谓的“劣币驱逐良币”。

将国有资本转换为债权从根本上解决政府不当干预企业问题。<sup>[9]</sup>在现代公司中,股东——董事会——经理之间的契约是一种不完全契约,权力界定不可能清楚,或者说,是一块模糊地带,实际权力的界定是各种理性选择的结果。由于国资机构的官员不是真正的股东,他们对企业经营的理性干预与真正股东的最优选择很不相同。他们可能与企业内部人相互勾结导致事实上的内部人控制损害政府利益,也可能越过边界进行随意干预,侵害企业经理的经营自主权,因为他们对自己行为后果并不承担实际的责任。因此,将国有资本变成债权是解决“政府不当干预企业”的最有效办法。债务合同成为政府干预企业的明确界线,正常的情况下,企业能偿还负债利息,不进行干涉,但当企业不能偿还国家的债务时,才进行干涉。

将国有资本转换为债权,可以建立有效的激励机制。<sup>[9]</sup>在市场交易中,经营者的选择是一种期货交易,与经营者的交易使企业未来的边际收益既可能为正值,又可能为负值,这是投资者真正交易的目的。投资者付出一定的代理成本(在排除外部随机影响的前提下),企业的价值才能达到最大化,而工人的交易(技术工作人员的交易可能是期货交易)是一种现货交易,交易双方的信息比较充分,代理成本很低甚至为零。由于经营者的行为最难监督,让经营者享有部分剩余索取权的主要功能就是免除对经营者行为的外部监督,也就是说,经营者自己监督自己。张维迎<sup>[11]</sup>的企业的企业家模型中按相对重要性与监督的有效性识别为决定经营成员与生产成员间最佳委托

权安排的两个关键性因素,经营成员通过承担风险取得企业股份,并不一定是因为他不厌恶风险,而是因为他是主要的“风险制造者”,因为他的行动最难于监督。

因此,中国国有企业的改革方向可以采取国有资本债权化改革取向,这样可以节约政府监督成本,保障国有资本的稳定增殖,保证将最有能力的经营人才选拔到经营者岗位上来。

#### 注释:

- ①本段主要是与曹正汉与罗必良商榷,他们认为政府的有限行为能力是指政府对固定授权合同而言的,而在利润最大化方面是无行为能力的,得出的综合结论是政府具有有限行为能力。
- ②卢洪友在《公共品供给的政府效率解及其条件分析》中解释在林达尔均衡状态下,公共品供给的萨缪尔森条件得以满足,即一个社会的公共品与私人品的边际转换率,等于这个社会的每个成员消费公共品与私人品的边际替代率之和,就两个社会而言,用公式表示: $MRT = MRSa + MRSb$ ,所以林达尔均衡是政府公共品供给的最优效率解。
- ③参见庇古的福利经济理论中的边际私人纯产值和边际社会纯产值的关系与国家政策的取向。
- ④参见 Jensen 的系列关于企业理论的文章中的债务模型分析。
- ⑤阐述了无能力的人进入管理层成为经营者(通过“社会关系”)。

#### 参考文献:

- [1] 曹正汉,罗必良.市场竞争、政府对所有权的有限行为能力与国有企业职位产权制度的形成[J].经济科学,2000,(3).
- [2] 张春霖.国有企业改革与国家融资[J].经济研究,1997,(4).
- [3] 张维迎,马捷.恶性竞争的产权基础[J].经济研究,1999,(6).
- [4] 贾怀京,等.管理者派遣与企业所有权状态随机依存[J].经济研究,2000,(4).
- [5] 张文魁.企业负债的作用和偿债保障机制研究[J].经济研究,2000,(7).
- [6] 原莉缤.国有股减持,完善我国公司治理的有效途径[J].国有资产管理,2000,(6).
- [7] 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,(1).
- [8] 哈特.企业、合同与财务结构[M].上海:上海三联出版社,上海人民出版社,1998.
- [9] 张维迎.中国国有企业改革的理性思考[N].中华工商时报,1995-01-23.
- [10] 刘云中.契约成本与企业会计政策选择[J].经济科学,2000,(2).
- [11] 张维迎.企业的企业家——契约理论[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,1995.
- [12] 吕景峰.债权的作用与我国国有企业治理结构的改进[J].经济科学,1998,(3).

## Research on Form of Government Investment in Enterprises

CHU Zhikun

(Business College, Shanghai Normal University, Shanghai, 200234, China)

**Abstract:** This paper proves that the limitedness of behavioral ability of government investment in enterprises originates from the definite “authorized contracts” signed by both government agents & individuals and characterized by aversion of risks. However, this limitedness of government investment does not interfere with its investment in its own areas for production of public goods and for the greatest social benefits. Government investments in enterprises ought to be made free from risks so as to assure that government capital maintains its value and grows in value. The paper argues that along with changes in economic returns in enterprises, the right to control enterprises consists in the hands of those who are related to economic interests, that only when an enterprise goes bankrupt, can the creditors control it, and that contracts by creditors are capable of stimulating business operators and stock-holders to great effects so that creditors’ rights involve fewer risks than stock-holders’ rights. It can be seen from the above that it is feasible that government investments are based on creditors’ rights in China’s state-owned enterprises.

**Key words:** behavioral ability, government, limitedness, creditors’ investment

(责任编辑:苏建军)