

文章编号:1000-582X(2004)04-0138-04

转轨经济中的融资制度与企业融资行为分析*

曾宏¹,吴婷婷¹,彭华明²,郭卉郁³

(1. 重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400030;2. 重庆大学资产与后勤管理处,重庆 400030;
3. 深圳职业技术学院,深圳 518055)

摘要:在比较分析目前世界上主要的资本市场主导型和银行导向型融资制度的基础上,引入了我国转轨时期国家融资主导为特征的融资制度分析,然后根据这一制度的特有特征,通过均衡模型深层次分析我国企业在软预算约束条件下的融资行为,发现转型时期的软预算约束条件是造成企业过度借款的根源,由于政府与企业的目标函数不同,单一依靠信贷资源配置难以实现企业融资行为的优化,因此,需要逐步硬化企业的融资约束,并建立有效的国有银行经营激励机制。

关键词:转轨经济;融资制度;融资行为

中图分类号: F270

文献标识码: A

从契约理论的观点来看,企业是参与者通过契约形式而组成的一种合作性组织。因此,企业最终采取何种方式的融资行为最终取决于企业内部相关利益主体的冲突与协调结果。在影响企业融资行为的契约中,融资制度是一项很重要的外部契约,从表面上看,融资制度只是反映企业从什么渠道(银行或金融市场)、以何种方式(股权融资还是债权融资)获得企业生产发展所需资金的问题,实际上,它反映了股东、债权人、经理人员以及职工等相关利益主体之间的经济关系,企业选择股权融资还是债务融资,既是融资问题也是公司治理问题。有效的公司治理能够提高经济效率,维护投资者的利益。因此,分析企业的融资行为,需要结合企业外部的融资制度来进行分析。

1 世界融资制度的主要类型

由于不同国家经济制度差异和经济发展程度不同,世界融资制度形成了2种类型,一类是以英美为代表的资本市场主导型融资制度,另一类是以日德为代表的银行导向型融资制度。资本市场主导型融资制度中,企业融资主要来源于资本市场,银行融资在融资体系中居于次要位置。政府通过金融立法对金融市场实施管制。整个社会的融资活动在较为规范的法律和制度约束下,按照市场机制有效运行,金融资本的定价和

配置由市场决定,而不是通过契约来完成。银企关系中银行仅持有企业的少量股份,对企业外部监督的作用非常有限,外部监控职能由各种市场中介组织、信息处理机构、以及审计和法律机构所分担,很少存在银企间相互交叉持股的耦合关系,银行对企业的持股仅为少量短期持股。青木昌彦将这种企业和银行之间的融资关系称做“保持距离型融资”。银行导向型融资制度中,间接融资是企业外部融资的主要形式。金融管制具有较强的行政色彩,对融资制度的推行发挥了积极的作用,以产融结合为基本特征的融资机制充分反映了企业融资市场化在深度与广度上的不足。银企之间通过融资与交叉持股纽带建立一种长期稳定的特殊耦合关系,即“关系型融资”^[1-2]。关系型契约可以看作是所有者与公司管理者之间的一种保证长期、互益的交换机制,这种机制在很大程度上减少了非对称信息下的谈判问题,弥补了有缺陷的市场结构。

在不同经济条件下,2种融资制度的信息租金与信息成本存在着差异,其融资效率存在着显著差别,本文引进融资制度效率模型(张宗新,2001)^[3]来作进一步解释。图1中横轴表示融资的边际成本 MC ,纵轴表示边际信息租金 R 。银行导向型融资制度中,信息相对不透明,投资者信息收集的投资越大,一般情况下获得的信息租金越多,因此,图1中 V 为银行导向型融

* 收稿日期:2004-01-05

作者简介:曾宏(1970-),男,重庆人,重庆大学博士,主要从事企业财务理论研究。

资制度的效率曲线。而资本市场导向型融资制度由于信息比较透明,信息收集的投资不可能带来较高的信息租金,故在图1中, U 为资本市场主导型融资制度效率曲线。在两条效率曲线交点 O ,银行导向型和资本市场主导型融资制度的经济效率是相同的。可以看出,当通过市场搜集信息的边际成本 MC 大于 MC_0 时,银行导向型融资制度更有效率;而在市场搜集信息的边际成本 MC 小于 MC_0 时,资本市场主导型融资制度更有效率。

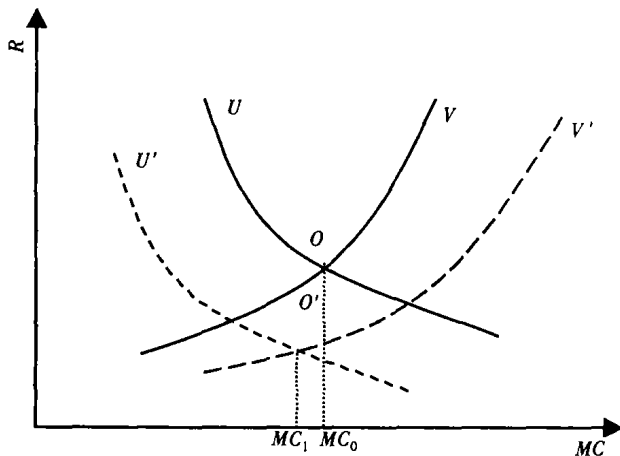


图1 融资制度效率模型

2 转型时期的我国融资制度分析

“资本市场主导型融资”和“银行导向型融资”的一个共同点是出资者与企业的关系均是基于商业原则进行自主选择,而非强制性选择。但有一种融资制度广泛存在于计划经济向市场经济转型的国家,其实质是以国家为唯一中介进行融资,因而可称为“国家融资”^[4]。在这种融资制度下,企业所需资金均是由国家通过财政或银行来筹集和分配的。到目前为止,我国融资制度仍然可以理解为国家融资体制,虽然我国融资制度在很多方面具备银行导向型融资制度的特征。

中国的国家融资制度从形式上看经历了2个不同时期,即改革前以财政融资为主的时期和改革后以国有银行融资为主的时期。经过我国融资体制的改革,企业的融资虽然从无偿形式转化为有偿的形式,但并未从根本上改变国家融资的性质,因为国有银行同样也是国家的,国家仍然是国有企业债务的最终承担者,区别仅在于融资途径发生了变化,财政融资是通过“国民收入→财政→国有企业”的过程来完成,而银行融资是按“居民收入→国有银行→国有企业”的方式进行的。在国有银行受国家行政控制很严格的情况

下,银行融资同财政融资一样面临着困境。在国家融资体制下,国家作为国有企业的直接所有者和国有企业经营失败的责任承担者,理所当然地应对国有企业实施监控,但是到目前为止,国家监控仍旧存在很大问题,国有资产层层委托的管理体制使得代理人对国有企业的监控缺乏动力。由于受到监控成本过高和国有体制下不能随意破产的双重制约,国有企业的预算软约束成为常态。同时国家既是投资者又是行政管理,政企不分的格局使国家在监控企业过程中存在强烈的行政化倾向:一方面,国家在选择经营者时主要受行政目标的力量驱使,从而很难选拔出真正具有经营才能的经营者;另一方面,国家监控国有企业的主要手段是行政手段,如果加强对国有企业的监控,会导致对经营人员过多的行政干预,进而影响企业的经营效率。若要提高效率,就必须给国有企业充分的经营自主权,但由于缺乏对经理人有效的监控手段,又导致“内部人控制”现象蔓延,使得国家在监控企业方面存在两难选择。可以说转轨经济国家的融资制度的根本缺陷在于国家融资制度没有内生出合格(即有能力又有动力)的监控者或者说是监控者的缺位。

3 国家融资制度下的我国企业融资行为分析

转型时期,我国融资制度对企业最为突出的影响是使得国有企业的软预算约束成为常态^[5],这势必会影响企业的融资行为,在不考虑来自于产业的竞争因素时,企业的融资行为会出现怎样的特点呢^[6]?

为分析这一问题,首先需要确定企业、银行与政府的效用函数,在软预算约束的情况下,企业的效用函数可以表示为

$$\pi^e = W(q) + \varphi(q) \quad (1)$$

其中, $W(q)$ 为企业硬预算约束条件的收益函数,不妨设其函数形式为 $W(q) = -(q - q^*)^2 + \pi^{\max}$ 。函数 $\varphi(q)$ 代表软预算约束条件下企业部分成本外部化形成的收益,在我国这部分成本是外部化入银行中,形成银行的呆坏账损失。

银行的效用取决于利息收入与贷款损失,二者均与贷款数量呈正相关关系,银行的效用函数可以表示为

$$\pi^b = q \cdot r - \varphi(q) \quad (2)$$

显然,贷款数量 q 越多,银行贷款损失数量 $\varphi(q)$ 越大,即 $\frac{d\varphi(q)}{dq} > 0$,并且,贷款的损失程度将会越大,即 $\frac{d^2\varphi(q)}{dq^2} > 0$,这其中的道理很容易理解,企业借款数

量越大,出现财务困境的可能性越大,超过企业偿债能力的贷款将注定难以回收,因而,银行发生坏账损失的程序将越大。不妨令其函数形式为 $\varphi(q) = \delta \cdot q^2 (\delta > 0)$, 式中 δ 可以代表预算约束软化的程度, δ 越大,表明企业的预算约束越软。

政府的效用可分为经济效用和政治效用两个部分,经济效用为企业与银行的效用之和,政治效用在本文中用就业情况替代,一般情况下,融资越多,社会就业位置越多,政府的政治效用越高,用为软预算约束条件下政府就业情况的政治效用函数。显然 $\frac{dL(q)}{dq} > 0$ 。

不妨令其函数形式为 $L(q) = q \cdot l$ 。

政府效用的表达式为

$$\pi^G = \pi^e + \pi^b + L(q) = W(q) + q \cdot r + L(q) \quad (3)$$

将 $\varphi(q)$ 、 $L(q)$ 的表达式代入式(1) - (3)中,化简可得

$$\pi^e = -(q - q^*)^2 + \delta \cdot q^2 + \pi^{\max} \quad (4)$$

$$\pi^b = q \cdot r - \delta \cdot q^2 \quad (5)$$

$$\pi^G = -(q - q^*)^2 + q \cdot (r + l) + \pi^{\max} \quad (6)$$

式(4) - (6)的最大化一阶条件为

$$q^{e*} = q^* / (1 - \delta) \quad (7)$$

$$q^{b*} = \frac{r}{2\delta} \quad (8)$$

$$q^{G*} = q^* + (r + l) / 2 \quad (9)$$

在软预算约束下,按照效用最大化原则银行会收缩贷款数量,与此相反,企业和国家效用最大化的最优贷款数量 q^{e*} 与 q^{G*} 均高于硬预算约束下的水平。

当 $\delta > \frac{r}{2q^* + r + l}$ 时, $q^{G*} > q^{b*}$, 由于融资规模 q^*

在数量上远远大于 r , 显然 $\frac{r}{2q^* + r + l} \rightarrow 0$, 因此,在软预

算约束条件下,很容易满足 $\delta > \frac{r}{2q^* + r + l}$ 。故根据企

业、银行与政府3个主体的效用函数,可作出图2显示出软预算约束条件下政府干预的融资均衡。

图2中,银行效用最大化的最优贷款量为 q^{b*} , (即曲线 $q \cdot r$ 位于曲线 $\varphi(q)$ 之上的部分中,两曲线之间垂直距离最远的点),而政府效用最大化的贷款数量 q^{G*} 处于银行的效用已随贷款数量的增加而递减的阶段。因此,银行从最大化自身效用的角度出发,将会把融资数量限制在 q^{b*} 。而此时,政府与企业的效用都处在上升过程之中。因此,兼有国有资产所有者和宏观经济管理者的政府必定会出面干预,要求银行继续为企业提供贷款,直到贷款数量达到 q^{G*} 为止。

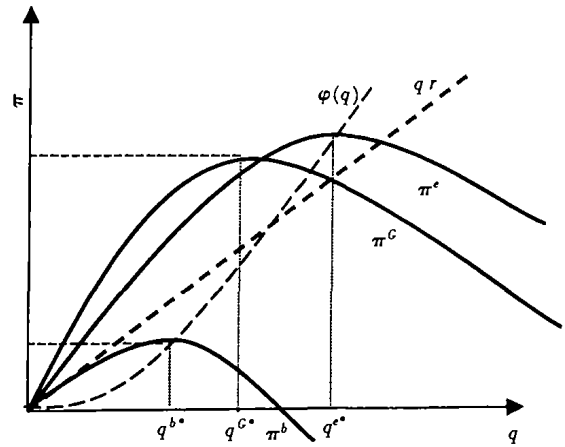


图2 政府干预下的融资均衡

其实,只要这种国家干预下的均衡条件能够长期存在,政府也实现了低效率干预运行的最优。但事实上这种低效率运行的最优也常常难以达到。结合图2,不难说明其中的道理。在软预算约束条件下,企业的融资数量越多,自有现金流越丰裕,企业的经营者越可能得到较多的在职消费,同时由于融资成本可以部分外部化,因此,企业与企业经营者的效用都随融资数量 q 递增,企业经营者进行债务融资的动机非常强烈。如果企业经营者通过私下给予银行经营者一定的经济利益,要求银行超过数量 q^{G*} 对企业贷款,在缺乏有效激励手段的情况下,作为国家代理人的银行经营者很可能对企业贷款,尽管此时银行的效用已为负值。而国家作为所有者又经常处于监督缺位,使得这种行为得不到有效的干预,最终给银行形成的损失为 $\varphi(q) - q \cdot r$ 。

在 $\varphi(q) < q \cdot r$ 时,银行发生亏空,日积月累的结果,已使我国银行形成了巨额的不良债权,为了维持银行的持续经营,需要银行实现 $q \cdot r > \varphi(q)$ 。但现在要求银行作到这一点只能是勉为其难,那么银行何以维持持续经营的呢?在转型经济条件下,软约束预算不仅限于企业,也包括银行。事实上,我国银行迄今为止并未面临与高不良资产相关的财务压力,原因在于国家给予了银行一定的承诺救助,即国家承诺在银行发生清偿危机时给予救助,以保证存款的清偿。在国家救助承诺的情况下,银行的风险降低,通常情况下存款人不用担心银行会发生清偿危机,这样,银行便可源源不断地吸纳新的存款以弥补信贷损失导致的资金亏空,最后,高不良资产的风险由银行转移给了国家。

4 结论

通过理论分析,阐明了在我国转型经济体制下、国

家融资主导的融资制度中,预算约束的软化是造成企业扩张贷款动机的产生根源;即使在政府有目的的干预情况下,由于政府与企业的目标函数的差异,二者在最优融资量上难以达到统一,这就决定了信贷资源配置不能实现最优化,同时企业很容易产生扩张贷款的冲动,在未形成有效的国有银行不良资产财务压力的情况下,银行也会产生放贷的愿望,缺乏激励和约束的放贷,使得银行体系产生了巨额的呆坏账。因此,逐步硬化企业的融资约束,建立国有银行经营的有效激励机制,是解决这一问题的根本。

参考文献:

- [1] 青木昌彦,瑟达尔·丁克. 关系型融资制度及其在竞争中的可行性(上)[J]. 经济社会体制比较,1997,22(6):3-9.
- [2] 青木昌彦,瑟达尔·丁克. 关系型融资制度及其在竞争中的可行性(下)[J]. 经济社会体制比较,1998,23(1):34-38.
- [3] 张宗新. 融资制度:一个国际比较的分析框架[J]. 世界经济,2001,20(9):52-5.
- [4] 张睿. 论企业融资制度和公司治理结构[J]. 经济评论,2000,12(6):76-80.
- [5] 张亦春. 契约、信息与国有企业融资制度变迁[J]. 当代财经,2000,18(10):41-46.
- [6] 曾宏. 产品市场竞争与企业资本结构选择的互动关系研究[D]. 重庆:重庆大学,2003.
- [7] SHLEIFER A, VISHNY R. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997,52(3):737-787.
- [8] SHLEIFER A, VISHNY R. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3):461-487.
- [9] RAJAN R, ZINGALES L. Power in a theory of the firm[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998,113(2):387-432.

Financial System and the Firm's Financial Behavior in Transitional Economy

ZENG Hong¹, WU Ting-ting¹, PENG Hua-ming², GUO Hui-yu³

(1. College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

2. Department of Logistics, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

3. Shenzhen Polytechnic, Shenzhen 518055, China)

Abstract: On the basis of comparative analyses of the capital - market oriented and the bank oriented financial systems in the world, this paper discusses the specialties of our country's financial system. Under this background, this paper builds an equilibrium model to explain the financial behaviors of firms in soft-budget constraint, the research results show that the soft-budget constraint is the main cause that leads to excessive loans. Because the different targets of government and firm, it's hard to optimize the firm's financial behaviors only by banking credit mechanisms, therefore, it is necessary to reduce the soft - budget constraint and establish effective incentive mechanisms of state - owned banks.

Key words: transitional economy; financial systems; firm's financial behavior

(编辑 姚飞)