

中国上市公司 并购重组研究

——基于市场化与非市场化的视角

■ 潘红波 著 ■

The Study on the Takeovers of Chinese Listed Firms

中国社会科学出版社

中国上市公司 并购重组研究

——基于市场化与非市场化的视角

■ 潘红波 著 ■

The Study on the Takeovers of Chinese Listed Firms

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司并购重组研究: 基于市场化与非市场化的视角/
潘红波著. —北京: 中国社会科学出版社, 2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5161 - 5206 - 5

I. ①中… II. ①潘… III. ①上市公司—企业兼并—研究—
中国②上市公司—企业重组—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 286364 号

出版人

责任编辑

责任校对

责任印制

赵剑雄

王力斌

* 洪波 *

戴 宽

出 版

社 址

网 址

发 行 部

门 市 部

经 销

中国社会科学出版社

北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)

http: //www. csspw. cn

中文域名: 中国社科网 010 - 64070619

010 - 84083635

010 - 84029450

新华书店及其他书店

印 刷

装 订

版 次

印 次

北京君升印刷有限公司

廊坊市广阳区广增装订厂

2014 年 11 月第 1 版

2014 年 11 月第 1 次印刷

开 本

印 张

插 页

字 数

定 价

710 × 1000 1/16

10.5

2

179 千字

36.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书得到国家自然科学基金面上项目（71272229和
71372126）和国家自然科学基金青年项目（70902052）
的资助

目 录

第一章 引言	1
第一节 选题的背景和意义	1
第二节 研究结构安排	4
第二章 文献综述	6
第一节 政府干预	6
一 政府干预理论	6
二 政府干预的成本	10
第二节 投资者法律保护	14
第三节 会计信息质量	17
第四节 企业并购	19
一 新古典主义并购理论	19
二 行为金融并购理论	20
三 控制权私有收益并购理论	21
四 中国市场的相关研究	21
第三章 政府干预对地方国有企业并购绩效的影响研究	23
第一节 问题的引入	23
第二节 理论分析与研究假设	27
一 中国政府的行政改革进程和特点	27
二 政府干预、政治关联与企业并购	28
三 政府干预、股权分置改革与企业并购	32
第三节 研究设计	33
一 样本的建立	33
二 代理变量和数据来源	34

三	研究模型和变量定义	35
四	描述性统计特征	38
第四节	实证检验结果与分析	39
一	单变量检验分析	39
二	“政府掠夺之手理论”的检验结果与分析	42
三	政治关联对公司并购绩效的影响研究	45
四	“政府支持之手理论”的检验结果与分析	49
五	敏感性分析	52
第五节	本章小结	53
第四章	政府有形之手对企业异地并购的影响研究	55
第一节	问题的引入	55
第二节	理论分析与研究假设	59
一	政府之手与异地并购的概率	59
二	政府之手与异地并购的绩效	62
第三节	研究数据和方法	64
一	研究样本	64
二	模型设定与变量定义	65
三	描述性统计特征	67
第四节	结果与分析	69
一	政府之手与异地并购概率	69
二	政府之手与异地并购的经济后果	75
三	稳健性检验	82
第五节	本章小结	88
第五章	投资者法律保护与异地并购的公司治理溢出效应	90
第一节	问题的引入	90
第二节	理论分析与研究假设	94
一	地方政府干预企业跨区域并购的动机	94
二	地方政府干预对于跨区域并购公司治理效应的 影响研究	95
三	政府干预对于地方国有上市公司跨区域并购 决策和目标公司选择的影响研究	98
第三节	研究设计	99

一	样本的建立	99
二	代理变量和数据来源	100
三	模型和变量定义	100
四	投资者法律保护水平的描述性统计特征和 Pearson 相关分析	103
第四节	实证检验结果与分析	104
一	跨区域并购的公司治理效应分析	105
二	政府干预与跨区域并购	106
三	稳健性检验	113
第五节	本章小结	115
第六章	目标公司会计信息质量对企业并购绩效的影响研究	117
第一节	问题的引入	117
第二节	理论分析与研究假设	119
一	目标公司会计信息质量与并购绩效	119
二	企业性质、目标公司会计信息质量与并购绩效	122
第三节	研究设计	123
一	样本选择	123
二	模型设定与变量定义	125
三	描述性统计特征	126
第四节	实证检验结果与分析	129
一	目标公司会计信息质量与收购公司短期市场绩效	129
二	目标公司会计信息质量与收购公司长期会计绩效	132
三	稳健性检验	133
第五节	本章小结	144
第七章	研究结论与展望	145
第一节	研究结论	145
第二节	研究展望	146
参考文献		148

第一章 引言

第一节 选题的背景和意义

在中国市场化改革的过程中，越来越多的企业利用并购来实现自身的规模扩张和战略目标。根据 CVSource 投中数据终端显示，2013 年中国并购市场宣布交易案例数量 5233 起，披露金额案例数量 4496 起，披露交易规模 3328.51 亿美元，与上年同比分别增长 17.15%、21.35%、5.72%，并购数量和并购规模均为近 7 年来最高。^① 然而，中国企业并购能否为股东创造财富？哪些重要的因素在影响着并购的价值创造效应？这一直以来都是理论界和实务界关注的焦点。然而，到目前为止，国内外学者并没有达成一致的研究结论。

在中国经济转型的过程中，诸如产权保护、金融市场和投资者法律保护等正规制度还不够完善，因此，各种非市场化和市场化的因素影响着企业的财务决策和活动。作为企业最为重要的财务决策之一，并购活动同样受到这些非市场化和市场化因素的影响。在中国正式制度欠发达的情况下，政府掌握着土地、银行等重要资源的分配。因此，本书研究的目的是分析地方政府干预如何影响企业的并购决策，进而影响企业并购绩效。

在许多国家，尤其是转型经济国家，政府对经济和企业经营的干预较多，尤其表现在国有企业。对此，许多学者指出，政府干预经济和企业生产经营会带来两方面的不利影响：一方面，在降低产品的生产成本和产品创新方面，国有企业人员激励不足（Shleifer and Vishny, 1994；1998）；

^① 具体的数据统计见 http://research.chinaventure.com.cn/report_813.html。

另一方面,除了效率目标外,政府官员本身还有自身的政治目标和自利目标,因此,政府官员会干预企业的经营活动以实现自己的政治目标和自利目标,学者们将此称之为政府掠夺之手理论(Shleifer and Vishny, 1994; 1998)。许多文献从私有化后公司绩效提高的视角为政府干预企业的低效率提供了实证证据。^①然而,作为最大的转型中国家,中国的部分私有化并没有提高企业的效率(Sun and Tong, 2003; Fan, Wong, and Zhang, 2007)。

尽管大多数文献从私有化的角度为政府干预企业的低效率提供了实证支持,但是,由于政府掠夺企业的隐蔽性较强,直接为政府掠夺之手理论提供实证支持的文献还不多见(Cheung, Rau, and Stouraitis, 2006)。典型的有, Cheung、Rau 和 Stouraitis (2006) 研究了我国上市公司和他们国有控股股东之间的关联交易,发现国有股比例越高,国有控股股东的掠夺越严重,而且这种掠夺效应主要集中在地方政府控制的国有企业中,从而为政府掠夺之手理论提供实证支持。Fan、Wong 和 Zhang (2007) 研究表明,出于自身的政治目标,地方政府会干预企业的经营活动,从而导致企业的低效率。目前,国内许多学者也对政府干预企业的行为进行了研究。例如,张新(2003)在系统评述西方传统并购动机理论的基础上,结合中国并购重组的市场动机与利益机制的特殊性,提出了“体制因素下的价值转移与再分配这一新的假说”。但是,作者对该假说没有进行直接的检验。李增泉等(2005)研究发现,当公司具有配股或避免亏损动机时,控股股东和地方政府会通过并购支持上市公司;当公司无保资格之忧时,控股股东和地方政府会通过并购掏空上市公司。夏立军和方秩强(2005)研究表明,相对于非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司价值更低,而且这主要是由于低层级政府控制的上市公司价值更低所引起的。但是,这些研究并没有直接为政府掠夺之手理论提供实证支持。

所以,本书的研究目的之一,分析地方政府是否会利用其控制的资源实现自己的政治目标或者自利目标,从而影响企业的并购决策和并购绩效。我国各区域地方国有上市公司的并购活动为此提供了一个很好的研究平台。首先,在我国,地方政府对当地企业的干预较多,而且不同地区地

^① 例如, Megginson 和 Netter (2001) 对世界上学者的私有化文献进行了综述, Djankov 和 Murrell (2002) 对转型经济国家的私有化文献进行了综述。

方政府的政治目标——失业率、财政赤字等——存在较大的差异，这导致各个地区地方政府对企业干预程度也存在较大的差异（樊刚等，2011）。其次，我国每年都有大量的并购事件发生，而且包括许多地方国有上市公司的并购事件，这些并购事件通常都要经过公司股东大会（地方政府）的同意。最后，并购重组能缓解濒临破产企业的人员面临失业的困境、缓解当地的财政状况以及迅速做大企业的规模，这导致地方政府有动机和能力干预地方国有企业的并购活动，以实现自己的政治目标。

在西方成熟市场条件下，投资者法律保护水平和会计信息质量一直是经济、会计和财务学者关注的热点问题。本书研究的目的之二，分析投资者法律保护水平和会计信息质量这些市场化的因素对公司并购绩效的影响，这种效应在民营企业 and 国有企业中是否有所不同。已有大量研究表明，高的投资者法律保护水平和会计信息质量有助于降低公司融资成本、缓解公司融资约束，进而增加公司股东财富。针对并购市场，已有研究表明，当收购公司的投资者法律保护水平高于目标公司时，目标公司的投资者法律保护水平在并购后会得以提升，跨国并购具有公司治理效应的作用，这为法与金融的相关研究提供了新的视角。^① Bris 和 Cabolis（2008）的跨国并购研究发现，当收购公司的投资者法律保护水平高于目标公司时，并购的价值创造效应最为明显。进一步，Chari、Ouimet 和 Tesar（2010）检验了跨国并购宣告时样本公司股票的市场反应，结果发现，当目标公司来自投资者法律保护水平较低的新兴市场国家时，投资者对并购的反应更加积极。这些研究结果表明，跨国并购具有公司治理的效应，进而能够增加股东财富。管理者代理假设认为，目标公司会计信息质量越高，股东和外部董事对并购协同效应和支付价格的估计越准确，进而有利于抑制自利或自大管理者的机会主义并购行为，最终有助于公司并购绩效的提升。一些学者研究发现，目标公司的会计信息质量越高，收购公司的并购绩效越好，而目标公司的并购绩效则越差（Martin and Shalev, 2009; McNichols and Stubben, 2011）。

因此，要达到本书的研究目的之二，拟研究以下两个问题。（1）在我国 31 个区域之间的投资者法律保护水平存在很大的差异的情况下

^① 除了通过跨国并购来检验投资者法律保护水平对一国金融市场相关指标的影响外，已有研究还通过跨国上市来研究这种效应（Bailey, Karolyi, and Salva, 2006）。

(Wang, Wong, and Xia, 2008; 卢峰和姚洋, 2004; 樊纲等, 2011), 我国企业跨区域并购是否具有公司治理效应, 这种效应在国有企业和民营企业之间是否存在差异。(2) 目标公司的会计信息质量对收购公司短期市场绩效和长期会计绩效是否有影响, 这种效应在国有企业和民营企业之间是否存在差异。

本书通过研究政府干预、投资者法律保护 and 会计信息质量对中国企业并购的影响, 以分析市场化和非市场化的机制是否影响企业的财务决策。结果发现, 非市场化的政府干预影响地方国有企业的并购决策和并购绩效, 而不会影响民营企业的并购决策和并购绩效; 市场化的投资者法律保护和会计信息质量影响民营企业的并购绩效, 但是不影响国有企业的并购绩效。在政府对稀缺资源有较强的控制的情况下, 政府对国有企业的有形之手可能会阻碍民营企业的资源获取, 进而扭曲资源配置效率, 最终阻碍中国经济的持续快速增长。同时, 政府对企业的有形之手这种非市场化的机制可能影响投资者法律保护、会计信息质量等市场化机制作用的发挥, 这会恶化市场化机制的资源配置效率, 从而不利于企业成长和长期经济增长。因此, 应该从制度和法制层面约束政府的有形之手, 以实现市场高效的资源配置, 最终促进中国经济的持续快速增长。

第二节 研究结构安排

第一章为引言。

第二章为文献综述。首先对政府干预这种非市场化的方式进行综述; 其次对投资者法律保护和会计信息质量这些市场化的方式进行综述; 最后对企业并购的相关研究进行综述。

第三章研究地方政府干预、政治关联对企业并购绩效的影响。研究发现, 地方国有上市公司收购非上市公司时, 收购公司并没有获得显著的正回报, 这与西方学者的理论预期和经验证据不一致。进一步的研究发现, 产生这种差异的主要原因是, 我国地方政府有很强的动机干预地方国有企业的并购活动, 以实现其政治目标。我们还发现, 政治关联与地方国有企业的并购绩效正相关, 这表明, 政治关联可以作为法律保护的替代机制来保护企业产权免受政府掠夺。此外, 本书研究表明, 股权分置改革

后，地方政府大股东和中小股东的利益趋于一致，导致非市场化的政府干预对地方国有企业并购绩效的影响不显著。

第四章分析政府有形之手这种非市场化的机制对企业跨区域（异地）并购的影响。结果发现，地方国有企业异地并购的概率显著低于民营企业，而且这种效应在当地政府自由裁量权大的地区更加明显。进一步的检验发现，与同地并购相比较，地方国有企业异地并购会导致消极的市场反应，而且异地并购后企业的实际所得税税率和银行贷款成本均会显著增加。这些研究结果表明，与同地并购的地方国有企业集团相比较，异地并购后的地方国有企业集团从政府获得的税收资源和银行信贷资源显著减少，从而导致负面的市场反应，这支持“地方政府对当地国有企业支持之手”的观点。本书的研究结果意味着，在政府对稀缺资源有较强控制的情况下，政府对国有企业的支持会阻碍民营企业的资源获取，进而扭曲资源配置效率，并最终阻碍经济增长。

第五章研究跨区域并购能否起到传递投资者法律保护的作用，并研究这种效应是否受企业产权属性的影响。研究发现：与已有的跨国并购文献一致，民营上市公司的跨区域并购能起到传递投资者法律保护水平的作用，而地方国有上市公司的跨区域并购没有发挥公司治理的作用。本书推测，产生这种差异的主要原因在于，出于本区域的财政状况目标，地方政府有动机干预地方国有上市公司的跨区域并购活动。本书的实证结果支持了该推论：地方国有上市公司实施跨区域并购的可能性与当地财政赤字程度正相关；地方国有上市公司倾向于收购财政状况比较好、投资者法律保护水平比较高的区域的目标公司。

第六章研究目标公司会计信息质量对公司并购绩效的影响，以及这种效应是否受企业产权性质的影响。结果发现，目标公司的会计信息质量对民营收购公司的短期市场绩效和长期会计绩效均有显著的正的影响，而这些效应在国有并购样本中不存在。这表明，在目标公司会计信息质量较高的情况下，股东和外部董事对企业并购协同效应和支付价格的估计更为准确，从而有利于抑制自利或自大管理者的机会主义并购行为，最终提高企业的并购绩效。本书的研究结果意味着，监管部门应该强化企业的会计信息质量，这不仅有利于本企业的资源配置效率，还有利于其他潜在收购企业的资源配置效率。

第七章为研究结论与展望。

第二章 文献综述

本书研究政府干预、投资者法律保护和会计信息质量对企业并购的影响，从而说明，在中国转型经济条件下，市场化和非市场化机制在企业财务决策中的作用。因此，我们准备从以下几个方面对相关文献进行综述：首先综述非市场化的政府干预的相关研究；其次回顾市场化的投资者法律保护和会计信息质量的相关研究；最后对企业并购的相关研究进行综述和评价。

第一节 政府干预

一 政府干预理论

自 20 世纪 70 年代起，从金融经济学的角度研究政府干预问题成为西方发达国家学术界的一个热点，被誉为金融经济学“最激动人心的领域之一”（Viscusi, Vernon, and Harrington, 2000）。众多学者的努力使得政府干预的相关研究不断发展和完善，他们的研究为本书的研究奠定了坚实的基础。

政府为什么要干预一个国家或者地区的经济和企业经营活动，国内外学者主要从以下几大理论阐述政府干预的合理性。^①

1. 市场失灵理论

古典自由主义学派认为，个体追求个人利益时，个体就像被一只看不见的手所引导去实现公众的最佳福利。政府对自由竞争的任何干预几乎都是有害的，科学规范的政府行为是政府在经济中只要扮演“守夜人”的角色即可（Smith, 1776）。也就是说，在完全竞争条件下，仅仅依靠市场

^① 茅铭晨（2007）对目前国内外学者的政府干预理论进行了很好的研究综述。

这只“看不见的手”的调节,就能使各种资源得到充分、合理的利用,达到社会资源的有效配置。

但是在经历了各种经济大萧条之后,人们逐渐认识到古典自由主义经济学理论的局限性:尽管市场是一种资源配置的好方法,但市场也不是万能的,完全的市场经济也会出现资源错配,即市场失灵。市场失灵产生于公共物品(public goods)、外部性(externalities)、垄断(monopoly)和破坏性竞争(destructive competition)。市场失灵会导致过度的污染、失业、贫富两极分化等经济社会病症。政府干预经济就成为弥补市场不足的必要手段。Keynes(1936)的巨作《就业、利息与货币通论》,推翻了“看不见的手”的原理,提出了国家干预经济政策以实现充分就业和经济增长的政策主张。凯恩斯认为,自由竞争的市场机制不能实现经济的均衡发展,科学规范的政府行为就是政府对经济的大量干预。Gulick(1962)曾作出这样的解释:当基于自身利益并且由市场这只“看不见的手”所支配的私人行动证明是不适当的时候,政府应该表现出一种“对弱者的公平的人类同情心”。市场失灵理论是政府管制制度的重要理论,以下各种理论均是在市场失灵理论基础上的进一步细化和扩展。

2. 自然垄断理论

自然垄断理论是政府经济性管制的重要理论。虽然各国规定的自然垄断产业的范围不完全相同,但一般指自来水、热水、煤气、天然气、通信、电力、邮政、铁路及电视、广播等行业的企业,这些产业具有自然垄断的属性。Adams(1887)把产业分为规模报酬不变、规模报酬递减、规模报酬递增3种类型,认为自然垄断产业属于规模报酬递增的产业,应当实行政府管制,以维护大规模生产的优势。在此基础上,Farrer(1902)提出了自然垄断产业的经济特征:(1)提供生活必需的产品或服务;(2)有良好的生产环境和地理条件;(3)产品无法储存;(4)具有规模经济性;(5)稳定而可靠的供应以满足需求,但只能由一个企业提供这种供应。他认为自然垄断产业是因发生竞争会导致失败的产业。也就是说,自然垄断产业如果存在竞争,那将是破坏性竞争。

Ely(1937)把自然垄断的形成机制划分成3种类型:(1)依靠独一无二的供应资源而形成(如金矿、食盐);(2)因为秘密或特权而形成(如专利);(3)依据业务特性而形成。他认为,规模经济性自然垄断属于第三种类型,但无论哪一种类型的自然垄断,都具有不可竞争性。在这

些学者开创性工作的基础上,大量的学者对自然垄断理论进行了研究。对于自然垄断理论,目前绝大多数学者认同的观点是:由于规模经济性自然垄断产业需要较大的基础设施投资,基础设施的固定成本高,“沉淀性”大,具有显著的规模经济和外部经济性,为社会经济活动和民众生活提供基础性、稀缺性公共商品和服务,因而应当排除或限制竞争,仅由一家企业或极少数几家企业垄断生产,以保证其规模经济性;同时,为防止和解决自然垄断企业滥用垄断力量侵害消费者的利益,以满足公共需求,对自然垄断产业应当实行进入、退出、质量、价格等方面的政府管制。

3. 信息不对称理论

信息不对称理论是英国剑桥大学教授 James 和美国哥伦比亚大学教授 William 于 20 世纪六七十年代在信息经济学研究中提出的重要理论。这一理论直接推翻了“交易各方拥有完全对称的信息”这样一个完全竞争的自由市场的假设前提,揭示了不对称信息结构下的市场失灵现象。信息经济学的研究表明,几乎所有经验商品的市场交易都是在信息不对称的情况下进行的。在不对称信息结构中,处于信息优势地位的一方容易利用对方的“无知”,侵害对方的利益而谋求自己的利益。造成信息不对称的主要原因有:拥有信息优势的交易一方对信息的封锁或有意误导;搜寻成本对信息劣势方构成的信息搜寻障碍;社会分工和劳动分工造成交易各方知识的差异等。

根据信息不对称理论,信息不对称会引起道德风险和逆向选择,使市场无法实现对资源的优化配置,产生市场失灵。当产品市场普遍存在逆向选择现象时,就会鼓励生产者生产低成本、低质量的产品,从而阻碍技术进步,并使消费者无法得到高质量的产品和享受高质量的服务,同时也会损害生产高质量产品的生产者的利益。要提高资源配置的效率,就需要政府干预,以弥补市场机制的缺陷。这是经济学家从资源配置效率的角度解释政府管制的基本逻辑。

4. 外部性理论

当一个人从事一种影响旁观者福利而对这种影响既不付报酬又得不到报酬的活动时就产生了外部性(Mankiw, 1997)。如果对旁观者的影响是不利的,就称为“负外部性”;如果这种影响是有利的,就称为“正外部性”。正外部性使他人减少成本,增加收益;负外部性使他人增加成本,

减少收益。产生对政府管制需求的外部性问题主要是负外部性问题。外部性理论认为：如果有某种物品不能被市场化，或者有某些成本不被买者或卖者所承担，则市场对资源的配置就不可能是有效率的。因为减少“旁观者”的福利无须补偿，所以会助长为追求私人福利最大化而滥用公共资源或损害“旁观者”福利的动机。Hardin (1968) 举出因外部性引起“公共事物悲剧”的例子：在一块“对所有人开放”的牧场上，每个放牧人都有增加养殖牲畜的动机，因为他从自己的牲畜上得到直接利益，承担的只是因过度放牧所造成的损失（因公共牧场退化而承受延期成本）中的一部分，而不用对其他放牧人即时给予补偿。最后的结果是牧场的退化和毁灭，所有放牧人都不能利用原来的牧地获利。解决外部性问题需要借助于政府的力量，发挥政府在配置资源方面的作用，遏制或消除负外部性对公共利益和“旁观者”福利的影响。如果外部性问题得到抑制，社会整体和“旁观者”福利将得到改进。

5. 公共利益理论

虽然人们对“公共利益”这一概念至今仍然争论不休，但最早的管制理论却是从公共利益的角度来解释管制的。随着理论和实践的推进，公共利益理论在其发展过程中进一步找到了它的理论基础：市场失灵和福利经济学。Posner (1974) 将自由放任、运作无效率的市场作为政府管制公共利益理论的前提之一。Owen 和 Braentigam (1978) 将管制看作是服从公共需要而提供的一种减弱市场运作风险的方式。总之，政府管制公共利益理论把政府管制视为针对私人行为的公共行政政策，或从公共利益出发而制定的规则，认为政府管制的目的是为了克服市场失灵，提高资源配置效率，实现社会公平正义和福利最大化。

这些政府干预理论的核心是，国有企业是作为弥补市场的缺陷而产生的，国有企业是政府控制的以社会福利最大化作为目标的，当自然垄断或者外部性导致社会目标和私人目标不一致时，国有企业取代私人企业能提高整个社会的效率 (Atkinson and Stiglitz, 1980)。因此，政府干预理论认为，国有企业是有效率的，国有企业产品的价格能很好地反映社会的边际成本。但是，大量的实证研究表明，国有企业是没有效率的，而且国有企业的无效率是控制它们的政府官员的政治目标引起的 (Shleifer and Vishny, 1994)。为此，大量的学者开始研究政府干预的成本。

二 政府干预的成本

1. 管理者代理理论

公司员工和所有者的行为在私有企业和国有企业是不同的，而且产生的原因是两者的员工和所有者的成本收益匹配程度存在较大的差异。在国有企业中，政府机构和官员作为国有股权的代理者，其监督国有企业的成本由自己承担，而监督所带来的收益则不能享有，导致政府机构和官员积极监督国有企业管理者的动机较弱，所以，国有企业中管理者代理问题比私有企业严重（Laffont and Tirole, 1993）。

Kornai（1980）进一步指出，出于“父爱主义”，政府会对国有企业进行援助，防止国有企业破产，所以，国有企业的管理者产生了对政府援助的理性预期，致使企业财务的预算约束变软。在这种情况下，即使投资项目绩效的边际经济收益为负，企业的管理人员也可能不会终止投资（田利辉，2005）。这表明，预算软约束会加剧国有企业管理人员的代理问题。Boycko、shleifer 和 Vishny（1996）在解释俄国的私有化问题时提出了一个解释预算软约束的思路，对预算软约束理论进行了拓展。他们认为，政府官员往往倾向于让企业雇用冗员，因为企业雇用更多的工人对政府是有利的。为了让企业雇用更多的工人，政府就向企业提供补贴，这就形成了预算软约束。在此基础上，Lin、Cai 和 Li（1998）系统阐述了转型经济中企业的预算软约束问题的观点，认为“政策性负担”是形成企业预算软约束问题的根本原因。政府对企业的政策性负担所造成的亏损负有责无旁贷的责任，政府为了让这些承担着政策性负担的国有企业继续生存，就必然对国有企业进行保护或者补贴。但是，由于信息不对称，政府无法确切估计政策性负担给企业带来的亏损是多少，也很难分清楚一个企业的亏损是政策性负担造成的还是由于企业自身管理不当造成的。在激励不相容的情况下，企业经理人员会将各种亏损，包括政策性负担形成的亏损和管理不当等造成的亏损都归咎于政策性负担。在政府无法分清楚这两种亏损的差别，而又不能推托对政策性负担所造成的亏损的责任时，就只好把企业的所有亏损的责任都负担起来，在企业的亏损形成后又给予事后的补贴，因此形成了企业的预算软约束。事后的保护或者补贴的可能性加重了企业经理事前的道德风险问题，从而增加国有企业管理人员的代理问题，并最终影响到国有企业的经营效率。