

The Privatization of Chinese State-Owned Enterprises: A Game Theory Approach

Tsao, Hai-Tao

Assistant Professor, Department of International Business, Asia University

Ko, Chao-Pin

Assistant Professor, Department of Hotel and Restaurant Management,
Aletheia University

Abstract

The purpose of this paper attempts to analyze the causes of the privatization of state-owned enterprises (SOEs) in China by a dynamic game theory. Although local governments control SOEs, banks have power to affect the operation of them because banks make tremendous loans to SOEs owing to soft budget constraints. Local governments face the choice of whether privatization, and banks consider whether debt-equity swap of SOEs. Therefore, the strategic interaction between local governments and banks give rise to equilibrium. Accordingly, the result of privatization of SOEs rests on the profit level of SOEs, the discount rate and the bargaining power of banks. The higher inflation expectations and the more impatient of players, the more possible that local governments privatize SOEs. In contrast, if SOEs are able to obtain high profit, then local governments are more likely to restructure them and banks prefer to the way of debt-equity swap. In addition, the relationship between asset value of SOEs and privatization depends on the bargaining power of banks. As the augment of banks' bargaining power, such as the central macro-control, local governments tend to privatize those SOEs with high value assets.

Keywords: SOEs, Privatization, Local Governments, Banks

中國大陸國有企業改革的路徑選擇—— 基於賽局理論的分析

曹海濤

亞洲大學國際企業學系助理教授

柯朝斌

真理大學餐旅管理學系助理教授

摘要

本研究主要分析中國大陸國有企業民營化的原因。我們從地方政府與銀行關係的角度，建立完全訊息動態賽局的理論架構，對此一議題加以探討。於地方政府擁有國有企業，且國有企業積欠銀行大量貸款的情況下，地方政府面臨是否民營化的選擇，而銀行則考量是否對國有企業催討欠款還是債轉股，兩者間的策略互動決定出均衡。研究發現，國有企業民營化的結果，受到企業內部重組後的獲利水準、貼現率以及銀行的催討能力，三個主要因素的影響。當通膨的預期愈高、參與者愈缺乏耐心，民營化愈是地方政府的最適選擇。國有企業獲利水準愈高，愈會強化地方政府進行內部重組、銀行選擇債轉股的動機，對於獲利優良但是未達相對夠高水準的國企，地方政府仍會選擇民營化。此外，國有企業資產價值與民營化的關係，取決於銀行的催討能力，隨著銀行的催討能力強化，地方政府愈傾向於將資產價值高的國有企業民營化。

關鍵詞：中國大陸、國有企業、民營化、地方政府、銀行

壹、前言

中國大陸自1978年底實行改革開放以來，經濟發展取得了舉世矚目的成就。1979~2009年，中國的實質GDP年均成長率高達9.8%，超過同時期世界經濟平均GDP成長速度3.0%的三倍。雖然中國大陸現在仍屬於開發中國家，但其經濟總量已超越日本，成為僅次於美國的全球第二大經濟體。就人均所得而言，摒除通貨膨脹因素，2009年中國大陸農村民眾人均純收入比1978年實際成長6.3倍，城鎮居民人均可支配所得比1978年實際成長6.5倍。¹

一般認為，與前蘇聯、東歐地區的轉型經濟體不同，前述中國大陸改革開放後奇蹟式的經濟發展績效，是在以公有制經濟佔主導地位下取得的。²然而，1990年代中期之後，中國大陸卻加速了民營化進程，在極短時期內使大量國有企業為私人所有。³同時，國有企業民營化進程，很大程度上是由地方政府主動實施的；⁴且被民營化的企業大部分是中小型國有企業。⁵如何評價和探討這一民營化過程，是研究中國大陸轉型經驗的重要課題之一，也是本文的主要動

1. 作者根據2010年中國統計年鑑計算所得。2009年6月22日。

<<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>

2. Joseph E. Stiglitz, *Wither Socialism?* (Cambridge: MIT Press, 1994).

3. Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," *Economics of Transition*, Vol. 7, No. 1 (March 1999), pp. 103~131; Yi-Min Lin and Tian Zhu, "Ownership Restructuring in Chinese State Industry: An Analysis of Evidence on Initial Organizational Changes," *China Quarterly*, No. 166 (March 2001), pp. 305~341.

4. Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," pp. 103~131; Jean Oi, *Rural China Takes Off: Institutional Foundations of Economic Reform* (Los Angeles: University of California Press, 1999); Jean Oi, "Patterns of Corporate Restructuring in China: Political Constraints on Privatization," *China Journal*, No. 53 (January 2005), pp. 115~136.

5. Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," pp. 103~131; David D. Li and Francis T. Lui, "Why Do Governments Dump State Enterprises? Evidence from China," in Ito Takatoshi and Anne Krueger eds., *Governance, Regulation and Privatization* (Chicago: University of Chicago Press, 2004), pp. 211~230.

機所在。

經由1980年代初期的分權改革，原來由中國大陸中央政府所控制的國有企業，除少許大中型企業外，絕大部分中小企業均劃歸地方政府經營和管理。⁶歷經放權讓利、承包經營責任制、股份制和建立現代企業制度等改革歷程，到1990年代後期，這些由地方管控的國有中小企業最終大都走向了民營化的路途。

首先，作為中國大陸轉型初期經濟改革的主要內容之一，原來由中央控制的國有企業開始下放給地方政府管理。至1985年，中央政府控制的國有工業企業產值只佔中國大陸全部工業企業總產值的20%，省、市政府控制的國有企業之工業產值則佔全部工業總產值的45%，縣政府控制的國有企業佔9%。⁷截止1995年，在中國大陸全部302,000家國有企業中，中央政府控制33,000家（佔10.9%），地方政府控制269,000家（佔89.1%）。⁸其次，國有中小企業劃歸地方政府管理和經營之後，由於種種原因，這些企業大多虧損累累。⁹

-
6. Michel Oksenberg and James Tong, "The Evolution of Central-Provincial Fiscal Relations in China, 1971-1984: The Formal System," *China Quarterly*, No. 125 (March 1991), pp. 1-25.
 7. Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "China's Transition to Markets: Market-Preserving Federalism, Chinese Style," *Journal of Policy Reform*, Vol. 1, No. 2 (December 1996), pp. 149-185.
 8. Fangsheng Zhou and Ying Shen, "Letting Go Small SOEs' is Good for Enhancing the Quality of the State Assets," in *Realistic Choice: Preliminary Summary of the Practice of Reforming Small State-Owned Enterprises* (China Reform Foundation, China Reform and Development Report, Shanghai: Far East Publishing House, 1997), pp. 31-52.
 9. 國有企業虧損的原因，包括：(1) 國有企業要承擔政治和就業負擔，由而使其缺乏效率。參見M. Boycko, A. Shleifer and R. W. Vishny, "A Theory of Privatization," *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 435 (March 1996), pp. 309-319. (2) 由於國有股權更分散、代理層級更多且不易轉讓，以及容易淪為廉價投票權，國有企業在解決公司治理（corporate governance）問題上居於劣勢。參見 A. Alchian, "Some Economics of Property Rights," *Politico*, Vol. 30, No. 4 (1965), pp. 816-829; R. Morck, A. Shleifer and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1-2 (Winter 1988), pp. 293-315；張維迎，「從現代企業理論看國企改革」，*改革*（北京），第1

為挽救國有企業，國有銀行受命予以國有企業大量貸款以防止其破產，這即是轉型經濟中的軟預算約束（soft budget constraint）問題。¹⁰由而形成了國有銀行大規模的不良貸款和呆帳、壞帳，使銀行發生金融風險的機會增加。

另外，自1990代中期，中共中央再次對財政和金融實行改革。在財政方面，推行「分稅制」，重訂中央與地方的稅收權責，加強中央稅收的比重；在金融方面，強化對國有銀行的監管，注重清理不良貸款和呆帳壞帳，防範金融危機的產生。在中央財政集權和保護國有銀行的前提下，管控國有企業的地方政府之行為開始發生變化，並與中央展開博奕。換言之，當國有企業面臨的預算約束變硬時，地方政府為追求自身的最大利益，最好的方式可能是將國有企業民營化。¹¹一方面，可藉此逃避企業債務和各種社會負擔；另一方面，也可以得到一筆可觀的收入或未來民營化後穩定的稅收來改

期（1995年1月），頁31~33；張維迎，「所有制、治理結構及委託—代理關係」，*經濟研究*（北京），第9期（1996年9月），頁3~15。(3) 因推行「重工業優先發展」戰略，國有企業承擔了戰略性和社會性負擔，在缺乏「自生能力」和沒有公平的競爭環境解決代理人資訊不對稱問題的情況下，國有企業的效率必然低下。參見Justin Y. Lin, F. Cai and Z. Li, "Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform," *American Economic Review*, Vol. 88, No. 2 (1998), pp. 422~427; Justin Y. Lin, and G. Tan, "Policy Burden, Accountability, and the Soft Budget Constraint," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 2 (1999), pp. 426~431。(4) 國有企業更不容易引入專業化管理，使企業績效的改進不易達成。參見F. Lopez-de-Silanes, "Determinants of Privatization Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 4 (1997), pp. 965~1025; N. Barberis, M. Boycko, A. Shleifer and N. Tsukanova, "How Does Privatization Work? Evidence from the Russian Shops," *Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 4 (1996), pp. 764~790。(5) 市場結構轉變與產業組織調整，使市場競爭加劇的影響所致。參見Jun Zhang, "Market Size, Scale Economics, and Pattern of Loss-Making in China's State Industry," *East Asian Review*, No. 4 (December 2000), pp. 3~28.

10. 「軟預算約束」之概念最早由匈牙利經濟學家Janos Kornai提出，用於分析社會主義經濟中商品短缺和企業受政府保護而不會倒閉的問題。參見Janos Kornai, "Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems," *Econometrica*, Vol. 47, No. 4 (December 1979), pp. 801~819.

11. Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," pp. 103~131.

善地方財政。¹²結果，地方政府開始積極推動民營化（包括對那些體質好的國有企業），形成中國大陸1990年代中後期的民營化浪潮。

本研究主要針對中國大陸地方政府推動國有企業民營化的原因加以詮釋。與現有的多數研究文獻不同，我們從銀行與地方政府的策略互動對這一議題加以闡明。透過建立完全訊息動態賽局（dynamic game with perfect information）的理論分析架構，我們發現，國有企業民營化的結果，受到企業內部重組後的獲利水準、貼現率以及銀行的催討能力三個主要因素的影響。當通膨的預期愈高，賽局參與者對於未來愈缺乏耐心，民營化愈是地方政府的最適選擇。國有企業獲利水準愈高，愈會強化地方政府內部重組、銀行選擇債轉股的動機。而地方政府的臨界點高於銀行，因此，對於獲利優良但是獲利率未達相對夠高水準的國企，地方政府仍會選擇民營化，並產生「靚女先嫁」現象。最後，國企資產價值與民營化的關係，取決於銀行的催討能力，隨著銀行的催討能力強化，地方政府愈傾向於將資產價值高的國企民營化。這解釋了以下現象：在民營化初期，被民營化的國企以資產價值較低者為主；而1995年中央正式頒布**中國人民銀行法**，強化商業銀行獨立性及禁止地方政府對銀行的行政干預後，地方政府開始大量將高資產價值國企民營化。

除前言外，本文其餘的結構安排如下：第二部分是文獻回顧。第三部分是中國大陸國企改革過程及現況的簡要評述。第四部分是理論模型描述與均衡分析。最後是結論。

12. 朱恆鵬，「地區間競爭、財政自給率和公有制企業民營化」，*經濟研究*（北京），第10期（2004年10月），頁24~34；朱恆鵬，「分權化改革、財政激勵和和公有制企業改制」，*世界經濟*（北京），第12期（2004年12月），頁14~24；Jean Oi and Chaohua Han, "Political and Institutional Complementarities: Strategies of Corporate Restructuring in China," in *System Restructuring in East Asia* (Stanford: Stanford University Press, 2006), pp. 1~26.

貳、文獻探討

有關中國大陸國企民營化問題的研究大致可分為兩類：一類是分析國企民營化的效果，論者試圖客觀地描述國企民營化前與民營化後的績效表現。例如，比較民營化前後生產效率、盈利能力的變化等。¹³另一類文獻則是研究中國國有企業民營化的原因，主要探討國有企業民營化背後的因果關係。¹⁴這類文獻大致可分為市場競

-
13. Xiao-Yuan Dong and Louis Putterman, "Productivity and Organization in China's Rural Industries: A Stochastic Frontier Analysis," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 24, No. 2 (April 1997), pp.181~201; Tetsushi Sonobe and Keijiro Otsuka, "Productivity Effects of TVE Privatization: The Case Study of Garment and Metal Casting Enterprises in the Greater Yangtze River Region," *NBER Working Papers*, No. 9621 (2003); Hongbin Li and Scott Rozelle, "Privatizing Rural China: Insider Privatization, Innovative Contracts and the Performance of Township Enterprises," *The China Quarterly*, No. 176 (December 2003), pp. 981~1005; 劉小玄、李立英,「企業產權變革的效率分析」, *中國社會科學* (北京), 第2期 (2005年2月), 頁4~17; 盧洪友,「非稅財政收入研究」, *經濟研究* (北京), 第6期 (1998年6月), 頁55~61; 宋立剛、姚洋,「改制對企業績效的影響」, *中國社會科學*, 第2期 (2005年), 頁17~31; 白重恩、路江涌、陶志剛,「國企改革效果的實證研究」, *經濟研究* (北京), 第8期 (2006年8月), 頁4~13; 胡一帆、宋敏、張俊喜,「中國國有企業民營化績效研究」, *經濟研究* (北京), 第7期 (2006年7月), 頁49~60。這裡所引用的文獻僅是對中國大陸國有企業民營化的經驗研究。有關其他國家或轉型經濟體民營化績效的經驗研究,請見R. Frydman, C. Gray, M. Hessel and A. Rapaczynski, "When Does Privatization Work: The Impact of Private Ownership on Corporate Performance in the Transition Economics," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 4 (December 1999), pp. 1153~1191。更全面的文獻綜述,請見W. L. Megginson, and J. M. Netter, "A Survey of Empirical Studies on Privatization," *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 2 (June 2001), pp. 321~389; M. M. Shirley and P. Walsh, "Public Private Ownership: The Current State of the Debate," *World Bank Working Papers*, No. 2420 (Washington, D.C.: World Bank, 2000); S. Djankov and P. Murrell, "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey," *Journal of Economic Literature*, Vol. 40, No. 3 (Fall 2002), pp. 739~792。
14. 也有學者研究中國大陸的企業民營化之原因,但他們主要是針對鄉鎮企業的民營化問題,與本文所針對的國有中小企業有所不同。請見楊治、路江涌、陶志剛,「政治庇護與改制:中國集體企業改制研究」, *經濟研究* (北京), 第5期 (2007年5月), 頁104~114; 鄭紅亮、王鳳彬,「中國公司治理結構改革研究:一個理論綜述」, *管理世界* (北京), 第3期 (2000年3月), 頁119~125; 支兆華,「鄉鎮企業改制的另一種解釋」, *經濟研究* (北京), 第3期 (2001年3月), 頁12~18; H. Jin and Y. Qian, "Public vs. Private Ownership of Firms: Evidence from Rural China," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 3 (1998), pp. 773~808; David Li, "A

爭、財政壓力、預算約束硬化等三種主要觀點。茲分述如下。

一、市場競爭

劉世定認為，中國大陸國有企業民營化的重要原因來自要素市場之競爭。由於民營企業和外資企業能夠提供更高的薪酬，致使國有企業和集體企業難以留住和吸引高水準的管理人員和員工。所以，民營化已徹底改變國有企業的誘因結構，是提高企業競爭力的主要手段。¹⁵王延中、胥和平則主張地方政府進行民營化直接動機常常與其所控制企業的財務狀況有關。當國有企業不能再為地方政府增加收益時，最好的方法是將其拍賣或出售。¹⁶田國強證明，當市場變得更具競爭性時，國有企業數量會逐步減少。因為市場競爭性降低了國企對政府的貢獻，由而使民營化成為社會最優選擇。¹⁷張維迎與栗樹和、Li, Li and Zhang指出，地方政府推動國有企業民營化是地區間競爭的結果。他們認為，自中國大陸實施分權政策後，地方政府間在產品市場上展開競爭。「由於產品市場上的地區間競爭非常激烈，每一個地區都必須盡可能降低生產成本以保持生存所需的最小市場佔有份額。如果經理的努力不可觀察，為了促使經理降低生產成本，地方政府就必須讓渡全部或部分股份給經理」，¹⁸由

Theory of Ambiguous Property Rights in Transition Economies: The Case of the Chinese Non-State Sector,” *Journal of Comparative Economics*, Vol. 23, No. 1 (1996), pp. 1~19; Victor Nee, “Organizational Dynamics of Market Transition: Hybrid Forms, Property Rights, and Mixed Economy in China,” *Administrative Science Quarterly*, Vol. 37, No. 1 (1992), pp. 1~27.

15. 劉世定，「順德企業資產所有權主體結構的變革」，*改革*（北京），第6期（1995年6月），頁23~30。
16. 王延中、胥和平，*諸城企業改革探討*（北京：經濟管理出版社，1996）。
17. 田國強，「一個關於轉型經濟中最優所有權安排的理論」，*經濟學季刊*（北京），第1卷第1期（2001年1月），頁45~70。
18. 張維迎、栗樹和，「地區間競爭與中國國有企業的民營化」，*經濟研究*（北京），第12期（1998年12月），頁14；Li S., S. Li and W. Zhang, “The Road to Capitalism: Competition and Institutional Change in China,” *Journal of Comparative Economics*, Vol. 28, No. 2 (2000), pp. 269~292.

而引發地方政府主動推動的民營化。換言之，市場化削弱了地方政府對國有企業的影響力，增強了政府將之民營化的誘因。¹⁹

二、財政壓力

王紅領、李稻葵、雷鼎鳴、姚洋、Li and Lui則強調，地方政府推動國有企業民營化主要出於緩解財政壓力的目的。他們指出，將國有企業民營化，會給地方政府帶來直接收入。若民營化後企業效率提高且稅收權力足夠，民營化也會增加政府未來之稅收收入。特別是，在國有企業虧損的情況下，將之民營化會減輕政府的財政負擔。²⁰同樣由地方政府財政動機考察，朱恆鵬、韓朝華與戴慕珍認為，中國的財政分權改革使地方政府有很強的誘因追求地方經濟成長與財政收入的最大化。隨著市場競爭加劇，地方國有企業的績效變差並嚴重虧損，日益成為地方財政的負擔；而非國有經濟對地方經濟發展和就業成長越來越加重要，並成為地方財政的主要貢獻者。²¹因此，基於對地方政府的自身利益考量，將國有企業民營化成為地方政府的最佳選擇。²²

三、預算約束硬化

銀行的角色在中國大陸國有企業民營化過程中舉足輕重，故其

19. 田國強，「一個關於轉型經濟中最優所有權安排的理論」，頁45~70；Gary H. Jefferson and Jian Su, "Privatization and Restructuring in China: Evidence from Shareholding Ownership, 1995~2001," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 34, No. 1 (March 2006), pp. 146~166.

20. 王紅領、李稻葵、雷鼎鳴，「政府為什麼放棄國有企業產權」，*經濟研究*（北京），第8期（2001年8月），頁61~85；David D. Li and Francis T. Lui, "Why Do Governments Dump State Enterprises? Evidence from China," pp. 211~230.

21. 韓朝華、戴慕珍，「中國民營化的財政動因」，*經濟研究*（北京），第2期（2008年2月），頁56~67。

22. 在對民營化議題作跨國分析時，Yarrow也強調財政壓力在促使政府放棄國有企業產權的動機上扮演重要角色。參見G. Yarrow, "A Theory of Privatization or Why Bureaucrats are Still in Business," *World Development*, Vol. 27, No. 1 (1999), pp. 157~168.

行為變化及對地方政府之衝擊是值得深入研究的課題。²³已有學者注意到銀行與地方政府間關係之演變對國有企業民營化的影響。Cao, Qian and Weingast提及中國大陸銀行改革與民營化之間一些因果關係，但僅是對現象加以描述，並未給出正式的理论推演。²⁴Brandt, Li and Roberts以正式模型指出，若銀行商業化程度提高（例如銀行面臨更嚴格的破產清算時），地區內的企業被民營化的機率會增大。²⁵然而，與本文的研究標的不同，他們探討之對象是鄉鎮企業，而非國有企業。因此，同樣的邏輯是否適用於國有企業民營化問題，有待理論分析架構的建立與實證資料的驗證。

與前述研究不同，本文透過銀行與地方政府的互動，解釋地方政府推動國有企業民營化的可能因素。如此考量主要基於以下理由：首先，國有銀行大部分的貸款流向國有企業，而大量國有企業的虧損最終可能成為銀行的不良資產。因此，銀行的借貸策略可能決定許多國有企業的生存。1990年代中期後，中央加強了對銀行的控制，使銀行與地方政府和國有企業之關係發生根本性改變。²⁶其次，地方政府即使不直接負擔國有企業的銀行債務，但國企衍生的其他社會負擔（如失業救濟金、養老金和醫療保險等），以及國有企業對地方財政貢獻的變動，也會影響地方政府對轄區內國有企業的態度。²⁷第三，國有企業是否民營化，本質上是政府決策行為。²⁸

23. Kai Guo and Yang Yao, "Causes of Privation in China," *Economics of Transition*, Vol. 13, No. 2 (April 2005), p. 217.

24. Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," pp. 117~118.

25. L. Brandt, H. Li and J. Roberts, "Banks and Enterprise Privatization in China," *Working Paper* (Department of Economics, University of Toronto, 2005).

26. 有關中國大陸國有企業虧損問題、國企與銀行的關係以及中央加強銀行控制的內容，我們在第三節將予以詳細說明。

27. 許多國企靠政府救濟來維持生存。例如，1997~1999年間，中國大陸政府特別針對國有企業嚴重虧損問題而推動「國企三年脫困」的救助計畫。

28. Jean Oi and Chaohua Han, "Political and Institutional Complementarities: Strategies of Corporate Restructuring in China," pp. 1~26.

因此，分析中國大陸國企民營化的原因時，不能忽略政治決策者的動機。

參、中國大陸國有企業改革：簡要回顧

本節，我們由國有企業改革歷程、國有企業虧損問題、國有企業與銀行的關係等方面，對中國大陸國有企業改革加以簡要回顧和評述。

一、國有企業改革歷程

自1978年底實行改革開放始，國有企業即成爲中國經濟體制改革的重心。迄今爲止的國有企業改革大致可分爲以下幾個階段：(1)放權讓利；(2)增強企業活力；(3)承包經營責任制；(4)國有經濟重組；(5)建立現代企業制度。茲簡述如下。

(一) 放權讓利：國企改革的發軔

鑒於傳統計畫經濟給國有企業造成的種種弊端，如何加強企業管理、提升經理人和員工的誘因成爲中國大陸國企改革之初的首要任務。透過一系列政策和法規的頒布和實施，²⁹中國政府開始賦予國有企業一定的自主權，並允許企業保留一定的利潤。但是，由於資源配置機制和宏觀政策環境改革的滯後，且因缺乏競爭性市場，從而沒有明確的利潤訊號反映企業營運的好壞，使企業常常侵蝕國家應得的利潤。³⁰

29. 這些政策和法規集中體現在1984年5月中國大陸國務院頒行的**關於進一步擴大國營工業企業自主權的暫行規定**。這一規定不僅明確擴大企業在生產、銷售、人事、薪資、資源處置等十項的自主權，其第一和第二項更允許企業可以進行「計畫外」生產和銷售，由而形成著名的「雙軌制」(dual track system)。2009年7月1日。
<http://news.xinhuanet.com/ziliao/2005-02/07/content_2558234.htm>

30. 林毅夫、蔡昉、李周，**中國國有企業改革**（台北：聯經，2000），頁54~55。

(二)「利改稅」與「撥改貸」：破解軟預算約束

於計畫經濟的統收統支制度下，國有企業普遍存在軟預算約束問題，企業缺乏獨立的預算體系，無償使用國有資金，投資不當或過度投資，使經濟效率很低。因此，硬化企業的預算限制是提高國有企業營運效率的關鍵。1979年中國建設銀行（CCB）從中國大陸財政部分離，代表基礎建設投資的財政撥款制度轉變為銀行貸款（即「撥改貸」）的試驗開始實施。到1984年中國工商銀行（ICBC）從中國人民銀行的體系中獨立出來，「撥改貸」開始普遍推行。

另外，為使企業自主發展，1983~1984年，中國大陸政府又逐步將國有企業利潤全部上繳的制度，改革為統一徵收55%的營業所得稅，即「利改稅」。「撥改貸」與「利改稅」的目的是希望政府與企業職責分離，建立公平和穩定的稅收制度，使企業能公平競爭，實現自主經營、自負盈虧。但是，由於價格改革滯後、企業初始條件不同，且經濟審核制度不周全，使企業可以透過各種手段逃避稅負，增加自己的收入。³¹同時，由於缺乏輔助的制度安排，改革並沒有使政企真正分開，致使「撥改貸」、「利改稅」在很大程度上將原本由政府直接承擔的負擔轉嫁到國有商業銀行。³²

(三) 承包經營責任制：企業自主經營

放權讓利改革雖然部分地改進了國有企業的誘因結構，但由於中央下放給企業的權力往往被地方政府攔截，且計畫經濟機制仍有廣泛影響力。與非國有企業相比，國有企業的自主權仍不充分。同時，簡單的放權讓利並未使國有企業經理人承擔和分享相應的責任與利益。受到農村家庭承包經營責任制成功經驗的啟發，中國大陸政府於1985年開始在國有企業中推行承包經營責任制改革。至1987

31. 林毅夫、蔡昉、李周，**中國國有企業改革**，頁67~68。

32. 楊其靜，「國企改革：在摸索與爭論中前進」，**世界經濟文匯**（北京），第1期（2008年1月），頁56。

底，全大陸預算內國有企業實行承包制的已達78%。³³從1980年代中期開始，迄1990中期為止，承包經營責任制構成了中國大陸國有企業改革的主要內容。

承包經營責任制使政府對企業的干預有所減少，國有企業有了自身獨立的利益和參與市場競爭的動力。然而，承包制也衍生嚴重問題。首先，承包制契約的簽訂涉及企業與政府相關部門之間的談判。由於企業具有資訊優勢，必然導致企業與政府談判時，爭取有利於企業的條件。其次，在承包契約實施過程中，出現兩方面的不利結果。一方面，因契約的短期與不完全性，導致經理人出現機會主義行爲（opportunism）；即，爲了完成承包額和上繳指標，常常過度使用機器設備和掠奪性利用資源；另一方面，當國有企業作爲一個整體交予特定之管理階層經營時，必然出現「負盈不負虧」的現象。³⁴

(四)「抓大放小」：國有經濟重組

面對承包制出現的問題，以及來自非國有企業的競爭日益激烈，中國政府開始把國有企業改革的目標設定爲建立具有「產權明晰、權責明確、政企分開、管理科學」的現代企業制度。在推進現代企業制度的同時，還提出「抓大放小」的策略。根據中國大陸1996年頒布的「九五計畫綱要」，爲完善整體國有經濟，「對國有企業實施戰略性重組」，「區別不同情況，採取改組、聯合、兼併、股份合作制、租賃、承包經營和出售等形式，加快國有中小企業改革步伐」。³⁵在此政策背書下，大量國有中小企業進行了產權重組。

33. 楊其靜，「國企改革：在摸索與爭論中前進」，頁57。

34. 北京大學中國經濟研究中心發展戰略研究組，「中國國有企業改革的回顧與展望」，北京大學中國經濟研究中心討論稿系列，No. C2000006（2000年4月），頁4。

35. 相關細節可參閱「中華人民共和國國民經濟和社會發展『九五』計畫和2010年遠景目標綱要」，人民日報，1996年3月19日，第1版。

(五) 現代企業制度：國有大中型企業的歸宿

自1993年中共第十四屆三中全會提出建立現代企業制度的目標，國有大中型企業的改革即環繞此重心展開。此後，主要改革措施包括以下幾點：(1)減輕大中型國企負擔。允許企業在法律許可範圍內解雇冗員，同時加強建立社會保障和福利制度。另外，為減輕企業債務，於1999年成立四家資管理公司處置國有商業銀行的不良資產，這些不良資產主要由國有企業的欠款所造成。至2006年底，這些資產管理公司累計處置約1.4萬億人民幣之不良貸款。³⁶(2)頒行**公司法**。為建構國有企業改革的法理基礎，1993年12月，中國大陸立法通過第一部**公司法**。**公司法**界定了三種類型的企業：國有獨資公司、有限責任公司、股份有限公司。到1990年代後期，中國大陸大中型國有企業開始大規模實行現代企業制度改造，引入戰略投資者，實現股權多元化。(3)成立「國有資產監督管理委員會」。為克服國有企業管理紊亂、權責不清的弊端，2003年中國政府實施**企業國有資產監督管理暫行條例**，並成立「國有資產監督管理委員會」及各級國有資產監管機構。「國有資產監督管理委員會」作為國有資產的單一委託人，是國有企業的「超級股東」，代表國家行使國有資產的產權職能。準此，藉由「國有資產監督管理委員會」的監督和考核，力圖實現國有企業管理上之權利、責任、義務的統一。³⁷

二、國有企業虧損問題

(一) 國有企業虧損概況

自1978年底改革開放以來，因誘因機制的改變，使得中國大陸

36. G. Ma and B. Fung, "China's Asset Management Corporations," *BIS Working Papers*, No. 115 (2002), pp. 1-25.

37. 楊其靜，「國企改革：在摸索與爭論中前進」，頁60。

國有企業的資源配置效率有所改善，這集中反映於全要素生產率（total factor productivity）的提高上。³⁸然而，全要素生產率的提升並不必然保證國有企業的經濟效率一定會增加。相反，改革開放之後，中國大陸國有企業一直受到不良財務績效的困擾，表現為國有企業的虧損額不斷增加，盈利能力日趨下降。³⁹而且，由於市場競爭的激烈，國有企業中虧損企業之比重在1989年以後急劇攀升，這是國有企業虧損問題的最顯著特徵。⁴⁰

由中國大陸國有企業1978~1997年的虧損狀況來看，國有企業虧損是持續上升的。例如，1980年國有企業的虧損額為34.3億元人民幣，到1997年，這個數字上升為831億元。相對照，於1978~1998年間，國有企業的經濟效率呈現逐年下降的特徵。例如，每元固定資產淨值年產利潤，由1978的0.23下降為1998年的約0.02；國有企業的利潤總額已從1988年佔GDP的6%下降至1996年的2%。⁴¹同時，國有企業日趨成為政府負擔，政府對國有企業的各种補貼在1994約佔GDP的4%。⁴²近年來，政府補貼佔GDP的比重有所下降，但國有企業的不良債務卻不斷增加。銀行對國有企業的貸款從改革開放初

38. G. Jefferson, T. Rawski and Y. Zheng, "Growth, Efficiency and Convergence in China's State and Collective Industry," *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 40, No. 2 (1992), pp. 239~266; T. Groves, Y. Hong, J. McMillan and B. Naughton, "Autonomy and Incentives in Chinese State Industry," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 5 (1994), pp. 1~27; W. Li, "The Impact of Economic Reform on the Performance of Chinese State Enterprise 1980~1989," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 5 (1997), pp. 1080~1106; F. Perkins, "Productivity Performance and Priorities for the Reform of China's State Owned Enterprises," *Journal of Development Studies*, Vol. 32, No. 3 (November 1996), pp. 414~444.

39. 這裡所指的中國大陸國有企業主要是工業製造型企業。

40. Jun Zhang, "Market Size, Scale Economics, and Pattern of Loss-Making in China's State Industry," pp. 3~28.

41. 北京大學中國經濟研究中心發展戰略研究組，「中國國有企業改革的回顧與展望」，頁1~24。

42. World Bank, *The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms* (Washington, D.C.: World Bank, 1996), p. 17.

期的20%上升到1996年的74%。⁴³

(二) 國有中小企業之經營困境與虧損問題

在中國大陸，大部分的國有企業屬於中小企業。以1995年為例，獨立核算之國有企業共有87,905家。其中，大型企業4,685家，佔全部獨立核算國有企業的5.33%；中小型企業分別為10,983家和72,237家，所佔比重分別為12.49%與82.18%。⁴⁴而且，經由分權改革，大部分中小型國有企業已為地方政府所有。與受到中央政府保護的大型國有企業不同，在中國大陸改革開放後，中小型國有企業開始面對激烈的市場競爭。因中小型國有企業競爭力弱，虧損不斷加劇，地方政府的負擔愈加沉重。這主要表現為以下幾項特徵。

首先，國有中小企業競爭力下降更為嚴重。以產品銷售收入變化來看，國有中小企業的競爭力不斷下滑。例如，1994~1997年，除1995年外，國有中小企業的產品銷售年成長率均為負值。而國有小企業銷貨收入佔全部國企之比重也由1993的20%降為1997年的15.12%。以國有企業利稅變動來衡量，國有中小企業盈利能力也大幅下降。例如，1993年，國有中小企業之利稅總額佔全部國有企業的比重分別為19.40%和13.91%，但隨著國有中小企業競爭力減弱及大量虧損，到1997年，這兩個數字變為10.02%和5.15%。⁴⁵

其次，國有中小企業負債率更高、資產損失更為嚴重且償債能力更低。例如，在1994年資產清查中，國有中小企業的資產負債率（debt-assets ratio）分別為80.3%與82.5%，遠高於國企平均水準的75%；另以負債淨值比（或稱負債股東權益比）（debt-equity ratio）

43. Nicholas R. Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution* (Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 1998), pp. 92~127.

44. 中國國家統計局工業交通統計司編，*中國工業經濟統計年鑑*（北京：中國統計出版社，1998），頁5。

45. 趙曉，「競爭、公共選擇與制度變遷：從『抓大放小』看體制轉軌中政策效率改善的原因」，*北京大學中國經濟研究中心討論稿系列*，No. C1999025（1999年10月），頁1~48。

來看，1995年，國有中小企業負債淨值比為2.49，也遠高過大型國企的1.92（國際標準約為一）。⁴⁶因此，許多國有中小企業必須靠舉債維持企業開銷與營運。若考量「掛帳」損失和所有者權益損失⁴⁷，到1990年代中期，中國大陸大部分國有中小企業已經破產。⁴⁸

第三，中國大陸國有中小企業虧損更為嚴重、虧損程度更高。國有企業的虧損主要發生在國有中小企業上。⁴⁹例如，1994年90%的虧損國有企業是小型企業；而且，60%的小型國有企業是虧損企業。⁵⁰即使單獨對獨立核算國有工業企業的資產清查也得出相似的結論。根據趙曉描述，在1995年全部獨立核算的國有工業企業中，有33.75%的企業呈現虧損狀態。⁵¹其中，虧損的小型國有企業約有24,517家，虧損面（虧損企業佔全部企業之比率）為33.94%。除1988年外，地方國有企業都高於中央國有企業。1993~1995年地方國有企業的虧損面依次為：29.04%、30.95%、33.82%，而中央國有企業相應的比例分別為23.71%、29.86%、32.55%。就虧損率（虧損企業虧損額佔營利企業營利額之比率）而言，1993年以前，基本上是中央國有企業高於地方國有企業，但從1993年開始，地方國有企業高於中央企業虧損日益加重。例如，1993~1995年，中央國有企業的虧損率為34.88%、20.11%、52.78%，而地方國有企業則分別為36.06%、24.32%、72.48%。

46. Zhou, Fangsheng and Ying Shen, "Letting Go Small SOEs' Is Good for Enhancing the Quality of the State Assets," pp. 31~52.

47. 所謂「掛帳」，即把某些支出部分「掛」起來，不計入成本。「掛帳」是中國大陸國有企業常用的一種會計技巧，用來掩蓋虧損。

48. Nicholas R. Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution*, pp.92~127.

49. Jun Zhang, "Market Size, Scale Economics, and Pattern of Loss-Making in China's State Industry," pp. 3~28.

50. Fangsheng Zhou, and Ying Shen, "Letting Go Small SOEs' Is Good for Enhancing the Quality of the State Assets," pp. 31~52.

51. 趙曉，「競爭、公共選擇與制度變遷：從『抓大放小』看體制轉軌中政策效率改善的原因」。

三、國有企業與銀行的關係

1984年後，中國政府對國有企業的支持由財政撥款改為銀行貸款（即「撥改貸」），維繫國有企業生存的重負開始由國有銀行承擔。1994~1996年間，中國大陸75%的銀行短期貸款是貸放予國有企業。⁵²以1994年為例，四大國有銀行（即「工商」、「農民」、「中國」、「建設」四大國有商銀）當年的貸款總額為4萬億元人民幣，其中70%（約2.8萬億元）貸予國有企業。當國有企業虧損時，其虧損就成為銀行的不良資產。因此，中國大陸銀行的不良貸款主要集中於國有商業銀行。例如，1997年底，國有銀行不良資產比率大約位於25~30%之間。⁵³中國大陸銀行不良資產形成的主要原因之一，就是對國有企業的貸款不能及時收回所致。⁵⁴也就是說，不良貸款必然與低效率的國有企業有關。一方面，作為不良貸款的資金已沉入這些企業；另一方面，為不致完全喪失收回貸款之希望，銀行只好繼續向這些企業追加貸款；更有銀行為粉飾太平向虧損企業追加貸款以「借新還舊」。⁵⁵中國大陸國有商業銀行既要以低利率支持國有企業，又必須在其虧損時繼續增加資金支持，不良貸款持續增加。

此外，由於受到傳統計畫經濟「條塊」分割體制的影響，中國大陸的銀行（和各地方分銀）均處於雙重領導：既受上級專業銀行或部門的監督（即「條條」），又受所在地地方政府管理（即「塊塊」）。

52. 北京大學中國經濟研究中心發展戰略研究組，「中國金融體制改革的回顧與展望」，北京大學中國經濟研究中心討論稿系列，No. C2000005（2000年4月），頁20~21。

53. 葛兆強、廖梅佳，「國有銀行不良債權的經濟學分析」，人大復印報刊資料：金融與保險（北京），第3期（1999年），頁12~18。

54. 另一主要原因是，銀行經理人隨意支配資金直接進入非金融產業經營。研究顯示，中國大陸銀行體系許多不良資產的形成，與銀行參與房地產投機或其他非金融投資行為有密切關係。參見周小川，「中國銀行體系的不良資產」，資本市場（北京），第11期（1998年11月），頁6~14；Nicholas R. Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution*.

55. 易綱、林明，「理解中國經濟增長」，中國社會科學（北京），第2期（2003年2月），頁45~60。

⁵⁶因此，地方政府對轄區內的銀行有很強的干預能力，地方政府有能力使轄區內的銀行支持本地的國有企業。⁵⁷正如論者所言：

地方政府的干預體現在兩個方面：其一，在貸款之前，地方政府直接參與信貸計劃的制訂，在很多情況下，往往強制專業銀行向某些企業貸款；其二，在貸款之後，如果企業還貸有困難，地方政府又可以允許企業延期還貸。地方政府往往和企業站在同一立場，而銀行也不違背地方政府的旨意，因為地方政府在住房、福利、人事等方面都有很大的發言權。⁵⁸

這種情形於1990代中期之後逐漸改變。首先，進一步明確中國人民銀行的中央銀行角色。1993年11月，中共十四屆三中全會明確規定銀行系統要成為獨立體系。主要改革措施包括：中國人民銀行成為專門負責制定貨幣政策和監管金融體制運作的中央銀行；分離「政策性貸款」與「商業性貸款」；逐步將專業銀行轉化為商業銀行；將商業銀行與證券交易業分離；發展非銀行金融機構、資本市場以補充銀行業等。1995年3月，中國大陸政府又正式頒布**中國人民銀行法**，賦予中國人民銀行中央銀行之權力與地位，使中國人民銀行專職制定和實施貨幣政策以及行使監管金融體系的權力，並禁止中國人民銀行對中央及省級政府部門透支和直接貸款。⁵⁹

其次，為防範金融風險和深化金融改革，中共中央亦開始對金

56. Yingyi Qian and Chenggang Xu, "Why China's Economic Reforms Differ: The M-Form Hierarchy and Entry/Expansion of the Non-State Sector," *The Economics of Transition*, Vol. 1, No. 2 (June 1993), pp. 135-170.

57. 周小川，「中國銀行體系的不良資產」，頁6~14；Nicholas R. Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution*.

58. 錢穎一，「中國金融體制的改革與轉型」，吳國光主編，**國家、市場與社會**（香港：牛津大學出版社，1994），頁148。

59. 北京大學中國經濟研究中心發展戰略研究組，「中國金融體制改革的回顧與展望」，頁8~10。

融體系加強監管。為摒除地方政府的壓力與影響，國有商業銀行的主管被賦予更大的權力，且銀行的主要經理人之任命不再受地方政府左右，而是由中央主管部門決定。銀行的貸款也必須經由地方政府無權干預的信用評審委員會審批。⁶⁰1995年中國大陸政府採取措施要求國有商業銀行降低不良貸款（每年下降2~3%）。藉由頒布**商業銀行法**和**擔保法**等金融法規，規定銀行必須持有相當於其風險調整資產總額8%的資本，且給單一客戶的貸款額度不得超過其資本金的10%，並禁止商業銀行向員工親屬進行無擔保貸款等。準此，中國大陸國有商業銀行貸款決策的自主權逐步增加，貸款制度漸趨嚴格。另外，國有商銀開始採用國際資產和風險管理標準，實行貸款項目負責制、審貸分離、貸款人自有資金要求等規則。⁶¹

這些中央加強對銀行的監管措施及國有商業銀行內部風險管控的強化，使國有企業賴以生存的融資環境發生根本性的轉變，也對國有企業的營運產生顯著影響：隨著銀行貸款標準的提高，一直虧損、財務流動性差的企業之投資成長下降；沒有了銀行信貸資金的支持，羸弱的國有企業再也無法維持其財務流動性。⁶²

肆、理論模型

本節，我們以完全訊息動態賽局建立一個理論分析架構，來闡釋地方政府與銀行在國營企業民營化過程中的策略互動，以及外生條件變化對於均衡策略的影響。為簡化分析，我們假設銀行對地方國有企業的權力體現於銀行有權力催討企業所欠之貸款，或是將國有企業欠款轉為持股（債轉股）。而地方政府擁有企業的剩餘請求權（residual claim）和將企業轉讓的權力，即地方政府有權出售企

60. Barry Naughton, *The Chinese Economy: Transition and Growth* (Cambridge: The MIT Press, 2007), p. 456.

61. Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," pp. 103~131.

62. 易綱、林明，「理解中國經濟增長」，頁45~60。

業。因此，地方政府與銀行之間就國企業民營化展開博奕。⁶³

目前，文獻中關於中國大陸國有企業「民營化」的內涵缺乏一致的定義。有的文獻以「改制」通稱為關於國有企業的所有權變化。例如，國有獨資或國有控股企業的公司化、從政府中買斷企業控制權、產權多元化或上市，以及股份合作制等均視為改制。「不管什麼模式，只要企業採取了某種股份化或公司化的組織形式，都被稱為改制」。⁶⁴也有文獻認為「民營化」與「改制」相同，其方式包括：資產租賃或拍賣；兼併重組；引入外國直接投資；破產重組；將資產出售給員工、法人及其他社會團體；托管等。⁶⁵另有文獻將「改制」分為五類：內部改造、破產重組、股份合作、出賣或租賃，以及其他形式（包括上市和與外國企業合資）。其中，內部改造包括公司化、債轉股、分立重組和兼併等，這些都不改變企業的國有性質；而破產常被用於逃避債務，企業一般在破產後進行重組，重組中有可能涉及所有權轉變。⁶⁶

Cao, Qian and Weingast將民營化分為三種主要形式：出售、公司化與股份合作制；⁶⁷相似地，Li and Lui則將民營化之方式總結為：賣給私人（通常是企業高階管理人員）或私營企業、與鄉鎮企業合

63. 一般來說，中國大陸國有企業民營化過程中有四個主要參與者（players）：地方政府、國有企業高階經理人、國有企業員工和銀行。我們這裡只考量地方政府與銀行的原因在於：首先，地方政府部門指揮或支配國有企業的高層管理者，故政府部門與作為政府官員的國企高階經理人可以被看作同一實體。參見王紅領、李稻葵、雷鼎鳴，「政府為什麼放棄國有企業產權」，*經濟研究*（北京），第8期（2001年8月），頁61~85；David D. Li and Francis T. Lui, "Why Do Governments Dump State Enterprises? Evidence from China," pp. 211~230. 其次，由於國有企業民營化過程中，地方政府在事前的疏導與事後的安排（「例如再就業工程」）上相對得宜，使民營化中來自員工的阻力與抗爭較少；因此，員工對國企業民營化的影響並不顯著。參見Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," pp. 103~131.

64. 劉小玄、李立英，「企業產權變革的效率分析」，頁6。

65. 胡一帆、宋敏、張俊喜，「中國國有企業民營化績效研究」，頁52。

66. 宋立剛、姚洋，「改制對企業績效的影響」，頁30。

67. Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style,".

併或被外國企業接管、實行股份合作制等；⁶⁸而在Li, Li and Zhang、張維迎與栗樹和的研究中，民營化則主要指將國有企業出售給私人。⁶⁹本文中，遵循前述學者分類方式，我們把民營化看作是國有企業售予私人（包括公司化或股份合作制等形式）之過程。其他不改變國有產權性質的國企改革，我們統稱為內部重組。

一、地方政府與銀行之賽局

考量只有一個地方政府與一家銀行的簡單環境，兩者進行兩階段完全訊息動態賽局。其中，地方政府管控地方國有企業，擁有是否將之民營化的權力；銀行擁有是否向企業催討欠款或實行債轉股的權力。賽局的行動順序為：地方政府先選擇將國企民營化或是內部重組，⁷⁰然後銀行選擇對該國企進行催討或是債轉股。第一階段時，若地方政府選擇國企民營化，則賽局結束；若選擇對國營企業進行內部重組，則賽局進入第二階段。在賽局的第二階段，面對地方政府對國有企業實行內部重組的策略，銀行選擇對該國有企業催討欠款、或債轉股。

賽局的結構如圖一的賽局樹（game tree）所示，參與者的收入向量以（地方政府之收益，銀行之收益）的形式列於對應的終點結（terminal nodes）。為簡化分析，我們假設國有企業對銀行均有一單

68. David D. Li and Francis T. Lui, "Why Do Governments Dump State Enterprises? Evidence from China,"

69. Li S., S. Li and W. Zhang, "The Road to Capitalism: Competition and Institutional Change in China,"；張維迎、栗樹和，「地區間競爭與中國國有企業的民營化」，頁14。

70. 在中國大陸地方國企改革中，實現「股票上市」也是許多地方政府的主要追求目標之一。但是，由於上市的條件嚴苛（早期採配額制，後來又採核准制），這種情況在1998年中華人民共和國證券法實施、以及地方證管機構在同年交由證監會統一管轄之後更為嚴格。所以，地方政府只能推薦少數大型國有企業上市，眾多由地方政府擁有的中小型國企，並不受到青睞。參見林毅夫、李志贊，「中國國有企業與金融改革」，林毅夫、姚洋主編，**中國奇蹟：回顧與展望**（北京：北京大學出版社，2006），頁123~153。一位匿名審查人提醒作者對「股票上市」這一路徑選徑之注意，作者對此致以誠摯謝意。

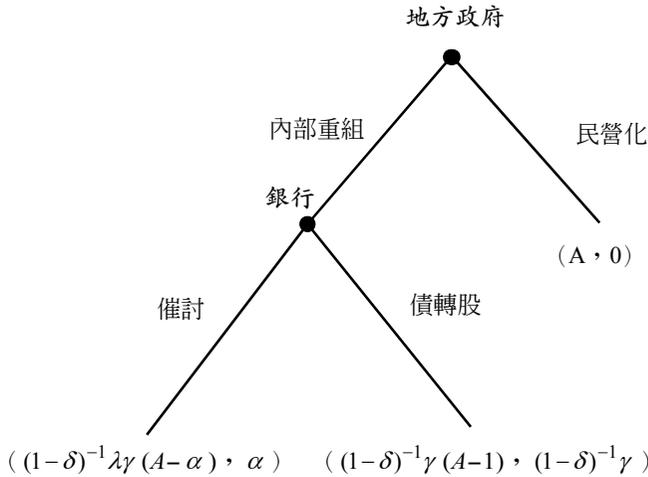
位之負債。 A 為國有企業資產價值， $A>1$ ，表示企業資產價值大於負債。 α 表示銀行向企業催討到的債務之比例，也可以視為銀行的催討能力或金融硬預算的程度， α 愈大象徵銀行催討能力愈強， $0\leq\alpha\leq 1$ 。 δ 為貼現因子，代表參與者的耐心程度， $1-\delta$ 則可表示為貼現率或是參與者對於未來通膨的預期， δ 愈小表示參與者愈沒耐心或對未來通膨預期愈高；此時參與者會比較偏好現在的收益， $0\leq\delta\leq 1$ 。 r 代表內部重組企業之獲利率，且 $r>0$ 。 λ 表示被催討的重組企業獲利率之折損， $0<\lambda<1$ ，對國有企業（尤其是本身體質好的企業）而言，雖然現階段有虧損，但經過適當內部改造，企業很可能轉虧為盈。此時，若銀行強行催討，則會不利於企業的永續經營，甚至扼殺企業之生機，導致企業的獲利率較低（即有 λ 的折損）；反之，若銀行能適時伸出援手，例如再貸款給企業或是將企業之貸款轉變為對企業之持股，則企業有很大的機會經過調整後而盈利。

因此，當銀行選擇催討時，銀行的收益為 α ，由於催討衝擊到企業的營運和獲利能力，此時地方政府的收益為 $(1-\delta)^{-1}\lambda r(A-\alpha)$ ；⁷¹當銀行選擇債轉股時，銀行的收益為 $(1-\delta)^{-1}r$ ，地方政府的收益為 $(1-\delta)^{-1}r(A-1)$ 。⁷²若地方政府實行民營化（即出售企業），則地方政府的收益為 A ，銀行收益為 0 。⁷³

71. 地方政府的收益為 $\lambda r(A-\alpha)+\lambda r(A-\alpha)\delta+\lambda r(A-\alpha)\delta^2+\dots=(1-\delta)^{-1}\lambda r(A-\alpha)$ 。

72. 銀行的收益為 $r+r\delta+r\delta^2+\dots=(1-\delta)^{-1}r$ ；地方政府的收益為 $r(A-1)+r(A-1)\delta+r(A-1)\delta^2+\dots=(1-\delta)^{-1}r(A-1)$ 。

73. 為簡化分析，這裡沒有考量民營化之成本。這是因為，國有中小企業多屬於競爭性產業，且相對分散，故其民營化過程相對平順，沒有引起很多社會問題。請見 Yuanzheng Cao, Yingyi Qian and Barry R. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," pp. 105~108. 另外，我們假設民營化後銀行的收益為 0 。這是因為，一方面，民營化是企業逃避債務的主要手段。由於資訊不對稱，銀行很難實施有效監督；另一方面，許多國有中小企業已經資不抵債，地方政府往往以資產抵扣的方式把企業的負債轉移給買主。但沒有法律規定買主不能再轉售企業，而新買主也沒有義務承受這些債務。參見姚洋，「諸侯經濟：中國財政聯邦化」，**南風窗**（廣州），第2期（2003年2月），頁34~36。



註：上述賽局支付或收入 (payoff) 的狀況表示為 (地方政府之收益, 銀行之收益)

圖一：地方政府與銀行之賽局樹

二、賽局之均衡分析

我們利用逆向歸納法 (backward deduction) 求解此動態賽局。當賽局進入銀行的決策結時，比較催討與債轉股兩種策略對銀行產生的效用，我們得到

$$E_1 = \alpha - (1-\delta)^{-1}r, \quad (1)$$

若 $E_1 > 0$ ，則 {催討} 為銀行的最適選擇；若 $E_1 < 0$ ，則 {債轉股} 為銀行之最適選擇。⁷⁴ 接著，倒回地方政府的決策結。給定銀行選擇 {催討}，比較地方政府選擇民營化與內部重組的效用，我們得到

$$E_2 = A - (1-\delta)^{-1}\lambda r(A-\alpha), \quad (2)$$

若 $E_2 > 0$ ，則 {民營化} 為地方政府的最適選擇。此外，給定銀

74. 本模型中，我們不考慮剃刀邊緣 (knife-edge) 的狀況。

行選擇{債轉股}，比較地方選擇民營化與重組的效用，我們得到

$$E_3 = A - (1 - \delta)^{-1}r(A - 1), \quad (3)$$

若 $E_3 > 0$ ，則{民營化}為地方政府最適選擇。利用上述逆向歸納法的分析結果，我們可以探討外生變數對於均衡的影響，得到下列命題：

命題一：存在一個國有企業內部重組後的獲利率 r^* 與 r^{**} ，使得

1. 當 $r > r^{**}$ 時，{重組，債轉股}為賽局的均衡策略；
2. 當 $r^* < r < r^{**}$ 時，{民營化，債轉股}為賽局的均衡策略；
3. 當 $r < r^*$ 時，{民營化，催討}為賽局的均衡策略。

證明：

由(1)式、(2)式和(3)式，我們分別得到不同的 r ，使得

$$r_1 = \alpha(1 - \delta), \quad (4)$$

$$r_2 = A(1 - \delta)\lambda^{-1}(A - \alpha)^{-1}, \quad (5)$$

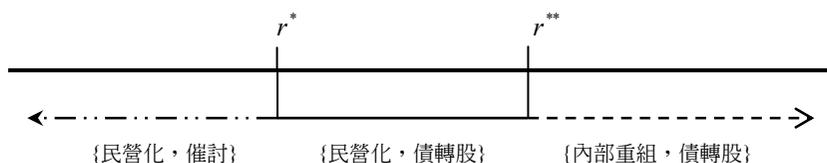
$$r_3 = A(1 - \delta)(A - 1)^{-1}. \quad (6)$$

根據(4)式、(5)式和(6)式，可以發現：當 $r < r_1$ 時，{催討}是銀行最適選擇；當 $r < r_2$ 時，{民營化}是給定銀行催討下，地方政府的最適選擇；當 $r > r_3$ 時，{內部重組}是給定銀行選擇債轉股下，地方政府的最適選擇。比較(4)式、(5)式和(6)式中的 r_1 、 r_2 與 r_3 ，我們得到 $r_3 > r_1$ 以及 $r_2 > r_1$ 。⁷⁵ 令 $r^* = r_1$ 、 $r^{**} = r_3$ ，則命題一得證（均衡分析可如圖二所示）。

由命題一可以發現，即使獲利狀況不差、且銀行不進行催討的國有企業，地方政府還是可能將之民營化（例如圖二中介於 r^* 與 r^{**} 之間的情形）。這正是民營化過程中，許多國家出現的「靚女先嫁」

75. 此處， $r_2 > r_3$ iff $\lambda < (A - \alpha)^{-1}(A - 1)$ ，但因為 $r_2 > r_1$ ，故 r_2 與 r_3 大小不影響均衡。

現象。⁷⁶即，許多潛在體制好、盈利情況佳的國有企業，被率先民營化。原因之一，與「冰棒效果」(ice-pop effect) 有關。⁷⁷換言之，長期而言保持企業國有是高成本的，因為企業資產可能由於管理失當或潛在的貪污而遭受貶值。



圖二：地方政府與銀行之策略選擇：不同獲利率之情況

另一方面，若我們由地方政府與銀行的耐心程度（即貼現因子 δ ）來考量，則得到命題二。

命題二：存在一個貼現因子 δ^* 與 δ^{**} ，使得

1. 當 $\delta > \delta^{**}$ 時，{內部重組，債轉股}為賽局的均衡策略；
2. 當 $\delta^* < \delta < \delta^{**}$ 時，{民營化，債轉股}為賽局的均衡策略；
3. 當 $\delta < \delta^*$ 時，{民營化，催討}為賽局的均衡策略。

證明：

由(1)式、(2)式和(3)式，我們亦可得到不同的 δ ，使得

$$\delta_1 = 1 - r\alpha^{-1}, \quad (7)$$

$$\delta_2 = 1 - A^{-1}\lambda r(A - \alpha), \quad (8)$$

$$\delta_3 = 1 - A^{-1}r(A - 1). \quad (9)$$

由(7)式、(8)式和(9)式很容易得知：當 $\delta < \delta_1$ 時，{催討}為銀行最適選擇；當 $\delta < \delta_2$ 時，{民營化}為給定銀行催討下，地方政府的

76. J. Ham, N. Gupta and J. Svejnar, "Priorities and Sequencing in Privatization: Theory and Evidence from the Czech Republic," *European Economic Review*, Vol. 52, No. 2 (February 2008), pp.183~208.

77. R. Garnaut, L. Song, S. Tenev and Y. Yao, *A Study of Firm Restructuring in China* (Washington, D.C.: The World Bank, 2003).

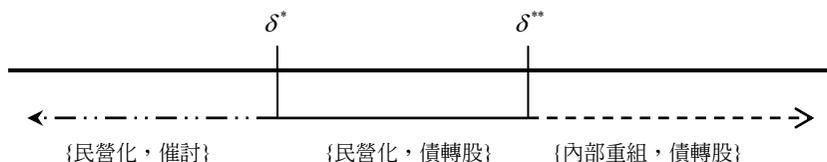
最適選擇；當 $\delta > \delta_3$ 時，{內部重組}為給定銀行選擇債轉股下，地方政府的最適選擇。比較(7)式、(8)式和(9)式，我們有

$$\delta_3 - \delta_1 = r[\alpha^{-1} - 1 + A^{-1}] > 0, \quad (10)$$

$$\delta_2 - \delta_1 = r(\alpha^{-1} - \lambda + \lambda\alpha A^{-1}) > 0, \quad (11)$$

$$\delta_3 - \delta_2 = A^{-1}\lambda r(A - \alpha) - A^{-1}r(A - 1). \quad (12)$$

比較(10)式、(11)式和(12)式，我們得到 $\delta_3 > \delta_1$ 且 $\delta_2 > \delta_1$ 。令 $\delta^* = \delta_1$ 、 $\delta^{**} = \delta_3$ ，則命題二得證（均衡分析如圖三所示）。



圖三：地方政府與銀行之策略選擇：不同貼現因子之情況

命題二指出，民營化的選擇可能與地方政府和銀行在賽局過程中的耐心程度有關。若雙方對未來都缺乏耐心，或者預期未來通貨膨脹率趨高（即圖三中 $\delta < \delta^*$ 之情形），則民營化是必然的結果。

延續前述分析，我們可以發現銀行類型（或強弱程度）與民營化之間的關係，由而得到命題三。

命題三：銀行的強弱程度(α)決定地方政府的民營化選擇，使得

1. 當銀行催討能力相對較低，即 $\alpha < (1 - \delta)^{-1}r$ 時，{債轉股}為銀行最適選擇，此時企業的資產價值對於地方政府策略的影響取決於 r 與 $1 - \delta$ 的相對大小。若 $1 - \delta > r$ ，則企業的資產價值越高，地方政府越傾向採取民營化策略；反之，若 $1 - \delta < r$ ，則企業的資產價值越高，地方政府越傾向採取內部重組策略。

2. 當銀行催討能力夠高，即 $\alpha > (1-\delta)^{-1}r$ 時，{催討}為銀行最適選擇。此時企業的資產價值越高或資產負債比（即 $1/A$ ）越低，地方政府越傾向採取民營化策略。

證明：對(2)式求取A的微分，我們有

$$\frac{\partial E_2}{\partial A} = 1 - (1-\delta)^{-1}\lambda\gamma, \quad (13)$$

另外，由(1)式可知，若銀行選擇{催討}，即 $E_1 > 0$ 時， $\alpha > (1-\delta)^{-1}r$ 。其中， $0 < \alpha < 1$ ，故 $(1-\delta)^{-1}r < 1$ ，因此 $1 - (1-\delta)^{-1}\lambda\gamma > 0$ ，即(13)式大於0。同理，對(3)式求取A的微分，我們有

$$\frac{\partial E_3}{\partial A} = 1 - (1-\delta)^{-1}r > 0, \quad (14)$$

故命題三得證。

命題三實際上從另一個角度概括了不同時期的中央金融改革對國有企業民營化的影響。在1990代中期中央加強銀行監管前，地方政府對國有商業銀行的地方分行有較強的干預能力。亦即，此時銀行的催討能力較弱。所以地方政府會傾向於將獲利能力較差、資產價值較低的國有企業民營化，而將資產價值較高的企業內部重組。然而，當1990年代中期後，中央加強了對銀行業的改革和監控，銀行的催討能力開始提高（這也是國有企業面臨之預算限制變硬的主要原因之一）。同時，為消除地方政府的行政干預，1995年中央正式頒布**中國人民銀行法**，1997年中共中央正式確立從中央銀行到各大國有商業銀行均成爲一種垂直領導體系。此外，為防範金融風險，中央也要求國有商業銀行不良資產每年下降2~3%，且禁止地方

政府為企業提供擔保。⁷⁸在此情況下，地方政府主動實施民營化，且傾向於將資產價值較高的國企民營化（即所謂的「靚女先嫁」）。

伍、結論

本研究由銀行與地方政府的策略互動對中國大陸國有企業民營化議題加以探討。於地方政府擁有國有企業且國有企業積欠銀行大量貸款的情況下，地方政府面臨是否將國企民營化的選擇，而銀行考量對企業催討欠款還是再給予貸款。

研究發現，地方政府推動民營化的選擇受到三個因素的重要影響：企業內部重組後的獲利水準、地方政府和銀行的耐心程度（或對於通膨的預期），以及銀行的催討能力（金融體系硬預算的程度）。首先，國有企業獲利水準愈高，愈會強化地方政府內部重組、銀行選擇債轉股的動機，而地方政府的臨界點高於銀行，因此，對於獲利優良但是獲利率未達相對夠高水準的國企，地方政府仍會選擇民營化，因而產生「靚女先嫁」現象。其次，當通膨的預期愈高或是賽局參與者對於未來愈缺乏耐心，企業未來收益的貼現值愈低，民營化就愈是地方政府的最適選擇。最後，國有企業資產價值與民營化的關係，取決於銀行的催討能力，隨著銀行的催討能力強化，地方政府愈傾向於將資產價值高的國有企業民營化。中央加強金融監控和銀行改革前，地方政府對國有商業銀行的地方分行有較強的干預能力，此時銀行的催討能力較弱，所以地方政府會傾向於將獲利能力較差、資產價值較低的國有企業民營化，而將資產價值較高的企業內部重組。然而，當1995年中央消除地方政府的行政干預，禁止地方政府為企業提供擔保，銀行的催討能力得以強化，地

78. 易綱、林明，「理解中國經濟增長」，頁45~60；Roobert Cull and Lixin Colin Xu, "Who Gets Credit? The Behavior of Bureaucrats and State Banks in Allocating Credit to Chinese State-Owned Enterprises," *Journal of Development Economics*, Vol. 71, No. 2 (August 2003), pp. 533~559.

方政府傾向於將資產價值較高的國企民營化。

在研究限制方面，本文主要由理論層面討論國有企業的改革路徑選徑，並未對推論加以實證檢驗。因此，為使本文之理論模型推論更具說服力，補充實證研究之結果或是實際案例分析是後續研究的方向。

參考文獻

一、中文

- 王紅領、李稻葵、雷鼎鳴，「政府為什麼放棄國有企業產權」，*經濟研究*（北京），第8期（2001年8月），頁61~85。
- 中國國家統計局工業交通統計司編，*中國工業經濟統計年鑑*（北京：中國統計出版社，1998）。
- 王延中、胥和平，*諸城企業改革探討*（北京：經濟管理出版社，1996）。
- 林毅夫、蔡昉、李周，*中國國有企業改革*（台北：聯經，2000）。
- 林毅夫、李志贊，「中國國有企業與金融改革」，林毅夫、姚洋主編，*中國奇蹟：回顧與展望*（北京：北京大學出版社，2006），頁123~153。
- 白重恩、路江涌、陶志剛，「國企改革效果的實證研究」，*經濟研究*（北京），第8期（2006年8月），頁4~13。
- 支兆華，「鄉鎮企業改制的另一種解釋」，*經濟研究*（北京），第3期（2001年3月），頁12~18。
- 北京大學中國經濟研究中心發展戰略研究組，「中國金融體制改革的回顧與展望」，*北京大學中國經濟研究中心討論稿*，No. C2000005（2000年4月）。
- 北京大學中國經濟研究中心發展戰略研究組，「中國國有企業改革的回顧與展望」，*北京大學中國經濟研究中心討論稿*，No. C2000006（2000年5月）。
- 田國強，「一個關於轉型經濟中最優所有權安排的理論」，*經濟學季刊*（北京），第1卷第1期（2001年3月），頁45~70。
- 朱恆鵬，「地區間競爭、財政自給率和公有制企業民營化」，*經濟研究*（北京），第10期（2004年10月），頁24~34。
- ，「分權化改革、財政激勵和和公有制企業改制」，*世界經濟*（北京），第12期（2004年12月），頁14~24。

- 宋立剛、姚洋，「改制對企業績效的影響」，**中國社會科學**（北京），第2期（2005年4月），頁17~31。
- 周小川，「中國銀行體系的不良資產」，**資本市場**（北京），第11期（1998年11月），頁6~14。
- 易綱、林明，「理解中國經濟增長」，**中國社會科學**，第2期（2003年4月），頁45~60。
- 胡一帆、宋敏、張俊喜，「中國國有企業民營化績效研究」，**經濟研究**（北京），第7期（2006年7月），頁49~60。
- 姚洋，「諸侯經濟：中國財政聯邦化」，**南風窗**（廣州），第2期（2003年2月），頁34~36。
- ，「政治過程和有效制度變遷」，**制度經濟學研究**（濟南），第1卷第1期（2003年3月），頁1~16。
- 楊其靜，「國企改革：在摸索與爭論中前進」，**世界經濟文匯**（上海），第1期（2008年1月），頁55~63。
- 楊治、路江涌、陶志剛，「政治庇護與改制：中國集體企業改制研究」，**經濟研究**（北京），第5期（2007年5月），頁104~114。
- 葛兆強、廖梅佳，「國有銀行不良債權的經濟學分析」，**人大復印報刊資料：金融與保險**（北京），第3期（1999年3月），頁12~18。
- 張維迎，「從現代企業理論看國企改革」，**改革**（北京），第1期（1995年1月），頁31~33。
- ，「所有制、治理結構及委託—代理關係」，**經濟研究**（北京），第9期（1996年9月），頁3~15。
- 張維迎、栗樹和，「地區間競爭與中國國有企業的民營化」，**經濟研究**（北京），第12期（1998年12月），頁13~22。
- 趙曉，「競爭、公共選擇與制度變遷：從『抓大放小』看體制轉軌中政策效率改善的原因」，**北京大學中國經濟研究中心討論稿**，No. C1999025（1999年10月）。
- 劉世定，「順德企業資產所有權主體結構的變革」，**改革**（北京），第6期（1995年6月），頁23~30。
- 劉小玄，「民營化改制對中國產業效率的效果分析」，**經濟研究**（北京），第8期（2004年8月），頁16~26。

- 劉小玄、李立英，「企業產權變革的效率分析」，**中國社會科學**（北京），第2期（2005年2月），頁4~17。
- 鄭紅亮、王鳳彬，「中國公司治理結構改革研究：一個理論綜述」，**管理世界**（北京），第3期（2000年3月），頁119~125。
- 錢穎一，「中國金融體制的改革與轉型」，吳國光主編，**國家、市場與社會**（香港：牛津大學出版社，1994），頁144~159。
- 韓朝華、戴慕珍，「中國民營化的財政動因」，**經濟研究**（北京），第2期（2008年2月），頁56~67。

二、英文

- Alchian, A., "Some Economics of Property Rights," *Politico*, Vol. 30, No. 4 (1965), pp. 816~829.
- Barberis, N., M. Boycko, A. Shleifer and N. Tsukanova, "How Does Privatization Work? Evidence from the Russian Shops," *Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 4 (1996), pp. 764~790.
- Boycko, M., A. Shleifer and R. W. Vishny, "A Theory of Privatization," *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 435 (March 1996), pp. 309~319.
- Brandt, L., H. Li and J. Roberts, "Banks and Enterprise Privatization in China," *Working Paper* (Department of Economics, University of Toronto, 2005).
- Cao, Y., Y. Qian and B. Weingast, "From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style," *Economics of Transition*, Vol. 7, No. 1 (March 1999), pp. 103~131.
- China Reform Foundation, *Realistic Choice: Preliminary Summary of the Practice of Reforming Small State-Owned Enterprises* (Shanghai: Far East Publishing House, 1997).
- Cull, R., and L. C. Xu, "Who Gets Credit? The Behavior of Bureaucrats and State Banks in Allocating Credit to Chinese State-Owned Enterprises," *Journal of Development Economics*, Vol. 71, No. 2 (August 2003), pp. 533~559.
- Djankov, S., and P. Murrell, "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey," *Journal of Economic Literature*, Vol. 40, No. 3 (Fall 2002), pp. 739~792.

- Dong, X. Y. and L. Putterman, "Productivity and Organization in China's Rural Industries: A Stochastic Frontier Analysis," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 24, No. 2 (April 1997), pp. 181~201.
- Frydman R., C. Gray, M. Hessel and A. Rapaczynski, "When Does Privatization Work: The Impact of Private Ownership on Corporate Performance in the Transition Economics," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 4 (December 1999), pp. 1153~1191.
- Garnaut, R., L. Song, S. Tenev and Y. Yao, *A Study of Firm Restructuring in China* (Washington, D.C.: The World Bank, 2003).
- Groves, T., Y. Hong, J. McMillan and B. Naughton, "Autonomy and Incentives in Chinese State Industry," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 5 (1994), pp. 1~27.
- Guo, K. and Y. Yao, "Causes of Privation in China," *Economics of Transition*, Vol. 13, No. 2 (April 2005), pp. 211~238.
- Ham J., N. Gupta and J. Svejnar, "Priorities and Sequencing in Privatization: Theory and Evidence from the Czech Republic," *European Economic Review*, Vol. 52, No. 2 (February 2008), pp.183~208.
- Jefferson, T. Rawski and Y. Zheng, "Growth, Efficiency and Convergence in China's State and Collective Industry," *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 40, No. 2 (1992), pp. 239~266.
- Jefferson, G. and Jian Su, "Privatization and Restructuring in China: Evidence from Shareholding Ownership, 1995~2001," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 34, No. 1 (March 2006), pp. 146~166.
- Jin, H. and Y. Qian, "Public vs. Private Ownership of Firms: Evidence from Rural China," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 3 (1998), pp. 773~808.
- Kornai, J., "Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems," *Econometrica*, Vol. 47, No. 4 (December 1979), pp. 801~819.
- Lardy, N. R., *China's Unfinished Economic Revolution* (Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 1998).
- Li, H. and S. Rozelle, "Privatizing Rural China: Insider Privatization, Innovative Contracts and the Performance of Township Enterprises," *The*

- China Quarterly*, No. 176 (December 2003), pp. 981~1005.
- Li S., S. Li and W. Zhang, "The Road to Capitalism: Competition and Institutional Change in China," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 28, No. 2 (2000), pp. 269~292.
- Li, D., "A Theory of Ambiguous Property Rights in Transition Economies: The Case of the Chinese Non-State Sector," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 23, No. 1 (1996), pp. 1~19.
- Li, David D. and Francis T. Lui, "Why Do Governments Dump State Enterprises? Evidence from China," in Ito Takatoshi and Anne Krueger eds., *Governance, Regulation and Privatization* (Chicago: University of Chicago Press, 2004), pp. 211~230.
- Li, W., "The Impact of Economic Reform on the Performance of Chinese State Enterprise 1980~1989," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 5 (1997), pp. 1080~1106.
- Lin, J. Y., F. Cai and Z. Li, "Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform," *American Economic Review*, Vol. 88, No. 2 (1998), pp. 422~427.
- Lin, J. Y. and G. Tan, "Policy Burden, Accountability, and the Soft Budget Constraint," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 2 (1999), pp. 426~431.
- Lin, Y. and T. Zhu, "Ownership Restructuring in Chinese State Industry: An Analysis of Evidence on Initial Organizational Changes," *The China Quarterly*, No. 166 (March 2001), pp. 305~341.
- Lopez-de-Silanes, F., "Determinants of Privatization Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 4 (1997), pp. 965~1025.
- Ma, G. and B. Fung, "China's Asset Management Corporations," *BIS Working Papers*, No. 115 (2002).
- Meggison, W. L., and J. M. Netter, "A Survey of Empirical Studies on Privatization," *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 2 (June 2001), pp. 321~389.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20,

- No. 1~2 (Winter 1988), pp. 293~315.
- Nee, V., "Organizational Dynamics of Market Transition: Hybrid Forms, Property Rights, and Mixed Economy in China," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 37, No. 1 (1992), pp. 1~27.
- Oi, Jean, *Rural China Takes Off: Institutional Foundations of Economic Reform* (Los Angeles: University of California Press, 1999).
- , "Patterns of Corporate Restructuring in China: Political Constraints on Privatization," *The China Quarterly*, No. 53 (January 2005), pp. 115~136.
- Oi, Jean and C. Huan, "Political and Institutional Complementarities: Strategies of Corporate Restructuring in China," Paper Presented for Conference of *System Restructuring in East Asia* (Stanford: Stanford University Press, 2006).
- Oksenberg, M. and J. Tong, "The Evolution of Central-Provincial Fiscal Relations in China, 1971~1984: The Formal System," *The China Quarterly*, No. 125 (March 1991), pp. 1~25.
- Perkins, F., "Productivity Performance and Priorities for the Reform of China's State Owned Enterprises," *Journal of Development Studies*, Vol. 32, No. 3 (November 1996), pp. 414~444.
- Qian, Y., and B. Weingast, "China's Transition to Markets: Market-Preserving Federalism, Chinese Style," *Journal of Policy Reform*, Vol. 1, No. 2 (December 1996), pp. 149~185.
- Qian, Y. and C. Xu, "Why China's Economic Reforms Differ: The M-Form Hierarchy and Entry/Expansion of the Non-State Sector," *The Economics of Transition*, Vol. 1, No. 2 (June 1993), pp. 135~170.
- Sonobe, T., and K. Otsuka, "Productivity Effects of TVE Privatization: The Case Study of Garment and Metal Casting Enterprises in the Greater Yangtze River Region," *NBER Working Papers*, No. 9621 (National Bureau of Economic Research, 2003).
- Shirley, M. M. and P. Walsh, "Public Private Ownership: The Current State of the Debate," *World Bank Working Papers*, No. 2420 (Washington, D.C.: World Bank, 2000).
- Stiglitz, J. E., *Whither Socialism?* (Cambridge: MIT Press, 1994).

- World Bank, *The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms*, Vol. 1 Report, No. 15288-CHA (Washington, D.C.: World Bank, 1996).
- Yarrow, G., “A Theory of Privatization or Why Bureaucrats Are Still in Business,” *World Development*, Vol. 27, No. 1 (1999), pp. 157~168.
- Zhang, J., “Market Size, Scale Economics, and Pattern of Loss-Making in China’s State Industry,” *East Asian Review*, No. 4 (December 2000), pp. 3~28.
- Zhou, F. and Y. Shen, “Letting Go Small SOEs’ Is Good for Enhancing the Quality of the State Assets,” in China Reform Foundation ed., *Realistic Choice: Preliminary Summary of the Practice of Reforming Small State-Owned Enterprises* (Shanghai: Far East Publishing House, 1997), pp. 31~52.

聯絡作者：曹海濤、柯朝斌
地址：台中縣霧峰鄉柳豐路500號
E-mail：tsaht@asia.edu.tw、fishhook@mt.au.edu.tw
收稿日期：2010/12/25
審查通過：2011/04/20
責任編輯：黃奕鳴、廖至欽

