

QIYE RONGZI

YU FEIDUICHEN XINXI

企业融资 与非对称信息

穆争社 著



中国金融出版社

企业融资与非对称信息

穆争社 著

 中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：张志文

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

企业融资与非对称信息 (Qiyè Róngzī yǔ Fēiduìchén Xīnxi) / 穆争社著.

—北京：中国金融出版社，2009. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4871 - 7

I. 企… II. 穆… III. 中小企业—融资—研究—中国 IV. F279. 243

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 168792 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 18

字数 286 千

版次 2009 年 1 月第 1 版

印次 2009 年 1 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4871 - 7/F. 4431

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

非对称信息问题在经济活动中十分普遍，其危害是易于导致市场交易萎缩，市场机制难以充分发挥资源配置作用。以美国经济学家斯蒂格利茨为代表的多名经济学家先后从不同的角度对非对称信息问题进行了开创性研究，并因此获得了诺贝尔经济学奖。

金融是现代经济的核心，促进金融市场发展意义重大。与商品市场和要素市场相比，非对称信息问题在金融市场上更为严重，危害也更大。因为商品市场是现货交易，其信息劣势方即使被欺骗，获得的无非是残次品而已，而金融市场中的信息劣势方在交易后，并未获得当期收益，而是获得关于未来的承诺，一旦被欺骗，将血本无归，这导致信息劣势方进行金融交易时更为谨慎，严重影响金融市场的发展，因此，有效地解决金融市场上的非对称信息问题更显迫切。中小企业和农户的“贷款难”和农村金融机构的“难贷款”问题在我国长期并存，在最近的宏观调控中，这一问题更显突出。

解决非对称信息问题，从信息劣势方（主要包括存款人和购买基金、股票、债券等的各类投资者）分析，其主要手段是信息搜寻和信息甄别。受信息搜寻边际成本和边际收益变化的影响，当信息搜寻的边际收益等于其边际成本时，信息搜寻行为就会停止。信息甄别主要借助机制设计，激励信息优势方主动显示其信息，但也受信息显示成本和机制设计成本的限制。同时，信息具有公共产品的特征，单个信息劣势方“搭便车”意愿强烈，信息搜寻动力不足。这说明，信息搜

寻和信息甄别只能在一定程度上缓解非对称信息的程度。从信息优势方（主要包括发行债券、股票的企业以及借款人等）分析，其主要手段是信号传递。如借款企业可以抵押贷款作为信号，传递自身质量和实力的信息，以显示自己是优质企业，从而获得银行贷款，但信号传递要依赖一定的物质基础，并非所有的信息优势方都具备这一条件；同时，信号传递是内部信息外部化的过程，可能涉及商业机密。因此，信号传递所释放的信息也是有限的。

信息优势方和信息劣势方的上述行为，虽然有助于缓解其间非对称信息的程度，促进金融交易规模扩大和金融市场发展，但如果再辅之以政府的作用，效果将会更佳。如政府大力发展征信系统、建立强制性的信息披露制度、鼓励金融产品创新等，将有助于降低商业银行的信息搜寻成本，提高商业银行搜寻信息和甄别信息的积极性；支持创新担保体制，发展担保机构，扩大抵押、担保品范围，加大对披露虚假信息者的惩罚力度等，将有助于解决融资企业抵押担保品缺乏问题，激励其提高信息披露质量。

穆争社同志曾长期从事经济学、金融学，尤其是博弈论、信息经济学的教学和研究工作。2003年进入中国人民银行金融研究所博士后科研工作站以来，一直在我的指导下从事农村金融改革与发展问题的研究，并以博弈论、信息经济学为方法论，较为全面地分析了中央银行农村信用社改革试点资金支持政策的设计思想，撰写了博士后工作报告《正向激励、可置信威胁与“花钱买机制”——中央银行资金支持政策设计理念》，并经充实后由中国金融出版社以《农村信用社改革政策设计理念》为书名于2006年1月出版，受到了好评。

穆争社同志的博士论文《企业融资与非对称信息》，围绕金融市场中的重要问题——非对称信息问题展开研究，分析了非对称信息对融资企业（信息优势方）和投资者（信息劣势方）行为的影响及其导致的市场交易萎缩，阐述了融资企业和投资者缓解非对称信息程度的

行为、表现及其产生的微观和宏观经济效应，并分别从融资企业、投资者、政府的角度提出了相关政策建议。论文在对前人的研究成果进行回顾性总结的基础上，构建计量经济模型，重点分析了上述问题在我国金融市场上的特殊表现及其独特的运行机制。

论文提出的以下观点值得关注：

一是中小企业和农户“贷款难”和农村金融机构“难贷款”问题长期并存，这说明中小企业和农户受经济条件和管理水平限制，缺乏传递自身信息（自己为优质企业和优质农户）的物质基础，特别是缺乏抵押、担保物；农村金融机构的风险意识虽然有所增强，但信息搜寻和信息甄别的激励不足，导致其只是被动地规避贷款风险，缺乏创新金融产品和主动降低贷款风险的积极性。因此，中小企业和农户与农村金融机构之间的非对称信息问题难以有效解决。目前，在努力提升中小企业和农户的经济能力，支持发展担保机构，帮助解决中小企业和农户担保能力不足问题的同时，更应采取有效措施，激励农村金融机构创新适合中小企业和农户的金融产品，不断细分客户，以缓解非对称信息的程度。

二是抵押、担保机制可作为融资企业和投资者缓解非对称信息程度的手段。当为融资企业所使用时，它是融资企业自己设置的可置信威胁，投资者是执行者，因而具有传递融资企业信息（是否为优质企业）的功能。当为投资者所使用时，它是投资者对融资企业设置的可置信威胁，并由其亲自执行，因而也具有甄别融资企业信息（是否为优质企业）的功能。但融资企业使用抵押、担保机制传递信息的成本大，投资者使用其获得融资企业信息的成本小，在力求降低融资风险动机的驱使下，投资者更倾向于运用抵押、担保机制，并提高抵押、担保条件，这容易造成抵押、担保资源的浪费，同时提高融资企业的融资成本。

三是政府可以借助法律机制和监管机制，加大对融资企业违规

行为的惩罚力度，以影响其行为，缓解非对称信息程度，但政府的介入是有成本的，这就需要界定政府介入的深度和广度，而这取决于融资企业对政府在其违规时惩罚的力度和概率的判断。因此，需要掌握好这个临界点，避免政府权力的滥用和加大治理成本所造成的资源浪费。

A stylized handwritten signature in black ink, consisting of several fluid, interconnected strokes.

2008年9月16日

目 录

1 绪论	1
1.1 选题理由及研究意义	1
1.2 研究方法与研究思路	3
1.2.1 研究方法	3
1.2.2 研究思路	5
1.3 本书的结构安排及主要内容	6
1.4 本书的创新之处	10
2 企业融资中的非对称信息问题	13
2.1 企业融资及其主体	13
2.1.1 融资的涵义	13
2.1.2 企业融资主体	14
2.2 中国企业融资主体的生成	21
2.2.1 融资体制改革与企业融资主体的生成	21
2.2.2 民营企业的成长与企业融资主体的生成	34
2.2.3 中国企业融资主体的融资行为特征	38
2.3 中国企业融资中的非对称信息问题	39
2.3.1 信息的经济特征与功能	39
2.3.2 非对称信息问题	43
2.3.3 企业融资的非对称信息分析	48

2.4 小结	55
3 企业融资主体融资行为的博弈分析	56
3.1 非对称信息与博弈分析	56
3.1.1 博弈分析的特征	56
3.1.2 非对称信息与博弈分析	58
3.1.3 非对称信息与博弈分析的关系	58
3.2 融资主体融资行为的博弈分析	60
3.2.1 企业融资中的博弈类型定位	60
3.2.2 企业融资中的精炼贝叶斯纳什均衡分析	61
3.3 中国企业融资主体融资行为的博弈分析	69
3.3.1 企业融资主体博弈的环境分析及博弈类型定位	69
3.3.2 企业融资主体之间负债形成的博弈分析	72
3.3.3 企业融资主体之间还贷的博弈分析	76
3.3.4 企业融资主体融资博弈分析的启示	78
3.4 小结	80
4 非对称信息条件下中国融资企业传递信息行为分析	81
4.1 中国融资企业抵押、担保信号传递的博弈分析	81
4.1.1 信号传递博弈及其精炼贝叶斯纳什均衡	81
4.1.2 抵押、担保信号传递的博弈分析	88
4.2 中国融资企业股利信号传递的博弈分析	92
4.2.1 股利信号传递理论的发展	92
4.2.2 股利信号传递的模型分析与实证研究	94
4.2.3 融资企业股利信号传递行为的实证分析	101
4.3 中国融资企业融资结构信号传递的博弈分析	105
4.3.1 融资企业融资结构信号传递的模型分析	105
4.3.2 融资企业融资结构信号传递的实证分析	114

4.4 中国融资企业股权配给行为的博弈分析	122
4.4.1 融资企业股权配给行为的理论分析	122
4.4.2 融资企业股权配给行为的实证分析	127
4.5 小结	129
5 非对称信息条件下中国投资者信息搜寻行为分析	131
5.1 中国投资者信息搜寻行为分析	131
5.1.1 投资者信息搜寻行为的模型分析	131
5.1.2 投资者信息搜寻行为的实证分析	138
5.2 中国投资者信息甄别行为分析	141
5.2.1 投资者信息甄别行为的实质	141
5.2.2 投资者借助抵押进行信息甄别的分析	143
5.2.3 投资者借助担保进行信息甄别的分析	147
5.2.4 对中国投资者信息甄别分析的启示	150
5.3 中国投资者的债权配给行为分析	152
5.3.1 投资者债权配给行为的理论分析	152
5.3.2 投资者债权配给行为的实证分析	160
5.4 小结	165
6 企业融资中非对称信息问题的微观经济效应	167
6.1 融资企业的融资结构变动对市场价值的影响	167
6.1.1 融资结构与市场价值的关系	167
6.1.2 负债率与市场价值关系的理论与实证分析	169
6.1.3 股权结构与企业市场价值关系的理论与实证分析	177
6.2 融资企业的融资结构变动对公司治理结构的影响	187
6.2.1 融资结构与公司治理结构的互动关系	187
6.2.2 融资结构与公司治理结构模式	190
6.2.3 融资结构对公司治理结构作用机理的理论分析	195

6.2.4	融资结构对公司治理结构作用机理的实证分析	198
6.3	小结	203
7	企业融资中非对称信息问题的宏观经济效应	204
7.1	融资配给对宏观经济波动作用机理分析	204
7.1.1	股权配给对宏观经济波动作用机理的模型 与实证分析	204
7.1.2	信贷配给对宏观经济波动作用机理的模型 与实证分析	207
7.2	信贷配给对货币政策作用机理分析	211
7.2.1	信贷配给对货币政策作用机理的理论分析	211
7.2.2	信贷配给对中国货币政策作用机理的实证分析	215
7.3	泡沫经济与金融危机生成机理的分析	218
7.3.1	泡沫经济与金融危机生成机理的理论分析	218
7.3.2	泡沫经济与金融危机生成机理的实证分析	220
7.4	小结	222
8	企业融资中非对称信息问题的治理策略	224
8.1	构建融资企业的声誉机制	224
8.1.1	重复博弈与融资企业的声誉机制	224
8.1.2	构建中国融资企业声誉机制的实证分析	230
8.2	建立投资者的抵押、担保机制	232
8.2.1	抵押、担保机制的功能及效果	232
8.2.2	中国投资者的抵押、担保机制的实证分析	237
8.3	强化政府的法律机制与监管机制	241
8.3.1	政府的法律机制和监管机制的博弈分析	241
8.3.2	政府的法律机制与监管机制的内容	245
8.3.3	政府法律机制与监管机制运行效果的实证分析	246

8.4 小结	248
9 结论	250
9.1 主要工作与结论回顾	250
9.2 有待进一步研究的问题	251
附录：经济学的非对称信息范式分析	253
参考文献	268
致谢	275

绪 论

1.1 选题理由及研究意义

随着我国经济体制改革的深入，国有企业的改革也经历了放权让利、经营责任制和建立现代企业制度三个阶段，从而使国有企业逐渐成为自主经营、自负盈亏的相对独立的经济实体，形成自己独立的利益目标。与此同时，我国的融资体制也进行了较大程度的改革，从财政主导型融资体制开始，经历了银行主导型融资体制，发展到目前的多元化融资体制，国有企业逐渐从单一的财政融资方式过渡到多元化的融资方式，成为融资市场上重要的资金融入主体，而融资市场则成为国有企业实现其利益最大化目标的场所。

我国的民营企业从无到有，2005 年末其产值已占到 GDP 的 65%，成为国民经济发展中的重要主体，为了进一步发展而突破其资金不足的瓶颈制约，融资市场必然会成为其寻找资金、谋求发展的重要场所。“融资难”的呼声正是民营企业成为融资市场上资金融入主体的前奏曲。

资金融入主体（融资企业）成长壮大也预示着资金融出主体（投资者）的成长壮大，因为融资企业因某些原因形成的暂时资金过剩又使其成为投资者。而且，经济体制改革所引发的国民收入向个人分配的严重倾斜，使居民收入占 GDP 的比重由 1978 年的 45% 上升到 2006 年的 65%，个人形成了巨大的资金盈余（2006 年居民储蓄达 12 万亿元就是明证）而成为重要的资金融出主体即投资者。北京卡斯特评价中心对北京、上海、重庆、广州、武汉五大城市消费者的调查显示，2007 年居民将富余资金用于购买国库券、债券、股票等的比重达 46%。同

时，个人收入的迅速上升，导致商业银行存款（储蓄占个人盈余资金的 60%）大幅增加，使商业银行因有大量的资金来源而成为重要的资金融出主体即投资者。

上述分析表明，经济体制改革的深入发展，营造了具有相对独立利益的融资主体即融资企业和投资者。非对称信息问题普遍存在于融资市场中，处于信息优势地位的融资企业和处于信息劣势地位的投资者为了实现其利益最大化目标是如何行为的，以及行为的结果是什么，在我国过渡经济时期有什么特殊性，这些问题已经显现并需要给予全面系统的回答。

民营企业的“融资难”问题已成为制约其发展的重要因素，尽管中央三令五申要求商业银行加大对民营企业的贷款力度，但效果不甚明显。2005 年中国人民银行上海分行的统计资料表明：上海金融机构对个体及私营企业的贷款只占贷款总额的 0.19%，以支持民营企业为己任的中国民生银行，对民营企业的贷款也只占贷款总额的 7.87%。商业银行对民营企业“惜贷”现象已成为不争的事实。与此同时，商业银行却将资金流向大型企业、国有企业，其中一些企业效率低下。这其中的原因是什么？

中国政府在治理 2000 ~ 2002 年经济不景气的过程中所推行的稳健的货币政策，其力度之大是新中国成立以来少有的（下调法定存款准备金率、8 次下调利率），但实施的效果却不甚明显，以致认为货币政策失效了。在货币政策发挥作用的过程中，商业银行和融资企业是两个重要的主体，它们行为的变化必然与货币政策的有效性程度具有一定的联系，如何从商业银行和融资企业的行为调整中解释我国货币政策效果不佳的原因？

商业银行的巨额不良债权被大多数人认为是东南亚金融危机的微观基础。我国目前的商业银行的不良债权不仅规模巨大，而且上升速度较快。根据中国银监会的统计，到 2007 年 9 月末，全国银行系统的不良债权为 12517 亿元，占全部贷款的 6.2%。作为投资者的商业银行与融资企业在发生融资交易关系的过程中，如何导致了商业银行的巨额不良债权？

在上述分析中，笔者仅列示了当前我国融资市场中的几个重要问题，正是谋求探寻这些重要问题及其他相关问题的产生原因，才使笔者认为研究中国企业融资中的非对称信息问题实属必要和重要。因为较之商品市场及要素市场，非对称

信息问题在融资市场中更突出，融资主体的行为会受到非对称信息问题更严重的影响，所以从非对称信息的角度研究融资主体的行为不仅是我們认识上述问题的关键，而且可以使我們对其有较为深刻的理解，同时也会逐渐形成分析我国过渡经济时期融资企业和投资者在非对称信息条件下所发生的融资交易行为的过程、结果及其治理策略的理论体系。

1.2 研究方法与研究思路

1.2.1 研究方法

博弈论研究的是具有独立利益目标的决策主体在非对称信息条件下相互作用的行为及其结果问题。这种非对称信息既包括双向的非对称信息也包括单向的非对称信息。博弈结果即纳什均衡往往呈现个体理性与集体理性的矛盾，因而各决策主体及代表决策主体共同利益的第三者均有动力去改变纳什均衡，消灭个体理性与集体理性的矛盾，使其统一，其有效方法是在博弈的过程中通过承诺行动来建立可置信威胁。

信息经济学承接上述问题，分析在单向非对称信息条件下，处于信息优势方的经济主体（代理人）易于借助其信息优势损害处于信息劣势方的经济主体（委托人）的利益以增进自身的利益。委托人为了维护自身利益而发生相关行为，所产生的纳什均衡体现着个体理性与集体理性的矛盾，使其共同利益受损，因而委托人、代理人以及能够谋取利益的第三者均有动力以进行机制设计的方式发生承诺行动，建立可置信威胁，消除其间的非对称信息，谋求使纳什均衡改变，解决个体理性与集体理性的矛盾而实现其共同利益。具体表现为：从委托人方面来看，就是其借助信号传递来消除非对称信息；从代理人方面来看，就是借助信息甄别和信息搜寻消除非对称信息；而代表委托人、代理人共同利益的第三方（多数情况下为政府）则通过实施保护代理人利益的措施来解决非对称信息问题。

在企业融资的过程中，融资企业拥有融资企业质量，经营者能力、品质，投资项目风险等方面的私人信息，而外部投资者对此并不完全了解，从而使非对称

信息问题成为融资企业和投资者发生融资交易、实现各自利益最大化目标的基本约束条件。其间的非对称信息是单向的，即投资者对融资企业具有非对称信息，融资企业可借助其信息优势损害投资者的利益，而融资企业虽然也对投资者具有非对称信息，但投资者无法借助其信息优势直接损害融资企业的利益，因而投资者拥有信息优势是没有意义的，单向非对称信息就是指这种情况。面对融资企业借助其信息优势地位有可能对自己利益所造成的损害，投资者为了维护自身利益，发生相关行为以降低投资风险，其最终所形成的纳什均衡体现着个体理性与集体理性的矛盾，极端表现就是投资行为不发生。这一方面造成了投资者的资金无法投放而无法增值，另一方面造成了融资企业资金需求无法满足，因而融资企业、投资者及代表其共同利益的第三方均有动力改变这种结果。上述分析表明，企业融资过程中的融资企业和投资者，在非对称信息条件下，发生融资行为实现各自利益最大化目标的过程，与博弈论和信息经济学研究问题的方法是完全一致的，因而本书将博弈论和信息经济学作为基本的研究方法。

融资企业改变上述体现着个体理性与集体理性矛盾的纳什均衡的方法是自行消除其信息优势或加大其信息优势，但加大其信息优势的方法将会更有助于自身利益最大化的目标，而这一点也会被投资者理性预期到。因而，当融资企业借助于信号传递来缓解其与投资者的非对称信息时，投资者就不能掌握融资企业信号传递的真实内容，从而形成其间的不完美信息动态博弈。同时，由于融资企业处于信息优势地位，投资者对其不完全了解，因而其间进行的是不完全信息博弈。综合上述两方面，笔者认为融资企业改变纳什均衡的行为与投资者形成的博弈是不完全且不完美信息的动态博弈。这种博弈所产生的纳什均衡存在三种状态，即分离均衡、准分离均衡、混同均衡。只有纳什均衡处于分离均衡状态时，才有助于其间非对称信息的消除，实现个体理性与集体理性的统一。投资者改变上述纳什均衡的方法是借助于信息甄别手段，使处于信息优势地位的融资企业自动显示其真实信息，消除其信息优势从而形成对称信息。投资者信息甄别手段中的机制设计要符合融资企业的参与约束和激励相容约束条件。这个博弈过程体现为投资者信息甄别手段（是公开信息，即共同知识）的运用在先，融资企业行动在后，因而是完全且完美信息的动态博弈，其所形成的新的纳什均衡是分离均衡，能够消除融资企业与投资者之间的非对称信息，实现个体理性与集体理性的统一。

当第三者在上述体现着个体理性与集体理性矛盾的纳什均衡改变后,其利益可以增进的条件下,第三者必然也有动力去谋求改变上述的纳什均衡。由于现实中,政府是融资企业和投资者共同利益的代表,因而政府有动力去改变上述纳什均衡,其方法是通过对融资企业给予激励或惩罚,促使其发生有利于投资者和其共同利益的行为。因而,在博弈过程中,政府行为在先(其采取的措施是共同知识)而融资企业行动在后,其博弈是完全信息的动态博弈。

综上所述,企业融资过程是单向非对称信息条件下的融资企业和投资者的博弈,因而借助博弈论的研究方法,笔者可以探寻其相互作用行为的过程及其结果;借助信息经济学的研究方法,笔者可以从融资企业、投资者和第三者三个方面探寻其改变纳什均衡的方法及过程,达到对企业融资过程中的非对称信息问题进行全面分析的目的。

除了将博弈论和信息经济学作为方法论贯穿于企业融资中的非对称信息问题的研究外,本书还采取其他方法从多角度、多层次对其研究,既有现状的描述,又有历史和制度方面的考察;既有抽象理论模型的研究,又有实证研究加以支持;既从总体上加以研究又分类加以考察。笔者既回顾性地研究前人对企业融资中非对称信息问题的成果,又结合我国的实际情况将其进行模型和计量经济学的实证分析,从而使本书的研究更加严谨、细致,结论更具有说服力。

1.2.2 研究思路

笔者首先通过对企业融资过程的分析,提出融资主体主要包括融资企业和投资者,并结合我国融资体制的改革、国有企业利益主体地位的确立和民营企业的成长,分析我国企业融资主体的生成及其行为特征,同时研究企业融资过程中非对称信息的内容及其对融资主体行为的影响以及这些问题在我国企业融资中的特殊性。在此基础上,以博弈论和信息经济学为方法论对企业融资行为进行理论和实证分析,说明非对称信息问题和我国特殊国情双重约束下的融资企业和投资者的行为及其后果,进而从理论和实证两个方面分别研究融资企业借助信号传递和投资者借助信息搜寻、信息甄别缓解非对称信息的行为及其效果,并对我国融资主体行为的特殊性进行分析。最后从微观和宏观两个方面对企业融资中的非对称信息问题导致的后果(即经济效应)进行研究并解释我国的特殊问题。根据上