

博士



关系型融资研究

Guanxixing Rongzi Yanjiu

童 牧 著

西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

文庫





关系型融资研究

Quantifying Relational Finance

周 晓博 著

清华大学出版社
Tsinghua University Press

博士



关系型融资研究

Guānxìxíng Róngzī Yánjiū

童 牧 ■ 著

Handwritten text in a stylized script, possibly a signature or a note, located in the lower left area of the cover.

文库



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

关系型融资研究 / 童牧著. —成都:西南财经大学出版社, 2008. 6
ISBN 978 - 7 - 81088 - 987 - 2

I. 关… II. 童… III. 融资—研究 IV. F830. 45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 050601 号

关系型融资研究

童牧 著

责任编辑:王利

封面设计:大涛

责任印制:封俊川

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028 - 87353785 87352368
印 刷:	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸:	148mm × 210mm
印 张:	6.5
字 数:	170 千字
版 次:	2008 年 7 月第 1 版
印 次:	2008 年 7 月第 1 次印刷
印 数:	1—1000 册
书 号:	ISBN 978 - 7 - 81088 - 987 - 2
定 价:	16.00 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

目 录

0 导言 1

- 0.1 选题的意义与背景 2
- 0.2 研究对象与研究方法 6
- 0.3 相关理论和文献综述 8
- 0.4 逻辑框架与结构安排 28
- 0.5 主要创新点 32

1 信息、金融中介与关系型融资 33

- 1.1 投融资市场上的信息问题 34
- 1.2 金融中介理论的发展 36
- 1.3 关系型融资理论与金融中介理论的内在联系 54
- 1.4 本章小结 57

2 关系型债权融资 59

- 2.1 融资关系中的信息不对称问题 60
- 2.2 关系型融资中的信息生产技术：模型分析 65
- 2.3 关系型融资与公开市场融资：一个综合模型 75
- 2.4 软预算约束与相机抉择 82
- 2.5 关系型融资在企业成长周期中的作用 90
- 2.6 本章小结 92

3 关系型股权融资 95

- 3.1 创业企业的状态特点和信息问题 96
- 3.2 关系型股权融资在中小企业融资中的作用 98
- 3.3 融资模式的比较分析 101
- 3.4 私人股权融资的制度安排与治理机制 114
- 3.5 私人股权融资的退出机制 121
- 3.6 本章小结 127

4 关系型融资中的关系 129

- 4.1 关系的长度 130
- 4.2 关系的多重性 138

4.3 本章小结 147

5 关系型融资制度与公司治理结构 149

5.1 公司信息结构和组织结构 150

5.2 不同组织结构下的治理机制 153

5.3 关系型融资与银行组织结构 161

5.4 不同关系型融资制度的特点及其演化 165

5.5 本章小结 183

6 总结 185

6.1 关系型融资的本质特点和信息生产方式 186

6.2 关系型融资的类型和各自的特点 187

6.3 关系型融资的强度及其影响因素 190

6.4 关系型融资的治理机制 191

6.5 关系型融资制度 192

参考文献 194

后记 203

0

导 言

0.1 选题的意义与背景

在经历了二十多年之后，中国的金融体制改革无疑正处于一个重要的阶段。在这个阶段，如何建立一个与企业治理结构和投资者风险收益结构相适应的金融系统以及该系统的演进模式，在理论和实践上都是一个非常有意义的问题。在这样一个系统构建中，金融体系内的结构特征以及结构间的相互关系又是一个核心内容。

在理论上，目前通行的划分不同国家金融系统模式的标准，一般是依据金融中介机构（主要是指银行）和金融市场在其金融系统中各自所发挥的不同作用而区分为银行主导型和市场主导型。但在许多国家，金融体系并不发达，其发展在制度上也存在诸多限制。因而，有学者首先把不同国家的金融系统划分为发达的与落后的，然后再根据其机构与市场的不同作用，划分为发达的银行主导型或落后的银行主导型，或是发达的市场主导型或落后的市场主导型。这些研究基本上是从金融市场的基本功能出发，放松 Arrow - Debreu - Mackenzie (ADM) 模型的基本假设，来研究金融中介存在的价值，乃至金融市场和金融中介作用的各种组合的理论意义和现实意义。这构成了金融系统比较研究的主要内容。

不同国家的不同金融系统在不同的环境下，在资源配置、企业融资、信息处理、风险分担和公司治理参与等方面起到了不同的作用 (Thakor, 1996)。

金融中介的存在，不仅强化了企业融资的制度安排，而且在一定环境下增进了企业融资的效率。金融中介可以利用自己

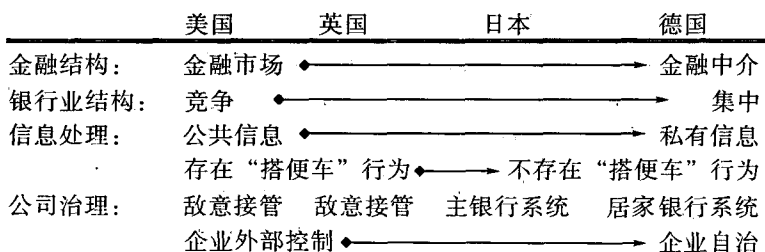


图 0-1 金融系统比较 (Allen 和 Gale, 2000)

的信息优势在对企业监控的三阶段中解决逆向选择、协调失败、道德风险以及承诺问题，从而在公司控制以及相机治理机制中发挥作用（青木昌彦，1994），而且银行系统能通过对私有信息的生产而在降低信息成本和监督成本方面具有优势（Benston, 1994; Saunders 和 Walter, 1994、1996; 等等）。在这些微观理论的基础上，第二代金融发展理论运用新制度经济学、信息经济学以及博弈论的新进展和分析工具研究了金融市场和金融中介在优化资源配置和促进经济增长方面的作用（Pagano, 1993; Fry, 1995; 等等）。

仔细考察这些研究，可以发现，从融资的角度来看，不同融资方式的本质差别并不在于是直接融资还是间接融资。在市场主导的金融体系中也存在金融中介，但他们的功能与银行主导型金融体系中的金融中介存在着差异。对于前者而言，银行的批发业务（面向大企业）依赖的是财务报表或第三方评级等公开信息，只有在零售业务（面向小企业）中才会主动生产私有信息。而对于后者，由于存在紧密的银企关系，有时即使是在企业的公开市场融资中，关键银行也会处于核心的地位。也就是说，间接融资之间并不存在同质性。因此，从更深刻的经济学意义上来看，融资方式的差别应该在于它们在信息生产方式以及在公司治理结构中的作用上的差异。

由于信息不对称,为了提高投融资双方间的合约效率,首先要解决的就是信息问题。在公开金融市场上,市场是加总信息的有效机制。由于投资者是分散的,为了提高信息生产的效率和避免“搭便车”行为带来的信息生产不足,要求企业必须强制性地披露合格的内部信息,如经过第三方审计的财务报表、重要的定约行为和项目决策等,就成为一种有效的解决机制。这些信息经过投资者低成本地直接或间接处理(如通过评级机构等专业人士)能形成企业独特的市场信誉,并通过一个竞争性的定价机制和标准化的契约机制来降低信贷合约的签订和执行成本。但是,对内部信息的严格披露不仅提高了企业的经营成本,也增加了企业的经营风险,因为过度的信息披露可能会使企业在市场竞争中处于不利的地位。而且,市场合约的特性也限制了合约执行的灵活性。由于信息不完全,当新信息出现或信息趋于完全时,原来的最优合约可能就会成为次优的了,那么合约执行过程中的相机决策可能就是有价值的。

而在私下融资安排中,不管是私下债权融资(如关系型银行融资)还是私人股权融资(如创业资本),由于投资者的人数较少,不存在“搭便车”的问题,投融资双方是关系型的(Relationship Lending),而不是保持距离型的(Arm's-length Lending)(Boot 和 Thakor, 2000)。在关系型融资过程中,投资者通过提供甄别与监督服务来获取信息,而不是依赖于第三方的服务,而且这些信息能够在保密的状态下,在与同一客户的多重互动中重复使用,从而使投资者能从信息的跨期再利用中获利。当然,私有信息的生产是高成本的,但对于还没有建立起自身信誉的企业而言,这又是一个低成本的可行融资方案。因为关系型融资不仅保持了内部信息的私有性质,便利了借贷双方的信息交流,激励了企业的研发活动,而且还使借贷成本在长期关系过程中得到了跨期的分担,并降低了融资过程中的抵押要

求。这些对于信贷紧缺的创新型中小企业而言是非常有利的。而且关系型融资为合约的灵活和酌处预留了空间,允许对敏感和不可订约信息的利用,从而便利了隐含的长期订约行为。相对于资本市场上的安排来说,关系型投资者与客户间的关系没有那么严格,合约的重议也较为容易。对于未来不确定性相当高的融资安排来说,关系型融资提供的更高灵活性能降低财务危机发生的可能性。

与信息生产方式相对应的是外部融资者在公司治理结构中所扮演的角色。在公开市场融资中,由于投资者独自生产私有信息的边际成本是很高的,再加上信息披露的公开化,这些因素导致外部融资者很难而且也没有足够的激励直接参与到公司的内部治理中,而只能通过合约条款和公司控制权市场对公司管理者提供外部约束。但在关系型融资安排中,投融资双方的密切关系使得外部投资者能在公司治理中起到更为积极的作用,这在日本的主银行体系和德国的居家银行体系中得到了最为深刻的体现。

可见,不管是从宏观金融系统的角度来看,还是从微观金融运作来看,关系型融资都扮演着十分重要的角色,它是理解不同融资方式,乃至不同金融系统的关键因素。但是,从目前的学术界来看,对关系型融资还缺乏系统性的研究。现有文献大多将关系型融资与银行贷款或间接融资等同起来,而不是从关系型融资的本质出发来研究不同的融资形式,从而限制了关系型融资理论的进一步发展。本书的研究正是由此出发,力图从关系型融资的本质特征、内部结构、治理机制与制度演变等方面进行较为全面和细致的分析。无论在理论上,还是在现实中,这都是很有意义的。

0.2 研究对象与研究方法

本书的研究从微观入手,从信息生产的角度来研究关系型融资的本质特征,并从公司治理的角度来研究关系型融资制度与其他相关制度的相互作用。在这些研究的基础上,本书将在更为宏观的层面上进行制度上的比较分析。而在进行这些研究之前,首先有必要作一些概念上的辨析和界定。

在本书的研究框架下,关系型融资的概念是一个信息概念,而不是简单地在客户关系或融资路径上定义的概念。准确地说,关系型融资指的是投融资双方在长期互动关系中,通过私有信息在双边框架下的生产来平滑投融资过程的融资行为。在这个概念表述中,“私有信息生产”突出了关系型融资区别于公开市场融资的本质特征,而且信息的生产活动是在双边的框架下进行的,从而保证了信息生产及其结果的私有性;由于信息的不完全性和可重复利用性,长期的互动关系不仅有利于信息的不断收集和降低信息处理的边际成本,而且能使投融资双方在信息的重复利用中获利;至于对投融资过程的“平滑”,不仅反映了关系型融资通过特定机制降低信息摩擦的功能,也反映了投融资成本在长期关系中的跨期分担。

与关系型融资相对应的是保持距离型融资。在该模式下,相应的机制是信息的强制公开披露和处理。信息机制的不同必然会导致不同的合约模式与公司治理模式。当然,相关系统并不是孤立存在的,而是在内外部制度的相互作用下逐步演进的。

尽管关系型融资与金融中介融资并不存在明确的对应关系,但现有对后者的理论研究,在很大程度上都是对关系型融资的

本质探讨，这正是“关系银行”（Relationship Banking）这一术语的来源，目前的相关研究也多是在这一概念框架下进行的。从字面上看，“关系银行”似乎仅与银行相关，而且包含了银行的所有业务，从而在涉及的经济代理人上比“关系型融资”概念的范围要窄，但在其涉及的业务范围上又比后者要更为宽泛。事实上，对“关系银行”的研究都是以业务功能而不是以金融机构为研究对象的，相关的关系型业务也并非银行业所特有，银行的业务也并不都是关系型的。因此，不少学者也看到了“关系银行”这一术语的不妥之处，认为用“关系中介”要更为合适一些。本书在正文中不使用“关系银行”的字眼，也是为了避免造成不必要的误解。

本书认为，“关系型融资”与“金融中介融资”是相互交叉的概念，并不存在从属关系。关系型融资中存在直接融资，而金融中介融资中也存在非关系型融资，因此两者间存在部分的交集。至于关系型融资过程中涉及的其他金融业务，本书认为是关系型融资在范围经济上的体现，其目的是稀释信息成本和分担金融风险，并通过对私有信息的充分利用体现关系型投资者的竞争优势之所在。因此，可以说，关系型融资是关系型投资者的一项核心业务，为其他业务（包括部分非关系型业务）提供了必要的竞争优势。

从信息和公司治理的角度而不是从中介的角度来理解关系型融资，使本书能在关系型债权融资和关系型股权融资之间作出区分。按照这一逻辑，一些非正式的融资关系，如前者中的个体金融和后者中的天使融资都可以被纳入这一分析框架。本书不仅要探讨关系型融资的一般特征，也要在关系型融资的内部结构上作出比较分析。

表 0-1

关系型融资的类型

	债权融资	股权融资
间接融资	关系型银行融资	创业资本融资
直接融资	民间的非正式债权融资	天使融资

在这一概念框架下,本书遵从一贯的经济学研究方法,将理论与模型分析、微观研究与宏观探讨相结合,对关系型融资进行多层面的剖析,以期在理论上能有所突破和创新。

0.3 相关理论和文献综述

主流的金融理论是建立在以完美市场假设为前提的 ADM 模型基础之上的,其三大支柱研究的都是完美金融市场上的交易行为。而对于现代金融体系的重要组成部分——金融中介机构,却在这些理论模型中成为了多余的部分。现代金融中介理论的发展正是在对主流理论前提假设的证伪过程和对金融实践的证实过程中发展起来的。金融中介理论从交易成本、规模经济以及信息因素等角度出发来探讨金融中介的存在基础和核心竞争力。随着目前各国金融体系的不断演进、金融体系内不同金融机构间竞争的加剧,金融中介理论也在不断发展。在宏观层次上,对金融中介的研究为金融体系比较提供了重要的理论基础;而在微观层次上,理论研究开始进一步挖掘金融中介的根本功能之所在。而不同层次的研究是相互联系的,也是互为基础的。关系融资理论作为金融中介理论发展的重要产物,正是反映了这一最新发展的要求。目前的关系融资理论主要以银行类金融中介为对象来研究关系型业务的本质特征和基本功能,虽然它

也涉及其他类型的关系型融资方式，但还缺乏系统性。因此，这些研究在国内外文献中常被冠以“关系银行理论”，从而大大地限制了其应用范围。尽管如此，这些研究文献还是为本书的研究提供了坚实的理论基础。

在现实中，银行能通过向客户提供一系列服务而获取关于客户财务需求的知识，并以此建立紧密的客户关系。该关系对于银企双方都是有益的。如银行可以通过加深对客户了解，向客户提供量身定制的金融产品，而忠诚的客户也更乐意向其信任的银行购买金融服务，这反过来有利于银行开发和推销新产品。许多银行都将长期的客户关系作为其企业文化和营销哲学的核心内容之一。但是在理论上，该关系在现代经济中的价值并没有得到足够重视。在实践中，许多金融交易都是通过自动的匿名的市场进行的，并不需要多少客户关系的建立。目前，放松管制、脱媒和证券化的全球趋势似乎加速了从关系密集型服务向市场导向型金融产品的转移。但资本市场融资的发展应该说改变了而不是消除了关系型融资，后者在金融体系中的价值和关系的作用，不管是从实践上还是从理论上还都值得深入探讨。

传统商业银行的主要功能在于接受存款和发放贷款。作为借贷双方的中介，银行通过金融合约的创造与交易实现资金的融通。银行资产是非流动性的，且主要由高流动性的存款负债来融资。这反映了银行得以存在的一个基础：跨期风险分担 (Intertemporal Risk Sharing)，即平滑随机的个人流动性需求 (Diamond 和 Dybvig, 1983)。这在金融中介理论中称为资产性质转换 (Qualitative Asset Transformation) (Greenbaum 和 Thaker, 1993)，即银行的资产和负债的特征不一致，从而要求银行承担风险 (信用和流动性风险) 并加以管理。为借贷双方提供连续的流动性也被认为是银行贷款的一个独特性质 (Rajan, 1997、

1998)。

银行资产的非流动性在很大程度上是因为信息不对称。贷款在创造、定价和后期监督上面都会产生私有信息，这些因素阻碍了贷款合约的市场化。Bhattacharya 和 Thakor (1993) 就认为：信息摩擦——不对称信息（和专有信息）——“为金融中介的存在提供了最基本的解释”。这一观点将金融中介的现代理论与早期的交易成本理论区分开来（Benston 和 Smith, 1976）。而信息获取与关系型融资是内在联系的，这也指出了银行的比较优势之所在。

Hodgman (1963)、Kane 以及 Malkiel (1965) 和 Wood (1975) 对银行关系价值的早期研究，主要强调银企关系对货币政策作用机制的影响。Hodgman (1960、1961、1963) 通过调查研究，从存款关系的角度首先探讨了银行客户关系的重要性。银行间的竞争使贷款产生的租金被转移到了可贷资金的供应方，即存款人手中。但由于存款利率受到管制的限制，银行会通过提供低成本贷款补偿忠诚的存款人。因此，存款关系能使客户获得更优惠的贷款条件，而且关系的价值与竞争程度是正相关的。在此基础上，Kane 和 Malkiel (1965) 认为，稳定的存款关系能降低可贷资金的波动性，进而增加银行贷款组合的单位风险回报。这里的关键在于，关系型银行能通过观察其存款人的支付行为而获取信息优势，并以此向不同信用等级的存款人提供相应成本的贷款。而信息不对称使非关系型银行无法避免逆向选择问题。Wood (1975) 意识到，贷款关系能独立于客户的存款行为。他认为，银行能通过提供低成本信用并期望在将来收取高利率而获得收益。要实现这一功能，就必须存在某种机制以将客户锁定在该关系中。Wood (1975) 认为，借款人改变融资者必须付出的搜索成本就会导致这样的“锁定”问题。

Leland 和 Pyle (1977)、Diamond (1984)、Ramakrishnan 和