



# 金融改革探索

戴天柱·主编

浙江省重点扶持学科——金融学学科建设成果

# 金融改革探索

戴天柱 主编

经济管理出版社

责任编辑：贾晓建  
技术编辑：蒋 方  
责任校对：赤 平

**图书在版编目 (CIP) 数据**

金融改革探索/戴天柱主编. —北京：经济管理出版社，2003

ISBN 7 - 80162 - 636 - 2

I. 金… II. 戴… III. 金融体制 - 经济体制改革  
- 研究 - 中国 IV. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 027026 号

**金融改革探索**  
戴天柱 主编

---

出版：经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编：100035)

发行：经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷：北京交通印务实业公司

---

850mm × 1168mm/32

13 印张

315 千字

2003 年 5 月第 1 版

2003 年 5 月北京第 1 次印刷

印数：1—2500 册

---

ISBN 7 - 80162 - 636 - 2/F·559

定价：18.00 元

---

**·版权所有 翻印必究·**

凡购本社图书，如有印装错误，由本社发行部负责调换。

通讯地址：北京阜外月坛北小街 2 号 邮编：100836

联系电话：(010) 68022974

# 前 言

21 世纪的经济正日益突出金融作为切入社会经济运行和经济发展之主流的特征，整个社会经济运转的轴心正朝着现代金融业倾斜，金融的强大杠杆效能正在影响着社会经济的方方面面。从全球的范围来考察，金融的市场化及其运作在成为经济全球化之核心内涵的同时，已不可否定地起着润滑全球经济发展的作用，以至于安排着世界经济的运行秩序。众所周知，从传统金融向现代金融的转换或推动力量是资本市场，但发达的资本市场是以金融深化为前提的；在社会金融结构的变动过程中，金融资产会促使财富的物质形态逐步淡出，而取而代之的则是社会财富的虚拟化；金融虚拟化具有明显的乘数效应，它的聚合速度一方面会促动社会经济的快速增长，另一方面也会引发由金融的脆弱性所导致的金融风险。换言之，随着现代金融业在社会经济中的全方位渗透，经济的实体化与虚拟化已处于同构框架。因此，分析现代金融的制度安排及其秩序，已成为理论工作者刻不容缓的研究课题。

中国经济体制改革的一个重要侧面是金融运行体系的市场化。就我国现阶段体制转轨过程中的金融市场化进程而论，打破政府行政管制的金融压制状态而步入市场调节的金融深化状态，可谓是金融体制改革的主旋律。然则，金融深化状态的覆盖面很广，同时，实现金融的市场化并不一定能达到金融的深化状态，它要求金融改革过程中的诸如利率、业务经营、市场准入、国际资本流动等的市场化，必须与体制改革中的其他政策体系相配

套，只有这样，才能高效率地实现金融体系的运作和防范金融风险。

本论文集是浙江财经学院金融学院在浙江省重点扶持学科——金融学的学科建设中的部分阶段性成果。作为金融学的教学和研究者，我们致力于现实金融运作，为金融学科建设理论大厦的建造而增砖添瓦。本书研究的范围涉及金融理论和政策、资本市场运营、金融机构业务运营、金融风险的管控、地方金融发展等主题。金融理论与实务创新正在动态地发展，现实经济运行中不断出现新情况和新问题，需要我们不断探索。由于我们的水平十分有限，书中不免存在着许多不足之处，恳请广大读者赐教。

编 者

2003年3月26日

# 目 录

## 第一部分 金融理论与金融政策

不完全信息条件下投融资的动态博弈分析 .....	戴天柱	3
社会信用缺失的经济学思考 .....	虞群娥	14
货币政策与充分就业 .....	叶 谦	25
全球金融混业经营背景下的监管模式变革及 对我国的启示 .....	李雅珍	35
资产价格应该成为货币政策目标吗 .....	周世成	46

## 第二部分 商业银行与保险

对保险投资若干问题的思考 .....	叶晓凌	57
提升我国国有商业银行竞争力的若干思考 .....	胡军辉	72
浅析我国保险中介市场的生存环境与发展 .....	卢 珩	85
外资保险在中国的发展 .....	沈 蕾	95
银行保险的探索 .....	周海珍	101
商业银行开展票据业务的思考 .....	石秀华	108
促进国家助学贷款功能的探讨 .....	范俏燕	115
商业银行商业秘密的法律保护 .....	汪维佳	121

## 第三部分 资本市场与公司理财

论证券市场定价机制及政府的角色和作用 ——兼论证券市场中政府与市场的关系 .....	楼 远	133
---	-----	-----

在证券投资中寻找成长型行业·····	英定文	马晓立	151
论我国资产证券化及其实施路径选择·····	虞群娥	孙惠士	176
承销商的声誉与我国新股的抑价·····		胡旭阳	186
提高企业债券流动性途径探讨·····	袁华鸣	陈伯明	198
对企业当前在证券市场上融资及其走向的看法·····		杨利群	206
MBO 与我国民营科技企业的新发展·····		邵燕波	214
浅析现阶段我国开放式证券投资基金的 品种选择·····		姜轶卿	221
浅析中小企业的融资问题·····		漆世雄	229
论小企业及其财务信息披露·····		陈勇	235
现代企业降低产品成本方法的探索·····		雍传正	243
上市公司效绩的财务分析·····		杨健兰	256
论企业内部会计控制·····		冯燕	264

#### 第四部分 金融风险的管理与控制

离散时间权益联结人寿保险合同的上对冲·····	王春发		275
我国银行业金融创新与风险防范探析·····	徐敏		286
中国上市公司金融风险研究·····	王方明		292
现代企业国际融资的风险规避·····	洪耀忠		312
商业银行国际业务的风险管理·····	楼映江		321
风险值：一种新兴风险管理工具·····	徐函		332

#### 第五部分 地方金融改革与发展

民营高科技企业资本市场融资的障碍因素实证分析 ——与浙江省为例·····	徐琼	何瑛	孙伯灿	347
浙江省国债投资项目管理的探索·····			陈夏兰	354
浙江省政府投融资的发展对策研究·····			课题组	381

# 第一部分

## 金融理论与金融政策





# 不完全信息条件下投融资的动态博弈分析

戴天柱<sup>\*</sup>

信息是社会投融资主体决定其投资行为、策略选择及均衡的一个基本要素。在不完全信息条件下社会投融资参与主体根据自身对信息的获知度进行动态的策略选择及均衡，社会投融资中行为主体的博弈结果和现实运作轨迹，决定了社会资源配置的基本格局和运作效率。

## 一、不同信息条件状态对投融资主体的影响度

投融资作为经济发展和经济运行中投资和货币资本融通的活动，是社会资本形成和运动的具体表现形式。社会资源配置是在动态的时间序列中进行组合而形成，是经济运行动态的整体性变化的综合反映，同时也构成了金融资本的运行结果。金融资本与其他资源的运行存在较大的差异性，它作为一种特殊资源，具有引导和配置其他资源的重要作用，金融资本的运行状态是投融资主体的行为选择的结果，金融资本的运行状态直接决定着资源配置的效率。因此，社会投融资中行为主体的博弈行为选择及均衡结果与现实中的运作轨迹，就决定着资源配置的基本格局和配置效率。

在运用经济博弈理论来研究社会投融资主体的行为、策略选

---

<sup>\*</sup> 戴天柱（1953—），男，浙江杭州人，教授，经济学博士。  
基金项目：浙江省自然科学基金研究项目（798016）。

择及均衡的过程中，信息是一个基本要素。根据投融资参与主体对相关投融资活动参与人的特征、战略空间及支付函数的知情状况：分成完全信息博弈（games of complete information）和不完全信息博弈（games of incomplete information）；完全信息博弈是假设每一个参与人知道所有其他参与人的基本特征、战略空间及支付函数，或者说支付函数是所有参与人的共识（common knowledge）；反之，就称为不完全信息博弈。再将两种基本划分中的不同分析方式进行组合，就可得到四种不同的博弈分析模型，即完全信息静态博弈、完全信息动态博弈、不完全信息静态博弈和不完全信息动态博弈。从动态博弈模型分析出发，可结合对信息获知的程度，以完全信息动态博弈和不完全信息动态博弈模型来对社会投融资运行做出多方位的深入分析。在理论分析上对不同投融资主体的投资品可分为公共品、混合品和私人品。在不同的信息条件下投融资主体的行为选择存在较大的差异性：

1. 社会公共品的提供和配置。在政府投融资活动中，集中反映着政府的政策选择，当政府决定以多少数量和何种质量向社会公众提供公共品时，则公共支出实际就是执行这些政策所必须支付的实际成本，这些行为包括政府提供公共品和部分准公共品。公共品的提供并不是由社会成员个人意愿所决定的，而是具有一定强制性。在公共产品提供和配置过程中，是私人（或企业）之间、私人（或企业）与政府之间的一种博弈行为。在该博弈中，政府与私人（或企业）作为相对的行为主体，他们的投融资的偏好及策略选择是所有参与人事先都知道，我们可采用完全信息静态博弈模型进行分析。

2. 社会混合物品既不同于公共物品又相异于私人物品。在传统的理论分析中一般认为，由于存在外部效应和外在利益，企业投资提供是私人产品，追求的是自身利益，政府投资是提供公共产品，为企业和公众提供社会必需的基础设施。然而，随着经

济社会的发展，政府投资和企业投资的领域在动态发展。在现代市场经济条件下社会混合物品的理论内涵和投资空间不断得到拓展，越来越多的基础设施项目从政府投融资转换为民间投融资，在混合品提供和配置过程中，不同行为主体的博弈，形成了新的发展趋势，财政所提供公共品的范围在不断缩减，原本属于公共品的基础设施、基础产业逐步转变和扩大为政府与企业等主体共同进入的投资领域，影响着社会资源配置的基本格局和运作效率。如铁路、航空、高速公路和通讯等不少基础设施和基础产业在目前实际生活中也成为混合产品，这些社会基础设施使消费者在个人收入能承受的条件下增加了对生活的享受，具有一定的排他性与消费上的竞争性；但是，高速公路、铁路交通和通讯业的发达，有助于提高企业劳动生产率与整个社会的社会服务水平，又具有公共物品的某些属性。再从利益上来分析，这种物品一方面由使用者单独享受利益，在供应上又能够实行排除原则，把不付费者排除在外。但另一方面也使其他人受到利益，即外在利益(External benefit)，为社会共同享受，不能在个人之间划分，也不能把一些人排除出去。因此，混合品的双重属性，使得政府和企业混合品的提供和配置中无法获得对方投融资即时信息，我们宜采用不完全信息静态博弈模型来分析。由于混合物品具有双重属性，就决定了混合物品是由政府和私人（或）企业共同来提供。但是，怎样来承担？两者各自承担程度如何？显然是一种不完全信息条件下的博弈行为。在混合品的提供过程中，正是企业与政府之间的博弈行为以及策略选择的反复进行，不断调整着政府与企业之间在提供社会混合品上的互动关系。准公共品一般由政府来提供；一般混合品既可由政府来提供，或由政府组织和资助，政府和民间共同提供；准私人品主要由政府来资助或给予各种政策性优惠措施鼓励企业投资和生产，从而扩大整个社会混合物品的必要数量，以满足社会的需要。社会资源的合理配置是以

现实中完善的投融资方式和途径为基本条件的，政府在履行资源配置职能的过程中，既要承担公共物品的提供，又要组织和资助混合物品的供给，矫正市场在资源配置中的“失灵”。无疑，公共预算活动是政府资源配置功能实现的基本途径；但是，公共预算资金的有限性和短缺，使得公共预算无法满足日益增长的公共需要。有必要从政府的经济职能出发，在重新界定公共预算投资范围的同时，动态地理解社会混合物品的深刻涵义，在实际运作中不断拓展混合品的投资领域，运用多种市场化手段，有效开辟新的政府财源，通过政府投融资引导和带动社会民间资本，来解决对社会混合品的投资需要，起到“四两拨千斤”的功效。

3. 私人品在市场经济条件下完全是由企业来提供。对企业（厂商）来说，由于在目标函数确定过程中具有一些不确定的因素，资源优化配置需要市场的信息引导。在一个以获取最大利润为生产经营目标的企业中，优化配置资源在于如何根据投入和产出的市场价格确定最佳的投入和产出组合，使得企业利润最大化。因此，微观经济主体在追求自身利益最大化的过程，对整个社会资源的合理配置难以做出恰当的考虑。政府在资源配置中的作用是集中体现于宏观层次上，对资源配置进行调节的实质也就体现在对资源的宏观配置上，在市场机制发挥基础作用的同时，政府积极而适度地干预经济运行，指导产业部门之间的协调发展，对资源配置的合理性和高效率实行政策导向和调整并填补市场调节失灵的领域。从实现其经济职能的要求出发，政府的资源配置的职能行为是明显体现着政策偏好。即从资源配置的社会合理性出发，通过一系列约束性或导向性的政策措施，矫正和弥补微观层次资源配置的不足和偏差；进而为微观经济主体资源配置提供更为广阔的空间和领域。特别是在市场经济机制尚不健全和不完善的经济运行条件下，市场信号的不对称和不灵敏，往往对微观经济主体造成误导，政府为实现资源配置社会合理性目标的

矫正和弥补作用就显得尤为重要。

## 二、动态博弈分析的内核

不完全信息静态博弈，是海萨尼提出的贝叶斯纳什均衡 (Bayesian Nash equilibrium)。贝叶斯纳什均衡是纳什均衡在不完全信息博弈中的自然扩展。在不完全信息静态博弈中，参与人同时行动，没有机会观察到别人的选择，给定别人的战略选择，每个参与人的最优战略依赖于自身的选择策略，由此每个参与者只能知道其他参与人选择策略的概率分布而无法知道对付确切的选择策略，也就不可能知道其他参与者实际战略选择，但能预测其他参与者的策略选择是如何依赖于其各自的策略选择，于是参与者的决策目标就是在给定本人策略和他人策略的依从战略情况下来获得自身的最大期望效用。在静态博弈分析中由于参与人同时行动，所形成的纳什均衡是惟一的，而在动态博弈分析中，一个博弈树有多个纳什均衡，即存在纳什均衡的多重性，难以简单判断哪一个纳什均衡的合理性。还有纳什均衡是假定每个参与人在选择自身最优战略时假定所有其他参与者的战略已经确定。然而，在动态博弈分析中，参与人的行动有先后之分，后行动者的选择空间依赖于前行动者的选择，前行动者在选择自身战略的同时必须考虑自身选择对后行动选择的影响。这就造成纳什均衡的严重缺陷，使经济博弈论专家们一直在不断寻求改进和精炼纳什均衡的内涵，美国的泽尔腾所提出子博弈精炼纳什均衡 (subgame perfect Nash equilibrium)，将动态博弈中的“合理纳什均衡”与“不合理纳什均衡”予以分开，形成完全信息动态博弈均衡解的核心内容。

动态博弈分析往往通过扩展式来进行，即不再是一种简单的策略选择，博弈的战略式的分析要素包括：①参与人的集合。②每个参与人的战略集合。③由战略组合决定的每个参与人的支

付。在此，博弈扩展式所述“扩展”的主要内容是指参与人的战略空间。一般而言，战略式是简单描述参与人有何种战略可选择，而扩展式是对给出的每个战略进行动态描述，包括：a. 参与人集合： $i = 1, \dots, n$ 。b. 参与人的行动顺序（the order of moves）：谁在什么时候行动。c. 参与人的行动空间（action set）：在每次行动时，参与人有些什么选择。d. 参与人的信息集（information set）：每次行动时，参与人知道些什么。e. 参与人的支持函数：在行动结束之后，每个参与人得到些什么（支持是所有行动的函数）。f. 外生事件即自然选择的概率分析。在静态博弈模型分析一般是以两个参与主体的有限战略博弈的战略式来表述即通过博弈矩阵表来分析，而动态博弈是以多个（ $n$ 人）有限战略博弈的扩展式来表述即通过可以用博弈树来分析。一个博弈树有多个纳什均衡，即存在纳什均衡的多重性，难以简单判断哪一个纳什均衡的合理性。还有纳什均衡是假定每个参与人在选择自身最优战略时假定所有其他参与者的战略已经确定，信息对行动者决策的影响力度在不断增大。

不完全信息动态博弈（dynamic game of incomplete information）的均衡，是泽尔腾将完全信息动态博弈子博弈精炼纳什均衡与海萨尼的不完全信息静态博弈贝叶斯均衡结合成为精炼贝叶斯均衡（perfect Bayesian equilibrium）。精炼贝叶斯均衡要求，给定有关参与人类型的信念，参与人的战略选择是在每个信息集开始的“后续博弈”上构成贝叶斯均衡，并在所有可能情况下参与人使用贝叶斯法则<sup>①</sup>来修正其他参与人类型的信念。也就是说，在不完全信息动态博弈中，“自然”首先选择参与人的类型，接着参与人开始行动，参与人的行动有先有后，后行动者能够观察到先行

---

<sup>①</sup> 贝叶斯法则是表示人们往往根据新的信息从先验概率（修正前的判断）得到后验概率（修正后的判断）的基本统计方法。

动者的行动，但不能观察到先行动者的类型，每个参与人的行动都传递着关于自身类型的信息，后行动者可通过获知先行动者所选择的行动来判断其类型或修正对其类型的先验信念，然后选择自己的最优行动。而先行动者预测到自己的行动将被后行动者所利用，就设计选择对自身有利的信息，避免传递对自身不利的信息。该博弈参与人选择行动的过程中始终在不断修正信念，并由此决定自身的行为选择。因此，对在市场经济条件下在社会产品的提供和配置中政府和企业之间的博弈行为，依据投融资信息条件，也可采用不完全信息动态博弈模型来分析。

### 三、在不完全信息条件下投融资主体的策略选择分析

在市场经济条件下，企业投资是在激烈竞争条件下谋求自身生存和发展的基本行为，同时企业投融资也促进了对社会存量资产的整合与增量资产的形成。在企业投融资的动态博弈中，信息的获取与判断，对企业投融资的决策就显得至关重要。

当社会存在自然垄断行业时，在不同的时期（ $t = 1, 2, 3 \dots$ ），政府垄断政策决定了该领域市场进入的不同条件。在  $t = 1$  时期，政府实行完全垄断政策就形成了自然垄断行业内的基础设施投融资的基本格局，市场上只有国有企业——“在位者”的垄断经营，民营企业虽然考虑积极进入却难以实现；经过市场化的推进，政府逐步放宽市场准入政策，如果允许民营企业进入，在  $t = 2$  时期，即开始允许不同类型企业并存经营的时期，国有企业和民营企业进行古诺特（Cournot, 1838）博弈<sup>①</sup>，否则，处于“在位者”位置的国有企业仍然是垄断者。假定在位者有高成本

---

<sup>①</sup> 古诺特（Cournot, 1838）寡头竞争模型是纳什均衡的最早形式，在该模型中有企业 1 和企业 2 两个参与人，每个参与人的战略是选择产量，支付是利润，是一个典型的两企业产量函数。



或低成本两种状况，且民营企业在博弈开始时知道国有企业高成本的概率是  $C$ ，低成本的概率是  $1 - C$ ；该组概率就是进入者的先验信念。假设进入者——民营企业只有一种状态：进入成本为 3；假如进入的话，生产成本函数与高成本的在位者——国有企业的成本函数相同。在  $t = 1$  时期，在民营企业难以进入之前，作为垄断者的国有企业（在位者）决定着该时期的价格和供给量，假定有  $p = 5$ ， $p = 6$ ， $p = 7$  的三种价格选择。与上述假定条件相对应：假如国有企业（在位者）是高成本运营，对应的利润分别是：2、7 和 8；假如在位者是低成本经营，对应的利润分别为 6、10 和 9。因此，高成本在位者的该阶段最优垄断价格<sup>①</sup> 是  $p = 7$ ，低成本在位者的该阶段最优垄断价格是  $p = 6$ 。在  $t = 2$  时期，如果进入者已经进入，在位者的成本函数变成共同知识；如果在位者是高成本，两个企业的成本函数相同，对称的库诺特均衡产量下的价格为  $p = 6$ ，每个企业的利润是 4 单位，扣除进入成本 3 单位，进入者的净利润为 1 单位；如果在位者是低成本，两个企业的成本函数不同，非对称古诺特均衡产量下的价格是 5 单位，在位者的利润为 6 单位，进入者的利润是 2 单位，扣除进入成本 3 单位，进入者的净利润是 -1。如果进入者不进入， $t = 2$  时期在位者仍然是一个垄断者。说明在完全信息情况下，如果在位者是高成本，进入者选择进入；如果在位者是低成本，进入者选择不进入。因此，民营企业在进入社会自然行业的前提，不仅是要有政府垄断政策的松动，而且它与在此领域内已长期经营的国有企业存在着比较优势，使其判断能获得合理的投资回报才会进入。

图 1 是该博弈的一个简化的扩展式表述。在位者有两个

---

① 最优垄断价格是边际成本的增函数。