



北京大学

博士研究生学位论文

题目: 关系型融资的理论研究

姓名: 兰莹

学号: 19925838

院系: 经济学院

专业: 西方经济学

研究方向: 当代西方经济理论

导师: 刘文忻 教授

二〇〇二年六月

内容提要

本文运用契约经济学的关系合同理论,使用博弈论和信息经济学的分析工具,对关系型融资制度及其相关问题进行了系统深入的理论研究。本文的中心思想是,作为一种具备内在经济合理性的金融中介活动,关系型融资不仅不会在金融深化过程中消失,而且在适宜的经济环境中,能够为一国的经济改革与发展中发挥重要作用。

在关系合同理论框架中,按照合同条款的明晰程度以及合约的实施机制,金融中介机构与企业签订的金融交易合同可以被分为两类:显性契约和隐性契约。它们分别对应着实践中的两种融资方式:保持距离型融资方式与关系型融资方式。

在关系型融资制度中,融资过程的不确定性主要体现在贷款企业的项目质量上。从金融机构的角度来看,当企业项目效益不佳时,金融机构所做的专有化投资受到与企业中止金融服务关系的威胁,使得金融机构事先的财务承诺不可信,造成劣质企业要挟金融机构的预算软约束问题。从企业的角度来看,企业也做了专有化投资(主要是企业的业主专有性信息),事后金融机构因此具有对关系企业的信息垄断能力,可能会对优质企业采取要挟。由于关系型融资中双方所共知的信息对于第三方是不可得或者不可证实的,所以在出现要挟问题时无法由法院强制实施合约,而只能靠关系契约本身具备的自我实施能力。

本文主要从理论上回答了三个问题:关系型融资制度是否具备内在的经济合理性?什么是适宜关系型融资制度的经济环境?关系型融资制度在竞争加剧时是否会消失?关系型融资制度的经济合理性体现在它可以促进银行与企业之间实现更好的信息交流、关系型融资合约的许多特有特征可以提高融资效率、增强信息敏感型企业的贷款可获得性;初步研究发现,关系型融资制度得以产生并且有效运作的经济环境具备如下特点:法律制度对投资人的保护较差、资本市场流动性差、经济中中小企业占多数、政府实行一定程度的金融抑制政策;研究表明,关系型融资制度与保持距离型融资制度一样,是现代金融体系的一部分,关系型融资会随着竞争的加剧、金融深化加深而变形,但是并不会消失。

本文还指出,关系型融资制度在中国有着良好的应用前景,可以在解决中小企业融资困难问题、国有企业重组问题、中国银行面临入世挑战、发展中国的风险投资业方面起到积极作用。

关键词:关系型融资、保持距离型融资、竞争与关系型融资、关系合同、关系专用性投资

Abstract

The dissertation gave a systemic and thorough theoretical research on relationship financing, referring to relational economics and analytical tools from game theory and information economics. The main idea of the dissertation is relationship financing will not disappear with the process of finance deepening. On the contrary, as a value-added intermediation activity, it will play an important role in a country's economy development and reformation under appropriate economic environment.

According to the theory of relational contract, the contracts between financial intermediations and entrepreneurs can be divided into two kinds by the accuracy of contract clause: implicit contract and explicit contract. They refer to two kinds of financing in reality: relationship financing and at-arm's-length financing.

During the relationship financing, the uncertainty comes from the project's return. On one side, when the return is bad, the value of relational specific investment by intermediation is threatened by the refusal of entrepreneur's refinancing proposal, which results in the incredibility of intermediation's ex-ante finance discipline. It is called soft-budget-constraint problem. On the other side, the entrepreneur also made the relationship specific investment by exposing its proprietary information to the intermediation, then the intermediation have chance to hold up the good entrepreneur depending on its ex-post information monopoly ability. Because the information shared by the partners in relationship financing is not observable or verifiable toward a third part, so when the hold-up problem come into being, the contract can't be enforced by judicative process. The only reliable resolution depends on the self-enforcement mechanics of relational contract, which is threat of devaluation of the relationship specific investment by the close of cooperation.

The dissertation answers three questions through theoretic analysis: Is relationship financing of intrinsic economic reasonability? What's the appropriate economic environment of relationship financing? Will relationship financing disappear when the competition is fiercer?

The economic reasonability of relationship financing lies in it's special contract feature, as well as it can facilitate the information communication between financial partners and enlarge the loan accessibility of information sensitive entrepreneurs.

According to primary study, the environment appropriate for the advent and effectively maintain of relationship financing share such common characters: the law system gives relatively poor protection to the investor's rights, the liquidity of capital market is rather poor, the number of small-medium entrepreneurs prevails in the economy, and the government apply finance depression policy to some extent.

Just as the at-arm's-length financing, relationship financing is also an integral part of modern finance system. It might transform with the hardening of competition and deepening of finance, but it will never disappear.

It is also pointed out in the dissertation that the relationship financing has fine application outlook in China. It can be applied to the following areas: the resolve of small-medium entrepreneurs financing difficulty, the reformation of state-owned entrepreneurs, the Chinese banks' preparation for the challenge from WTO, the development of venture capital in China.

Key words: relationship finance, at-arm's-length finance, competition and relationship finance, relational contract.

目 录

言	5
0.1 研究主题	5
0.2 研究背景	6
0.3 研究方法	8
0.4 论文结构	10
0.5 论文的创新	10
第 1 章 关系型融资的定义与特征	12
1.1 关系型融资的定义	12
1.2 关系型融资与保持距离型融资	13
1.3 关系型融资的特征	15
1.4 其他容易与关系型融资混淆的概念	16
1.5 关系型融资并非专指商业银行贷款业务	18
第 2 章 关系型融资的经济合理性	19
2.1 关系型融资可以促进银行与企业在融资过程中的信息交流	19
2.2 关系型融资的特有合约特征可以提高融资效率	25
2.3 关系型融资增加了信息敏感型企业的贷款可获得性	27
2.4 关系型融资内在经济合理性的其他研究	29
第 3 章 关系型融资的内在缺陷及其解决办法	31
3.1 劣质企业要挟银行的软预算约束问题	32
3.2 银行对优质企业的要挟问题	37
3.3 要挟问题的解决办法	40
第 4 章 适宜关系型融资制度的经济环境	42
4.1 法律制度对投资人的保护较差	42
4.2 资本市场流动性差	44
4.3 中小企业在经济中占据重要地位	50
4.4 金融管制政策使得银行行为长期化	50
第 5 章 竞争对关系型融资的影响	54
5.1 对竞争与关系型融资问题研究的最新成果——BT 模型简介	54
5.2 BT 模型的静态分析：企业质量与相应融资策略的分工	58
5.3 BT 模型的比较静态分析：竞争对关系型融资规模和效率的影响	61
5.5 其他文献对竞争与关系型融资的研究以及经验验证	64
第 6 章 政府在关系型融资制度中的作用	67
6.1 政府在关系型融资制度中的角色定位	67
6.2 政府对关系型融资制度的影响	69
第 7 章 中外关系型融资的实践	74
7.1 美国的关系型融资体制：诞生、发展与削弱	74

7.2 日本关系型融资实践：主办银行制度的毁誉 77

7.3 德国工业化时期主银行制度的形成和发展 81

7.4 中国明清时期山西票号经营中的关系型融资色彩 85

第 8 章 关系型融资在中国的运用 87

8.1 利用关系型融资制度解决我国中小企业融资困难 87

8.2 关系型融资在中国的其它应用 93

参考文献 99

导 言

0.1 研究主题

从字面上来看,关系型融资制度似乎是一种低效落后的融资制度。90年代初日本愈演愈烈的银行危机,90年代末波及全球的东南亚金融危机,似乎都与这些国家银企之间过于密切而且高度不透明的“关系”有关。考虑到上述国家都采取过国家推动发展战略,有一种观点认为关系型融资并非市场交易的结果,而是政府主导型融资更为市场化的形式的延续。这种观点的言下之意是关系型融资制度缺乏市场经济中的存在合理性,因此必将作为过度性制度现象逐渐消失;在美国,理论界向来把商业银行看作从事关系型融资的金融机构的典型代表,但是目前美国商业银行业步履维艰:它的资产业务受到来自证券公司、投资银行的威胁,负债业务受到来自互助基金、储蓄基金、保险基金的威胁,双面夹击之下,其传统业务的盈利空间越来越小。人们自然会提出疑问:在全球化、自由化浪潮中,商业银行面临的竞争更加剧烈,商业银行是否应该放弃关系型融资,转而提供保持距离型融资?进一步说,这是否意味着商业银行将作为21世纪金融界的恐龙濒临灭绝,关系型融资制度也将作为一种过度形式的融资制度而寿终正寝?如果答案是关系型融资在竞争加剧时将消失,那么如何解释德国的主银行体制至今仍然是全球最富有效率的金融体系之一?

对这些问题的探讨构成了关系型融资研究的主要内容。关系型融资是90年代以来才引起经济学家们密切关注的课题。2000年美国的《金融中介杂志》第一期特意将近两年内研究关系型融资问题的文章结集发表,表明关系型融资制度是当今金融中介理论的研究前沿和热点问题。目前已经有青木昌彦(Aoki)、丁克(Dinc)、林(Rin)以及拉束(Rajan)、布特(Boot)、萨科尔(Thakor)等人对关系型融资及其相关问题做过深入研究,但是从整体上来看,对关系型融资的研究尚处于方兴未艾的阶段。

虽然目前西方对关系型融资的研究尚且不够成熟,但是关系型融资对于中国的特殊意义已经初见端倪。由于我国经济同时属于发展中经济与转轨经济,金融中介的发展对于我国经济的稳定和增长非常重要。将金融中介划分为从事关系型融资和从事保持距离型融资两类(二者的典型代表为商业银行和共同基金公司),其中从事关系型融资的商业银行对我国经济的稳定与增长尤为重要。这正是笔者选择关系型融资作为论文研究主题的原因。

从理论上,研究发展中经济中的金融中介问题的经济学家提出了金融约束论,认为在金融发展的初期阶段,尤其是有效率的银行体系正处于成长阶段时,不宜过分强调证券市场的作用,商业银行在金融深化初期更为重要;研究转轨经济中的金融中介问题的经济学家认为在转轨经济早期,股票债券市场对于资金有效配置起不到太大作用,而倾向于控制型治理的金融中介在转轨经济中具有比较优势¹。

从实践上看,金融中介对我国经济增长的作用比股票市场要大得多。实证研究表明,我国的金融中介(特别是商业银行在配置国内信贷过程中相对于中央银行的重要性)与经济增

¹参见张杰对伯格洛夫的研究的介绍。张杰,“金融中介理论发展述评”,《中国社会科学》,2001,第6期。

长之间呈现显著的、很强的正相关关系,而股票市场(主要是保持距离型融资方式)与经济增长之间呈现不显著负相关关系²。这说明金融中介的不发达将会成为制约我国经济增长的“瓶颈”,我国金融改革的重心应该是大力促进商业银行的发展。虽然占据我国信贷市场主体地位的国有商业银行主要从事保持距离型业务,但是国有商业银行贷款中的关系型融资的成分毕竟比财政拨款和股票市场融资方式要多,所以商业银行的发展对中国经济增长的促进效应预示着关系型融资对中国经济增长的促进效应。

0.2 研究背景

对关系型融资的研究是在金融中介理论的基础上发展起来的。金融中介理论的研究主题是金融机构存在的原因及其功能,它的发展可以被粗略地分为两个阶段。第一阶段是70年代以前的新古典经济学时期,在新古典分析的范式中,银行和其他金融中介机构只是体现非人格化的金融市场的意志的工具,均衡利率和均衡借贷数量都由市场所自发决定,金融中介机构没有发挥作用的余地;第二阶段是70年代以后的信息经济学时期。信息经济学对新古典金融中介理论的挑战可以分为两个分支:委托—代理理论和关系合同理论。在委托代理理论的分析框架下,由于投资人在融资过程中的诸多方面(例如项目的收益前景、融资人对项目的管理能力以及融资人为项目成功所付出的努力等)都处于信息劣势地位,投资人被看作委托人,融资人被看作代理人。金融监督被看作投资人收集和处理信息来改善自己的信息劣势,并迫使融资人显示更多真实信息、有效地采取行动的活动。金融监督因而成为金融中介机构存在的主要理由。在关系合同的分析框架下,投资人和融资人被看作签订关系合同的双方,双方都对交易进行了关系专用性投资,并且依靠关系专用性投资在交易中止时的价值损失来促使合同自行实施。在关系合同理论的分析框架下,金融交易中监督活动和融资活动被独立开来,考察二者是由不同的金融机构分工完成的还是由同一金融机构单独完成的(前者是市场导向的保持距离型金融中介体系,而后者是银行导向的关系型金融中介体系),并且研究为什么不同国家的金融中介体系会存在差异,以及这些差异是否会随着自由化和全球化的浪潮而消失的问题。

0.2.1 新古典经济学时期

二战后,新古典经济学由一般均衡理论一统天下,在其中几乎看不到金融中介存在的价值。完美市场的假设条件下,所有的经济变量(生产、定价、交易)都是由偏好、技术和禀赋等基础因素决定的(Arrow and Hahn, 1970)。银行在经济生活中扮演着灰姑娘的角色,虽然经济体系的正常运转需要银行发挥例如转账、贷款、储蓄等功能,但是银行很少引起理论界的关注。直到20世纪60年代,作为现代金融中介理论的先锋,格利和肖(Gurley and Shaw, 1960)指出金融中介机构在融资过程中具备规模经济优势,可以节约借贷双方直接交易的交易成本。经济学家们随后注意到了银行在货币政策的传导机制中的作用(Brainard and Tobin, 1961)。然而,几乎同期莫迪里安尼和米勒发表的文章证明:在一个无摩擦的世界中,企业的价值由

²谈儒勇,“中国金融发展和经济增长关系的实证研究”,《经济研究》,1999,第10期。

企业的未来的利润现金流决定,完全不受企业资本结构的影响。M-M 定理事实上把经济学家的对金融中介的关注从经济学理论转移到融资活动实践方面,金融中介成为商务界所关注的问题。

当时的经济史学家对金融中介的态度则有着显著差别。在 MM 定理发表后的一年,格申克龙(Alexander Gerschenkron,1962)强调银行在促进经济发展方面起着非同小可的作用。卡梅伦(Rondon Cameron,1967,1972)进一步研究了不同形式的银企关系,并且阐释了金融体系是如何有效地刺激和维持经济发展的。尽管这些经济史学家的研究引起了当今经济学家的极大兴趣,但是这些文章当时的影响极其有限。当时经济学家醉心于完全信息的理想世界假设,也就没有当代信息经济学诞生的土壤,也没有金融中介机构存在的必要性。

随后的金融中介理论是在不断地向理想经济中加入现实因素的过程中展开的。克莱因、凯恩和布塞尔(Klien,1973;Kane and Buser,1979)的研究显示了金融中介机构可以通过持有多样化资产降低个人投资中的不确定性。戴蒙德和迪布利格(Diamond and Dybrig,1983)的模型则显示了金融中介机构(特别是商业银行)在消除个人消费中的不确定性方面的作用。经济学家已经注意到了金融机构的风险分散与风险转移功能,但是这时的金融机构仅仅是被动的资产组合管理者,它们所提供的服务仅仅是对具有不同风险、收益特征的资产的组合。

0.2.2 信息经济学时期

(1) 信息经济学的委托—代理理论为经济学家分析金融中介问题提供了先进的分析工具。

基于委托人与代理人之间的信息不对称,人们认为金融中介的本质是减弱融资过程中的信息不对称的工具。早期的文献令人信服地阐释了信息不对称在金融关系中的广泛影响以及信息不对称如何产生了低效率的结果。经济学家们首先研究了借方向贷方隐瞒关于他们的特征的信息(逆选择问题)以及隐瞒关于他们采取的行为的信息(道德风险问题)的可能性。利兰和派尔(Leland and Pyle,1977)首先揭示了经理要发出项目可盈利的信号以吸引不知情的外部投资人所存在的困难。斯蒂格利茨和威斯(Stiglitz and Weiss,1981)分析了信息不对称导致贷款方对借款人实行信贷配给的问题,解释了信贷配给的存在如何使得利率无法使信贷市场出清。迈尔斯和梅吉拉夫(Myers and Majluf, 1984),以及格林沃尔德、斯蒂格利茨和威斯(Greenwald, Stiglitz and Weiss, 1984)对股票市场的配给现象作了类似的分析。随后,金融机构的监督功能在克服信息不对称问题方面的作用倍受关注。

以金融契约的签订为界,可以将金融中介机构的监督分为事前、事中和事后监督三种。事前监督主要用于分辨项目的类型,筛选不合格项目。事中和事后监督主要用于核实项目经理的努力程度以及真实项目收益状况。研究金融中介监督功能的文献为数众多,其中最为知名的是戴蒙德(Diamond, D.W., 1984)将监督的规模经济与资产多样化相结合的文章。在该模型中,储蓄者将监督的责任移交给在筹款、贷款、监督方面具有专业才能的金融机构,当存在破产成本时,随着资产多样化程度的提高,金融中介的代理监督成本趋向于零,而且金融中介可以同时分散风险、享受规模经济效应。金融中介的监督功能成为和风险分散功能、风险转移功能同样重要的金融机构存在的理由。

(2) 关系合同理论补充和推进了委托代理理论对金融中介问题的研究。

委托代理理论已经说明了金融中介机构的监督功能的重要性,然而人们注意到不同的国家采取了不同的金融中介监督方式,有的是市场导向的,有的是银行导向的。下列问题自然引起了人们的思考:为什么会出现这些差异,这些差异由什么因素决定,在经济全球化的背景下是否会消失?在寻求这些问题的答案的过程中,经济学家们将对金融中介功能的认识从金融监督又扩展到了金融中介的控制、协调功能方面。以往的金融中介理论在解释金融中介机构存在的原因时强调的是节约成本,而此时金融中介机构创造价值方面的作用也引起了经济学家的关注。

标准的委托—代理理论所面对的问题是委托人和代理人之间的信息不对称,解决问题的途径是设计能够诱使代理人按照委托人的目标行动的最优激励合同。它假定合同签订之后,双方在履行各自义务上不存在任何问题,也就忽略了双方的事后机会主义行为的可能。换句话说,人们相信在发生纠纷时,可以由法庭以一种完全可预测的方式强制实施合同。

事实上在克服信息不对称问题之外,契约所需要面对的另一个重要的问题是签约双方都无法把握的未来的不确定性。现实生活中的大多数合同与标准委托—代理理论中所描述的完全合同相反,是不完全合同或者关系合同。合同的不完全性表现在合同中故意搁置了许多无法事先说明和法院不能强制执行的实际问题,等待未来的情况出现之后,再由签约双方更加经济地协商应该怎样做。用戈德堡(Goldberg,1980)的话说³,“关系交易框架将我们的注意力转向了被标准微观经济学忽略了的许多问题上。它也指出,在许多情况下,经济学家们一般面对的静态最优问题的重要性被高估了。为了追求其关系目标,关系双方愿意承担大量明显的静态无效率。”这段话的中心内容是不完全合同或者关系合同理论抛弃了传统的静态确定性分析方法,转而关注跨期优化问题。

从而金融契约不仅需要配置与自然状态中的不确定性相联系的风险,而且必须最小化与要挟可能性相联系的行为风险。金融契约并非是简单委托—代理理论框架下所研究的关于最优合同设计的完全契约,而是努力减少事后契约实施成本的不完全契约。金融契约的功能也从“根据交易人对风险的相对偏好和他们规避风险的相对能力在交易者之间分配状态风险”⁴,以及在一次金融交易中激励代理人自愿采取对委托人有利的行动,而转变为减少在一个长期的商业关系中出现的行为风险或要挟风险。

0.3 研究方法

本文的分析工具来自博弈论和信息经济学,其中关系合同理论是本文分析的起点。关系合同理论的代表人物有麦克内尔(Macneil)、威廉姆森(Williamson)、戈德堡(Goldberg)等。该理论的中心思想是,除了产权理论所强调的所有权归属问题和委托代理理论所强调的激励一致性(激励相容)之外,合同的事后支持制度也相当重要。由于法律制度强制实施合同的效力有限,完全的“古典合同”必须被不完全的“关系合同”所取代。

关系合同概念对于理解关系合同理论极其重要,所以威廉姆森对古典合同和关系合同的

³Goldberg, V., *Relational Exchange, Economics, and Complex Contracts*, American Behavioral Scientist 23, 1980, pp.337-352.

⁴本杰明·克莱因,“契约与激励:契约条款在确保履约中的作用”,《契约经济学》,第193页,拉斯·沃因等编,李风圣主译,北京,经济科学出版社,1999年版。

概念作了区分⁵：(1) 古典合同是完全的。在所有的最终状态上，在合同的整个有效期内，业绩和报酬条款在事前已经规定好，如有遗漏则由合同法治理。古典合同适宜于瞬时交易和多时期的状态依存交易，是新古典微观理论的基础。(2) 关系合同允许协议中留有空白，这种空白无法由合同法弥补。关系合同内生于一个社会关系体系中，这种关系的开始和终结都无法准确确定。合同双方仅仅对解决未来争端的程序达成一致，而不试图将每一种最终状态的细节事先写入合同。换句话说，重议合同的必要性在事前就已经确定下来，为了实现关系合同的灵活性，双方的谈判将在关系期间持续进行。

威廉姆森认为，交易的特征决定了交易合同形式的选择，投资专用性程度、交易的不确定性程度、和交易发生的次数相对越高，则交易合同更可能采取关系合同形式，反之则更可能采取古典合同方式，普通的合同都介于这两种类型的合同之间。

试图在契约中写明所有偶发事件的真实特性的成本是很高的⁶，对于大多数未来事件而言，在相关信息被披露之后再采取应对措施能够花费较小的代价⁷。所以多数契约并不是试图将有可能发生的每一件事情都预先写明，而是等到未来的情况出现之后，再谈判应该怎样应对。此外，交易双方所期望和可以观察到的交易特征往往不能够由契约条款完整描述。法院所能够强制执行的契约只是契约中的一小部分。自然，当市场发生不可预期的变化时，一种隐含的、许多关键性条款未写明的、允许交易者建立一种弹性关系的关系合同会降低契约的成本。

在关系合同理论框架中，类似于关系合同的金融交易是关系型融资活动，类似于古典合同的金融交易是保持距离型融资活动，而现实中的金融交易往往介于关系型融资和保持距离型融资之间。将关系型融资看作关系合同，又称隐性合同（合同的成文部分只是冰山露出水面的一角，大部分对于合作关系至关重要的问题在合同中没有做出详细说明），而将与之相对的保持距离型融资看作古典合同，又称显性合同（契约的成文部分已经包括了所有对于合作关系至关重要的问题的详细说明），论文就可以方便地借助关系合同理论来分析关系型融资的优点和缺陷。

关系型融资的优点体现在它的实施机制依靠私人惩罚而并不依赖于法院的强制实施，因而对于某些特殊类型的企业来说它是唯一的融资途径。当金融机构或企业发现对方违约时，可以对违约方实施私人惩罚。这种私人惩罚又由两部分组成：一部分是与交易者交易关系终止有关的损失，另一部分是与交易者在市场上的声誉贬值有关的损失。两种私人惩罚机制中，前者是由当前的交易中受到的惩罚，后者是从未来的交易中受到的惩罚。在给定关系专用性投资无法收回时，终止交易关系意味着关系专用性投资价值的损失；声誉贬值增加了交易者未来从事交易的成本；潜在的交易伙伴不敢轻易相信交易者的口头承诺，转而要求更为苛刻的合同条款。关系合同依靠私人惩罚机制具备了自我实施能力。契约双方都进行了关系专用性投资，一方面意味着金融机构掌握企业的内部信息，并且拥有对该企业的专业化信息处理能力，另一方面意味着企业愿意向金融机构透露更多的业主专有型信息，从而可以大大提高企业的融资效率。

⁵埃瑞克·G·菲吕博顿、鲁道夫·瑞切特编，《新制度经济学》，孙经纬译，上海，上海财经大学出版社，1998。

⁶除了纸墨成本之外，还包括当不确定性事件发生之后更详细地规定有关的搜寻和再谈判成本、对于契约标的实际情形的第三方计量成本等。

⁷对交易者来说，对许多潜在的可能小概率事件提前做出反应，所引发的一些预期的和先期的契约谈判成本是一种浪费，而且很难在交易者之间分配。

当意料之外的变化发生时,关系合同的自行实施机制给它带来了特有的要挟风险。虽然关系合同中双方都做了关系专用性投资,一定程度上都被“锁定”在该交易关系之中,但是不同情况下合同双方对交易专用性投资的依赖程度可能不同,“锁定”效应较小的一方就具备了要挟对方的关系专用性投资的准租金的能力。

在关系型融资制度中,融资过程的不确定性主要体现在贷款企业的项目质量上。从金融机构的角度来看,当企业项目效益不佳时,金融机构所做的关系专用性投资(体现在金融机构的人力、资金、组织结构等各个方面),受到与企业终止金融服务关系的威胁,从而使得金融机构事先拒绝提供再融资的承诺不可信,形成预算软约束问题。从企业的角度来看,企业也做了关系专用性投资(主要是企业的业主专有性信息),即使事前(发放贷款前)金融机构之间是完全竞争的,事后金融机构也具有对关系企业的信息垄断能力,因而金融机构可能会对优质企业采取要挟。这种事后企业与金融机构相互要挟的风险正是关系型融资的内在缺陷。

0.4 论文结构

本文的结构安排如下所示。第1章是对关系型融资制度的简介,在这一部分中本文给出了关系型融资制度的定义、特征,并且区分了容易与关系型融资制度相混淆的一些概念。第2章分析关系型融资的内在经济合理性,指出这种看似落后的融资制度有其特殊的生存空间。第3章探讨关系型融资的缺陷与解决办法,揭示了在某些国家关系型融资难以为继的根本原因。分析了关系型融资制度的优点和缺陷之后,在第4章中,论文归纳了适宜关系型融资发挥效率的经济环境。第5章分析日益加剧的竞争对关系型融资的影响,明确指出关系型融资不可能在竞争中绝迹,但是可能发生变形。由于政府在关系型融资制度的培育和发展中的作用至关重要,所以第6章专门论述政府在关系型融资制度中的角色和作用。在第7章,本文分别介绍了美国、日本、德国和中国的某一时期关系型融资的实践。论文第8章探讨了中国利用关系型融资的可能途径,它们分别是解决中国中小企业融资问题、转轨企业的资产重组问题、中国银行迎接外资银行竞争问题、风险投资问题。因为第一个问题对中国当前经济的稳定和发展至关重要,所以分别单列一节来讨论,而后三个问题的重要性相对较弱,限于篇幅合为一节论述。

0.5 论文的创新

首先,本文是国内对关系型融资的首次系统性理论研究。

国外对关系型融资的研究散见于各种文献,而且分别关注关系型融资的某一个侧面,而本文将国外的研究统一在关系合同理论的框架之中。论文首先根据关系合同的特征(合同双方的关系专用性投资、交易的长期性、合同条款的弹性、合同的自我实施机制)定义了关系型融资制度的定义和本质特征,然后用关系合同的优越性(双方再协商成本低)来分析关系型融资制度的内在经济合理性,用关系合同的缺陷(双方彼此要挟的风险)来分析关系型融资制度的缺陷。

这样,国外对关系型融资的研究被笔者有机地综合在一起,从论文中不仅可以看到几十年来关系型融资理论研究的全貌,而且很容易把握今后该理论进一步发展的方向。国内对关

系型融资的研究基本上停留在文字描述阶段，而本文主要使用数理经济学的语言评介国外对该问题的研究，不仅分析更为精确透彻，而且澄清了不少国内理论界尚且存在疑惑的问题。例如：关系型融资是否具备内在的经济合理性？关系型融资是否会在竞争加剧和放松管制的背景下消失？

其次，本文首次提出了政府在关系型融资中的地位和作用问题，并且对德国和日本的主办银行制度进行了比较研究。

国外对关系型融资的研究建立在发达市场经济的隐含前提之上，所以几乎没有研究政府对关系型融资的影响的文献。但是对于中国这样的转轨经济和发展中经济，政府在关系型融资中的定位和作用就不容忽视。笔者认为，日本的主银行制度之所以后来丧失效率，甚至被人们当作关系型融资缺乏内在经济合理性的例证，就是因为日本政府在关系型融资活动中的定位和措施不当，从而预算软约束风险激化所致；同样是关系型融资制度，德国的主银行制度却自始至终都保持着活力与效率，这也和德国政府对关系型融资正确的定位和措施有关。

日本和德国的主办银行制度最大的差异就是前者是政府主导的，后者是市场主导的。正是政府在关系型融资制度中的定位不同，使得日本的主银行制度难以为继，而德国的主银行制度保持着活力和效率。政府采取某些政策有助于加快关系型融资制度的形成（例如日本的指定军需金融制度和道奇路线），但是无法保证关系型融资体制的健康发展。

最后，在政策应用方面，本文看到了关系型融资制度在中国当前经济社会条件下巨大的潜在实用价值。笔者认为当前中国一些民间金融业的成功，正是由于自发运用了关系型融资制度。考虑到中国金融改革的方向是建立起以中小型金融机构为主体的金融体系，中国的中小企业是促进中国经济稳定和增长的主力军，而中小金融机构和中小企业之间的融资活动是典型的关系型融资，关系型融资在中国将大有作为。

第1章 关系型融资的定义与特征

本章中, 论文将给出关系型融资的定义、特征, 辨明它与保持距离型融资的关系, 澄清一些容易与关系型融资相混淆的概念, 并且界定关系型融资的范围。

1.1 关系型融资的定义

由于关系型融资在 90 年代以后才日益引起国内外理论研究者的兴趣, 目前理论界尚且没有形成对关系型融资活动的权威定义, 研究者往往根据研究的方便各自给出其定义, 例如在夏普(Sharpe, 1990)的文章中将关系型融资制度看作一种以“声誉”为实施机制的隐性契约的均衡。在有些文献中, 甚至除了语焉不详的“银行与企业之间的密切关系”之外没有明确的定义。在本节中, 论文将列举几种代表性的关系型融资的定义, 并且在评析优劣之后, 给出本文对关系型融资的定义。

米尔什维埃姆⁸(Meerschwam)认为关系型银行业务是一种金融环境, 这种金融环境的特点是金融交易被看作持续的展开的银行和企业之间的关系的一部分。他提出了一个与关系型银行业务相对应的概念——价格型银行业务, 该业务中单个金融交易被看作独立的, 受价格驱动的事件, 当前的价格和附属条款决定了当前的资金配置(由出价最高者得标), 而且有许多相似的金融工具通过价格相互竞争。米尔什维埃姆指出, 在关系型银行业务中价格并非不起作用, 而是定价政策中同时考虑了未来多次合作的价值。更加规范地说, 关系型融资考虑了存在价格限制和高交易成本条件下的跨期最优化问题。为了分析的方便, 米尔什维埃姆在定义中直接限定关系型融资的范围为银行业务, 但是他也同时指出, 在几乎所有的金融中介活动中都可能存在关系型融资的要素。

青木昌彦将关系型融资定义为: 出资者在一系列事先未明确的情况下, 为了将来不断获得租金而增加融资。⁹他的定义突出了关系型融资制度通常与更高的不确定性相联系的特征, 但是有将关系型融资混淆于高风险贷款的倾向。虽然经济理论和经验事实都说明关系型融资制度适宜于融资不确定性更高的情况, 但是高风险并非关系型融资的本质特征。关系型融资制度是金融机构和投资者为降低融资活动中的高风险而进行的制度创新。

埃瑞克·伯格洛夫(Berglof)将关系型融资等同为控制导向型融资, 即投资者通过自己监控企业经营决策来减少代理问题。相应的, 保持距离型融资等同于目标型融资, 即投资者只要得到了合同规定的支付, 就不直接干预企业的经营战略决策。简而言之, 关系型融资是通过干预来治理, 而保持距离型融资则是通过目标治理¹⁰。

布莱尔(Blair)对关系型融资的定义为: 金融机构进行长期投资, 并监督企业的经营管

⁸ David M. Meerschwam, *Breaking Relationships: The advent of Price Banking in the United States*, Wall Street and Regulation, S.L. Hayes, Boston, Harvard business school, 1987.

⁹ 青木昌彦, 瑟达尔·丁克, “关系型融资制度及其在竞争中的可行性”, 《经济社会体制比较》, 第4页, 1997, 第6期。

¹⁰ 埃瑞克·伯格洛夫, “转轨经济中的公司治理结构: 理论及其政策含义”, 青木昌彦、钱颖一主编, 《转轨经济中的公司治理结构: 内部人控制和银行的作用》, 中国经济出版社, 北京, 1995年版。

理,在企业治理结构中发挥积极作用,以获得长远的回报¹¹。他的定义只描述了关系型融资提供者——金融机构的行为表象,没有抓住关系型融资制度的本质特征——关系型融资制度中的融资双方都在融资活动中进行了关系专用性投资。

相比之下,布特对关系型融资的定义较为确切:关系型融资是金融中介所提供的一种融资服务,金融中介机构为此做出了收集和处理客户信息的关系专用性投资,并且在与同一客户长期中的多次互动或者与同一客户跨产品的互动中评价关系专用性投资的盈利性¹²。他的定义抓住了关系型融资的两个本质特征:关系专用性投资以及金融中介机构和企业多次互动。

青木昌彦、布莱尔和布特对关系型融资的定义的共同缺陷是都从金融机构的角度出发单向考虑融资行为,而融资活动本应是融资者和投资者的博弈互动过程。关系型融资制度之所以能够形成,是因为它体现了融资者和投资者双方的利益;如果这一制度难以为继,双方都可能从中遭受损失。所以笔者对关系型融资的定义考虑了融资者和投资者双方的因素。

本文对关系型融资的定义为:为了维护特定的金融服务关系,金融中介机构与企业各自进行了关系专用性投资,以便在多次合作中更好地利用所掌握的内部信息,有效克服融资过程中的信息不对称问题。关系型融资的具体形式主要有三种,银行对中小企业的贷款、日本与德国主银行制度下的融资活动、风险投资。

从金融机构的角度来看,“金融机构进行关系专用型投资并且拥有客户的业主专有性信息”与“金融机构与客户之间多次交易互动”是关系型融资活动的两大标志,意味着金融中介机构所拥有的客户的特有信息可以在多次合作关系得到充分利用。由于第二个特征是第一个特征的隐含前提¹³,金融机构进行关系专用性投资又是两个特征中的本质特征。从关系型融资实践中来看,金融机构进行关系专用性投资的特征相当明显,例如德国的商业银行为了实现对高科技企业的经济环境的更加准确的监控,就不惜重金聘请该行业的专门人才。“德意志银行的员工中包括 8 到 9 名工业技术专家,……,和一个高度发达的信息部门,银行借以始终保持对企业情况进展和现状的最密切的关注。”¹⁴

熊彼特曾经这样评论银行的角色:“银行家不仅必须懂得他将要进行融资的交易是什么,交易的前景如何,而且他必须了解自己的顾客,顾客的生意,甚至顾客的私人习惯,从而通过频繁的‘交流讨论’清楚把握整个事态的发展状况。”¹⁵实际上熊彼特是说银行的成功必须一定程度上依赖于关系型融资。

1.2 关系型融资与保持距离型融资

在本节中,论文将首先比较两种融资方式的区别,然后展示这两种融资方式的联系。概括地说来,保持距离型融资,又称交易型融资,是指金融机构和企业既没有对方的特有信息库,也不曾对信息处理能力进行关系专用性投资的融资活动,金融机构和企业之间的合作只着眼于本次交易,价格是其中的决定性因素。

¹¹ Blair, Margaret.M., *Ownership and Control, Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, the Brookings Institution, 1995.

¹² Arnoud W.A.Boot, 2000, *Relationship Banking: What Do We Know?*, *Journal of Financial Intermediation* 9, pp.7-25, 2000.

¹³ 只有当金融机构可能从日后的多次交易中获利时,它才愿意在事前做出关系专用型投资。

¹⁴ Lavington, Frederick, *The English Capital Market*, London, Methuen, 1921, pp.210

¹⁵ Schumpeter, J., *Business Cycles*, New York: McGraw-Hill, 1939.

1.2.1 两种融资方式的区别

(1) 直观看来, 关系型融资为主体的金融体系下, 企业被锁定在与某一金融机构的关系中, 而在保持距离型融资为主的金融体系下, 企业每一次融资交易都由许多金融机构竞相提供。关系型融资是一种具有产品差别的金融服务, 而保持距离型融资则是一种几乎无差异的金融服务, 所以关系型融资面对的竞争是不完全竞争, 而保持距离型融资面对的则是完全竞争。显然, 在市场竞争加剧的情况下, 关系型融资业务的利润受价格竞争的影响比保持距离型融资方式要小。

(2) 从理论渊源上来看, 关系型融资与保持距离型融资的区别类似于契约理论中关系合同和古典合同的区别。这两种合同之间的区别可以追溯至法学家麦克内尔, 由戈德堡和威廉姆森应用于经济学中。麦克奈尔将古典合同描述为“在内部通过明晰的协议、而在外部通过明晰的业绩明确交易双方的权利和责任”¹⁶, 它是对零交易成本世界的法律描述。但是, 在交易成本大于零的现实世界, 古典合同安排至多与陌生人之间的瞬时交易相类似。一般情况下, 大部分交易都是持续的和长期的商业关系的一部分。

(3) 从两种融资方式中信息的特征来看, 保持距离型融资与关系型融资的重要区别是: 关系型融资制度的双方拥有对方的业主专有性信息是软信息, 可观察但不可证实 (observable but not verifiable), 即金融中介机构对企业的项目的盈利前景、企业对金融中介机构的督导能力等信息双方彼此心照不宣, 但是向第三方传输的成本非常高, 因而无法依靠第三方来仲裁合同纠纷。而保持距离型融资的信息则主要是企业自有资本量、近期内的利润情况等硬信息, 便于向第三者公开和证实, 因而可以更多地依靠第三方来仲裁融资合同中出现的纠纷。显然在关系型融资的债权转移要比保持距离型融资更为困难, 债权的流动性较低。

(4) 从投资者对项目的预期收益率的影响来看, 关系型融资是基于控制基础上的融资方式, 而保持距离型融资则是基于不干涉基础上的融资方式。由于关系型融资可以为企业带来专业化的管理咨询、在淘汰低效项目、培训经理人员、协调企业的顾客与供货商之间的关系等方面做出贡献, 而且在项目处于财务困境中时也可以比较方便地对其提供再融资, 所以投资者通常可以通过其对项目的控制而提高项目预期收益率。对于新成立的企业 (例如风险投资), 或者是发展中国家与转型经济, 金融中介被当作协调经济活动中的各种关系的枢纽, 金融中介所提供的关系型融资对这一类的国家和企业尤为重要; 保持距离型融资中的投资者不涉及对企业的管理及各种协调工作, 通常通过优先受偿权和担保抵押品来保障其债权, 因而其债权的流动性较好。保持距离型融资不积极参与企业的管理及协调工作, 在企业遇到财务困难时, 要求数量分散的债权人提供再融资也更为困难, 所以保持距离型融资方式融资的项目预期收益率相对较低。

(5) 从两种融资方式对投资者技能的要求来看, 关系型融资注重的是“深度”方面的信息处理能力, 以便投资者能够积极地实施控制, 密切关注企业内部的变数, 并且引导企业的行为; 保持距离型融资注重的则是投资者“广度”方面的信息处理能力, 以便投资者能够在事前较为准确地评估担保品在日后的清算价值、收集相应信息以方便债权的再交易。

(6) 从监督活动与融资活动的关系来说, 保持距离型融资中监督和融资由不同的金融中

¹⁶ Macneil J.R., *The Many Futures of Contract*, Southern California Law Review 47, 1974, pp.691-816.

中介机构分工完成,例如证券评级机构和证券公司协助大企业发行债券;关系型融资方式中监督和融资由一家金融中介机构单独完成,例如商业银行对中小企业发放贷款。

(7)从这两种融资方式适宜的经济环境来看,关系型融资适合于存在价格限制(如实行金融约束政策或金融抑制政策)和有高交易成本的经济环境,而保持距离型融资适宜于价格可以自由波动的经济环境,价格中包含着更多的信息,并且融资各方都按照价格信号而行动。在前一种经济环境下,频繁地在投资人、金融中介机构、融资人之间更换交易伙伴是不可行的,从而金融机构吸引和获得资金的能力就体现在良好的客户关系之中。

虽然人们在理论分析中经常把关系型融资等同于商业银行融资活动,而把保持距离型融资等同于资本市场融资活动,把日、德等银行导向型的金融体系看作关系型金融体系,而将英、美等市场导向的金融体系看作保持距离型金融体系,但是进一步的研究发现,现实生活中几乎所有的融资活动或多或少都具有关系型融资的成分,(真正意义上的保持距离型融资似乎只有发行国债)¹⁷,这两种融资方式的区别只有在一定程度上才有意义。

1.2.2 两种融资方式之间的联系

关系型融资方式与保持距离性融资方式之间是既相互替代又相互补充的关系。二者之间的相互替代关系体现在:银行可以同时发放关系型贷款与保持距离型贷款,企业也可以同时接受关系型融资与保持距离型融资,在贷款能力和贷款需求有限的情况下,二者此消彼长;二者之间相互补充的关系体现在:从银行的角度看,关系型贷款与保持距离性贷款适合于发放给不同质量的客户群,业务上的竞争性小于互补性;从企业的角度看,企业在其成长初期一般需要关系型融资,但是当其成熟之后,就乐于采用保持距离型融资方式。

此外,发展保持距离型融资市场有助于缓解关系型融资的要挟问题,当企业从多个渠道融资变得更加容易时,银行对优质企业的要挟问题将大大减轻。同时,保持距离型融资为某些关系型融资提供退出机制(例如二板市场为风险投资提供了退出机制),二者存在功能上的互补性。功能互补性的另一方面是关系型融资提供者的融资决策可以为保持距离型融资者提供参考。

保持距离型融资类似于理想状态中的金融交易,交易是瞬时而且匿名的;关系型融资则更加贴近现实生活中的金融交易。如同微观经济学最初对市场结构的分析只有完全竞争市场一样,经济学家最初将所有的金融交易都简单地处理为保持距离型融资。随着对金融服务交易的认识逐步深入,直到当人们从信息和博弈的角度来分析金融服务交易问题的时候,关系型融资这个概念才有了明确的内涵。

1.3 关系型融资的特征

既然现实的融资活动几乎都有关系型融资的因素,那么如何来判断一个国家某一时期的融资活动是关系型融资呢?布特认为一个国家在某一时期的融资活动中同时出现了下面的三个特征,就可以说该活动属于关系型融资¹⁸。

¹⁷ 同 12。

¹⁸ 同 12。

1、金融中介机构拥有企业的业主专有性信息，这些信息是普通公众所无法获得的。

业主专有性信息是指只有业主自己才可能了解和掌握的信息。它包括企业前期项目的盈利状况、企业实现自己原定目标的能力、企业的员工的能力与忠诚度、企业与其供应商和顾客的关系等，这些信息属于软信息，在项目完成前无法通过销售额、利润等硬性的财务数据向普通公众传递，银行也只有在融资过程之中对企业投入大量专用性人力、财力和物力才能了解到上述信息。普通公众不可能对单个企业进行专用性信息能力的投资，也就无法获得金融中介机构所掌握的信息。

2、金融机构所拥有的业主专有性信息是通过与同一客户的长期、或者多种金融服务交易而得到的；相比之下，保持距离型融资是与不同的客户相同的交易或者与某一个客户一次性交易。

简单地说，保持距离型融资活动类似于陌生人之间进行的瞬时交易，关系型融资活动则是长期的和持续的金融交易关系的一部分。我们可以借用麦克内尔的一个巧妙比喻来说明二者的差异。保持距离型融资好比一个旅游者偶然选择了某一处自动加油站，融资双方在当前交易之前没有任何关系，在当前交易之后也可能不会有任何关系。而关系型融资则好比婚姻，它不是由一系列的不相关交易构成的，而是由以前（常常是很久以前）发生的，现在（现在本身通常也是很长的一段时间）正在发生的和预期（在很大程度上只是以一种极含糊的方式）未来发生的事件构成的，这些连续事件构成了关系¹⁹。

以日本的主银行制度为例，日本的主银行在长期为某一客户管理其支付、结算账户的同时，就积累了该客户的大量内部信息，从而掌握了客户的真实财务状况并且在客户发生财务危机时评估是否应该提供救助。保持距离型融资的例子是改革前国有银行与国有企业之间的贷款活动，只要企业的规模与所属行业是政策规定应该扶持的类别，银行就对经营和财务状况不同的企业按照程序几乎一视同仁地发放贷款，在贷款过程中既不关注企业真实财务状况的变化，也不会为了满足某个企业特殊的融资需求而做出关系专用性投资。

3、内部信息对于局外人自始至终具有机密性，仅仅为关系型融资双方所特有。

局外人包括关系型融资活动之外的所有相关人员，如其他参与竞争的银行、企业的竞争对手，还有普通的公众等。信息的机密性是为了保护已经“沉没”的专用性投资的价值，是双方的共同利益之所在。对金融中介机构来说，尽管这一特点使得金融中介机构的债权流动性降低，但是这一特点同时也给金融中介机构提供了要挟企业以获得准租金的机会。对企业来说，尽管这一特点使得企业承受要挟风险，但是也可以避免企业为达到融资活动所需的信息透明度而不得不将商业秘密泄漏给竞争对手。

容易验证，在三种主要的关系型融资活动——商业银行对中小企业发放贷款、主银行与关系企业的融资活动、风险投资中，都同时满足以上的三个特征。

1.4 其他容易与关系型融资混淆的概念

（1）关系型融资与“关系贷款”

在中国的特殊背景下，关系型融资往往被理解作肮脏的“关系贷款”，事实上二者大相径庭。我国的“关系贷款”是指银行经理利用手中配置贷款资源的权力牟取私利的寻租行

¹⁹ 同 16。