

资本运营中的信息、信誉与规制：理论考察与现实分析

周小亮

摘要：资本运营是在信息不完全与不对称的资本市场环境下进行的，因此，均会产生以逆向选择与道德陷阱为主要表现形式的信誉缺失问题。纵使在发达的市场经济国家，也不可避免地会存在欺诈与不诚信问题。在经济转型过程中，由于发展与转型问题相互交融，发育、发展过程中的资本市场的不完善与不规范，致使资本运营过程中产生的信息不完全与不对称以及由之而引发的信誉危机更为突出、也更为特殊。为此，本文在综述现代信息经济学关于信息、信誉与规制以及以此为基础的金融经济学关于资本运营信息、信誉与规制问题的理论考察的基础上，结合我国资本运营过程中所产生的问题的特殊性，进行相应的特殊背景假设下的特殊国情分析，并从中引出具有针对性的应对措施与政策。

关键词：资本运营 信息 信誉 规制

一、引言

建国以来，“赶超型”经济发展战略与体制性因素的双重约束，使我国走上了以加快资本积累为保障的高速外延型经济增长路径。这一增长路径产生了结构扭曲、资源低效配置、生产能力利用率与资本产出率偏低等历史性难题。20世纪90年代中期以来，在经济出现持续下降的背景下，我国选择了以政府驱动型的“刺激需求”的宏观调控政策。这种政策导向与刺激经济具体措施的实施，实质上是在延续我国的高速外延型经济增长路径，由此，我国经济结构扭曲、投资效率低等历史性难题不仅没有得到根本性的逆转，反而，在某种意义上说，还有所加剧。其表现为：工业制造业过度竞争、结构趋同加剧（曹建海，2000）；乡镇企业技术选择偏差、规模扩张过快、与现有大企业缺乏分工合作而产生低效运行（陈剑波，1999）；工业投资收益率持续恶化、大量产品的生产能力利用率出现下降，亏损企业比重持续增长，全要素生产率增长率出现递减趋势等等（张军，1998，2002）。为此，如何摆脱高速外延型经济增长的路径依赖，并通过结构调整、产业升级和企业大规模重组来解决我国经济增长过程中产生的历史性难题，从而提升我国经济增长质量，这是目前我国经济进入一个新的全面发展阶段和经济全球化的背景下所面临的突出问题。

在市场经济与资产证券化的经济环境下，我国要提高投资效益与资源配置效率，实现经济增长方式的大转化与经济结构的大调整，在宏观上，必须通过资本市场的完善和发展，建立健全产权流动、交易机制和兼并、破产机制；在微观上，企业必须通过资本经营，吸纳整合外部资源，以实现资本的优化配置和运营效益的提高。然而，资本市场的运作与企业资本运营的实施，均是在信息不完全、不对称的资本市场环境下进行的，因此，必然会存在着自然客观意义上的逆向选

择与道德风险问题，纵使在规范的市场经济国家，也存在着欺诈、不诚信问题。美国安然事件的发生，充分表明了这一点。为此，“几乎没有哪个政府会让资本市场放任自流，市场要受到大量的治理制度和政府政策的影响”（斯蒂格利茨，1998，238页）。在我国，由于经济转型过程中发育的资本市场的不完善与不规范，致使企业资本运营过程中产生的信息不完全与不对称以及由之而引发的信誉危机更为突出、也更为特殊。以琼民源、银广夏、蓝田股份、郑百文、东方电子等为典型的为数不少的上市公司，其假上市材料、假利润、预测、假资产、假重组、假公告等等，不一而足，骇人听闻。为此，需要我们在西方主流经济学一般理论分析基础上，结合我国资本运营过程中所产生的问题的特殊性，进行必要的特殊背景假设下的特殊国情分析，并从中引出具有针对性的应对措施与政策。这对于推进经济理论的发展和我国资本运营过程中的信息、信誉与规制问题的解决，均是有意义的。

二、信息、信誉与规制的现代经济理论分析概述

关于信息、信誉与规制的现代经济理论分析，主要体现在现代信息经济学与规制经济学的有关理论分析之中。

瓦尔拉斯—阿罗—德布勒的一般均衡模型，以精致的数学形式论证了在确定的、完全信息的条件下，竞争性均衡可以实现资源的帕累托效率配置。然而，在经济现实中，由于交易者知识的有限、搜寻信息费用的高昂以及信息优势方对信息的垄断等原因，致使人们是在不确定性或信息不完全、不对称的条件下从事其理性选择活动。创始于20世纪60年代的信息经济学，就是研究信息不完全、不对称条件下的经济选择行为及其相应的制度设计问题。纵观40多年信息经济学在微观领域的发展，主要可以分成两大分支。其一是在不完全信息条件下的经济分析，探讨的是“信息成本”和最优的信息搜寻问题。其二是在非对称信息条件下的经济行为

分析,这是现代信息经济学最活跃的核心研究领域。这一理论分支主要探讨非对称信息下市场参与者之间的委托人—代理人关系以及探寻如何规范其经济关系、从而减少市场交易成本的最优交易契约,所以,这一理论又称委托—代理理论或契约理论。

在众多的委托—代理关系中,有两类现象极为典型,即由事前非对称信息引发的逆向选择和事后非对称信息引发的败德行为。在现代信息经济学文献中,对于前一类现象的分析研究,主要体现在逆向选择、信号传递与信息甄别等三大模型之中;对于后一类现象的分析研究,主要体现在道德风险模型之中。

阿克诺夫(Akerlof,1970)在引入商品质量维度的假设条件下,证明了信息的不对称(出售差品的卖方“隐藏”了商品质量信息)将导致差的商品总是将好的商品驱逐出市场,即产生扼杀互利交易的逆向选择,从而证明了差品市场的最终均衡是无效率的。在出现逆向选择问题时,如何消除?信息经济学认为可以通过信号传递与信息甄别来加以解决,不一定要通过政府干预予以解决。斯彭斯(Spence,1973,1974)论证了市场中介可以怎样通过使用信号(如广告、产品质量保证书、教育程度证书、企业信誉和产品信誉等)抵消逆向选择效应。他认为,在旧车市场上,如果卖方能够向买方发送某些有关产品质量信号,使买方能够确切了解旧车的质量,则不会产生旧车市场的逆向选择问题。并且,他依据数学模型分析,得出结论:只要发送信号的某种边际成本对于较高质量产品的卖方来说是较低的,就会出现某种均衡(即成交),在此均衡中,买方完全能够根据卖方传递的信号水平推测产品质量的高低。这就是信号传递或向市场发送信号。信号传递理论从拥有信息优势的代理方角度说明了如何回避市场逆向选择问题。而以维克里、米尔利斯、罗斯查尔德和斯蒂格利茨为代表的信息经济学家,从缺乏信息优势的委托方的角度出发,通过对最优所得税、保险市场中保险合同的设计等经济问题的分析,说明了委托方如何通过设计出具有不同激励效果的合同,以供代理方理性选择,从而区分、甄别代理方所拥有的信息,以消除代理方(如保险客户、雇员等)因隐藏信息而产生的逆向选择。这就是所谓的信息甄别。

在信息不对称条件下,还有一类经济现象,即契约一方(主要是代理方)在契约签订后能够采取某种行动影响事件发生的概率和结果,但又无法验证他是否采取了这种行动,此时,就会产生道德风险。道德风险可以分为隐藏行动的道德风险和隐藏信息的道德风险。前者是签约时信息是对称的,签约后,代理人选择行动(如注意防火还是不注意防火,努力不努力等),而委托人只能了解结果但不能观测代理的行动。后者是签约时是信息对称的,签约后,代理人对事态的性质有某些信息但可能不够全面,这些信息足以决定他们采取恰当的行动,但委托人则不能观察到。如医生在签约后,一定程度上知道病人的病态而采取相应的治疗行动,而病人不能观察到。在市场经济中,对于道德风险的解决办法,斯蒂格利茨(2000,403~405页)认为有市场解决法(或私有财产和价格解决法)、合同或契约解决法以及声誉解决法。在没有涉及到信息问题的完全竞争模型中,市场交易人一般采用私有财产和价格工具即市场方法来解决道德风险问题,

而在涉及到信息问题的不完全竞争模型中,经济交易活动一般是通过签订合同来完成,所以如何优化交易者之间的合同结构,是解决信息非对称下的道德风险问题的主要方法。这也是科斯、哈特、斯蒂格利茨、拉斯·沃斯、汉斯·韦坎德等人创立的现代契约理论所研究的一个中心问题。他们认为,对于道德风险对当事人(主要是委托人)可能造成的利益损失,当事人必须通过设计激励契约或满足在现实约束(主要是激励相容约束和参与约束)条件下的最优契约来加以避免或减少。这里,所谓激励契约是指委托人采用一种激励机制以诱使代理人按照委托人的意愿行事的一种条款。而所谓最优契约则必须满足:(1)委托人与代理人共担风险;(2)能够利用一切可能利用的信息,要利用贝叶斯统计推断来构造一个概率分布,并以此为基础设计契约;(3)报酬结构要因信息的性质不同而有所不同,委托人和代理人对未能解决的不确定性因素和避免风险的程度要十分敏感。最后,作为一种承诺或保证的信誉,它不仅在市场交易中,起到充当区分商品质量差异的信号行为作用,从而成为解决逆向选择问题的有效工具,而且在提供减少市场经济道德风险的激励方面也起着“隐形眼”的重要作用。因为,其一,Kreps和Wilson(1982)通过将不完全信息引入重复博弈的分析,建立信誉模型表明:信誉是在重复博弈中,当事人谋求长期利益最大化的手段,也是当事人产生合作行为、减少机会主义行为的前提。其二,依据克莱茵的契约理论研究,要减少“敲竹杠”的道德风险现象,有必要创立一种自动履行契约的机制,而信誉在契约(特别是隐含契约)自动实施的过程中,发挥了重要的作用。

我们可以发现,就信息经济学或契约理论来看,其解决因信息非对称而引发的逆向选择与道德风险等方法,是停留于市场视野之中。然而,单用市场交易契约的方法来探求逆向选择与道德风险等市场失灵问题的有效解决办法,是有明显的局限性,会产生市场失灵,如虚假广告将降低广告传递优质产品信息的功能,假冒产品会造成信息传递机制不能正常运作,等等。为此,卡恩、施蒂格勒、配尔兹曼、植草益、拉丰、史普博等人建立的规制经济学,侧重针对微观经济行为所引起的市场失灵问题的分析,探寻公共机构如何运用一定的规则,对微观经济行为进行制约、干预或管理,以减少不合理的资源配置,或在面对相似制度、技术和信息的约束条件下,矫正、减少微观经济行为所产生的市场失灵问题。

规制经济学认为,从通常意义上说,所谓规制或管制就是依据一定的规则对构成特定社会的个人和构成特定经济主体的活动进行限制的行为(植草益,1992)。规制可以分为经济性规制(如限价、费率制定、产业进入限制、公开信息、契约条款规则与实施维护等)与社会性规制(如环境保护、提供公共物品政策、作业场所健康和安规则、处理非价值物品和外部不经济行为的规制等)。规制经济学主要研究的是公共机构制定并执行的与市场运行相关的经济性规制。正因如此,史普博将管制定义为由行政机构制定并执行的直接干预市场配置机制或间接改变企业和消费者的供需决策的一般规则或特殊行为,并且以此定义将管制分成直接干预市场配置机制的管制、通过影响消费者决策而影响市场均衡的管制以及通过干扰企业决策从而影响市场均衡的管制等三大

种类(史普博,1999)。如何运用管制治理市场失灵,是规制经济学研究的重点。需要指出的是,如何考虑到不对称信息的约束,并利用博弈论分析工具和20世纪70年代发展起来的激励理论,探索对私人交易和合约协议的管制,如为产品质量和工作场所安全设定标准以及对产品成分或金融协议提出公开化信息要求,以治理代价高昂的意外性合同、道德风险以及逆向选择而产生的内部性,从而降低交易成本,提高资源配置效率,这是新规制理论发展的一个趋势,并且,也是新规制理论所研究的一个中心。在此,新规制理论一方面强调要引入竞争机制,认为无管制的市场是信息传递的最有效机制,市场本身具有价格、广告、合同条款、信誉等重要的信息资源和信息传递方式,并认为如果市场信号和披露是可行的选择对象,那么,一般来说对市场配置的干预是不可取的(史普博,1999,569页)。另一方面,认为管制者可以在两种主要的政策取向上进行选择:其一是提高市场传递信息的能力,主要采用的政策行为有取消信息沟通方面的法定的、合同的或管制的限制,对市场参与者之间信息沟通的词语实行标准化,强制信息披露、政府直接生产并传播信息等;其二是通过直接干预消费者和厂商之间的交易,放弃对披露和市场竞争的依赖。

三、资本运营过程中关于信息、信誉与规制问题的一般理论分析

资本运营,虽然在我国是一个热点经济话题,但在标准经济学中并没有确切的定义。就笔者看来,资本经营就是在产权清晰的基础上,通过企业的产权交易与流动和资本交易与流动以及兼并、收购、重组、参股和控股等市场技术性运作活动,以优化资源配置和产业结构,从而实现资本保值、增值目的的一种经营方式。在具体的经济实践活动中,资本运营的形式多种多样,兼并、收购、重组、合资联合、股份化、集团化、剥离、分裂、托管、破产、租赁等等都是资本运营的重要方式,但资本运营的核心方式主要是兼并、收购与重组。

在收购、兼并、重组等资本运营过程中,离不开对信息和信誉的广泛利用,可以说,资本运营的有效、充分发展,必须以信息的有效收集、利用和信用、信誉机制的有效构建与扩张为依据和条件。因为在资本运营过程中,信息、信誉约束问题显得尤为突出、尤为重要。

其一,资本运营所交易的资本包含着一切信用关系的使用和企业商誉的“贴现”与抵押,所以这里的资本是一种经过信用扩张和商誉渗透的“虚拟资本”,是一种与资本真实收益力相背离的以价值表示的“资本化的假想收益力”(李磊宁,2001),市场交易者所关注的更多是要把所购买的价值量尽快地转化为更大的货币价值,而不管关系到这笔交易所涉及的企业生产经营过程。正因为如此,企业资本运营可能基于短期交易之动机,利用交易资本的虚拟性,有意识地扩大资本假想收益力与真实收益力之间的差距,以便进行套利活动。其二,利用资本市场的信息不对称,造成资本假想收益力和真实收益力之间的背离,这不仅是资本运营的矛盾,而且是资本运营赖以进行的前提。这种分离有利于资本运营中的内部人,为此,他们有时还会设法主动引起资本两种收益力之间的差异和分离以便在资本运营中进行套利活动,特

别是在资本运营不以产品经营为基础的情况下更是如此。其三,资本运营主要是以资本市场为载体和活动空间,而资本市场是信息密集型的市场,掌握信息优势或某些私人信息的知情交易者,会程度不同地制造资本市场中信息摩擦,以获取金融资产在交易中的递要价差(bid ask spread),并从中获取超额利润(Kyle,1985)。不仅如此,德农(DeLong,1990)等人提出的金融噪声交易理论还认为,由于金融、资本市场所特有的虚拟性以及交易者对信息的较强依赖,市场噪声的表现更为突出,有时还会因大量交易者聚集于某一信息而产生“羊群效应”,因此当理性套利者进行套利时,不仅要面对基础性价值因素变动的风险,而且还要面对噪声交易者非理性预期变动的风险。其四,在资本市场上,由于信息在投资者和筹资者之间的不对称,容易导致资本市场上的逆向选择和道德陷阱,为此,资本出让者将尽力收集信息以避免逆向选择和道德陷阱对自己带来的利益损失,如果信息不可收集或信息失真或信息收集的边际收益为负,将放弃投资,从而导致市场交易萎缩;同样,在信息不对称下,投资项目的优劣乃至企业真实价值的高低可能在资本市场上难以区分,由此可能导致资本市场中的差品驱逐良品之逆向选择。其五,资本运营虽然对于资源的优化配置和经济结构调整以及社会福利水平的提高具有积极意义,但是受信息不对称与利益实现短期化约束,兼并、收购和重组等资本运营活动在约束和控制经营者非企业价值最大化行为方面,具有明显的局限性,如机会主义的兼并、收购、接管等资本经营;收购企业经营者的非股东利益最大化行为;经营者的狂妄自大与支付过高的收购价格等等。其六,在资本运营实践中,由于公司治理结构和产权、资本交易市场两大体系互动之中产生的利益驱动和信息约束,致使制造虚假的供求与价格现象以扭曲市场,发布虚假信息从而进行内幕交易、操纵市场、坐庄交易。

正因为信息不对称而引起的信誉约束、逆向选择与道德陷阱问题在资本运营中显得特别突出,所以从信息不对称角度来探讨资本运营过程中的信息、信誉与规制问题,这既是现代金融经济学尤其是现代企业投融资理论的一个发展方向,也是信息经济学在金融经济学中的实践应用。

首先,新企业融资结构理论从信号传递角度分析了企业资本运营中如何克服因信息不对称而引起的逆向选择和道德陷阱问题。由莫迪里安尼(France Modigliani)和米勒(Merton Miller)开创的传统企业融资结构理论,在资本市场信息完全与交易成本等假设下,认为企业融资结构与市场价值无关,证券融资和债务融资的交易费用相等(即MM定理),因此,企业没有调整融资结构的动力(莫迪里安尼、米勒,1958)。新企业融资结构理论从信息不对称出发,假设在资本市场上,借方比贷方更清楚地了解借贷抵押品的品质、管理层的勤勉程度和道德水准,并假设企业未来收益服从连续性和离散性的分布,企业内部人(经理人)了解这种分布,掌握了企业经营情况和投资项目的内部信息,而作为外部人的投资者不能了解到企业的有关内部信息,只能通过内部人的行为来获取有关的信息,估计企业证券的价格变化。在存在信号均衡的条件下,外部投资者就能在资本市场上依据内部人传递的信号进行竞争并支付合理的证券价格,与此同时,内部人根据由此产生的市场价格调整财务结构以实现个人所得最

大化。因此,新企业融资结构理论主要从信号传递角度来分析融资结构与企业发展前景、市场价值之间的内在联系。

在信号传递方面:(1)罗斯(Ross S.A.,1977)认为可以通过负债比例传递信号。因为,一般地说,企业价值与其资产负债率正相关,而企业破产的概率是和公司的质量负相关而与负债水平正相关,破产将给拥有信息优势的经理人带来财富和信誉上的损失,因此,作为不知道企业内部信息的投资者,可以通过企业负债比例的提高,了解到企业的投资价值、质量高低、发展前景以及管理层对企业的未来信心。(2)利兰和派尔(H.Leland and D.Plye,1977)认为可以通过经理人员的持股比例传递信号。因为,在资本市场上,一般会认为项目质量与企业经理人员持股比例正相关,因此,在均衡状态下,经理管理人员持有的股权比例将揭示其自己信任项目收益的均值,股份越多,其传递的信息就是项目价值越高,从而公司价值越大。(3)梅耶斯和马吉洛夫(Myers and Majluf,1984)认为可以通过企业发行新股传递信号,并认为新股发行是企业质量恶化的信号,会降低企业的市场价值。因为,其一,股票证券融资会增加公司的信息扩散成本,并且其信息扩散成本高于债权融资成本,更高于企业内部融资;其二,投资者在购买高质量企业股票时,需要得到一种额外的奖赏以补偿购买低质量企业股票所带来的损失,由此将提高高质量企业股票融资的成本;其三,在经理管理人员知道新投资项目具有较好的获利能力的情况下,代表老股东利益的内部管理人员是不愿发行新股,以免把好项目消息的信息传递给投资者,从而把投资收益转让给新的股东,当投资者知道管理层的这一行为模式后,就会推论出企业发行新股是企业质量恶化的信号。他们还认为,内部融资不存在低估企业价值的现象,债务融资受企业价值低估的约束较小,因此企业的融资顺序是:内部融资、债务融资、股票融资。(4)威斯通(Weston J.F.)等人从兼并、重组和公司控制等资本运营角度概括了一些企业融资中的信号传递观点。如当企业筹集额外的外部资金时,意味着预期现金流量会有不利变化的信号,发送股息或股息增加以及普通股回购暗示着公司未来现金流量的增加,市场对这种公告将做成积极的反应(威斯通等,1998,116页);再比如兼并或要约收购的宣布可能会传达目标企业“坐在金矿上”的信息或原有的管理者受到了来自新所有者的“背后鞭策”的信号,并认为收购与兼并的宣布传达了这样的信号:未来的现金流量可能会提高,且未来的估价也会相应地提高,因而,此类宣布可能标志着买者看到了未来估价提高的潜力(威斯通等,1998,226页)。

其次,资本市场效率标准与资本市场有效性假说,从完善资本市场和提高资本市场运行效率角度,分析了资本运营中的信息与规制问题。

资本市场效率一般是指资本市场调节和分配金融资本的效率。斯蒂格勒(1996)在《证券市场的公共管制》一文中强调建立有效率的资本市场比对市场的直接管制更为重要。他说:“就美国经济的效率和增长而言,有效率的资本市场甚至比保护投资者更重要——实际上,有效率的资本市场就是保护投资者的主要手段”。为此他还详细地分析了资本市场的效率标准。他认为判断资本市场运行是否有效率,其标准是看它是否使所有买主和卖主尽快相遇,此外,有效率的市

场应具有弹性,即在不使价格剧烈波动的情况下吸收掉各种出价或要价的能力。他还认为,在供求静态条件下,有效率的的市场具有如下性质:(1)如果出价等于或超过最低价格,交易会发生产生;(2)较高的出价在较低出价之前实现;(3)价格仅在投资者活跃市场的成本限度内波动。显然,以此为准,我们可以推知:要提高资本市场的运行效率,必须以信息畅通和降低交易成本为条件。

威斯特和惕尼克(West and Tinic,1976)将资本市场效率分为外在效率和内在效率。所谓外在效率就是资本市场上的证券价格是否能根据有关信息作出及时的反应,它反映了证券市场调节和分配金融资本的效率。其评价标准:其一是证券价格是否能自由地根据有关信息而变动;其二是证券的价格是否能及时充分地披露和均匀地分布,使每个投资者在同一时间内得到等量等质的信息。所谓内在效率就是资本市场能否在最短时间和以最低的交易费用为交易者完成一笔交易,它反映了资本市场的组织功能和服务功能的效率。其评价标准:其一是每笔交易所需的时间;其二是每笔交易所需的费用。

由E.F.法马(E.F.Fama,1970)提出的“有效资本市场假说”是目前比较有影响的资本市场效率理论。该理论在承认资本市场重要性的同时,将资本市场的运营效率作为前提,强调资本市场的配置效率。该理论认为资本市场的有效性集中表现在证券价格的形成和建立上,并认为价格信号是资本市场中资本有效配置的内在机制。为此,该理论侧重考察证券价格的形成和变动对信息的反应程度,将能够有效地利用金融信息的资本市场称为“有效性市场”,并依据证券价格对信息的反应程度分为弱式有效、半强式有效、强式有效三个层次。弱式有效市场是指证券价格能够充分地反映有关过去价格和过去收益的一切信息;半强式有效市场是指现行的证券价格反映了所有可公开的信息,没有人能利用公开信息进行套利;强式市场是指证券价格充分反映了所有的公开信息和私人信息,没有人能凭借其地位和某些私人信息来获取超额预期利润。由于信息的不完全和不对称,决定了现实中的资本市场是达不到强式有效,总会程度不同地存在一些利用私人信息进行“内幕交易”以谋取超额利润的寻租活动。显然,此理论隐含着一个推论:要提高资本运营效率,则必须提高证券价格对资本市场信息的反应程度,从而提高资本市场的有效性。

从以上的资本市场效率标准与资本市场有效性假说理论,我们可以推知:资本运营效率与信誉程度的提高,其关键在于市场信息的充分、及时、准确与完整,由此看来,对资本运营和资本市场的规制或监管一定要以信息披露为主。

再次,以信息经济学为理论基础的新金融中介学说从解释金融中介存在的理由与在消除信息不对称上具有规模效应角度,分析了资本运营中如何利用金融中介来解决信息约束和相应的金融监管问题。

由于金融、资本市场上存在贷款者与借款者之间、贷款者与金融机构之间以及借款者与金融机构之间的信息不对称,必然会导致金融、资本市场上的逆向选择,而单个投资者在信息生产方面具有信息汇集慢、成本高、误差大等局限性和弊端,为此,需要将信息生产委托给专事信息生产的金融

中介机构,由此可以产生信息生产上的规模经营,从而有利于单位金融交易信息成本的降低与市场逆向选择的克服。这是新金融中介学说对于金融中介机构存在的逻辑推理与理论基础。对此,博伊德和普雷斯托克(Boyd and Prescott, 1986)通过经济案例分析,得出结论:金融中介是投资者和企业家就投资项目或公司前景的信息不对称进行权衡的结果,同时也是节省事前项目评估成本的需要,其存在的条件是信息不对称和信息处理昂贵成本之间均衡的结果。

对于金融中介在克服信息不对称、解决市场信息约束问题的功能分析上,新金融中介学说认为:

第一,金融中介可以通过把自己的财富投资到其拥有特殊信息的资产中解决家庭和厂商等投资者的信息成本问题(Leland and Pyle, 1977)。第二,金融中介可以通过充当被委托的监督者来克服信息不对称问题,专业化的金融中介执行监督职能具有规模效应,并且,充当监督人的金融中介可以通过资金来源与资金运用来解决由信息不对称而产生的逆向选择,促使代理成本降低(Diamond, 1984)。第三,信息生产在技术上具有专业性的特点,由此使一些个体有可能成为以生产信息获取利润的投资代理人,但个人代理监督存在着投资者如何确保他们的信息传递的代理人尽了最大努力的固有问题,但当代理人成为金融中介时,就可以将此问题解决,因为金融中介的契约结构致使其报酬取决于信息生产的准确性,由此可以避免道德风险的产生(Wijkander, 1992)。第四,金融中介在风险管理上具有优势,可以在投资者之间发挥风险转移的功能,Allen和 Santomero(1998)认为金融中介是风险转移和处理日益复杂的金融工具及市场的推进装置。此外,他们还认为可以为投资者降低市场参与成本。第五, Merton(1995)和 Bodie(2000)提出的金融中介功能观认为,金融中介的金融功能比金融机构更稳定,功能观首先要探寻的是金融体系需要行使哪些经济功能,然后才去寻求一种最好的组织机构,金融机构是随着交易时机、交易证券品种和交易技术条件的变化而变化,并认为金融体系结构的动态变化,一方面金融中介被金融市场的制度性安排所替代,另一方面二者处在一个先后具有内在联系的逻辑链条之上,它们分别履行不同金融产品“创造”与“打造”功能的制度安排。

可见,充分发挥金融中介的信息生产、克服信息不对称的功能以及随条件变化而合理安排并完善金融中介和金融市场的经济功能,这是解决资本运营中的信息、信誉约束问题以及健全金融规制的重要条件和途径。

最后,从对资本运营的监管理论与监管法规看,如果要解决资本运营中的信息约束与信誉问题,则必须提高政府开放性,反对秘密主义,采用多种政策促使市场机能(或机制)的扩张,强化对信息披露的监管。

青木昌彦等(2002)经济学家认为,秘密主义就是对信息的限制,意味着不连续地公开信息,它使拥有信息者产生租金,为此,必须提高政府的开放性,使政府决策和管制置于阳光之下,消除秘密主义,改善政府效率。与此同时,他们还认为,在提供适当激励和信息处理能力方面,民间协调制度较之于政府有基本的优势,但政府也具有促进和补充民间协调的作用,从而对市场作用进行补充和完善,因此,政府为了提高公共管制政策的效率,可以在激励、制度互补、信息、道德

风险方面引入市场机能扩张性政策。从资本运营角度来说,可以引进“纯粹控股公司制度”,完善与企业的并购、分割、出售等各种手段相关联的法律体系以实现企业组织形态的多样化和变更的迅速化;充分发挥并强化公司外董事、分析家和机构投资者的机能,给企业以提高经营效率的激励,确保规范经营防止道德风险;有关机构和权益人在各个阶段都要贯彻信息披露原则,对于“散布谣言”等虚伪信息实行监视,取缔内部人交易,强化司法、行政、民间各层面的事后调停技能等。

从对资本运营的监管法规看,1933 - 1940年间在治理市场失灵背景下产生的六个美国联邦证券法律,即《证券法》、《证券交易法》、《公共事业持股公司法》、《信托债券法》、《投资公司法》、《投资顾问法》等,其监管的主要目的和内容就是:保证证券凭证和分录的制造建立在真实的经济活动基础之上,保证影响证券价值的信息的持续流动,反对非法代理、不披露信息,严惩各种欺诈和内幕交易,贯彻公平交易原则。再如,针对20世纪60年代混合兼并过程中出现的敌意兼并问题,1967年美国颁布了关于要约收购的法规即《威廉姆斯法案》,以保护目标公司,其保护方式之一就是:在收购过程中披露更多信息,以使目标公司的股东和管理层能评价收购发盘。

四、经济体制转轨条件下资本运营过程中的信息、信誉与规制问题的特殊性

在市场经济条件下,由于资本运营中的不确定性、信息不完全与不对称以及经济人趋利动机的存在,以逆向选择和道德陷阱为主要表现的失信和风险总是不可避免的。由此,为了建立信誉机制、转移和分散资本运营中的风险,西方现代经济理论提出了各种各样的应对措施与规制性制度规则,概括地说,主要有:信号传递、优化契约、完善资本市场与金融中介、强化市场扩张性为主导的政府监管等。不可否认,这些措施与制度在解决资本运营中的信息、信誉问题上是具有积极的作用,然而,我们必须意识到,西方现代经济理论所提出的措施和制度是以一定的制度规范假设前提的,比如产权明确、法治健全等,因此,它们只具有普遍意义。在经济体制转轨背景下,资本运营过程中的信息、信誉与规制问题,像其他经济问题一样,是发展和转轨问题的交融,所以在此背景下产生的问题,是有一定的特殊性。比较突出的就是在产权残缺、法治不健全的制度约束下,权钱交易和凭证交易风行,由此致使作为避免市场逆向选择和道德陷阱的信号,其真实性成为一个十分突出的问题,尤其是作为制度规范的信号也存在许多不真实、不可信的问题,甚至,有讽刺意味的是,在中国经济体制转轨中,作为规避风险的工具反而演化成导致风险的原因。

从信息角度看,在我国经济体制转轨的背景下,由于(1)从事资本运营主体主要是由国有企业经过改制包装的上市公司,存在产权模糊、股权结构不合理(突出表现为股权集中,国有非流通股比重大)、治理结构与管理体制不约束难题;(2)证券市场是在许多无“定规”的情形下起步,政府主导鲜明,经济利益、政治利益和意识形态相互渗透、交融,发展历程非常特殊,在较长时期内,它是在信誉机制与法

律机制双重缺失的情况下“摸着石头过河”；(3) 证券法规不完善、信息披露监管软弱、信息传递被某些利益集团垄断收买等制度系统性障碍，致使我国在资本运营中，不仅存在市场经济下一般性的信息约束问题，而且存在突出的由体制因素而产生的人为性的信息不对称与失真现象。其主要表现为：

第一，信号传递过程中中介代理人与信息供给人之间的利益均沾、合作博弈，致使信号传递呈现明显的串谋特征，由此或歪曲或捏造信息以谋取高额利润。以中国最严重的证券欺诈案——琼民源为例。该股在 1995 年度每股收益仅 0.09 厘、股价仅 2 元，属于典型的“垃圾股”。但通过 1996 年 8 月 24 日的中报和 1997 年 1 月 22 日的年报，发送业绩赫赫（中报利润为上年度的 837 倍，年报为上年度的 1 290 倍）、分配预案诱人以及接管北京凯奇通讯总公司进军高科技等振奋人心的系列市场信号，并利用其两大股东的联手股价炒作，致使其股价飞涨（中报日股价涨到 6.92 元，年报日涨到 26.18 元），此时，股评也联手鼓吹，说该股为兼具首都、扭亏、特区、政策倾斜等多种题材概念股。其信号传递与信息造假具有明显的串谋特征。

第二，中央政府“救市”、“抑市”政策导向和地方政府对企业资本运营的包装、呵护政策，增强了信息供给与传递过程的人为性、神秘感，扩大了资本运营中的信息不对称，从而弱化了资本市场的有效性。如 1996 年 12 月 16 日中央政府部门通过党报评论员文章，反对股指快速上扬，导致沪深两市跌停；而 1999 年 7 月 1 日证券主管部门领导和《人民日报》社论对支持股票市场上行的言论与评论，由此致使市场指数“井喷”，成交量破历史“天量”。又如在审核制上市的制度安排下，地方政府为了帮助“劣质企业”上市“圈钱”，会参与甚至帮助企业制造虚假信息；对亏损企业、ST 上市公司又会帮助企业以资产置换、债务重组等方式人为地改变企业经营状况，向市场发送扭曲、篡改了的信息，以便维护其市场股价和形象；在企业资产重组、兼并收购中采用暗箱操作、协议收购、“先结婚后办证”等非市场交易行为，蒙混投资者，扰乱价格信号，增加市场投机和内幕交易。例如，托普发展实际上在 1998 年 1 月就已经和川长征公司以及自贡市国资局达成默契，然而，监管者和投资者都被瞒在鼓里，直到 1998 年 4 月托普发展收购川长征，大家才恍然大悟。

第三，由于资本运营给金融系统会带来较大风险，兼之我国金融系统市场化改革的滞后，决定了我国资本运营过程中的制度安排多属于政府主导和干预的结果，况且信息的供给与传递，制度规则的产生与创新，要涉及到社会经济利益和权力在不同利益主体之间重新分配，其动态过程要通过不同利益集团之间的信息不对称条件下的博弈乃至斗争而完成，由此看来，资本运营中的信息失真不仅存在技术性失真现象，而且还会产生违法性失真和规则性失真问题。以会计信息失真为例，吴联生（2001）认为，依据会计信息失真的成因，可以将会计信息失真分为三类：违法性失真、规范性失真（指由于用以规范会计信息生产的法规制度的不科学而导致的会计失真）和技术性失真，并认为目前企业信誉危机主要原因是违法性失真。此外，吴联生（2002）还结合知识的相对性和理性的有限性对会计规则的制定进行分析，认为会计信

息的规则性失真是客观存在的。

第四，由于证券市场脆弱，价格波动较大，短期投机严重，加上市场参与者投资意识知识缺乏与风险意识淡薄，致使我国资本运营中的噪声交易在持续时间、涉及范围及表现程度上比西方发达国家更为严重，由此进一步强化了信息供给与传递中失真问题。目前，我国资本运营中的噪声性主要表现为：政策信息发布不完善、不规范；有关基础信息的加工质量、传递质量不高，中介信息机构利用信息寻租、炒作和进行内幕交易等。

从信誉角度看，本来它应该是一种代理人对委托人的市场交易承诺，是对经济活动主体的综合评价，也是克服信息不对称条件下逆向选择与道德陷阱的有效信号和维持市场秩序的基本工具。然而，在经济体制转轨背景下，由于企业产权不清，缺乏追求长期利益的稳定预期和通过信誉获利的制度保障；企业短期行为目标下缺乏长期博弈机制的构建和对长期利益追求的契约激励；没有对知识产权的保护和对信誉资产的投资、评价与管理；政府政策、法律管制的失范，依靠政府获得垄断权力的权威认证以及媒体传闻机构的直接市场交易所引起的制度信号掺水等等原因，导致我国资本运营中的信誉失灵与危机，并成了一个放大金融风险突出的社会经济问题。具体地表现为：

第一，企业资本运营信誉匮乏，欺诈行为相当普遍、严重。虚假披露、包装上市、报表重组、虚假并购、篡改信息等不讲信誉的以“圈钱”为目的的异化资本运营，异常风行。从过去的琼民源、成都红光、大庆联谊，到现在的银广夏、麦科特、蓝田股份、东方电子，造假之风不仅屡禁不止，而且越演越烈。有人就 1999 年深市 216 家上市公司招股说明书中盈利预测额与实际完成额的波幅进行统计分析，结果表明：76.39% 的公司波动幅度在 80% 以上，而 90% 的公司波动幅度在 60% 以上，由此可见上市公司向社会披露的盈利承诺失真现象极为严重。

第二，资本运营中介机构的信誉滥用，放大了企业资本运营的信誉失灵与危机。证券公司、投资银行、资产评估事务所、会计与审计事务所、律师事务所等服务企业资本运营的社会中介机构，信誉应是其生存之本，本应维护公正、公平的市场原则，并成为企业信誉评价和传递的公正与权威性机构。但是在经济体制转轨条件下，这些中介机构或者与政府权力部门有藕断丝连之利益关系，或者是从国有事业、企业单位脱化而生，天然地存在产权不清和短期行为问题，或者因其公司是“有限责任”而不是“无限责任”而致使其缺乏风险、责任与收益的对称机制等等。上述体制性因素的缺陷，完全有可能导致这些中介机构立足于短期利益目标，凭借权力和权威，滥用所谓权威性的认证、公证及评价等信誉信号，有时甚至从“技术上”帮助企业进行虚假上市、报表重组、股价合并等不讲信誉的资本运营。中介机构信誉信号的滥用，其危害不仅殃及自身，而且还会对企业的信誉信号失真和虚假资本运营起推波助澜的放大作用。

第三，政府制度信誉失灵，动摇了资本运营信誉的制度基础。社会信誉有两个来源，一是民间经济人，二是政府。二者的关系是政府信誉是民间信誉的前提与保障，一旦政府缺乏信誉，民间信誉也将受到动摇和摧残。在政府信誉中，

最为基础的是制度信誉。制度的稳定性和政策的可预期性,是整个社会信誉基础。然而,就目前来看,在企业资本运营过程中,政府以计划、命令取代契约和制度,为国有企业脱困的政策取向的偏差,导致上市公司中形成搭便车的风气与入市造假风气的盛行;为“救市”和“抑市”随意调整政策、制度规则,任意增加管制内容,导致资本市场剧烈震动,投资者丧失信心。例如,政府在国有股减持政策信号的传递上,忽而推出减持,忽而暂停,忽而停止。可以说政府制度信号朝令夕改,出尔反尔;为地方利益计,政府为企业资本运营滥用隐含信贷担保,制造虚假信息,实行“拉郎配”资产重组等等,从中引发不少政府无信誉问题,并从中破坏了社会信誉基础。

最后,从管制来看,由于现代市场经济体制的制度基础是法治,因此,很有必要运用法治手段来管制,治理资本运营中失信行为和内幕交易。这对增强信息披露,维护信誉机制与市场交易秩序,减少机会主义,稳定投资者信心,保护中小投资者利益等方面,是具有积极的意义。从世界范围看,管制的主要导向是扩张市场机制,强化信息披露,严惩内幕交易。然而,在经济体制转轨背景下,由于我国在资本市场运行与资本运营活动中政府主导色彩较浓,因此,在管制上也产生了一些特殊问题:(1)定位不准。政府在股市设计制度上,出现明显的利益偏爱,即“为国有企业保驾护航”,由此产生了具有“中国特色”的国有股、法人股和流通股之畸形股权结构。由于上市公司国有的居多,很多受到政府部门和地方政府控制,业务操作政府主导倾向浓厚,市场交易不透明。如在资产重组上,政府出于保壳、配股需要,或减轻财政包袱需要,直接拉拼现象极为明显。(2)监管过度。在资本市场上,政府不仅对市场运行的各个主体和各个环节,对公司上市规模、上市节奏和上市指标与资源的分配,而且对上市公司的发行价格、配股比例、收购兼并和大规模的资产重组,均由政府控制并享有最后审批权。以证监会为例,由于监管与自身利益相关联,致使只要涉及到与证券活动相关的事情,从发行申请、证券从业,股评从业人员到报刊刊登公司信息披露,都没有不介入其中的,并且还握有生杀大权。(3)监管不当。对资本运营的监管应完善市场机制为导向,以信息披露监管为重点。但是我国对证券与资本运营的监管体制属于集中型监管体制模式,监管机构是一个包括证监会、人民银行、财政、体改委、计委等多部门的庞大体系,由此决定了过多行政干预、政出多门、信息迂回、协调成本过高等监管不当和低效率问题。此外,在信息披露制度和信息公平获取权上,无论是从广度还是深度上,均存在空档与漏洞,由此决定监管重点不突出。(4)监管不够。如何实行跨地区、跨部门、跨所有制的资产重组、兼并与联合,以实现社会资源的优化配置,这是资本运营的一个主要目标。为此,政府在企业资本运营中的作用,重点是解决目前普遍存在的行业和地区进入障碍、价格歧视、地方保护等问题,实行国民待遇,但是在这一方面,由于地方政府保护主义,其监管法规明显不够,而且监管力度也不够。(5)监管体制不配套、不互补。一个有效的资本运营监管体制应是由多层次具有互补性制度规则组成的系统,不仅要包括监管机构信息披露制度是否完善,更有赖于公司治理改进是否强化利益相关者的监督,会计师

和律师等中介机构是否保持中立和诚信地履行职责,投资银行与证券公司的公正、公开服务,以及立法是否完备,社会风俗、社会舆论是否配套监督等,但是,由于目前我国上述不同监管层次与主体,其利益目标不一致,导致监管体制之间相互摩擦和不配套、不互补。(6)法不责众与“法不责政”。目前,在我国资本运营中,违规无处不有,虚假信息泛滥成灾,同时又缺乏强有力的统一有效的监管部门和真正被执行的监管法规,所以“运动式”的监管只能是查处典型案例,其结果是法不责众,权宜惩处。此外,就法治经济而言,其第一个作用是约束政府,约束的是政府对经济活动的任意干预。第二个作用才是约束经济人行为。但是长期以来,我国的法治是对下而不对上,在资本运营领域,缺乏对政府监管部门任意干预的法治约束和相应的法律依据,权钱交易,政府“错位”、“越位”、“失位”等“权力污染”问题触目惊心,“法不责政”现象无处不在。

五、问题求解之简要建议

在综合关于资本运营中信息、信誉与规制问题的现代经济理论分析的基础上,结合我国经济体制转轨背景下资本运营过程中信誉、信誉与规制问题的特殊性分析,我们简要地提出如下实践建议:

1. 在系统制度创新的基础上,建立健全企业开展资本运营的完整、科学、真实的信息披露和信号传递制度,以尽量减少资本运营中的信息不对称和逆向选择。在制度创新上,企业应围绕现代企业制度目标,着力改善体制转轨下的不合理的产权结构和治理结构,强化公司财务、融资结构、重组、并购等方面信息披露制度改革,增强企业信息披露制度中的民事责任,改善信息披露和信号传递的质量和及时性;资本市场应通过市场参与对象、资金来源、券商融资渠道、市场交易技术体系等多元化创新,以及市场代理契约的设计和博弈条件的改善,着力提高资本市场效率和其在企业资本运营中的信号传递功能;大力发展服务于资本运营的金融中介组织,完善金融中介在信息生产与降低信息不对称方面的功能;制定政府信息公开法,加大政府工作透明度,反对秘密主义,等等。通过上述系统制度创新,建立公司筹资结构、财务结构、资产重组等信息披露与信号传递制度;建立资本运营预测性信息披露制度和财务预测信息质量保证机制;完善信息披露指标体系和报表体系等。

2. 优化公司股权结构和资本运营中委托人与代理人共担风险的契约结构,建立健全资本运营中信誉机制的产权制度与契约制度基础,同时,强化资本运营中不同经济利益主体的信誉管理,充分发挥信誉“隐形眼”在降低、避免资本运营过程中的道德风险功能。针对我国上市公司国有股过度集中和流通股过于分散的股权结构特征,我们要利用股权转让、股份回购、可交换债券等多种金融工具,寻求国有股的减持方式和退出机制,同时寻找机构投资者的市场进入机制,扩充和增加流通股比例。通过这股权结构上的一“退”一“进”,优化公司股权结构,为公司资本运营信誉机制的建立提供产权制度基础。由于现代市场经济体制下的资本运营中各种利益主体和利益关系主要是通过契约来界定,所以必须依据契约经济学的有关原理,在充分搜寻市场信息的基础

上,设立、优化委托人—代理人共担风险的契约结构,探寻契约与信誉的互补机制,为资本运营中的信誉提供市场契约制度基础。与此同时,为了促进信誉机制的建立、健全,充分发挥信誉降低资本运营风险作用,社会不同层次、不同主体均应加强信誉管理。企业应当建立健全一套完整的信誉风险管理制 度,如设立信誉管理部门、提高信誉投资、实行客户资信管理制度、建立内部授信制度等;社会、政府应强化信誉观念与信誉意识,尽快制定信用管理制度法律,促进信用中介机构与资信评估公司发展;资本运营中介机构必须在独立、中立和自立的基础上,建立信誉资产与信誉等级评估机制,促进优胜劣汰。

3. 以系统制度创新为动力与保障,促进资本市场运行体制市场化,提高资本市场运行效率。资本市场既是资本运营的基地,也是资本运营信息、信誉的发送与显示器。因此,完善资本市场运行体制是提高资本运营效果、解决资本运营信息、信誉约束问题的前提与保证。依据目前我国资本市场运行的现状与体制特征,我们认为必须通过证券发行、企业上市制度的改革与创新,解决资本市场的功能定位问题,促进资本市场由原来的为国有企业脱困、筹集资本单功能向增强经济发展后劲、加快经济结构调整、实现产权多元化、资本社会化等多功能转变;通过证券发行、交易信息披露制度的规范化制度创新,提高证券定价机制的市场化和价格关于信息的敏感性;通过上市公司并购法规、条理的制定与完善以及并购中投融资、信息披露等制度创新,实现并购重组等资本运营行为的规范化和并购重组资本运营机制的市场化;通过上市公司结构、交易场所结构、金融工具结构、中介组织结构等市场结构的创新以及上市公司市场退出机制的完善,实现资本市场优胜劣汰化,提高资本市场的生机与活力。

4. 创新监管体制,实现监管机制市场化、法治化,维护市场监管与监管机构的独立性,确保政府制度信号权威性和真实性。资本运营监管机制的市场化既是经济理论研究的一个基本结论,也是世界各国监管体制改革的一个基本趋势,更是解决我国政府主导、集中监管体制之弊端的客观要求。为此,我们必须减少资本运营中的行政审核和许可,促进市场机制的建立与发展,完善扩张市场机制之政策,构建政府法治监管与行业自律监管相结合的新模式。要实现监管机制市场化,其前提与基础就是完善法治。因为,如果缺乏法治对市场交易契约之承诺的约束,契约将失去效力和信誉,如果一个社会缺乏法治,它将很难成为一个具有良好信誉的社会。在监管体制法治化方面,我们其一要加快促进资本运营的法规建设;其二,要在法规建设中做到科学规划、系统配套、统一协调;其三,要赋予监管机构准立法权和司法权;其四,要加强监管力度,提高违法成本。要实现监管体制的市场化与法制化创新,必须维护市场监管与监管机构的独立性,因为这种独立性,既可以减少利益集团的影响,从而减少不确定性,并且可以作出公平对待所有竞争者的承诺,也可以通过约束管制机构侵占企业的信息租金,硬化企业的预算约束,增加管制机构承诺的可信性,还可以增加决策的透明度,减少秘密主义。最后,由于政府信誉与制度信号是规范市场、构建社会信誉的基础,所以,监管体制的创新,其中一个重要内容就是建设一套具有普适性、确定性、稳定性的监

管制度体系,彻底消除在政府制度信号方面的市场交易与寻租行为,确保政府制度信号的权威性和真实性。

参考文献:

1. 曹建海:《过度竞争论》,北京,中国人民大学出版社,2000。
2. 陈剑波:《市场经济演进中乡镇企业的技术获得与技术选择》,载《经济研究》,1999(4)。
3. 张军:《需求、规模效应与中国国有工业的亏损模式》,载《经济研究》,1998(8)。
4. 张军:《增长、资本形成与技术选择:解释中国经济增长下降的长期因素》,载《经济学》(季刊),2002(2)。
5. 约瑟夫·E·斯蒂格利茨:《社会主义向何处去》,中文版,长春,吉林人民出版社,1998。
6. Akerlof, G., 1970. The Market for Lemons, Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics, 84, pp. 288 ~ 300.
7. A. M. Spence, 1973. Market Signalling: Information Transfer in Hiring and Related Processes. Cambridge, Harvard University Press.
8. A. M. Spence, 1974. Job Market Signalling. Quarterly Journal of Economics 87, pp. 355 ~ 377.
9. Kreps, D., and Wilson, R., 1982. Reputation and Imperfect Information. Journal of Economic Theory, pp. 253 ~ 279.
10. 植草益:《微观规制经济学》,中文版,北京,中国发展出版社,1992。
11. 丹尼尔·F·史普博:《管制与市场》,中文版,上海,上海三联书店,1999。
12. 李磊宁:《资本经营的逻辑与问题》,载《经济学动态》,2001(8)。
13. Kyle, A. S., 1985. Continuous Auctions and Insider Trading, Econometrica, 53, pp. 1 315 ~ 1 335.
14. DeLong, Bradford, J., Shleifer, A., Summers, L. H., and Waldmann, R. J., 1990. Noise Trader Risk in Financial Markets. Journal of Political Economy 98, pp. 703 ~ 738.
15. Modigliani, F., and Miller, M. H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review 48, pp. 267 ~ 297.
16. Ross, S. A., 1977. The Determination of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach. Bell Journal of Economics 8, pp. 23 ~ 40.
17. Leland, H., and Pyle, D., 1977. Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. Journal of Finance 32(2), pp. 371 ~ 387.
18. Myers and Majluf, 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investor Do not Have. Journal of Financial Economics 13, pp. 187 ~ 221.
19. J·弗雷德·威斯顿等:《兼并、重组与公司控制》,中文版,北京,经济科学出版社,1998。
20. G·J·斯蒂格勒:《证券市场的公共管制》,见《产业组织与政府管制》,中文版,上海,上海三联书店,1996。
21. Fama, E. F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance (May) .
22. Boyd, J., and Prescott, E., 1986. Financial Intermediary - Coalitions. Journal of Economic Theory 38, 211 - 32.
23. Diamond, D. W., 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. Review of Economic Studies, 51, pp. 393 ~ 414.
24. Wijkander, H., 1992. Financial Intermediation, Equilibrium Credit Rationing and Business Cycles. In L. Werin and Hans Wijkander (eds), Contract Economics, Basil Blackwell Ltd.
25. Allen, F., and Santomero, A. M., 1998. The Theory of Financial Intermediation. Journal of Banking & Finance 21(1998), pp. 1 461 ~ 1 485.
26. Merton, R. C., 1995. A Functional Perspective of Financial Intermediation. Financial Management, Vol. 24, No. 2, Summer 1995, pp. 23 ~ 41.
27. Bodie, Z., and Merton, R. C., 2000. Finance. First Edition, Prentice - Hall, Inc.
28. 青木昌彦、奥野正宽、冈崎哲二:《市场的作用 国家的作用》,中文版,北京,中国发展出版社,2002。
29. 张艳:《信息博弈与监管:我国证券市场监管新视角》,载《管理世界》,2002(5)。
30. 吴联生:《企业会计信息违法性失真的责任契约安排》,载《经济研究》,2001(2)。
31. 吴联生:《会计域秩序与会计信息规则性失真》,载《经济研究》,2002(4)。

(作者单位:福州大学经济管理研究所 福州 350002)
(责任编辑: N)