

信息不对称、第三方 信用信息与小企业融资

唐建新 陈冬

摘要：信息不对称是小企业融资难的根源，这在理论界已达成共识。但小企业封闭的信息传递机制是与其简单的治理结构相适应的，片面强调小企业要加强向外界传递信息，由小企业自身来缓解融资中的信息不对称问题具有局限性。由融资供给方主动收集数据以进行融资决策的小企业信息因交易成本过高亦不可行。与传统融资决策使用的基于财务数据的信息不同，信息中介通过各种渠道广泛收集并有偿提供的小企业或主要所有者个人信用信息和小企业信用信息——第三方信用信息，能够准确预测违约风险，是融资供给方获取小企业融资信息的新途径，为缓解小企业融资信息不对称、治理小企业融资难提供了与“金融机构观”不同的新思路。

关键词：小企业融资 信息不对称 信息传递 第三方信用信息

一、导言

信息不对称是小企业融资难的根源，这在理论界已达成共识。信息不对称问题在大企业中也存在，但小企业融资中的信息问题远比大企业严重。信息不对称对小企业融资问题的影响可以从两方面进行分析，一是小企业自身存在的问题加剧了信息不对称问题的严重程度，二是融资制度的缺损使信息不对称问题难以获得相应的解决机制，从而使经济行为当事人获得信息的成本增大，小企业融资难度加大(高正平, 2004)。

国内现有的小企业融资难的治理对策研究也大多基于上述的分析思路展开，不少学者从金融机构或金融制度创新的视角，主张大力发展中小金融机构(林毅夫和李永军, 2001)、民营金融(郭斌和刘曼路, 2002)、合作金融机构(中国人民银行代表团, 2002)、完善资本市场的体系建设(王宣喻和储小平, 2002)、发展风险投资(陈乃醒等, 2001)、发挥创新型金融机构为小企业提供融资服务的比较优势，通过在金融机构与小企业之间建立对称的主体关系来化解小企业的融资障碍。这类从金融机构入手的小企业融资理论被简称为“金融机构观”(罗正英, 2003)。

国外对于借助第三方信用信息(the third party credit information)治理融资中的信息不对称问题已有大量的研究。作为金融中介的重要组成部分，较

完备的市场经济环境下内生出专业提供信用信息的信息中介。Pagano 和 Jappelli (1993) 的两阶段模型分析证明了利用第三方信用信息可将低风险贷款申请人分离出来，缓解逆向选择问题，消除原来对贷款申请人识别的不确定性，进而可降低贷款利率，增加贷款量，也使得贷款申请人数量扩大化。Jappelli 和 Pagano (1999) 实证检验了官方机构和私人信用局提供的第三方信用信息的作用，发现第三方信用信息对融资决策具有重要价值。在实际应用中，美国银行的小企业信用评分贷款技术利用第三方信用信息发放小企业贷款，显著提高了 10 万美元以下小企业贷款可得性(Peek and Rosengren, 1998)。

我们认为，金融制度创新与机制重建对于缓解小企业外源性融资缺口具有不可替代的重要作用。但本文的分析将说明，金融制度创新并不是小企业融资难问题的惟一“解”。融资供求双方交易大致遵循“小企业融资需求 小企业融资信息 融资供给方 小企业获取融资”的模式，小企业融资信息起着决定融资可得与否的关键作用。“金融机构观”主要是健全和丰富了小企业融资供给主体，但并不能有效缓解小企业融资中的信息不对称问题。那么，加大小企业向外界传递信息的力度是否可行呢？小企业简单的组织结构和内部治理大大弱化了其向外界传递信息的意愿和能力，一厢情愿要求小企业加强向外界传递融资信息可能收效甚微。转由融资

供给方自行收集据以进行融资决策的小企业信息,又回到问题的起点,终因交易成本过高而不可行。本文试图以西方国家的成功经验为基础,通过分析信贷配给的微观结构,阐明与传统融资信息不同的第三方信用信息,可有效规避小企业融资信息传递刚性的问题,是融资供给方获取小企业融资信息的有效途径,能准确预测小企业融资风险,放松信贷配给信息甄别装置(screening device)对小企业融资的约束。

二、引入第三方信用信息的必要性

与大企业相比,小企业的信息更加不透明,向外部出资者传递信息也更加困难,这是由小企业的特定信息结构所决定的。企业特定信息结构取决于其内部治理结构,企业内部治理机制可概括为委托代理关系。与此相对应,代理人信号的分配方式即为企业的信息结构,它决定着信息资源配置的模式和效率。依据信息与决策权匹配的原理,企业内部的信息结构应与其治理结构相对称。大企业内部治理结构的突出特点,一是企业所有者与经营者两权分离,决策权按管理能力进行专业化配置,在水平方向上产生了不同的职能部门分工;二是从最高管理层到基层管理,在职能分工的基础上细化为多个环节,在垂直方向产生企业的层级组织。企业内部治理层次的增多,同样也会增加信息处理的层次。为了保证不同决策层以及同级决策层之间信息能够及时、准确的沟通,要求用标准化的程序组织传递信息、作出决策和执行命令。因此,大企业的信息必须规范化并易于传递。与此相反,小企业由于规模小,其管理的复杂程度还没有超出所有者个人的能力范围,内部治理结构是所有者和经营者合二为一,代理关系及其衍生出来的激励机制不复存在,完全缺少代理关系所决定的信息传递动机。往往是最高管理层直接指挥操作层的员工进行生产活动,或者只有少量的中层管理人员参与,因而在内部治理结构上,呈现出简单化、单一性特征,相应的信息传递层次也少。出于最经济利用信息的原则,企业所有者倾向于自己汇总分散的信息并进行集中决策,基层分散信息在传递给最高管理层的过程中,不需经过任何分解或只是经过有限分解,以保证信息利用的灵活度和对经营过程中的突发事件作出快速反应。因此,小企业信息较少具有规范化的表达形式,更多的是包含多种信息的一组数据,具有强烈的模糊化、人格化特征。对于企业内部管理者而言,他可以依据在这种特定生产关系中长期形成的经验,准确理解并快速获得该信息形式下自己所需的最小“信息

集”。但对信息的外部使用者而言,这是一组庞杂而混乱的数据,难以理解。因此,小企业的信息结构在减少内部信息利用成本的同时,却增加了信息对外传递的模糊度,增大了外部投资者获取和利用信息的成本。在现实中表现为小企业账目管理等财务制度往往欠规范,大多数小企业难以向外部出资者提供可信的、合格的财务信息。

在信息传递内部动力机制缺失的情况下,外部的动力机制能否促使小企业主动、充分传递信息呢?信号理论认为企业为了获得稀缺资本,自愿地传递一些信号是很有必要的。例如债务融资可能带来较高的财务风险,如果选择债务融资可能会向投资者传递企业财务状况良好的信号。但小企业主个人对企业需承担无限责任,经常动用个人财产用于小企业融资,小企业主个人对待风险的态度决定了小企业负债权益比重,主动传递信号的意愿不强。国外实证研究显示代理成本、信号传递等因素对小企业融资需求影响很小(田晓霞,2004)。有效市场假说认为股票价格能够及时准确地反映信息,资本市场具有强大的刺激力量。这意味着市场机制会促使企业主动传递信息,企业为自己的利益所驱使会尽力地报告信息,从而使市场做出有利于自己的评价。但运用资本市场有效假说分析小企业融资信息的传递存在局限性,因为大多数小企业不像大型公众公司需要在资本市场上交易,它们不关心资本市场对其资本结构的评价,所以建立在资本市场会对股票价值进行评估基础上的传统资本结构理论不一定适用于小企业(Barton and Matthews,1989)。

如上所述,虽然小企业封闭的信息传导机制在降低企业组织成本的同时大大增加了边际信息成本,但小企业的信息传递模式是与其内部治理结构相适应的。这表明小企业信息传递模式具有某种刚性,小企业信息不透明并非如通常所想象的源于经营绩效差、财务信息质量低。同时也表明,期望由小企业自身来解决向外传递信息的问题是有限。

由融资供给方自行收集小企业信息是否可行呢?一方面,小企业信息结构决定了融资供给方期望从小企业方面获取更多有助于融资决策的信息,在一定程度上不太现实。另一方面,在金融市场上,融资供给方提供资金存在事前调查、事中审查、事后监督等固定交易成本,这些成本随着融资规模的增大而下降,即存在着融资的规模经济。但小企业资金需求属零售式小额需求,自然形成了融资过程中的规模不经济,表现为对小企业每一单位资金需求额,融资供给方自行收集信息的交易成本太高。所以,从信息中介获得第三方信用信息应是融资供

给方的必然选择。

三、第三方信用信息的内容

第三方信用信息是指信息中介通过广泛的社会征信收集的信息。征信的基本含义是征求他人或自身的信用或验证信用。征信服务的最基本功能是了解、调查、验证他人的信用,使赊销和信贷活动中的授信人能够比较充分地了解信用申请方的真实资信状况和如约偿还能力,使授信方的风险降至最低。信息需求者通过信息分享机制或称信息交换机制来获取第三方信用信息。

对于融资供给方来说,什么样的信息能有效预测小企业融资风险和收益呢?我们认为,小企业融资中的第三方信用信息应包括第三方个人信用信息和第三方企业信用信息。

(一) 第三方个人信用信息

与传统的依赖企业财务信息进行信用评价不同,小企业主或小企业主要所有者个人信用在评价小企业信用中占举足轻重的地位。从第三方获取的小企业主或小企业主要所有者个人信用信息主要包括个人教育经历、职业经历、收入、财产、保险、消费信用有无违约记录等。

在小企业融资决策中对个人信息加以分析,一方面来自发放小企业信贷的经验启发。小企业所有权与经营权一体化,是企业家的企业,扁平化的组织结构以企业家个人决策为主,企业家个人绩效与企业命运联系紧密,个人价值明显,企业主个人信用与贷款风险具有高度的相关性,向小企业发放贷款可以视为向小企业主或企业主要所有者提供个人贷款。Fair, Isaac 和 Company (Fair, Isaac) 在研究设计小企业贷款风险预测模型时,证实了小企业主或企业主要所有者个人信用与企业信用高度相关 (Feldman, 1997)。

另一方面来自小企业融资结构理论带来的政策启示。国外的学者主要从小企业特征出发研究小企业融资结构的影响因素,并以此为基础对传统资本结构理论加以修正,形成小企业融资结构的适用性理论。传统资本结构理论大都假设财务管理目标是股东财富最大化或企业价值最大化,市场有效,所有者与经营者相分离,存在代理问题。但小企业的主要特征有别于传统资本结构理论的相关假设:第一,大多数的小企业所有者同时又为管理者,因此,资本结构决策中由于所有者和经营者分离所引起的代理问题在小企业中几乎不存在。第二,相比于大企业追求价值最大化的基本假设,小企业所有者的目标函数往往是多元化的。小企业所有者要在财富积累

和控制权稀释之间进行取舍,要在企业增长和由此产生的企业不确定性之间进行取舍,多维目标函数将影响企业探寻不同的融资来源。第三,个人风险回避程度也将对企业的融资决策产生一定的影响。所有者对失败容忍度的不同也是导致小企业资本结构存在很大差异的影响因素之一 (Barton and Gordon, 1988; Barton and Matthews, 1989)。因此,小企业融资结构适用性理论认为个人因素(如所有者的目标函数、风险回避度、失败容忍度、避税考虑、企业控制权、企业稳定性考虑以及知识水平等)在小企业的融资结构中起着非常关键的作用。

静态权衡理论认为,由于债务利息可在税前抵减,债务融资具有“税盾效应”,企业的资本结构要在负债的收益和因高负债造成的破产可能性增加、导致破产成本上升之间进行取舍。然而,具体到小企业,又存在一定的特殊性。就负债的税盾效应而言,小企业普遍缺乏此类动机(田晓霞, 2004)。原因一方面在于对多数小企业所采取的组织形式——独资和合伙制而言,公司税与所有者的个人税紧密结合在一起;另一方面,小企业主或主要所有者承担无限责任也使破产成本依附于个人,小企业主个人经常动用个人财产用于小企业融资,小企业主个人对待风险的态度决定了小企业负债和权益比重。因此,小企业的资本结构在很大程度上决定于个人层面。

小企业主对企业控制权和灵活性的偏好也影响小企业融资结构。融资次序理论认为,由于信息不对称,企业融资选择总是先内源融资、后外源融资,在外源融资当中,又总是先债务融资、后权益融资。对于小企业,有证据表明,由于担心企业控制权的丧失,很多小企业不是完全遵循通常所说的融资次序,当小企业扩张与独立性发生矛盾时,所有者会以保持企业独立性为重。这反映出控制权方面的偏好在小企业融资决策中是一个不可忽视的重要因素。此外,小企业主总是试图从债务约束中寻求尽可能大的自由,尽量保持最大的灵活性。小企业主关注降低小企业不确定性,希望通过控制企业关键资源降低企业不确定性,这比追求企业利润增长、提高效率更重要 (Barton and Matthews, 1989)。单纯的经济因素不是决定资本结构的唯一机制,小企业资本结构的选择更具主观性。Romano、Tanewski 和 Smyrnios (2000) 的模型分析了影响家族企业资本结构的因素,并进行检验,发现企业特征、企业目标、企业控制权偏好、个人价值观、企业财务灵活性、个人风险态度均与小企业融资选择相关。从小企业主的选择来理解小企业融资结构,可能比使用主流融资理论更实用、更现实。

以上分析带来的启示是:小企业偿还负债与小企业主或主要所有者个人高度相关,在资金供给方的融资决策中,应通过分析个人因素来判断小企业融资风险和收益。因此,第三方个人信用信息具有非常重要的价值。

(二) 第三方企业信用信息

既然是对企业贷款,则获取企业信用信息是非常必要的。第三方小企业信用信息应包括公司规模、公司历史、抵押、因违约而被留置、诉讼、司法判决、破产、部分企业的财务报表等内容,最重要的是企业偿付商业信用的记录。以世界上最大的经营企业信用信息的中介邓百氏(Dun & Bradstreet,简称D&B)为例,它所提供的信用报告包括D&B综合报告(D&B Comprehensive Report)和商业信用支付指数(PAYdex)。

邓百氏综合报告包含企业大量的高质量信息,是诸多授信者决定是否提供信用的重要依据。邓百氏综合报告主要内容有:(1)企业名称、地址、电话;(2)企业业务范围;(3)财务危机等级:表明企业陷入财务危机的可能性;(4)信用评级:根据企业偿付款项的情况进行评级;(5)部分汇总信息:包括供应商款项偿付历史、销售增长、净值增长、经营是否盈利、有无抵押或保证、当前管理层任期、有无诉讼、有无因违约而被留置、司法判决等;(6)信用能力概述:包括销售量、雇员人数、净值、营运资本、信用水平;(7)特殊事件:对特殊事件的分析,如火灾;(8)财务状况分析:对该报告作出的公司陷入财务危机可能性评级提供详细统计信息及分析;(9)信用评级分析:对该报告作出企业信用评级所使用的因素、统计情况和评分情况进行详细分析;(10)信用评分参照标准:提供处于相同行业、地区、相同规模(以雇员人数为标准)、经营年限的企业情况;(11)商业信用支付指数:列示企业过去数年的支付指数及最近几年每个月的支付指数,与行业支付指数相比较;(12)企业偿债习惯:按供应商提供的商业信用规模分类,分析企业与供应商的交易次数、金额、偿还比例;(13)行业支付情况:最近15个月相同行业内企业支付商业信用的情况;(14)公开档案详情:详细列示最近涉及企业的公开档案内容,包括破产诉讼、判决、因违约被留置;(15)企业背景:公司及管理人员的历史、公司经营情况;(16)银企关系:银行借贷情况、企业自身积累(Kallberg and Udell,2003)。

商业信用支付指数综合反映企业偿付商业信用的情况。统计分析某企业的商业信用支付指数至少需要最近13个月由不同供应商提供的至少4笔商业信用偿付信息。商业信用支付指数取值范围在

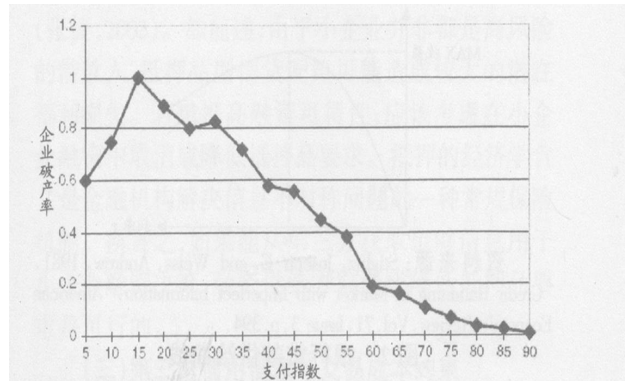
0~100之间,逾期发生越多,逾期时间越长,指数越低。

表1 邓百氏的商业信用支付指数

支付指数(PAYdex)	商业信用偿付情况
100	提前付款
90	使用折扣
80	当场付款
70	逾期15天
50	逾期30天
40	逾期60天
30	逾期90天
20	逾期120天

资料来源: Kallberg, Jarl G. and Udell, Gregory F., 2003. "The Value of Private Sector Business Credit Information Sharing: the US Case." *Journal of Banking & Finance*, 27, p. 468.

Kallberg和Udell(2003)实证检验了邓百氏企业偿付供应商款项历史记录(PAYdex)能准确预测小企业破产可能性,且价值超过传统信贷决策所依据的财务报表数据价值。图1显示高支付指数的企业其破产率低,支付指数与破产率吻合较好,表明即使主要单纯依靠偿付欠款的历史信息也可较准确地作出小企业融资决策。在美国,对3000~100000美元之间的贷款,商业信用授信者和金融机构主要依靠第三方信息来判断借款人的信用状况,而不是费时费力地分析借款人财务报表,与其他的贷款人、供货商进行大量核对审查工作。贷款决策的时限很重要,尤其是对小企业融资而言。



资料来源: Kallberg, Jarl G. and Udell, Gregory F., 2003. "The Value of Private Sector Business Credit Information Sharing: the US Case." *Journal of Banking & Finance*, 27, p. 462.

图1 企业破产率与支付指数关系

四、第三方信用信息缓解小企业融资难的机理

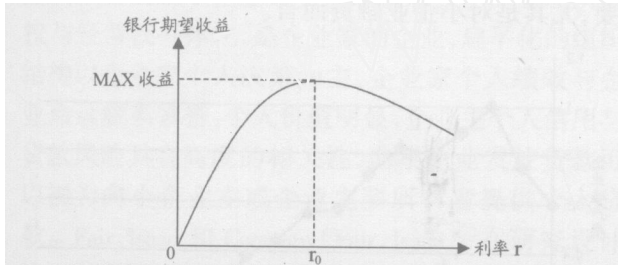
第三方信用信息之所以能治理小企业融资难,根本原因在于它可以有效缓解信息不对称问题,放松各类信息甄别装置对小企业融资的约束,提高融资可得性。

(一) 第三方信用信息与利率约束

信贷市场是典型的信息不对称市场,资金供给

方拥有的贷款企业经营、财务信息较少,处于信息劣势。银行提供贷款的基本原则是可以盈利并且贷款可收回,这有赖于掌握足够的信息形成对贷款风险和收益的合理预期。在非对称信息情况下,银行发放贷款依赖信贷配给机制,按照银行标明的利率,所有贷款申请人的借款需求只能部分地得到满足;或银行对不同的借款人实行差别待遇,一部分信息较对称的借款人的需求得到满足,另一部分则被拒绝。

Stiglitz 和 Weiss(1981)指出,信息不对称导致的逆向选择和道德风险是产生均衡信贷配给的基本原因。当面临对贷款的超额需求时,银行为了避免逆向选择,不会用提高利率的办法来出清市场,而是在一个低于竞争性均衡的利率水平上对贷款申请者实行配给。在配给中得不到贷款的申请者即使愿出更高的利率也不会被批准,因为当得不到贷款的申请者希望通过提高价格来获得资金时,根据投资项目的一般属性,借款人必然会选择高风险项目,这会降低银行的期望收益。因此,即使可贷资金有剩余,银行也不愿意按高利率放贷而使自己的利益受损。贷款利率与银行期望收益之间是非单调的函数关系,贷款供给曲线是一条右后部分向下弯曲的曲线。银行通过企业对利率变动的反应程度来分离高风险和低风险贷款项目,利率是信贷配给过程中的内生决策变量。



资料来源: Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew, 1981. "Redit Rationing in Market with Imperfect Information." American Economic Review, Vol. 71, Issue 3, p. 394.

图2 银行贷款供给曲线

根据相关的统计调查(程惠霞,2004),从单位资本所创造的效益来衡量,小企业的经营绩效好于大企业。从信贷需求方看,由于平均利润率较高,小企业愿意承担相对高于大企业的贷款利率。换言之,愿意承担相对较高贷款利率的小企业不一定是风险程度高的企业。但当银行无法获得更多信息时,依赖利率作为信息甄别装置,会将这类小企业配给出信贷市场,这实质是一种混合均衡。从信贷供给方看,小企业经营灵活性反映在融资方面表现为不确定性,对于风险厌恶的外部出资者(如银行)来说这意味着其投资收益风险大。利率的决定因素之一是投资风险,意即小企业的贷款利率在一定程度范

围内高于大企业贷款利率是合理的。所以如果信息不对称程度可以降低,银行能够对小企业贷款风险进行更明确的预测,并在一定程度内提高贷款利率,会将一部分小企业分离出来,银行的贷款期望收益有所增加,贷款风险不会上升,进而实现帕累托改进。

假设:(1)大企业*i*与小企业*j*同时向某一银行申请一笔贷款,资金规模为1;(2)银行愿意贷出此资金的唯一条件是期望收益不小于资金成本*K*,在此条件下,银行使用的贷款利率为*r*;(3)小企业的平均资金利润率高于大企业的平均资金利润率,小企业愿意承担的贷款利率*r_j*大于大企业愿意承担的贷款利率*r_i*, $r_i < r_j$;(4)相对于大企业,小企业信息不对称程度更大,银行预期其还贷概率*P_j*小于大企业还贷概率*P_i*,即*P_j* < *P_i*;(5)不存在贷前调查、贷时审查、贷后监督等交易成本,无抵押,违约时银行期望收益为0。

于是,银行将资金贷给大企业的期望收益为: $E_i(X) = P_i \cdot (1+r) \cdot 1$;银行将资金贷给小企业的期望收益为: $E_j(X) = P_j \cdot (1+r) \cdot 1$ 。显然, $E_i(X) > E_j(X)$,银行将资金贷给大企业的期望收益高于贷给小企业的期望收益,因此银行更愿意将资金贷给大企业,小企业被配给出信贷市场。

但是,如果银行从第三方获取更多信用信息,实行差别贷款利率,设 $r < r_i < r_j$,银行将资金贷给大企业的期望收益变为: $E_i(X) = P_i(1+r_i) \cdot 1 + (1-P_i) \cdot 0 = P_i(1+r_i)$;期望收益比贷款利率为*r*时增加了 $E_i(X)$, $E_i(X) = P_i(1+r_i) - P_i(1+r) = P_i(r_i - r)$ 。银行将资金贷给小企业的期望收益变为: $E_j(X) = P_j \cdot (1+r_j) \cdot 1 + (1-P_j) \cdot 0 = P_j \cdot (1+r_j)$;期望收益比贷款利率为*r*时增加了 $E_j(X)$, $E_j(X) = P_j(1+r_j) - P_j(1+r) = P_j(r_j - r)$ 。

大企业与小企业贷款增量期望收益差异为 $E(X) = E_i(X) - E_j(X) = P_i(r_i - r) - P_j(r_j - r) = (P_i r_i - P_j r_j) + (P_j - P_i)r$ 。由于 $P_i > P_j$,则 $(P_j - P_i)r < 0$ 。如果 $(P_i r_i - P_j r_j) < -(P_j - P_i)r$, $E(X)$ 的取值会小于0,则银行可从小企业贷款中获得更大的期望收益,将会选择小企业作为贷款对象。要使 $(P_i r_i - P_j r_j) < -(P_j - P_i)r$,可通过对小企业贷款违约可能性*P_j*进行较准确的预测、制定合理的贷款利率*r_j*来实现。这样,部分风险程度在银行可承受范围内的小企业将进入银行视野,表明利率作为信息甄别装置时,小企业贷款可得性也可提高。图3中,*S*是信息对称条件下的贷款供给曲线,与需求曲线*D*的交点*A*为供求均衡点。当利率作为信贷配给信息甄别装置时,贷款供给曲线不再随着价格上升而一直单调上升,在贷款最大量*B*点处,银行贷款期望收

益处于最大值,AB 点间的贷款需求量未得到满足。使用第三方信用信息后,贷款风险得到准确定价,贷款利率上升至 R_2 ,最大贷款供给量增至点 C, $AC < AB$,贷款供给曲线右半部分移至 S_2 。

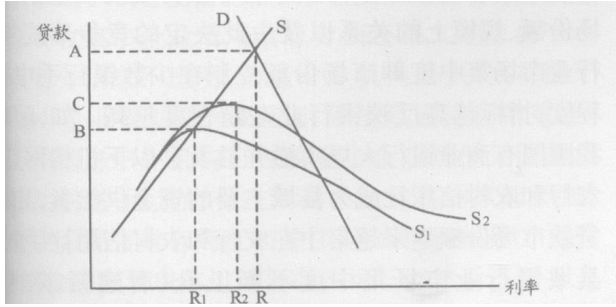


图3 利率约束的放松

(二) 第三方信用信息与抵押品约束

Whette (1983) 认为在借款风险中性条件下,银行抵押品要求也可能成为信贷配给内生机制,银行可以通过企业对抵押品数量变动的反应敏感程度来分离高风险和低风险贷款项目。抵押虽然可较为有效地缓解信息不对称问题,但它对小企业获得贷款却有很大限制。首先,抵押建立在企业所拥有的资产基础上,但由于小企业资本弱化的经营模式和固定资产比率低的财务特征,其所能用于抵押的实物资产与大企业相比显得匮乏。在我国,还由于产权交易市场欠发达,银行一般只接受房地产和流动性有价证券作抵押品,这都大大限制了小企业资产抵押能力。许多小企业的土地和厂房是租借来的,对于主要依靠人力资本和无形资产创业的高科技中小企业,其有形资产更少。在农村地区,许多小企业的自有房产由于缺乏有法律效力的证明文件或缺乏流动性而难以被银行接受。固定资产匮乏成为小企业获取贷款难的主要障碍。其次,抵押贷款必须经过中介机构对抵押品进行价值评估、产权登记和法律公证,手续烦琐,时间冗长,很难适应凭经营灵活性生存的小企业的融资需求。即使小企业满足了抵押贷款要求,最终获得贷款,但商机已经贻误,这同样不能有效满足小企业融资需求。再次,即使小企业可以提供合格的抵押品,仍然会被配给出信贷市场。

假设:(1)银行有一笔资金,资金规模为 B ,贷款利率为 r ,大企业 i 和小企业 j 都在进行申请;(2)小企业由于平均利润率高于大企业,所以假设其还贷概率高于大企业,即 $P_j > P_i$;(3)不管贷给谁,银行要求的抵押品价值均为 C ;(4)不存在贷前调查、贷时审查、贷后监督等交易成本。

于是,银行将资金贷给大企业的期望收益为: $E_i(X) = P_i(B + rB) + (1 - P_i)C$;银行将资金贷给小企业的期望收益为: $E_j(X) = P_j(B + rB) + (1 - P_j)C$;两者之差为: $E_j(X) - E_i(X) = E(X) = (B + rB - C)$

$(P_j - P_i)$ 。由于 $P_j > P_i$,所以当 $C > B + rB = B(1 + r)$,即抵押品的价值为贷款资金的 $(1 + r)$ 倍时, $E(X) < 0$ 。此时,表明银行将资金贷给大企业的期望收益 $E_i(X)$ 大于贷给小企业的期望收益 $E_j(X)$ 。这表明,如果抵押品价值越大,则资金贷给大企业的期望收益比贷给小企业的期望收益高出越多,并且不管小企业还贷概率比大企业高出多少,银行均愿意贷给大企业。

假设银行要求的抵押资产 $C < B(1 + r)$,则银行贷给小企业的期望收益大于贷给大企业,并且 C 越小, $E_j(X)$ 比 $E_i(X)$ 高出越多。但是,如果银行要求的抵押资产 $C < B(1 + r)$,意味着一旦贷款收不回来,银行得到的抵押品价值补偿小于贷款的资金成本。因此,银行希望抵押资产价值 $C > B(1 + r)$ 。

又由于 $\partial E(X) / \partial C = -(P_j - P_i) < 0$,所以银行不仅会要求 $C > B(1 + r)$,而且会希望 C 越大越好。这表明在所有的信息甄别装置中,抵押品型信贷配给所能进行的调节程度或放松程度是最小的。第一,利率型信贷配给是通过设定一个低于竞争性均衡利率的利率上限来识别贷款申请人,抵押品型信贷配给则是通过设置一个抵押品价值量下限来判断贷款风险。第二,利率型信贷配给与借款人的资产规模无关,而抵押品型信贷配给与借款人资产规模直接联系,虽然它可以淘汰一些高风险的大企业,但主要的出局者是无能提供临界价值抵押品的小企业(张捷,2003)。如前述,由于小企业并非都是高风险的借款人,抵押品型信贷配给可能造成较大的潜在福利损失。若想提高融资可得性,应该考虑在小企业融资中取消或降低抵押品要求。抵押的经济学含义是金融机构解决信息不对称问题的一种常规保险机制。换言之,如果能从第三方获取足够信息用于小企业融资决策,融资供给方取消或降低抵押品要求是可行的。

(三) 第三方信用信息与交易成本约束

由于信息不对称,银行发放每笔贷款存在着贷前调查、贷时审查和贷后监督等固定交易成本,这些固定的交易成本随着融资规模的增大而下降,但小企业零售式的融资需求形成了银行放贷过程中的规模不经济。

假设:(1)大企业 i 与小企业 j 同时向某一银行申请贷款,资金规模为 $L_i, L_j, L_i > L_j$;(2)银行实际使用的贷款利率为 r ;(3)大企业与小企业具有相同的还贷概率 P ,违约时银行收益为 0;(4)银行放贷需承担贷前调查、贷时审查、贷后监督等固定成本 C 。

于是,银行向大企业放贷的期望收益为: $E_i(X) = P(L_i + rL_i) - C$;向小企业放贷的期望收益为: $E_j(X) =$

$DP(L_j + rL_j) - C$ 。显然, $E_i(X) > E_j(X)$, 银行愿意向大企业放贷, 小企业被配给出信贷市场。

如果银行发放小企业贷款的贷前调查、贷时审查、贷后监督成本小于向大企业贷款的交易成本, 即 $C_j < C_i$, 贷前调查、贷时审查、贷后监督成本成为可变成本, 向小企业放贷的期望收益为 $E_j(X) = P(L_j + rL_j) - C_j$, 有可能大于向大企业发放贷款的期望收益 $E_i(X) = P(L_i + rL_i) - C_i$, 从第三方获取信用信息实现了贷前调查、贷中审查、贷后监督等成本随贷款规模变小而相应下降, 消除了小企业融资中的规模不经济, 降低交易成本对小企业的信贷配给力度, 一部分小企业贷款需求得到满足。

综合考虑第三方信用信息对多个信息甄别装置的改进, 贷款量的增加不仅仅来自利率上升, 而是多因素调整的结果, 银行贷款供给意愿增加, 贷款供给曲线移至 S_3 , 最大贷款供给量增至 E 点, $AE < AB$ (图 4)。第三方信用信息改变了小企业融资决策所依据的信息内容和信息取得方式, 有效缓解了小企业融资中的信息问题, 将部分因信息不透明而被配给出信贷市场, 但实质上可为银行带来合理成本收益组合的小企业重新分离出来。

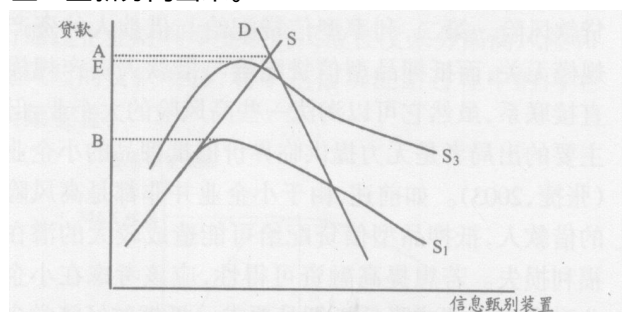


图 4 第三方信用信息放松信贷配给

此外, 第三方信用信息还对小企业贷款市场结构产生影响, 进一步改善小企业融资环境。第一, 小企业贷款市场力量发生改变。由于模糊化、非标准的小企业信息在官僚层级复杂的大银行内传递导致较高的代理成本, 所以, 小银行提供了大部分的小企业贷款, 大银行提供了大部分的大企业贷款。通过第三方获取信用信息, 大银行处理小企业信息的能力得到显著提高 (Frame Srinivasan and Woosley, 2001)。第二, 小企业寻求贷款的地理范围扩大。一直以来, 为了获取小企业非标准、模糊化的信息, 银行需要与小企业保持长期的、近距离的联系, 所以小企业贷款被认为是一种区域行为。第三方信用信息的存在不要求借贷双方保持长期、亲密接触。银行可以较低额外成本或无需承担额外成本向远距离小企业发放和监督贷款, 向外地小企业发放贷款不会比发放本地小企业贷款面临更严重的信息不对称问题, 贷款成本不会因距离扩大而明显增加, 减轻甚至消除了远距离信贷的规模

不经济 (Petersen and Rajan, 2002; Frame, Padhi and Woosley, 2004)。第三, 银行业市场集中度下降。银行业市场集中度是表征银行业市场结构状况的指标, 银行业市场结构指在银行业市场中银行之间在数量、市场份额、规模上的关系以及由此决定的竞争形式, 银行业市场集中度即市场份额控制在少数银行手中的程度, 指标越高反映银行业垄断程度越高。如, 随着我国国有商业银行大规模撤并县及县以下机构网点, 农行和农村信用社成为县域主要的资金供给者, 县域贷款市场份额越来越集中在农行和农村信用社手中, 县域银行业市场集中度不断上升 (唐建新、陈冬, 2006)。借助第三方信用信息, 一方面, 小企业可求助的贷款人增多, 不再局限于本地贷款人, 也不再局限于银行机构, 贷款人之间竞争程度加剧, 小企业贷款市场份额集中于少数贷款人的状况得到改善; 另一方面, 银行可向分支机构以外地区提供小企业贷款, 增加那一地区银行业竞争程度, 削弱本地贷款人市场力量, 改善小企业金融服务 (Hannan, 2003)。

五、结语

本文分析表明: (1) 小企业信息披露模式与其组织结构、内部治理结构相适应, 小企业信息不透明固有某种程度的刚性。一味要求小企业单方面提高信息透明度是不现实的, 由小企业自身来改变融资中的信息不对称问题具有局限性。(2) 从小企业以外的第三方寻求信息可以有效回避小企业信息披露缺失。信息中介有偿提供的第三方个人信用信息与企业信用高度相关, 小企业偿还商业信用的历史及其他非财务信息能够准确预测贷款风险。第三方信用信息能够有效缓解小企业融资的信息不对称问题, 放松信贷配给信息甄别装置的约束程度。

本文结论的主要政策含义是: (1) 为了有效治理小企业融资中的信息不对称问题, 应推进社会征信机构的健康发展, 利用第三方信用信息分析小企业融资风险。从第三方信用信息的起源看, 信息中介机构和信息共享机制的发展壮大与个人消费信用的发展密不可分 (Pagano and Jappelli, 1993)。随着个人消费信贷的需求不断增强, 我国个人信用制度和社会征信机制已从起步阶段迈向迅速发展时期。已有第三方信用中介机构将分散在各商业银行和社会有关方面的个人信用和信誉信息汇集起来, 进行加工和存储, 形成个人信用档案信息数据库, 为银行和社会有关方面系统了解个人信用和信誉状况提供服务。我国大公国际信用评估有限公司、中诚信国际信用评估有限公司、华安信用风险管理等一些信用中介机构已在从事个人信用调查、评估业务。一些专业性的个

人信用中介机构相继诞生并运转壮大,如上海资信公司、深圳个人信用征信服务系统通过有偿采集个人资信信息、向社会提供有偿服务、自收自支模式的运作,基本形成了联合征信的框架。但是,我国现有的信息中介在收集小企业信用信息方面还很欠缺。由于小企业财务信息不透明,信息中介机构提供的、有助于进行小企业授信决策的非财务信息显得非常重要。现有的信息中介机构可先收集小企业偿付欠债的相关信用信息,因其能有效预测小企业违约风险,对融资提供方而言具有高度相关性,若由融资供给方自行收集,会因交易成本过高变得不可行。然后不断补充其他信息,逐步建成内容丰富、准确的小企业资信数据库。(2)重新审视和修改现有的小企业信用评价指标。基于财务指标的传统企业信用评价指标在预测违约、破产方面具有一定的准确度,但由于小企业天生的信息不透明,传统的信用评价体系很难对小企业作出较高的评价。有调查表明,小企业融资中信息不对称主要来自于银行无法获得所需的数据,银行获取数据主要依靠自行收集,若无法获取则不加以考虑,银行不能确定什么信息有助于准确评价小企业(福建省金融学会和美国阿波罗金融科技联合课题组,2003)。某种程度上,与其说小企业信用等级不高,不如说现有的信用评价规则不适用于小企业。修改现有小企业信用评价方法,重要的是加入与企业信用高度相关的小企业个人信用信息,用第三方非财务企业信息取代部分财务信息。一方面,信息内容的改变提高信用评价的准确度,另一方面,信息内容的改变能改进对小企业的评价,将安全小企业分离出来。

注释:

在未使用第三方信用信息前,融资供给方对所有类型的贷款申请人实行混合均衡(pooled equilibrium)。潜在的低风险贷款需求者因无法承担过高的贷款成本或无法提供合乎条件的抵押担保品,所以不去申请贷款。随着第三方信用信息使信息不对称问题得到缓解,潜在的低风险贷款需求者转化为贷款申请人。

本文中的融资信息指面对小企业融资申请时,融资供给方据以分析判断融资风险收益、做出融资决策的小企业信息,这些信息能够帮助融资供给方预测提供资金的风险和资金未来表现。

本文中的信息传递仅限于指小企业向融资供给方传递对方进行融资决策时所需的、据以判断小企业融资风险和收益的信息。

本文中的融资决策指融资供给方决定是否向小企业提供资金,是一种单方面行为。

本文中的小企业融资风险指融资供给方向小企业提供资金所承担的违约风险。

公司名。该公司设计开发专门的贷款风险预测软件。

参考文献:

1. 陈乃醒等:《中小企业成长》,北京,民主与建设出版社,2001。

2. 程惠霞:《中小银行生存与发展研究》,北京,中国经济出版社,2004。

3. 福建省金融学会、美国阿波罗金融科技联合课题组:《信息结构与金融技术支撑:小企业信贷市场的实证研究》,载《金融研究》,2003(11)。

4. 高正平:《中小企业融资新论》,北京,中国金融出版社,2004。

5. 郭斌、刘曼路:《民间金融与中小企业发展——对温州的实证分析》,载《经济研究》,2002(10)。

6. 林毅夫、李永军:《中小金融机构发展与中小企业融资》,载《经济研究》,2001(1)。

7. 罗正英:《信誉链假说:中小企业融资能力的放大》,载《上海经济研究》,2003(5)。

8. 唐建新、陈冬:《银行业市场结构变化与中小企业融资环境分析》,载《财会通讯》(学术版),2006(2)。

9. 田晓霞:《小企业融资理论及实证研究综述》,载《经济研究》,2004(5)。

10. 王宣喻、储小平:《信息披露机制对私营企业融资决策的影响》,载《经济研究》,2002(10)。

11. 张捷:《结构转换期的中小企业金融研究——理论与国际比较》,北京,经济科学出版社,2003。

12. 中国人民银行代表团:《论合作金融的混合治理结构——从法国农业信贷银行的制度变迁看中国农村信用社体制改革》,载《金融研究》,2002(7)。

13. Barton, S. L. and Gordon, P. J., 1988. "Corporate Strategy and Capital Structure." *Strategic Management Journal*, Vol. 9, pp. 623 - 632.

14. Barton, S. L. and Matthews, C. H., 1989. "Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective." *Journal of Small Business Management*, Jan., pp. 1 - 7.

15. Feldman, R., 1997. "Small Business Loans, Small Banks and a Big Change in Technology Called Credit Scoring." *The Region*, Sep., pp. 18 - 25.

16. Frame, S.; Srinivasan, A. and Woosley L., 2001. "The Effect of Credit Scoring on Small - Business Lending." *Journal of Money, Credit, and Banking*, Aug., pp. 813 - 825.

17. Hannan, T. H., 2003. "Changes in Non - local Lending to Small Business." *Journal of Financial Services Research*, 24 (1), pp. 31 - 46.

18. Kallberg J. G. and Udell, G. F., 2003. "The Value of Private Sector Business Credit Information Sharing: the US Case." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, pp. 449 - 469.

19. Pagano, M. and Jappelli, T., 1993. "Information Sharing in Credit Markets." *The Journal of Finance*, Vol. XLVIII, No. 5, pp. 1 693 - 1 719.

20. Petersen, M. A. and Rajan, R. G., 2002. "Does Distance still Matter? the Information Revolution in Small Business Lending." *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 6, pp. 2 533 - 2 570.

21. Romano, C. A.; Tanewski, G. A. and Smyrniotis, X., 2000. "Capital Structure Decision Making: a Model for Family Business." *Journal of Business Venturing*, Vol. 16, pp. 285 - 310.

22. Stiglitz, J. E. and Weiss, A., 1981. "Credit Rationing in Market with Imperfect Information." *American Economic Review*, Vol. 71, Issue 3, pp. 393 - 410.

23. Whette, H. C., 1983. "Collateral in Credit Rationing in Market with Imperfect Information: Note." *American Economic Review*, 73(3), pp. 442 - 445.

(作者单位:武汉大学经济与管理学院会计系 武汉 430072
武汉大学东湖分校经济学院 武汉 430212)
(责任编辑:N、S)