

融资模式效率比较 与我国融资模式的选择

王佩艳

摘要: 从保持距离型融资模式与关系型融资模式的内在效率分析,两者都具有经济合理性;从世界融资模式的发展趋势来看,两者有相互融合的趋势;金融体制或银行系统的脆弱性并不是关系型融资模式的必然结果,而是其他因素扭曲了激励机制影响了其效率。本文指出,由于我国的特殊情况,现阶段企业的融资模式应采取过渡模式,即间接融资为主并逐渐减少,直接融资为辅并大力发展的过渡模式;目标模式应符合世界融资模式的趋势,是融两种融资方式于一体的有中国特色的融资模式。

关键词: 保持距离型融资 关系型融资 信息租金 金融约束

两种融资模式——保持距离型融资模式与关系型融资模式——究竟哪种更有效率,对这一问题的回答国内外一直存在较大分歧:东亚危机之前,由于经济的持续繁荣,以及日本企业在世界市场上强劲的竞争力,主流的观点认为,关系型融资模式在法制和市场环境相对不完善的情况下,较好地解决了市场残缺和市场失灵问题,使信息、产权和激励机制统一起来(青木昌彦,1999;斯蒂格利茨,1997;伯格洛夫,1995)。东亚危机使东亚金融体制的脆弱性暴露无遗,经济学界批判的矛头指向东亚的融资体制,认为关系型融资模式是政府主导型市场经济的必然产物,它导致了过密的银行与企业关系和银行体制的脆弱性,并且必然随着金融深化而消失(王跃生,1999;张昌彩,1999),即关系型融资本身是不具备效率的模式。同时,世界市场经济国家的融资模式出现了趋同的势头,英美的融资模式有向关系型融资模式演化的趋势(Moerland,1995),日德的证券市场也日趋活跃,这就存在一个问题,即关系型融资本身是否具有经济合理性还是有其他因素影响了其效率。本文表明,在不同的法律制度和市场环境下,两种融资模式都有其经济合理性,而不恰当的政府干预方式、金融政策及不透明的政治环境损害了其效率;并指出,融资模式的选择应结合我国现实情况并符合世界经济发展趋势。

一、融资模式效率分析

由于信息不对称和市场不确定性的广泛存在,为了保护投资者的利益必须通过某种渠道对企业监督控制,一般来说,有两种典型的融资模式:以英美为代表的保持距离型融资和以日德为代表的关系型融资(控制导向型融资模式)。所谓保持距离型融资是指投资者并不直接干预经营战略决策,只要他们得到合同规定的支付,信息的收集和对企业的监督靠市场和法律来实施;关系型融资是投资者直接干预经营战略决策来保证其利益的实现,信息的收集和对企业的监督主要在密切的长期的交易关系中进行。投资者对融资模式的选择也就是对信息的收集监督方式的选择,这使得必须对以下几个方面进行权衡:

1. 信息租金和信息成本的权衡。所谓信息租金就是通过信息的收集减少投资风险,增加投资收益,其实质是减少代理成本。它大致来源于三个方面的信息收集:事前对企业风险态度的了解和项目风险的估测,避免逆向选择问题;事中对资金使用去向的监督,避免道德风险问题;事后跟踪监督,了解企业经营成果和经营状况,保证利益的实现。信息租金越大,投资者收集信息的动力越强烈。

从市场收集信息要花费成本,其大小取决于以下因素:从制度安排上来看,首先是法律制度的完备性和可置信程度。一般来说,法律制度越健全,规则越细致人们的行动就越可能被准确的预期;法律制度的执行越严格,司法越公正,法律制度的可置信度越高,契约的实施执行越有保证;因此,完善的法律制度在很大程度上增强社会预期,降低信息收集成本。其次是激励机制的设计。信息的不对称和不确定性的存在使激励机制成为必要,而使契约双方利益相容的激励机制又可以使信息被正确的显示,从而降低信息收集成本(Hart,1995)。第三,产权的清晰程度。按照德姆塞茨的定义,“产权是一种社会工具,其重要性就在于事实上它们能帮助一个人形成他与其他人交易时的合理预期。”(德姆塞茨,1994)产权越明晰,就能提供越多的合理预期,从市场上收集信息的成本就越低。从经济的角度看,一是市场交易规模影响着信息的收集成本。一方面,交易规模的扩大与伴之而来的分工深化,使信息的收集存在分工优势和规模经济(斯蒂格勒,1996);另一方面,产权本身不仅是交易的前提,而且在交易中得到进一步界定(巴泽尔,1997)。随着交易规模的扩大和分工的深化,产权得到更为明确的界定,提高社会预期。二是市场的竞争程度。市场竞争越完全,价格信号越能够包含更多的信息,这也降低了信息收集成本。因此,制度越健全,市场越完善,从市场收集信息成本越低,反之通过组织内部收集信息成本越高。我们可以假定,其他条件相同而制度和市场条件不同,保持距离型融资更依赖市场和法律制度的完善,在相同的信息租金下,市场和法律制度越完善,信息成本越低;而关系型融资可以更少地依赖市场和法律,在法律制

度和市场体系较不完善的情形下,通过市场收集信息成本较高而通过长期交易关系和组织内部收集信息成本较低(如图1)。两者在a点边际信息租金和边际信息成本相等,保持距离型融资与关系型融资效率相同;当通过市场收集信息的边际成本 M_c 大于a时关系型融资更有效率;当 M_c 小于a时保持距离型融资更有效率。

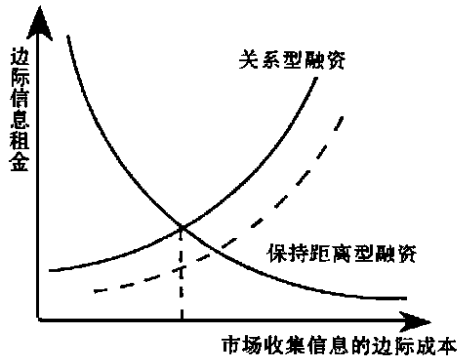


图1

2. 退出成本与监督成本的权衡。所谓退出成本,即投资者从企业中撤回资金的成本。投资者的退出可以在证券市场上“用脚投票”,也可以是清算企业收回投资。投资者从证券市场上退出,其成本受到以下限制:第一,证券市场的规模。一般来说,证券市场的规模决定其流动性程度,规模越小,资产流动性越差,退出成本越高;第二,退出者投资权益的比重。若某一投资者拥有较大的比重,则从证券市场上退出往往导致证券价格的大幅下跌,使投资者受损。若清算企业收回投资,则受资产流动性的限制。若企业资产流动性越强,则清算企业收回投资越多,成本越低;反之,成本越高。因此,即使是同样的信息成本和信息租金,当退出成本大于监督成本时(假定在同样信息成本和信息租金下,监督成本不变)^①,对企业实施直接监督可能是有效率的,应采取关系型融资方式;当退出成本小于直接监督成本时,通过市场的间接监督是有效率的,应采取保持距离型融资方式(如图2)。这可以解释即使在发达的美国证券市场上,为什么持有大量股权的保险公司、养老基金等机构投资者开始介入公司的经营决策。

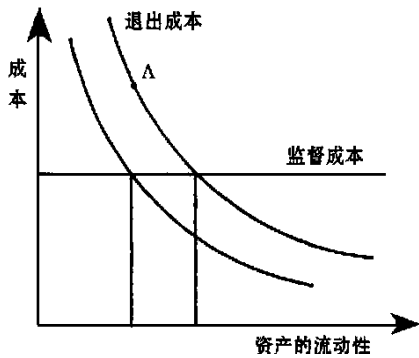


图2

3. 第一类谬误与第二类谬误的权衡。所谓第一类谬误,即在投资者与企业仅保持平等的债权债务关系下,根据正式的破产程序,许多有效益的项目可能被清算,保持距离型融资方式容易导致此类资源的误配置;所谓第二类谬误是在投资者与企业保持长期的交易关系从而成为利益共同体时,许多应被清算的企业却续存下来,关系型融资方式容易导致此

类的资源误配置。这两类谬误都具有其机制上的内生性,因此对其进行权衡时,必须考虑在不同的经济发展阶段两类谬误存在的不同规模。经济刚刚起步的发展中国家,市场需求比较旺盛,但往往受到资金缺乏的限制,企业的扩张往往面临债务的束缚;另外,发展中国家尤其是转轨经济国家,宏观经济环境的不稳定增加了企业的破产风险,被清算的项目并不一定没有效率,因此更应该克服的是第一类谬误。在发达国家,需求的增加往往减缓,市场趋于饱和。同时,市场上资金较为充足,企业面临的更多的是寻找有效益的项目而非寻找资金,此时应该克服的是第二类谬误。在权衡第一类谬误和第二类谬误时,还要受到就业状况的制约。对发展中国家来说较大的就业压力使企业的续存不仅有经济上的效益,而且有更为重要的社会效益。而发达国家则较少面临就业约束。假定融资模式的成本包括谬误导致的资源误配置和失业成本,关系型融资和保持距离型融资方式在不同的发展阶段是不同的。经济发展的早期阶段,采用保持距离型融资方式,第一类谬误的规模大于第二类谬误以及更大的失业损失,成本更高;随着经济的发展和自我积累能力的增强,其成本迅速下降。与之相反,关系型融资模式在经济发展的早期阶段能更好的解决第一类谬误和失业问题,成本较低,而随着经济发展,第二类谬误增加,较之保持距离型融资方式,成本下降较慢。当经济达到某一点时,两者无差异,低于这点,关系型融资模式更有效率;大于这点,保持距离型融资模式有效益(如图3)。

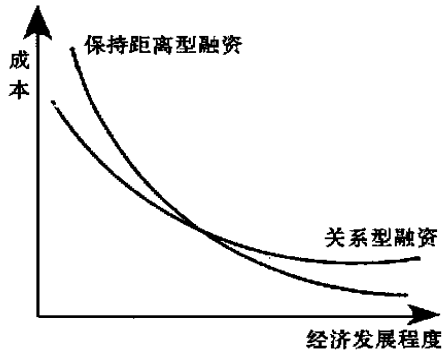


图3

二、影响融资模式效率的因素分析

以上在比较纯粹的法律和市场环境中分析了两种融资模式的效率,事实上,其效率还受其他因素的影响。尤其是关系型融资模式容易受到政府干预方式、金融政策及政治环境的影响。

1. 政府直接干预和赶超型战略的结合,扭曲了银行激励机制,加剧了融资风险。政府为了实现赶超战略,必须对资金进行非均衡配置并对大企业给予特殊扶持(王跃生, 1999),但在这两个层次上扭曲了激励机制。一是扭曲了政府和银行之间的关系。中央政府为了实现其产业政策,直接对中央银行及商业银行的存贷规模与投资方向进行控制。由于政府与银行、政府与企业之间存在着信息不对称问题,作为委托人的政府在谈判中处于劣势,加上银行对于政府保护的预期,大大刺激了银行的贷款冲动及冒险倾向,最终收益由银行获得,风险由政府承担,加剧了银行道德公害。二是扭曲了银行与企业之间的关系。由于有扶持重点企业的义务,即使企业进行了没有效率的投资,银行一般也不会对企业清算。企业预期到这一点,资金就有被无效率使用的可能。更为严重的

是,在政府与银行和企业的博弈中,面临着银行与企业合谋的风险。经营不善的银行和企业受不到市场的惩罚,在预期到政府的保护的情况下,会结成利益共同体,共同成为针对国家的不公平博弈的一方。因此,扭曲了信息与决策,风险与收益从而信息收集的动力与信息租金的对称关系。这在日本表现得较明显:中央银行独立性较差,中央银行是政府领导下的一个机构,主要目标是为政府经济政策服务,利率由政府制定,并决定贷款规模和投贷方向,重点支持优先发展部门和大企业。而在德国,更为注意的是市场的作用,中央银行的独立性受到法律的保护,政府极少直接干预中央银行和企业的经营,企业自主经营自负盈亏,信息与决策、风险和收益比较对称,因此关系型融资模式在德国得到很好的实行。

2.“市场增进论”与“市场倾斜论”。实行何种融资模式取决于市场的选择,投资者通过对风险和收益的比较自发地选择对企业的监督方式。不恰当或僵化的金融政策会影响阻止自发的选择而影响融资效率。尤其是关系型融资更易受金融政策的影响。政府实施低利率和限制竞争的政策的前提是资金不能通过其他渠道流入企业,如收益率较高的证券市场。政府为了保护银行的利益必须限制证券市场的发展,这种政策被称之为“金融约束政策”(斯蒂格利茨,1997)。政府的行为被认为是市场的增进,解决了信贷市场过度竞争和信息不对称问题,并且通过设置政策性租金增加银行对企业的监督的积极性。虽然对银行竞争的限制在市场经济国家普遍存在,但这种政策性租金一旦和政府干预结合,使银行道德风险有自我增强机制。第一,由于要获得政策性租金,必须满足政府的条件,如保证低的企业破产率或向指定部门贷款,银行在企业应该清算时也会努力使其续存下去,导致银行风险积累,而银行风险越大,越有可能铤而走险,将资金投向风险更高的领域。第二,对信贷市场的过度保护导致证券市场在长期内得不到发展,证券市场有效配置资金的渠道被阻塞;而且银行系统也因过度保护而变得更加脆弱。第三,更为重要的是,人为的压抑证券市场的发展提高了融资主体的退出成本,使关系型融资长期在退出成本高于监督成本的位置运行,如A点(见图2)。因此,与其说是市场增进不如说是市场倾斜。这种市场倾斜政策在短时期内可能集中大量的资金以保证政府政策得以贯彻实施,但是在长期来看,它会导致金融体制的畸形发展,是非常有害的。从日本的情况来看,在经济有了相当的发展后,政府没有及时地转变经济战略和金融政策,积极发展证券市场(见表1),降低融资主体的退出成本,导致金融体制与经济发展不相适应,这也是日本金融危机的重要原因。

表 1	日本融资方式的变化(%)			
	银行融资	证券融资	国际融资	合计
1965- 1969	92.7	5.0	2.3	100
1970- 1974	91.7	5.4	2.9	100
1975- 1979	89.5	8.0	2.5	100
1980- 1984	89.3	7.5	3.2	100

资料来源:日本银行:《资金循环账目》。

3. 政治租金的大量存在增加了银行经营风险,损害了关系型融资的效率。东亚文化深受儒家文化的影响,有讲关系重人情,重人治轻法治的特点,法制不完善,政治不透明。政治不透明与经济交易关系的长期化相结合,必然存在大量的幕后交易,扭曲关系型融资的激励机制,极易扩大第二类

谬误的规模,损害关系型融资模式的效率。从主要实行关系型融资方式的国家看,民主制度较为发达政治较为透明的国家显示出较强的适应性,如新加坡成功地抵御了这次金融危机的冲击。

综上所述,我们可以得出以下结论:第一,在不同的法律和市场条件下,关系型融资模式与保持距离型融资模式都是有效率的;第二,东亚金融危机不能给关系型融资模式提供伪证,不恰当的政府干预、僵化的金融政策及政治环境尤其会影响关系型融资模式的效率。这个结论对我国融资模式的选择有重要意义。

三、我国融资模式的选择

1. 我国企业融资的目标模式

从以上效率分析可以看出:保持距离型融资方式与关系型融资方式在不同的制度条件和不同的市场条件下,两者之间存在互补的关系。我们认为单纯依靠法律制度和市场监管或者单纯依靠内部监督都可能导致非效率。即使在一个发达的经济体内,也会存在着不同发育程度的市场,从而存在不同的信息收集成本,这就要求不同的融资方式与之相对应。如对于众多的业主制或合伙制的小企业,通过市场收集信息成本较高;或者创业资本面临着极大的不确定性,更多的采取的是关系型融资方式。

从世界融资的发展趋势来看,保持距离型融资方式与关系型融资方式有相互融合的趋势。在美国和英国,一些保险公司、养老基金开始直接介入公司的监督运行并向其提供后续融资。而日本和德国也大大加速了证券市场的发展,银行和企业的关系开始向更为松散的融资形式发展。全球一体化的趋势使竞争在世界范围内展开,两种融资方式将在更深的层次上相互借鉴并相互融合。

我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制,应该顺应世界市场经济的发展趋势,与世界经济接轨。不论是英美的融资模式还是日德的融资模式本身都在发生变化,都不应是我国融资的目标模式的选择。我国的目标模式应该是有中国特色的融合两种模式于一体的模式,而不是对某种具体模式的照搬。

2. 我国企业融资的过渡模式

企业融资的过渡模式的选择是旧模式向目标模式转轨路径的选择,它必然受到现有条件和目标模式的影响。

一方面,受现实条件的制约,较多的实行保持距离型融资方式不太可能。这是因为:

第一,法律体系的不健全及现存法律制度的不可置信性,增加了信息成本。首先,所有的转轨经济国家都面临着法律监督跟不上经济现实的问题。由于转轨国家经济的不断转变,而法律制度必须在问题被普遍认识后才能设立并逐步执行,因此,法律制度滞后于经济现实。其次,法律制度框架虽被设立,但具体的细节有待规范和深化。再次,在我国的经济转轨过程中,法律的效力还受到地方保护主义的影响,对经济纠纷不予受理,受理了不予判决,判决了不予执行,导致投资者的权益得不到法律应有的保护,损害了法律的尊严和社会的可信任度。

第二,公司治理结构不完善。我国公司治理结构的特征表现为人事的行政强控制和产权的弱控制,这导致了事实的内部人控制问题。企业内部人对资产的强控制增加了投资者收集信息的难度,这表现为:其一,外部投资者对内部人的风

险态度不了解导致逆向选择问题。其二,外部人由于信息的缺乏无法了解资金的使用去向容易出现道德风险。其三,内部人操纵财务报表,自有现金流量的在较大程度上被随意支配,资产以各种隐蔽的渠道流向内部人的腰包,使投资者的收益难以实现。总之,“由于内部人掌握的剩余控制权和剩余索取权与资本所有权没有统一,内部人控制的企业会造成资本这种稀缺资源的浪费。”(张春霖,1995)因此,外部投资者一般不会对信息严重缺乏的情况下向企业融资,企业须更多地依靠内部资金。

第三,普遍存在的产权不明晰。产权的高度不明晰与公司治理结构的缺陷,使国有企业有强烈的投资饥渴;而且由于国有银行与国有企业都是国家所有,国有银行向国有企业的融资有内源融资的性质,这产生两个结果:一是由于没有其他融资途径,国家为了维持国有企业,要求银行向企业融资,在产权不明晰的情况下,资金被无效率使用而没有很好的监督和控制;二是银行本身的产权不明晰加上国有银行的垄断经营,银行经营者没有动力监督控制企业,造成逆向选择和道德风险问题以及银行不良债权的大量存在。从市场收集信息会出现信息失真问题。

第四,证券市场虽有了较大的发展,但尚需规范。我国证券市场起步较晚,缓慢发展起来,虽然近期有了迅速的发展,但仍然存在许多问题。首先,证券市场功能定位需要重新调整。一直以来,证券市场主要是作为国有企业改革的工具,融资向国有企业倾斜,而不是为了资源在全社会的优化配置,这一功能恰恰是证券市场的首要功能。其次,证券市场的监管法规不健全,幕后交易和操纵市场的行为大量存在,价格的扭曲影响了证券市场作为信息传递和市场监督的手段。第三,金融中介机构薄弱,尤其是提供信息服务的资产评估机构、咨询服务公司、律师事务所及会计师事务所等中介机构,数量少质量差,运作极其不规范,中小投资者从市场上获得可靠的信息极其困难,其利益难以得到保证。第四,市场退出兼并机制不健全,业绩差的公司很难被市场淘汰。

由于受到上述条件制约,通过市场获得信息的成本较高,信息租金较少,资本市场的缺陷使退出成本较高,保持距离型融资模式可能难以形成。而法律的健全、市场和公司治理结构的完善等问题不能在短期内解决,而必须随着经济发展逐步得到解决。同时,转轨经济国家监督资源相当短缺,市场分工监督的优势因而得不到发挥。

从制度的继承上看,新的融资模式不可避免地受到计划体制的影响,存在着路径依赖。原来银行与企业间,长期交往建立起来的信息资源应得到充分应用,发展银行与企业之间的直接监控关系,相对来说摩擦较小。在金融中介机构没有建立起来的情况下,也较集中地使用了监控资源,因而间接融资及银行对企业的监控在现阶段仍然是有效的。

表 2 中国证券融资和银行间接融资的比例的变化

	证券融资比例(%)	银行贷款比例(%)
1993	12.36	87.64
1994	16.24	83.76
1995	16.88	83.12
1996	24.50	75.50
1997	31.63	68.37
1998	36.86	63.14

资料来源:转引自刘鸿儒、李志玲:《中国融资体制的变革及股票市场的地位》,载《金融研究》,1999(8)。

但是另一方面,由于大量不良债权的负担,银行经营有较大风险,继续太多地依赖银行融资也不现实,必须大力发展证券市场。第一,银行背负着遗留下来的大量不良债权,资本金普遍不足,导致银行的支付能力和存贷组合质量较差,面临着较大的系统性风险。财政拨款改为银行贷款以后,相应的市场融资方式没有建立起来,使企业融资强烈依赖银行贷款,形成畸轻畸重的银行融资体制,大大加剧了银行风险。第二,国有企业退出和银行不良债权的消化与处理也需要一个运行良好的资本市场;第三,经过二十多年的经济高速增长,卖方市场已经转为买方市场,第二类谬误开始增加第一类谬误减少,保持距离型融资模式更有效率;第四,随着我国法制建设和市场体系的不断完善,企业竞争的不断加剧,市场的约束力也在不断增强。而且,我国的证券市场有了一定的发展,并且还有相当大的发展前途,可以作为银行监督的辅助手段(见表 2);随着通过市场收集信息的成本降低,融资方式将更多地采取保持距离型融资(见图 1)。因此,过渡模式应当是银行的直接监督为主和证券市场监管为辅,二者相互结合并共同发展模式。

参考文献

1. 青木昌彦:《转轨经济中的公司治理结构》,北京,中国经济出版社,1995。
2. 伯格洛夫:《转轨经济中的公司治理:理论及其政策含义》,载青木昌彦等编:《转轨经济中的公司治理结构》,北京,中国经济出版社,1995。
3. 科斯等:《财产权利与制度变迁》,中文版,上海,上海三联书店,1994。
4. 斯蒂格勒:《规模经济》,载《产业组织与政府管制》,中文版,上海,上海三联书店,1996。
5. 王跃生:《金融压抑与金融自由化条件下的企业融资制度》,载《经济社会体制比较》,1999(1)。
6. 张春霖:《从融资角度分析国有企业的治理结构》,载《改革》,1995(3)。
7. 张昌彩:《中国融资方式研究》,北京,中国财政经济出版社,1999。
8. 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》,载《经济社会体制比较》,1997(6),1998(1)。
9. 青木昌彦:《经济体制的比较制度分析》,中文版,北京,中国发展出版社,1999。
10. 巴泽尔:《产权的经济分析》,中文版,上海,上海三联书店,1997。
11. Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, No. 2, June 1997.
12. Oliver Hart (1995). Firms, Contracts, and Financial Structure, Oxford University Press
13. T. Hellmann, K. Murdugh, and J. Stiglitz (1997), Financial Restrain: Toward a New Paradigm, in M. Aoki, H. Kim, and M. Okuno-Fujiwara, eds, The Role of Government in East Asian Economic Development, Clarendon Press, Oxford, 1997.
14. P. W. Moerland (1995). A lternative Disciplinary Mechanism in Different Corporate Systems, Journal of Economic Behavior and Organization, Vol 26

(作者单位: 南京大学国际商学院 南京 210093)
(责任编辑: 陈永清)