



您的位置：首页 - 文章选登

从“智猪博弈”看不良资产“外卖”（葛丰；11月12日）

文章作者：葛丰

11月8日，中国华融资产管理公司对外宣布，在去年12月启动的第二次国际招标中，花旗集团买断两个总值人民币10.96亿元不良资产包的交易已获国家发改委批准，这是中国首例通过现金卖断方式向境外投资者公开招标出售不良资产。

据悉，该笔交易顺利获批主要得益于国家发改委上月颁布的《关于金融资产管理公司对外转让不良债权有关外债管理问题的通知》，市场认为，该通知的颁布，意味着外资进入中国不良资产市场的步骤还会加快。

#### 智猪博弈

经济学博弈论中的“智猪博弈”是指：大猪和小猪在房间一边，而房间的另一边有一个按钮，如果按一下按钮，这边就会出现6个单位得食物；如果大猪过来按按钮再回来，小猪已经吃完4个单位，大猪只剩2个单位；如果小猪去按，则回来时大猪已经吃完了6个单位的食物；那么如果双方是理性的，最可能的结果是什么呢？大猪按钮，小猪“坐享其成”。

那么，为什么提到这一模型？因为，在不良资产处置过程中，不良资产处置的核心问题——定价问题，实际上就是国资保值增值大题目的现实版本。而资产管理公司面临的两难处境是，一方面，债务人期望值过高打击买方热情，另一方面，买方出价太低又会造成国资流失。

当然，按照道理来说，市场作为无形的手，在供需方的反复拉锯之后，最终应该可以拿捏出一个均衡的价格点位。但问题是，由于资产管理公司与日俱增的巨额财务费用支出以及不良资产不断贬值的特性，迫使这场博弈日渐进入“智猪”模式。换言之，双方禀赋上的不同决定了结果相对平衡下绝对的不平衡。

在此之外，抛开制度上的缺陷不谈，我们知道，借贷方信息上的不对称是不良资产生成的根本原因，与此同时，它又是影响不良资产处置效率的最大障碍。可以想象，外资进入中国市场，其必然伴随的效应是进一步拉大这道鸿沟，而不是相反。与此同时，必须承认，就目前阶段的软环境而言，中国与成熟市场间的差距还是显而易见的。鉴于这两点原因，风险折价的付出是必然的。

更有甚者，不良资产大规模打包出售固然可以节约时间成本，但同时，这种量上的扩张必然伴随市场准入的抬高，在这种情况下，为数不多的外资大鳄完全可以借这道门槛牟取更多的利益，甚至形成价格同盟。

而上述情况的出现，似与资产管理公司最大限度保全国有资产减少损失的使命有所出入。

#### 偏颇倾向

那么，我们能不能通过演算确定出一个相对中性合理的价格区间，从而实现成交价格与不良资产价值的逼近呢？恕笔者直言，由于相对可行的技术手段的匮乏，或者说，由于可供选择的技术手段间的优劣互现，乃至于是上述“智猪博弈”之均衡亦未必能达成。因为在上述模型中，其基本前提即在于双方均是理性的，但在现实中，定价者的“偏颇倾向”则很难避免。

哈佛商学院的Max H. Bazerman以及卡内基梅隆大学的George Loewenstein、Don A. Moore在其合著的《会计师为何变坏》一文中指出，“心理学研究表明，我们的愿望会大力影响我们解读信息的方式，甚至在我们力求做到客观、公正时也是如此。当我们希望得到某个结论时，我们经常就会下某个结论。……对于那些与我们希望的结论背道而驰的事实，我们往往会先吹毛求疵，继而否定它的存在；而对于那些支持自己立场的证据，我们会不假思考地迎头拥抱。对于自己带有倾向性的信息处理过程，我们毫不知觉，因而错误地认为自己的判断不带任何偏见。”

那么，资产管理公司“希望得到的结论”是什么呢？就理想状态而言，代理人的利益诉求应与委托人相一致，但问题是由于国有独资公司约束机制、激励机制的缺陷，其效率低下已经为大量经验数据及理论分析所证明，至少在很多情况下，会出现委托人与代理人的愿望背道而驰的现象，也就是说，资产管理公司可能会希望得出一个易于成交的标底，而其雇佣的资产评估机构，亦会相应希望得出一个易于资产管理公司接受即易于成交的评估价。

#### 政策建议

博弈理论告诉我们，打破均衡结果，则需改变原模型中的核心指标。落实到不良资产出让问题上说，可以有如下建议供参考：

一、增加受益者的投机成本，而要做到这一点，必须实现投资主体多元化。这样做的好处是：1、提高中标不确定性；2、降低市场壁垒，扭转实力对比；3、推进不良资产就地处置，削减信息成本。

二、开辟多种融资渠道，如资产证券化等。

三、切实加强对资产管理公司的监管并加速其公司化进程。

四、世界银行企业重组专家张春霖曾建议，中国4家资产管理公司一年中处置不良资产所落实的损失应直接进入下一年的财政预算进行处理，以便把财政预算的筹资压力转化成为资产管理公司追求清偿率最大化的动力。

当然，应该看到，对于资产管理公司的绩效管理，目前尚难找到立竿见影的方案对策，即使是上面粗略列出的几点，亦都面临不小的政策障碍或资金障碍。然则凡事预则立，不预则废，在中国金融体制改革大步踏进的今天，“两害相权取其轻”显然不能构成我们漠视可能存在的问题并拒绝更高要求的理由。

文章出处：《国际金融报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB  
中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB  
IFB外商投资中心

IFB  
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所