

金融中介理论的演变和新进展

胡庆康 刘宗华 魏海港*

摘要:在市场经济中,储蓄投资转化过程是围绕金融中介来展开的,金融中介是储蓄投资转化过程的基础性制度安排。金融中介存在的基础等问题一直是金融学领域关注的问题。金融中介理论发展到现在已突破了交易成本、信息不对称的范式约束,开始强调风险管理、参与成本和价值增加的影响,使金融中介理论从消极观点(中介把储蓄转化为投资)向积极观点转变(在转换资产的过程中,中介为最终储蓄者和投资者提供了增加值)。

关键词:金融中介 交易成本 信息不对称 参与成本 风险管理

一、引言

近年来在理论和实证方面的大量研究证明了金融、金融中介和经济增长存在密切的联系。在市场经济中,储蓄——投资转化过程是围绕金融中介来展开的,这使金融中介成了经济增长的中心。金融中介是从储蓄者手中获得资金并将它借给需要资金进行投资的企业。从根本上来说,金融中介是储蓄投资转化过程的基础性制度安排。然而,更为基础性的比如为什么金融中介会存在、为什么金融中介这么普遍以及它们如何变化等这类金融中介理论问题并未取得一致意见。

要讨论金融中介问题,首先就得对金融中介的内涵作出界定。Freixas&Rochet(1997)认为:金融中介是从事金融合同和证券买卖活动的专业经济部门。John Chant(1990)认为金融中介的本质就是在储蓄——投资转化过程中,在最终借款人和最终贷款人之间插入一个第三方。也就是说,金融中介既从最终贷款人手中借钱,又贷放给最终借款人,既拥有对借款人的债权,也向贷款人发行债权,从而成为金融活动的一方当事人。Gurley&Shaw(1956,1960)、Benston George(1976)、Fama(1980)等指出金融中介(银行、共同基金、保险公司等)是对金融契约和证券进行转化的机构。金融中介发行的金融债权对普通储户来说远比直接由企业发行的债权更有吸引力。在充当资产转换的媒介过程中,金融中介购买由企业发行的金融形式的权利——股票、债券、和其他债权等所谓的一级证券,并以存款单和保险单等形式向居民投资者和其他部门出售金融形式的所有权为购买这些企业证券筹集资金。金融中介的金融形式的权利可被视为二级证券,因为这些资产以工商企业发行的一级证券为担保,企业反过来利用筹集来的资金投资于不动产。在理想的无摩擦完全金融市场上,投资人和借款人都能够很好地得到多样化选择和最佳的风险分担状态。但是一旦交易技术中出现更小的不可分性和非凸性,则理想的多样化状态不复存在,就需要金融中介的参与了。因此,金融中介也

世界经济与政治

2003 第3期

67

* 胡庆康,复旦大学经济学院国际金融系教授,博士生导师。刘宗华,复旦大学经济学院国际金融系博士生;联系地址:200433 上海市武川路 78 弄 121 号 402 室;E-mail: gzliuzonghua@hohnail.com; Tel: 021-55074407。魏海港,复旦大学经济学院国际金融系博士生。

可视为单个借贷者在交易技术中寻求规模经济的联合,结果个体得到几乎完美的多样化选择。从现实形态来看,金融中介主要包括银行类中介(有的又把它称为吸存类中介机构,在以后的论述中,一般情况下对这两种说法不加区分。它主要包括商业银行、储蓄机构等存款机构)、保险公司、其他金融中介(包括证券公司和投资银行、财务公司、共同基金和投资基金等)。

本文将回顾近年来对于金融中介所进行的理论和实证研究,以金融中介理论发展的时间顺序来展开论述,以影响金融中介形成和发展的主要因素为主线来分析金融中介存在的理由。通过对不同金融中介理论及对金融中介发展的现实考察,我们认为,金融中介机构是处于一个不断变化的过程之中,现有的任何一种理论都不能对金融中介的存在给出一个满意的解释,最多也只是说明了金融中介的部分功能或特征。各种理论之间是一种互补关系,它们一起解释了金融中介的存在。本文结构安排如下:第二部分对金融中介理论演变阶段进行分析,把金融中介理论的发展划分为古典的金融中介理论、二十世纪初至六十年代的金融中介理论和二十世纪六十年代后的现代金融中介理论,并简要分析了前两阶段理论发展的特点。第三部分分析了现代金融中介理论的主要内容及发展。第四部分是结论。

二、金融中介理论演变阶段的划分

John Chant(1990)将金融中介理论分为新论与旧论,“新论”主要是对信息经济学和交易成本经济学的平行发展做出的回应。也就是说,随着信息经济学和交易成本经济学的发展,金融中介理论的研究以信息经济学和交易成本经济学作为分析工具。“新论”对金融中介提供的各种不同的转形服务进行了更细致的识别与分析;更深入地探寻金融中介如何运用资源以博取有用信息、克服交易成本从而通过改变风险与收益的对比来实现这些转形。新论中,又要涉及第一代和第二代金融发展理论的不同观点。前者的代表 Gurley&Shaw(1960)认为,金融中介利用了借贷中规模经济的好处,他们以远低于大多数个人贷款者的单位成本进行初级证券投资和管理。Benston George(1976)认为存在交易成本、信息成本和不可分割性等摩擦的市场,是金融中介产生并存在的理由。后者的代表 Boyd&Smith(1992)认为信息获取和交易监督上的比较优势使金融中介得以形成;Bencivenga&Smith(1991)认为当事人随机的流动性需要导致了金融中介的形成;Dutta&Kapur(1998)认为当事人的流动性偏好和流动性约束导致了金融中介的形成。事实上,金融中介发展到现在已突破了交易成本、信息不对称的范式约束,开始强调风险管理、参与成本和价值增加的影响,使金融中介理论从消极观点(中介把储蓄转化为投资)向积极观点转变(在转换资产的过程中,中介为最终储蓄者和投资者提供了增加值)。关于这一点,后面有详细的论述。

“旧论”将金融中介提供的服务等同于资产的转形,金融中介向客户发行债权,而这些债权与其自身持有的资产具有不同的特点。把金融中介视为被动的资产组合管理者,只能根据他们在市场上所面对的风险与收益情况完成组合的选择。事实上,新论与旧论的区分不是很明确,因为任何一种理论的形成与发展都是在以前理论的基础上发展起来的,新旧之间很难截然分开。金融中介理论的发展也不例外。本文打算以

金融中介理论发展的时间顺序来展开论述。

(一)古典的金融中介理论

古典的金融中介理论包括相互对立的两种理论即信用媒介论和信用创造论。早期对金融中介进行研究的可能是亚当·斯密、大卫·李嘉图、约翰·穆勒等人的信用媒介论。其基本观点是:1、货币只是简单的交换媒介和一种便利交换的工具,这是信用媒介论的全部理论基础;2、信用仅仅是转移和再分配现有资本的一种工具,并不能创造出新的资本;3、银行的作用在于媒介信用,而不是创造信用;4、银行必须在首先接受存款的基础上才能实施放款;5、银行通过充当信用媒介,发挥着转移和再分配社会现实的资本,提高资本效益的作用。信用媒介论的出现是由当时客观经济基础决定的,有它合理的成份。但是它排除了银行超过其吸收的存款数量而进行贷款的可能,这在纸币流通条件下就不十分正确了。随着资本主义经济的发展,银行在国民经济中发挥着巨大的作用,它由普通的中介者变成万能的垄断者。面对这一现实,简单朴素的信用媒介论无法解释。于是信用创造论便应运而生。

信用创造论的基本观点是:银行的功能在于为社会创造信用。银行能够超过它吸收的存款额进行放款,而且能够用放款的办法创造存款。因此,银行的资产业务优先于负债业务,且资产业务决定负债业务。银行通过信用创造,能为社会创造出新的资本,推动国民经济的发展。信用创造说的先驱者是18世纪的约翰·劳,主要代表人物是19世纪末的麦克鲁德和20世纪初的熊彼特和哈恩等人。信用创造论从技术上描述了银行信用对货币流通的经济过程的影响,并且提出了信用制度下货币供应方式和货币倍数扩张的原理,这对中央银行制度的完善和对货币量的调控提供了理论依据,对后来的经济学家深入研究货币信用起了很好的启发作用。但是,信用创造论的“信用即财富、货币即资本”,“银行无限创造信用”的观点则是错误的(周延军,1992)。上述古典的金融中介理论实际上只是说明了银行的部分职能,但是没有论及银行存在的原因,这可能是受当时经济金融环境及认识能力所限。

(二)20世纪初叶至60年代的金融中介理论

20世纪前期,对金融中介理论的研究进展不大,一般的研究都是把金融中介作为既定的要素。当然,也存在例外,Fisher(1930)发现,每个家庭都有一个跨时消费效用函数,在缺乏外部交易的情况下,每个家庭的消费效用函数将在两个时期间效用的边际替代率等于相同两个时期间家庭内部“生产”的边际转换率的那一点达到最佳。后来,人们对此做了引申并概括为Fisher分离定理。如果进一步引入消费者信贷,则会使家庭消费和储蓄的个量和总量轨迹发生改变,且这种改变具有帕累托最优改进的性质(Tobin,1987)。这个所谓的“内部信贷市场”观点实际上凸现了金融中介的功能,即消费者信贷市场的存在会改变家庭的总效用和福利水平。Fisher的贡献开启了金融中介重要性的理论闸门,对后来经济学家产生了影响。

然而,长期以来认为金融中介对经济不产生影响的观点一直存在,远有萨伊,近有Arrow(1953,1970)、Debreu(1959)、Friedman&Schwarz(1963)和真实经济周期模型的信奉者。在Anow(1953,1970)、Debreu(1959)提出的包含银行部门的一般均衡模型中,均衡时,银行的利润为0,且银行的资产负债表的组成和规模对其他经济部门无

世界经济论坛

2003 第3期

69

任何影响,企业和家庭通过市场相互作用,金融中介不扮演任何角色。当市场是完美的和完全的时候,资源配置达到帕累托效率,不存在可由中介改进福利的余地。而且MM定理用到处会得出资本结构无关紧要的论断,家庭能够构建资产组合以抵消中介持有的任何头寸,中介不能创造价值(Fama,1980)。Friedman&Schwartz(1963)认为由中央银行控制的货币供给是最为关键的金融变量,这也就意味着,银行在货币创造功能之外不会发挥其他功能,包括中介功能。Modigliani&Miller(1958)提出的所谓“MM定理”以及随后发展起来的“真实商业周期模型”中,都可导出金融中介是多余的或者无关紧要的结论。上述的金融中介无关紧要的论断明显的与现实不符。历史上,银行和保险公司在金融市场上已经扮演了中心角色,即使在经济发展的初始阶段,中介的发展也会导致金融市场本身的发展(Mckinnon,1973)。以后的研究者正是在对上述模型的前提进行修正的情况下,认为信息成本、交易成本、参与成本和风险管理等是金融中介存在的原因。

(三)20世纪60年代以后的金融中介理论——现代金融中介理论

现代金融中介理论利用信息经济学和交易成本经济学的最新成果,以降低金融交易成本为主线,对金融中介提供的各种服务进行了深入的分析;探讨了它们如何利用自身优势克服不对称信息、降低交易成本,从而以比市场更低的成本提供服务。

Gurley&Shaw(1956,1960)、Benston George(1976)、Mishkin(1978,1984)以及随后的许多经济学家强调了交易成本的作用。Leland&Pyle(1977)、Diamond(1984)、Gale& Hellwig(1985)、Campbell& Kracaw(1980)、Boyd& Prescott(1986)、Mishkin(1978,1984)等经济学家则强调金融中介在解决信息不对称方面的作用。Merton(1989,1990,1993,1995)、Merton&Bodie(1993,1995)提出了金融中介的“功能观”。Allen&Santomero(1998)强调了风险管理和参与成本的重要性。Scholtens&Wensveen(2000)提出价值增加应是金融中介理论的焦点。现代金融中介理论是本文余下部分的重点内容。

三、现代金融中介理论的主要内容

这一部分详细论述20世纪60年代以来的金融中介理论的主要内容及其发展过程。以影响中介形成与发展的主要因素为中线论述。

(一)不确定性与金融中介

跨期交易结果的不确定性可分为个人不确定性和社会不确定性,当面向个人的不确定性在某种程度上结合起来,即从结果上表现为经济社会总体的不确定性时,社会不确定性就产生了。假定无论社会不确定性还是个人不确定性都是经济社会所固有的,从某种意义讲,个人并不能通过其他资源的使用就减少这些成本。

Bryant(1980)和Diamond&Dybvig(1983)研究了在个人面临消费不确定性时银行类中介的作用。在他们的研究中,银行负债是作为平滑消费波动的机制而出现的,而不是执行交易媒介的功能。银行为家庭提供防范影响消费需求(路径)的意外流动性冲击的保险手段。

Diamond&Dybvig(1983)模型(以下简称DD模型)的前提假设为:假定从投资机

会中获得的支付与消费者的期望消费路径不一致,消费者的消费需求是随机的。除非他们通过中介在一定程度上分散了消费冲击,否则满足这些随机消费需求会要求消费者提前结束投资。Diamond&Dybvig(1983,1985)模型认为在投资者面对独立流动性冲击的经济中,金融中介提供的存款合同可改进市场配置。而市场不能为防范流动性提供完全保险,因而不能导致有效的资源配置。实际上,DD模型的金融中介为个人投资者提供了一种风险保障。投资者可以利用金融中介来提高自己的在孤立状态下备用投资的可能性。一方面,他可以避免投资机会中固有的风险;另一方面,可以避免消费需要中固有的风险。在DD模型中,在没有交易成本的情况下,投资者之间可直接订立合约,以获得与利用金融中介相同的投资结果。但是,由于道德风险的原因,这样的私人合约会最终走向解体。

Dimmond&Dybvig假定活期存款是不能交易的,且没有考虑其他证券市场。Jacklin(1987)和 Haubrich&King(1990)也认为金融中介的存在依赖于上述假定。Hellwig(1994)和 von Thadden(1998)考察了在DD模型中加入其他条件时银行的功能问题。为了回应 Jacklin(1987)、Haubrich&King(1990)、Hellwig(1994)和 von Thadden(1998),Diamond(1997)发展了一个包含银行和证券市场的模型,考虑了在市场上代理人有限参与的情况。文章的重点是关于银行流动性的提供和市场深度的相互作用。代理人参与与证券市场越多,银行提供额外流动性的能力越弱。

Allen&Gale(1997)考虑了金融中介的不同的平滑功能,也就是所提供的平滑跨代风险转移机制。在迭代模型中,市场是不完全的,但是 Allen&Gale 指出,长期存在的金融中介是提供这种跨期平滑作用的制度机制。中介持有所有资产,为每一代人提供存款合约。在积累了大量储备之后,中介为每一代人的存款提供独立于真实红利实现情况的不变收益。

上述分析主要是针对个人的消费风险所引起的不确定性。投资不确定性会引起风险厌恶型的投资者进行多样化投资,而金融中介可以减少个人持有多样化组合的成本。这在下一部分会详细分析。

(二)交易成本与金融中介

交易成本曾经是解释金融中介存在的一个主要因素,正如 Benston George(1976))所述:“这一行业(指金融中介业)存在的原因在于交易成本”。交易成本包括货币交易成本、搜寻成本、监督和审计成本等。其中搜寻成本、监督和审计成本放在信息与金融中介部分介绍。

现代金融中介理论的先驱格利和肖及其后继者 Benston George(1976)和 Fama(1980)认为,由于金融资产交易技术中的不可分性和非凸性,阿罗-德布鲁范式中理想的无磨擦的完全信息金融市场已不再存在,因而就需要金融中介参与金融交易;金融中介可视为单个借贷者在交易中克服交易成本、寻求规模经济的联合,并指出金融中介存在的原因在于交易成本,提出了金融中介理论中的交易成本思路,从而开创了现代金融中介理论。金融中介降低交易成本的主要方法是利用技术上的规模经济和范围经济。也可以这样说,规模经济和(或)范围经济起源于交易成本。若存在与任何金融资产交易相关的固定交易成本,那么,和直接融资情况下借贷双方一对一的交易相比,通过金融中介的交易就可以利用规模经济降低交易成本。之所以有规模经

济存在,是因为在金融市场上,当交易量增加时,一项交易的总成本增加得很少。从整个社会的储蓄投资过程看,中介手段有助于提高储蓄和投资水平以及在各种可能的投资机会之间更有效地分配稀缺的储蓄,这被称之为金融中介的“分配技术”。同时,金融中介还可通过协调借贷双方不同的金融需求而进一步降低金融交易的成本,并且依靠中介过程创造出各种受到借贷双方欢迎的新型金融资产,这被称之为“中介技术”(孙杰,1998;张杰 2001)

Klein(1973)认为多样化成本是出现金融中介的必要条件,并且注意到这“提供了一种聚合资财的经济刺激,而中介机构则是如此聚合资财的合乎逻辑的工具”Kane&Buser(1979)研究了美国商业银行持有证券的多样化程度。金融中介的规模经济还表现在它能更好地开发专门技术来降低交易成本。互助基金、银行和其他金融中介开发了计算机专门技术,使之能以极低的成本提供多种便利的服务。

另一类型的规模经济与流动性保险相关。按照大数法则,大的投资者联合将能够投资于流动性弱但收益性高的证券,并且保持足够流动性以满足单个投资者的需要。这一讨论并非仅仅适用于银行业,对保险活动或存货管理同样有效。

Freixas&Rochet(1997)认为范围经济主要涉及支付和存款服务之间,无论在经验还是理论层次上,范围经济并不易准确陈述。Anthony Saunders(1997)指出金融中介形成的产品间成本协同节约的能力为范围经济。比如说,计算机化可以使有关客户和他们需求的重要信息得以储存和共同使用。技术使得金融机构共同使用自己的资源投入(如资本和劳动力),以较低的成本(所谓较低的价格是与这些金融服务产品各自独立生产时相比)生产出一系列金融服务产品。

80年代以来有大量文献考察了不同金融服务行业中的规模经济和范围经济。关于银行,除了最小规模的银行外,许多早期的研究都没能发现规模经济(Benston et al., 1983; Berger et al., 1987; Gilligan&Smirlock, 1984; Gilligan, Smirlock&Marshall, 1984; Kolari&Zardkoohi, 1987; Lawrence, 1989; Lawrence&Shay, 1986)。最近,由于数据的完善和测量技术的提高,人们发现规模在\$1亿到\$50亿之间的银行存在规模经济(Mester, 1990; Noulas et al., 1990; Shaffer, 1988; Hunter et al., 1990)。关于范围经济,不论是在存款、贷款及以其他传统银行产品业务中找证据,还是从表内与表外业务中找证据,有关成本互补的证据最多只是很弱。对非银行金融业的研究相对较少,几乎都说明规模经济和范围经济不存在(Mester, 1987; Lecompte&Smith, 1990; Field&Murphy, 1989; Grace&Timme, 1992; Goldberg et al., 1991)(上述关于规模经济和范围经济的实证来自于 Anthony Saunders, 1997)。

(三)信息不对称与金融中介

运用信息不对称来解释金融中介的存在,是20世纪70年代金融中介理论的热点。我们通常认为关于信息不对称问题的文献可追溯到 Leland&Pyle(1977)或更早到 Akerlof(1970)。但 Stiger(1967)把这一问题追溯到 Keynes(1936)的关于借款者的风险和贷款者的风险的区别。在回顾了 Keynes 关于诸如获得借款人的知识和监督他们在贷款期间的行为的“信息成本”的分析之后,Stiger 得出一个经典的定义:“信息成本是指从

无知到无所不知转变的成本,而很少有交易者能够负担全过程的成本”。新的文献通过确认融资过程中获得信息资源的困难,把以信息成本为基础的金融中介理论导向一个更加基础的水平。

所谓的信息不对称是指交易的一方对交易的另一方不充分了解的现象。例如,对于贷款项目的潜在收益和风险,借款者通常比贷款者了解得更多一些。信息不对称会导致逆向选择和道德风险问题,两者都会导致金融市场失灵。解决逆向选择问题的一个办法是让私人来生产和销售信息。也就是一小部分人生产信息而成为知情者,然后把信息出售给不知情者。然而,这引入了“可信度问题”(reliability problem),Hirshleifer(1971)首先指出了这一问题:即不可能使信息生产者可信地保证他事实上生产了有价值的信息。一个相关的问题涉及信息的再出售。如果信息生产者可信地生产了有价值的信息,然后卖给另一代理人,但没有办法阻止第二个代理人把该信息卖给第三方,以致第四方等。换句话说,信息的购买者在不必减少自己对信息的使用的情况下把它卖给别人或与人共享。这是所谓的“剽窃问题”(appropriability problem)。信息生产者不能完全得到信息生产的回报,这使得信息生产不经济(Grossman&Stiglitz(1980))。信息生产中的再出售和剽窃问题激发了金融中介的产生。Leland&Pyle(1977)首次提出中介可以克服可信度问题。中介通过将它自己的财富投资在资产中以可信地生产信息,这表明它所生产的信息是有价值的。Leland&Pyle 建议金融中介通过发行证券和将收益投资到证券组合中使得中介成为私人知情者,这样能有效地解决信息生产中的可信度和剽窃问题。从其委托监督模型出发,Diamond(1984)从 Leland&Pyle(1977)模型得出相对于企业主的成本来说,分散化可降低中介的显示成本。在 Leland&Pyle(1977)之后,许多文献尤其著名的是 Campbell&Kracaw(1980)也探讨金融中介存在以生产潜在投资的信息,这些信息在资本市场上不能有效的生产出来。然而,最完整的论述代理人联盟能够生产潜在投资的事前信息的是 Boyd&Prescott(1986)。在 Boyd&Prescott(1986)模型中,代理人可以评价他自己的项目,然后向投资者发行承诺支付特定回报的证券。或者,代理人联盟可以提供给投资者一个组合回报。金融中介就是这样的代理人联盟,它可以评价项目,投资到必定会产生高回报的项目,从项目组合中分享回报。金融中介(尤其是银行)之所以能从信息生产中获利,一个重要的因素是它们主要发放私人贷款,而不是购买在公开市场上交易的证券,这避免了“搭便车问题”。

从交易成本的角度看,逆向选择导致的成本为:在贷款之前,贷款人在逆向选择环境下对合适的投资项目和借款人进行搜寻和核实投资项目预期收益的成本,即搜寻成本和核实成本。Chan(1983)建立了一个模型,认为金融中介的优势是能将搜寻投资机会的成本分散于众多投资者之间 因为在不存在金融中介的场合,每个投资者都要独立支付一笔搜寻成本,而金融中介则可以在不同投资项目之间进行广泛的搜寻,一旦找到了某个有效益的项目 还可与其他投资者一同分享。即金融中介在项目搜寻方面存在规模经济。核实成本是对投资效益进行评估的成本,要进行评估就要采取措施,就要花一笔费用。核实成本的效果是落实所取得投资效益,投资效益是“不能轻易地在投资者中间分享的”。意思是投资效益不容易直接分配给各个投资者,要分配给

各个投资者,只能通过金融中介体。金融中介体之所以有存在的必要,就在于投资效益的一部分能够让自己的客户分享。Broecker(1990)研究了逆向选择环境下进行的项目筛选问题。

解决道德风险的办法是增加监督,而监督是有成本的,如果由大量的小的贷款人直接监督借款人,成本会很高,而且同样会产生“搭便车问题”。而银行监督则具有规模经济,所以把它委托给一个特定的机构——银行是有效率的。银行相对于其他金融中介的另一个优势是:由于企业通常在银行开户,银行就可以直接得到重要的信息,银行就可以通过观察企业的存款和取款来评定企业的金融状况(Irena Grosfeld 1997)。Diamond(1984)首次对金融中介的存在作了一致性的解释。Diamond模型中的金融中介“监督”借款人。Hellwig(1991)对此进行了研究。Holmstrom & Tirole(1993)研究了在项目实施期间防止借款人的道德风险问题。Townsend(1979), Gale & Hellwig(1985), Krasa & Villamil(1992)提出了处罚或审计违约借款者的问题。Winton(1995a)提出了另外一个问题,即银行资本的作用问题,他指出银行资本是完成委托监督功能的另一机制。同时,中介贷款时所解决的任何能够增加价值的问题同样也是借款给金融中介的一方面面临的问题。在Diamond模型中,中介代表借款给中介的投资者监督借款人。但是贷款给中介的贷款人自己不得不直接监督中介。这个所谓的监督监督者的问题如何解决? Diamond(1984)是第一个认识到并解决这一问题的人(Gorton & Winton, 2002)。更准确地说,“监督监督人”的问题是指:如果监督中介的成本低于贷款人直接贷款给借款人的成本和所导致的监督成本,则借款给中介会减少监督成本。Diamond的基本结论显示,随着中介规模的增大,如果中介按所承诺的监督借款人,它就会按承诺的支付存款人。如果不是这样,中介会遭受非金钱的惩罚即破产或声誉损失。如果贷款的回报是相互随机独立的, Krasa & Villamil(1992)应用大偏差定理表明:只要存款人的监督成本不随银行规模成指数增长,对大银行充分监督的期望成本趋于0。其他的关于银行类中介的理论观点强调了长期承诺关系的优点。认为银行会通过建立长期承诺机制来减少投资者、经营者和雇员之间的道德风险(Shleifer & Summers, 1988; Mayer, 1988; Franks & Mayer, 1990; Irena Grosfeld, 1997)。

(四)金融中介的功能观

对于金融中介有两种不同的分析方法,一种方法视现存的金融中介为给定,认为公共政策的目标就是帮助现有的机构生存和兴旺,把这种分析方法简称为机构观;另一种分析方法则不同,视金融中介运作的功能为给定,并探索运作这些功能的最佳机构结构,这种方法称为功能观。Jensen & Meckling(1976), Leland & Pyle(1977), Grebaum & Higgins(1983), Diamond & Dybvig(1986) Black(1985), Williamson(1985, 1988), Brennan(1993), Cossin(1993), Pierce(1991)和 Scholes & Wolfson(1992)都不同程度的论述了金融中介的功能,但系统的论述金融中介的功能并把它提升到金融中介的功能观层次的是 Bodie & Merton(1993, 2000)、Merton & Bodie(1993, 1995)和 Merton(1995)的分析。金融中介功能观大大地拓展了金融中介理论的视野,从而把金融中介理论的研究推向了一个新的水平。金融中介功能观的核心内容可表述为:金融功能比金融机构更稳定,亦即在地域和时间跨度上变化较小;机构的形式随功能而

变化,即机构之间的创新和竞争最终会导致金融系统执行各项职能的效率的提高。而且功能观首先要问金融体系需要行使哪些经济功能,然后去寻求一种最好的组织机构,而一种组织机构是否最好,则又进一步取决于时机和现有的技术(Merton, 1995; 博迪, 2000)。

当然,这里关注的焦点并不在于金融中介功能的具体内容,而是金融机构的动态变化。Merton(1995)承认,近年来,金融体系结构(Ross(1989)把金融机构分为透明的各类证券市场、半透明的各类非银行金融机构以及不透明的传统金融中介如商业银行与保险公司)发生变化的部分原因是由于新设计证券的大量涌现,计算机和电讯技术的进步也使得不同证券的大宗交易得以顺利完成,部分原因是由于金融理论的重要进步,所有这些都大大地降低了金融交易的成本。结果,导致金融市场交易量大幅提高,从而替代了金融中介的某些职能。中介与市场在金融产品的提供上是竞争的,而技术进步与交易成本的持续下降加剧了这种竞争的强度。Finnerty(1988, 1992)对金融产品创新的大量事件的考察表明,最初由中介提供的金融产品最终都走向了市场,这种范式隐含着:金融中介(特别是非透明中介如银行)正在被金融市场的制度性安排所替代。上述观点对于金融中介总体来说是不成立的,中介除了提供定制的产品和服务的明显功能以外,还具有重要的创造与检验新产品的潜在功能。Merton 根据金融产品的性质对金融市场与金融中介作了具体“分工”。相比之下,金融市场倾向于交易标准化的或者说成熟的金融产品,这种金融产品能服务于大量的消费者,并在定价时能被交易所充分理解;而金融中介则更适合于量小的新金融产品,这些新产品一般而言是高度定做的,只针对那些具有特殊金融需求的消费者,因此信息也是完全不对称的。中介和市场是一个动态的过程,中介通过创造出构成新市场基础的产品和加大市场上已有产品的交易量来帮助市场成长。反过来,市场通过降低生产产品的成本帮助中介创造新的更加个性化的产品。当我们静态地审视某一特殊产品的活动时,中介和市场的确是两个相互竞争的制度。然而当我们动态地看待金融系统的演进时,两者又恰恰是互补性的制度,在功能的发挥上彼此加强、相互促进。从这种意义上讲, Merton 对金融中介理论的贡献是真正具有建设性的,甚至是革命性的。

功能需求的稳定性使 Oldfield & Santomero(1997)认为金融服务,如发行、配置、支付、及融资,比提供服务的机构和满足客户要求所提供的特定产品都要稳定。Eichberger & Harper(1997)也为我们理解中介与市场的关系提供了新的视角。在他们看来,金融制度发展的特征实际上就是金融中介与金融市场之间持续的竞争,金融制度演进的历史也就成为人们试图调和金融中介和金融市场竞争性关系的历史。

(五)风险管理、参与成本和金融中介

Allen & Santomero(1998)认为现有的文献过分强调了中介在减少交易成本和信息不对称方面的作用。他们指出,中介是风险转移的推进器和处理日益复杂的金融工具及市场难题的推进器(Facilitators)。同时指出,为参与金融活动提供便利是金融中介的一项重要服务。减少参与成本(即学习有效利用市场并日复一日地参与到这个市场中来的成本。)对理解已在金融市场发生了的变化是至关重要的。Merton(1989)增加了金融部门的另外一个功能。他认为金融中介具有在不同参与者之间分配风险的能力。在

这里,金融中介的主要增值能力在于它们具有以最低成本有效地分配风险的功能。金融中介可以通过动态交易战略创造大量的合成资产。其业务日渐集中于风险的交易和各种金融合约风险的捆绑和拆分。

20世纪70年代以来,许多传统的金融市场扩大了,新的金融市场产生了,交易成本也降低了,信息变得便宜和容易得到,但却没有伴随着中介的减少。反而,金融市场广度与深度的扩展却是中介和企业增加运用这些金融工具的结果,也就是说,金融市场的扩大并没有使人们对金融中介的依赖程度降低,反而,个人参与金融市场的方式急剧转向通过各种中介。因此,传统的以交易成本和信息不对称为基础的金融中介理论对此现象的解释就存在问题。

针对银行等金融中介业务的变化,Allen & Santomero(1998)在归纳银行新业务后认为,风险管理已经成为银行和其他金融中介的主要业务。Scholtens & Wensveen(2000)则认为,风险管理从诞生起就是银行的核心业务,银行总是持有风险资产并管理它。而随着银行新业务的拓展和衍生金融工具的出现,这一职能大大加强了。管理风险现在是,而且一直是金融中介的生计所在。依靠在信息生成和处理上的专业化以及分散个体信贷和期间风险,中介一直能够吸收风险。针对金融中介职能的变化,Allen & Santomero(1998)认为,原有的金融中介理论视野过于狭窄,需要用风险管理和参与成本来解释现代金融中介的存在。他们认为,在传统的以银行业为基础的经济中,金融市场的作用并不显著,银行管理风险的办法是将风险跨期平滑化:在资金充裕的时候吸收大量短期流动性资产,而在资金短缺时用它们作为流动性风险的缓冲剂。但是,近20年来,金融市场的发展对银行业形成的冲击,使这种风险管理办法难以为继了。因为金融市场给投资者提供比银行利息高得多的回报,因而使资金从银行流入金融市场。为了生存,银行不得不对其风险管理办法动手术:银行等金融中介绕开分业经营的限制,开拓新业务,进入新市场,进行金融创新,推出新的金融产品,向“全能银行”转变。这样,与传统的信贷业务比例下降相伴随,银行开始在金融市场中扮演着进行资产交易和风险管理代理人的角色。参与成本可以解释银行的职能转变。所谓参与成本有两方面的含义:一是指花在参与风险管理和决策上的时间。Allen & Santomero(1998)指出,最近20年来,随着人们特别是专业人士的单位时间收入的提高,他们花在风险管理和决策上的时间的机会成本大大增加了;二是指由于金融创新,金融工具越来越复杂,使得非金融从业人员了解金融风险交易和风险管理的难度也大大增加了。投资者学习某种金融工具需要花费固定成本,既然如此,虽然交易成本与信息成本可能已经大为下降,但由于伴随着上述固定成本,投资者的最佳选择仍然是只持有有限的资产(Brennan, 1975), King & Leape(1984)提供了相应的经验证据。这两方面的原因,使得个人参与金融资产交易和风险管理的成本大大增加。而金融中介作为专业机构,可以利用其专业优势,代理人们进行风险交易和管理,从而大大减少参与成本。在这里,金融中介的职能主要是代理金融资产交易和风险管理,已不同于传统的吸收存款和发放贷款的职能了。

(六)价值增加、客户导向与金融中介

Scholtens & Wensveen(2000)基本同意Allen & Santomero(1998)的观点,但是

认为他们的分析并不全面。尽管市场不断向完美市场逼近,信息价格不断下降,但不对称信息和交易成本仍然是中介起作用的重要因素。Scholtens & Wensveen(2000)认为参与成本并不能很好地解释金融业近年来发生的一些巨大变化,诸如共同基金的发展和金融衍生工具的广泛使用。在他们看来,这些金融产品迅速发展的关键仍然是风险而不是参与成本,金融中介理论必须拓展其目前的研究边界。应当放弃静态的完美市场范式,采用更为动态的概念,金融中介理论应当包括金融创新的动态过程和在此基础上的市场差异化。金融中介不是居于最终储蓄者和投资者之间充当“代理人”,以减少像不对称信息和参与成本之类的市场非完美性,而是一个独立行事的市场主体。它能够创造金融产品,并通过转换财务风险、期限、规模、地点和流动性而为客户提供增加值。因此价值增值是现代金融中介发展的主要驱动力,从而理应成为金融中介理论的核心。当然,价值增值是通过降低人们的参与成本和扩展金融服务来实现的。

基于此,Scholtens & Wensveen的这种所谓的补充理论(amended theory)自然强调金融中介的顾客导向而不是信息不对称。也就是说,金融中介本身就是向顾客出售金融服务并从中获利的,而传统理论所谓的节约交易成本、消除信息不对称以及参与成本等则属于上述过程的伴随效应(by-effect)总之,这种补充理论与传统理论相比,后者强调成本,而前者则强调价值;后者强调信息不对称,而前者强调顾客导向(张杰2001)。

世界经济
2003 第3期
77

四、结论和启示

在金融理论中,对金融中介的存在性的解释是最基础的部分,然而相对来说,这也是受到较少关注的领域,在发展中国家尤其如此。大部分经济、金融学家都是把金融中介作为既定的组织。现有的金融中介理论是伴随着金融业的实践而发展的。金融中介理论的发展,体现出这样一个过程:即不断地向新古典的完全竞争模型中加入现实因素。首先是以金融中介技术上的规模经济和范围经济来解释金融中介的存在;但随着金融交易技术进步,这种解释的说服力明显下降。于是,新金融中介理论开始寻求更基本的原因。借助于信息经济学和交易成本经济学的发展,交易成本一度成为新金融中介理论的核心概念。但是,随着近十多年来金融中介职能的转变,人们开始寻求交易成本之外的其他原因,典型的如风险管理和参与成本。风险、不确定性、信息成本和交易费用构成了金融中介演化的客观要求,而制度、法律和技术则构成了中介演化的现实条件。所有这些也构成了金融中介理论的主要内容。

从金融中介理论本身来说,一方面,金融中介理论尤其是现代金融中介理论发展的时间不长,无论是古典理论,还是现代金融中介理论中的不确定性、风险、交易成本、信息不对称、参与成本都只是部分的解释了金融中介的存在性;另一方面,现有的金融中介理论都是以成熟的市场经济体制为前提的,虽然这些理论到后来尤其是Scholtens & Wensveen(2000)和Merton(1995)那里已经开始注重演进与结构变化的所谓动态视角,但也只是一种十分有限的扩展,或者说只是把原来分割和静态的市场与中介的关系加以整合,从总体上讲,仍然是以市场体制作为背景和条件的。而没有

考虑到不发达经济/转轨经济的制度背景。McKinnon(1993)和张杰(1998)作了初步的尝试。张杰(2001)认为合理解释转轨经济条件下金融中介的理论和假说一定是一种更为一般的理论,而不是更为特殊的理论范式。这同时意味着,金融中介理论将在解释转轨经济金融中介问题的过程中获得创新与发展的新机遇。

对于金融中介的正确认识也有助于政府的管制。如果像现代金融中介理论所分析的那样,金融中介的职能不仅仅是资产转型的话,那么对金融中介的管制以及管制方法就应当有所改变。比如说,在金融中介系统中,产品创新和金融基础设施演进之间的冲突难以避免,政府行为能够减轻金融产品和金融基础设施之间的冲突,也可能加重它们之间的冲突,关键在于政府的管制政策。Merton、Bodie 等人认为在快速变化的时代,与机构观相比,金融系统的功能应更有用,更便于政府的金融管制。这是因为:第一,功能观把注意力集中在预测未来将最有效发挥中介功能的机构结构上。依据这样的预测,政府能够制定必要的政策以促进机构结构的必要变化,而不是试图维护和保留现存的机构结构。第二,随着交易技术的发展和交易成本的降低,金融中介的产品和服务的界限日益模糊。但是从功能角度看,产品和服务则是相对稳定的。第三,功能管制还会减少机构致力于“管制套利”的机会。第四,由于功能管制不求管制或管制主体的同时修正,因而功能管制便于推进机构结构的必要变革。对商业银行来说,只有从功能观点出发进行不断的创新,寻找能够充分发挥自己比较优势的产品和业务,才能生存下去。

金融中介的功能观对我国金融理论研究、金融改革、金融市场发展等都具有很强的借鉴意义,但是也有失偏颇。比如,博迪(Bodie,2000)认为,中国可以跨越一步,即抛开传统的中介体系,利用最廉价的技术建立一个配置资本的整体框架。他进一步表明,我们必须抛弃银行,不要试图设置一个已经证明是十分脆弱的体系,改革的重点是建立提供金融功能的机制,而不必模仿西方国家,一一建立西方国家已有的各种金融机构(廖理,2000)。而默顿(Merton,2000)也曾表态,博迪的上述观点基本上可以代表他的看法,同时认为,如果中国直接采用最先进的金融技术去设计自己的金融体系,而非单纯效仿现有的金融体系,它就能实现一个飞跃,远远超过现有体系的效率。然而,一国金融机构和金融体系都是随着时间而逐渐演变形成的,都有其存在的经济社会环境,而不理解这一点就会犯类似“大跃进”的错误。所以对上述观点,我们不敢苟同。因此,必须以中介理论为指导,结合我国实情并适当借鉴其他国家的经验来设计金融政策。

参考文献:

- Allen, Franklin & Douglas Gale, 1997, "Financial Market, Intermediaries and Intertemporal Smoothing," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 3, pp. 523-546.
- Allen, Franklin & Gale, D., 1994, *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Allen, Franklin & Santomero, Anthony M., "The Theory of Financial Intermediation," *Journal of Banking & Finance*, 21(1998), pp. 1461-1485.
- Aoki, M., 1994, "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View," Chapter 4 in M. Aoki and H. Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press, Oxford, pp. 109-141.

- Arrow, K., 1970, *Essay in the Theory of Risk Bearing*, London: North Holland.
- Baltensperger, E., 1980, "Alternative Approaches to the Theory of the Banking Firm," *Journal of Monetary Economics*, 6, pp. 1-37.
- Bencivenga, V. R. & Smith, B. D., 1991, "Financial Intermediation and Endogenous Growth," *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2, April, pp. 195-209.
- Bensten George, 1976, "A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 31, pp. 215-231.
- Bernanke, B., 1983, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73, No. 3, pp. 257-276.
- Bodie, Z. & Merton, R. C., 1993, "Pension Benefit Guarantees in the United States: A Functional Analysis," in R. Schmitt, Ed., *The Future of Pensions in the United States*, Philadelphia, PA, University of Pennsylvania Press.
- Bodie, Z. & Merton, R. C., 1998, *Finance*, Preliminary Edition, Prentice Hall, Inc.
- Bodie, Z. & Merton, R. C., 2000, *Finance*, First Edition, Prentice Hall, Inc.
- Boyd, J. & Prescott, E., 1986, "Financial Intermediary Coalitions," *Journal of Economic Theory*, 38, pp. 211-32.
- Campbell, T. S., Kracaw, W. A., 1980, "Information Production, Market Signaling and the Theory of Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 35, pp. 863-882.
- Chan, Y., 1983, "On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information," *Journal of Finance*, 38, pp. 1543-1568.
- Chant, J., 1989, "The New Theory of Financial Intermediation," Kevin Dowd and Mervyn K. Lewis: *Current Issues in Financial and Monetary Economics*, The Macmillan Press Ltd.
- Debreu, G., 1959, *Theory of Value, An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*, New York: Wiley.
- Diamond, D. W. & Dybvig, P. H., 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, 91(3), June, pp. 401-19.
- Diamond, D. W., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- Eichberger, Jurgen & Harper, Ian R., 1997, *Financial Economics*, Oxford University Press.
- Fama, E. F., 1980, "Banking in the Theory of Finance," *Journal of Monetary Economics*, 6, pp. 39-58.
- Fisher, I., 1930, *The Theory of Interest*, New York: Macmillan.
- Freixas, X. & Rochet, J. C., 1997, *Microeconomics of Banking*, Massachusetts Institute of Technology.
- Friedman, M. & Schwartz, A., 1963, *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Goldsmith, R. W., 1969, *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B., 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, 98(5), October, pp. 1076-1107.
- Gurley, J. G. & Shaw, E. S., 1955, "Financial Aspects of Economic Development," *American Economic Review*, 45(September), pp. 516-522.
- Gurley, J. G. & Shaw, E. S., 1956, "Financial Intermediaries and the Saving Investment Process," *Journal of Finance*, 11(2, May), pp. 257-276.
- Gurley, J. G. & Shaw, E. S., 1960, *Money in a Theory of Finance*, Washington, DC: Brookings Institution.
- Hellmann, T., Murdock, K., & Stiglitz, J., 1996, "Financial Restraint: Toward A New Paradigm," in M. Aoki, Hyung Ki kim, & M. Okuno Fujiwara Eds., *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, New York: Oxford University Press.
- King, R. G. & Levine, R., 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of*

- Economics*, 108(3), pp.717-737.
- Klein, M. A., 1973, "The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 28, pp.923-931.
- Leland, H. & Pyle, D., 1977, "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol.32, No.2.
- Mckinnon, R. I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Mckinnon, R. I., 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial control in the Transition to a Market Economy*, second edition, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Merton, R. C., & Bodie, Z., 1993, "Deposit Insurance Reform: A Functional Approach," in A. Meltzer and C. Plosser. Eds., *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 38(June).
- Merton, R. C., & Bodie, Z., 1995, "A Framework for Analyzing the Financial System," in Crane et al., Eds., *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Boston, MA, Harvard Business School Press.
- Merton, R. C., 1989, "On the Application of the Continuous Time Theory of Finance to Financial Intermediation and Insurance," *Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, 14, pp.225-261.
- Merton, R. C., 1995, "A Functional Perspective of Financial Intermediation," *Financial Management*, Vol.24, No.2, Summer, 1995, pp.23-41.
- Mishkin, F. S., 1993, 1995, 2001, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Harper Collins College Publishers.
- Modigliani, F. & Miller, M. H., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48(3), June, pp.261-97.
- Santomero, A. M., 1984, "Modeling the Banking Firm: A Survey," *Journal of Money, Credit and Banking*, 16, pp.576-602.
- Saunders, A., 1997, *Financial Institutions Management: A Modern Perspective*, McGraw-hill Education(Asia) Co. and Dongbei University of Finance & Economics Press.
- Scholtens, Bert & Wensveen, Dick van, 2000, "A Critique on the Theory of Financial Intermediation," *Journal of Banking & Finance*, 24(2000), pp.1243-1251.
- Shaw, E. S., 1973, *Financial Deepening Economic Development*, Oxford University Press.
- Tobin, J., 1987, *Financial Intermediaries*, the *New Palgrave Dictionary of economics*, edited by John Eatwell, Murray Milgate, Peter Newman, Volume 2, E to J.
- 北京奥尔多投资研究中心主编, 2001, 《风险、不确定性与秩序》, 中国财政经济出版社。
- 博迪(Bodie, Z.), 2000, 《金融体系的功能观点》, 载廖理、汪勃、陈璐《探求智慧之旅: 哈佛、麻省理工著名经济学家访谈录》, 北京大学出版社, 2000年版。
- 凯文·多德、默文·K·刘易斯主编, 1989, 《金融与货币经济学前沿问题》(中译本) 中国税务出版社, 北京腾图电子出版社2000年出版。
- 默顿(Merton, R. C.), 2000, 《对中国金融体系改革的期望》, 载廖理、汪勃、陈璐《探求智慧之旅: 哈佛、麻省理工著名经济学家访谈录》。
- 彭文平, 肖继辉, 2002, 《新金融中介理论述评》, 《当代财经》, 第2期。
- 孙杰, 1998, 《货币与金融: 金融制度的国际比较》, 社会科学文献出版社。
- 曾康霖, 2001, 《简论金融中介学说的发展轨迹》, 《财经科学》, 第4期。
- 张杰, 2001, 《金融中介理论发展述评》, 《中国社会科学》, 第6期。
- 张杰, 1998, 《中国金融制度的结构与变迁》, 山西经济出版社。
- 周延军编著, 1992, 《西方金融理论》, 北京: 中信出版社。