

# 当代金融中介理论述评

蒋俊贤

(钦州学院 广西 钦州 535000)

**摘 要:** 针对金融市场和金融中介的新发展,当代金融中介理论突破了传统的信息不对称、交易成本等分析范式约束,既有强调风险管理、参与成本和价值增值等微观职能对金融中介的影响,也有从金融功能和转轨经济中国家的金融中介发展等全新的分析视角。

**关键词:** 金融中介;风险管理;参与成本;价值增值;面子成本

**中图分类号:** F830 **文献标志码:** A **文章编号:** 1673-291X(2010)12-0067-03

## 一、引言

传统金融中介理论认为,金融中介能生存和发展的主要原因是资金的最终供给者和需求者之间信息不对称,如直接交易、搜寻、交易及监督等成本过高。20 世纪 70 年代以来,随着金融市场广度与深度的扩展,金融交易技术的改进,交易成本显著降低。根据传统金融中介理论,金融中介的重要性应逐步降低。现实的情况却是金融中介不仅没有萎缩,其重要性反而进一步增强,个人和企业参与金融市场也越来越依赖金融中介。针对金融中介的新发展,理论界在已有理论的基础上进一步发展了金融中介理论,但是由于研究视角差异,不同理论的观点差异较大。

为了理清当代金融中介理论的发展脉络,本文按时间先后顺序,回顾近年来对于金融中介所进行的理论和实证研究,并进行简要评述。本文主要简述金融中介功能观、基于新功能的金融中介理论及转轨经济中金融中介理论等的主要内容。

## 二、金融中介的功能观:一种理论的综合

对于金融中介有两种不同的分析方法,一种方法是视现存金融中介结构为既定,公共政策的目标就是帮助提高现有金融中介生存和发展的能力,使他们更有效地提供各自独特的服务,这种观点被称为机构观;另一种方法则视金融中介的经济功能为给定,探索实现这些功能的最佳机构结构,这种观点被称为功能观(Merton, 1995)。虽然此前已有学者不同程度地论述了金融中介的功能,但是系统论述金融中介的功能并把它上升到金融中介的功能层次的却是 Merton 等人的分析(胡庆康等, 2003)。金融中介功能观大大拓展了金融中介理论的视野,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:相对于金融机构,金融功能在地域和时间跨度上变化更小,机构的形式随功能而变化,机构

之间的竞争会导致机构结构优化,进而使金融体系运行更有效率。功能观首要问题是金融体系需要形势那些经济功能,然后去寻求一种能最有效执行这些功能的组织机构,而一种组织机构是否合理,则取决于时机和当时的技术(Merton, 1995)。

当然,我们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)认为,近年来,金融体系结构发生变化的原因部分是新设计证券的大量涌现,部分是交易技术的进步使得不同证券的大宗交易得以顺利完成,部分是金融理论的重要进步。这些变化极大地降低了金融交易的成本,导致金融市场交易量大幅增加,替代了金融中介的某些职能。据此, Merton 认为,金融中介与金融市场在具体金融产品的提供上是有竞争的,而技术进步与交易成本的持续下降则加剧了这种竞争。但是, Merton 认为,关于金融中介与金融市场之间的关系,不仅要考虑到单个金融产品提供,更要考虑到金融市场与金融中介之间的动态变化。基于这种思考, Merton 认为,金融市场与金融中介的业务领域各有侧重。金融市场倾向于交易标准化的金融产品,这类金融产品的定价能不被充分理解,能服务于大量的消费者,而金融中介则更适合于量小的新金融产品,这些新产品通常是高度定做的,只针对那些具有特殊金融需求的消费者,信息也是完全不对称的。Merton 进一步指出金融中介与金融市场处在一个先后具有内在联系的逻辑链条之上,它们是履行不同金融产品“创造”与“打造”功能的制度安排,而不是单纯竞争性、替代性以及此消彼长的关系。

Merton 把这种中介与市场之间的动态联系解释为金融创新螺旋,金融体系将朝着一个充分有效率的理想目标演进。随着金融创新螺旋的加速,这些金融产品的新交易市场会迅速扩展,市场的完美性也逐步提高。为了从这些产品的头寸上套利,生产者和金融中介都参与新市场上的交易,使交易量迅速增加及边际交易成本下降,使中介能够完成更多新产品的

收稿日期: 2010-02-01

作者简介: 蒋俊贤(1979-)男,广西全州人,博士研究生,从事金融理论与实务研究。

定做,依此螺旋演进,朝着理论上边际成本为零的极限情形靠近,最终达到动态的完全市场。因此,Merton 断定,家庭持有的任何一种资产组合和金融产品,其提供者并不是单纯的中介或市场,而是市场—中介—市场—中介这样一个循环反复的过程。如果市场和中介相互无法建立有效联系,则不能为家庭提供任何多样化和具有充分可分性的有效金融资产组合。因此,在市场与中介之间存在一个特有的竞争范式,一种金融产品往往在中介和市场间作周期性的摆动和循环,直至达到某种稳定状态。中介通过创造构成新市场的基础产品和加大已有产品的交易量来帮助市场成长,而市场则通过降低生产这些产品的成本,帮助中介创造更具特色的新金融产品。

由此可见,Merton 对金融中介与金融市场的分析综合了此前关于金融市场与金融中介的分析,对金融中介理论发展是真正建设性的,甚至革命性的。Eichberger & Harper (1997) 也认为金融制度发展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(张杰,2001)。

### 三、金融中介新功能:金融中介职能的扩展

#### (一)风险管理、参与成本和金融中介

虽然风险是金融中介产生的原因,风险管理一直是金融中介的核心业务,但是随着金融业务的拓展和衍生金融产品的出现,金融中介风险管理的职能大大强化,成为银行等金融中介生存和发展的关键职能。针对金融中介业务的新变化,Allen&Santomero(1998,2001)认为,已有文献视野过于狭窄,过分强调了金融中介在减少交易成本和信息不对称等方面的作用,需要用风险管理和参与成本等新功能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,银行风险管理的方法主要是风险跨期平滑。但是,近年来,金融市场的发展,使这种风险管理方法效力大减。为了生存,银行不得不开拓新业务,进入新市场,采用衍生产品和动态交易策略等新的技术管理风险,同时需要对其所面临的不同类型风险进行分类管理,以实现风险最小化和收益最大化。由于市场形势变幻起伏,金融中介的客户特别是公司客户对风险管理服务产生了巨大的需求,需要金融中介提供相应的服务。这样,银行等中介逐渐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。

Allen&Santomero(1998)认为,对于理解金融中介和金融市场的演变,参与成本是非常关键的。所谓参与成本有两方面的含义,一是指市场参与者花在参与风险管理和决策上的时间,最近年来,随着人们单位时间收入的提高,他们自己花时间来管理风险的机会成本大大增加了;二是指由于金融创新,金融工具和金融交易越来越复杂,使得非金融从业人员了解风险交易和风险管理的难度也大大增加了。尽管交易成本与信息成本已经大为下降,但是投资者学习金融工具和风险管理技术的时间成本却大幅增加。为了降低成本,投资者的最佳选择仍然是持有有限的资产,并更多地通过金融中介进行风险管理。基于此,Allen&Santomero(1998)认为,基于参与成本的金融中介理论,不仅能为金融中介从事风险交易和

风险管理提供,而且还能一般为公司参与风险管理的范围比金融中介少等现象提供合理的解释

#### (二)价值增加、客户导向与金融中介

Scholetens&Wensveen(2000)基本同意 Allen&Santomero(1998)关于金融中介理论的观点,但是认为他们分析并不全面。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。Scholetens&Wensveen(2000)认为,参与成本虽然有助于理解金融中介的新角色,但是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。在他们看来,理解金融中介和金融市场新变化的关键仍然是风险,风险仍是金融中介理论研究的核心问题。不过,金融中介理论还必须突破现有的研究边界,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。金融中介不仅是居于最终储蓄者和投资者之间充当代理人,以减轻市场不完美性,还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价值增值。因此,价值增值是现代金融中介发展的主要驱动力,价值增值理应成为金融中介理论的核心。当然,价值增值是通过降低参与成本和扩展金融服务来实现的。基于此,他们指出客户导向应是金融中介的基本战略,金融中介开展业务过程就是向客户出售金融服务并从中获得利润的过程,减少客户交易成本和信息不对称则是金融中介提供金融服务的伴随效应。最后,他们进一步指出是分析金融中介的最佳风险政策和利润来源有助于理解现有的金融业务,现代金融中介理论应视共同基金业的发展为一种提供金融转换服务新型的金融中介的演进,而不应视为非中介化。

### 四、经济转轨与金融中介:一个新的分析框架

张杰(2001)认为,西方主流金融中介理论虽然已日趋成熟,但是不能对转轨经济中的金融中介的性质与演进做出合理解释,需要建立一个全新的理论框架。在研究中,张杰(2001)引入“面子成本”的概念,他认为,面子成本是指当事人实施某种金融行为时的精神付出或损失,当事人会根据面子成本的大小来选择金融工具和金融行为。当事人的面子成本会随着收入水平的提高而增加,借方当事人为节约面子成本,会淡漠人情借贷,转向需要支付利息的金融中介借贷。而金融中介的出现是有条件的,需要一个渐进过程。在此过程中,率先产生金融需求的当事人的效用要遭受损失。不过,不同当事人的效用损失是不对称的,借方当事人要在面子成本与等待成本之间作为选择,损失相对较大,贷方当事人则仅牵扯到手持财富的机会成本,损失相对较少。在经济发展与转轨初期,人们比较重视面子成本,不太在意机会成本和等待成本。身为改革主要推动者的国家是不能等待,作为借方当事人,它时刻在权衡面子成本与其总效用函数的关系。国家的面子成本更多地体现为声誉成本,与改革前相比,国家对声誉成本更为敏感。具体地说,征税相当于国家与广大纳税人之间“面对面”的头寸交易,这种

交易的面子成本对改革中的国家来说有些过大。因此,国家须小心对待声誉成本,其中一个重要举措就是建立外生性的国有金融中介。

张杰(2001)认为,外生性国有金融中介虽然对转轨经济的发展有重要贡献,但是国有金融中介的引入,就必然带有借方垄断性即只考虑国有借方的需要,形成一种扭曲的交易逻辑。在这个逻辑中,私人贷方与私人借方间的联系会因国有金融中介的出现而中断并在将来也无法修复,国家实际上强制替代了私人借方。在这种强制的借方替代的条件下,国有金融中介只能依赖国家信用,把分散的私人贷方风险加总后进行打包,无法拆分。一方面,国有金融中介的风险逐渐积聚,另一方面,私人借方的信贷需求得不到满足,资源配置低效。这种借方替代虽然会导致微观低效,但是在经济转轨初期宏观有效的。因为国有金融中介能利用其所具有的储蓄动员功能和特殊的项目选择功能,按照国家意志配置资源,促进国有经济快速增长。但是由于无法进行风险拆分,从而使转轨中的经济承受着日益积累的风险压力,随着改革的推进,这种风险积累的压力将日益增加。国家为了控制整体风险和解决这一困境,措施之一便建立外生性金融市场。由于在这种市场上,参与交易的双方依然是私人贷方和国有借方,私人借方仍被排斥在交易过程之外。金融市场的出现实质上是国家试图用一种非市场合约替代另一种非市场合约。因此,国家通过金融市场来拆分原来在国有金融中介那里打包的风险的企图,不仅不能如愿,而且原来的风险会以新的形式扩散和积累。张杰(2001)认为,国家只有通过让国有金

融中介与私人借方建立金融联系才能实现风险拆分。但是实现分先拆分最为根本途径是与私人企业借方建立金融联系,而要实现这一目标,必须建立相对规范的私人产权制度,否则,金融部门便无从确认可信任的潜在借款人。因此,国家对国有金融中介的风险拆分与私人产权制度重建的努力,是理解转轨经济中金融制度演进的关键。基于此,张杰(2001)指出确立私人产权保护制度最终会成为国家的一种自觉行动。

## 五、简要评述

当代金融中介理论虽然在一定程度上克服了原有金融中介理论弱点,开拓了金融中介理论研究的边界和视野。但是由于视角不同,不同理论的看法差异巨大,而且也都有一定的局限性。Merton(1995)等提出金融中介功能观,明确了金融中介与金融市场的动态关系,把金融中介理论的研究推向了一个新的水平。但是他们对转轨经济研究不够,提出一些不符合转轨经济实际的政策建议。Allen&Santomero(1998),Scholetens&Wensveen(2000)等用风险管理、参与成本和价值增值等微观职能来解释金融中介生存与发展,使金融中介理论获得新的发展,但是他们的理论具有明显的时代性。张杰(2001)以中国为背景首次深入地研究了转轨经济金融中介产生和发展,从理论上解释了转轨经济中的国有金融中介的出现、生存与发展,对转轨经济金融中介发展具有重大的指导意义,但是他在研究过程中提出的诸多理论如面子成本理论的论证不够深入。因此,金融中介理论仍需要随着金融市场和金融中介的发展而发展。

## 参考文献:

- [1] Robert C. Merton Summer, 1995, "A Functional Perspective of Financial Intermediation", Financial Management, Vol. 24, No. 2, Silver Anniversary Commemoration, pp. 23-41.
- [2] Franklin Allen, Anthony M. Santomero, 1998, "The theory of nancial intermediation", Journal of Banking & Finance 21, 1461±1485.
- [3] Franklin Allen, Anthony M. Santomero 2001, "What do nancial intermediaries do?" Journal of Banking & Finance 25, 271±294.
- [4] Bert Scholtens, Dick van Wensveen 2000, "A critique on the theory of financialintermediation", Journal of Banking & Finance 24, 1243±1251.
- [5] Bert Scholtens and Dick van Wensveen, "THE THEORY OF FINANCIAL INTERMEDIATION:AN ESSAY ON WHAT IT DOES (NOT) EXPLAIN", SUERF-The European Money and Finance Forum Vienna 2003.
- [6] 张杰.金融中介理论发展述评[J].中国社会科学, 2001 (6):75-84.
- [7] 张杰.转轨经济中的金融中介及其演进:一个新的解释框架[J].管理世界, 2001 (5):90-100.
- [8] 胡庆康,刘宗华,魏海港.金融中介理论的演变和新进展[J].世界经济文汇, 2003 (3):67-80.

## The Critique on the Contemporary Theory of Financial Intermediation

JIANG Jun-xian

(Qinzhou College, Qinzhou 535000, China)

**Abstract:** With the latest developments of financial markets and financial intermediaries, the contemporary theory of financial intermediation has broken out the tradition analytical paradigm such as information asymmetry and transaction cost. Some think that it is important that the impacts of the new function such as risk management, participation costs. Some think that the functional perspective is the fundamentally analytical frames of financial intermediaries, others have studied the developments of financial intermediaries in the economy in transition.

**Key words:** financial intermediary; risk management; participation costs; value- addition; privilege costs

[责任编辑 吴迪]