

核心企业作为金融中介： 金融危机下一个新的融资框架

谭小芳

内容提要 公司金融中介的存在将会弱化客观的经济紧缩和货币紧缩对公司的影响,可以有效地帮助公司从困境走出来。公司金融中介这一反经济周期的特点可以从商业信用和银行借款的替代性关系中得到论证。在金融危机影响下,信息不对称、交易成本高等诸多问题的存在,金融中介必然拒绝或放弃大量信贷交易。金融机构提供信贷资金不足的现状,亟待一种新的金融中介打破现有的融资约束。公司金融中介的替代效应和互补效应不仅会促进公司的本身增长,而且会促进经济增长。在产业链中核心企业具有的许多特殊优势,促使其成功担负起公司金融中介的重任。在后金融危机时期,核心企业必将发挥公司金融中介的重要内生复苏机制的作用,成为一个新的融资方向。

关键词 核心企业 金融中介 金融危机

在供应链中,核心企业通过对信息流、物流、资金流的控制,将供应商、制造商、分销商、零售商直到最终用户连成一个整体的功能网链结构模式,制定一系列合作的协议来优化客户服务和降低供应链整体成本。核心企业一方面作为购买者或销售者,与成员企业进行实物交易;另一方面作为公司金融中介,为成员企业提供信用,实现了配置经济资源的基本功能。尤其在后金融危机时期,公司如果不能从金融市场获取资金,则很可能会通过公司金融中介行为进行融资,促进公司金融中介行为加剧。公司金融中介融资模式逐渐成为金融中介发展的新趋势。

一、公司金融中介与经济增长

兹维·博迪(Zvi Bodie)和罗伯特·默顿(Robert C. Merton)提出“功能观”的理论,主要是基于金融体

系基本功能来分析和研究金融与经济关系的。从金融功能观点看来,在长期内金融中介机构所履行的功能,远比它们在某个具体的经济中采取的形式和开展的业务要稳定得多;而且机构形式的变迁将最终由它们履行的功能决定,竞争将导致金融机构(体系)的变化,并向更具效率的金融系统演进。因此,重要的不是金融中介被冠以什么名称,归属哪个类别或者具体开展什么业务,而是它们在实现资源配置过程中起到或者应当起到什么样的作用。而金融系统的基本功能是在一个不确定的环境中,在时间和空间上帮助经济资源的配置。那么金融中介呢?在金融中介机构众多功能中,最基本的应该是履行支付和维持货币系统运行功能。现代经济均以货币为润滑剂,大多数吸收存款的金融中介,例如商业银行和储蓄贷款协会,主要通过汇兑、资金结算、信用卡等业务来履行支付和维持货币系统运行功能。

根据金融功能观的视点,在提供贸易信用的过程中,供应商扮演着金融机构的角色,发挥了金融中介的功能。公司金融中介行为往往通过两种方式表现:一种是公司作为公司与公司的金融中介,另一种是公司作为金融机构与公司的金融中介。这两种公司金融中介行为往往借助贸易信用,履行支付和维持货币系统运行功能。公司金融中介行为表明,公司金融中介行为可以替代部分金融中介的作用,提高资金配置效率。尤其是在金融危机影响下,当金融中介功能弱化时,公司金融中介也可以作为一个外部融资的来源,这无疑为企业发展带来了新的希望。

(一)公司金融中介的融资效应

在提供贸易信用的过程中,公司发挥金融中介的作用大小,取决于两种效应:替代效应与互补效应。替代效应是指公司金融中介代替金融中介,为资金需求者提供信用;互补效应是指公司金融中介在

金融中介失效的地方,为资金需求者提供信用。

在替代效应下,公司金融中介行为主要发生在中国作为金融机构与公司的金融中介。金融中介产生于金融市场的不完全性,解决了金融市场资金供求矛盾。而公司金融中介产生于金融中介的不完全性。因为缔约后不确定性所带来的交易成本,金融中介在经济中的作用受到限制,交易成本加大,迫使金融中介退出借贷市场,从而公司替代金融中介。

在互补效应下,公司金融中介行为主要发生在中国作为公司与公司的金融中介。公司可以从金融机构获得借贷资金,然后再以公司金融中介形式提供给购买商品的公司。在商品交易中,交易双方会由于产品类似、行业相关,处理对方的资产及商品比银行更为有效。因此,交易双方之间的信息不对称情况得到缓解,借贷资金获得了良好的投资机会。所以金融中介与公司金融中介行为是共同增加或者减少,说明两者之间有互补关系。

(二)公司金融中介与经济增长

无论是替代效应还是互补效应,公司金融中介都发挥了促进资金融通的积极作用。从国内外经验来看,公司金融中介与经济增长的关系日益明显。在美国,资本的提供经常伴随着商品的提供,也就是以贸易信用的形式出现。Lee & Stows(1993)计算估计1985年贸易信用的总量远远超过整个银行机构所提供的商业借贷。Rajan & Zingales(1995)提供证据显示1991年美国公司总资产中18%是由应收账款——向消费者提供信贷。Nilsen(2002)指出在美国制造业中应收账款在总资产中的份额已经占13%。在英国,据Kohler等(2000)估计,贸易信用总额已经占短期债务总额的70%。Atanasova & Wilson(2002)指出公司的信贷资产中55%是贸易信用,80%的公司使用贸易信用,在货币紧缩时期,贸易信用的比例还会上升。在我国,贸易信用主要表现在企业的应收账款与应付账款。企业与企业之间经常先交付商品,一段时期后再支付货款。

与金融中介促进经济增长一样,公司金融中介行为与企业增长的关系,也得到了经济学家的认同。Raymond Fisman和Inessa Love(2001)研究发现,高度依赖于公司金融中介行为的(使用应收账款占总资产的比例衡量依赖程度)金融欠发达的国家,存在较高的产出增长率。同时这种效应主要来自于

现存的企业增长,而不是公司数目的增长。Raymond Fisman和Mayank Raturi(2003)认为市场竞争程度与公司金融中介行为是正相关的,公司金融中介行为与产出有正相关关系。

二、公司金融中介的反经济周期特性

公司金融中介的替代效应和互补效应均会促进经济增长,尤其是公司的本身增长。因此公司金融中介的存在将会弱化客观的经济紧缩和货币紧缩对公司的影响,可以有效地帮助公司从困境走出来。这是公司金融中介行为在金融危机后的重要内生复苏机制。公司金融中介的这一反经济周期特点,可以从商业信用和银行借款的替代性关系中得到论证。

Schwartz(1974)提出的融资比较优势理论说明了商业信用和银行借款的关系是相互替代的。该理论通过设定包含商业信用的需求函数,证明在均衡条件下,资金成本低的企业愿意向那些资金成本高的企业投放商业信用的结论。同时,商业信用可以看作是资本市场融资渠道的一种补充:在实施紧缩的货币政策时,小企业会加大使用商业信用以替代银行借款,而大企业也会加大其银行融资能力,以便投放出更多的商业信用(常伴随价格的提高),以缓解小企业的融资约束。该理论实际上揭示,从信用提供者的角度看,资金成本低的企业的银行借款越多,其提供的商业信用也越多,是互补的关系,即同增同减的关系;而从信用接受者的角度看,资金成本较高的企业其商业信用和银行贷款之间是相互替代的关系,即此消彼长的关系,尤其是在货币政策紧缩期间更为明显。

Petersen和Rajan(1997)对美国3404家小规模企业的研究表明,不能从金融机构获得贷款的企业会使用更多的商业信用,较易获得贷款的企业(往往是规模较大的企业)则提供较多的商业信用。Danielson和Scott(2002)的研究同时使用了测量信用约束水平的直接指标(如最近一次申请贷款的成功与否)和间接指标(如与银行建立业务关系时间的长短),发现银行信用约束水平与商业信用的使用数量均有显著的正相关关系。Calomiris等(1995)的研究发现,在货币紧缩时期容易获得信贷支持的企业会向难以获得信贷支持的企业增开商业票据。Cook

(1999)通过对1995年俄罗斯352家企业的数据分析发现,使用商业信用的企业更容易得到银行贷款。Ono(2001)通过对日本制造业部门的检验认为,两者之间存在互补的关系。

由表1可见,除日本外,其他国家的商业信用与银行借款之间都是替代关系。公司金融中介和传统金融中介之间的关系与经济周期关系密切。

表1 不同国家关于商业信用与银行借款关系的实证研究结果比较

国家	所选取的用于代表银行贷款的变量	系数	显著水平
中国	短期借款	-0.175	1%
美国(Petersen, Rajan, 1997)	与提供贷款的银行之间业务关系的最长持续时间(年)	-0.011	5%
日本(Ono, 2001)	基于银行向企业提供贷款的态度的扩散指数(乐意—不乐意)	0.012	5%
俄罗斯(Cook, 1999)	选择企业能否获得银行贷款为因变量,选择其他因素和商业信用为自变量	-0.86	5%
乌克兰(Levchuk, 2002)	直接使用银行短期借款量	-0.446 (OLS) -0.149 (2SLS)	10% 1%

在经济平稳发展阶段,公司金融中介和传统金融中介之间的替代关系并不明显,乌克兰的替代程度(2SLS估计结果)与我国的情况就比较相近。

在金融危机背景下,由于金融机构不能正常运转,对商业信用的短期融资依赖就会特别高。当时俄罗斯正处于金融危机的影响下,公司金融中介的替代程度最大,高达86%。Cook(1999)的研究结果验证了在经济危机时期,公司金融中介(商业信用)行为的反周期性。

在经济复苏阶段,公司金融中介和传统金融中介之间将会出现互补的关系,共同刺激经济的恢复与增长。1985年广场协议之后,日本逐次经历了痛苦的经济泡沫爆发、崩溃、通货紧缩,金融业也处于一蹶不振的长期停滞。到2001年,日本经济开始处于恢复时期,商业信用虽然不再代替银行借款,但仍然作为金融市场的主要补充而存在。

三、核心企业的金融中介作用

在后金融危机时期,我国众多公司的发展急需资金的大力支持。但是,信息不对称、交易成本高等诸多问题的存在,金融中介必然拒绝或放弃大量信贷交

易。金融机构提供信贷资金不足的现状,亟待一种新的金融中介打破现有的融资约束。公司金融中介必将发挥越来越重要的作用。但是在各个行业的产业链中,并不是任何一个企业都可以发挥金融中介的作用。在产业链中核心企业具有的许多特殊优势,促使其成功担负起公司金融中介的重任。

(一)核心企业的融资优势

一是信息优势。资本市场的不完全性使得核心企业至少比金融机构更有优势。(1)时间优势。供应链内的企业是一种长期的、重复的、稳定的交易关系。供应链内高频率的交易,必然会促使交易各方主动沟通,加强信任,建立稳定的联盟关系。核心企业及时获得完整的企业信息,减小了信息不对称。(2)低成本优势。核心企业可以比金融机构更经常地观察交易者,而不需花费成本,专门调查企业信用状况。相对于金融机构来说,供应链核心企业更容易以更低的成本获得信息。交易长期化将使此优势更加明显。

二是交易成本优势。商业信用使得经济交易中的商品交换与货币交换在时间上相分离——货币交换可以在商品交换完成之后的一段时间内进行,或者在一些固定时间对一定期间内所发生的所有交易进行集中结算。因此,购买方在商业信用使用过程中获得准确的付款时间并减少了结算次数,从而能够减少对预防性资金的需求和更加有效地管理资金,节省交易费用。销售方由于获得了货款回流的准确时间,也有利于它对自身资金的管理和合理安排预防性资金,减少经营费用。

三是控制优势。因为核心企业作为购买公司的原材料供应商,可以有效控制购买公司的经营行为。如果购买公司不能及时还贷,那么核心企业可以通过停止供应原材料来威胁控制企业,迫使其及时还款。而同样情况下,金融机构则只能停止再继续贷款,但却不能迫使有问题的企业停止生产,其影响相对公司来说要小得多,并且也不可能立竿见影。可见核心企业对公司的控制更有效率,更容易收回贷款。

四是质量保证优势。商业信用隐含着对交易双方的产品质量担保机制,可以克服由于信息不对称而导致的逆向选择问题。若在交易之后的一段时间内产品质量出现问题,或者供货方没有履行作出的服务承诺,核心企业可以拒绝支付货款。因而,核心企业通过商业信用向客户传递或者获得了产品质量担保的信号。这

种相互协作、寻求最大共同利益的机制能够有效地克服企业的逆向选择行为和机会主义行为。

(二)核心企业作为金融中介的组织创新

核心企业作为金融中介,实现了购销合约与金融合约的融合,以商品交易为基础,带动了数倍资金的交易,开发了新的资金融通渠道,这是一种在购销交易基础上的组织创新。公司金融中介以一种新的制度实现了金融中介的功能,这种组织创新带来了融资方式的扩展,在金融市场发挥了积极的示范效应。

一是由于创新成本低,创新的传播比较容易。这种组织创新是基于购销交易基础上的商业信用,伴随着商品交易的发展而发展。公司之间的商业信用的产生、存在和偿还,已经形成了一套特有的内在运作机制。因此,公司金融中介化是没有成本限制的,或者只有较少的成本限制,不像技术知识传播需要人力资源流动来加以传播,其他公司很容易模仿。而且这种模仿不受行业和产品限制,不同行业的公司和不同类型的产品交易都可以模仿这种组织创新,所以这种组织创新的示范效应将会带来较快的经济发展。

二是融资方式创新带来的乘数效应。乘数效应是指经济活动中某一变量的增减所引起的经济总量变化的连锁反应程度。乘数效应在实际应用中常见的类型有货币(政策)乘数效应、投资或公共财政支出乘数效应、税收乘数效应等,其中货币乘数是基础货币与货币供应量扩张关系的数量表现,即中央银行创造或缩减一单位的基础货币,货币供应量增加或减少的倍数。银行提供的货币和贷款会通过数次存款、贷款等活动产生出数倍于它的存款,即通常所说的派生存款。货币乘数的大小决定了货币供给扩张能力的大小。在后金融危机时期,当银行等金融机构都开始控制贷款、通过货币乘数影响金融市场的资金融通量时,公司金融中介通过不同公司之间的商业信用放大市场上的资金流通量,有效地缓解各个公司的资金融通难题。

四、结论

综合前文的研究,可以得出以下三个结论:

1、理论上,公司金融中介与传统金融中介之间存在替代与互补两种关系,无论是替代效应还是互补效应,公司金融中介都发挥了促进资金融通的积极作用。

2、公司金融中介具有反经济周期特性。公司金融

中介的存在将会弱化客观的经济紧缩和货币紧缩对公司的影响,可以有效地帮助公司从困境走出来。这是公司金融中介行为在金融危机后的重要内生复苏机制。公司金融中介的这一反经济周期特点,可以从商业信用和银行借款的替代性关系中得到论证。

3、供应链中的核心企业成为金融中介,实现了信贷合约与购销合约的统一。不仅有效地提高了一体化供应链企业的资金利用效率,而且对整个供应链运作和管理效率的提升产生了积极的作用,拓宽了众多企业的融资渠道和方式,具有参与各方多赢的特性。

参考文献:

- ①Allen, Franklin & Santomero, Anthony M., 1998, "The Theory of Financial Intermediation", Journal of Banking & Finance, 21 (1998).
- ②Bencivenga, V. R. & Smith, B. D., 1991, "Financial Intermediation and Endogenous Growth", Review of Economic Studies, 58 (2, April).
- ③Douglas C. North, Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press, 1990.
- ④博迪:《金融体系的功能观点》,载廖理、汪韧、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。
- ⑤樊纲:《企业间债务与宏观经济波动(上下)》,《经济研究》1996年第3—4期。
- ⑥黄旭平:《公司金融中介理论综述》,《国际经贸探索》2009年第1期。
- ⑦马歇尔:《货币、信用与商业》,商务印书馆1997年版。
- ⑧默顿:《对中国金融体系改革的期望》,载廖理、汪韧、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。
- ⑨青木昌彦、钱颖一:《转轨经济中的公司治理结构:内部人控制和银行的作用》,中国经济出版社1995年版。
- ⑩孟耀、谭小芳:《全球金融危机的形成机理与治理措施》,《当代经济研究》2009年第3期。
- ⑪张杰:《货币与金融:金融制度的国际比较》,社会科学文献出版社1998年版。
- ⑫张杰:《中国金融制度的结构与变迁》,山西经济出版社1998年版。

(作者单位:大连海事大学交通运输管理学院)

责任编辑 夏 飞