

金融中介理论述评

朱书红

(中南大学商学院,湖南长沙,410083)

【摘要】 金融中介是在资金需求者和资金供应者之间提供服务的组织,基于完全竞争市场的新古典主义金融中介理论认为金融中介没有作用。建立在交易成本和不对称信息基础上的现代金融中介理论则认为,金融中介可以节省交易费用,可以解决逆向选择和道德风险问题,也能提高产权配置效率。金融中介本质是一个企业,它通过出售服务而获利。

【关键词】 金融中介;新古典主义;不完全竞争;参与成本

【中图分类号】 F830 【文献标识码】 A 【文章编号】 1008-8229(2003)04-0076-03

金融中介是在资金需求者和资金供应者之间提供服务的组织,金融中介理论从发展过程来看包括基于完全竞争市场的新古典主义金融中介论和基于不完全竞争市场的现代金融中介论。

一、基于完全竞争市场的新古典主义金融中介论

新古典主义经济学认为金融市场是完全竞争的,即:① 金融市场交易的产品具有同质性。② 金融市场有许多买者和卖者,市场交易者都为价格接受者。③ 交易者在市场上可以自由进退,并可进行套利。④ 金融交易没有交易成本。

与完全竞争市场相对应的是货币中性论,其基本观点是:货币只是商品交换的媒介,在没有货币幻觉、对价格和利率保持静态预期的前提下,由于货币和财富具有替代效应,货币数量的变化和货币政策对实体经济的运行不起实质作用。

在完全竞争市场的假设和货币中性论的观点下,阿罗(Arrow)和德布鲁(Debreu, G)论证了金融中介无用的观点,其简化模型如下。

1. 假定

(1) 经济循环中只有家庭和企业两个部门,家庭是资金供应者,企业是资金需求者,分别用下标 h 和 f 表示。

(2) 家庭通过金融中介(以银行为例)和金融市场两条渠道向企业提供资金,分别用 M 和 b 表示。

(3) 假设有两个时期,分别用下标 1 和 2 表示。

(4) 假定只有一种商品,最初由家庭拥有,记为

W_1 ,部分商品在时间 1 被消费掉,其余在时间 2 投资于企业的消费品生产。

(5) C 表示消费, I 表示投资, S 表示储蓄, B 表示证券, D 表示存款, L 表示贷款,上标 + 表示供给,上标 - 表示需求。

(6) 只有一个代表性的企业、一个代表性的家庭和一个代表性的金融中介机构。

2. 在储蓄转化为投资的过程中,家庭、企业和金融中介的行为

(1) 家庭消费行为模式:家庭选择消费组合 (C_1, C_2) , 储蓄在银行存款 D^+ 和证券 B_h 之间分配。家庭的目标函数是在预算约束下的效用最大化,即:

$$\max U(C_1, C_2)$$

$$\text{st. } C_1 = W_1 - M_h - D^+$$

$$C_2 = \pi_f + \pi_b + (1+r)M_h + (1+r_D)D^+$$

其中 π_f 和 π_b 分别表示企业和银行的利润, r 和 r_D 分别表示证券和存款的收益率。由于证券和银行存款是完全替代品,所以 $r = r_D$ 。

(2) 企业投资行为模式:企业选择最优投资规模,融资方式包括发行证券 M_f 和金融中介贷款 L^- 。企业的目标函数是利润最大化,即:

$$\max \pi_f$$

$$\text{st. } \pi_f = f(I) - (1+r)M_f - (1+r_L)L^-$$

$$I = M_f + L^-$$

其中 $f(\cdot)$ 表示企业的生产函数, r_L 表示银行贷款利率,由于证券和银行贷款是完全替代品,所以 $r = r_L$ 。

(3) 金融中介机构行为模式:金融中介机构选择贷

【收稿日期】 2003-02-10

【作者简介】 朱书红(1968-),男,湖南武冈人,中南大学博士研究生,主要从事金融工程研究。

款供给为 L^+ 和存款需求 D^- 以及发行证券 M_b , 其目标是利润最大化, 即:

$$\begin{aligned} \max \pi_b \\ \text{st. } \pi_b &= r_L L^+ - r M_b - r D_D - \\ &L^+ = M_b + D^- \end{aligned}$$

(4) 一般均衡条件: 均衡时, 商品市场和存款市场、信贷市场和金融市场同时出清, 此时满足:

$I = S$, 即商品市场均衡;

$D^+ = D^-$, 即存款市场均衡;

$L^+ = L^-$, 即信贷市场均衡;

$M_b = M_f + M_h$, 即金融市场均衡;

根据上述市场均衡条件和均衡利率 $r = r_L = r_D$ 可知, 金融中介机构的利润为零, 企业通过金融中介间接融资和通过金融市场直接融资没有差异, 家庭通过金融中介间接投资和通过金融市场直接投资也没有差异。于是得到结论: 在完全竞争市场, 金融中介没有作用。

阿罗—德布鲁范式是新古典经济理论的核心架构, 它过于强调市场的作用。在这个架构中, 企业和家庭都通过市场相联系, 市场的运行是没有成本的, 即交易费用为零。金融产品与普通商品也没有任何差异, 即使考虑到金融产品现金流的不确定性, 状态变量和主观概率也是外生的。显然这与实际情形相距太远。事实上, 金融市场运行成本很高, 交易费用不可能是零, 金融产品与普通商品也存在巨大差异, 金融产品现金流的返还支付只是一种承诺, 而这承诺很有可能是不可信的, 金融市场对此无能为力, 这都会产生对金融市场替代物——金融中介的需要。

二、基于不完全竞争市场的现代金融中介论

从严格意义上讲, 新古典经济学并没有金融中介理论, 经济学对金融中介问题的真正关注始于 20 世纪 30 年代。1930 年 Fisher 发现每个家庭都有一个跨时消费效用函数, 在没有外部交易的情况下, 每个家庭的消费效用函数在两个时期的消费偏好率等于家庭内部“生产”的边际转换率的那一点达到最大。如果引入消费者信贷, 家庭消费可以得到帕累托改进, 这个所谓“内部信贷市场”的观点实际上凸现了金融中介的功能, 即金融中介的存在能增加市场参与者的总效用。从此打开了金融中介理论研究的闸门。

现代金融中介理论认为, 新古典经济理论关于金融市场是完全竞争市场的假定不能成立, 现实金融市场不仅存在交易成本, 也存在不对称信息。建立在存在交易成本和不对称信息条件下的现代金融中介理论是以现代企业理论为基础的。

新古典经济学的厂商理论视企业的存在为给定的前提条件, 企业被抽象成一个生产函数, 一种投入与产出间的技术关系, 厂商的目标是利润最大化。1937 年科斯在《经济学》杂志上发表《企业的性质》这篇经典论文, 首次提出“企业为什么存在”的命题, 开创了现代企业理论的先河。现代企业理论以企业的本质、边界、和制度安排为研究对象, 按所应用的方法划分, 可以分为交易费用理论、委托代理理论和产权理论。现代金融中介理论也正是围绕“金融中介为什么存在”这一核心问题而展开的, 同样可以从交易费用、委托代理和产权的视角进行分析。

按照交易费用理论的观点, 金融中介可以节省交易费用。交易费用一般包括三部分: 一是交易前或签订合同前搜寻有关交易的信息所发生的费用。二是完成交易或签订合同所发生的费用。三是交易或签订合同后监督、保证和强制实施合约所发生的费用。金融产品的交易活动比实物产品的交易活动要复杂得多, 因而交易费用也大得多。单纯实物产品的交易是钱货两清, 是一种即时交易, 交易结果具有确定性。金融产品的交易本质上是一种融资行为, 是现金流的跨时交易, 交易结果具有不确定性。在金融产品交易前, 资金提供者需要寻找潜在的资金需求者, 并对资金需求者的经济状况和信用状况进行调查, 对所投资项目进行可行性论证。在金融产品交易时需要价格谈判和违约处罚谈判。在金融产品交易后, 要严密监控资金使用者的行为, 防止违约。如果发生违约, 必须及时采取行动挽回损失。所有这些交易费用, 不论金融交易活动的规模大小都要发生, 因此交易费用的存在可能阻碍某些直接融资行为。

金融中介降低交易费用是通过规模经济实现的。金融中介集合了资金盈余者和资金短缺者的信息, 可以有效地对资金需求双方进行配对, 降低了交易双方的信息搜寻成本。同时金融中介作为资金供求的信息中心, 有助于以均衡价格达成交易, 从而节省讨价还价的费用, 并且重复性的交易, 也利于交易合约的标准化, 降低签约成本。最后, 金融中介受资金供给方的委托, 对资金使用者进行集中监督, 避免了重复监督的成本, 也有利于降低交易费用。

按照委托代理理论的观点, 金融中介可以解决信息不对称引起的逆向选择和道德风险问题。所谓信息不对称是指这样一种情况, 交易双方一方知道而另一方不知道, 甚至第三方也无法验证, 即使能够验证, 也需要花费大量成本, 经济上也是不可行的。由于金融交易是不同时期的现金流交换, 事实上也就隐含了委托代理关系, 资金提供者是委托方, 资金使用者是代理方。无论

是交易前还是交易后,代理方比委托方对资金所投项目都具有更多的信息,即使资金供应者尽职调查,信息不对称也总是存在的。按照信息不对称发生的时间,可以分为事前信息不对称和事后信息不对称。事前信息不对称是指签约前资金使用者比资金提供者对投资项目的预期收益了解得更多。资金提供者由于无法分清投资项目的好坏,只能按预期收益的平均值出价,对好项目而言,实际是价值低估,好项目没有办法得到公平价格,金融市场充斥着劣质项目,即产生所谓的逆向选择问题。事后信息不对称是指签约后由于资金使用者和资金提供者的效用函数不同,资金使用者可能采取不利于资金提供者的行动,从而损害资金提供者的合理利益,即产生所谓的道德风险问题。

金融中介通过降低信息成本解决逆向选择问题。金融中介是专业化的信息生产者,他们从投资者那里获得资金,并向其提供显性或隐性的担保,然后根据对资金需求者的评估,将资金投向好项目。金融中介通过降低激励成本解决道德风险问题。金融中介受投资者的委托,可以对资金使用者进行充分监督,避免投资者利益受损。

按照产权理论的观点,不同的金融契约也意味着不同的产权配置。产权不仅包括收益权,也包括剩余控制权。不同的金融契约不仅收益权配置不同,控制权的配置也不同。股权契约保证企业的控制权归股东,负债契约不仅仅只代表债权人对企业现金流的要求权,还包含在约定的偿还额无法支付时,企业控制权由债务人向债权人的转移。金融中介的存在,也能提高产权配置效率。

三、金融中介理论的最新发展

毋庸置疑,基于交易成本和不对称信息的金融中介理论迄今为止一直居于主流地位,但也不断面临挑战。

1998年,美国宾州大学沃顿商学院的Allen和Santomero教授将金融中介作用和功能的主流观点与最近几十年的金融中介的实际变化做了比较,发现既有理论无法解释最新的一些现象。比如纽约证券交易所实施竞争性的经纪收费制度后,证券交易成本大幅降低,按理说金融中介的作用会减弱,但事实上共同基金不仅没有减少,反而有大幅度增长。又比如随着信息技术的进步,交易成本和信息不对称现象都在减少,但并没有减少人们对金融中介的服务需求。尤其是在个人风险管理领域,虽然金融市场存在各种套利机会,但人

们越来越依赖金融中介管理个人资产。

为解释上述现象,Allen & Santomero提出了“参与成本”的概念。主流金融中介理论认为,所有的投资者都“全面参与”金融市场,金融中介无需提供风险管理和其它增值服务。Allen & Santomero认为投资者其实只是“有限参与”金融市场的,原因是“参与成本”太高,一方面,如果投资者直接参与市场,需要承担了解各种金融产品的固定成本,还需要承担对各种金融产品进行经常性监控的变动成本。另一方面,人们的时间价值在不断上升,直接参与的机会成本太高。金融中介具有风险管理的优势,可以创造现金流比较稳定的产品,投资金融中介发行的证券,参与成本比直接投资要低很多。总之,“参与成本”较好地解释了近年发生的某些金融变化。

就在Allen & Santomero的文章发表不久,荷兰的两位经济学家Scholten & Wensveen(2000)又对主流金融中介理论和参与成本论提出了批评。他们认为金融中介理论不能停留于刻画静态竞争,而需要解释金融创新的动态过程。金融中介不是一个用于降低信息成本、减少信息不对称的被动代理人,而是一个独立的市场主体,它通过期限、规模、风险、流动性的转换来增加客户效用,从而实现自身的价值。Scholten & Wensveen的理论修正实际是强调以市场细分为基础的客户导向和价值增加,而不是信息不对称。也就是说,金融中介本质是一个企业,它通过出售服务而获利,金融中介的服务就是根据客户的需要定做个性化的金融产品,因此,金融创新是金融中介的永恒主题,节约交易成本、消除信息不对称以及降低参与成本都是金融中介获利的手段。

参考文献:

- [1] 曾康霖. 简论金融中介学说的发展轨迹[J]. 财经科学, 2001, (4).
- [2] 黄红升. 金融中介、金融深化与经济发展[J]. 经济科学, 1999, (4).
- [3] 郭翠荣. 金融中介功能及结构性转变[J]. 黑龙江金融, 2001, (12).
- [4] 王艳平, 张胜莲. 金融中介机构变迁中的金融创新和风险[J]. 山西财经大学学报, 2001, (1).