

公司金融中介行为形成机制与次贷危机

黄旭平

(广东外语外贸大学 国际商务英语学院, 广东广州 510420)

摘要: 传统金融中介能够消除缔约前的信息不确定, 却无法应对缔约后的信息不确定。公司金融中介则提供一种甄别缔约后商品质量及买者破产风险信息的内在机制, 其行为是“商誉”的信号显示, 即生产高质量商品的公司会提供更多公司金融中介行为, 生产低质量商品的公司可能不会提供公司金融中介行为, 这一商品质量内在甄别机制, 有助于消解缔约后因投机行为问题所带来的交易成本。然而因公司金融中介行为缺乏对买方监督和约束的机制, 增加了交易的不确定性, 本身又隐含了风险。金融市场发达的国家很可能出现公司金融中介危机导致的实体经济危机, 而对金融市场不发达国家影响相对较小。

关键词: 公司金融中介; 交易成本; 次贷危机

中图分类号: F830 F832.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9774(2009)01-0053-04

公司金融中介提供一种甄别缔约后商品质量及买者破产风险信息的内在机制, 是买者与非金融机构的金融中介。公司金融中介行为表现为公司销售商品, 同时允许买者在未来的一个时期延期付款的经济现象。由于不确定性是一种普遍的经济现象, 传统金融中介很难处理缔约因信息不确定而产生的交易成本递增问题。公司金融中介行为有助于约束缔约后卖方的违约行为, 保护处于弱势的买方的利益, 以增进降低交易成本的有效性。然而因公司金融中介行为缺乏对买方监督和约束的机制, 增加了交易的不确定性, 本身又隐含了风险。

一、公司金融中介行为是降低缔约后交易成本的机制

现实经济生活充满着不确定性, 如果经济行为者对于不同的可能事件不能或没有指定具体的概率时, 他所面临的的就是不确定性。不确定性可分为初级和次级不确定性, 前者指由于自然的随机变化和消费者偏好的不可预料的变化所带来的不确定性, 是由经济体系之外的力量引起的; 后者是由于信息

不对称而引起的不确定性^[1], 是经济体系中内生的。不确定性理论为经济当事人进行个人决策和市场均衡分析提供了一个坚实的基础, 尤其是在理性的当事人对自身情况和市场交易为其提供的机会都不确定的条件下, 会采取各种不同的方式来降低不确定性, 这就会导致交易成本。生产成本属于新古典经济学的分析范畴, 交易成本是“经济系统的运行成本”^{[2]31}, 类同于物理中的摩擦力。

制度是降低不确定性和节约交易成本的有效途径。“制度是人类处理信息方法的延伸, 而且也是测知选择动机的复杂组合, 有了制度可以减少涉及人类互动中的不确定性。”^{[3]25}诺斯把经济制度的变迁视为人类减少经济交换中交易成本所做的努力, 强调信息成本是交易成本的关键。而希克斯更明确地指出: 人们从自己不完备的知识中找到减少风险的方法总是有利的, 商业经济制度演进在很大程度上是一个如何找到减少风险的途径问题^{[4]46}。公司金融中介行为, 主要是为了消除经济生活中的缔约后的不确定性所带来的交易成本。

交易的完成可以有两种形式: 一种是由交易双方

收稿日期: 2008-11-30

基金项目: 国家自然科学基金项目(70672016); 国家社会科学基金项目(06BJY084)。

作者简介: 黄旭平, 广东外语外贸大学国际商务英语学院副教授, 经济学博士。

自由讨价还价, 不涉及第三方就可以完成交易; 另一种是由交易双方自由讨价还价后, 还需要涉及第三方、或多于三方的融资行为才能完成的交易, 如借贷交易就是为没有购买资金的一方提供融资渠道, 从而使买卖交易得以顺利进行。在不同的交易方式中, 交易信息不确定性影响也会有很大的不同, 而这种不同是产生不同的金融中介理论的基础。

缔约前的不确定性成本与缔约后的不确定性成本并不相同: 前者指交易进行谈判以及履行所付出的成本, 后者指缔约后为保证履行及节约缔约后纠纷所付出的成本, 包括: (1) 不适应成本, 即当涉及“合同变更曲线”或交易行为偏离合作方向, 造成交易双方互不适应的成本; (2) 讨价还价成本, 即如果交易双方想纠正事后不合作的现象, 需要讨价还价所产生的成本; (3) 启动及运转成本, 即为了解决交易纠纷而建立治理结构(例如法制)并保持其运转, 也需要付出成本; (4) 保证成本, 即为确保交易中各种承诺得以兑现所付出的成本。

传统金融中介可以有效解决缔约前的不确定性, 但如果交易因为各种原因不能执行, 或者交易不能继续进行时, 传统观点认为只能诉诸法律。但在法制还不是很完善的市场经济中, 诉讼即使能得到公正的判决, 并不能保证得到有效的执行。正是因为法律的局限性, 法院的裁决并不能都得到遵守, 因此交易签订后所发生的成本也就在所难免了。

公司金融中介行为则可以有效降低缔约后的交易成本。(1) 公司金融中介行为不会存在所谓的不适应成本。因为公司金融中介行为为交易双方通常是同行业的同类公司, 缔约后违约, 就意味着购买者公司没有中间投入品, 这会导致购买者公司生产的中断, 因此合作的收益要比不合作高。而银行与借贷者的关系则不是如此, 因为借贷者可以转向其他银行, 或者即使银行停止借贷也不能马上给借贷者公司带来及时的显著后果。(2) 讨价还价成本降低。公司作为中间投入品的生产者, 重新处理购买者的商品显然比银行更有优势, 因为他有现成的销售渠道, 同样的商品, 由卖者收回再销售要比银行收回再拍卖所得要多。(3) 治理成本较低。公司金融中介行为这种隐含机制由于不需要专门机构及专门人员来维护管理, 同样无需诉诸法律(诉讼成本, 尤其在我国是一个巨大的成本)。(4) 保证成本的降低。卖者的保证成本主要是损失现金流的利息, 但如果考虑到卖者公司都是以剩余资金来提供公司金融中介行为, 那么这种利息损失可能就非常小。而银行损失的是可供贷款的资金的利息。另外, 买者

需要为公司金融中介行为提供利息, 这种利息一般比银行贷款利率高, 表面看好像买者保证成本比较高, 但事实上接受公司金融中介行为一般是在金融中介市场不能获得贷款的公司, 是遭受信贷配给的对象(次贷者), 即不管它付出多高的贷款利率, 也不能获得银行资金。(5) 重复交易可以降低交易成本。一般来说, 当交易双方根据交易情况愿意续签交易并达成新的协议, 就会额外降低具体交易的成本。交易双方互相熟悉, 有助于在制度上、在个人关系上形成信任关系, 就会拒绝(利用)合同文字来占对方便宜的投机行为。有了这种拒绝投机的心态, 交易双方就能抑制各种组织都具有的投机冲动。

二、质量信息不确定的公司金融中介行为

信息不对称可能引起交易的不确定性。公司金融中介行为主要是基于如下的不确定性而产生的: 商品质量信息不确定性; 购买者破产信息不确定性; 借贷者收入不确定性。这里主要研究商品质量信息不确定性与公司金融中介行为的关系。

在某种程度上说, 商品质量的差别是很难区分的。因为那些能适当地判断这些差别的人体器官是具有明显差异的, 同时个体对自己器官功能的评价都很高, 很难客观公正地裁判。那些属于人力混合、构造或加工的商品的质量, 很难不经使用就能得出正确的判断。

商品质量信息的不确定能够带来交易的投机行为, 提高交易成本。投机行为指提供虚假或者误导的信息, 会带来如下的风险: 只要有一方提出如何分割新增加的收益问题, 买者和卖者就必须重新进行战略性的讨价还价。由于这涉及怎样获得最大的共同利润, 因此能否正确处理这些问题, 就会影响双方的长期利益。通常重新谈判会付出很高的成本来改变对方的既定态度, 或因自行其是而导致合同无法履行^{[2]93}。一般来说, 公司金融中介行为则可以有效地解决投机行为, 降低缔约后的交易成本。

1. 简单公司金融中介行为模型: 商品质量可以识别

假定市场有两类公司: 一些公司生产低质量的产品, 而另外一些公司生产高质量的产品。平均成本都为 C , 市场结构是完全竞争市场, 也没有产量限制。在完全信息条件下, 高质量的产品价格为 P_2 , 低质量的产品价格为 P_1 , 而且 $P_2 > P_0$ 。假定消费者是风险中性者, 市场有两类消费者: 一类是只对低质量商品感兴趣, 那么当然愿意购买任一类商品, 但他们支付的价格不会超过 P_1 ; 另一类消费者, 愿

意为更高的商品质量支付更高的 P_2 。如果知道是低质量商品, 他们或支付 P_1 , 或不会购买。

进一步假设, 公司没有什么商誉, 因此所有商品质量不能在零时期决定。然而在时期 t_1 , 消费者可以确定真实的商品质量, 如果发现欺骗, 他们会要求退货。为了简便起见, 假定生产者或者是高质量、或者是低质量的生产厂商, 并且不能同时生产高质量和低质量的产品。公司金融中介行为提供信用直到证实产品的质量, 博弈规则允许生产者以利率 K 提供信用, $K > r$, r 是回报的合适利率, 比如银行无风险报酬率。我们将证明: 博弈的混合均衡不存在, 然而, 分离均衡可以获得, 此时“好”公司将扩展信用, “坏”的公司则不能。在博弈过程中, 低质量消费者将支付不超过 P_1 , 因此退出博弈, 高质量消费者, 给定风险中性和低质量商品比率, 因此消费者将总是愿意支付或者是 P_1 , 或者使用公司金融中介行为提供信用支付 P_2 , 而非平均价格。

现在我们考虑分离均衡并分析高低质量生产者提供公司金融中介行为的激励机制。

情形 1: 考察一个生产低质量商品的公司。情形 1A: 生产低质量商品, 以现价 P_1 出卖, 所得利润是 $P_1 - C_0$ 。情形 1B: 一些生产低质量商品的产商试图仿冒高质量商品, 然而, 为使消费者支付高质量商品价格 P_2 , 公司必须提供信用即以公司金融中介行为方式销售。一旦消费者接受并且检查商品是低质量商品, 就会要求退货。因为容易发现质量是坏的, 商品只能以价格 P_1 出售, 公司因至少损失利率 r 而导致利润变得更小。所以, 低质量公司没有激励机制去试图以欺骗手段成为高质量商品厂商。

情形 2: 考察一个生产高质量商品的公司。情形 2A: 假定以现价 P_1 出卖, 利润是 $P_1 - C_0$ 。情形 B: 假定公司提供公司金融中介行为, 以价格 P_2 出卖加上利息, 减去操作成本上升。比较情形 2A 和 2B, 事前选择并不清楚。如果公司金融中介行为要求的利率小于市场利率, 那么消费者会接受信用。

因此, 低质量商品生产厂商不会扩展信用, 但高质量商品生产厂商会扩展。当许多公司生产不同质量产品时, 如果质量事前并不是很清楚, 公司金融中介行为能提供一种机制区分“好”的公司和“坏”的公司。

公司金融中介行为也允许买者支付前估计商品质量, 因此模型结果适用于购买时质量不确定公司, 即没有建立商誉的公司或者生产没有同质替代性商品公司。如果公司有质量声誉或厂商几乎与其他厂商生产同质商品, 公司金融中介行为提供有限目标,

它使现有承诺更加可信。但公司金融中介行为与其他货币保证、保证书显著不同。如果销售时收到质量保证书, 买者必须相信卖者质量, 而且进一步卖者必须还在经营, 否则保证书毫无意义。公司金融中介行为则不同, 购买者会推断卖者质量可靠, 因为此时如果卖者退出市场, 购买者没有损失。当然, 如果厂商能够形成商誉, 公司金融中介行为就会变得不那么重要, 因为质量事前就已知晓。

公司金融中介行为作为一种信号显示, 如果所有其他条件相同, 那么就可以合理推定生产高质量商品的时间比生产低质量产品时间的要长。因为高质量商品需要使用更多更好的设备及花费更多的时间。因此, “好”公司提供更多的信用, 有更长的生产周期会提供更多的公司金融中介行为。

当然, 需要区分商誉已经建立的公司与需要通过提供公司金融中介行为发出信号的公司, 因为大公司一般有已经建立的商誉, 因此不会提供更多的公司金融中介行为, 但小公司需要通过公司金融中介行为提供信号显示以证明商品质量, 因而小公司比大公司愿意提供更多的公司金融中介。

2 公司金融中介行为模型扩展: 商品质量不可识别

模型还可以扩展。如果购买者并不可能完全获取商品信息, 即他认为是高质量商品, 实际上是低质量商品。对高质量商品生产商来说利润保持不变, 因此没有欺骗的必要。对低质量商品生产商来说, 如果能正确识别, 那么他的利润是不变的, 然而如果错误认为低质量商品为高质量商品, 那么低质量商品欺骗可能性就很小; 另外价格差距越大, 表明较大的欺骗所得。因此, 低质量商品生产商在较高的公司金融中介成本情况下, 欺骗可能性会更小。

总之, 由此数理模型可以得知: 生产高质量商品的公司会提供更多公司金融中介行为, 生产低质量商品的公司可能不会提供公司金融中介行为, 这就提供一种内在机制甄别商品质量, 降低缔约后投机行为问题所带来的交易成本。

三、次贷危机的公司金融中介传导

引起美国次级抵押贷款市场风暴的直接原因是美国的利率上升和住房市场持续降温。利率上升, 导致还款压力增大, 很多本来信用不好的用户出现违约的可能, 对银行贷款的收回造成困难。

次贷危机对银行业产生重大甚至是致命的打击。一是消费者贷款收不回来, 坏账剧增; 二是很多银行持有次级债券价值急剧下降; 三是银行自己发行

的次级债券面临投资者的赎回。上述因素存在着因果关系,导致银行及其他金融机构的资产大大缩小,流动性出现严重问题,甚至金融公司突然破产。例如,雷曼兄弟、华盛顿互惠银行等相继倒闭;投资银行高盛和摩根士丹利转为银行控股公司;美联银行等被收购,德国地产融资抵押银行和英国的大型抵押贷款诺森罗克银行濒临破产。

金融机构遭受危机受到普遍关注,然而目前学术界及理论界却忽视另一个重要潜在的危机——公司金融中介危机。公司金融中介危机的前提是公司金融中介行为的趋势日益明显,甚至在发达国家中贸易信用的形式或卖方融资盛行。Lee & Stows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的研究显示,1991年美国公司总资产中,18%是应收账款——向消费者提供信贷。在德国、法国和意大利贸易信用总额超过了公司总资产的25%。在英国,据Kohler等估计,贸易信用总额已经占短期债务总额的70%。Cole和Wolken的研究表明,贸易信用已经超过除现金之外的所有金融服务^[5]。

次贷危机情况下,公司金融中介则可能存在危机放大机制,导致公司金融中介危机。次贷危机发生后,公司金融中介均受到冲击,冲击的大小则依赖金融市场及法制环境的完善程度。

金融市场发达国家,次贷危机导致实体经济危机。公司金融中介的资金很大一部分源于金融机构。一旦金融机构出现危机,公司金融中介也就不可能得到资金来源,公司金融中介行为就无法进行。结果是,市场交易行为不能实现,严重时会带来企业的破产。如果购买者是消费者则社会消费下降,如果购买者是相关公司则因资金不足而导致公司未来投资下降。消费需求的萎缩最终导致实体经济危机。金融机构处理缔约后的成本非常之高,因为金融机构不擅长处理收回的房地产等资产,从而加剧了房地产市场混乱。诉诸法律同样无法解决此类缔约后的交易成本。相对公司金融中介行为融资,金融中介融资的缔约后成本非常大。

在金融市场不发达及法制不完善的国家,次贷危机导致公司金融中介行为加剧。因为开展公司金融中介行为的公司的信用主要来源于自身积累。出现次贷危机,需要资金的公司更不能从金融市场获取资金,只能以公司金融中介行为进行融资。而这种融资可以很好地解决缔约后的交易成本,从而弱化次贷危机的影响。

因此,次贷危机的衍生品很有可能是金融市场发达国家的公司金融中介出现危机,并在全球范围内产生实体经济危机。而在危机复苏时,欠发达国家可能会因为公司金融中介较好地解决缔约后的交易成本,从而率先走出危机的影响。

四、小结

本文的研究发现,传统金融中介能消除缔约前的信息不确定,却无法处理缔约后的信息不确定。公司金融中介行为则提供一种甄别缔约后商品质量及买者破产风险信息的内在机制,是反映“商誉”的信号显示。生产高质量商品的公司会提供更多公司金融中介行为,生产低质量商品的公司可能不会提供公司金融中介行为,这就提供了一种内在机制来甄别商品质量,节约缔约后投机行为问题所带来的交易成本。次贷危机下,金融市场发达的国家很可能出现公司金融中介危机导致的实体经济危机,而在此次危机复苏过程中,金融市场不发达国家则因为公司金融中介行为会率先走出危机的困境。

为防范风险,中央银行可以采取以下主要措施:首先,为公司金融中介行为公司提供担保,保证公司金融中介行为持续进行。中央银行不仅要向金融机构注入资金,还应该向此类提供和接受公司金融行为公司提供信用担保,否则次贷危机就会带来真正的实体经济危机。其次,完善公司金融中介配套工程,加强法制建设,确保公司金融中介行为的债权的保护。最后,密切关注公司金融中介行为比较普遍的地区,比如产业集群集中的区域,因为这些区域一般公司相关及比较熟悉,公司金融中介也就非常普遍。一旦某个公司发生危机可能导致整个区域公司金融中介系统崩溃,造成类似“储蓄”的企业挤兑(与储蓄挤兑的不同是,这种挤兑是非主动的)。

〔责任编辑 张明之〕

参考文献:

- [1] T. C. Koopmans Scientific Papers of Tjalling C. Koopmans vol 2 MIT Press 1985
- [2] [美] 奥利弗·E. 威廉姆森. 资本主义经济制度 [M]. 北京: 商务印书馆, 2003
- [3] Douglas C. North. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press 1990
- [4] 希克斯. 经济史理论 [M]. 北京: 商务印书馆, 1987
- [5] 黄旭平. 公司金融中介行为: 形成原因、传导机制及增长效应 [D]. 南京大学博士论文, 2005