

金融市场与金融中介的功能比较分析

秦国楼 张海苗

(中国人民银行金融研究所, 北京 100031)

摘要: 金融体系最基本的功能是引导资源配置, 由此衍生出流动性便利或流动性保险、资源汇聚和股权分割、风险管理、信息生产、为投资者提供监控和激励手段等功能。金融中介和金融市场在这些功能方面各有所长, 因此在金融体系设计上应当扬长避短, 互为补充, 以促进融资的顺利进行和融资效率的提高。

关键词: 金融中介; 金融市场; 功能分析法

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 1009-3540(2003)04-0004-0004

金融体系的主要功能是将资金从盈余方导向短缺方, 即通俗意义上的融资, 这一过程就是所谓的金融中介过程。金融中介过程包括间接融资和直接融资两种渠道, 前者通过金融中介机构进行, 后者通过金融市场进行。相应地, 金融体系包括金融中介机构和金融市场两个部分。随着金融的发展, 金融体系所承载的功能日益丰富, 并由其基本的融资功能衍生出流动性便利或流动性保险、资源汇聚和所有权分割、风险管理、信息生产、为投资者提供监控和激励手段等功能。本文运用功能分析法, 以金融市场中最核心的证券市场为例, 对金融中介机构和金融市场在这五个方面的功能进行比较分析。

一、流动性便利或流动性保险

这里的流动性便利, 通俗地说, 就是股东“用脚投票”的权利。股东买入股票进行初始投资后, 一旦发现公司出现经营、业绩等方面的负面因素, 可以马上就卖出股票, 收回初始投资, 避免被公司“套牢”, 或被公司当作“押金”、“人质”。如果投资者通过金融中介机构向公司提供贷款, 金融中介机构就不能轻易脱身, 因为如果公司经营不善, 发生亏损, 金融中介机构不仅无法收回贷款, 甚至还得追加贷款, 以帮助公司走出困境, 从而收回新老贷款。这样一来, 公司就变成了金融机构的“鸡肋”, 既食之无味, 弃之又不舍。

证券市场的流动性便利与通常所说的二级市场炒作或以换手率来衡量的流动性不同。单纯的市场炒作仅仅将财富在投资者之间进行重新分配, 它本身并不能创造任何价值, 也无助于公司的经营管理, 除了给国家创造税收和给公司增加手续费收入, 没有任何实际的经济功能。进一步分析, 证券市场的流动性便利在下述两个方面体现得尤为突出: 一是为股东提供一种监控股份公司的方式, 即“用脚投票”。作为投资者的股东有两种监控方式, 或者是被动型监控的“以脚投票”, 或者是主动型监控的“以手投票”, 后者我们在下文论及。如果公司业绩差, 股东可以卖出股票, 一走了之。这种被动型的监控对公司管理层形成的约束力与股东的身份和特点有关。如果股东是散户, 管理层并不在乎其买卖; 如果股东是大的机构投资者, 管理层就不敢掉以轻心了, 因为大的卖单会使公司的股价急剧下降, 既会影响管理层与股票挂钩的收入, 也容易导致外部接管。二是加快信息的流通。证券市场配置资金的效率有赖于价格信息的准确性。只有当股份公司的股票价格如实反映了所有关于该公司基本面的信息, 比如公司的业绩、业务增长情况、市场前景等, 证券市场才是有效率的, 它对资金的配置才是有效率的(Fama, 1965)。在这个意义上, 我们可以说证券市场的本质是信息市场。证券市场的流动性便利可以使得信息尽快地

作者简介: 秦国楼, 经济学(金融学)博士, 现在中国人民银行金融研究所从事博士后研究, 研究方向为金融监管、金融中介和金融创新;

张海苗, 厦门大学法学院。

反应到价格中去,提高市场的效率。

证券市场的流动性便利与金融中介机构在资产转换(时态中介与规模中介的综合)中的流动性保险功能类似,但前者远胜于后者。就金融中介机构的流动性保险功能而言,它源于从大量分散的储蓄者手中吸收资金,然后用以发放贷款或进行投资。在这一转换过程中,金融中介机构以牺牲其资产的流动性为代价来为储蓄者提供流动性便利。这在机构的资产负债表上体现为,其负债主要是短期性的活期存款,而资产主要由长期性的贷款构成。金融中介机构的流动性保险功能来自于大数法则的运用:由于储蓄者的存款行为是大量而分散的,机构可以根据大数法则对储蓄者的流动性需求进行比较准确的预测;根据这一预测,机构在保留一定的流动性准备后,将其余资金用于贷款或投资。由此可以看出,机构的流动性保险功能受制于以下两个因素:一是对储蓄者的流动性需求的预测是否准确,或者说大数法则是否适用。在社会安定、经济环境稳定的条件下,人们对未来收支的预期是稳定的,对金融中介机构也是有信心的,因而他们到机构的存款和取款行为也不会出现突变。但一旦出现社会动荡、经济环境急剧变动,人们对未来的预期就会变得不确定起来,其现时的收支行为也会出现变异,从而影响到机构流动性需求预测的准确性。在极端情况下,人们会同时涌向机构提款,出现恐慌性挤兑,甚至引发“骨牌效应”,酿成金融危机,中断金融中介机构的流动性转换链条。二是金融中介机构能否顺利回收其贷款或投资。一般而言,机构的贷款或投资是长期性的,期限越长,发生坏账的风险越大。如果机构经营不慎,累积了大量的坏账,也会中断其流动性转换的链条。

二、汇集资本和分割股份

所谓汇集资本,也就是通常所说的筹集资金。资本积累有限的个人投资者无法从事所需资本巨大的事业,如铁路、钢铁、石油等行业,但通过在股票市场发行股票来成立公司则可完成这一任务。股票市场所能达到的筹资速度是企业依靠自身积累或通过金融中介融资所无法比拟的。汇集资本实际上是证券市场最基本的功能之一,它类似于金融中介机构的资产转换功能。

证券市场不仅提供了汇集资本的手段,更重要的是还提供了分割股份的方式,并由此派生出界定产权的功能。比方说,一项投资需100万元,但发起投资者(即筹资者)手中只有10万元,那么,他可以另找9个每人出资10万元的投资者,这样,10人的资本汇集在一起正好是100万元,且各人在总的资

本中占10%的比例;或者发起投资者为了保持在投资中的控制地位,也可以找更多的投资者,比如说90个每人出资1万元的投资者,这样,91人的资本汇集在一起正好是100万元,其中发起投资者占10%的股份,处于相对控股地位,而其他投资者只占1%的股份,处于被控股地位。在上述汇集资本和分割股份的过程中,筹资者与投资者之间没有也不需要任何超越经济关系的联系,但通过股份的代表物股票,他们就可以将新成立企业的不可分割的物质财产进行细分,形成明晰的产权,所以,通过证券市场能够对产权进行初始界定;同时,通过证券市场上的股票买卖,可以将附着在物质财产上的各种权利分离出来单独进行交易,使得产权能够行使和执行。在这方面,证券市场较之金融中介融资有着明显的优势。

三、风险管理

快速流动、高度分散的证券市场可以为投资者提供以下两个方面的风险管理功能:一是风险定价。证券市场在现代金融理论中又称为公开市场,其中交易的标的主要是一些标准化的媒介物,如股票、债券等基础金融产品以及其他在此基础上派生出来的标准化衍生产品,如股票指数期货、股票指数期权、利率期货、利率期权等。由于这些标的是一些标准化的媒介物,我们就可以运用各种定价方法对其进行合理、科学的风险定价。正因为如此,定价理论才得以成为现代金融理论的基础之一,因对期权定价理论作出巨大贡献的美国经济学家Merton和Scholes还因此荣膺1997年度的诺贝尔经济学奖。与公开市场相对应的是金融中介机构发放贷款的议商市场,在这一市场上,贷款人与借款人之间的融资活动是通过直接议商完成的,故有议商市场一名。由于公开市场上交易标的的标准化,其风险定价功能远胜于金融中介机构在议商市场中的一事一议式的风险定价功能。二是分散风险。由于证券市场的流动性好,变现性强,投资者可以方便地构造风险最小的最优风险组合,并可根据市场及时作出调整,以有效地降低风险。同样,以降低风险为目标的资产组合理论也在现代金融学中占据极为重要的地位,马柯维茨、米勒和夏普因此还成为1990年诺贝尔经济学奖的共同获得者,米勒甚至将马柯维茨于1952年在《金融学期刊》上发表的“资产组合选择”一文视为现代金融学的开端。

金融中介机构有两种分散风险的方法。一是通过向众多客户发放大量贷款构造风险分散的资产组合;二是通过金融衍生工具进行套期保值。无论从构

造组合的成本还是从组合本身的收益——风险比来看,前者要远逊于直接通过证券市场构造的资产组合;金融衍生工具主要是由基础证券派生出来的,所以后者与证券市场的风险管理功能是联系在一起的。

四、信息生产

无论是通过市场还是通过中介进行的资金配置方式,要确保资金配置效率,必须让资金流向资本回报率最高的地方;而要确保资金流向资本回报率最高的地方,必须保证影响各备选项目的风险收益所有因素都得以充分的披露,所以充分的信息是确保资金配置效率的两个必不可少的条件之一。证券市场具有良好的信息生产功能。证券市场上存在一种信息驱动交易者(information-motivated traders),他们相信(有意或无意)自己拥有关于某种证券的尚未被他人知悉或理解的信息,因此该证券被市场错误定价,他们可以通过买入或卖出该证券来获利。由于信息驱动交易者的存在,公司的价值总能被挖掘出来,并反映到其股价中。道和戈登(Dow and Gorton, 1997)认为,证券市场可以传递前瞻信息(prospective information)和回顾信息(retrospective information),前者是尚未实施的投资的信息,它可以帮助公司对当前的投资决策做出判断,有助于提高决策的准确性,提高未来的公司价值;后者是证券市场的交易者对公司已经作出的决策的事后判断,它为公司经理的经营绩效提供了间接定价机制。这两种信息都有利于资源的合理配置。

但是,证券市场提供或传递信息是以证券市场的有效性为前提的。根据美国经济学家法马(Fama, 1965)的定义,完全有效率的市場就是市場上每個公司股票的价格都反映了所有关于该公司基本面的信息,如公司的盈亏状况、产品的质量与市场前景、管理层的能力等。另一个恒等的定义是,在一个完全有效率的市場上,證券的价格总是与其投资价值相等。如果有A、B两家公司,A公司上述基本面的情况比B公司好,或者说A公司的投资价值高于B公司,但A公司的股价却比B公司低,那么资金自然优先流向B公司,这样的市場就不是有效的,因为公司股价没能反映A公司比B公司好的信息。所以,在一个有效率的證券市場上,股价已经包含了所有关于公司基本面的信息,这就是现代金融理论中有名的效率市場假说。换言之,在一个有效率的市場上,投资者只要观察股票价格的变动情况,就可以推断公司的基本面信息,并据此作出投资决策。这样一来,通过市場融资的信息成本大大低于金融中介机构融资时花费在事前调查、事中审查、事后检查等方

面的信息费用。当然,效率市場只是一理论中的假说,一个理想的参照系,證券市場实际运行的效率程度就各不相同了。在一个效率不高,比如说像我国连弱式效率是否达到都存在争议的證券市場上,价格还未包含所有关于公司基本面的信息,投资者当然不能仅凭股票价格变动就进行投资决策,而必须对公司的有关信息进行收集、分析、判断,这些活动必然花费大量的信息费用。那么,效率程度不高的證券市場与金融中介之间,究竟通过哪种方式融资的信息成本更低就不是一个简单的问题了。

根据利兰和派尔(Leland and Pyle, 1977)提出的L-P模型以及其他几位经济学家提出的类似的信息生产模型,金融中介作为一种投资者、项目或经纪人的联盟,可以降低投资的信息生产成本。拉马克里什兰和塔克(Ramakrishnan and Thakor, 1984)认为,如果同一企业不是通过金融中介而直接从多个投资者中筹集资本,每个投资者都要对企业进行调查和监督,造成信息生产的重复。如果指定某个信息生产者作为信息经纪人对企业状况进行调查和监督,这些重复的信息生产成本就可节省。当单个的信息经纪人结成联盟,信息生产成本可以进一步降低。结成联盟的经纪人就是某种经纪类金融中介,如證券經紀商、交易商、投资银行等。

除了信息生产的成本外,信息生产过程中还面临两个问题:一是信息的公共产品属性导致了信息的供给不足;二是信息质量不易辨别,导致信息市場上好信息不足,坏信息充斥。利兰和派尔认为,金融中介根据收集和处理的信总买入和持有贷款或證券类型的资产,可以解决上面两个问题。因为金融中介机构的资产是“私有产品”,不能随意出售,金融中介机构在信息生产过程中不用担心信息的外溢;通过对资产的合理定价,也间接解决了信总的质量和可信性问题,因为信总的质量已经体现在资产的价格中了。从这个意义上说,金融中介具有充当信总生产者的天然优势。

从以上分析看,證券市場与金融中介在信总生产上各有优势,不能简单地定论哪一种资金配置方式更好。在理想的强式效率市場上,股价已反映了所有公开信总和内部信总,投资者没有必要再费时费力去从事有关證券信总的收集、分析和处理,所以證券市場的信总生产成本要远低于金融中介。然而,即便是最发达的美国證券市場,有关实证研究表明也只达到弱式效率(Fama, 1965, 1970; Alexander, 1964)。若證券市場尚未达到强式效率,则需要收集、分析和处理有关公司的信总,在这方面,金融中介机

构具有天然的优势。

五、为投资者提供监控和激励手段

确保资金配置效率的另外一个必不可少的条件就是有效的监控和激励机制。信息生产主要解决事前的非对称信息,即逆向选择问题;而监控与激励主要解决事后的非对称信息,即道德风险问题。监控(monitor)是指外部核实或约束。对于道德风险中的隐藏行动问题,委托人必须对代理人施以适当的监控,防止代理人作出不利于委托人的行动,如欺诈行为。激励(incentive)是指开发内在的潜能,使代理人在最大化自己的利益的同时,最大化委托人的利益,防止偷懒(shirking)行为。为了防止代理人的道德风险,委托人常常是监控与激励并举。

证券市场为投资者监控公司提供了两种机制。

第一,股东直接对公司进行干预。作为投资者的股东有两种监控公司的方式:一是主动型监控,即股东“以手投票”。股东可以参加股东大会,选举董事会成员,或就其他公司有关经营管理的重大事项进行投票表决,对管理层构成直接约束;二是被动型监控,即股东“以脚投票”。如果股东对公司管理层经营管理行为不满意,可以卖出股票;如果出现大量股票抛售,公司股价急剧下跌,既会影响公司在市场上的再次融资,也会给管理层带来第二种监控机制的压力,这就是证券市场上的外部接管。当一上市公司管理层经营不善,业绩不佳,盈利下降时,在有效的市场上,这些信息就体现为其股价的下跌。当股价下跌至某一价位,专事外部接管的袭击者认为通过改组管理层可以提高公司业绩,提升公司价值,他们就会大量买入该公司股票以达到控股目的,然后以控股股东身份改组公司管理层。在外部接管的潜在威胁下,管理层不得不努力工作,以提高公司业绩,防止股价下跌。证券市场上的袭击者还可以产生一种“鲶鱼效应”,他们就像生物链中的鲶鱼一样,在弱肉强食的同时,也迫使“弱肉”强壮起来。

证券市场还提供了一种激励公司管理层的有效手段,这就是与公司股票价格挂钩的管理合同,或称经理人持股制度。其具体做法是,公司管理人员的薪酬收入中,只有少部分的现金,大部分收入是股票或股票认购证(warranty)、股票期权等与股票挂钩的权证。这种管理合同形式在发达国家越来越流行。比如美国克莱斯勒汽车公司前总裁亚柯卡在任期间,其账面工资超过500万美元,其中现金只有100万美元,其余都是股票或与股票挂钩的权证。管理人员薪酬与公司股票挂钩的好处是,如果公司经营管理完善,业绩提高,公司股价上升,管理人员的股票收入

也会增加;否则,管理层收入有限。当然,这种激励机制也是以市场的有效性为前提的。如果公司业绩不能在股价中反映出来,即使管理层收入与股票挂钩,也不能激发他们改善经营管理的积极性;相反,还可能引诱他们的短期投机行为,甚至直接参与本公司股价的炒作,正所谓“经营再好不如庄家炒”。

在金融中介机构与借款企业之间,除了借贷关系外,双方还在资金结算、股权控制、人员交流等多方面有联系,金融中介对借款企业进行监控具有得天独厚的优势。戴蒙德(Diamond, 1984)的受托监控模型证明,由于金融中介作为众多投资者的代理人对企业进行监控,避免了由各投资者分别进行监控的重复,金融中介在受托监控时的监控成本与代理成本之和比由各投资者分别监控时的监控成本之和要小,因而具有监控的成本优势,但金融中介的监控成本优势受制于其客户的多样化。对比金融中介与证券市场在监控方面的作用,二者各有其优势,同时也各有其限制;但在激励机制方面,证券市场可以提供与股票挂钩的管理合同,而金融中介却无能为力。▲

[参考文献]

- [1] Fama, E., 1965. "The Behavior of Stock Market Prices"[J], Journal of Business, January.
- [2] Diamond, D. W. 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". Review of Economic Studies, LI: 393- 414.
- [3] Dow, J. and Gray Gorton, 1997. "Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?" Journal of Finance, 52(3) .
- [4] Leland, H. E. and Pyle, D. H., 1977. "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation." The Journal of Finance. Vol 32, May: 372- 387.
- [5] Ramakrishnan, R. and Thakor, A. V., 1984. "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation." Review of Economic Studies, LI: 415- 432.
- [6] 秦国楼. 现代金融中介论[M]. 中国金融出版社, 2002

Abstract: the fundamental function of financial system is to allocate resources across times and spaces. From this, some other functions can be derived, such as to provide ways of clearing and settling payments to facilitate trade, to provide a mechanism for the pooling of resources and for the subdividing of shares, to provide ways of managing risk, to provide ways of information production and to provide ways of dealing the incentive problems. The financial intermediaries and financial markets have their advantages at performing theses kinds of functions.

Key words: financial intermediaries, financial markets, functional perspective