



金融前沿理论

JINRONG QIANYAN LILUN

郑振龙 主编



中国财政经济出版社

金融前沿理论

郑振龙 / 主编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融前沿理论/郑振龙主编. —北京: 中国财政经济出版社,
2004.3

ISBN 7-5005-7128-3

I. 金… II. 郑… III. 金融学-文集 IV. F830-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 017170 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中加印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 23 印张 793 000 字

2004 年 4 月第 1 版 2004 年 4 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1500 定价: 70.00 元

ISBN 7-5005-7128-3/F·6234

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

前言

2003年11月23日，由厦门大学金融系和《金融研究》编辑部联合主办的“全国金融理论高级研讨会”在厦门会展中心召开。该研讨会是厦门大学金融系75周年系庆主题活动之一，得到了国内外诸多著名专家学者、兄弟院校的大力支持。国内金融研究领域的老中青三代学者齐聚厦门美丽的鹭岛，共同研究和讨论国内多方面、多层次的金融学术热点问题，提出了一些具有理论创新和现实指导意义的结论，大大地促进了国内在金融研究领域的交流与合作。可以说，这是一次国内金融学术领域的盛会。

自从我们向全国征集论文以来，来自全国各省市的金融学术界人士的投稿极为踊跃，大批稿件从四面八方涌来，几乎使我们措手不及。经过初步评审和筛选，最终形成了这本供交流和讨论的论文，仍有60余篇之多。该论文集分为四篇：宏观金融篇、银行和保险篇、资本市场篇及国际金融篇，基本涉及了金融学术界和业界共同关心的处于金融学前沿的热点问题。研讨会本着“百花齐放，百家争鸣”的原则，只要言之有物，都欢迎到会议上参与讨论和交流。希望每一位关心金融领域研究问题的读者，可以从这本论文集中找到自己感兴趣的主题和相关的论文。

由于不少与会金融名家在研讨会上发表了精彩演讲，但并未提交论文，因此，在这本论文集中我们特意附上了会议纪要。

SAW/0/08 01

2 金融前沿理论

最后，借此机会，我们还要对该研讨会的协办单位：中国工商银行厦门分行、中国民生银行厦门分行、交通银行厦门分行、中信实业银行厦门分行表示衷心的感谢！向所有关心、支持和帮助厦门大学金融系学科建设和发展的单位和个人表示衷心的感谢！我们相信，这次金融盛会一定会给中国的金融研究留下深远的影响和美好的回忆！让我们共同期待再聚厦门的那一天！

主 编

2003年12月

“全国金融理论高级研讨会”会议纪要

由厦门大学金融系和《金融研究》编辑部联合主办的“全国金融理论高级研讨会”于2003年11月23日在厦门悦华会展酒店召开。该研讨会是厦门大学金融系75周年系庆主题活动之一，得到了国内外诸多著名专家学者、兄弟院校的大力支持。国内金融研究领域的老中青三代学者齐聚美丽的鹭岛，共同研究和讨论国内多方面、多层次的金融学术热点问题，提出了一些具有理论创新和现实指导意义的观点，大大地促进了国内在金融研究领域的交流和合作。可以说，这是一次国内金融学术领域的盛会。

整个研讨会在紧凑而又不乏交流的气氛中进行。会议分上下午两个部分。上午为大会主题发言，下午为分组讨论。主题发言在中国人民银行金融研究所所长秦池江教授的主持下进行。整个会场气氛热烈，可谓是百家争鸣，各抒己见，广博精深，新锐独特。中国金融学会副会长赵海宽首先就近期人民币汇率问题和当前经济是否过热的问题发表了自己的看法。西安交通大学的江其务教授从制度经济学和宏观经济学的角度出发，阐述了我国在全面建设小康社会过程中应注意的几个问题。中南财经政法大学的周骏教授认为当前我国金融效率低下，资本市场问题的根源在于没有处理好投资者和政府之间的关系，即政府既充当裁判员，又当运动员。西南财经大学的曾康霖教授从现代金融发展所呈现的新现象、新特征出发，重新审视金融研究中的某些传统理论和认识，对货币价值的测定问题、货币供给增长率的安排等问题进行了有价值的理论探索。西南财经大学的何泽荣教授认为广义的货币政策应该包括数量政策和价格政策；数量政策与价格政策的一致性有利于经济的发展，反之不利于经济的发展；货币政策应随着外部条件的变化不断调整。辽宁大学的白钦先教授则提出了政策性金融的可持续发展必须实现的“六大协调均衡”。对外经贸大学的邱兆祥教授就北京与上海建设金融中心的问题发表了自己的看法。中国社会科学院金融研究所副所长王国刚教授对“股市是国民经济的晴雨表”、“股市的财富效应”等国外引进的理论提出了质疑，并提出了学术界不应该把国外的理论作为惟一真理的看法。南开大学金融系的马君潞教授就股市危机发表了独到的见

2 金融前沿理论

解。中央财经大学金融系的李健教授分析了对国有银行评价的两端论，并就国有银行的双重功能——商业性功能和公共性功能进行了探讨。最后，山东大学经济学院副院长胡金焱教授就金融和信用的问题发表了看法。

下午，研讨会分为综合组、宏观组、银行和保险、资本市场组和国际金融组进行小组讨论。综合组由交通银行厦门分行行长王慧生主持。综合组的专家思维敏捷，见解独特，场上辩论激烈，场下听众热情极高。西南财经大学金融学院院长殷孟波教授提出当前社会信用缺失的主要原因是社会的纵容、历史的原因和法律的道德成本不够。中南财经政法大学金融学院院长朱新蓉教授强调了从综合的角度研究金融问题的重要性，她认为这是国际的趋势和潮流。武汉大学金融系主任叶永刚教授认为金融工程是一个综合性的管理学科，有很强的现实针对性。在当今时代，每个学校都应该充分发挥自己的特色。对外经贸大学金融学院院长吴军教授对在有效需求不足、通货紧缩的形势下实施稳健的货币政策的有关理论问题进行了探讨。南京大学金融系主任裴平教授就当前我国货币政策目标的实现问题进行了深入的探讨。暨南大学经济学院院长刘少波教授就当前股票市场的发展提出了重要的建议。华东师大国际金融学院院长潘英丽教授就近期人民币汇率走势的问题发表了自己的看法。西南财经大学中国金融研究中心副主任陈野华教授提出了我国资本市场的研究方法和角度，并应该看到国内资本市场和发达国家资本市场的差异和差距。中国人民大学应用金融系主任翟强教授就金融泡沫和信贷扩张的关系进行了探讨。天津财经学院金融系主任王爱俭教授就虚拟经济与实体经济的关系进行了讨论。中山大学金融系主任陆军教授就民营银行开放与发展过程中的一些有争论的问题发表了自己的看法。辽宁大学金融系主任张荔教授和吉林大学金融系主任杜莉教授还分别就金融相关问题做了发言。

宏观组由交通银行厦门分行副行长陈越主持。中国金融出版社总编许树信教授就当前中国社会信用的四个问题进行了分析和探讨。厦门大学金融系江曙霞教授提出民间信用的社会变迁是一个动态演化的过程，并构造了一个含有自治系统的层序系统模型进行模拟。中山大学岭南学院王曦教授从微观基础出发，对金融转型以来我国货币供给和货币乘数的形成机制进行了探讨。厦门大学金融系陈国进教授则认为在给定金融交易的信息摩擦情况下，金融契约、金融中介和金融市场等金融制度因素的发展可以通过降低信息成本促进资本形成、技术创新和经济增长。厦门大学金融系李晓峰教授就20世纪80年代以来许多国家开始采用金融统一监管模式的问题介绍了统一监管模式的不同观点以及最新进展，并分析了这些国家建立统一监管模式的动因以及经验教训。暨南

大学金融系蒋海教授通过模型分析,认为当前的金融监管安排在信息不对称条件下出现的多层激励冲突是形成金融监管失灵的主要原因,而不仅仅是金融机构的道德风险或监管当局的宽容和决策失误。山东财政学院的张廷良副教授就金融全球化与中国金融可持续发展作了发言。厦门大学金融系徐宝林讲师就通货膨胀目标制下的资产价格和货币政策的理论文献主要探讨的四个问题进行了评析。中山大学岭南学院的沈军博士生在金融资源学说的基础上提出了金融资源配置效率的内涵和研究思路。中山大学岭南学院的谭庆华博士生尝试着在金融资源论与金融功能观和金融机构观之间建立逻辑联系。厦门大学金融系蔡庆丰博士生则认为在积极发展机构投资者的同时也要考虑如何有效地降低金融中介的委托代理问题,防止资产泡沫的过度膨胀。

银行和保险组由厦门大学金融系林宝清教授主持。深圳大学中国经济特区研究中心主任曹龙琪教授从制度经济学的角度,对西方国家银行全能化发展进行了系统性研究,并由此论证,金融混业经营呈现一个由低级向高级发展的过程。厦门大学金融系林宝清教授对加入WTO以后我国保险发展模型进行了深入的研究,对作者自身提出的“金融型保险”和“保险发展模式论”进行了深化。江西财经大学金融学院院长吕江林教授立足中国国情,发展了国际上流行的住房抵押证券(MBS)定价方法——期权定价方法,提出了一个新的、基于二叉树的定价模型。江西财经大学金融学院胡援成教授从公司规模的角度在一般的理论基础上分析了企业家的效用函数并由此得出企业的最优资本结构。河北大学经济学院康书生教授对银行在高校贷款的可行性和风险管理思维进行了分析。浙江财经学院金融学院院长虞群娥教授分析了地方政府参股商业银行的利弊问题。厦门大学金融系郑鸣副教授引入商业银行无清偿能力风险的概念并对中国商业银行进行了实证分析。杭州商学院金融学院钱水土教授对信用评分模型在中小企业信贷中的应用进行了分析和研究。厦门大学金融系赵向琴讲师从激励兼容的监督,对长期银企关系的激励机制、稳定性以及政策含义进行了分析。厦门大学金融系许莉讲师对目前一些发达城市出现的地下保单问题进行了分析和讨论。厦门大学金融系冯文丽博士生对农业市场保险失灵的原因进行了分析并提出了政策建议。厦门大学谢清河博士对我国商业银行激励约束机制存在的问题进行了分析。

资本市场组由浙江大学金融研究所所长王维安教授主持。王维安教授对浙江经济中的“资本市场”问题进行了分析,对影响浙江经济发展的几个金融问题进行了深入细致的剖析。南京财经大学金融学院院长许承明教授从投资者情绪对封闭式基金折价的影响的角度,对我国封闭式基金折价变动进行了实证检

4 金融前沿理论

验。东北财经大学金融工程研究中心主任史永东教授对市场操纵行为进行了实证分析,并提出了相应的防范措施。江西财经大学金融学院严武教授运用非参数方法对我国股市在有政策影响和无政策影响两种状态下的周内效应进行了比较研究。暨南大学金融系谭跃教授通过实物期权定价的方法对中国3G移动通信牌照进行了定价。武汉大学金融系潘敏副教授运用统计显著性检验和横截面回归的方法,对我国上市公司增发新股的公告效应进行了实证检验。厦门大学金融系黄斯福讲师对股票市场上的价值投资和辩证法的思想进行了阐述。厦门大学金融系陈蓉博士则对认股权证的相关研究进行了系统的文献综述和回顾。厦门大学管理学院博士生陈炜对我国股票市场的效率及其演化特征进行了实证研究。厦门大学金融系博士生林海对中国银行负债中隐含期权进行了分解和定价。厦门大学金融系博士生冯玲则分析了风险投资在高新技术衍生新企业中的运作机制。

国际金融组由南开大学金融系主任马君潞教授主持。上海财经大学现代金融研究中心丁剑平教授运用误差修正模型验证了中、日两国第三产业工资变化与实际汇率间的协整关系及其对实际汇率的作用,得出了当前人民币实际汇率基本反映了第三产业人均收入水平的真实情况、人民币没有升值的必要的结论。厦门大学金融系朱孟楠教授从新兴市场国家广泛存在公信力缺乏及传递效应切入,深入剖析了汇率制度“害怕浮动”的成因,并提出相关对策建议。厦门大学金融系魏巍贤应用博弈论原理,深入剖析了改革开放以来人民币汇率制度的选择问题,首次从理论模型上揭示了1994年人民币汇率并轨的重要意义——汇率并轨并未改变政府损失函数(福利),却消除了多重汇率下的价格扭曲,实现了帕累托改进。中国人民银行研究所丁志杰教授对二元经济转换进程中的本外币政策协调问题进行了分析,对汇率制度是否真的存在两极化趋势以及人民币管理浮动汇率制进行了讨论。武汉大学经济发展研究中心江春教授将新制度经济学与国际金融理论相结合来研究货币兑换问题,即从产权角度分析人民币自由兑换制度。山西财经大学财政金融学院李惠芬则对如何防范人民币汇率的制度性风险进行了分析。

会议在紧张而又热烈的气氛中圆满结束。

(林海、康朝锋、蔡庆丰、黄君慈)

目 录

第一篇 宏观金融

- 金融中介、代理投资与资产泡沫 张亦春 蔡庆丰 (3)
- 对传统金融理论模式的再认识
- 金融与实体经济分离的初步分析 曹康森 (14)
- 论政策性金融可持续发展必须实现的“六大协调均衡”
- 白钦先 王伟 (26)
- 中国金融：走出“分业经营”的体制误区 王国刚 (44)
- 混业趋势下监管“防火墙”建设的对策研究 张强 (62)
- 金融转型中的货币供给与货币乘数：微观基础 王曦 (70)
- 民间信用的动态演化过程及社会问题控制 江曙霞 马理 (97)
- 论金融监管的独立性 陈志昂 (111)
- 金融统一—监管的国际比较 李晓峰 王俊 (120)
- 金融发展、金融放松管制与经济增长 陈国进 (131)
- 金融监管中的激励冲突与调整 蒋海 (142)
- 金融创新与中国金融可持续发展 张延良 (160)
- 中国金融资源配置效率研究 (1990—2002) 沈军 (166)
- 金融资源论与农村金融体制改革
- 基于广东丰顺县农村投融资情况的调查与思考 邹菊方 (176)
- 金融资源论：一种综合视角 谭庆华 林广明 (183)

2 金融前沿理论

通胀目标制下的资产价格与货币政策：文献述评 徐宝林 (197)

第二篇 银行和保险篇

我国寿险业的创新与发展 魏迎宁 (211)

银行全能化发展的制度经济学分析 曹龙骥 张艳 (218)

我国银行授信中委托

——代理关系的异化：中山集团呆滞贷款处理案例的

博弈分析 黄宪 代军勋 (230)

WTO与保险发展模式新论 林宝清 (238)

住房抵押贷款证券(MBS)的定价研究 吕江林 赵霞 (250)

银行要以风险管理思维操作高校贷款 康书生 (259)

我国商业银行无清偿能力风险问题研究 郑鸣 (265)

VaR风险估值方法对我国金融风险管理的借鉴 黄震宇 钱水土 (276)

中资银行如何提高在人民币存款业务上的对外竞争力 聂开 (286)

信息、激励与长期银企关系 赵向琴 (299)

地下保单的需求、风险与监管部门的对策 许莉 (306)

农业保险市场失灵的经济分析 冯文丽 (313)

我国商业银行内部控制体系的优化设计 吴丽华 (325)

我国商业银行激励约束机制研究 谢清河 (333)

第三篇 资本市场篇

银行资产负债中隐含期权的分解和定价 郑振龙 林海 (345)

上市公司募集资金投向变更研究 刘少波 戴文慧 (359)

中国3G移动通讯服务的实物期权价值分析与香港的实践 谭跃 (374)

风险调整绩效度量方法(RAPM)及其在我国的应用

..... 李志辉 李萌 (398)

风险与收益权衡

——企业最优资本结构探讨 胡捷成 姜光明 (411)

中国股市的周内效应：政策影响与实证分析

——来自上海证券交易所的证据 严武 温德清 (420)

中国股票市场操纵行为的经验分析 史永东 蒋贤铎 王振山 (432)

条件 CAPM 下我国证券投资基金业绩的实证研究	何孝星 (472)
风险投资项目退出决策定量分析模型及其应用研究	程 静 (485)
我国上市公司增发新股公告效应的检验	潘 敏 杨 磊 (498)
上海股市 (1997.7-2003.5) 的波动性、风险溢价和周末效应 分析	金洪飞 (512)
价值投资与辩证法 ——从“罗伯逊关闭老虎基金”及“巴菲特投资高科技股” 所想到的	黄斯福 (526)
风险投资在高新技术衍生新企业中的运作机制述评	冯 玲 (532)
国外认股权证理论与实证研究综述	陈 蓉 (541)
中国股票市场效率及其演化研究	陈 炜 (550)

第四篇 国际金融篇

非贸易部门劳动生产率水平对实际汇率的影响 ——误差修正模型对人民币与日元的检验	丁剑平 刘健 于群 (565)
二元经济转换进程中的本外币政策协调	景学成 丁志杰 (581)
论新兴市场国家在汇率制度选择上的“害怕浮动” 及其成因	朱孟楠 张小博 (593)
人民币汇率制度选择模型研究	魏巍贤 (603)
金融体系的脆弱性不会影响经济增长吗? ——来自对中国案例实证分析的答案	孙立坚 李安心 牛晓梦 (612)
汇率形成的微观分析	莫君羊 曹振宇 (643)
中国金融脆弱性与汇率制度的选择	苏丽萍 王 珊 (652)
论货币自由兑换的制度基础	江 春 (662)
我国外汇储备适度规模的研究	刘莉亚 (681)
发展中国家资本项目可兑换的模式比较及其借鉴	余文建 (697)
我国汇率制度选择的角点解与现有汇率制度退出 战略分析	黄君慈 占 硕 (706)
应防范人民币汇率的制度性风险	李惠芬 (718)

第一篇

宏观金融

金融中介、代理投资与资产泡沫^{*}

张亦春 蔡庆丰^①

厦门大学金融系

内容摘要

随着金融市场的发展,越来越多的投资者通过机构投资者等金融中介的代理投资间接参与金融市场。投资者和金融中介之间的委托代理问题以及由此产生的风险转嫁倾向使得金融中介的投资决策并不总是以投资者的利益最大化为目标。本文通过模型分析,证明了金融中介的风险转移倾向容易导致风险资产的均衡价格偏离其基础价值,引起资产泡沫的产生。

一、导 言

金融体系的核心作用是在一个不确定的环境里为经济资源在时间上和空间上的有效配置提供便利(Bodie和Merton, 2000)。在传统的Arrow-Debreu模型中,企业和家庭通过市场直接联系并相互作用,金融市场本身就能够实现资源的最优配置,不存在金融中介帕累托改进的余地。那么,为什么我们在拥有金融市场的同时还需要金融中介的存在?根据科斯的现代企业理论,金融中介

* 本文为教育部人文社会科学博士点基金项目:《中国股票市场效率损失研究》(项目编号:01JB790027)的阶段性研究成果。

① 张亦春:男,汉族,福建连江人,厦门大学金融系教授、博士生导师、厦门大学金融研究所所长;蔡庆丰:男,汉族,福建泉州人,厦门大学金融系博士生。

4 金融前沿理论

之所以存在是因为金融中介作为企业在内部化市场交易过程中节省了交易费用。但这仅解释金融中介作为“组织”上的存在，并没有解释其“功能”上的存在。随着博弈论、信息经济学和契约经济学等经济理论的发展，金融学家陆续提出了一些关于金融中介存在的理论和模型，形成相对独立的金融中介理论。Gurley 和 Shaw (1955, 1956) 认为金融中介在信用创造过程中，或者说在促进储蓄向投资转化上起着重要的作用，他们的研究开启了金融中介理论研究的先河。Benston 和 Smith (1976) 认为金融中介可以通过规模经济减少投资者的交易成本，而 Leland 和 Pyle (1977)、Diamond (1984) 等经济学家则认为金融中介具有信息处理和监督管理的比较优势，能够减少资金供求双方的信息不对称；上述经济学家认为金融中介存在的意义在于弥补金融市场在信息成本和交易成本上的缺陷。Diamond 和 Dybvig (1983) 从流动性转换功能角度解释了金融中介的存在；Allen 和 Santomero (1998) 则从降低投资者参与成本和为投资者提供风险管理的角度分析了金融中介存在的意义；Merton (1995) 的金融中介功能观提出了一个崭新的分析框架，他们认为金融中介和金融市场具有各自不同的比较优势，它们相互补充，互动发展。上述各个金融中介理论学说在彼此争鸣的同时也相互补充，从不同角度解释了“金融中介为什么存在”这一命题。

无论是从理论的分析还是现实的考察，金融中介和金融市场一样都是金融体系的不可或缺的重要组成部分。金融中介并没有因为金融市场的存在和发展而消亡或萎缩，特别是 20 世纪 70 年代以来，机构投资者等金融中介迅速崛起，越来越多的投资者通过投资基金等金融中介的代理投资间接参与金融市场^①。西方发达国家金融市场的投资主体呈现机构化趋势，而这也成为判断一国金融市场成熟与否的重要指标。显然，与直接投资相比，金融中介的代理投资使投资者不可避免地要面临与金融中介之间由于责任不对等、信息不对称和激励不相容所导致的委托代理问题，也就是说投资者需要为此付出一定的代理成本 (delegation costs)。那么，金融投资中介化所带来的委托代理问题对金融市场又会产生什么影响呢？本文尝试着就此进行一些探讨。

^① 本文的代理投资并不局限于投资者通过投资基金等机构投资者间接参与金融市场，事实上储蓄者的存款和银行的贷款也是代理投资的一种形式。

二、金融中介代理投资的委托代理问题

金融中介作为提高金融体系运行效率的一种制度安排，同样也存在着收益和成本的问题。金融中介的规模经济可以减少投资者的交易成本和参与成本；金融中介在信息处理上的比较优势能够减少金融市场的信息不对称，提高市场的运作效率等等。这些是投资者通过金融中介进行代理投资的“收益”，但他们也要为此付出一定的“成本”。比如商业银行，作为沟通资金供求双方的金融中介，在汇集资金实现规模经济的同时也把风险集中在自己身上。由于金融中介存在着严重的外部性，社会即投资者整体需要为此付出一定的监管成本。再比如投资基金，尽管它兼具规模经济、组合投资和专家理财等优势，同其他委托人一样，基金持有人也要面临自己和基金管理人之间由于信息不对称所导致的逆向选择和道德风险，也就存在我们通常所说的委托代理问题。需要强调的是，运营成本、监管成本等维持金融中介有效运作的成本并非本文的分析重点，我们所关注的是那些会导致市场摩擦，影响金融或经济运行效率的成本，投资者和金融中介之间的委托代理问题是本文分析的重点。

（一）投资者和金融中介之间的委托代理问题

Jensen 和 Meckling (1976) 将委托代理关系定义为一种契约：在这种契约下，一个人或更多的人（即委托人）委托另一个人或更多的人（即代理人）代表他们来履行某些服务，包括把某些决策权托付给代理人。如果这种关系的双方当事人都是效用最大化者，那么我们有充分的理由相信，代理人并不会总以委托人的最大利益行动。因此，委托人必须给代理人足够的激励使之按委托人的利益行动；或者对代理人实施严密的监控，使之不能随意越轨行动。显然，监督和激励都会产生成本，这就是所谓的代理成本。它由三部分构成：一是委托人的监督成本，这是由委托人承担的用以约束代理人道德风险行为的监督费用；二是代理人的保证支出，这是为防止代理人采取某种危及委托人利益的行动而由代理人支付的一笔保证金；三是剩余损失，这是因代理人的决策与使委托人利益最大化的决策之间的偏差所导致的委托人的利益损失。在直接投资下，资金供求双方是单层的委托代理关系，存在着由于彼此之间的信息不对称所导致的单重代理成本。而投资者通过金融中介进行代理投资就会导致双层的委托代理关系。首先，投资者和金融中介之间，投资者是委托人，金融中介是代理人，投资者需要激励和监督金融中介；其次，在金融中介和筹资者之间，