

金融博士
论丛 第四辑

JINRONG BOSHI
LUNCONG

现代金融 中介论

秦国楼 著

ANDAI JINRONG
HONGJIELUN

 中国金融出版社

金融博士论丛
JINRONG BOSHI LUNCONG
第四辑

现代金融中介论

秦国楼 著



中国金融出版社

2002

责任编辑:王海晔

责任校对:潘 洁

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

现代金融中介论/秦国楼著. —北京:中国金融出版社, 2002. 11
(金融博士论丛. 第四辑)

ISBN 7-5049-2882-8

I. 现…

II. 秦…

III. 金融-中介组织-研究

IV. F830.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 086858 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 宏文印刷厂

尺寸 140 毫米×203 毫米

印张 7

字数 180 千

版次 2002 年 11 月第 1 版

印次 2002 年 11 月第 1 次印刷

印数 1-2000

定价 14.00 元

如出现印装错误本社负责调换

· 前 言 ·

— QIAN YAN —

金融体系的最基本功能是对资源进行时间和空间上的配置,这一功能是通过金融中介机构和金融市场这两个渠道来实现的。金融中介机构和金融市场大体上与间接融资和直接融资相对应。相对于金融市场的发展来说,金融中介机构,特别是其中的商业银行,已经是极其古老的存在,并且直到今天仍然是最重要的融资渠道。

然而,20世纪80年代以来如火如荼的金融创新活动,尤其是以证券化、市场化为特征的金融创新活动,已经将以商业银行为代表的传统金融中介机构推向日益尴尬的境地。作为资金主要需求方的企业越来越多地通过在证券市场上发行债券或股票来融资,而作为资金主要供给方的个人则越来越不满足于银行储蓄这种简单的投资方式,债券、股票、基金等证券市场中的金融工具越来越多地受到居民的青睐。以存贷为主的商业银行在金融体系中的霸主地位受到了历史上最为严峻的挑战,近年来甚至有了“商业银行衰落”的悲观言论。类似地,以金融活动为主要研究对象的金融理论的发展也遭遇到了同样的尴尬。尽管关于银行等金融中介机构的研究早在古典经济学说中就有了萌芽,并且构成早期的货币

信用学说的重要组成部分,但在后来的二三个世纪中并没有重大进展。相反,关于资本市场的研究在 20 世纪中期以来的半个世纪里给人以“沉舟侧畔千帆过”的感觉,资产组合理论、资本资产定价模型、资本结构理论、期权定价模型等系列理论被提出和论证,这些理论的创立者也先后获得了诺贝尔经济学奖,为经济学界所接受和承认。关于资本市场的理论研究,俨然成为金融学的主体,并独领风骚于经济学理论的潮头。

金融中介机构毕竟是一种现实的存在,并且在可预见的未来,它们在社会经济中仍然会占据极其重要的位置。现实的存在需要理论的阐释,经济理论特别是现代企业理论的发展则为现代金融中介理论的发展开辟了道路。虽然还没有诺贝尔经济学奖的光环,但经济学家们陆续提出的一些关于金融中介机构的存在和功能的模型,从不同角度论证了“金融中介机构为何存在”这样一个命题。这一命题的重要性并不在于命题本身,而在于命题的衍生:金融中介机构如何发展?

本书正是按照这一逻辑,分两个部分展开:第一部分是金融中介理论,它论证了“金融中介机构为何存在”这样一个命题;第二部分是第一部分的延伸,它论证了“金融中介机构如何发展”这样一个命题。作为第二个命题的个案应用,“中国金融中介机构如何发展”在本书的最后讨论,从而完成本书从理论到实践的一个完整循

环。

在本书的第一部分,即金融中介理论部分,首先对金融中介理论的渊源进行了历史概览。马克思主义和古典经济学中的货币金融理论是金融中介理论的最早渊源,早期的货币金融理论主要论述货币、信用和银行与经济的关系,这里的银行是最早的和最重要的金融中介机构。20世纪70年代前后形成的金融发展理论中所包含的金融中介理论是现代金融中介理论的直接渊源之一,它视金融中介机构的存在为既定的前提,认为包括金融中介机构在内的金融发展对经济发展有重要作用。现代金融中介理论的另一直接渊源是新古典经济学中的“金融中介机构多余论”,这一理论从完美市场的前提出发,否定金融中介机构存在的必要性。

接着本书对金融中介理论的最新发展,即所谓的现代金融中介理论进行了全面、系统的综述。正如现代企业理论的先驱科斯论证“企业为什么会存在”的命题从而开创现代企业理论的先河一样,“金融中介机构为何存在”这一命题正是现代金融中介理论的核心。现代企业理论是理解现代金融中介理论的钥匙。现代企业理论承认市场是不完美的,即交易费用和非对称信息总是客观存在的,它的两个分析范式——交易费用和非对称信息也是现代金融中介理论的两根支柱。本书对现代金融中介理论中的5种代表性的模型或假说进行了综述,它

们是:本斯顿和小史密斯的交易费用模型、利兰和派尔的信息生产模型(又称 L—P 模型)、戴蒙德和戴维格的流动性保险模型(又称 D—D 模型)、戴蒙德的受托监控模型以及阿伦和桑托美罗的参与成本假说。这些模型或假说分别从金融中介机构在降低交易费用、信息生产、流动性转换、受托监控和风险管理等方面的功能角度对“金融中介机构为何存在”这一问题进行理论解说。因此,与其说它们是相互对立的,不如说它们是互补的。在此基础上,本书对现代金融中介理论进行了系统评述,并对金融中介理论的发展进行了探讨。

尽管现代金融中介理论从不同角度论证了“金融中介机构为何存在”这一命题,但是,在现实的金融系统中,既没有惟有金融市场而无金融中介机构的情形,也没有惟有金融中介机构而无金融市场的情形。只是在不同的国家,金融中介机构或金融市场在整个金融系统中的地位和作用是不尽相同的。无论是金融市场还是金融中介机构,其最基本的功能是融资,但融资未必是最重要的功能;从资源配置角度看,不同融资方式在信息生产和企业监控方面的功能可能更重要。从宏观层面上看,融资方式表现为某种特定的融资模式;从微观的功能层面上看,融资模式又是与公司治理结构联系在一起的,因此有必要从公司治理结构角度对不同的融资模式进行比较分析。在第一部分的最后,本书从功能角度进

一步对金融中介和金融市场进行了理论上的比较分析,从公司治理结构角度对主要融资模式进行对比分析,并讨论中国的公司治理结构和融资模式的选择问题。

经济理论的作用不仅在于为现实的经济现象提供理论上的解释,更在于为未来的宏观经济政策和微观经济决策提供理论上的依据。金融中介理论亦然。本书的第二部分即围绕“金融中介机构如何发展”这一实践性的命题展开。现代金融中介理论主要是从交易费用和信息生产两个方面来论证金融中介机构存在的必要性,但金融创新的风起云涌和信息革命的风云际幻使得金融中介机构在降低交易费用和改善信息不对称状况方面的功能发生了变化。金融创新不断地为金融中介机构创造新的产品和服务,降低金融产品和服务的交易费用,同时也不断地将金融中介机构既有的产品和服务推向金融市场。金融中介机构与金融市场形成一种动态的交互关系:金融中介机构创造新的金融产品,新产品构成新市场的基础,并增加现有市场的交易量;市场交易量扩大后,交易费用自然降低,金融中介机构得以创造出更新的金融产品。因此,当我们从静态的角度来看某种金融产品的演变时,金融中介机构与金融市场是相互竞争的;然而,当我们从动态的角度来分析金融系统的演进时,它们是相互补充、相互促进的,并且呈现一种螺旋式上升的态势。

金融创新不断调整着金融中介与金融市场的边界,信息革命则重新划分了各金融中介机构的业务版图。从总体上看,信息革命扩大了金融中介机构的客户群体,从而扩大了金融中介机构的服务范围。但对不同类型的金融中介机构而言,其所受影响是不同的。对于经纪类金融中介机构(如基金管理公司等)而言,其客户群体和业务范围比以前扩大了;对于资产转换类金融中介机构(如商业银行)而言,一方面以前透明度较低的客户被它纳入其服务范围,另一方面一些透明度较高的半透明客户又转向经纪类金融中介机构。因此,信息革命对资产转换类中介范围的影响是不确定的。在金融创新和信息革命的推动下,突破经营限制、走向业务全能化成为各主要金融中介机构变革的殊途同归之路。金融中介机构的演进与变革、金融中介机构的全能化,几乎都是在金融中介机构的并购中完成的。一部金融中介机构史可以说就是一部金融中介机构的并购史。通过并购,不同类型的金融中介机构可以实现优势互补,更有效地为客户提供全方位的功能服务。

“中国金融中介机构如何发展”是本书第二个命题的个案应用,也可看做本书的研究结论。从某种意义上说,中国的金融中介机构目前正面临着“内忧外患”的困境。国内主要金融中介机构特别是国有商业银行的改革进程中荆棘丛生,而国外的金融“航空母舰”则早已在国

门外磨刀霍霍,其先头部队甚至早已跨过门槛。金融业已成为中国计划经济的最后一个堡垒。加速度的开放催生全面和深度的改革,改革需要重组。重组是中国金融中介机构应对“内忧外患”困境的必然选择,也是下一步改革的当然前提。未来的中国金融中介机构将走向何方?本书认为,在规划中国未来的金融中介机构格局时,同样应以各类金融中介机构的功能定位和功能优势为前提。本书提出,如同中国的国有企业改革一样,中国未来的金融中介机构格局应遵循“抓大放小”的原则:一方面,以少数大型金融中介机构为基础,在不良资产、组织体系和产权制度重组的基础上,组建主要为大型企业服务的全能型金融集团;另一方面,取消民间资本的准入禁令,培育非国有中小金融机构,使之成长为以中小企业为主要服务对象、业务单一的区域性和专业性金融机构。

无论是论证“金融中介机构为何存在”这一命题,还是讨论“金融中介机构如何发展”这一命题,本书都是围绕金融中介机构的功能进行阐述,功能分析法是贯穿本书的一种基本分析方法,这构成了本书最鲜明的特色。但是,坦率地说,金融中介理论的发展远不如金融市场理论,金融中介理论还未形成完整的体系,作为现代金融中介理论分析范式之一的交易费用范式还不很成熟。金融中介机构的发展在各国,特别是在中国还面临着何

去何从的困惑。然而,谁能说金融中介理论和金融中介机构的发展不会是“病树前头万木春”呢?

· 摘 要 ·

ZHAI YAO

金融系统最基本的功能是对资金进行时间上和空间上的配置。联结储蓄者与投资者的金融系统由金融市场和金融中介组成。通过金融市场进行的融资属于直接融资,通过金融中介机构进行的融资属于间接融资。严格意义上的金融中介机构(financial intermediaries)是在间接融资过程中为借款人和贷款人提供中介服务的金融机构(financial institution),它们向最终贷款人发行(或出售)间接证券(或次级证券),然后购买最终借款人发行的原始证券。按这一定义,大多数(不是全部)金融机构都是金融中介机构,但直接融资中的金融机构(如证券公司)不在金融中介机构之列。然而,由于层出不穷的金融创新和金融机构的混业经营,实践中间接融资与直接融资、间接融资中的金融中介机构与直接融资中的金融机构之间的界限已越来越模糊。

20 世纪下半叶特别是 80 年代以来,金融领域正在发生着影响深远的变革。一方面,越来越多的公司通过直接在金融市场上发行证券来融资,传统的存款类金融中介机构(包括商业银行、储蓄银行、信用社等)在融资中的比重在不断下降;另一方面,伴随着日新月异的

信息技术变革和持续的金融创新,金融中介机构出现了显著的分化,以商业银行为代表的存款类机构日益式微,以各种共同基金为代表的投资类机构则大行其道,并且各类金融中介机构出于市场的压力和竞争的需要,不断突破分业经营的藩篱,混业经营成为全球性的潮流。在这些纷繁复杂的变革背后,一个更为本质的问题是,金融中介为何存在?这一问题构成金融中介理论的核心。本书对金融中介理论进行系统阐释,并在此基础上对金融中介的未来发展展开现实探讨。

本书共分7章。

第一章为导论。

第二章,金融中介机构:功能与种类。本章是全书理论阐释和现实分析的基础。联结资金盈余方与资金短缺方的金融系统由金融中介与金融市场构成,通过金融中介进行的融资是间接融资,通过金融市场进行的融资是直接融资。以金融中介为主的融资模式为日德模式,以金融市场为主的融资模式为英美模式。金融中介机构具有支付中介、时态中介、规模中介、风险中介、信息生产以及监控和激励等六大功能。按从事的业务不同,现代经济中的金融中介机构分为存款类机构、契约储蓄类机构和投资类机构三大类。金融中介机构的功能是功能分析法的前提,因而是本章的重点。

第三章,金融中介理论的渊源。本章是金融中介理

论的一个历史概览。马克思主义和古典经济学中的货币金融理论是金融中介理论的最早渊源,早期的货币金融理论主要论述货币、信用和银行与经济的关系,这里的银行是最早的和最重要的金融中介机构。新古典经济学中,对于货币、金融和金融中介机构在经济发展中的作用问题,有两种截然不同的观点:一是 20 世纪 70 年代前后形成的金融发展理论,其中所包含的金融中介理论是现代金融中介理论的直接渊源之一。它视金融中介机构的存在为既定的前提,认为包括金融中介机构在内的金融发展对经济发展有重要作用。二是阿罗—德布鲁模型中的所谓“银行多余论”。这一理论从完美市场的前提出发,否定以银行为代表的金融中介机构存在的必要性。这一理论构成了现代金融中介理论的另一直接渊源。

第四章,现代金融中介理论。本章是对现代金融中介理论的一个全面、系统的综述和评介。正如新古典经济学中的厂商理论将企业的存在和完美市场视为给定的前提一样,新古典主义的金融中介理论或者视金融中介机构的存在为给定的前提,或者视完美市场为给定的前提;同样,正如现代企业理论的先驱科斯提出“企业为什么会存在”从而开创现代企业理论的先河一样,“金融中介机构为什么会存在”这一问题正是现代金融中介理论的核心。现代企业理论是理解现代金融中介理论的钥

匙。现代企业理论承认市场是不完美的,即交易费用和非对称信息总是客观存在的,它的两个分析范式——交易费用和非对称信息也是现代金融中介理论的两根支柱。本章对现代金融中介理论中的5种代表性的模型或假说进行了综述,它们是:本斯顿和小史密斯的交易费用模型、利兰和派尔的信息生产模型、戴蒙德和戴维格的流动性保险模型、戴蒙德的受托监控模型以及阿伦和桑托美罗的参与成本假说。这些模型或假说分别从金融中介机构在降低交易费用、信息生产、流动性转换、受托监控和风险管理等方面的功能角度对“金融中介机构为什么会存在”这一问题进行理论解说。因此,与其说它们是相互对立的,不如说它们是互补的。在此基础上,作者对现代金融中介理论进行了系统评述,并对金融中介理论的发展进行了探讨。

第五章,融资方式的比较与融资模式的选择。本章对金融中介和金融市场两种融资方式进行比较分析,并进一步讨论了融资模式的选择问题。金融系统主要由金融市场和金融中介组成,在现实的金融系统中,既没有惟有金融市场而无金融中介的情形,也没有惟有金融中介而无金融市场的情形。在不同的国家,金融中介或金融市场在整个金融系统中的地位和作用是不尽相同的。无论是金融市场还是金融中介,其最基本的功能是融资,但融资未必是最重要的功能;从资源配置角度看,不

同融资方式在信息生产和企业监控方面的功能可能更重要。融资方式在宏观层面上表现为某种特定的融资模式;从功能上看,融资模式又是与公司治理结构联系在一起的,因此作者从公司治理结构角度对不同的融资模式进行比较分析,讨论两种主要融资模式的优劣以及最新发展。本章最后结合中国国情,探讨中国融资模式的选择问题。

第六章,金融中介机构的演进与变革。对金融业影响最大的莫过于金融创新的广泛兴起和信息革命的推波助澜。金融创新不断地为金融中介机构创造新的产品和服务,同时也不断地将金融中介机构既有的产品和服务推向金融市场。信息生产是金融中介机构的主要功能,信息革命自然会深刻地影响各种金融中介机构的业务范围。金融创新不断调整着金融中介与金融市场的边界,信息革命则重新划分了各金融中介机构的业务版图。在金融创新和信息革命的推动下,突破经营限制、走向业务全能化成为各主要金融中介机构变革的殊途同归之路。金融中介机构的演进与变革、金融中介机构的全能化,几乎都是在金融中介机构的并购中完成的。一部金融中介机构史可以说就是一部金融中介机构的并购史。通过并购,不同类型的金融中介机构可以实现优势互补,更有效地为客户提供全方位的功能服务。

第七章,中国金融中介机构的重组与改革。中国金

融业正面临着“内忧外患”的困境,重组是中国金融中介机构应对“内忧外患”困境的必然选择。在重组的基础上,作者基于各类金融中介机构的功能定位和比较优势,提出改革中国金融中介机构的“抓大放小”战略:一方面,以少数大型金融中介机构为基础,在不良资产重组和组织体系重组的基础上,组建主要为大型企业服务的全能型金融集团;另一方面,取消民间资本的准入禁令,培育非国有中小金融机构,使之成长为以中小企业为主要服务对象、业务单一的区域性或地方性金融机构。