

Finance
NEW
新金融论丛

金融：契约、 结构 与 发展

董裕平 著



中国金融出版社

Finance
NEW
新金融论丛

金融：契约、 结构与发展

董裕平 著



中国金融出版社

责任编辑:王 凤 储爱武

责任校对:孙 蕊

责任印制:尹小平

图书在版编目(CIP)数据

金融:契约、结构与发展/董裕平著. —北京:中国金融出版社,2003. 1

(新金融论丛)

ISBN 7-5049-2879-8

I. 金…

II. 董…

III. 金融学

IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 087478 号

出版

发行

中国金融出版社

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 148 毫米×210 毫米

印张 8

字数 212 千

版次 2003 年 1 月第 1 版

印次 2003 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 18.00 元

如出现印装错误本社负责调换



作者简介

董裕平，安徽潜山人，1992年毕业于南京大学，获经济学学士学位，1995—2001年就读于中国人民大学经济学院，先后获经济学硕士和博士学位。曾从事公司财务工作，现任职于国家开发银行，并在中国社会科学院从事在职博士后研究（与特华投资控股公司联合招收）。在《金融研究》、《宏观经济研究》等刊物上已发表论文20多篇。

AB-MA-1
04

《新金融论丛》(第一辑)

《金融：契约、结构与发展》

董裕平著

《中央银行公开市场操作》

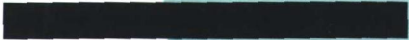
张红地著

《虚拟资本与投资银行》

刘 东著

《中国宏观资本配置与均衡研究》

吕 宙著



编者的话

随着中国经济体制改革逐步深化,中国经济稳健发展。与此同时,中国金融体制改革也取得了显著成效,中国金融事业亦获得了长足的发展。

面对中国加入世界贸易组织的新形势,中国金融业如何进一步深化由“传统”向“现代”、由“旧金融”向“新金融”的变革,是摆在人们面前的重大课题。

中国金融业的健康发展需要正确的理论指导。为此,我们策划了《新金融论丛》,希望通过《新金融论丛》的出版,把中国金融改革实践中的新思想、新观点、新建议介绍给读者,以期能对中国金融业的改革与发展起到参考和借鉴作用。

《新金融论丛》,新在哪里?

——在金融理论上有所突破。我们不奢望作者对金融理论的整个架构或某一领域作出革命性的贡献,只期望能在前人的基础上,发展、丰富某一方面的金融理论。

——引进了新的金融工具、金融技术、金融理念或金融组织结构。我们不奢望这些金融工具、金融技术、金融理念或金融组织结构都能为中国的金融改革所吸纳,只期望起到一定的借鉴作用。

——提出了新的观点和建议。我们不奢望这些观点和建议一定在国际范围内是最新的,只期望在国内是具有开创性意义的。

本套丛书的作者,有具有开拓、创新精神的理论工作者;

ABU81
04

有具有一定理论功底和丰富实践经验的实际工作者。他们站在中国金融理论研究的最前沿,时刻关注着并用自己的知识和智慧分析预测着中国乃至世界金融业的发展。

本套丛书的架构是开放式的,我们将坚持“宁缺毋滥”的方针,不定期地推出上乘之作。

所有这些努力都是希望给读者奉献精品。作为编辑,最大的愿望莫过于自己编辑的作品能取得社会的认可,我们深信这套《新金融论丛》经得住考验!

我们的联系方式是: firstoffice@sohu.com。

中国金融出版社
第一图书编辑部

目 录

1/	第一章 导论
1/	第一节 金融与实体经济成长之间的关系
1/	一、历史考察
5/	二、宏观经济分析中的货币(金融)是否 中性
10/	三、现代金融发展理论及其演进
13/	第二节 基本立论
15/	第三节 研究方法及若干说明
17/	第四节 结构安排
21/	第二章 契约理论与金融
21/	第一节 契约的基本理论
21/	一、什么是契约
24/	二、现代契约的基本特性
29/	三、契约的治理
33/	第二节 金融的起源、实质与金融系统的功能
33/	一、金融的起源与实质
36/	二、金融系统及其基本功能
38/	第三节 金融契约及其分类
38/	一、金融契约的概念

目 录

40/	二、金融契约的类型
42/	第四节 不完美的金融市场及其结构
42/	一、金融市场的不完美性
46/	二、金融市场结构
48/	第三章 债务融资契约
48/	第一节 债权债务的法律性质与特征
51/	第二节 标准债务契约
51/	一、最优契约模型
56/	二、最优契约是标准的债务契约
57/	三、最优契约模型的局限性
59/	第三节 直接与间接债务契约: 债券与信贷
60/	一、直接的债务契约
62/	二、间接的债务契约
64/	第四节 银行中介机构
65/	一、银行中介为什么存在
74/	二、银行中介的信贷(关系)契约
77/	第五节 债务契约市场中的配给与其他非价格机制
77/	一、信贷配给

目 录

82/	二、其他非价格机制
88/	第四章 股权融资契约
88/	第一节 股权的法律性质与特征
93/	第二节 为什么存在股权契约
93/	一、经济发展史中长期(股权)资本的供求
94/	二、不完全契约、剩余权利与股权契约
97/	三、逆向项目选择与股权契约
98/	四、内外部股权与接管机制
101/	五、准权益条件
102/	第三节 权益市场中的投资不足问题
102/	一、外部投资者对发行新股的逆向选择
105/	二、市场是有效的吗
108/	三、接管机制的有限性
108/	第四节 权益市场中的机构投资者
108/	一、机构投资者兴起的优势
111/	二、私人权益资本市场中的创业投资
117/	第五章 金融契约的创新
117/	第一节 金融创新:历史演变与发展趋势

目 录

117/	一、金融创新的概念
118/	二、早期的金融创新
123/	三、现代金融创新
128/	四、当代金融创新浪潮
130/	第二节 金融工程与创新金融契约的产品化
130/	一、什么是金融工程
131/	二、创新金融契约的产品化
133/	第三节 当代金融契约创新的基本类型
134/	一、金融期货契约(financial futures)
135/	二、金融期权契约(financial options)
138/	三、金融互换契约(financial swaps)
140/	第四节 金融契约创新的经济分析
140/	一、对金融创新浪潮的多种解释
143/	二、金融作为一个复杂的适应性系统
145/	三、金融契约创新的两面性
151/	第六章 金融市场结构(上):微观基础理论
151/	第一节 新古典公司金融理论
157/	第二节 企业财务结构的新产权论解释
160/	一、紧密持有型企业的财务结构问题

目 录

162/	二、公众公司的财务结构决策
164/	三、债务和权益契约的互补
166/	第三节 产品市场与金融决策之间的战略联系
168/	第四节 企业资本结构的其他理论解释
169/	第五节 简单评论
172/	第七章 金融市场结构(下):总量均衡
172/	第一节 新古典公司金融理论中的市场总量均衡问题
175/	第二节 从财务结构决策到金融市场均衡: 一种综合性解释
176/	一、模型基本情况的描述
178/	二、企业在债券与贷款之间的选择
179/	三、企业在发行债券与股票之间的选择
181/	四、在直接融资与有证券化的中介融资 之间的选择
182/	五、金融市场的一般均衡
184/	六、简评伯一弗模型
186/	第三节 引入风险管理的扩展模型
190/	第四节 金融市场的总量结构均衡

目 录

192/	第八章 金融结构的差异、变革与发展
192/	第一节 金融结构差异与金融系统功能的实现
192/	一、金融结构的基本类型
194/	二、金融结构为什么会有差异
198/	三、不同类型金融结构在功能实现上的比较
202/	第二节 金融系统结构的变革与发展
202/	一、金融系统结构变革的动因
203/	二、金融全球化与经济虚拟化趋势
205/	三、全球性银行危机与金融变革
209/	第三节 政府在金融市场发展中的作用
209/	一、治道变革
210/	二、政府在金融市场发展中的作用
211/	三、转轨经济中资本市场发展的政策与经验
215/	结束语
218/	参考文献
243/	后 记

第一章 导 论

金融发展与经济增长之间的关系,是许多经济学家长期以来热情关注的一个重要议题。马克思精辟地分析了资本积累对增加生产的重要意义。魏克塞尔认为,机敏的信用政策在多数情况下至少能够防止经济动荡的渐趋猛烈。现代金融发展流派则试图从理论与实证方面,具体考察金融系统对经济增长的积极功能。然而,从这个议题已经积累的丰富文献中,还很难找到从金融实质与金融系统核心功能来系统探讨金融发展问题的材料。如果援引诺思式的批评术语,这些研究似乎忽视了金融系统内在的“交易成本”问题,而这种成本对金融系统的结构、绩效与发展都有深刻的影响^①。本书将着重从金融系统内在演化的思路来探讨金融发展问题。在展开分析之前,有必要先考察一下金融与实体经济成长之间的关系。

第一节 金融与实体经济成长之间的关系

一、历史考察

对于金融体系与经济成长之间的关系,经济学界的看法并

^① 道格拉斯·C. 诺思指出,专业化和分工是《国富论》的关键,但自亚当·斯密以来,经济学家都把他们的模型建立在收益来自贸易的坚实基石之上,而对于这种专业化和分工所需要的成本,他们在构建模型时一直忽略不计。这些交易成本支撑着决定政治—经济体制结构的那些制度。然而,要明确界定和度量这些交易成本则是非常困难的(中译本,第1页,商务印书馆,1999)。

不一致,争议颇多。经济学家过去讨论这方面问题时,焦点一度在于货币与银行,后来扩展到包括金融市场在内的整个金融体系的发展与经济成长之间的关系。回顾市场经济的发展历史,我们不难发现经济成长是与金融发展密切相关的。在工业革命前的商业经济中,商人自身积累的资本都投入到贸易周转中去,当时“使用的惟一的固定资本货物”是建筑物和运输工具(特别是船舶),但它们就算是生产性货物,也不附属于制造业,而是附属于商业。然而,产业革命带来了新情况,用于生产而不是用于商业的固定资本货物的种类与数量,开始显著地增长。希克斯(1969)认为,工业革命首先不是技术创新的结果,至少可以说不是技术创新的直接结果,因为在工业革命早期使用的创新技术中,大多数发生在工业革命之前。相反,应用新技术需要大量投资于固定资产形式的长期投资,同时,为应急需,这些投资者还需要能够较方便地获得流动性。若缺乏金融手段,这些就不能实现。所以,这才是经济学意义的工业革命的实质所在^①。

对欧洲经济历史的研究表明,15—18世纪,欧洲全部工业活动主要有以下四种组织形式:第一种是大量的家庭小作坊。遍布城乡的工匠师傅带着几名学徒及帮工,就像一个家庭构成那样,进行手工业生产。维持这种组织形式的正常运营,主要依靠手工业者家庭的微薄积累。第二种是位置分散但互有联系的工场。一般是由包买商人提供原料,并身兼协调、联络、销售和领导等职责。这种组织形式一部分是依靠手工业者家庭的积累,还有包买商人提供的部分资本。第三种是集中的制造厂。例如炼铁业和一些纺织厂,许多劳动力集中在大小不等的厂房里,以便于分工和监督。第四种是拥有机器设备以及用水和蒸汽作动力的工厂。后两种形式需要数额较大的资本投资,单靠商人资本家的私人积累是非常困难的。虽然这四种组织形式的

^① J. 希克斯(1969)《经济史理论》,中译本,第129—131页,商务印书馆,1987。

出现有先后顺序,但其更替不是突然之间完成的,“1830 年之前,英国没有一种工业已经度过了全面的技术革命,所以古老形式的工业组织和各种各样的过渡形式还充斥于全国。”^①在这个相当长的共存时期中,现代工厂制度只有找到资本供给的适当方法,才可能最终取得完全的主导地位。

由于稳定且不断扩大的产品供给的客观要求,必须要有更多的资本投到固定资产中来,但这种固定投资只能逐渐地以折旧形式释放出来。因此,要维持生产组织正常运转,并不是初始一次性的大量投资能解决的。除了初始的大量投资外,还必须拥有另一笔流动性资本,才能保证“货币资本—生产资本—商品资本—货币资本”的循环流转不会间断,做到空间上的并存和时间上的继起。只有这样才能超越老式的工业形态。而这仅凭工商业主自身积累的资本是无法满足的,于是产业能否得以正常运行和发展的关键性问题,就在于是否能得到源源不断的外部资金供给。

3

虽然在中世纪就已经形成了一种新兴的货币经营业,但这种“纯粹的货币经营业”(马克思)存在明显的弱点,仅仅从事与货币流通的技术和由此产生的不同货币职能有关的业务,没有建立真正的信用关系,也没有把货币当作资本来经营。这些局限性导致了早期银行业的出现,他们开创了新式的存款、贷款和中间业务,采用了部分准备金制度,开始把货币资本的贷出者和借入者以及中介者的身份统一起来。然而在 17 世纪以前,早期银行业所发放的贷款,基本上是非生产性的,主要向统治者、王公贵族等提供战争经费或消费贷款,风险非常大,而且,这些还具有明显的高利贷性质。据《英格兰银行史》的记载,英王查理二世要为贷款支付 20%—30% 的高额利息。特殊的贷款对象和过高的贷款利率严重阻碍了一般工商业主的借款需求,也使

^① J. H. 克拉潘《现代英国经济史》(上卷)中译本,第 188 页,商务印书馆,1964。

早期的银行业自身经常陷入生存发展的艰难境地,常遭遇破产倒闭的厄运^①。因此,只有建立新式的银行金融业,建立起有效而便利的融资机制和较完备的支付体系,把贷款利率降到平均利润率之下,才能较好地满足工商业对外部资金的需求。这样就只有在发生“金融革命”(financial revolution)^②之后,金融系统(包括近代银行制度和证券市场)的发展才提供了有效的解决方案。

马克思在研究货币问题时指出,货币的产生是以交换价值和相应的社会组织的充分发展为前提的,它对前资本主义社会具有瓦解作用,而在近代社会即资本主义社会中,货币不是其瓦解的因素,而是“作为发达的生产要素……不但决不会使社会形式瓦解,反而是社会形式发展的条件和发展一切生产力即物质生产力和精神生产力的主动轮”^③。并且,货币关系是随着资本主义发展的。现代工业社会发展的预备时期,是从个人和国家普遍追求货币欲满足开始的。新大陆和新地区金矿的发现,在资本主义生产方式的产生阶段,起了巨大的推动作用。货币是社会财富的表征物,能用来购买任何的物质资产,可以方便地扩展交易的范围,从而成为社会生产力实际发展过程中非常强大的工具,是第一推动力。货币购买力可以通过在金融市场上进行交易获得,或者可以通过银行信用方式向社会提供。这一思想后来被著名经济学家约瑟夫·熊彼特继承并发展。

① 例如 1272—1310 年间,英国卢卡的里恰尔迪银行给英国王室提供了 40 万英镑贷款,后因无法收回而倒闭;1590 年西班牙的瓦伦西亚银行向市政官员和贵族放款使自己无法按时履行义务而被迫改组。参见金德尔伯格所著《西欧金融史》,中译本,第 62、68 页,中国金融出版社,1991。

② Dickson, P. G. M(1967)率先用“金融革命”一词来描述从 1688 年光荣革命到 18 世纪中叶期间英国的公共金融变化情况。参见“The Financial Revolution in England”, Oxford。

③ 《马克思恩格斯全集》,第 46 卷上,第 176 页。