

中国社会科学评论

CHINESE SOCIAL SCIENCES REVIEW

第2卷

主 编: 张曙光 邓正来

- 孙立坚
金融体系的微观传导机制
- 殷剑锋
逆向选择、信贷配给与经济增长
- 朱晓阳
“延伸个案”与一个农民社区的变迁
- 刘继同
组织性个人主义: 社会转型期中国社会的福利文化与理论框架
- 寇宗来
专利保护宽度和累积创新竞赛中的信息披露
- 陶建钟
社会权力与权力的制约条件
——解读罗素的《权力论——新社会分析》
- 许章润
宪政: 中国的困境与出路
——梁漱溟法律思想研究之四
- 徐光东 时红秀
产权理论: 一个思想史上的综述



法律出版社
LAW PRESS CHINA

中国社会科学评论

CHINESE SOCIAL SCIENCES REVIEW

• 第2卷

• 主 编：张曙光 邓正来



法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国社会科学评论.第2卷/张曙光,邓正来主编.北京:法律出版社,
2004.5
ISBN 7-5036-4926-7

I.中… II.①张…②邓… III.社会科学—中国—文集 IV.C53

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第044235号

©法律出版社·中国

责任编辑/张琳	装帧设计/于佳
出版/法律出版社 总发行/中国法律图书有限公司 印刷/北京北苑印刷有限责任公司	编辑/法学学术与综合出版分社 经销/新华书店 责任印制/陶松
开本/880×1230毫米 1/16 版本/2004年7月第1版	印张/15 字数/382千 印次/2004年7月第1次印刷
法律出版社/北京市丰台区莲花池西里法律出版社综合业务楼(100073) 电子邮件/info@lawpress.com.cn 网址/www.lawpress.com.cn	电话/010-63939796 传真/010-63939622
法学学术与综合出版分社/北京市丰台区莲花池西里法律出版社综合业务楼(100073) 电子邮件/xueshu@lawpress.com.cn 读者热线/010-63939685	传真/010-63939701
中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里法律出版社综合业务楼(100073) 传真/010-63939777 网址/www.chinalawbook.com 中法图第一法律书店/010-63939781/9782 中法图上海公司/021-62071010/1636 中法图深圳公司/0755-83072995	客服热线/010-63939792 电子邮件/service@chinalawbook.com 中法图北京分公司/010-62534456 中法图苏州公司/0512-65293270 中法图重庆公司/023-65382816/2908
书号:ISBN 7-5036-4926-7/D·4644	定价:30.00元

主编

张曙光 邓正来

学术委员会

邓正来	张曙光	张五常	吴敬琏	林毅夫	茅于軾	汤一介	江 平
庞 朴	田国强	杨小凯	王 焱	汪丁丁	张维迎	周国平	樊 纲
汪 晖	陈嘉映	方流芳	余永定	孙立平	贺卫方	盛 洪	史晋川
张文显	平新乔	朱苏力	邹恒甫	夏 勇	肖 耿	宋新宁	阎步克
姚先国	蔡 华	张 军	张小劲	黄有光	童世骏	秦亚青	周其仁
钱颖一	许章润	许纪霖					

主持协办者

北京天则经济研究所

浙江大学经济学院

吉林大学法学院

武汉大学高级研究中心

编者按

本期“主题研讨”刊发了两篇讨论金融问题的文章。孙立坚博士的文章把金融体系对资源配置机制的分析,从一般的静态市场机制推进到动态的市场传导机制,通过对市场主导和银行主导两种金融体系在流动性、价格发现、风险分散、信息生产和公司治理等方面功能和微观传导机制的比较,指出金融体系的建设不应当追求“完美”,而应当追求“合理”,才能保持金融体系的效率,达到既使企业为社会创造出最大的价值,又使消费者从中获得最大的享受的理想状态。在金融全球化的条件下,市场传导机制是相当复杂的,其作用结果可能是相互对立的,因此,必须注意防止和避免合成谬误,关键不在于银行主导还是市场主导,而在于创造一个环境,以利于中介或市场为社会提供良好的金融服务。殷剑锋的文章把不对称信息引入增长模型,说明了当事人的异质性将会导致逆向选择和“不对称信息陷阱”,对经济增长造成负面影响。进而揭示了通过信贷配给等方式,金融体系可以甄别异质当事人,跨越“不对称信息陷阱”,解决逆向选择问题。据此得出结论,分散、竞争性的银行产业结构不利于信贷配给的实施,而相对集中的银行结构优于相对分散的结构。

在“学术专论”及相关栏目中刊发的几篇文章,很值得一读。朱晓阳的论文采用“延伸个案”方法,讨论了云南一个村庄半个多世纪的变迁,说明了在历史的长河中,人们如何根据当时的环境条件再定义重大的历史事件,形成个人和集体行动的“条件信息”以及村落共同体的“集体记忆”,进而影响村落发展和社区秩序建设的“现实”,包括1990年代的村民选举和村民自治。王小章的论文比较分析了齐美尔和韦伯关于现代性自我实践的思想,既揭示了他们否定先知而又扮演先知的内在紧张,同时又说明了他们各自的限度,齐美尔认为自我实践是一场生命自己超越自己、自己对抗自己的无休无止的战斗,只有保持一定程度的肤浅,才能使生命维持下去。韦伯提出了禁欲主义的人格和自我实践,但现代社会已经消解了早期清教徒禁欲主义赖以为基础的价值合理性。监督是组织中的普遍现象,监督决策是重要的组织决策,汪森军的论文在前人的基础上,讨论了合谋对监督决策和组织设计的影响,证明了合谋、信息性质以及监督技术特性是影响监督决策和组织设计的基本方面。许章润的文章评介了梁漱溟的宪法和宪政思想,不仅具有很大的学术思想价值,而且对于推动中国的民主宪政建设具有重大的现实意义。

近几十年来,产权理论发展很快,创新不断,文献浩瀚,菲吕博顿和平乔维奇1972年以及德阿莱西1980年的综述,当称经典,但无法涵盖其后的进一步发展。本期“文献综述”栏中发表了徐光东和时红秀的文章,从思想史的角度对制度经济学中的产权理论做了一个新的综述。

本期发表了北京大学、吉林大学和中国人民大学11位博士生的评论文章,对《中国社会科学评论》已经出版的四期进行了广泛的评论,有肯定,有批评,有鼓励,在学术和思想、理论和实践、现实关怀和知识脉络、知识分子和知识生产、办刊宗旨和栏目设置、评审方式和文章选择等方面,都有很多精辟的分析和闪光的思想,集中到一点就是:为了中国的学术事业。

实行符合国际学术期刊惯例的正规匿名审稿制度

《中国社会科学评论》

CHINESE SOCIAL SCIENCES REVIEW

本刊致力于中国社会科学学术研究的规范化建设，其间当包括在办刊编辑中尝试确立以学术价值为惟一依归的、合乎国际学术期刊惯例的正规匿名审稿制度。实行此一制度，旨在使学术研究尽可能地排除各种非学术因素的影响，使学术论文的评审取舍尽可能地以学术质量为标准而公允地展开，以确保本刊的学术品位和质量，实现本刊“以学术为本”、“提升中国社会科学、严格学术规范要求”的宗旨。本刊真诚地欢迎广大作者、读者与我们编者一起共同从事此一学术制度和规范的建设，进而使中国社会科学以其学术的规范性和权威性展现于世界学坛。

评审规则

一、本评审规则适用于投赐本刊的所有文稿。

二、本刊主编负责初审投赐的全部文稿。经主编初审认可的文稿方可进入评审程序。未获初审认可的文稿自稿件收到之日起三个月内通知作者。

三、文稿经主编初审认可后即进入正式评审程序。评审工作按双向匿名方式进行；在贯彻回避原则的前提下，每篇论文至少由两位学术编委评审，亦可由主编聘请学术编委会以外的学术专家或知名学者进行评审。

四、负责评审稿件的编委或学者严格根据论文的学术质量提出书面评审报告，并依据：①可考虑采用；②须经修改，再作评审；③不适宜采用的分类提出意见。评审报告的内容于六个月内通知作者。

五、稿件最终采用与否由主编根据评审报告、本刊学术论题总体安排情况以及本刊宗旨作最后决定。

《中国社会科学评论》学术委员会

致《中国社会科学评论》撰稿者

一、投稿格式及投寄地址

凡欲向《中国社会科学评论》投稿的学人,可提交打印本或电子本。其中,打印本请用A4复印纸,四周边距为2厘米,行间距为单行,用5号宋体字。电子本请依照上述格式,存为Word文本。

打印本请寄交下述地址代收:北京市海淀区中关村南大街35号紫竹公园报恩楼2层天则所 邮编:100044

电子本请发送至下述地址:unirule@263.net.cn;unirule@mx.cei.gov.cn

二、《中国社会科学评论》注释体例说明

注释体例建制是学术研究规范化的一项重要内容,一方面,它表明作者对他人学术著述和知识贡献的尊重,以及自身从事研究的基础和依据;另一方面,它亦有助于读者查阅相关文献,获得比较完整的信息;故完整而准确的引文注释,在学术研究和知识互动中具有不可或缺的作用和意义。在国际学术交流日趋频密之今日,建立一种规范化的注释体例,对于中国社会科学的发展尤显必要。

故本刊愿与广大读者作者一起从事这项建设性的活动。下面所述之注释体例格式,是本刊在参酌国内外有关资料后拟采用试行的注释。一种规范的形成,需要互动者的创造而非被动的接受。我们真诚欢迎广大作者读者的参与,在实践中确立和完善学术研究的注释规范。

1.著作引文注释

统一次序:作者名、书名、卷次、出版地点、出版社、出版年份、版次、页码。

范例:

(独著作品)徐三民:《形式逻辑》,北京:燕北大学出版社1998年版,第5页。

(合著作品)张五纲、王思舜:《制度创新》,北京:三顺出版社1998年第2版,第4页。

(合著作品,三人以上)王永民等:《五笔字型输入法》,石家庄:河北人民出版社1992年版,第5页。

(集体作者)中国社会科学院计量史学研究组:《十八世纪的中国地稅》,上海:天都书局2002年版,第7页。

(无编著者)《鲁迅全集》,卷十和卷十三,北京:人民出版社1991年版,第9页。

(古籍)(明)胡应麟《少室山房笔丛》卷二五,四库全书本

编写:

陈中龙主编:《法律至上》,南京:南关出版社2002年版,第6页。

文选、文集:

《陈中龙选集》卷二,西安:秦川出版局2000年版,第23页。

译著:约瑟夫·格雷:《真实的故事》,王同桐译,太原:西山出版社2000年版,第6页。

原文著作:

Robert Gilbin,1986.Economy of International Relations, Princeton: Princeton University Press,PP.34—35.

John Smith(ed.),1987, Writing in the Disciplines, New york:Free Press, P.3.

2.文章引文注释

统一规格:作者名、出版时间、文章名、所载出版物、页码。

(论文集)王民,2000:“准市场经济理论”,张歌主编:《市场经济论文集》北京:天都出版社2000年版,第3页。

(期刊)刘军,1998:“文化理论回溯”,《中国学术》1998年(总第5卷)第3期,第67页。

(报纸)李明,1999:“通俗文化的深层理解”,《环报》1997年4月2日

(原文文章)Robert Ash,1987,“Personal Power:An introduction”J.Nove (ed.), Understanding of the Pouer,Cambridge:Harvard University Press,pp.56

Meyer Winkoff,1989,“Type of Family”,Family and Group, Vol.33.No.4,pp.45—46

Robert Knorr,1997,“NGOs in India”,New York Times, June 4.

3.注释位置

本刊将采用页下脚注,序号统一连续排列,用六角括号标明。

提供参考书目者,写法亦按照上述规定,置于文本。

中国社会科学评论第2卷目录

主题研讨

- 001 金融体系的微观传导机制 孙立坚
015 逆向选择、信贷配给与经济增长 殷剑锋

学术专论

- 027 “延伸个案”与一个农民社区的变迁 朱晓阳
055 现代性自我是如何可能的:齐美尔与韦伯的比较 王小章
066 组织性个人主义:社会转型期中国社会的福利文化与理论框架 刘继同
080 共有资源开发的产权缔约分析
——温州楠溪江渔业资源承包的个案研究 朱康对
093 监督、合谋和组织设计 汪森军
118 专利保护宽度和累积创新竞赛中的信息披露 寇宗来
129 知识与增长 潘士远 史晋川

政治哲学和法律哲学

- 144 宪政:中国的困境与出路
——梁漱溟法律思想研究之四 许章润

文献综述

- 168 产权理论:一个思想史上的综述 徐光东 时红秀

学术书评

- 185 社会权力与权力的制约条件
——解读罗素的《权力论——新社会分析》 陶建钟

对《中国社会科学评论》的评论

- 191 刊物·精神及其他 朱 刚
195 从学术与思想的关系角度审视《中国社会科学评论》 蔡宏伟
198 为了中国学术的精神
——评《中国社会科学评论》 马永翔

中国社会科学评论第2卷目录

- | | | |
|-----|--|-----|
| 204 | 知识生产与学术刊物
——读《中国社会科学评论》 | 颜毅艺 |
| 208 | 在开阔与狭隘之间
——对《中国社会科学评论》的风格和内容选择的一点观感 | 袁 贺 |
| 211 | 为了学术:立言三原则与学术刊物宗旨
——读《中国社会科学评论》有感 | 王 立 |
| 214 | 断想三则
——兼与《中国社会科学评论》 | 蒋熙辉 |
| 219 | 从学术性书评栏目看《中国社会科学评论》之缺失 | 刘小平 |
| 223 | 在现实关怀与知识脉络之间 | 谈火生 |
| 226 | 开辟和占领中国学术的高端市场
——兼评《中国社会科学评论》 | 谢光启 |
| 229 | 一项未竟的学术事业
——对《中国社会科学评论》的评论 | 朱 振 |

主题研讨

金融体系的微观传导机制*

◎孙立坚**

摘要:

本文的目的是通过对金融体系的微观传导机制的阐述指出:在不完全金融市场——如信息不对称、信息不完全、市场不完备的条件下,金融体系的建设不应该追求“完美”,而应该重视“合理”。全文主要阐明了如下的问题:金融体系的主要功能是什么?而且,如何来发挥这些作用才能克服金融脆弱性对实体经济的负面影响,达到像费雪(1930)描述的那样,使企业为社会创造出最大的价值,使消费者从中获得最大的享受这样的理想状态?这一研究的政策含义在于:在今天金融全球化的时代,金融体系的传导机制是极其复杂的,这意味着金融改革的政策效果有可能是互相对立的(比如,一方面需要金融自由化,另一方面又需要金融制约),所以,最佳的政策措施不应该只是强调最优的改革顺序,也应该重视建立最合理的金融体系,有时后者显得更为重要。

金融体系与经济增长之间的关系很早就受到了学术界广泛而又热烈的关注。^[1]金融发展的水平是否影响实体经济?怎样影响?如何利用或抑制这种影响?尽管,许多学者一致认为,金融体系在经济发展和增长过程中起到了至关重要的作用。但是,在对金融体系是经济发展的附属品,还是金融体系的发展为经济的发展开辟了道路这类“相互关系”的问题上,以及,何种金融体系能够更

* 感谢复旦大学经济学院袁志刚教授、石磊教授、日本一桥大学商学院清水启典教授的指导。本课题得到教育部重点基地和经济学院理论经济学博士后流动站的资助。作者还要感谢参与此课题研究的复旦大学经济学院研究生林木彬、乔景卓、林剑云和刘志刚的大力协助。本课题的一部分研究成果是笔者在日本攻读博士学位期间和回国后在复旦大学经济学院对研究生进行“现代金融理论”的教学和讨论中得到的。

** 孙立坚,复旦大学经济学院国际金融系副教授,商学博士。电子邮件:sunlijian@online.sh.cn。

[1] 这里所谓的金融体系是指一个比较广泛的概念,它包括个人、企业、机构、市场、中介、工具和制度等,是作为资金从盈余单位(投资者)流向稀缺单位(生产者)的渠道而存在的,通常它是通过直接融资和间接融资两种渠道来实现这种职能的(Allen and Gale, 2000)。

好地促进主体经济的发展问题上,学术界始终没有达成一致的共识。^{〔2〕}而且,随着近几年全球经济的持续低迷走势,尤其是连续经历了日本经济衰退,亚洲金融危机,美国科技股泡沫,以及阿根廷债务危机之后,各国金融结构问题再次凸显出来。这重新引起了人们对金融自由化的反思。另一方面,金融经济学、信息经济学、制度经济学、计量经济学和经济增长理论的突飞猛进的发展,对跳出传统的分析框架打下了坚实的基础,所以,金融活动和实体经济之间相互关系又成了当今国内外经济学家、政府决策者共同关心的问题。

历来争论的焦点都主要表现在新古典主义学派和新凯恩斯主义学派对市场机制认识的对峙上:在上一世纪后半叶,以 Mckinnon(1973)和 Shaw(1973)为代表的新古典主义的“金融自由化”的推崇者认为,利率管制这样“人为的”金融压抑(Financial Repression)政策及其体系,不仅从量上而且从质上都会制约投资水平、阻碍经济发展。当然,金融自由化的过程中会受到挫折,但是只要注意到它的负面影响问题,按照最优的改革顺序进行的话,危机是可以克服的(Mckinnon, 1993)。另一方面,以 Stiglitz and Weiss (1981)和 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)为代表的新凯恩斯主义的“金融约束论”(Financial Restrain)的倡导者则认为,在信息不对称的状态下,市场无法克服道德风险和逆向选择问题,所以,为了能发挥金融体系中银行的信息收集和监督功能的比较优势,从而提高资源配置的效率性,政府应该通过限制储蓄利率和制约过度竞争等干预手段给银行提供必要的激励机制(收益)。另外,Patrick(1966)的论文引出的所谓“供给主导型”和“需求顺从型”的讨论实际上可以认为是关于“自由化”和“压抑论”争论的另外一种表现形式。因为“主导型”(leading approach)强调:金融发展能促进资源的有效分配从而带动经济增长,因此政府在其中应该发挥它应有的作用,而“顺从型”(following approach)则主张金融发展是经济发展的必然结果,任何政府的过多干预都有可能破坏经济发展所带来的方便性(Berthélemy and Varoudakis, 1996)。

甚至今天关于“市场主导型”和“银行主导型”的金融体系的优劣讨论也反映了这两种观点的分歧所在。“市场”观(market-based view)的倡导者强调资本市场的发展有利于风险分散、金融创新和公司治理,从而提高企业的竞争力,保持经济的持续发展(Hellwig 1991; Rajan 1992; Obstfeld 1993)。另一方面,“银行”观(bank-based view)的支持者则重视市场的信息不对称问题,指出银行在审查项目、监管能力上有着明显的比较优势,因此,建立银行主导的金融体系能提高资源的有效配置,促进经济稳步增长(Allen and Gale, 2000, 2001)。^{〔3〕}

〔2〕早在20世纪的初叶, Schumpeter(1911)就指出了金融中介的重要性。Fisher, I. (1933)也把美国经济大萧条的原因部分归罪于当时企业债务累累的困境,正是这种金融压抑才导致了通货紧缩。它用两种传导机制解释了这一因果关系:一是资产负债结构的严重失调所引起的传染机制,即当经济出现滑坡时企业便开始接连不断的倒闭,这反过来又进一步恶化了经济;另一个是通货紧缩引起的债务人向债权人的财富转移机制,即企业的净资产的下降削弱了他们必要支出和举债能力,这使得经济进一步滑坡。凯恩斯的《一般理论》通过它的流动性的偏好假设也间接地阐明了金融的要素对宏观经济产生显著的作用。Tobin and Dolde (1963)也从流动性约束的金融要因中找到了解释消费的生命周期的理论。但是 Robinson (1952)提出了“金融发展是经济成长的必然结果”的观点,实体经济和金融发展表现出的只是一种单纯的相关性,并不存在所谓的因果逻辑关系。Friedman and Schwartz (1963)只强调了货币对产出的重要影响,由此奠定了货币主义学派的基本思想。而合理预期学说、真实商业周期理论所主张的货币“中立性”的反驳观点又一次向凯恩斯主义提出了有力的挑战。请参看 David Romer(2001)。另外, Bernanke and Blinder(1988, 1989)揭示了“信用渠道”(credit channel)中,金融冲击(货币政策)对实体经济的影响机制,为以往围绕“货币渠道”(money channel)的“金融中立性”的讨论打开了新的视野。这一观点对新凯恩斯主义的微观基础上的合成问题提供了有力的理论分析基础。

〔3〕有趣的是这两种对立的观点都是建立在历史和实证分析的基础上,似乎都有一定的说服力(Levine, R., 2002)。

但是,这里有几个问题需要反思:首先,是关于市场机制的问题。上述两种对立的观点都是强调了市场机制不完全的某一个侧面——金融压抑或信息不对称,所以,最终提出了截然不同的对策措施。不过,如果改变问题讨论的焦点,从静态的市场机制分析转变为动态的市场传导机制的分析,即考虑在某种市场机制制约下,金融体系对经济主体的行为会产生什么样的影响,我们会从许多基本的事实中惊异的发现:在某个阶段,市场的传导机制确实显示出,“公平竞争”是推动经济发展的关键要素;但在另一个阶段,市场的传导机制则又会说明“不完全的金融市场”是制约经济发展的主要原因。正因为这种分析角度的转变,我们会注意到:在今天金融全球化的时代,因为复杂的双向(或多向)传导机制同时存在,金融改革的政策效果有可能是互相对立的(比如,一方面需要金融自由化,另一方面又需要金融制约),所以,最佳的政策措施不应该是只强调最优的改革顺序(因为对立不一定总是纵向发生的),而是,也应该要重视建立最优的(合理的)金融体系(因为横向对立也会发生),有时后者显得更为重要。总之,研究传导机制要比研究市场机制更有现实意义和理论价值。为此,论文构成如下:第一节,完全市场的传导机制和费雪分离定理。第二节,不完全市场条件下的金融功能。第三节,合成的谬误和政策建议。

一、完全市场的传导机制和分离定理

金融体系是作为资金从盈余单位(投资者)流向稀缺单位(生产者)的渠道而存在的,通常它是通过直接融资和间接融资两种渠道来实现这种职能的。费雪分离定理(Fisher, 1930)是研究现代金融问题的理论基础,尤其是因为它既涉及企业的投资决策(股利政策)和融资决策,又涉及个人的资源配置和消费计划的问题,所以,对于理解金融体系对实体经济影响的微观传导机制至关重要。

如图1所示,横坐标代表现在的投资、收入和消费,纵坐标表示将来的收入和消费。个人的经济行为是安排自己的消费计划并从中得到最大的满足。企业的目标是创造价值实现投资者的个人的消费愿望。如果没有金融体系的存在,企业的目标和个人的愿望就会发生冲突。这张图说明:当投资者的偏好(消费计划)不同的时候,消费者A愿意选择A点的消费计划,而消费者B则看好B点的消费计划。如果企业只看重消费者A的要求,从现有资金22万元中,拿出11万元用于投资,剩余的以红利(或利息)的方式回报给股东(或债权人),用于现在消费,则消费者A在未来就能得到22.8万元的收入用于那时的消费。但是,消费者B就会受到委屈(效用与B点相比降低了),因此在没有金融市场的情况下,企业的生产计划制定就会举棋不定,或者就会与消费者发生冲突。

现在,如果引入一个完全的金融体系,如图2所示。那么,这种冲突就会完全解决,因为,企业的投资决策(股利政策)和个人的消费计划被完全分离开来,即企业在现有的金融条件下,利用金融资产的时间价值找到一个能够创造社会财富最多(OC)的最佳生产点(I),而这一点也恰恰实现了每一个消费者更为理想的最优消费计划(是M和N,而不再是A和B)。^[4]

这就是费雪的分离定理,它告诉我们,企业的生产点应该选择在边际投资的收益率和市场利率相等的位置上。因为只存在一个(外生的)市场利率(投资回报率),所以,这一投资计划是与该企业

[4] 这里只不过投资者A的消费计划是现在少消费用自己的储蓄来增加将来的开支,而消费者B则相反,他是现在贷款增加消费,将来在自己的收入中扣除包含时间价值的债务。不管是哪种类型的消费者,都要使他的一生消费(C_1, C_2)与他的一生收入(Y_1, Y_2)相匹配。即:

$$C_1 + \frac{C_2}{1+r} = Y_1 + \frac{Y_2}{1+r}$$

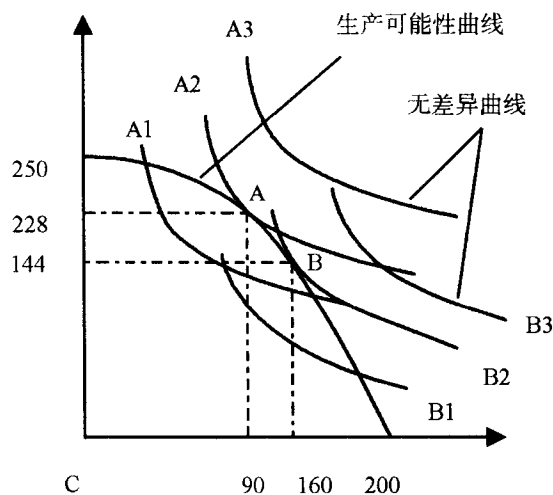


图1 利益冲突

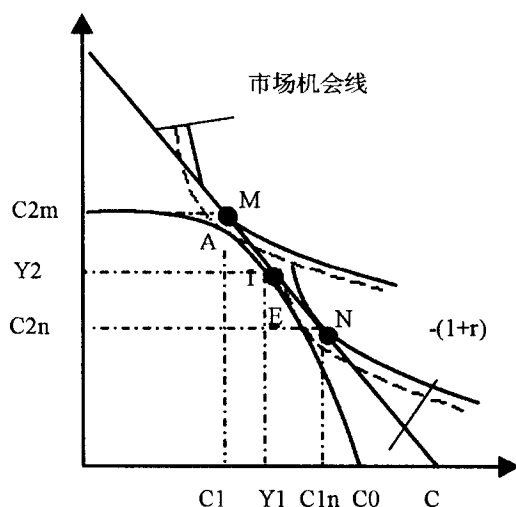


图2 金融市场的作用

的融资决策(资本结构)、股利政策无关的。^{〔5〕}显然,费雪的这一对金融体系功能的描述是非常理想化的,也就是说,只要存在这样一个完全的金融体系(市场机会线),它就必然能给企业提供创造最大社会财富价值的机会,同时它也会给消费者提供在企业所创造的社会财富中找到使自己最幸福的生活方式(消费计划)的机会。换句话说,此时金融决策与实体经济之间就不存在相互影响的内在关系。

〔5〕关于企业价值与融资结构之间的相互关系,有影响的系统研究最早是由 Modigliani and Miller(1958)开始的(MM定理)。他们的成果告诉我们,在完全的金融市场条件下,因为完全的套利活动促成了资本市场的均衡,因此,企业的融资结构不会影响企业的价值。

实际上,他的这一观点是建立在以下几个值得进一步讨论的假定条件上:^[6]

- a. 不存在非确定性
- b. 没有交易成本
- c. 信息是完全的、经济主体都是理性的
- d. 没有信息不对称现象
- e. 没有委托和代理人的问题
- f. 金融活动中没有外部性问题

但是,我们很难找到这样的完全市场,由于信息不对称、信息不完全、市场不完备等因素,导致了信用配给、内外融资成本的严重偏离、流动性危机等金融脆弱性的现象,这些问题的存在,客观上影响了投资者对企业收益的合理预期,进而影响到企业正常的投资规模(孙立坚,1998)。因此,在金融市场不完全的条件下,金融体系应该发挥什么样的作用,而且,如何来发挥这些作用,才能克服金融脆弱性对实体经济的负面影响,达到像费雪描述的那样,使企业为社会创造出最大的价值,使消费者从中获得最大的享受这样的理想状态,这个问题是以下我们需要重点讨论的。

二、金融脆弱性的影响和金融体系的功能

为了更好的理解不完全市场的特征和金融体系的作用,以下,通过金融的五大基本功能来阐述它对实体经济的非“中性”的影响——不完全市场的传导机制:

第一,金融市场的不确定性和风险分散。

金融经济和通常的商品、服务经济有着本质上的区别。后者是在标的产品和货币交换的过程中完成的。对于前者来说,即使获取的资金是建立在与有承诺的证券进行交换的基础上,但是,资金的实际偿还是在未来某一个时点上。因此,就存在着固有的不确定性的问题,这种不确定性可以用各种各样的金融风险来描述(Saunders, 2000),^[7]在费雪的理论框架中就表现为实际利率(金融市场机会线的斜率)的不确定性,这也就无法将投资决策和消费计划分离开来。但是,一些对经济增长的研究表明,金融体系通过分散风险,能提高投资的预期收益率,从而带动更快的经济增长(Saint-Paul 1982)。

经典的资产组合理论则认为,人们通过在金融市场上选择收益率相关性不大甚至负相关的金融产品,建立资产组合,能够达到规避非系统风险的目的。另一方面,金融中介机构能将流动性很高的间接证券发行给众多的投资者从而可以分散流动性风险,使企业的长期投资成为可能,金融中介机构的这种功能又被称为“流动性保险”(Bryant, 1980; Diamond and Dybvig, 1983; Holmström and Tirole, 1998)。^[8]但是,这种“保险”是有成本的。如果很多的债权人同时要求兑现的话,银行就会因为这种“挤兑”现象而被整垮,尤其是银行清算系统的一体化原因这种危机还会波及到其他健全的银行中去。所以,对这一问题的考虑除了效率基准以外还应该注重稳定性的问题。从这个意义上说,似乎以市场直接融资为主导的金融体系更能起到分散风险的功能。但是,实证研究的数据表明,持有股票、债券等金融资产极易遭受金融资产价格变动的风险,特别是影响所有资产价格的系统性风险。例如,Allen and Gale(1994)就曾经研究过,美国投资者持有的股票价值在石油危机

[6] 这些条件不是互相独立的,有着密切的相互关系,请参考以下章节的说明。

[7] 它包括信用风险、流动性风险、市场风险、利率风险、汇率风险、表外业务风险、主权风险、经营风险等。

[8] 对“流动性保险”理论学界有过很多争论。比如,Jacklin(1987)指出,当不同的融资渠道受到不同的流动性冲击时,如果各自渠道的投资者相互之间能够进行金融交易的话,银行的流动性保险功能就无法实现。

中因油价的下跌而大幅贬值。

为了分散这样的系统性风险,还是应该考虑发挥金融中介的职能。Allen and Gale (1994; 1997; 2000a, Chapter 6)指出,只有金融中介机构才能通过世代间金融资产期限转换,消除在一个时点上无法分散的(系统)风险。比如,它可以在宏观经济面较好时积累资金,当宏观经济萧条时提供流动性,弥补投资者的损失。目前,一些国家政府提供养老金,或对私人养老金提供税收上的优惠,这也是一种重要的世代间分散风险的方法。如果对于那些未来不确定的状态依存的风险,无法用金融资产的交换来分散它们的话,就不能不提及保险业的作用,保险业的存在使企业财产和人身安全等免受由于偶发灾难造成的经济上的损失。另外,近年来蓬勃发展的金融衍生商品也是一种防范在金融市场不完备(incomplete market)条件下这类市场风险的重要工具,由于衍生商品市场的发展和完善通常要以发达的金融市场为前提,所以以市场为主导的国家更多地愿意采用衍生商品和类似的技术进行风险分散(Allen and Gale 2001)。

未来的不确定性又给人们提出了另一个“协议不完备”(contractual incompleteness)的问题。它是指投融资双方建立起来的债权和债务的承诺关系不能够反映出未来可能发生的状态,由于这样的市场风险、流动性风险等无法得到必要的转移,因此也会带来资源配置的非效率问题。造成此问题的原因有多种多样,比如,建立完备协议所需要的成本太大,或不可能确认未来的不确定状态等。因此,事后是否容许修改协议对资源的有效配置起着重要的作用。以下,我们从“再谈判时的效率性”和“再谈判以前的效率性”这两个不同时间的问题,来探讨一下资源有效配置的经济学意义。首先,对于那些陷于突发性的流动性不足的企业,暂时减免它们的债务,让项目继续实施下去,这样,在最后结项时,如果利润足以偿还拖欠的债务,而且企业自身还能获得收益,那么,即使对于没有明确记入“流动性不足”状态的不完备协议,事后对其做进一步的修改,也是可以提高资源配置的效率性的(Thakor and Wilson, 1995)。其次,如果企业最初的经营战略规划能决定其最终的生产成果,那么,不能因为存在不确定性而减少投资规模,而是应该采取可以根据事后实际的成果,对偿还条件进行再谈判并加以修改的灵活方式,以此来鼓励企业事前去选择有效率的经营战略(Berlin and Mester, 1992)。另外,根据结项时项目风险的程度,来修改企业的偿还条件,还可以防止企业承担过高风险所引发的资产代替问题(Gorton and Kahn, 1993)。但是,再谈判的条件实行起来也会产生一些新的问题。首先,因为事后状态的确认发生困难时,就有可能出现谎报事实的问题。其次,金融中介机构为了自己的眼前利益有过低评价企业价值的倾向,而采取过度清算的行为。

以上是从再谈判时候的效率性角度出发,对一些问题作了分析,现在我们来讨论一下“事前效率性”的问题。比如,考虑到存在再谈判的可能性,金融中介机构预料到将来可能发生对自身收益不利的企业债务减免的情况,就会事先要求较高的风险补偿,即设定一个较高的利息,从而导致逆向选择的非效率问题(Detragechache, 1994)。同样, Hart and Moore (1998)的研究表明,对于事后无法验证的、关系特殊的投资项目(relationship specific investment),企业考虑到将来遇到不测情况时,因为无法停止该投资项目(停工的机会成本巨大),而有可能不得不接受金融机构出示的苛刻的融资条件,所以,事先就有减少投资规模、提高事后交涉能力的动机(hold-up problem)。另外,对于企业的项目收益,如果监督机构事后无法取证,那么,投资方事先就可能不向企业供给资金。尽管采用抵押融资能缓解一些这类问题,但在很多情况下它还是不能挽回投资者的巨额损失(Diamond and Rajan, 1998)。除此之外,还有“时间上的非整合性(time inconsistency)”问题,它也会导致“再谈判前的非效率”问题恶化。比如,当具有成长潜力的企业遇到流动性困难需要救助时,银行是可以及时提供流动性保险的,只要将来能够通过向上调整对该企业的贷款利率来弥补现在救助所提供的额外开支,但是,它担心,渡过危机以后,该企业完全有可能终止与自己的信贷关系,而重新去和

一个利率条件较好的其他银行签订协议,这样使得参与救助的银行无法补偿自己的损失。因此,所有的银行都会考虑到这种可能性的存在,对处于困境中的企业采取“见死不救”的观望态度(Mayer,1988)。

第二,交易成本和规模的经济性。

在实体经济发展的过程中,实现每一个相应的金融交易要经过许多阶段。首先,要找到一个高质量的交易伙伴,进行关于交易条件的“谈判”,然后双方必须签订有约束力的协议。而且,为了保证将来能按照要求来履行协议现在就需要对对方的行为实施必要的监督,如果违规就要给与惩罚。这一切都包含着各种各样的交易成本,所以,本来费雪所描述的最优投资计划(I)和消费计划(M和N),因为交易成本较高而有可能无法实现。

但是,如果金融体系能够正常发挥它的功能,上述过程所带来的交易费用就会大大减少,因为它们具有“规模的经济性”和“范围的经济性”这样的比较优势。众所周知,金融体系的一大基本功能就在于能够向消费者提供支付的手段和资产交换的场所,以完成商品、服务和资产的交易(Bodie and Merton, 2000),而要确保这一基本功能的正常实现,市场的流动性起着至关重要的作用:〔9〕一方面,提高市场流动性可以减少投资者的交易成本,但是,另一方面,投资者很容易撤走资金,尤其是在市场不完全的条件下,它有可能会由于市场的过度反应而形成了巨大的规模效应,由此导致市场的极端不稳定,如果这种状态任其发展下去,反而会增加投资者的交易成本,甚至会导致金融市场的崩溃(O'hara, 1995),这也是要求加强市场监管的一个理由。

第三,不完全市场和价格发现机制。

在上述的分离定理中,金融资产的均衡价格(金融市场的利率条件或投资回报率)都是外生的。的确,在经典的 Arrow-Debreu-Mackenzie 模型中,通过完备市场等假设,〔10〕市场能够通过价格信号,自发的实现资源的最优配置,从而达到市场出清的均衡价格——即金融系统具有价格发现的功能,但有时它又伴随着外部性的问题。比如,在完备市场上,做空机制按理说是有利于金融资产价格的发现:投资者因对整体资本市场或者某些个别资产价格的未来走势(包括短期和中长期)看跌,因此会采取保护自身利益和借机获利的投机战略。如果不允许做空,那么资本市场就容易引起资产价格的高估现象。但是,这种投机行为也有可能导导致市场的资产价格剧烈波动的后果。

一般来说,如果市场竞争是完全的,而且信息公开,人们对信息的处理和预期又都相同,那么,风险厌恶型投资者就可以利用资本资产定价模型(CAPM)来正确计算出(组合或个别)资产的均衡收益及其内在价格。但是,现实中,市场是不完全的,存在着大量的私人信息、巨额的套利成本和非理性的交易行为,因此,金融体系不可能完全按照完美的假设运行,这也是(包括 APT 理论在内的)均衡定价理论较少通过实证检验的原因。近来,通过买卖差价(spreads)和价格的波动(volatility)等现象来分析私有信息、交易机制和非理性行为等对资产价格的形成和实体经济的影响的论文也越来越多,已渐渐成为学界的研究主流(孙立坚,2003)。

Perraudin and Vitale(1996)发现,金融体系的交易机制对资产的价格形成有直接影响。比如,

〔9〕 实际上,流动性是一个比较难以定义的概念。Bodie and Merton (2000)把流动性定义为迅速转化为现金的能力。衡量资产的流动性的一个较好的指标,是购买这项资产并立即出售兑现时所产生的成本。Black(1989)则认为一个流动性好的市场应该是一个连续的市场,即任何数量的买卖都可以成交;是一个有效市场,即小额交易价格与市价相同,大额交易若拉长交易时间则平均价格也与现行市价相近。

〔10〕 如果对未来所有可能发生情况都能设计出相应的或然索取权的证券,那么,进行这类证券交易的金融市场就称为“完备市场”。

做市商为了获得分散在各个银行手中的私有信息,会有意地拉开买卖报价(spreads),排挤市场上那些出于流动性需求的非知情交易者,因为非知情交易者对价格变化的反应是最为敏感的。做市商在提示价格时,一般要考虑四方面的因素:第一是订单处理的直接成本,也就是做事商撮合交易时必须付出的代价。第二是存货成本,即做市商为了维护市场的流动性而持有足够多的资产所付出的机会成本。第三是信息成本。即逆向选择(与知情交易者的交易)所可能造成的损失。第四,组合调整成本。与资产组合的最佳状态发生偏离时,风险厌恶型的做市商就会需要一定的收益补偿。总之,这些微观结构的因素说明,因为传统理论忽视了金融体系的交易机制,所以,按其方法来把握实际的价格信息是很困难的(O'hara,1995; Madhavan,2000; Stoll,2002; Harris,2002)。

Kahneman and Riepe(1998)从行为金融学的角度指出,金融体系的价格发现不是传统理论上所描述的那样是有效的,这主要是由于投资者的非理性行为起了关键作用,主要表现在以下三个方面:(1)对风险的态度:损失的评价高于收益。比如,他们往往不愿意出售亏损的股票,这有可能导致市场股票价格的过高估计。(2)对预期形成的非理性处理。他们不从学习过程中来修正自己的行为,从而发现价格形成的真正规律,而是凭借“情绪”或根据短时期的历史来做启发式的思维,比如,根据目前公司收益的增长就会认为将来也如此,造成资产价格的泡沫。(3)对问题框架的敏感性。先入主见的判断方法会使他们对同样的、而仅仅是描述方式不同的问题做出截然不同的反应。

第四,信息不对称和信息生产。

在费雪的分析框架中,企业的生产能力和所从事的项目价值都是一样的,并被投资者了解,而且,投资决策都是公开信息。^[11]但是,事实上企业的类别是不一样的,企业的行为是无法监控的,也就是说,企业知道自己的类别和所从事的项目的价值,而消费者是不知道的。由于投融资双方的信息差异就会产生资源配置的非效率性,即企业有可能不去选择能够创造社会财富最大的生产计划(I点),因而消费者的利益也会受到损失(效用降低)。造成这类问题的原因主要来自于三个方面:(1)事前的逆向选择。因为融资能力差的企业有动机模仿好的企业,以改善融资条件,所以,不知情的贷款人不能识别不同种类的借款人,只能用“平均”原则来处理。而且,这种“坏”企业的多少将决定投资者提供的融资条件和由此造成的投资不足或投资过剩的现象(Aklof,1970)。(2)事后的道德风险。贷款人无法跟踪借款人的行动,所以借款人很可能利用这个事实来改变项目的内容(资产替代问题),以满足一部分人的利益(Jensen and Mechling,1976),另一方面,这一事实也有可能使得经理人产生“不努力”的动机,最终导致该企业的经营效益大幅下降,贷款人由此而受到损失。(3)信用配给现象。当投融资双方之间的信息不对称现象存在时,即使信贷市场上出现资金的超过需要,信用提供方也有可能不通过向上调整价格(利率)来弥补供给不足,而是通过控制信贷量来防范信息不对称可能带来的损失(Stiglitz and Weiss, 1981; Bester and Hellwig,1987; Jaffee and Russell,1976)。

尽管投融资双方存在着上述的信息不对称问题,但是对于它的存在则是双方共有的认识(公共信息),所以,为了减少这类问题所造成的负面影响——非效率的资源分配,金融体系能否发挥它的信息生产的基本功能就显得至关重要,具体主要体现在它的信贷协议的合理设计和信息收集和处

[11] 金融市场上主要存在着三种信息问题(Boot and Thakor, 1997a): 1)对企业将来的项目投资缺乏完备的信息;2)贷款人无法观察到借款人是把资金投于安全项目还是风险项目;3)贷款人无法知道借款人有多大的可能性会投资于一个风险项目。Boot 和 Thakor 研究表明,市场可以很好的解决第一个问题,而中介却可以很好的解决第二和第三个问题。因此,他们提出,在新兴的金融体系当中,银行应占据主导地位;而市场的信息优势则有利于金融体系的发展成熟。