

新世纪高校**金融学**教材译丛

金融市场 结构与监管

The Structure and Regulation of Financial Markets

佩特·D·斯潘瑟 著
(Peter D. Spencer)

戴国强 等译



上海财经大学出版社

策 划 = 黄 磊
袁 敏
责任编辑 = 袁 敏
封面设计 = 周卫民
版式设计 = 朱静怡

理论阐释与金融市场最新发展的实例分析相结合
为学生可能遇到的疑难问题提供易于理解的素材

佩特·D. 斯潘瑟教授的《金融市场结构与监管》一书,运用现代不对称信息理论分析金融机构,将理论与最新发展相结合,以分析零售金融产品如人寿保险中的逆向选择为开篇,介绍了贸易和价格提供信息的开放资本市场。而后进一步分析了更为复杂的公司管理和金融中介问题,其中信息是隐藏的或是机密的,而道德风险和核实问题的重要性也因此显现出来。这些章节探讨了金融市场现存的允许投资者托管资产管理权的不同机制,并以此说明了监管如何降低金融风险,以及法律、会计和监管机制如何构建一个国家的公司和金融体系的问题。本书是金融经济学金融市场结构与监管方面的核心教材,适合经济学和金融学等专业高年级本科生、研究生和MBA学生以及金融机构从业人员使用。

本书有三个特点:

第一,研究面较广。在书中,不对称信息理论不仅用于分析资本市场,而且还用于分析银行信贷市场和保险市场。斯潘瑟教授用信息不对称理论对银行、保险公司等金融机构的行为作了剖析,使我们对各种金融机构的行为变化特点都有所认识。

第二,具有理论深度。书中不仅大量运用金融市场微观结构理论、委托代理理论、均衡理论、信息经济学以及法学等理论与方法探讨金融市场、金融机构、金融监管等问题,还提出了一些富有哲理的概念和观点。斯潘瑟教授根据信息理论把市场产品和服务分类为搜寻商品、体验商品、信用商品,并对每一类商品的市场表现及其变化都作了严密的逻辑分析,使人读后多有启迪。

第三,语言生动,深入浅出。此书是作者在多年讲授相关内容的基础上形成的,因此,本书表述流畅、层次清晰,使艰深复杂的理论得到生动的诠释。对于难以理解的理论概念,本书均辅以精辟的数学例证和典型的案例分析,每章最后都附有习题及部分参考答案,有助于读者理解和掌握相关理论及知识。

“这是一本优秀的高级教科书……本书的一大优点是通篇结合英国、欧洲大陆和美国产业结构的最新报道进行了全面分析。”

——英国《金融监管者》(The Financial Regulator) 杂志

ISBN 7-81098-175-7



9 787810 981750 >

ISBN 7-81098-175-7/F · 154

定价: 30.00 元

新世纪高校金融学教材译丛

金融市场结构与监管

佩特·D. 斯潘瑟
(Peter D. Spencer) 著
戴国强 等译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场结构与监管/[美]佩特·D. 斯潘瑟(Peter D. Spencer)著;
戴国强等译. —上海:上海财经大学出版社, 2005. 6

新世纪高校金融学教材译丛

书名原文: The Structure and Regulation of Financial Markets

ISBN 7-81098-175-7/F·154

I. 金… II. ①佩… ②戴… III. ①金融市场-经济结构-高等学校-教材 ②金融市场-监督管理-高等学校-教材 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 059945 号

- ☐ 策 划 黄 磊
- ☐ 袁 敏
- ☐ 责任编辑 袁 敏
- ☐ 封面设计 周卫民

JINRONG SHICHANG JIEGOU YU JIANGUAN

金 融 市 场 结 构 与 监 管

佩特·D. 斯潘瑟 著
(Peter D. Spencer)
戴国强 等译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销
上海译文印刷厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2005 年 6 月第 1 版 2005 年 6 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 15 印张 291 千字
印数: 0 001—4 000 定价: 30.00 元

译者序

自 20 世纪 60~70 年代信息经济学形成以来,经济学的研究已进入一个新的发展阶段。与此同时,人们对金融市场问题的研究重点开始有了较大的变化,人们越来越重视研究那些对金融资产价格有重要影响的信息因素,并取得了大量的研究成果。这些研究成果成了金融市场微观结构理论的主要内容之一,推动了金融市场微观结构理论的产生和发展。另外,随着金融市场的发展与演变,信息不对称理论不仅在金融资产价格研究中的影响和作用越来越引人注目,而且在金融监管问题的研究中也得到高度重视。人们大量地运用信息不对称理论探讨金融市场结构演变、金融交易者(包括金融机构、企业、个人以及政府)的行为变化以及金融监管发展的原因,并试图找出它们变化的规律,以便更好地驾驭市场,从而推动金融监管问题的研究,并正在形成各种金融监管理论模型。

然而,基于信息不对称条件下的金融市场结构与监管的研究是复杂的,也是艰深的。很多对金融市场研究感兴趣的人都希望有一本读得懂、看得明白、易于理解和接受的著作,以帮助他们搞清信息不对称条件下的金融市场结构与监管的复杂问题。佩特·D. 斯潘瑟(Peter D. Spencer)教授撰写的这本《金融市场结构与监管》(*The Structure and Regulation of Financial Markets*)就是能够满足人们上述要求的著作。

《金融市场结构与监管》是斯潘瑟教授在伦敦 Birkbeck 学院讲授金融监管课程讲义的基础上提供给我们的成果,是他多年研究金融市场结构和监管问题的结晶。在我看来,此书有三个特点:

一是研究面较广。在书中,不对称信息理论不仅仅用于分析资本市场,而且还用于分析银行信贷市场和保险市场。斯潘瑟教授用信息不对称理论对银行、保险公司等金融机构的行为作了剖析,使我们对各种金融机构的行为变化特点都有所认识。

二是有理论深度。书中不仅大量运用金融市场微观结构理论、委托代理理论、均衡理论、信息经济学以及法学等理论与方法探讨金融市场、金融机构、金融监管等问题,还提出了一些富有哲理的概念和观点。斯潘瑟教授根据信息理论把市场产品和服务分类为搜寻商品、体验商品或尝试商品、信用商品,并对每一类商品的市场表现及其变化都作了严密的逻辑分析,使人读后多有启迪。

三是语言生动,深入浅出。由于此书是斯潘瑟教授在多年讲授相关内容的基础上形成的,因此本书表述流畅、层次清晰,使艰深复杂的理论得到了生动的诠释。而且每章附有习题,读者可在学完每一章内容后进行练习和复习,有助于读者理解和掌握相关理论及知识。

此书是上海财经大学出版社主持的“新世纪高校金融学教材译丛”之一,由戴国强翻译前言和第一章,游小列翻译第二~第四章,洪椿裕翻译第五~第八章,杨枫翻译第九~第十二章,并由戴国强和杨枫负责审校工作。本书翻译出版过程中得到了上海财经大学出版社黄磊副总编辑、袁敏编辑和周卫民先生等的大力帮助,在此我们表示衷心的感谢。

译者希望本书能给读者提供一个了解金融市场结构与监管理论和实践的窗口。但囿于我们的水平,译文中定有不当之处,还望读者不吝赐教。

戴国强

2005年5月于
上海财经大学

前 言

有关金融市场和金融机构的研究所发生的变化已经超越了过去三十年所获得的认识。在此期间,曾经是相当沉闷而且是描述性的不对称信息理论已经转变为一种有吸引力和分析力的理论。与此同时,金融市场和金融机构在经济中起着日益重要的作用,因此这一理论也已成为重要的论题。

近年来从事这一理论的教学当然是一种有趣的经历,我们时常用剪报来活跃课堂讨论,然而,理论发展、金融创新、监管反应的进度使得教学难以与之并驾齐驱。缺少一本从新的理论视角探讨资本市场和金融机构的教材,也是一个问题。

现在这一问题已经开始得到解决,我认为给学生提供有关这些进展的综合分析是可能的。本书即是我以讲课笔记为基础对此所做的尝试。该笔记是自 1995 年起,我在伦敦 Birkbeck 学院一直教授经济学毕业班的金融监管课程中积累的成果。我坚持主要运用二项式价值模型,把数学方面的知识控制在相对基础的水平上,并发现用简明的零息条件比贝叶斯法则更易于分析资本市场微观结构,尽管贝叶斯法则是标准教科书的研究方法。

我发现要为讲授保险市场课程设计一个简单模型比较困难,第三章集中讨论这个问题,因而这章要难于其他章节。当我教本科生时,我通常避开这一部分,但在金融结构模型(这是为我们 Birkbeck 学院刚入学的研究生开设的一门金融课程)这门课中我会讲授这一部分。这些讲课笔记,包括为本科生所做的讲课笔记都可以在学院网上看到。

这一著作得益于我近年来和同事、朋友及其他人的多次交谈。第三章着力反映了我和 Andrew Scott 以及 Richard Blundell 对 Barbara Mace 和 John Cochrane 的文章所进行的讨论。Sudipto Bhattacharya 在有关金融中介的思想方面给了我重要影响,Norvald Instefjord 和 Giles Keating 在有关英国和美国金融体系及其差异的看法上也影响了我。Stephen Davies 指出了 Charles

Calomiris 著作的重要性,并为本书的书稿提出建议,我对此表示感谢。我还要感谢 Isaac Alfon, Malcolm Hyatt, Joe F. Pearlman, 他们指出了本书书稿中的许多问题。书中尚存的错误由我本人负责。

佩特·D. 斯潘瑟

2000 年 3 月于伦敦

目 录

译者序/1

前言/1

1 导论:金融市场中的不对称信息/1

- 1.1 理想的市場结构/2
- 1.2 不对称信息/3
- 1.3 金融市场为什么会失灵/4
- 1.4 用信息理论区分市场/5
- 1.5 作为信用商品的金融产品/7
- 1.6 信息是一种禀赋/8
- 1.7 集合均衡/9
- 1.8 逆向选择和隐瞒信息问题/10
- 1.9 道德风险和隐瞒行为的问题/11
- 1.10 事后情况检查或隐瞒结果的问题/12
- 1.11 内在信息和证券搜寻/13
- 1.12 本书的结构/14
- 习题/15

2 逆向选择及零售金融服务市场/18

- 2.1 金融服务/18
- 2.2 阿克洛夫模型在基金管理市场上的应用/19
- 2.3 完全信息/19
- 2.4 不对称信息/21

2.5 阿克洛夫模型的最小标准差原则/23

2.6 基于市场的解决方案/25

2.7 基于行业的解决方案/26

2.8 政府干预/29

2.9 英美国家金融监管的方法/29

2.10 英国的金融服务市场法律/31

2.11 国际范围内的监管/32

2.12 欧盟的金融监管/36

习题/37

3 保险市场的结构与监管/40

3.1 相互保险和其他的分散风险安排/40

3.2 完全信息和保险/42

3.3 相互保险/44

3.4 总的不确定性/47

3.5 完全信息下的保险竞争/49

3.6 罗斯柴尔德和斯蒂格里茨(1976):保险市场上的逆向选择/50

3.7 强制足额保险/52

3.8 保险市场的监管/52

3.9 市场结构/54

3.10 谨慎监管/54

习题/55

4 资本市场微观结构与监管/60

4.1 初级资本市场及其管制/61

4.2 二级资本市场/63

4.3 二级市场交易机制/64

4.4 交易商市场/67

4.5 微观结构模型/71

4.6 科普兰和加莱模型(1983)/72

4.7 风险厌恶、持仓总量和其他复杂因素/75

4.8 基本模型的发展/76

习题/77

5 信息披露、透明度和内部人控制/81

5.1 格罗斯滕和米尔格罗姆(1985)模型/82

5.2 价格动态/83

5.3 信息披露/84

5.4 内幕交易是否该被禁止/85

5.5 董事股票交易/86

5.6 内部人控制现状/88

5.7 市场透明度/89

习题/91

6 证券研究和法规/95

6.1 无约束研究条件下的均衡/96

6.2 内生研究交易/97

6.3 信息有效价格的不可能性/101

6.4 证券研究是否在经济活动中起着有益的作用/101

6.5 研究成本的重复/103

6.6 完全竞争金融市场中的信息披露,赫希莱弗尔(1971)/104

6.7 证券研究和金融分析师/105

6.8 与战略研究相对的证券分析/107

6.9 二级市场的监管/108

习题/109

7 股票市场和管理效率/114

7.1 道德风险和管理监督的问题/116

7.2 委托及委托人和代理人问题/117

7.3 核实和审计过程/118

7.4 作为管理惩戒的收购机制/119

7.5 持股数量披露规定和“微小优势”/121

- 7.6 少数派权力的稀释/122
- 7.7 不对称信息/123
- 7.8 收购与合同关系/125
- 7.9 一个历史的观察/126
- 7.10 经验主义的证据/129
- 7.11 竞争政策和资本市场/131
- 习题/132

8 金融中介理论/133

- 8.1 机密性和银行业的关系/134
- 8.2 银行贷款的信号作用的证据/136
- 8.3 戴蒙德(1984)模型/136
- 8.4 监督借款人的规模经济/137
- 8.5 投资组合分散化/140
- 8.6 基本模型的扩展/142
- 习题/143

9 凸性、过度风险和银行监管/147

- 9.1 债务融资的代理成本/147
- 9.2 资产替代(或过度风险承担)/149
- 9.3 道德风险、债务合约和会计制度/150
- 9.4 银行贷款和公共债务工具/150
- 9.5 债权人保护/151
- 9.6 存款人保护/153
- 9.7 银行贷款市场和凸性/153
- 9.8 竞争性的集合均衡/155
- 9.9 均衡信贷配给/156
- 9.10 斯蒂格里茨—魏斯分析/157
- 9.11 银行谨慎监管的含义/158
- 习题/159

10 银行挤兑、系统性风险和存款保险/161

- 10.1 迪伯维格和戴蒙德(1983)模型/162
- 10.2 独裁/163
- 10.3 最优社会保险/163
- 10.4 存款合同/165
- 10.5 暂停可兑换性/166
- 10.6 存款保险/167
- 10.7 最后贷款人/168
- 10.8 共同基金堤防/168
- 10.9 系统性风险/169
- 10.10 道德风险/170
- 习题/171

11 银行监管实践/175

- 11.1 当前监管体制的问题/176
- 11.2 根本性变革的建议/177
- 11.3 近来银行监管体制的改革/182
- 11.4 银行监管的竞争问题/187
- 11.5 当前英国竞争问题/191
- 习题/194

12 金融结构与监管/195

- 12.1 法律体系和金融架构/195
- 12.2 金融体系的透明度/197
- 12.3 金融架构总述/199
- 12.4 单一金融服务监管者的例证/201
- 习题/204

术语对照表/205**参考文献/214**

1.

导论：金融市场中的不对称信息

人们认为金融经济是整个经济中的一个特殊分支，这是因为金融产品不同于其他商品和服务。本书从信息理论的视角分析了这些金融产品，并说明为什么金融市场和金融结构容易失灵。这一分析能帮助我们认识监管如何能减少失灵风险，以及法律和规章怎样有助于形成一个国家的企业和金融结构。

从上述角度看，金融产品是一种合约，它允许投资者把他们的资产管理权委托给其他人。基金管理是这种委托管理的直接体现，在基金管理中，投资者完全保有他们对其资产的法定所有权。在开放式基金中，如美国共同基金或英国单位信托基金，投资者能够按出资比例获得基金回报。在股票、债券和银行间接证券投资中，投资者给出资产以取得控制权，这种控制权能限制董事们，并促使他们分红和支付利息。然而，这种委托管理方式并不健全，而且会导致一个难题——委托代理问题。金融市场必须在既定的法律、会计和监管体系中找到有效的解决方案。

本章简略回顾了上述问题，并且为后续章节的分析建立了基本框架。首先我们撇开不对称信息、不完全竞争或其他不完全性因素，讨论经济的标准模型，这种理想的经济为定义和分析金融市场失灵提供了一个参照。然后我们讨论由不对称信息所引起的复杂情况：逆向选择、道德风险和事后鉴别问题。本章的最后部分给出了后续章节的框架，以及后续章节所涉及的相关假设。

1.1 理想的市场结构

市场允许经济单位通过交易把商品和劳务的消费与其生产分开,在理想状态下,市场可以使资源配置达到帕累托最优。帕累托最优,即在他人处境不变糟的情况下,没有人的处境能变得更好。阿罗(Arrow)和德布鲁(Debreu)在1954年提出了形成帕累托最优所需的条件,他们的研究表明,当偏好和产品集合为凸性、连续,并且满足以下条件:

- (1)信息是充分的,
- (2)经济单位是微小的(小到不能影响价格),
- (3)不存在外部性(非价格方面的影响,例如污染),

则存在可以出清市场的价格,并使人们的规划趋向协调。而且,第一福利定理也阐明了在这种情况下的竞争均衡是帕累托最优的。同样,第二福利定理阐明在竞争均衡的条件下,通过调整个人资源禀赋,任何资源配置的帕累托最优都能得以重复。

阿罗—德布鲁(Arrow-Debreu, 1954)一般均衡模型很抽象地描述了商品,而没有考虑时间或不确定性。一旦市场开放,均衡价格被发现,交易完成,一切便结束。然而高度抽象意味着这个模型可用于把握这样一种情形,即个人通过交换对未来产出的索取权进行跨期和跨季的生产与消费。

例如,考虑这样一种情况,有 T 个时期,在每个时期有 G 个商品生产、消费,但是不存在未来的不确定性。在一个竞争的市场,交易简单的期货合约(谓之阿罗—德布鲁证券),即在一个特殊时间 $t \in T$ 提供一单位商品 $g \in G$,这一竞争市场足以让市场中的代理商分别进行消费与生产决策并取得资源配置的帕累托效率。而不确定性也可以通过让代理商交易那些依赖于自然状况进行支付的保险、期权和其他合约来控制。这些视客观情况而定的索取权,通过在“恶劣”的环境下,提供收入使得代理商能够为不良的后果提供保险。例如,如果有人担心恶劣的天气会损坏他们的室外财产,他们就会进行天气保险。

阿罗—德布鲁(1954)模型能用于描述这样一种市场结构,即如果这一市场可以让个人对所有这类意外情况进行对冲,它就是一个完全市场。在这个模型中,自然状态 S 在每个时期都有可能出现。金融市场交易阿罗—德布鲁证券,在一个特定的时间 $t \in T$ 、特定的状况 $s \in G$ 条件下(在其他时间、状况下无交易),支付一个单位的特定商品 $g \in G$,这些证券交易是在各个时间—状况—商品的组合下进行的,而且市场也是完全的。这些视客观情况而定的交易,可以让代理商根据单笔交易的首期预算约束,完全独立地进行消费

和生产决策,并且协调地规划它们。这种规划可以通过某一时期的买入和持有一套应急索取权来得到实施,然后在到期时进行结算。

按这种解释,阿罗—德布鲁一般均衡理论提供了一个完整的金融市场理论模型,它来自第一福利定理,即具有完全市场的竞争均衡是帕累托最优的,也就是说,金融管制是没有必要的,只需要一个确保合约有事后约束、保证竞争的市场结构的法律架构。只有当前面的某一假设不能被满足,破坏了帕累托最优性的情况下,金融管制才是合理的。我们将在第三章第二节中分析二维的阿罗—德布鲁模型。

然而,当用阿罗—德布鲁模型来构造金融市场时,我们应当谨慎些。该模型描述了在只开放一次,而后就长久关闭的市场中的一种静态均衡,要在这种一劳永逸的合约下取得帕累托最优产出,就需要有数量多得令人难以置信的市场。^① 实际上,金融市场每个营业日都开放,在有些情况下,交易是连续的。布利登(Breeden, 1984)表明如果偏好可以用冯·诺依曼—摩根斯坦效用函数来描述的话(见 3.2 节),那么阿罗—德布鲁配置就可以通过 G 个无条件商品期货合约的连续交易来再现。一个类似的“动态跨度”定理由杜菲和黄(Duffie and Huang, 1985)提出。上述这些定理使完全市场假设的可信度大大降低。

1.2 不对称信息

一般均衡理论通常都假设信息是完全的,尤其是认为所有的代理商对每种自然状况都有相同的主观概率。要不然,情况要复杂得多,标准的福利定理也无法运用。然而金融市场固有的特征是价格能揭示私人信息,这有助于减少信息不对称。的确,可以证明(Ailen, 1986; Radner, 1969, 1986)如果市场是完全的,代理商会以市场价格为条件来确定他们的期望,并形成冯·诺依曼—摩根斯坦效用函数。那么,即使他们初始期望(事前)是各不相同的,他们也将在均衡中分享相同的(事后)认识,这一解决方法就称为理性预期均衡(REE)。在基本的阿罗—德布鲁模型中,假设代理商规模太小则不值得采取战略行为,而在这个例子中,大量的代理商拥有相同的信息,因为他们无法通过隐瞒信息而有所收获。

如果人们以共同掌握的事后信息代替事前信息,则这个完全市场合理预期均衡就和

^① 在阿罗—德布鲁证券中一个完全市场需要 $T \times G \times S$ 个合约,阿罗(Arrow, 1964)表明可用 $T \times S$ 个有条件的期货市场,这些市场在每个时点交付一单位货币交易“阿罗证券”(在其他时点没有交易),以及用 $T \times G$ 个准现货市场交换远期期货合约,以一个特定时期的产出交付商品来再现阿罗—德布鲁配置,代理商则能用阿罗证券在各时期和各状况之间转让货币,然后利用远期商品市场在每个时点状况上分配给这些商品一定的货币(Eichberger and Harper, 1997: section 4. 4)。即使如此,覆盖现代经济范围所需要的证券数量应当是个天文数字。

将要出现的市场完全一样。在信息披露的条件下,前两个福利理论依然可用。不过信息披露能自行消除事前风险共担的机会,正如赫希莱弗尔(Hirshleifer, 1971)所阐述的(见 6.6 节)。这里可以提供一个说明这个效应的例子,当不存在“总体不确定性”时,即如果在 T 时间的商品总配给量是已知的,但是其分配是不确定的。依据这一状况或分配产生的索取权允许人们尽其所能为他们面临的风险及消除不确定性进行套头交易(见 3.3 节)。然而如果有些代理商确切地知道特定的分配或状况 S 将发生,那么在完全市场合理预期均衡下,所有在其他时间交货的合约定价都会为零。这表明状况 S 将发生,代理商最终不可能为这一后果进行保险,习题 6.6 提供了这一说明。

第三章分析了完全市场模型的其他特点,费雪分离定理阐明了在这一情况下,股东将一致同意让公司经营者实现利润最大化。^① 通过多样化,个人特有的福利递减效应冲击无成本地消除,个人完全隔绝于失业、医疗及其他个人风险。非多样化的系统风险效应通过最优地分散到社会上而最小化了。尽管像衰退或自然灾害这样的公共冲击要依赖于对风险的容忍度,但是所有的消费流与其是完全相关的,任何和这一理论的参照不相接近的金融体系都是帕累托无效的,致使分担风险的机会无法利用。

1.3 金融市场为什么会失灵

即使当代最复杂的系统在我们看来是无效的,我们还是要评价这一理论参照。国际商业循环是发散的,资产组合并未多样化到足以分散国际风险的地步(Obstfeld, 1994; Melitz, 1999),即使是在当地的社区,消费形式仅是弱相关的(Bayoumi and McDonald, 1994, 1995)。尽管梅斯(Mace, 1991)指出美国的风险分散化程度很高,但对此说法尚有争议,且还没有在其他的资料中得到证实。

席勒(Shiller, 1993)证明通过引进更多的金融和保险工具可以改善福利,有助于完善金融市场,他预测了未来 GDP 和其他宏观经济变量,然而这会不会大大扩张套现和其他已经用于金融市场的工具的范围,还不太清楚。股票和债券的价格将随着 GDP 等宏观经济变量而大幅度波动,并且成为良好的指标。此外,他建议深究为什么市场是不完全的,如果这些市场要改进福利,那么由于消除了市场障碍,引进这些工具是有利于金融交易的。

^① 如果存在市场失灵,那么对股东而言,指示经营者减少某些无法在市场购买的特殊消费组合可能是最优的(Eichberger and Harper, 1997: chapter 5)。由于不同目标的股东之间存在摩擦,在这种情况下,委托代理就存在潜在的风险。