

标会的投融资效率研究

——来自温州市苍南县的一个案例分析

陈德付,戴志敏

(浙江大学经济学院,浙江杭州 310027)

摘要:互助会作为一种重要的非正式金融制度,在我国民间广泛存在。文章以温州市苍南县的一个村庄标会为例,首先运用利率比较法分析了标会的投融资效率,然后结合我国农户的特殊金融需求、农村地区的信用关系以及温州地区的文化传统等方面对标会的投融资效率作了进一步的分析。文章认为标会作为一种投融资机制是有效率的,但参与者对倒会风险的担心降低了它的效率,导致它难以大范围和大规模地发展,因而如何有效地控制风险是规范和发展标会的关键所在。

关键词:互助会;标会;投融资;效率;温州

中图分类号:F832.39 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)09-0060-11

一、问题的引出

互助会^①在国外学术界一般被称为轮转储蓄和信用互助机制(Rotating Savings and Credit Associations,简称 Roscas),是一种重要的非正式金融制度,其基本的运作模式为:由发起人(会东)邀请若干人(会脚或会员)参加,约定时间按期举行,每次收集一定数量的会金,轮流交由一人使用,借以互助。会东优先使用第一次会金,以后按一定的次序轮流交会脚使用,每个会脚只能得到一次会金,当所有会脚都得到会金后,互助会宣告解散。

互助会也是我国民间广为流传的一种信用形式,据考证已存在了上千年(王宗培,1935),目前广泛存在于非正式金融非常发达的浙江、福建、广东一带。作为一种金融机构,它除了具有一般的融通资金的功能外,更是源于参与者之间形成的互助信用关系,以参与者之间的血缘、地缘、业缘关系来维持,为个人的耐用品消费和私人投资、企业的商品生产和流通提供资金支持。研究互助会的一个基本问题是:作为一种会员之间相互提供信用的投融资机制,它是否是有效率的?为了解决这一问题,笔者在温州市苍南县收集了大量互助

收稿日期:2005-04-19

作者简介:陈德付(1980—),男,浙江温州人,浙江大学经济学院;

戴志敏(1960—),男,浙江宁波人,浙江大学经济学院教授。

会会单,在对这些会单进行数据整理后,发现流行于苍南的互助会主要有两种形式——标会和轮会^②。相对而言,轮会的运行机制比标会简单,而且轮会可以看成是标价事前就确定的且标价固定的标会,因此笔者选择一个有代表性的标会进行分析。

二、标会的运行机制及现金流模型

标会作为一种人会员之间通过对资金使用利息进行投标而决定资金使用先后次序的互助会,根据会员利息支付方式的不同,可分为两种(Kuo, 1996):如果未来的利息是在所收会金里立即扣除的,称为贴现标(discount bid);如果未来的利息是以贴水的方式在将来支付的则称为贴水标(premium bid)。表1是笔者从苍南县一个主要郑姓的村——丁岙村收集到的标会的会单样式,属于贴水标,会员在得会之前交纳固定会费——标底1000元,得会之后则须再交纳其标价作为获得会金的利息支付,投标在还没得到会金的会脚之间进行。

表1 标会的原始会单

金额单位:元

序号/期数	姓名	中标时间(农历)	中标金额	中标者签章
会东0	郑法泉	2002年3月初10	0	
会脚1	郑法秀	2002年5月初10	180	
会脚2	郑法实	2002年7月初10	160	
会脚3	郑法段	2002年9月初10	172	
会脚4	郑法解	2002年11月初10	178	
会脚5	郑法渊	2003年1月初10	180	
会脚6	郑法解	2003年3月初10	172	
会脚7	郑法传	2003年5月初10	175	
会脚8	郑法恩	2003年7月初10	165	
会脚9	郑可永	2003年9月初10	160	
会脚10	郑祥渤	2003年11月初10	158	
会脚11	郑祥祥	2004年1月初10	155	
会脚12	郑法秦	2004年3月初10	150	
会脚13	郑法艺	2004年5月初10	118	
会脚14	郑法孝	2004年7月初10	60	
会脚15	郑法放	2004年9月初10	0	

说明:1. 本会的投标形式为每2个月投标一次,标底1000元整。

2. 自2002年3月10日开始,投标时间定为投标当日下午1点整。

3. 希投标者准时到会,不得拖延,谢谢合作。

注:资料来源于笔者的实地调查,为该标会最后一次开标后按照得会顺序进行排序后的会单样式。每一期中标后,会东都会把中标金额写入会单,由该期中标者签字表明获得会金并同意在其后每期支付标底和中标金额。

这个标会的参与者均是同姓的村民,他们之间大多是兄弟、堂兄弟、叔侄

的关系, 还有是与会东关系比较好的其他同姓村民。会东郑法泉家境不是非常富裕, 建立这个标会的直接原因是为其儿子 2002 年年末结婚筹集资金。会脚 4 和会脚 6 属于同一人, 其余都是单独一人为一个会脚。会东每期只公布这一期的最高标价, 没有中标的会脚是不知道其他也未中标的会脚的标价信息的, 从而保证每期投标时未得标会脚进行投标所面临的信息资源的公平性。参与者每 2 个月聚会一次, 整个会期持续 30 个月。

为了分析标会的现金流, 我们假设会脚的个数为 n (本例 $n=15$), 共持续 $n+1$ 期, 会东获得会金的那一期对应的期数设定为第 0 期。 m 为标底 (本例为 1 000), b_t 为第 t ($t=0, 1, \dots, n$) 期的标价, $b_0=0$ 表示会东首先以零支付获得会金。在不考虑贴现的情况下, 第 t 个得会的人所得会金为 $nm + \sum_{i=1}^{t-1} b_i$, 他在整个会的持续期内的支付是 $tm + (n-t)(m + b_t)$ 。设 c_{ij} 表示第 i 个参与者在第 j 期的现金流 ($i, j=0, 1, 2, \dots, n$), 根据贴水标的利息支付方式, 可以得到:

$$c_{00} = nm \quad (1)$$

$$c_{0j} = -m (j=1, 2, \dots, n) \quad (2)$$

$$c_{ij} = -m (i=1, 2, \dots, n; j=0, 1, 2, \dots, i-1) \quad (3)$$

$$c_{ii} = nm + \sum_{t=1}^{i-1} b_t (i=1, 2, \dots, n) \quad (4)$$

$$c_{ij} = -(m + b_i) (i=1, \dots, n; j=i+1, i+2, \dots, n) \quad (5)$$

代入表 1 提供的实际数据, 可以得到丁岙村的这个标会的现金流量表:

表 2 标会现金流量表

序号/期数	b_0	b_1	b_2	b_3	b_4	b_5	b_6	b_7	b_8	b_9	b_{10}	b_{11}	b_{12}	b_{13}	b_{14}	b_{15}
会东 0	15000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000
会脚 1	-1000	15000	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180
会脚 2	-1000	-1000	15180	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160
会脚 3	-1000	-1000	-1000	15340	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172
会脚 4	-1000	-1000	-1000	-1000	15512	-1178	-1178	-1178	-1178	-1178	-1178	-1178	-1178	-1178	-1178	-1178
会脚 5	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	15690	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180	-1180
会脚 6	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	15870	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172	-1172
会脚 7	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	16042	-1175	-1175	-1175	-1175	-1175	-1175	-1175	-1175
会脚 8	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	16217	-1165	-1165	-1165	-1165	-1165	-1165	-1165
会脚 9	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	16382	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160	-1160
会脚 10	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	16542	-1158	-1158	-1158	-1158	-1158
会脚 11	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	16700	-1155	-1155	-1155	-1155
会脚 12	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	16855	-1150	-1150	-1150
会脚 13	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	17005	-1118	-1118
会脚 14	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	17123	-1060
会脚 15	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	17183
每期总现金流	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

说明: 1. 每期收集的会金都全部给这一期的收会者使用, 故会的每期总现金流为零。

2. b_0 到 b_{15} 对应的第 0 期到第 15 期收会日期, 每行加粗的数值为对应的那一期得会会员所获得的会金。

三、标会投融资效率的利率比较分析

除了会东可以免费使用会金而无需支付利息以外, 标会的每一个会脚都需要根据自身及其他会脚的资金需求情况以及外部借贷市场的资金紧张情况在每一期进行投标行为的决策, 这说明利率是一个关键的因素, 参与者要在不

同的投融资方式中根据它们提供的利率进行选择。

(一) 融资和投资角色的确定

在不考虑参与者之间由于亲戚朋友关系而带有互助的社会性因素外,从经济学的“理性人”假设出发,对持续一段时间的单一标会而言,标会参与者最终目标是在标会的持续期内达到融资成本的最低或投资收益的最高。标会参与者入会的主要经济动机可以概括为两类:为私人消费或投资而筹集资金和获得比其他借贷市场或投资渠道更高的存款利息收入,其身份要么属于融资者要么属于投资者。我们可以根据每位参与者整个会期内的现金流情况判断其属于融资者还是投资者,判断参与者角色的标准为:

定义 1: 当 $\sum_{j=0}^n C_{ij} \leq 0$ 时,第 i 个参与者属于融资者;当 $\sum_{j=0}^n C_{ij} > 0$ 时,第 i 个参与者属于投资者。

根据表 2,经计算可以得到 $\sum_{j=0}^{15} C_{0j} = 0$ 、 $\sum_{j=0}^{15} c_{ij} < 0 (i=1, 2, 3, 4, 5, 6, 7)$ 以及 $\sum_{j=0}^{15} c_{ij} > 0 (i=8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15)$,从而根据定义 1 可得:标会会东和前 7 个会脚属于融资者;后 8 个会脚属于投资者。

(二) 标会参与者面临的外部利率环境

根据笔者的调查,本文所分析的标会所在的村——丁岙村与其他苍南县的村庄一样,其村民主要是通过商业银行、农村信用社和民间借贷融资(在丁岙村民间借贷主要是私人之间的直接借贷和各种互助会),投资(存款)的渠道除了商业银行、农村信用社和民间借贷外,还包括创办企业进行实业投资。对于丁岙村的村民而言,参不参加标会以及在各期的标价行为都会受到外部借贷市场利率水平的影响,因而为了对标会的投融资效率进行分析,以下将以苍南县的借贷市场作为本文分析的标会参与者所面临的外部利率环境。

在苍南的经济活动中,存在三种利率:一是各商业银行执行的利率,可被认为是基准利率。在苍南,商业银行主要有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行四家国有银行和广发、浦发两家股份制银行。二是农村信用社执行的利率。苍南农村信用社是最早实行利率浮动的试点之一,农村信用社在苍南的正式信贷市场中占有相当大的份额,尤其是农村的村民及中小企业很多都向农村信用社借入资金。三是民间借贷市场的借贷利率。

2003 年,苍南各信贷机构贷款利率浮动区间下限为贷款基准利率的 0.9 倍,苍南农村信用社贷款利率最高可在央行规定的贷款基准利率基础上上浮 70%,其他信贷机构对企业贷款利率可上浮 30%。以 1 年期贷款利率为例,央行规定的金融机构基准利率为 5.31%,从而商业银行贷款利率的范围是 [4.78%, 6.90%] (为分析方便,可假设贷款利率是均匀分布的,以下类型的利率也做同样的假设),商业银行平均贷款利率为 5.84%;农村信用社的贷款利率范围是 [4.78%, 9.03%],平均贷款利率为 6.91%。

在存款利率方面,各商业银行不能上下浮动,1年期基准存款利率为1.98%,考虑到存款者要缴纳20%的利息税,从而实际基准利率为1.58%;而苍南农村信用社存款利率在县城区和主要镇之外最高可上浮70%,即税后1年期农村信用社的实际存款利率范围是[1.58%,2.69%],从而农村信用社的实际平均存款利率为2.14%。

至于民间借贷市场的借贷利率,由于民间借贷的形式多种多样,没有统一的标准,不过这些借贷(主要是私人之间的直接借贷)的月利率在6厘到1.5分之间,折合年利率在7.2%~18%之间(冯兴元,2004),其平均水平为12.6%,高于商业银行和农村信用社的贷款利率和实际存款利率。但值得注意的是,最高人民法院于1991年7月2日发布了《最高人民法院关于人民法院审理借贷案件的若干意见》,其中第六条规定:民间借贷的利率可以在超过银行同类贷款利率4倍以下的范围内适当高于银行的利率。以1年期贷款基准利率(5.31%)为例,只要没有超过21.24%就是合法的,这说明苍南的民间借贷利率不是高利贷,受到法律的保护,民间借贷一旦出现法律纠纷,当事人可以通过法律手段得到补偿。

本文所分析的标会的持续期为2002年到2004年,故可把上述利率作为参照利率。

(三) 融资效率分析

1. 融资效率的判断标准。根据笔者的调查,丁岙村的村民通过标会筹集到的资金主要用于以下三个方面:一是解决一般家庭突发性的紧急需要,如为某家庭成员治病等;二是解决一般家庭生活中的某些重大问题,如为儿子娶媳妇、支付孩子考上大学后的学费等;三是为相对比较富裕的家庭筹资兴办企业、做其他生意。为了分析的简便,我们不考虑标会参与者得到会金后的不同用途对其融资效率的影响。对那些需要通过标会筹集资金进行消费和投资的参与者而言,判断通过标会进行融资是否有效率,关键在于其融资成本是否低于通过商业银行、农村信用社和其他形式的民间借贷的融资成本,成本越低则说明标会作为一种融资机制的效率越高。融资成本的指标有两个:整个会期融资利率和年融资利率。前者的计算公式为(对本文的标会而言, $i=0,1,2,3,4,5,6,7$; $j=0,1,2,\dots,n,n=15$;本金收入为15 000元):

$$\text{整个会期融资利率} = - \sum_{j=0}^n c_{ij} / \text{本金收入} \quad (6)$$

本文的标会的持续期为30个月,从而年融资利率的计算公式为:

$$\text{年融资利率} = \text{整个会期融资利率} \times 12 \text{个月} / 30 \text{个月} \quad (7)$$

2. 标会的融资效率。根据标会的现金流量表,由(6)式和(7)式可以得到融资者的整个会期融资利率和年融资利率(见表3)。(1)会东的融资利率为零,对会东而言,组织一个标会相当于获得一个无息贷款。(2)会脚1到会脚

7 的年融资利率的范围为 $[0.95\%, 6.72\%]$ ，且得会次序越靠后融资利率越低^③。会脚 1 的贷款利率 6.72% 超过了商业银行的平均贷款利率(5.84%)，但低于农村信用社和民间借贷的平均贷款利率水平(分别为 6.91% 和 12.6%)，这说明对会脚 1 而言，标会是一种比农村信用社和民间借贷更有效的融资方式。会脚 2 到会脚 7 的贷款利率均比商业银行、农村信用社和民间借贷的平均贷款利率低，这说明对这 6 个会员而言，标会是一种低成本有效的融资机制。

表 3 标会的融资效率

序号/期数	本金收入	现金流加总	整个会期融资利率	年融资利率
会脚 0	15 000	0	0.00%	0.00%
会脚 1	15 000	-2 520	16.80%	6.72%
会脚 2	15 000	-1 900	12.67%	5.07%
会脚 3	15 000	-1 724	11.49%	4.60%
会脚 4	15 000	-1 446	9.64%	3.86%
会脚 5	15 000	-1 110	7.40%	2.96%
会脚 6	15 000	-678	4.52%	1.81%
会脚 7	15 000	-358	2.39%	0.95%

(四) 投资效率分析

1. 投资效率的判断标准。标会中属于投资者的会脚的得会次序都是靠后的，他们面临得会次序靠前的会脚在得会之后不继续交纳会金的风险，因此分析投资效率时必须对风险进行补偿。

根据标会的现金流量表，可以知道除了最后一个得会者外，其他属于投资者的会脚的现金流的正负符号均改了两次(负的(流出)—正的(流入)—负的(流出))。根据笛卡儿符号法则，这些会脚的现金流量方程至少存在两个正的根，即存在两个内部报酬率(IRR)，因而不能应用 IRR 对参与者进行投资效率分析，故本文选择净现值(NPV)法对标会进行投资效率分析。

由于把钱存入银行、农村信用社和借给亲戚朋友以及参与标会进行投资的风险是不同的，因此不能以商业银行、农村信用社和民间借贷的平均存款(投资)利率作为贴现率进行分析。风险和收益之间的关系可以以应用十分普遍的资本资产定价模型(CAPM)进行确定，CAPM 的最普遍形式(收益—贝塔关系)为： $R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$ ，其中， R_i 表示第 i 个参与者加入标会可以获得的投资利率， R_f 表示无风险利率， R_m 表示市场利率， β_i 为第 i 个参与者的贝塔系数，表示其加入标会进行投资所面临的风险。市场风险对应的贝塔值 $\beta_m = 1$ 。

目前，在中国老百姓的心目中把钱存入商业银行一般认为是会受到国家信用隐性担保的，不用考虑银行的违约风险，那么 1 年期税后实际存款利率(1.58%)可以作为无风险利率，即 $R_f = 1.58\%$ 。但商业银行的存款利率是由国家通过央行统一制订和调整的，不是通过市场竞争自发形成的市场利率。

在苍南,民间借贷是十分发达的,民间借贷的利率是微观借贷主体在考虑诸多影响因素的情况下讨价还价的结果,是由市场自发形成的,因而 1 年期民间借贷平均利率可以作为市场利率,即 $R_m = 12.6\%$ 。

不同会之间、同一会内得会次序不同的参与者的 β 值是不同的,风险的决定因素很多,防止参与者违约的约束既有经济上的,也有道德上的,而且极大地受到参与者所在地区文化风俗的影响。一个会脚通过标会进行投资是否有效可以根据一定的风险水平(β 值)对应的利率进行贴现后的净现值的正负符号进行判断,设 β^* 是满足下式的 β_i 的临界值:

$$NPV_i = \sum_{j=0}^n \frac{C_{ij}}{(1+R_i)^j} = \sum_{j=0}^n \frac{C_{ij}}{[1+R_i+\beta_i(R_m-R_i)]^j} = 0 \quad (8)$$

则对会脚 i 而言,通过标会进行投资是否有效的判断标准为:当 β_i 值小于 β^* 时,以 β_i 对应的利率 R_i 进行净现值分析结果为正,即 $NPV_i > 0$,投资是有效的;当 β_i 值大于 β^* 时,以 β_i 对应的利率进行净现值分析结果为负,即 $NPV_i < 0$,投资是无效的。

2. 标会的投资效率。标会的每期间隔为 2 个月,根据 1 年期的无风险利率和市场利率,经过简单折算,可得两个月的无风险利率为 0.26%,市场利率为 2.10%,风险溢价为 1.84%。为分析投资效率与风险(用 β 值衡量)之间的关系,以 β 值从 0 到 1 对应的利率作为净现值分析时的贴现率(见表 4)。

表 4 2 个月期的风险收益率

β 值	0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
利率 $R_i(\%)$	0.26	0.44	0.63	0.83	1.00	1.18	1.36	1.55	1.73	1.92	2.10

然后根据标会的现金流量表,计算各个会脚以不同的贴现率所得的净现值(见表 5),可以知道: $\beta_8^* \in [0.4, 0.5]$, $\beta_9^*, \beta_{10}^*, \beta_{11}^*, \beta_{12}^*, \beta_{13}^*, \beta_{14}^* \in [0.8, 0.9]$, $\beta_{15}^* \in [0.7, 0.8]$ 。这说明,标会作为一种投资机制有效的前提条件是它的风险要尽量低于市场的平均风险,一旦风险接近或超过市场平均风险时,标会就不是一种有效的投资机制。

表 5 标会的投资效率分析

参与者/净现值	npv (0.26%)	npv (0.44%)	npv (0.63%)	npv (0.81%)	npv (1.00%)	npv (1.18%)	npv (1.36%)	npv (1.55%)	npv (1.73%)	npv (1.92%)	npv (2.10%)
会脚 8	50.92	42.11	31.87	21.33	9.35	-2.75	-15.55	-29.78	-43.89	-59.42	-74.70
会脚 9	358.61	314.91	268.97	225.65	180.16	137.29	94.67	49.96	7.88	-36.23	-77.72
会脚 10	636.04	557.41	475.87	399.97	321.28	248.05	176.10	101.52	32.13	-39.78	-106.66
会脚 11	910.40	796.28	678.66	569.88	457.78	354.10	252.84	148.50	52.02	-47.37	-139.27
会脚 12	1 180.75	1 030.59	876.48	734.53	588.86	454.69	324.17	190.24	66.91	-59.63	-176.13
会脚 13	1 487.54	1 299.80	1 107.72	931.37	750.97	585.36	424.75	260.48	109.70	-44.49	-185.99
会脚 14	1 725.76	1 501.53	1 272.76	1 063.29	849.61	653.98	464.77	271.80	95.17	-84.93	-249.76
会脚 15	1 795.85	1 539.22	1 278.06	1 039.55	796.86	575.27	361.49	144.04	-54.45	-256.32	-440.55

四、影响标会投融资效率的社会文化因素和风险问题

以上笔者运用比较分析法从利率角度对标会的投融资效率进行了分析,

但这并不是很全面，影响标会投融资效率的因素是多方面的，所面临的风险也是多方面的。首先，虽然从经济学的角度看，标会是参与者之间相互提供信用的一种非正式金融制度，是一种经济行为和经济现象；但它同时也是一种文化的、社会的现象，是参与者之间物质上和精神上的协调沟通，参与者所属的社会文化对其投融资效率的发挥产生深远的影响。其次，标会顺利运行的一个前提条件是会脚在得到会金后继续缴纳标底和利息，一旦违约，就使得未得标的会脚面临无法在剩余的时间内按期获得补偿的风险，“倒会”就有可能发生。倒会风险的存在降低了标会的投融资效率（尤其是投资效率），致使它很难向更大范围和更大规模发展，成为影响其投融资效率发挥的另一个关键因素。

（一）社会文化对标会投融资效率的影响

中国农村社会的特点，是以自我为中心向血缘基础上的家族扩展，再按人际交往的远近亲疏继续向外延伸的“圈层结构”。对于处在“圈层结构”中的个人而言，一旦出现暂时性的资金需求，可以根据亲近关系向圈子里的熟人借入资金。在这个人们彼此熟悉的社会中，四处弥漫着信任的气息，自然有利于信用关系的建立，而且“乡土社会的信用不是对契约的重视，而是发生于对一种行为的规矩熟悉到不假思索时的可靠性”（费孝通，1985），王芳（2005）将它称为“人情信贷”。

标会就是一种典型的人情信贷，一个会东在起会时可以根据亲近关系和他平时所积累的人情关系，从与他同处一个“圈层结构”的熟人中选择会脚，而这些会脚也会出于人情上和经济上的考虑入会。这对深受起源于温州的永嘉学派重商主义思想影响、讲究人情和“义气”的温州人而言，更是明显。我们在前面提到，本文所分析的标会的参与者之间是兄弟、堂兄弟、叔侄的关系，其融资利率比商业银行、农村信用社和一般私人之间的直接借贷利率低，这充分反映了参与者所处的社会文化对标会投融资效率的影响：首先，人情信贷的借出方可以通过获得“人情收益”补偿低利息造成的损失，相应地，借入方可以靠支付“人情成本”而以比商业信贷低的利率借入资金。其次，标会参与者可以通过投标利息的高低在义利之间进行转化：标价越高，反映会脚们更注重资金的使用效率，表现出一种逐利性；标价越低，反映会脚们更注重相互之间的互助性，体现的更多的是“义”。在参与者之间“亲属关系越近的标会中，中标者所标出的利率越低，其互助性也就越强”（胡必亮，2004）。

（二）影响标会投融资效率的风险问题

标会的风险问题涉及面很广，从它的组织结构入手，可以发现参与者之间存在相互监督的条件和激励，他们之间不同的信息交流方式对监督的效果产生影响。

1. 参与者之间的相互监督对标会风险的影响。作为组织者和牵头人，会东拥有会脚的许多信息，可以通过平时的接触和每期的聚会到会脚进行监督。

在标会运行过程中,一旦有会脚违约未按时交纳会金,为了保证标会的顺利运行和维护自身的信誉,会东会及时垫付会金,这就使得会东有激励去对会脚进行监督(Handa 和 Kirton, 1999)。与会东对会脚进行监督相对应,会脚也有条件和激励去监督会东,如监督会东每期按时收集会金并交给该期得会者和分期等额偿还本金等,但由于会东的地位比较特殊——处于标会这个组织结构的权利中心以及会脚之间存在“搭便车”心理,会脚对会东的监督效果没有会东对会脚的监督那么明显。标会中不但存在会东与会脚之间的监督,会脚之间也存在相互监督的激励,因为如果某一会脚违约,其他没有得会的会脚将受到损害。一般的,在其他条件一样的情况下,标会参与者的关系越亲近,所处的“圈层结构”越小,就越有条件进行监督,监督的成本也越低,从而发生倒会的可能性也就越低。

2. 参与者的信息交流对标会风险的影响。信息的交流沟通可以发生在两人之间或多人之间,随着交流的持续进行,标会参与者之间信息的交流模式会不断地发生变化。从标会的历史发展来看(见图1),它最初是一种纯粹的互助组织,参与者之间的交流模式是星型的。然后,由于各局中人在资金实力、信誉、个性魅力等方面产生差异,有些个体逐步居于主导地位,有些个体之间的交流不再发生,交流模式可能从星型转化为不规则树型模式。最后,由于关系疏远等原因,会脚之间不直接进行信息交流,不规则树型模式进一步向轴型交流模式发展。

虽然轴型模式是现代金融机构的一般交流模式(A相当于现代金融机构,如商业银行、证券机构、保险商等,B、C、D、E相当于一般的储户、贷款者、证券投资者、投保人等),但对标会而言,由于它未受到正规法律的约束和金融监管部门的监督,随着交流模式从星型、不规则树型向轴型的转变,违约风险越来越大。这是因为:首先,标会(尤其是抬会)的会东处于权利的轴心,拥有非对称的控制权,在未受到外部约束和监督的情况下,难免会为了自己的私利而从事寻租行为,产生严重的道德风险;其次,随着会脚之间直接的信息交流的逐渐减少,使得会东对会脚和会脚之间的监督逐渐减小,已经得到会金的会脚发生违约,不继续承担还款责任的风险逐渐增大。

五、结 论

根据上面对温州市苍南县丁岙村的一个标会投融资效率的分析,我们可以发现:第一,标会作为一种投融资机制在利率层面是有效率的,参与者可以根据自身的资金需求情况、外部借贷市场的利率环境以及彼此之间的亲近关系进行投标决策。第二,参与者所属的社会文化对他们的投标决策产生影响,标会投融资效率的发挥受到参与者之间的人情和义气等社会文化因素的约束。第三,参与者对倒会风险的顾虑影响了标会投融资效率的发挥。虽然可

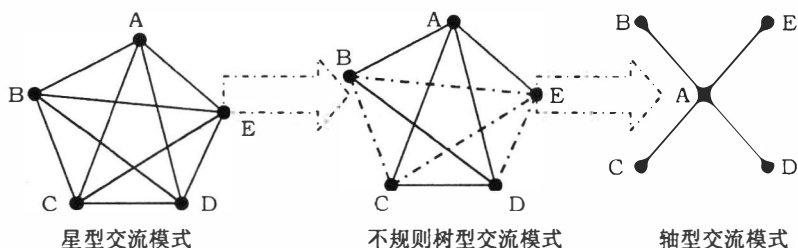


图1 标会参与者信息交流模式的一般发展过程

以通过信息交流和相互监督来降低风险发生的概率,但由于未受到正规法律和金融监管部门的监督,它很难向更大范围和更大规模发展,如何控制标会的风险是规范和发展标会的关键。

注释:

- ①互助会在国内学术界没有一个统一的称谓,也被称为“合会”、“钱会”等,主要分为标会、拔会、轮会、摇会、寿缘会、抬会(姜旭朝,1996)。
- ②分类的标准是会员的得会次序(recurrent rotation of founds):轮会的得会次序是由会脚和会东事先通过协商确定的;标会的得会次序是在每一期聚会时,由还没得会的会员(即“活会”)通过投标确定的,标价最高的会脚获得这一期的会金。
- ③由于融资者的得会次序靠前,一般可以不考虑其他会员违约的风险。但实际上,通过互助会进行融资是有一定风险的,对每一个还没得会的会脚而言都存在已得会者不继续交纳会金的风险,得会次序靠后的会脚的融资利率低是对风险的一种补偿。

参考文献:

- [1]Ardener. The comparative study of rotating credit associations[J]. Royal Anthropological Institute of Great Britain and Ireland, 1964(94):201~229.
- [2]Besley, Timothy, Stephen Coate, Glenn Loury. The economics of rotating savings and credit associations[J]. American Economic Review, 1993(83):792~810.
- [3]Handa Sudhanshu, Kirton Claremont. The economics of rotating saving and credit associations: Evidence from the Jamaican 'Partner' [J]. Journal of Development Economics, 1999 (60): 173~194.
- [4]费孝通. 乡土中国[M]. 上海:三联书店,1985.
- [5]冯兴元. 温州市苍南县农村中小企业融资调查报告[J]. 管理世界,2004,(9):53~66.
- [6]胡必亮. 村庄信任与标会[J]. 经济研究,2004,(10):115~125.
- [7]江曙霞,马理,张纯危. 中国民间信用[M]. 北京:中国财政经济出版社,2003.
- [8]姜旭朝. 中国民间金融研究[M]. 济南:山东人民出版社,1996.
- [9]王芳. 我国农村金融需求与农村金融制度:一个理论框架[J]. 金融研究,2005(4):89~98.
- [10]郑振龙,林海. 民间金融的利率期限结构和风险分析:来自标会的检验[J]. 金融研究,2005(4):133~143.

The Research on the Efficiency of Bidding Roscas's Investment and Financing

——A case Analysis from Cangnan County of Wenzhou City

CHEN De-fu, DAI Zhi-min

(School of Economics, Zhenjiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: Being an informal financial institution, Roscas (Rotating Savings and Credit Associations) has existed widely for a long time in rural areas. This article examines a bidding Roscas example collected from one of the villages in Cangnan County of Wenzhou City. Firstly, it uses the method of interest rate comparison to analyze the efficiency of bidding Roscas's investment and financing. Then, it goes further to examine the efficiency from the aspects of Chinese farmer's special financial needs, rural areas' credit condition and Wenzhou's cultural traditions. The conclusion is that the bidding Roscas is a very efficient financing and investment mechanism. Nevertheless, the participants' worry about the risk of breaking the agreement reduces its efficiency and makes it very hard to develop. Therefore, how to control the risk effectively becomes the crucial factor to standardize and develop the bidding Roscas.

Key words: Roscas; bidding Roscas; investment and financing; efficiency; Wenzhou

(责任编辑 喜 雯)

(上接第 59 页) the contract of folk credit is intrinsically self-enforcing. With the institutional transition of the informal social framework of Chinese country, particularistic trust will evolve to universalistic trust, and the institution of Chinese folk credit will take its adaptive transition according to its lifecycle.

Key words: relating game; diversity-orderly structure and trust; particularistic trust; universalistic trust; folk credit

(责任编辑 喜 雯)