

# 民间金融的利率期限结构和风险分析：来自标会的检验<sup>1</sup>

郑振龙 林海

(厦门大学经济学院金融系, 厦门大学宏观经济研究中心, 361005)

**内容简介：**本文在分析标会内在机制的基础上，研究了标会参与者的现金流分布、标会的利率期限机构以及标会的风险控制机制，并提出相应的可验证性假设。为了对这些假设进行验证，本文使用了东南沿海某个民间金融十分发达地方的某些成功的标会案例数据。实证检验的结果基本上都证实了理论分析提出的假设，并在此基础上间接提供了一些规范和发展民间金融的相关建议和思路。

**关键词：**标会 利率期限结构 风险控制

**Abstract:** Based on the analysis of the internal mechanism of ROSCA(Rotating Savings and Credit Association), this paper studies the cash flow distributions of participants, the term structure of interest rate and risk control mechanism, and puts forward some testable hypothesis. To test these hypothesis, this paper uses some successful cases from a county in Southeastern China which is very developed in folk finance. The empirical results confirm the hypothesis in a large degree. In the end, some suggestions and ideas on how to regulate and develop folk finance are indirectly put forward.

**Key Words:** ROSAC term structure of interest rate risk control

## 一、文献回顾

标会，也称“合会”，意为“轮转储蓄与信贷协会”。它是协会内部成员的一种共同储蓄活动，也是成员之间的一种轮番提供信贷的活动。按此，这是一种成员之间的民间借贷，是成员之间的资金互助，同时涉及了储蓄服务和信贷服务。它是民间金融的主要形式，在南部经济发达地区，如福建、浙江、广东一带，非常盛行。虽然标会在其发展过程中经历了许多非常严重的倒会风波，如上个世纪末闽南地区的倒会风潮、今年福安的倒会危机等，但是在每次严重的危机过后，它都能重新发展起来，充分反映出其内生的自我繁殖和自我发展能力。

标会也是民间金融中引起争议最多的一种金融组织形式。一方面由于其潜在的金融风险，政府一直对其采取抵制的态度；另一方面，它对农村经济的发展，又起着正规金融体系所无法替代的作用。所以对标会的发展应该采取什么样的态度，也没有一致的意见。

由于民间金融体系的内在复杂性，对民间金融的规范和发展，一直是我国金融体制改革的一个难点问题，至今也没有一个比较统一的认识。有人称之为“灰黑色金融”（章晓虎，1996），也有人称之为“非正规金融”（杜朝运，2001），或者“地下金融”（江曙霞，2001）。支持民间金融发展的研究都力图从中小企业融资难的角度来分析民间金融在中小企业融资中的作用（林毅夫、李永军，2001），并在此基础上验证民间金融的制度性贡献（何广文，1999）及合法性（何田，2002）。一些研究则立足于民间金融潜在的巨大风险，从加强金融安全的角度对民间金融的监管和发展提供政策建议（李丹红 2000），还有一些研究则是在回

<sup>1</sup>感谢教育部优秀青年教师资助计划“中国信用风险度量和控制模型”项目、教育部人文社会科学研究 2003 年度博士点基金研究项目“中国利率类金融产品的设计和定价”（03JB790016）、福建省社科“十五”规划（第二期）项目（2003B069）的资助。本文观点仅代表作者个人观点。

顾我国民间金融历史的基础上分析和研究我国的民间金融规范和发展问题（史晋川等，1997）。

另外一些研究，则是从民间金融组织内在的微观运行机制入手，分析民间金融组织（主要指标会）利率形成的内在机制和原因。一般而言，民间金融组织的借贷利率都远远超过正常的政府利率。唐寿宁（1999）从贷款人参与借款人的利润分享的角度来对此进行解释，具有理论上的合理性。张军（1999）利用信息不对称理论和信贷配给理论对此现象进行了分析，认为“农村信贷市场的分割以及利率在非正规信贷部门能够保持高于正规部门的稳定水平”是“农户和农户组织对农村金融市场上关于还贷风险信息的严重不对称分布状态”的“理性反应”。但是，按照信贷配给理论，信贷配给均衡下的利率应当低于不存在信贷配给时的瓦尔拉斯均衡利率，所以这种解释有点矛盾（江曙霞和秦国楼，2000）。而且，农村金融市场的信息不对称由于各种非正规接触的存在反而是比较低的。

本文主要通过金融工程学的方法，利用作者 10 多年跟踪调查的实际数据和材料，客观剖析我国标会的各种特征，特别对标会的利率形成机制和结果、风险控制机制提供客观的分析，以便为监管部门进行有效、合理地监管提供科学参考。

文章的整体结构为：下一部分分析标会参与者的现金流特征并将之与高利贷进行对比，提出一些有关现金流的假设；在第三部分中，我们将提出估计标会利率期限结构的两种方法，并通过对标会运行机制的分析提出有关标会利率期限结构形状的验证性假设；第四部分则是利用我们收集的标会实际运行的数据对第二、三部分中的众多假设进行实证检验，检验结果基本验证了理论分析所提出的假设；第五部分利用一些成功的标会案例研究标会的风险控制机制；最后一个部分则是简短的结论。

## 二、标会的现金流模型

标会的成员包括会头和会脚。会头本身不提供任何资金，主要的职责是作为一个中介提供组织和信息交流沟通的服务，当个别会脚违约时他还承担赔偿责任。会脚根据参会的不同需求可以分为借款者和贷款者。借款者为资金的需求者，参会的目的是为了获取短期融资贷款；贷款者是资金的供给者，参会的主要目的是获得更高的利息。当然会头也可以作为一个会脚参与标会活动。

为了分析标会的现金流，我们假设一个标会参加人数为  $M$ ，每人一份<sup>2</sup>，标会的金额为  $K$ 。会头不参加标会。标会的频率是每月标 1 次<sup>3</sup>。

### （一）标会的运行机制

标会遵循着一套简单规则：一个自然人作为会头，出于某种目的组织起有限数量的人员（会脚），每人每期（每月、每隔一月、每季、每半年、每年等）拿出一定数额的会钱，每期通过投标由一个人得到全部当期会钱。标会不是一个永久性组织，在所有成员以轮转方式各获得一次集中在一起的会钱之后，即告终结。

我们用  $K$  表示每次投标的本金， $M$  表示会脚的人数。在标会成立时，所有的会脚首先向会头支付  $K$ ，作为参会的条件。会头由此获得总额为  $M \times K$  的无息资金。与此同时，会脚进行首次投标。愿意投标的会脚根据自身的资金需求状况和投标策略提出各自资金的借款利率，这种利率不是以百分比的形式直接表示出来，而是通过另外一种方式：愿意获得这笔

<sup>2</sup> 有的会脚参加的份数不止 1 份，所以份数大于等于参会的人数，我们这边为了分析的简化，直接作此假定，对文章结论没有影响。

<sup>3</sup> 当然还有其他的标会频率，比如每月标一次，第 3 的倍数月加标一次；每月标 1 次，第 2 的倍数加标 1 次；每半个月标 1 次等。

资金的最大折扣。谁愿意提供的折扣最大<sup>4</sup>，谁就中标。假设其中某个中标者 ( $M_1$ ) 愿意提供的折扣最大，为  $p_1$ ，则他将获得其他会脚按照  $p_1$  的折扣提供给他资金，即  $(M-1) \times (K-p_1)$ 。已中标的会脚称为“死会脚”，他不能再参与投标。从第二次投标直至最后一次投标前（不包括最后一次），他每次必须支付  $K$  来偿还这笔贷款。其他尚未中标的会脚称为“活会脚”。“活会脚”有权参与以后的投标。

在第二个月的固定投标时间，由剩下的  $M-1$  个“活会脚”竞标，并由愿意提供最大折扣的会脚中标。折扣和中标者我们分别记为  $p_2, M_2$ 。此时他将获得  $(M-2) \times (K-p_2) + K$ 。前面为“活会脚”缴纳的会钱，后面为“死会脚”提供的会钱。

以此类推，在第  $i$  个月，有  $i-1$  个人已经成为“死会脚”，由剩余的  $M-i+1$  个“活会脚”进行竞标，愿意提供的最大折扣为  $p_i$ ，中标者  $M_i$ ，获得的资金为  $(i-1) \times K + (M-i) \times (K-p_i)$ 。

在最后一个个月，只有一个人没有获得过资金，他获得的资金为  $M \times K$ ，由会头支付。至此，标会结束。

由以上分析可以看出， $M_1$  是完全的借入者， $M_M$  是完全的贷出者，其他会脚是先贷出后借入。按中标顺序，会脚由完全借入者逐渐变成完全贷出者。中间中标的人为借贷平衡者，之前的为净借入者，后面的为净贷出者。在标会中要承担什么角色完全由会脚根据自己的情况自愿决定。

此外，为了保证标会净贷出者的利益，很多标会都规定了最低折扣。

## （二）标会的现金流分析

标会竞标的次数有  $M-1$  次，投标时间分别记为  $t_1, t_2, \dots, t_{M-1}$ ，标会结束的时间为  $t_M$ 。

现金流用  $C$  表示。 $C_0$  表示会头的现金流， $C_i$  表示  $M_i$  的现金流。

### 1. 会头的现金流分析

会头在第一次竞标时获得  $M \times K$  的资金，在标会过程中不参与竞标活动，没有现金流，在标会结束时要向最后一个参与者支付  $M \times K$ 。所以会头的现金流为：

$$C_{0,t_1} = M \times K, C_{0,t_M} = -M \times K$$

所以，在不发生违约的情况下，会头的收益是固定的，就是标会总金额在标会存续过程中的时间价值。在民间金融中，这种时间价值是不能按照银行定期存款利率计算的，而应该按照相应的高利贷利率计算。所以这种时间价值是不容忽视的，可以为会头提供很大的收益。

### 2. 会脚的现金流分析

会脚  $M_1$  在  $t_1$  获得的现金流为  $(M-1)(K-p_1) - K$ ；从  $t_2$  开始直到  $t_{M-1}$ ，需要每期付出  $K$ ， $t_M$  的现金流为 0。

<sup>4</sup>这就等价于谁提供的贷款利率最高。

会脚  $M_i (i < M)$  在  $t_i$  之前每期要支付  $K - p_j, j = 1, 2, \dots, i-1$  , 初始资金支付为  $K$  。在时刻  $t_i$  获得的现金流为  $(i-1) \times K + (M-i) \times (K - p_i)$  ;从  $t_{i+1}$  到  $t_{M-1}$  每期支付  $K$  ,时刻  $t_M$  支付的现金流为 0。

所以，会脚  $M_i (i < M)$  的现金流为：

$$\begin{aligned} C_{i,t_1} &= -2K + p_1, \\ C_{i,t_j} &= -K + p_j, j = 2, \dots, t_{i-1} \\ C_{i,t_i} &= (i-1) \times K + (M-i) \times (K - p_i) \\ C_{i,t_k} &= -K, k = t_{i+1}, \dots, t_{M-1} \\ C_{i,t_M} &= 0 \end{aligned}$$

最后一个会脚  $M_M$  的现金流为：

$$\begin{aligned} C_{M,t_1} &= -2K + p_1 \\ C_{M,t_i} &= -K + p_i, i = 2, \dots, M-1 \\ C_{M,t_M} &= MK \end{aligned}$$

从上面标会运行机制的分析可以看出，标会所形成的利率水平是一个纯市场化的利率水平，它是由市场参与主体通过完全的市场竞争行为所达到的一个均衡水平，能够及时有效地反映市场当时资金的供求状况。当市场主体对资金的需求比较大时，所愿意提供的折扣水平就比较大，此时的贷款利率也就相应的比较高；当市场主体对资金的需求不足，大部分参与者都是资金的盈余者时，参与者所愿意提供的折扣就比较小，此时的市场利率就比较低。当然，由于标会的参与主体数量少，容易受到一些突发事件的影响，比如某个会脚的家庭突发事件等，从而导致利率很容易发生波动。

### （三）标会参与者的盈亏分析

标会参与者按照资金需求可以分为需求者和供给者。需求者的目的是利用标会进行短期融资，所以他们一般在早期就竞标成功，愿意提供的折扣也比较高。供给者的目的是为了获得利息收入，所以他们一般都不愿意参加竞标，竞标往往在后期，愿意提供的折扣也比较低。

#### 1、折扣率分析法

为了分析标会参与者的盈亏情况，我们定义各参与者中标的折扣率为：中标得到的金额与本金总额的比率。由于各参与者现金流的差异不仅体现在中标金额上，还表现在成为“死会”时间迟早上。因此我们要比较中标折扣率之前，先要对此进行调整。

比较  $M_i$  和  $M_{i+1}$  的现金流可以看出， $M_{i+1}$  的成为死会的时间比  $M_i$  迟一个月，他交的会钱自然也比  $M_i$  少  $p_i$ <sup>5</sup>。由于  $p_i$  不大，而且时间只有 1 各月，因此我们可不考虑其时间价值，直接对中标折扣率进行调整。经过调整的折扣率（D）的计算公式为：

<sup>5</sup> 因为  $M_i$  在时刻  $t_{i+1}$  需要支付  $K$ ，而  $M_{i+1}$  在时刻  $t_i$  只需要支付  $K - p_i$ ，在其他时间支付的现金流完全一样。

$$D_i = \frac{(i-1) \times K + (M-i) \times (K-p_i) - p_i}{MK}, i=1, \dots, M-2,$$

$$D_{M-1} = \frac{(M-2)K + (K-p_{M-1}) + (K-p_{M-1})}{MK},$$

$$D_M = \frac{MK}{MK} = 1$$

由于货币有时间价值，加上越早中标，被违约的风险越小。因此在正常情况下，D 的值应随着时间的推移不断提高。

## 2、比较分析法

在民间金融组织中还存在着另外一种融资形式：高利贷。资金的需求者可以直接通过高利贷的方式获得资金；资金的供给者也可以直接将资金通过高利贷的方式贷出，没有必要通过标会。因此我们可以通过与高利贷利率相比来计算标会参与者的盈亏。

高利贷和标会相比，现金流上存在的差别有：

(1) 高利贷的偿还是一次性付清本金，对借款人的资金压力比较大；而标会则是分期偿还，对借款人的资金压力比较小。

(2) 高利贷的贷出是一次性支付给贷款者本金，对贷款人的资金要求比较大；而标会是分期提供，对贷款人的资金要求比较小。

从这个意义上，标会就是众多的资金供给者联合起来对众多的资金需求者提供资金支持。由于标会给借款者提供了偿还上的便利，所以参与标会的资金需求者愿意支付的利率水平超过同期的高利贷利率。标会所有的现金流都在会脚和会头之间流动，它们之间是一个零和博弈过程。所以如果假设高利贷利率为  $g$  并保持不变，则所有参与者的现金流按照高利贷利率进行贴现后加总等于 0。即

$$\sum_{i=0}^M \sum_{k=1}^M C_{i,t_k} e^{-g(k-1)} = 0$$

将会头的现金流单独分开，则会脚的总盈亏可以写为：

$$\sum_{i=1}^M \sum_{k=1}^M C_{i,t_k} e^{-g(k-1)} = MK(e^{-g(M-1)} - 1)$$

根据上面的分析，我们可以得到有关标会参与者盈亏的一些假设：

$H_1$ ：对于资金的需求者而言，其现金流按照高利贷利率进行贴现，现值为负。也就是说，实际支付的利率高于高利贷利率。即

$$\sum_{k=1}^M C_{i,t_k} e^{-g(k-1)} < 0。$$

而且，在正常情况下，最早获得资金的参与者所提供的利率最高，其现金流按照高利贷利率贴现后的值也是最小的。所以参与者的盈亏是一条向上的曲线。当然，由于容易受到突发事件的影响，该曲线也会出现向下弯曲的情况。

$H_2$ ：对于资金的供给者而言，其现金流按照高利贷利率进行贴现，现值为正。也就是说，实际获得的利率高于高利贷利率。即

<sup>6</sup> 因为  $M_{M-1}$  在时刻  $t_M$  不需要支付现金流，而  $M_M$  需要在时刻  $t_{M-1}$  支付  $K - p_{M-1}$ 。

$$\sum_{k=1}^M C_{i,t_k} e^{-g(k-1)} > 0$$

### 三、标会的利率期限结构估计

在分析了标会现金流机制的基础上，我们就可以推导出标会隐含的利率期限结构。本文所有的利率都用连续复利年利率表示。

假设我们分析的时点为  $t_1$ 。  $t_1$  到  $t_i, i = 2, \dots, M$  的利率为  $r_{i-1}$ 。在存在充分竞争的市场均衡条件下，

$$\Pr\left(\sum_{j=1}^M C_{i,t_j}\right) = 0, \forall i = 1, 2, \dots, M,$$

其中 Pr 代表现值。展开我们就可以得到：

$$(M-1) \times (K - p_1) - K - \sum_{k=2}^{M-1} K e^{-(k-1)r_{k-1}} = 0 \quad (1)$$

$$-2K + p_1 + [(M-2) \times (K - p_2) + K] e^{-r_1} - \sum_{k=3}^{M-1} K e^{-(k-1)r_{k-1}} = 0 \quad (2)$$

...

$$-2K + p_1 + \sum_{j=2}^{i-1} (-K + p_j) e^{-(j-1)r_{j-1}} + [(i-1) \times K + (M-i) \times (K - p_i)] e^{-(i-1)r_{i-1}} - \sum_{k=i+1}^{M-1} K e^{-(k-1)r_{k-1}} = 0 \quad (i)$$

...

$$-2K + p_1 - \sum_{k=2}^{M-1} (K - p_k) e^{-(k-1)r_{k-1}} + M K e^{-(M-1)r_{M-1}} = 0 \quad (M)$$

方程组总共有 M 方程，M-1 个未知数，有可能无解。但是幸运的是，这个方程组我们可以求出唯一解。

(1) - (2)，我们可以得到：

$$(M-1) \times (K - p_1) - K - K e^{-r_1} + 2K - p_1 - [(M-2) \times (K - p_2) + K] e^{-r_1} = 0$$

$$r_1 = \ln \frac{(M-2)(K - p_2) + 2K}{M(K - p_1)}$$

(2) - (3)，我们可以把  $r_k, k = 3, 4, \dots, M-1$  约掉，只剩下  $r_1, r_2$ ，根据上面计算的  $r_1$ ，

我们可以估计出  $r_2$ 。

以此类推，我们就可以依次计算出  $r_1, r_2, \dots, r_{M-1}$ ，从而构造出整条利率期限结构。

因为标会所形成的利率水平是一个纯市场化的利率水平，由市场参与主体通过完全的市场竞争行为所达到的一个均衡水平。这类似于一个拍卖制度，资金由出价最高（愿意提供最大折扣）的参与者依次获得<sup>7</sup>。所以在正常情况下，愿意提供的折扣是递减的，反映在利率水平上就是利率是递减的。

但是，由于标会的参与人数有限，形成的资金供求关系很容易受到突发事件的影响。这些突发事件及包括整个市场的突发事件，也包括参与者家庭的突发事件。这些事件的发生都使得资金需求很容易发生变动，如经常导致折扣不是递减，而是递增，从而对标会利率产生影响。影响的结果使得短期的利率急剧下降，甚至出现负数，而长期利率则会上升<sup>8</sup>。

但是在标会的参与者中，有一部分是稳定的资金供给者，他们愿意提供的折扣也是非常稳定的，往往都是标会所规定的最小折扣。所以，标会的长期利率是比较稳定的。

为此，我们可以得到标会利率期限结构的一些验证性假设：

$H_3$ ：在正常情况下，标会的利率期限结构是向下的一条曲线。但是，由于受到短期突发事件的影响，短期利率有可能发生突变，利率期限结构向上倾斜。

$H_4$ ：标会的长期利率比较稳定。

## 实证检验

为了对上面有关标会的假设进行验证，我们通过近 10 年的跟踪调查收集了许多标会实际运行的数据，包括标会的规模、参与人数、参加规则等。所收集的数据主要来自于福建省东南沿海某个民间金融十分发达的县城。我们所选择的对象为某个在该地方从事标会活动十余年而没有发生倒会风波的会头。该会头由于其良好的民间信用而获得了参与者的一致认同，所以她组织的标会一直都在健康、平稳、有序地发展。

### （一）有关参与者盈亏假设的实证检验

根据民间的一般情况，我们假设高利贷利率为月利率 1.5%。在这个假设下，我们计算出不同标会参与者按照高利贷利率进行贴现的盈亏分布。为了尽可能的排除个别突发事件的影响，本文的数据采用了几个同时进行的标会数据的平均值<sup>9</sup>。折扣率和参与者盈亏图计算结果参见图 1 和图 2。

从标会的折扣率可以看出，它是一条基本向上的曲线，表明随着时间的推移，标会参与者所获得的现金流是逐渐增加的，这符合我们对标会的正常判断。但中间还存在着一些波动，表明了市场突发事件对现金流的影响。

从盈亏图分析，大约一半的人为负数，一半的人为正数。为负数的参与者属于资金的需求者，所支付的利率超过高利贷利率，在标会中也较早地获得资金。而另一半的人属于自己的供给者，所获得的利率超过高利贷利率，在标会中获得资金的时间也比较迟。盈亏曲线基本上是一条向上的曲线，这证实了我们上面的假设。但是中间也同样的存在着一些弯曲，

<sup>7</sup> 当然，由于标会一般都有规定折扣的最低限度，这对标会的利率期限结构会有一些影响。

<sup>8</sup> 这个结果可以通过对上面方程组的分析很容易地得到。

<sup>9</sup> 所用的数据是 1999 年 9 月开始的 30\*200 标会。参与人数 30 人，标会规模为 200 人民币，每三个月加标 1 次。

这反映了市场突发事件的影响。有关标会盈亏的假设  $H_1, H_2$  都基本获得了证实。

图 1：标会参与者现金流的折扣率

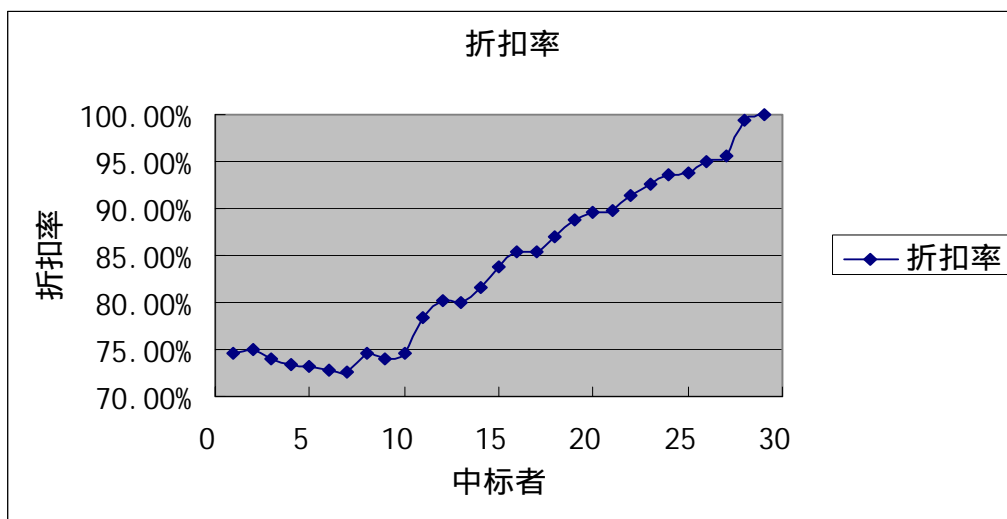
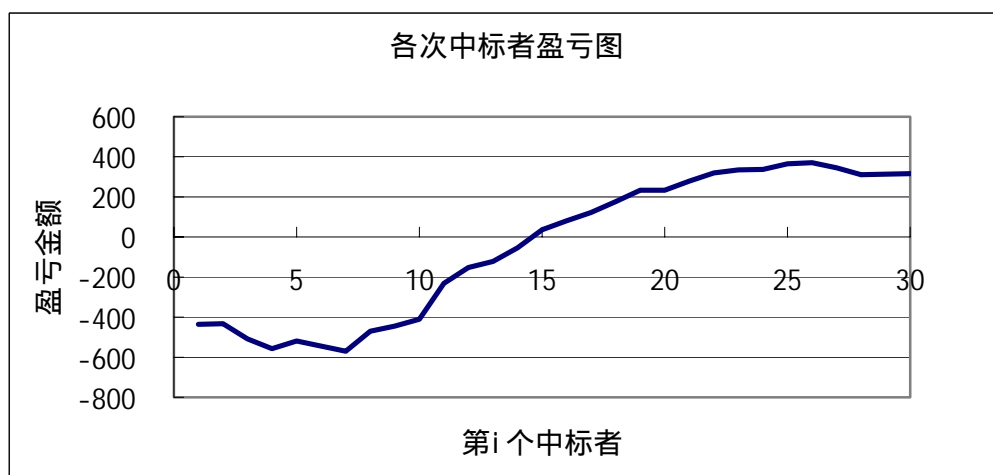


图 2：不同标会参与者的盈亏图



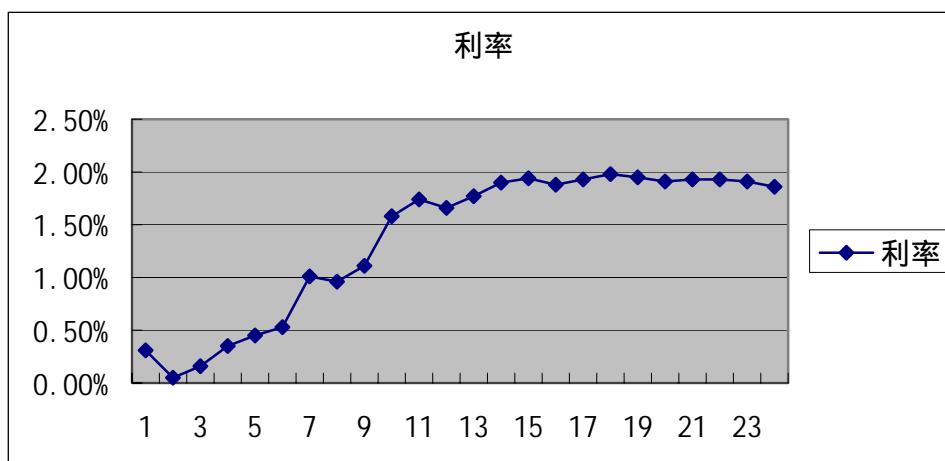
## (二) 有关标会利率期限结构假设的实证检验

我们根据第三部分的计算方法，利用实际数据对标会的利率期限结构进行了估计。估计的结果参见图 3。

我们可以发现，短期利率都不像正常情况那样，呈下降趋势，这反映了短期事件的影响。但是长期利率水平都相当稳定，并基本呈下降趋势，这反映了标会利率期限结构在长期上的稳定性。假设  $H_3, H_4$  也都得到了验证。

图 3：标会的利率期限结构





## 标会风险控制机制分析

标会的风险主要是违约风险，即参与者在竞标获得资金之后不承担还款的责任，从而使资金的供给者无法在剩余的期限内按期获得补偿资金。在民间金融如此发达、倒会风波如此频繁的东南沿海地区，该会头组织的标会能够经历十余年而从来没有发生过参会者的违约事件，充分反映出她在风险控制上的成功之处。这些成功的经验对于我国规范和发展这些民间金融组织，具有相当的借鉴意义。

总结这些标会的风险控制措施，可以发现一个最本质的成功之处在于对标会这种民间金融形式功能的正确界定。它的定位是在正规金融无法发挥作用的条件下承担起民间的金融支持功能。它的立足点是通过资金供给者和需求者的组合，通过资金供给者提供的资金为资金需求者提供融资服务，满足需求者某种特定的融资需求。这种特定融资需求的特征是：(1) 资金规模有限，主要是一些小额的短期融资；(2) 资金需求比较容易受到家庭突发事件的影响。这些需求是正规金融所无法满足的。上面分析的那些标会，都充分立足于满足这些特定的融资需求，从源头上就控制了通过标会进行投机、诈骗等违约事件的发生，确保整个标会组织能够有序顺利地运行。

具体说来，这些成功标会的风险控制措施包括：

(一) 严格的入会审查措施。这种入会审查措施不是通过正规的财产状况调查等形式进行，而是依赖于民间传统的信用认识。相比于正规金融的审查，这种民间信用调查信息不对称的程度要小得多，因为他们之间彼此互相认识，日常的接触很多，相互的信息交流也很频繁；而且调查的交易成本也小得多，体现在不需要借助现代化的分析手段进行信用分析，只需要依靠平时接触所形成的认识就可以对参与者的信用状况进行调查。

(二) 资金规模的严格控制。由于标会的立足点是满足参与者小额、短期的临时性资金需求，而不是为参与者的投机提供平台，所以标会控制风险很重要的一个措施就是资金规模的严格控制。该会头的标会金额一般都在 200 元左右，最大的不超过 500 元。整个标会的资金规模不超过 2 万元。所以即使参与者有投机、违约的动机，标会所提供的动力也是远远不足。而且这些规模大都在参与者有能力承担的范围之内，即使发生违约，也能够通过对相关财产的控制等措施来及时地弥补。

(三) 会头对资金使用的严格控制。在标会成立时，会头就获得了参与者提供的一笔资金。如何使用这笔资金对标会的风险具有重要的影响。根据上面的分析，在标会中资金供给者所获得的利率要超过高利贷，所以有些会头为了获得更高的回报，就将这些资金投入另外一个金额更高的标会中，形成了所谓的“会中会”。层层叠加，就形成了所谓标会的金字

塔结构。中间某个链条断裂,就会导致整个金字塔倒塌,形成严重的倒会风波。所以,要控制标会的整体风险,就必须对会头所占资金的使用进行严格的控制。上面分析的这些标会从来不把所筹集的资金参与到更高大金额的标会中,而是通过以一个民间借贷的方式将钱借给某个资信可靠的需求者。这种做法对整个市场具有积极的作用:(1)由于借给某个资信可靠的需求者,所以还款基本上有保证,信用风险在自己可控的范围内;(2)即使贷款无法偿还,影响到的也只是某个标会,对其他的标会则不会产生影响,从而就大大降低了整个标会市场的系统性风险。

## 结论

根据上面对标会现金流、利率期限结构以及风险控制的研究,我们可以发现:标会在现代民间金融体系中发挥着不可替代的作用,应该在原有基础上规范和发展。规范和发展标会的关键在于如何控制标会的风险。本文所分析的一些成功案例提供了一些有关的思路和建议。此外,就微观金融的角度,本文还得出了一些有关标会利率的一些基本结论:

(一)标会中资金需求者提供的利率高于同期高利贷利率水平,反映在现金流上就是按照高利贷利率贴现是负值。由于容易受到市场突发事件的影响,参与者的盈亏并不一定就是一条向上的曲线,在中间容易发生弯曲。

(二)标会中所有参与者的现金流按照高利贷利率贴现之后加总之和为0。它是一个所有参与者,包括会头和会脚之间的零和博弈。其中,会头的收益是固定的,就是初始押金在标会存续过程中的时间价值。

(三)在正常情况下,标会的利率期限结构是向下的一条曲线。但是,由于受到短期突发事件的影响,短期利率有可能发生突变,出现负数,利率期限结构向上倾斜。

(四)标会的长期利率比较稳定。

## 参考文献:

- 杜朝运,中国过度金融论【R】,厦门大学,2001。
- 何广文,合作金融组织的制度性绩效探析【J】,中国农村经济,1999(2),36-41。
- 何田,“地下经济”与管制效率:民营信用合法性问题实证研究【J】,金融研究,2002(11),100-107。
- 江曙霞,中国地下金融【M】,福建人民出版社,2001。
- 江曙霞、秦国楼,信贷配给理论和民间金融中的利率【J】,农村金融研究,2000(7),4-7。
- 李丹红,农村民间金融发展现状与重点改革政策【J】,金融研究,2000(5),118-125。
- 林毅夫,李勇军,中小金融机构发展与中小企业融资【J】,经济研究,2001(1),10-18。
- 史晋川、孙福国、严谷军,市场深化中民间金融业的兴起——以浙江路桥城市信用社为例【J】,经济研究,1997(12),45-50。
- 唐寿宁,个人选择与投资秩序【M】,中国社会科学出版社,1999。
- 张军,改革后中国农村的非正规金融部门:温州案例【C】,中国制度变迁的案例研究(第二卷),张曙光,中国财政经济出版社,1999,132-159。
- 章晓虎,我国当前的灰色金融论【J】,财贸经济,1996(3),40-46。