

金融体系比较与演进:理论综述

汪办兴 汪兴隆

摘要: 根据直接融资(保持距离型融资)和间接融资(关系型融资)在一国金融体系中比重的大小,我们可以大致将世界各国的金融体系简单的分为市场主导型金融体系和金融中介(银行)主导型金融体系。金融中介与金融市场的关系应该采取动态的功能主义观点进行考察;两种金融体系在促进经济增长的功能机制发挥上不存在明显差异;极端型的金融体系稳定性较差,混合型金融体系稳定性较好;民法法系国家容易形成中介主导型金融体系,普通法系国家容易形成市场主导型金融体系;金融中介与市场的竞争、银行经营制度、经济国家转轨是影响金融体系演进的重要因素,金融体系的演进符合路径依赖理论,金融体系的设计应该采取整体的观点。

关键词: 金融体系 市场主导型 中介主导型 比较 演进

近年来,对发展中国家和转轨国家金融体系的关注反映了发达国家金融体系在规模上和复杂性上出现了迅速和令人关注的变化。关于银行主导(间接融资为主)金融体系与市场主导(直接融资为主)金融体系的优劣的争论和未来金融体系演进方向的分析在理论界形成一个热点问题。本文拟给出金融中介和金融市场关系研究的理论演进脉络和两种不同金融体系在促进经济增长、保持金融稳定、以及与法律关系等方面的比较,并分析影响金融体系演进的因素,以期对金融体系背后的逻辑有全面深刻的认识。

一、金融中介与金融市场关系的功能主义:从传统静态理论到动态功能范式

1. 正在变化的中介与市场关系范式

传统的对金融中介的解释是金融中介减少交易成本和提供信息,市场融资和中介融资是融通资金的两种备择方式。然而,许多国家的金融体系近年来发生了巨大的改变,股票市场和债券市场无论以上市公司数量、价值还是其他衡量重要性的指标来看都取得了巨大进展。有趣的是,金融市场广度和深度的发展是金融中介和企业增加使用这些工具所致,家庭对这些工具的使用并没有显著增加。因此,更加成熟市场发展已给中介提供了新的、不同的作用。当新市场已经开放并创造了新的可套利机会时,中介制定策略和有效利用这些机会所必要的专业技能也加强了。因此,尽管有形交易成本下降了,但某些种类信息成本却上升了。金融中介开始承担

原来可能由个人胜任的评估复杂的证券、投资组合或策略所需要的专业知识技能的功能。因而传统金融中介理论关于交易成本和非对称信息理论无法阐述正在变化的中介范式,于是 Allen 和 Santomer(1999)等人提出风险管理理论和参与成本理论给予新的解释。

2. 风险管理与参与成本理论

风险管理理论认为金融中介特许权价值的一个关键方面就是打包和分散风险。其一为通过经营活动消除或避免的风险,指金融中介可以通过经营活动消除金融交易中的多余风险,避免或减轻非正常损失;其二为能转移到其他参与者的风险,其他市场参与者能买卖代表一定依状态而定收益的金融要求权来分散或集中风险;其三为必须在企业层面进行管理的风险。由于存在道德风险,因此企业的利益相关者要求进行风险管理,而且风险管理也是企业的商业目标之一。

为了参与市场,投资者必须花费时间和精力学习市场如何运作,资产回报的分布以及如何监管。除了市场参与的固定成本外,还有逐日市场监管的边际成本。Santomero认为在这里要理解的是参与成本在理解金融中介上的重要性和近年来发生的变化。第一个变化是家庭直接持有的证券比例减少,中介机构持有证券比例上升。中介机构持有证券的基本理论是分散化的需求和高额交易成本。第二个变化是金融中介大量使用金融衍生品进行风险管理。

3. Scholtens和 Wensveen的产品创造和价值增

殖理论

产品创造和价值增殖理论是 Scholtens 和 Wensveen 在对 Allen 和 Santomero 的风险管理和参与成本新理论进行评论的一篇文献中提出的。他们首先对 AS 关于金融中介风险管理的新论调提出质疑,认为金融中介参与风险管理并不是 20 世纪六七十年代出现的新现象,而一直是金融中介业的根本,也是中介存在的主要原因。银行业和保险业的产生源于它们的风险转移和风险管理功能。关于金融中介新理论中的“参与成本”概念, Scholtens 和 Wensveen 认为也不具有说服力,认为时间价值增加的说法很难成立。

Scholtens 和 Wensveen 主张放弃静态的完美市场范式,采用更为动态的概念,认为“金融中介理论应该包括金融创新动态过程和以此为基础的市场差异化,而不是分析受随时可能出现的市场不完美性所限制的完美市场静止状态。应该去解释变化,而不是描述相对静态。”由于金融中介为消费者和工商户提供了能够满足它们不同需求的各种服务,这些机构参与了财务转换的复杂过程。在转换不同质地资产过程中,金融中介为最终储蓄者和投资者提供了增加值。“提供增加值看来会成为现代金融中介发展的主要驱动力。因此,价值增加应是金融中介理论的焦点。”修正理论将共同基金业的增长看成一种新型金融中介在提供财务转换服务上的参与,而不是脱媒。

4. 金融体系功能观

从现实中观察到的正在变化的中介与市场关系的新范式提出的风险管理和参与成本理论以及价值增殖理论,在一定程度上摆脱了传统的从金融机构角度分析金融中介的视角,从功能观的角度分析了中介与市场的关系,而全面系统阐述金融体系功能观点的则是 Merton 和 Bodie(1996)。

Merton 认为已有的金融中介理论视现存的金融中介机构为给定,认为公共政策的目标就是帮助现有机构生存和兴旺,这是一种机构观。功能观视金融中介运作的经济功能为给定并探寻运作这些功能的最佳机构结构。并依赖两个基本前提:(1)金融功能比金融机构更加稳定,即金融功能在不同时期和跨地域政治上变化较小;(2)竞争将导致机构结构的变化,并向更有效运行的金融系统演进。认为金融体系的基本功能是在一个不确定的环境中,在时间和空间上便利经济资源的配置和拓展。在此基础上,区分金融体系发挥的 6 个核心功能:支付结算、融资、资源转移、管理不确定性和控制风险、提供价格信息、提供处理不对称信息和激励问题的方法。因此,与机构功能观相比,功能观提供了一个更加稳定和持久的参照架构,特别是在一个带有快速变化特征的金融环境中更是如此。在不同国家之间呈现出相当大机构差异的情况下,功能观更易于金融体

系的全球定位。

Merton 认为,交易成本的下降总体上导致了金融市场通过“商业化”过程得以更大的扩展,金融市场作为履行某些功能的制度结构替代了金融中介,中介与市场在充当金融产品的提供上进行竞争。金融产品的一些产品通常只有少量的客户,这或是由于它们是高度定做的,或者是由于根本性的信息不对称。当产品适应了市场或在解决信息不对称后,就会被组织到市场上交易。这一时间动态性的范式看来意味着金融中介(特别是非透明类中介,如银行)的重要性下降。Merton 认为这一范式仅考察了单个产品的时间路径,没有考虑金融市场和中介之间的总体结构关系。中介除了提供定制的产品和服务的明显功能以外,还具有重要的创造与检验新产品的潜在功能,这是整个金融创新过程的一部分。Merton 把这种中介与市场之间动态的产品-发展互动叫做“金融创新螺旋”,它推动金融系统朝着一个具有充分效率的理想目标演进。

二、不同金融体系促进经济增长的功能机制的比较

中介与市场关系的功能主义提供了中介主导金融体系与市场主导金融体系比较的动态的和互补的观点。在两种金融体系促进经济增长的优劣争论中,比较金融体系的功能发挥是最重要的。下面对两种金融体系投融资、信息生产、风险管理和公司治理的功能进行比较分析。

1. 投融资关系

中介融资优越论的一个论据就是关系型融资方式促进了银企合作。银行可以拒绝给违约的企业再发放贷款给予威胁或惩罚减轻逆向选择和道德风险导致的信贷市场无效(Stiglitz and Weiss, 1983)。然而重新协商的时间一致性问题削弱了这一论据的可信性。在关于最优威胁的分析中,一般假设贷款人可以事先对自己的行为做出承诺,但这种假设是可疑的,因为,当违约贷款一旦成为“沉没成本”时,在面临下一个激励相容合约时,银行放弃这种机会也是非理性的。

Dewatripont 和 Maskin(1995)认为市场相比较于中介在保持拒绝再融资承诺方面具有优势。如果企业从证券市场融资后再从市场融资,由于证券持有人是分散的,因而很难进行再协商。除了与众多持有人协商的交易成本巨大外,搭便车问题的存在也导致协商行为难以进行。

中介在对新企业进行分阶段的外部融资上比市场更有效,因为中介在根据企业的发展来提供额外资金方面具有更可信的承诺机制。银行贷款的重新协商、谈判相比较公司债券重组和证券融资更具比较优势。市场不能提供预先承诺的分阶段融资计

划,因为在公开市场上交易的证券投资者不能设计出是否能提供额外资金的一致决定机制。这样,中介鼓励创新企业的设立和长期经济增长。另有一些经济学家认为,在某种情况下,再协商可以增进福利,关键性的假设在于合约的不完全性,合约的不完全性使得再协商是合意的。在观察到或有状态的变量后,遗漏的或有情况可以通过事后协商重新调整。

2. 信息生产

生产和使用信息进行资源配置是金融体系最重要的功能之一。在市场主导金融体系(如美国),有大量的上市公司和广泛的信息披露制度,还存在大量的共同基金、养老基金和其他中介通过分析工作收集私人信息。虽然金融市场能产生更多的信息,但金融中介与企业的长期关系意味着中介能获得企业很有价值的信息,可以使资源得到更好的配置。由于这两种观点,传统的关于金融体系信息的分析存在两种方法。其一是关于价格在资源配置中角色的一般均衡和理性预期分析。其二为金融中介理论中的代理监管。第一种方法认为由于市场主导金融体系有更多可以观察得到的价格,因而它在资源配置上要优于中介主导金融体系。第二种方法则认为中介主导金融体系要优越些。

由于所有权和控制权分离,对企业经理的监管是中介的一个重要功能。Diamond(1984)发展了银行的代理监管模型。Boot和Thakor(1997)发展了一个建立在银行代理监督上的金融体系模型,认为银行在新兴金融体系中是占优的,但市场的信息优势将使它们发展到成熟金融体系。

Gorton和Pennacchi(1997)则是从信息不对称角度指出金融中介是非知情交易者对抗知情交易者“榨取”而内生出的代理人。最完整的论述代理人联盟能够生产潜在投资的事前信息的是Boyd和Prescott(1986),金融中介(尤其是银行)之所以能从信息生产中获利,一个重要的因素是它们主要发放私人贷款,而不是购买在公开市场上交易的证券,这避免了“搭便车问题”。

Allen(1993)则认为银行主导体系更加适合于对政策和发展容易形成一致意见的传统产业,市场主导体系更加适合于缺乏一致性意见的动态产业。证券市场提供了一种使更多的人从事研究和检验管理层行为的激励机制。一些投资者拥有私人信息和观点,他们基于这种信息买卖股票,获取的利润补偿了他们对该产业研究的成本。相反,在银行主导金融体系中,银行对企业进行监管,缺乏这种广泛的检验过程。在关于企业如何运作存在一致性意见时,通过有限的几个银行官员监管是可行的。但在新的产业有不同意见时,有限的几个银行官员的监管则是不充分的。Allen的这种证券市场具有多元审查功能的观点与我们关于证券市场存在的重复监督的浪

费正好形成鲜明的对比。Diamond认为,金融中介代替股东监督具有节约成本的好处,但对于行业的不同特点和信息复杂性的考虑正是其所忽略的方面。而Allen的分析从行业特点和信息复杂性角度认为在新兴行业和高技术行业以及垄断行业中,生产技术复杂,投资者意见分歧大,因而证券市场相比金融中介更具有优势,多元审查相比一元审查生产的信息更加接近于真实信息。

3. 风险管理

市场允许个人投资者分散证券投资,对冲异质性风险和根据他们对风险的感受调整证券组合,从这种跨部门风险分担来看,市场主导金融体系比中介主导金融体系更为优越,然而市场也有自身的限制,当市场不完全或当市场参与不完全时,通过金融市场分散风险成本过高,金融中介就可以扮演风险分担的角色。

对两种类型金融体系平滑风险功能区别提供的最好的例子就是1970年代和1980年代的美国和德国的经历。在美国,证券市场实际价值在1970年代早期经历石油冲击后大约下降了一半,并且在随后的10年保持在这一水平。相反,1980年代证券市场实际价值差不多翻倍,整个过程正好倒过来,在证券市场进行投资的居民的生活水平得到了显著改善。这说明美国的居民在20年时间里承受着潜在的消费风险。美国的经历可以和同时期德国的经历相比较。德国居民主要通过银行账户或其他类似债务工具为退休或其他目的进行储蓄。虽然德国居民同样经历了石油冲击,与美国例子不同的是,居民不承担风险,因为金融中介进行了跨期平滑。

4. 公司治理与公司控制权市场

与不同国家金融体系有所区别相吻合的是,银行主导金融体系和市场主导金融体系国家在公司治理上也存在两种类型的公司治理方式。

市场主导金融体系一个重要方面就是存在资产控制的管理层竞争市场。兼并和接管允许最有能力的管理层控制资产并做出投资决策,并且提供了一种避免经理浪费企业资源的自律机制。Mayer(1988),Shleifer和Summers(1988)则提出了对公司控制权市场的另一种看法。他们强调中介体系提供了隐性合约和比敌意接管更容易与企业建立的长期关系。当合约关系是不完全时,隐性合约和长期关系能导致更为明显的事前收益。市场主导体系下的公司控制权市场与中介主导体系下的替代机制的比较是复杂的。Edwards和Fischer(1994)认为已有的证据还不能表明哪一种体系更为优越。

Jun-KooKang和ReneM.Stulz(1997)认为两种体系在公司治理中的关键不同之处在于信息在企业 and 外部监管者之间的传递。银行能持续获得企业的信息并迅速和非正式的介入。管理层能够提供银行

企业经营状况的私人信息。在市场体系中,小部分投资者的介入遭到排除。投资者发现只有当大部分投资者影响企业战略时的收益超过“搭便车”成本和准备成本时,介入才是值得的。Jun-KooKang 和 ReneM.Stulz 还提出了一个银行主导金融体系下公司治理的一个成本问题,就是当银行经营不善时,企业没有其他融资渠道则必须削减投资,即使投资是有收益的。

从以上分析可以看出,中介与市场在各自功能上存在较强的互补性,而不是替代性,因而在促进经济增长的过程中发挥不同的作用。

三、金融体系比较与金融危机

金融危机总是伴随着金融体系的发展过程。18世纪英国的南海泡沫导致了对股票市场的规制,该规制后来被取消;在欧洲大陆,密西西比泡沫发生的时间同南海泡沫大致相同,它导致了对市场作用的极端主义的产生。

关于金融危机的传统观点总是认为金融危机是不好的,或是非常坏的,因为它导致了生产的破坏和社会福利的损失。Allen 和 Gale(1998)与此相反的一个洞见是金融危机是好坏参半的,金融危机也能提升经济福利。他们认为商业循环导致的银行挤兑确实能导致更好的风险分担,因而福利改进。这种风险分担导致资源的最优配置,因为它将风险在由于流动性需求而必须提前提款的代理人和仍将资金存入银行的代理人一样进行分担。这种风险分担最优在银行资产回报率比较低的时候。在长期,改进的风险分担能导致对高回报的风险资产有更好的投资,经济增长更快。在这种情况下,中央银行或政府硬性消除金融危机则会降低社会福利。他们并且举例,在19世纪晚期,美国经历了一系列金融危机,但同时取得了经济的长期增长。

传统的金融危机理论强调国家的特殊因素比如金融结构是产生金融危机重要因素。但历史上和最近发生的金融危机在不同金融体系的国家都曾发生过,这也许表明金融危机是更为普遍的一个现象。另外,Greenspan曾认为“经济体中储蓄转化为投资的多种方式是中介失败的首要因素”。上述矛盾的观点让我们进一步探讨金融体系结构是否与发生金融危机的可能关联。

FalkoFecht(2003)提供了一个不同金融体系稳定性比较的一个模型,认为银行挤兑是一个均衡现象,强市场主导型金融体系下金融市场有足够的流动性防止传染,强银行主导金融体系下银行能够缓冲其他银行挤兑导致的资产价格波动,即两种极端的金融体系均有同样稳定性;但弱中介(市场)主导型,即混合型金融体系金融危机传染的可能性较大,因为中介和市场没有足够的力量和流动性保持资产

价格稳定。因而,该理论揭示在中介主导金融体系向市场主导金融体系转变的过程中,金融体系的稳定性在一个阶段会变得较差,要注意防范金融风险。

四、金融体系比较研究的法律视角的思辩

目前关于金融体系比较研究最具深刻性的新视角来自于法律与金融发展关系的研究,法律观点认为投资者之所以能够通过证券所赋予权利获得收益,在于这些权利是法律赋予的;世界各国之所以形成不同的金融体系和处于不同的金融发展阶段,和这些国家在历史上所采取的法律系别是相关的。

1. 法律体系与金融体系比较

LLSV(1998)分析不同国家的法律在投资者保护上的差异以及这些差异对公司金融的影响,重点比较了各国有关投资者权利的法律规定和执法效率。普通法国家保护投资者程度最高,法国民法国家最差,德国民法国家居中,斯堪的那维亚国家对投资者保护有强的地方,也有弱的地方。在法律执行上,斯堪的那维亚国家表现最好,德国民法国家其次,然后是普通法国家,法国民法国家仍然列在最后。会计质量也有些不同,斯堪的那维亚仍然是最好,普通法国家其次,德国民法国家第三,法国民法国家还是最后。LLSV(1999)接着研究了不同国家的公司是通过股权融资还是通过债务融资与法律体系的关系,研究发现:(1)法律规则对证券市场的宽度和广度有显著效应。普通法国家相比民法国家公司更加倾向于证券融资,特别是相较法国民法国家而言。(2)股东保护程度低是有的法系国家只有相对较小证券市场的原因。(3)德国民法国家债务融资程度最高,然后是普通法国家,斯堪的那维亚国家,最后还是法国民法国家。(4)对抗董事会权利越强有力,证券市场则越有深度和广度。信贷者权利在衡量法律起源和债务融资的关系不如股东权利那么有效。法律执行效率越高,人均上市公司数和首次公开募股公司(IPO)则越多,私人债务与国民生产总值(GNP)比值也越高。(5)经济增长越快的国家,证券市场资本化比率也越高,而与国家的大小无关。国内生产总值(GDP)的快速增长与上市公司数目无关,而与上市公司价值有关。

Levine(1998,1999)以及Levine,Loayza和Beck(2000)追寻法律起源到金融发展到经济增长的联系链。法律起源对银行和证券市场在国家间的不同发展起到了重要作用,这些区别解释了国家间经济长期增长的不同。Rajan和Zingales(2003)认为金融发展并不总是时间单调的,金融发展的跨国区别也是随时间变化的。这样,法律起源等时间不变因素不能完全解释金融发展随时间变动跨国区别。他们强调政治因素在金融市场和金融中介形成中的重要角色。Pistor(2002,2003)不同意上述看法,认为即使像

德国、法国和英国在 20 世纪政治激烈变化时也没有改变公司法的演进。Levine(1998,1999,2003) ,Levine, Loayza和 Beck(2000)用大量样本国家金融发展证实法律起源有助于解释金融发展跨国差异。特别是,法国民法起源国家,证券市场发展水平比较低。竞争性证券市场比银行更加依赖于法律制度。

Demirguc-Kunt 和 Levine(2001) ,Beck 和 Levine (2002) 等通过实证分析认为,LLSV的法律见解比传统的以金融中介和金融市场区分金融体系的观点为解释公司行为提供了更加丰富的方法。

还有其他从企业微观层面探讨法律和公司金融以及公司控制的关系的实证研究。有从法律机构和公司价值,所有权集中程度和红利政策的关系进行讨论的,如 LLSV(2002) 及 Himmelberg Hubbard 和 Love(2000) 认为,对投资者强有力的保护使得小股东对投资更有信心,减轻了企业通过集中所有权作为解决公司治理问题的压力;有从法律与资本配置关系进行讨论的(Wurgler,2000;BeckandLevine, 2002;ClaessensandLaeven,2000) ;有从法律和证券市场信息有效性进行分析的,如 Morck, Yeung 和 Yu (2000) 发现,如果法律对股东权利保护不足,证券市场价格一起变动,信息生产不足;以及探讨法和金融脆弱性关系的,如 Johnson 等(2000)。

2. 法律起源对于金融体系形成和发展的作用机制

LLSV等虽然指出了法律的起源与金融体系的形成和发展具有一定的相关关系,但其并没有从理论上回答为什么法律的起源会影响到金融体系的形成与发展。很多经济学家沿着 LLSV 从法和金融的新思路进行更深入的分析,回答了法作用于金融发展的机制。

(1) 政治渠道

政治渠道指不同法律传统在强调私人产权制度上和国家权利是不同的,私人产权制度形成金融发展的基础。这样,法律起源上历史因素的不同能够解释金融发展的不同。

政治渠道认为民法国家更强调国家的权利而不是像普通法国家强调私人产权。一个强有力的国家倾向于通过政策和制度将社会资源引导它所希望的地方,这与竞争性金融市场是相悖的。更重要的是,民法传统国家在建立起不干扰金融市场的信誉上面临困难,阻碍了金融市场发展。与民法传统国家相反的是,普通法国家在历史上就是站在保护私人产权一边对抗国家。普通法不是作为国家的工具,而是作为保护私人产权的抗衡机制。这样,从政治渠道来说,普通法国家相较于民法国家更加强调私人产权而不是国家权利促进了金融发展。

(2) 调整性渠道

调整性渠道建立在两个基本前提上。首先,在

某种程度上法律体系的调整是缓慢的,金融需求和法律体系对需求的支持能力有巨大差距。其次,法律传统根据金融环境调整能力是有区别的。根据调整性渠道,采取案例法和差别审判的法律体系比更严格依赖成文法审判的法律体系更能根据经济条件进行调整。没有效率的法律在法庭上容易受到挑战,“通过诉讼和反诉讼,无效的规则将被有效的规则替代”(Pistoretal.,2000)。相反,拒绝审判上谨慎的法律体系只能依赖法律成文的修改来调整法律。大量文献表明,成文法调整很慢并有成本,所以审判谨慎的缺失容易阻止法律根据经济情况调整的效率。

调整性渠道预测法国民法传统(并非法国本身)国家,相比德国民法特别是普通法国家,具有有效灵活法律体系的可能性较低。调整性渠道认为普通法国家由于是一案一例所以对于社会需求的变化具有内在动态性。这限制了社会需求和法之间差距增长的机会。通过实证检验得出以下结论:首先是与 LLSV 一致的结论:法国民法国家的金融发展低于德国民法和普通法国家。法律体系的灵活调整对金融发展是有益的。

3. 对法和金融理论的质疑:政治、文化、地理等多维视角

对法和金融理论的质疑集中在是否能根据法律起源划分国家,法律起源是否是金融发展基础因素以及投资者保护是否扮演了金融发展的中心角色这些问题上。虽然颇有影响的法律文献认为普通法相对有效率是因为法官能根据未知的和变化的条件进行个案反应(Posner,1973),但并没有一致的意见:案例法比成文法更能有效反应。还有很多疑问是将国家法系起源仅仅分为英国、法国、德国和斯堪的那维亚是否合适和有利分析。一些经济学家认为法律的移植过程往往比采取什么法系对建立金融体系更重要。

一些研究则质疑法律起源在塑造法律和金融制度中的角色,而强调政治决定投资者保护程度,私人合约执行,法律体系对私人产权保护和国家权利保护以及由此促进竞争性金融市场的发展(Pound,1991; PaganoandVolpin,2001)。Rajan 和 Zingale(2000) 则认为政治因素相较于法律体系起源对于金融体系结构具有更重要的作用。他们列出了 20 世纪资本市场相对规模大小。与传统印象相反的是,他们发现欧洲大陆国家比如法国、比利时和德国在历史的某个时期都有规模较大的资本市场。现代的关于在这些国家资本市场不重要的观念只是针对第二次世界大战后时期来说的,在 20 世纪初不是这样。近年来,欧洲一些国家的资本市场重新变得重要起来并朝着市场化的方向前进,包括法国和德国。Rajan 和 Zingale 认为理解这些大逆转需要分析政治因素,包

括国家对外开放的影响和政治体系集权化等。

在一篇重要的文献中,Roe(1994)指出政治因素在不同国家法律和监管体系的发展以及公司治理结构中起着极为重要的作用。特别地,他认为美国选择了金融机构如银行和保险公司等权力受到限制的市场主导金融体系,由此,金融中介不能在公司治理中扮演重要角色。而德国和日本,不同的政治因素则选择了金融中介更深入地卷入公司治理中的金融体系。

对法律制度形成金融发展的质疑还来自于文化方面。Stulz和Williamson(2003)注意到不同的宗教对债权人权利有不同的态度。天主教历史上对利息和债权人权利采取负面立场,新教则正常看待债权人权利。从这种观点来看,天主教国家信贷市场和债务发行机构不发达。

另一个反驳的角度来自地理因素。资源禀赋的观点强调不同的地理和疾病因素形成了不同的政治、制度和经济发展。Acemoglu,Johnson和Robinson(2001)在三个前提下讨论了地理因素对制度持久性的影响。首先,他们注意到欧洲采取了不同的殖民策略。一种是欧洲国家居住下来并建立制度支持私人产权,检查国家权利。这种“居住殖民”的国家包括美国、澳大利亚和新西兰。另一种是尽可能多的从殖民地榨取。在这种“榨取殖民”的欧洲国家没有建立支持私人产权的制度,而是建立了加强权利榨取金、银等财富的制度。其次,他们认为殖民战略受居住可能性的影响。在不友好的环境下,欧洲人倾向于“榨取殖民”。在适于居住的地区,欧洲人倾向于居住殖民。最后,他们认为被殖民的国家建立起的制度在国家独立后仍然持续。居住殖民的国家通过建立后殖民政府比榨取殖民国家更加保护私人产权。

五、金融体系演进因素分析

中介主导型金融体系或市场主导型金融体系形成后也处于不断的自我调整和演进之中,金融体系的比较必须从动态的角度去考察。从世界范围来看,目前这两种金融体系出现了融合的趋势,除了信息技术发展的因素外,影响两种金融体系相互演进的因素主要有体系内的竞争、银行经营范围以及经济变迁中的政治经济等因素。

1. 金融中介与市场的竞争和金融体系演进

金融体系内金融中介与金融市场的竞争是一种常态,正是这种力量促进了金融体系的演进,Merton的金融功能主义的观点将这种竞争关系不是看成一种替代关系,而是一种共生关系,正是这种竞争,促进了“金融创新螺旋”。

不少文献对两种金融体系下银行业竞争对关系型融资的影响进行了分析。Mayer(1988),Petersen和

Rajan(1995)认为,市场力量对于金融中介进行关系投资是必需的,没有市场力量,银行将不会从客户那里榨取租金,结果银行的关系型融资将会减少甚至消失。Rajan(1992)的研究表明,如果关系型银行主要的激励来自信息租金,那么竞争很难削弱关系型融资。Petersen和Rajan(1995)的研究表明,如果关系型银行的主要激励来自市场力量与其在各个时期平均分担成本的能力,那么银行数量的增加将使得银行在不同时期分担成本越来越困难。市场力量的下降意味着银行占有项目剩余的份额下降,如果银行在前期降低贷款利率所付出的成本要靠其后期分享项目剩余来弥补,银行将丧失进行关系型贷款的動力。

最近的和更具洞见的研究来自于Boot和Thakor(2000),从银行和市场竞争角度分析了金融体系的演进。他们比以往的对商业银行关系型融资的看法更进一步的是,将商业银行的融资区分为关系型融资和交易型融资两部分,因而更好地分析了金融市场和商业银行竞争对关系型融资的影响。“竞争”则分为两个层次,第一个层次是银行业与资本市场之间的竞争,这是两种融资方式之间的竞争;第二个层次是银行的关系型融资业务和交易型融资业务之间的竞争,这是两种银行发展策略之间的竞争。银行间竞争程度较低时,银行比竞争程度较高时从事更多的交易型贷款业务;当银行间竞争程度相当高时,银行将只发放关系型贷款。银行间竞争的加剧会使银行减少部门专业化投资水平;来自资本市场的竞争加剧会使进入银行业的新银行数目减少,进而从事后的角度缓解银行间竞争,银行继而增加部门专业化投资。资本市场的竞争加剧会减少银行业总贷款数量,但是银行业总贷款能力外生给定时,银行间竞争的加剧对银行业总贷款数量没有影响,当银行业的总贷款能力内生时,银行间竞争加剧将使整个银行业贷款数量减少。

将此逻辑运用到转轨国家和发展中国家金融体系设计上,我们预计银行主导的银企关系紧密的金融体系,资本市场的发展将得到阻碍。原因在于市场中新的进入者很难将企业从银企关系中吸引出来。政府如鼓励资本市场发展(加强竞争促进创新产业发展)消除正式地进入壁垒可能并非是“牺牲”,因为当地银行与企业的紧密联系将非正式地阻止新金融中介的进入。为了更好地鼓励进入和加强竞争,金融市场的自由化可能还需要采取诸如削弱银企关系或是促进新企业、新产业成长措施来进行。

2. 银行经营范围、金融创新与金融体系演进

在有关金融体系设计的文献和讨论中,人们会经常听到这样的观点,即金融体系的设计可能会受到对银行业经营范围监管限制的影响。目前,全球金融体系出现了融合的趋势,银行主导金融体系正

朝着向市场体系的方向迈进,而市场主导体系中的银行正在建立一个全能银行制度。传统上,对于分业经营还是实施全能银行制度的讨论主要集中在:全能银行经营的范围经济和信息优势与利益冲突和风险管理等所带来的收益与成本的比较上。但现有的研究表明银行经营范围导致金融创新的激励可能是影响金融体系演进的一个重要因素(Boatland Thakor,1997)。

这种影响来源于全能银行制度下对金融创新的激励相比分业经营下有所不足。金融创新活动的不足导致金融市场上交易量下降,因此分业经营中的资本市场比全能银行制度下的资本市场有更好的发展。而且,随着金融创新的发展,资本市场融资对借款人来说更有吸引力,分业经营中的商业银行比全能制度中的银行将流失更多的市场份额到资本市场。

由此可以判断,金融创新可能存在路径依赖:市场参与者对新证券收益情况的认识依赖于对已有证券的认识,而已有证券的收益又取决于资本市场的发展。因此,资本市场越发展,金融创新的可能性就越高。经过一段时间后,这将导致不同金融体系创新速度的不同,更加加深了发达资本市场和发展中资本市场的差距。历史上实行全能银行制度的金融体系有可能在金融创新上是不足的。这一理论与欧美发达国家的金融体系演进也是吻合的。

全能银行制度的金融体系比分业银行的金融体系有较少的金融创新和资本市场发展程度。由于资本市场的信息反馈对企业改进决策有重要影响,因而分业经营下的企业平均来看可能采取正确决策的水平更高。但另一方面,实行全能银行制度的金融体系能更好地削弱资产替代的道德风险问题,因为大部分的借款人通过商业银行融资。因此,这对于金融体系设计的福利水平的启示来说是模糊的,金融体系的设计需要在两种效应之间权衡。

3. 经济变迁与金融体系演进

从长期来看,不同国家和证券市场的制度结构的发展的确不同,对于这种不同,金融史的研究表明,金融体系的形成并不是有意为之的,很大程度上是一种路径依赖,分歧点并不是我们的主观臆断,而取决于很多政治经济因素。

(1) 利益集团的在位租金收益与金融体系的选择

Rajan和Zingales(2003)指出已有利益集团和大企业享有的“在位租金”将导致这些利益集团反对金融发展和选择对自己有利的金融体系。因为这些大的企业集团能够依靠自身收益为项目融资,即使它们的自有资金还不足以支持项目,它们也可以用已有的项目抵押或以前良好的声誉进行融资。因而,即使在很低级的金融体系下,这些企业也能获得收益。

当金融体系的发展导致更多的企业能够融资时,这些“在位租金”就稀释了。Rajan和Zingales指出这些利益集团不喜欢金融发展,但更不喜欢市场主导金融体系。市场主导型金融体系要求更加透明,这对它们通过合约和关系等传统方式进行商业活动造成伤害。在位企业通过广泛的非正式合约而不是从公开可获得的来源处收集信息,也不是通过法律而是通过威胁、哄骗和非正式力量进行支付。Rajan和Zingales并且认为当只有国家的政治结构发生剧烈变动或当这些企业集团想发展时金融体系才能获得发展。

(2) 中央银行的金融体系偏好

对中央银行关于金融发展和金融体系选择的分析可以采取两种方法:一是将中央银行简单地看成是银行业的监管者;另一种是看成独立的政府代言人。在这两种分析方法中,中央银行倾向于中介主导金融体系。

作为银行监管者,中央银行容易被其监管银行的利益俘获。由于银行要保持其垄断地位,它们将反对更加透明的市场体系发展。银行利益影响中央银行的程度很大程度上在于银行集中度,高集中度的银行更加有利益动机和能力影响中央银行反对市场的发展。从独立的政府代言人角度来看,中央银行也还是反对市场的发展。中央银行的目标有两个:一个是制定和传导货币政策,特别是保持价格稳定;另一个是保持银行体系稳定。根据资产负债表传导渠道,上述两个目标在银行主导金融体系下更加容易达到。在中央银行保持银行体系稳定的目标上,中央银行对待市场的态度要复杂些。在一般状态下,中介主导型金融体系要稳定些。关系型融资可以保证银行的“租金”收益,使银行避免“赌博”行为,而自由的市场则引入更多的机会使得监管更加困难。

上述讨论隐含的一个假设是中央银行独立于政府,即使放松这个假设,中央银行对中介主导型金融体系的偏爱只会增加。因为中介主导金融体系使政府的干预更加隐蔽和更低成本。而且在“模糊”的体系中,中央银行的监管更加有力,因为投资者只能依赖于中央银行的观点决定如何进行投资。这样一个干预主义的政府能够通过中央银行的监管行为来压制银行向需要干预的领域进行投资。

(3) 政府的规制

按照路径依赖的观点,政府的法律规章以及其金融需求,确实能影响到该国的金融体系。可以设想某个国家对银行业进行严格的管制与立法,以及税收政策来干预,但允许证券市场按照市场机制与约束相对自由的发展,那么企业将会更多地通过证券市场获得资金,预期结果就是出现市场主导型金融体系。相反,如果另一个国家运用法律和税收来严格规制证券市场,而允许银行机构按照市场机制

六、小结

与约束自由发展,则预期结果将是产生银行主导型金融体系。金融发展史的研究表明,金融体系并不是按照产业逻辑所规定的统一模式发展的,相反存在多种差别的体系。而很多差别是源于各国制定金融法规和管制金融机构与市场的方式的不同。很显然,政府至今仍然在通过各种规则和管制,如控制货币供给与利率等,来影响金融体系。Sylla(1999)与Tilly(1999)分别对美、德两国早期金融史进行了研究,发现在英美的盎格鲁-萨克逊金融模式中,对银行业的限制较多,而对证券市场的管制则相对放松,但在德国恰恰是相反的情形,结果形成了不同的两种金融体系。

(4) 经济体制转轨模式与金融体系的形成

大多数经济学家似乎赞成这样的观点:当前适合转轨经济需要的金融体系是银行导向型的,而不是市场导向型的。世界银行(2001)也倾向于认为,转轨经济国家的证券市场较弱,而且操作很不规范,因而支持银行主导的金融体系。然而,世界上转轨国家各自金融体系的形成似乎并不依赖于各种模型的比较和有意识地进行政策选择的事情,相反,这是路径依赖演进的结果。这一结果主要由两个因素决定:经济转轨模式的选择和原计划经济体制下银行体系的集中程度。

根据世界上主要经济转轨国家转轨模式的分析,可以归纳出主要有两种经济转轨模式,一是凭证私有化模式,主要有捷克、斯洛伐克、大多数独联体国家和蒙古国;二是资产市场竞价出售方式,主要有前东德、匈牙利、爱沙尼亚、波兰。

对于这两种转轨模式,根据VladimirPopov(1998)的结论,以凭证私有化形式给职工分配所有权的模式最适合证券市场的发展:由于股份被免费分配、或折价出售、或兑换成凭证,因此股票市场不会受到抑制;股权十分分散;公司被内部人控制,金融机构不愿意提供融资,因此它们不得不依赖内部融资或证券市场。与之相反,将所有权直接出售给竞价最高者这种方式不利于证券市场的发展,却有利于中介主导模式的金融体系的产生。由于过多的资产供给,这种方式会扰乱股票市场(对资产的有效需求不足),尽管外资的流入会部分减轻这种负面影响,但这也可能导致股权集中和庄家的出现,即使能够提供大量外部融资的战略投资者(金融机构)。

在转轨经济中,塑造金融系统类型的另一个决定因素是银行部门的实力大小和集中程度。这也许比私有化模式更为重要,因为在银行体系集中的国家,不管是私有化凭证模式还是分配所有权模式都没有带来真正市场主导型金融体系。只有在俄罗斯,其私有化最主要手段是雇员或管理者买断所有权和分配凭证,再加上极端薄弱和分散的银行部门,因此有可能出现自由主义的英美金融模式。

金融体系的比较与演进呈现出纷繁复杂的内容。从经济增长、金融危机、法律制度建设以及金融中介和金融市场关系的单一方面是不能得出两种金融体系优劣的,因而必须从系统的观点出发,全面考察金融体系背后的逻辑。我们目前可以总结出如下观点:(1)金融体系的结构主义观点看来是错误的,两种金融体系不存在高下之分;(2)法律制度与金融体系的形成有密切关系,金融体系可能是法律主导型的;(3)金融体系变迁中可能存在金融风险放大的阶段;(4)金融中介和金融市场不存在替代的关系,两者是相互补充,是正相关关系;(5)金融体系的演进是路径依赖的,强制变迁也许是有利的。

参考文献:

1. Allen and Gale, 1997. "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing." *Journal of Political Economy*, Vol. 105, pp. 23-546.
 2. Allen and Gale, 1998. "Optimal Financial Crises." *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1245-1287.
 3. Allen and Gale, 1999. "Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies." *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, pp. 68-89.
 4. Allen and Santomero, 1996. "The Theory of Financial Intermediation." *The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper*, 96-32.
 5. Beck and Levine, 2003. "Legal Institutions and Financial Development." *World Bank Policy Working Paper*, 3136.
 6. Beck, Demirgüç - Kunt and Levine, 2002. "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?" *World Bank Policy Research Working Paper*, 2904.
 7. Boot, A. W. and Thakor, A. V., 1997. "Banking Scope and Financial Innovation." *Review of Financial Studies*, Vol. 10, No. 4, pp. 1099-1131.
 8. Boot, A. W. and Thakor, A. V., 1997. "Financial System Architecture." *Review of Financial Studies*, Vol. 10, pp. 693-733.
 9. Boot, A. W. and Thakor, A. V., 2000. "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, No. 2, pp. 679-713.
 10. Boyd, J. and Prescott, E. C., 1986. "Financial Intermediary-Coalitions." *Journal of Economic Theory*, Vol. 38, pp. 211-232.
 11. Carlin and Mayer, Colin, 1999. "How Do Financial System Affect Economic Performance." *University College London and Said Business School, University of Oxford, Working Paper*.
 12. Diamond, Douglas, 1991. "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt." *Journal of Political Economy*, Vol. 99, pp. 689-721.
 13. 北京奥尔多投资研究中心 主编:《风险、不确定性与秩序》,中文版,北京,中国财政经济出版社,2001。
 14. 北京奥尔多投资研究中心 主编:《金融系统演变考》,中文版,北京,中国财政经济出版社,2001。
 15. 世界银行报告小组 著:《金融与增长:动荡条件下的政策选择》,中文版,北京,经济科学出版社,2001。
- (以下文献省略)

(作者单位:复旦大学经济学院 上海 200080
上海财经大学金融学院 上海 200080
责任编辑:S、Q)