

专 版

Research Report

市场主导型金融体系:中国战略选择

□ 中国人民大学金融与证券研究所 吴晓求 应展宇 汪勇祥

如从1983年具有相对独立性的中央银行的出现算起,中国金融体制改革已经进行了20余年。但是,在我国金融改革过程中,有一个问题始终在困扰着我们:中国金融体系的战略目标究竟是什么?是建立一个以市场(核心是资本市场)为基础的金融体系(即市场主导型金融体系),还是银行主导型的金融体系?或者有第三条道路可走?对于这样一个涉及我国金融体制改革战略目标选择的重要问题,近几年来学者们时有争论。虽然争论时各执一词,但有一点似乎是共同的,即必须推进我国金融体系的市场化改革。

但问题是,尽管市场化已经成为决策部门与理论界的共识,但对现实中我国金融体制改革着力点的把握仍存在巨大的分歧,急需我们在借鉴国内外金融理论与实践经验的基础上,对众多相关的问题给出一些解释。在本文,我们借助比较金融体系的最新研究成果,从金融功能的角度对金融体系的历史演变与现实作了较为深入的分析。我们的研究表明,经济力量是推动金融体系演变的内在原因,而法律制度和社会文化等会在很大程度上约束、影响着金融体系的具体技术安排;此外一些广义的技术因素,如信息收集技术、处理技术等从外部对金融体系的现实演进也有不可忽视的作用。

一、金融体系:经济内涵与理论分类

1. 金融体系的功能比较

现代经济中,金融体系这一概念有狭义和广义之分:狭义上,作为引导资金流动的基本架构,金融体系一般认为是由资金流动的工具(金融资产)、市场参与者(中介机构)和交易方式(市场)的一个关于融资模式的复合体;广义上,考虑到由于金融活动的外部性决定的准公共产品的性质,经济学家们往往把政府金融管制、法律环境等都视做金融体系的组成部分。由于广义金融体系涉及面过广,一般我们考察的仅限于狭义金融体系。(见图1)

从现实来看,各国金融体系一般由三个相互依存的部分构成,即金融机构体系、金融市场体系与金融监管体系:(1)金融机构体系:除中央银行以外,其他金融机构大致可以分为三类:包括商业银行、储蓄银行以及信用社等在内的存款型机构,包括人寿保险公司、财产保险公司以及养老基金等在内的契约型机构以及包括财务公司、投资银行、共同基金等在内的投资型机构;(2)金融市场体系:金融市场体系主要由货币市场与资本市场两个构成;(3)金融监管体系:主要由中央银行、财政部以及其他证券、保险监管部门等机构以及有关金融法规等构成。

如果从功能视角来考察,作为市场经济中一种独特制度安排,金融(体系)首要或者说最基本的功能是在不确定性的条件(或前提)下,以(资金为媒介)实现一国或地区的经济资源在亏损主体与盈余主体之间的跨期或跨区域配置优化。一般来说,这一基本功能在实践中又可细分为6个方面的功能:(1)为商品和劳务的交易提供支付清算服务;(2)为不可分割的大型投资项目提供资本积聚和所有权分配的渠道;(3)为经济资源在不同时期、不同地点、及不同主体之间的转移提供便利;(4)提供风险管理的工具与手段;(5)为经济体系中分散的各部门决策及决策协调提供价格信息;(6)为解决信息不完全条件下的激励或委托-代理问题提供解决的办法。显然,正是因为金融体系具有这些独特的功能,金融体系的出现与发展对于各国经济增长而言具有极为重要的意义。

2. 市场主导型金融体系与银行主导型金融体系

从实践来看,由于各国经济规模、复杂性、技术以及政治、文化习俗、历史背景上的差异问题,不同国家金融机构与金融市场的存在形式千差万别,那么到底对于一个国家而言,何种金融体系的设计最有利于其金融功能的实现呢?理论界为了解决这一问题,曾尝试从不同的角度对金融体系进行了划分。尽管划分标准因人而异,但目前较为接受的一般是依据金融中介机构(银行)和金融市场在各金融体系中各自发挥的不同作用(企业融资模式、居民资产选择以及公司治理机制的差异等等)而划分的以德国、日本为代表的“银行主导型金融体系”和以美国、德国为代表的“市场主导型金融体系”的两类。(参见表1)

借助表1,我们可以清晰地发现以德国为代表的金融系统与以美国为代表的金融系统构成了金融体系的两个极端。前者以银行为金融体系运行的主导,一般被称为开户银行系统(Hausbank System)。在德国,金融市场规模(相对于其国民经济规模以及银行信贷规模)很小,金融市场在资源配置中的地位似乎不那么明显,公司控制权市场由于德国公司典型的交叉持股而几乎不能发挥什么作用;银行在德国金融体系中占据主导地位,三家主要的全能银行(德意志银行、德累斯顿银行以及商业银行)几乎控制了整个德国企业部门的资源配置。

与德国的情况形成截然对照的是,在美国,金融市场相当发达,而银行业力量相对较小。事实上,对于大多数非金融专业的人士而言,提起金融市场,他们往往首先想到美国的纽约证券

交易所以及纳斯达克。发达的金融市场使得公司控制权市场在美国的公司治理中发挥了重要的作用。由市场力量自发产生的公司接管导致了资源更有效的配置。美国独特的历史、法律以及文化因素导致了国民对于银行高度集中的某种惧怕,因此,美国的银行高度分散,同时,从上个世纪的美国大萧条到世纪末《格拉斯-斯蒂格尔法案》被取消之前,美国的商业银行一直被禁止从事投资银行业务,这种制度限制使得美国的商业银行在整个金融体系中的作用进一步下降。其它国家的金融体系处于德国与美国这两个极端之间,比如,英国的金融体系更接近于美国;而日本(主银行系统)、法国的金融体系更接近于德国。同样的工业发达的国家,为何金融体系存在如此大的差异?究竟是哪些因素导致了不同国家金融模式的差异?不同的金融体系是否具有收敛/扩散的趋势?这是经济学家和政策制定者都高度关注的问题。从制度经济学的角度看,要理解现存的制度以及其优劣,我们有必要对制度发展的历史进行有效的梳理和分析。因此,我们可以从世界范围内金融体系的历史演变中获得一些经验性的启发和认识。限于篇幅,我们没有按国别展开,只是以整个世界为一个大的主体,而将各国看作其中的一个有机结构,从世界经济发展的角度考察金融体系的历史演变过程。

3. 不同金融体系的功能比较

从已有的研究看,金融体系的主要功能包括:资源配置、风险配置、信息处理以及公司治理、流动性提供。从理论上说,无论何种类型的金融体系,都具有这些基本的经济功能,或者说其差异表现在履行、发挥这些功能的经济绩效上。(参见表2)

其实,无论从理论还是实践来看,无论是哪一种金融体系,它都具有自身的独特优点,这就解释了为何经过几十年的发展演变当今世界还存在两种金融体系的现象。不过,几十年的发展并不意味着哪一种金融体系能够在更长的历史演变中生存下来,因为已有的实证分析只能是对已有历史的分析,但是,目前并没有一个规范的、全面的经济理论,来从社会整体福利的角度解释何种体系更优越。我们不妨这样思考问题,如果德国也能够采取英美模式,它的经济发展是否比现在的情况更好呢?当然,尽管历史是无法假设的,但我们却可以从历史的演变中发现制度演变背后的动力因素。

二、金融体系的历史演变

金融体系的发展使得人们可以从物物交换、现货交易等初级的经济发展环境中摆脱出来,它促进了社会资本的有效聚集和合理配置,从而提高了社会经济的运作效率。

最早的金融系统产生于美索不达米亚。在金融体系发展的初期,贵金属充当了货币,社会中的富裕阶层将闲置资金借给资金短期者,满足他们的消费需求或者农业生产需求。在之后的雅典以及罗马帝国,也出现了货币兑换现象,同时,早期的银行雏形也开始出现。不过,这时的金融系统组成相当简单、功能也很有限。

直到13世纪,地中海沿岸开始成为全球经济中心的时候,意大利开始出现了比较复杂的金融制度安排:经济中出现了正式的公共银行,且其规模逐渐增加;海运保险、人寿保险也随着经济社会的发展需求而纷纷出现;同时,一些企业为了扩大规模,也开始发行公司证券,当然,这些早期证券几乎不可以交易流通,因此,与现代公司的股票还是存在质上的差别。在意

大利衰退之后,荷兰王国开始兴起,成为世界的主要交易品种。人们或许会问这样一个问题:为什么英国、美国的企业不通过银行信贷获得发展资金呢?

在英国,尽管也存在全国性的大型银行,但是,它们不提供长期信贷。经济中的大企业一般通过发达的资本市场获得外部资金,而小企业一般通过内源融资以及非正式借贷获得发展资金。这样,英国的银行在经济中的作用就很有限,它的主要功能在于清算结算、为经济提供短期流动性,而长期资本性投资几乎可以忽略。从一定意义上说,有两种潜在的解释英国金融体系内的银行与资本市场的关系。一种解释是,由于英国资本市场相对于银行发展更为成熟(由于战争的原因),因此,银行自动退出长期投资领域,而企业也选择可能融资成本更低的资本市场获得长期外部融资。另外一种可能的解释是,英国的银行体系追求稳定性,他们觉得从长期投资不利于体系的稳定,因此,他们更注重银行的流动性提供功能。当然,这两种解释并不是截然不相干的,两种因素的共同作用可能为英国的金融结构提供了更好的解释。

美国的情形与英国则有很大不同,在金融

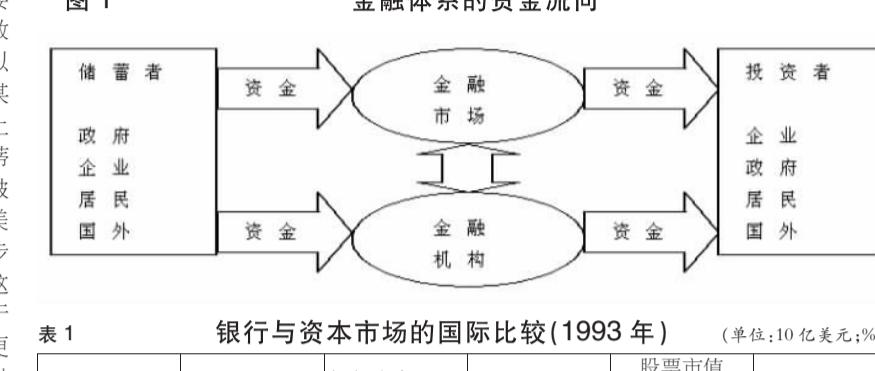


表1 银行与资本市场的国际比较(1993年) (单位:10亿美元;%)

	CDP	银行资产(BA)	BA/CDP	股票市值(EMC)	EMC/GDP
美国	6301	3319	53%	5136	82%
英国	824	2131	25%	1152	140%
日本	4242	6374	150%	2999	71%
法国	1261	1904	151%	457	36%
德国	1924	2919	152%	464	24%

表2 两种融资模式的特征与功能比较

	银行主导型模式	市场主导型模式
对价格信号的反应	弱(以内部信息为主)	强
市场力量	强	弱
流动性	弱	强
风险	代际跨期平滑	横截面风险分担
资产性质	实物资产	(高科技)无形资产
公司类型	中小公司	大公司
创新融资	低	高
政治可控性	强	弱

融体系,然而,其形成的历史演变过程存在很大的差异。在英国,“南海泡沫”导致了《泡沫法》的出台,然而,1824年,英国政府就废止了这一法案。为什么英国政府在遭遇到金融市场失败的惨痛后,仍然又重新站立起来,发展金融市场呢?英国金融发展历史可能提供一些解释。英国在17世纪末期后,金融市场得到了较快速的发展,这与政府的庞大融资需求是密不可分的;政府为了应付长期的英法战争,在财政收支不足的情况下,它需要从国内金融市场获得资金支持。因此,早期的英国金融市场以政府债券为主。此后,英国进入了“日不落帝国”时代,经济的发展推动了对交通基础设施建设的需求,而蒸汽动力技术的开发也为修建铁路提供了基础。与银行存款不同,它体现的是一种对公司收益的剩余索取权。由于信息不对称导致的严重的委托代理问题,个体股东难以弄清企业真正的收益是多少,同时,公司的经理人决定公司是否分发红利,因此,即使公司事实上取得了盈余,经理人也可以以似乎正当的理由拒绝分红。很显然,股票权益的可验证性不足;如果没有适当的经济、法律环境,股东的权益难以得到保障,因此,在这样的社会当中,股票市场就很难发展起来,因为社会民众根本不愿持有股票。

2. 银行主导型金融体系的形成与发展

与美国和英国的情形不同,在德国,私人银行从一开始就在金融体系中占据了主导地位。早期的德国私人银行家受到英国和法国银行经营模式的启发,纷纷建立起产业信贷型银行,以在国际竞争中取得一席之地。而德国的金融市场虽然存在,但是,其功能有限,且主要为政府融资服务,它很少为产业发展提供大规模的融资。从产业银行开始发挥作用起,德国的企业与银行便建立了良好的关系,银行在派出职员在其支持的企业担任董事,而企业的职员也在银行担任董事。这样的紧密联系使得双方互相“套牢”,密不可分。尽管目前企业集团内部融资的进一步扩大似乎在一定程度上淡化了企业对银行的依赖关系,但是,长期关系型契约仍然具有足够的粘性维持他们的协作关系。尽管二次大战后盟国试图瓦解这种银企关系,但是,违背经济规律的做法是注定要以失败告终的。从资金的需求方看,德国的金融结构也是与其经济结构一致的:在德国,大部分股权被家族以私募方式持有,因此,公开交易的股票本身就很少,因此,德国金融市场的流动性相对于美国而言,远不足。这就提高了上市公司的融资成本,私人企业因此也就很少通过股票市场获得长期资金支持。

美国的情形有点类似,工业的发展都推动了经济对资本市场的需要,但是不同的是,英国的金融业在很大程度上是围绕商业或是为了战争进行国家融资才完善起来的,而美国的金融系统产生于美索不达米亚。在金融体系发展的初期,贵金属充当了货币,社会中的富裕阶层将闲置资金借给资金短期者,满足他们的消费需求或者农业生产需求。在之后的雅典以及罗马帝国,也出现了货币兑换现象,同时,早期的银行雏形也开始出现。不过,这时的金融系统组成相当简单、功能也很有限。

直到13世纪,地中海沿岸开始成为全球经济中心的时候,意大利开始出现了比较复杂的金融制度安排:经济中出现了正式的公共银行,且其规模逐渐增加;海运保险、人寿保险也随着经济社会的发展需求而纷纷出现;同时,一些企业为了扩大规模,也开始发行公司证券,当然,这些早期证券几乎不可以交易流通,因此,与现代公司的股票还是存在质上的差别。在意

大利衰退之后,荷兰王国开始兴起,成为世界的主要交易品种。人们或许会问这样一个问题:为什么英国、美国的企业不通过银行信贷获得发展资金呢?

在英国,尽管也存在全国性的大型银行,但是,它们不提供长期信贷。经济中的大企业一般通过发达的资本市场获得外部资金,而小企业一般通过内源融资以及非正式借贷获得发展资金。这样,英国的银行在经济中的作用就很有限,它的主要功能在于清算结算、为经济提供短期流动性,而长期资本性投资几乎可以忽略。从一定意义上说,有两种潜在的解释英国金融体系内的银行与资本市场的关系。一种解释是,由于英国资本市场相对于银行发展更为成熟(由于战争的原因),因此,银行自动退出长期投资领域,而企业也选择可能融资成本更低的资本市场获得长期外部融资。另外一种可能的解释是,英国的银行体系追求稳定性,他们觉得从长期投资不利于体系的稳定,因此,他们更注重银行的流动性提供功能。当然,这两种解释并不是截然不相干的,两种因素的共同作用可能为英国的金融结构提供了更好的解释。

美国的情形与英国则有很大不同,在金融

体系的金融机构一般占据了主导地位。当一国的金融发展到一定程度后,由于经济、政治、法律等原因,其体系演变开始出现分岔:一些国家转向市场主导型金融体系,另外一些国家转向银行主导型金融体系。那么,究竟是哪些因素、通过何种途径影响其体系的演变的呢?我们将以金融契约理论为主线,将经济、法律、政治等因素综合起来分析这个问题,因为根据我们的理解,任何一种单独的因素似乎都难以解释这一历史过程,但是,如果将视角转向更高的一个层次,我们或许能够获得更多的、解释力更强的结论和判断。

从契约的角度看,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正发展起来,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正发展起来,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正发展起来,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正发展起来,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正发展起来,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正发展起来,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正发展起来,银行贷款是一种关系型融资契约,对资金提供者而言,银行存款是一种债权;而股票融资则体现了一种保持距离型的融资契约关系,对资金提供者而言,它是软约束的契约,而不同的金融契约,其顺利运行所需要的经济、法律条件不同。对于投资者而言,他们需要金融契约的条款具有可验证性。从储蓄者的角度看,将资金存放在银行(银行存款),它们没有必要关注银行的资金运用行为,他们只需要获得固定的债务支付就获得了满足,因此,资金的需求方与供给方之间的信息不对称程度一除非债务人破产——一般不会影响投资者的储蓄行为。这就不难理解为什么无论在哪一个国家,银行总是会先发展起来了。从英国的情况看,最早发展的是银行业(1500以前),然后是保险业(1500-1590)。从17世纪初到19世纪中后期才真正