

市场主导型金融体系：中国的战略选择

□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

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更广,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约束或委托—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)和金融市场在各国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。前者以银行作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。

与德国的情況形成截然对照的是,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期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贷给资金短期者,满足他们的消费或者农业生产需求。在这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,当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,成为世界的经济中心,这样全球金融中心也就相应转移到阿姆斯特丹这个港口城市。在那里,现代证券交易所的雏形开始出现,而阿姆斯特丹银行于 1609 年的建立则进一步促进了已经繁荣的国际贸易,加快了清算结算过程。

到 18 世纪初期,金融体系又发展到一个新的阶段,这时,金融市场更加规范化、更接近于现代金融体系,同时我们也可以看到,政府在早期的市场体系中发挥了重大作用:他们通过多种形式参与金融市场,比如,建立中央银行、发行可交易的政府债券等等。在 18 世纪之前,金融体系总体上看,发展并不成熟,同时,由于其运作功能的限制,因此它对社会经济的负面影响似乎也并不微不足道。

然而,正如 Allen 和 Gale 指出,18 世纪初期的两个大的金融风波(危机)——英国南海泡沫和法国密西西比泡沫——成为了金融体系发展的分水岭。两个事件都导致了社会的巨大动荡,政府决策部门似乎第一次意识到不稳定的金融体系对社会经济所造成的巨大伤害。从经济学的角度看,金融体系的运行失败意味着市场的失灵;而应对市场失灵有两种截然不同的方法,一种就是政府代表公共利益,对金融体系加强监管;另一种就是关闭金融市场,转而依靠银行和其他金融机构。两种不同的应对方法导致了两种类型的金融体系的出现:一种是以股票市场为主的盎格鲁—萨克逊模式,比如美国、英国;另外一种是以银行为主导的欧洲大陆模式,比如德国、日本和法国。

1.市场主导型金融体系的形成与发展

尽管美国和英国同属于资本市场主导型金

图 1 金融体系的资金流向

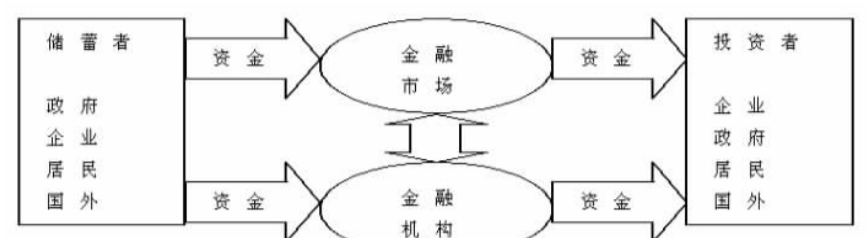


表 1 银行与资本市场的国际比较(1993 年) (单位:10 亿美元;%)

	GDP	银行资产(BA)	BA/GDP	股票市值(EMC)	EMC/GDP
美国	6301	3319	53%	5136	82%
英国	824	2131	259%	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的支持,这样,英国就通过金融市场为铁路建设提供了大量的资金;同时,由于英国在全世界范围内的殖民扩张,英国企业对资金的需求也进一步增强,因此,企业纷纷通过发行股票获得长期资金支持。

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求;但是不同的是,美国的金融业在很大程度上是围绕商业或为了战争进行国家融资才完善起来的,而美国的金融业崛起却在很大程度上是围绕科技创新和技术进步的。19 世纪 40—50 年代火车被发明出来后,美国人对将开发铁路视作一项重大,可以推进工业发展的技术进行,因此,为解决这个问题,通过资本市场发行股票募集资金就成为了一种必然选择。这样,公司股票就代替了早期的政府公债以及少量企业债券,成为证券市场的主要交易品种。人们或许会问这样一个问题:为什么美国、美国的企业不通过银行信贷获得发展资金呢?

在美国,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,他们觉得从事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,在金融体系发展初期,它并没有出现英国那种资本市场占据主导的现象,因此,如果没有后来发生的一些政治事件,或许,银行与资本市场可能获得同等程度的发展。Roe 的研究表明,美国民众对于不受约束的权力的恐惧和厌恶导致了高度分散的、单个力量相对薄弱的银行体系。杰克逊(Jackson)总统否决了美国早期的全国性银行——美国第二银行(1816—1836),此后,美国再也未曾建立起全国性的银行。美国银行一般具有强烈的地域性特征,它们没有广泛的服务网点。尽管银行被禁止持股,然而 19 世纪最后 30 年间的美国银行的无序竞争导致了银行恐慌和危机,而当时英国、法国的银行则保持了稳健的运行记录,因此,美国于 1913 年正式建立起联邦储备银行,以维护整个银行体系的稳定。1933 年的银行恐慌导致了《格拉斯—斯蒂格尔法案》的正式出台。这样,美国银行的权限受到了进一步的限制,不过,它也因此获得了长期的

稳定发展。与银行业务处处受限形成鲜明对照的是美国资本市场的蓬勃发展。美国的国内战争以及第一次世界大战,均将美国证券交易所推上了历史的舞台,成为为全世界长期资金短缺者提供便利的最好场所,这样,到 20 世纪 20 年代初期,纽约就正式取代了伦敦,成为全球金融中心,这样的优势地位一直持续到现在。

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外部资金。

同为银行主导型金融体系,日本的情况又存在一些差异:德国的银行发源于私人部门,而日本的银行则更多的表现为政府推动、干预的产物。日本明治维新后的三次大的银行恐慌(1920、1923 和 1927)导致政府直接进入银行领域,干预银行的运行。尽管早期的日本金融市场在为产业提供融资方面发挥了比银行更大的作用,但是,此后日本发动的对外侵略战争则推动了银行业的高速发展。战争导致了政府对企业发行股票的限制,这就弱化了资本市场的融资作用;同时,日本政府通过日本银行强制性地指定一些银行在某一银行的牵头下对军需用品公司提供金融支持,这样的政治金融经过演变后,就成为我们现在所观察到的日本主银行制度。日本二战的失败进一步强化了政府在国民经济恢复建设中的绝对地位,由此主银行制度获得了新的发展机会。尽管盟国同样试图通过外部强制干预弱化日本的主银行制度,然而,主银行制度强大的历史积累使得这些外部干预几乎没有取得任何效果。

法国的情况比较特殊。密西西比泡沫之后,股票市场发展严重受阻,以至于在法国,银行为早期的铁路建设提供了资金。Allen-Gale 认为,阻碍股票市场发展的另一因素是法国媒体普遍受贿,这样,投资者无法获得客观的公司信息,因此,市场操纵在法国一直是一个比较严重的问题。在 20 世纪 80 年代之前,我们可以将法国列入银行主导型金融体系国家,然而,1980 年法国废除了对股票市场的发展后,股票市场得到了迅速的发展,从目前的情况看,我们可以初步做出判断:法国更多地在向市场主导型金融体系转变。下一节的金融体系演变动因分析或许能够为法国的演变提供一些有价值的解释。

三、金融体系演变的动因分析:基于金融契约的政治经济考察

根据第三节的描述,我们可以发现,无论何种金融体系,在它发展的初期,银行或者类似于

银行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歧: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、解释力更强的认识和判断。

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,将资金存放于银行(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 世纪中这段时期,债券市场发展得最快。正如前面已经提及,英国的股票市场直到 19 世纪中后期才真正发展起来了。

从金融契约的角度看,股票的经济性质与银行存款不同,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,公司的经理人员决定是否分发红利,因此,即使公司事实上取得了盈余,经理人员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。

这样的观点提供了一个有用的分析视角,然而似乎仍难以解释为何美国和德国金融体系的差异,因为在美国,股票权益同样具有不可验证性,为何股票市场能够在美国发展起来?我们认为,金融契约的可验证性,一方面取决于契约本身的特征,比如,债券相对于股权而言,更容易验证;另一方面,契约的可验证性还取决于契约所处的经济、法律环境。不同的经济法律环境,它们在保护股东的权益(从而提高股权契约的可验证性)方面具有不同的经济效果。美国在 1929 年的股市大崩溃后,就建立了完善了法律系统,遏制内部交易、打击市场操纵等行为,这就部分减少了信息不对称,提高了投资者参与股市的积极性。

可能更为重要的一点是,美国的判例法对于保护股票投资者的权益发挥了巨大作用。资本市场的一个重要特征是不断创新,同样,那些试图侵占股东权益的方法也随着市场的发展而不断变动,相对僵化的大陆法系(成文法)难以有效地遏制这些行为,而借助于判例的英美法系则具有更强的弹性以对新的证券市场违法行为进行有效惩处,这种事后化的可信惩罚就能够在事前遏制证券市场的投资者权益侵权行为,比如公司经理人的渎职、证券市场的操纵等等。在这样的外部法律环境下,股票这种对外部经济环境要求最高的金融契约才能够更好地生存下来。这无疑对中国当前资本市场的发展战略以及具体策略具有重要的启发意义。

另外一个重要的方面就是金融契约所体现的一个国家的文化政治信仰等因素。股票很大程度反映了某种特定的政治结果和文化内蕴,所以它才更能为特定政治文化氛围下的民众所接受。从股票所蕴含的权利和义务来看,股票更多地体现了一种平等的意识:同样的股票享受相同的权利;同时,公司的权利在法律上分散于广大的投资者群体之间。事实上,早期的美国正是出于对集权的恐惧,才否决了全国性的银行机构。他们害怕银行机构高度集中的经济权力可能被少数人利用,担心这种不受限制的权利可能损害到社会中大部分公民的经济利益。而德国的政治文化体系(与它的成文法律体系一样)更强调国家的权力和权力的集中,因此,银行提供给社会的两种金融契约(存款和银行信贷)更能德国的民众所接受,银行在德国也就获得了更大的发展空间。这种基于政治的视角有利于我们理解美国股票市场与德国股票市场的差异:同为股票市场,然而,德国公司的股权高度集中(于银行手中),且很多公司发行双重股票(Dual-class,同股不同权的股票),而美国公司的股权则高度分散于世界投资者之间。它同样有助于理解为何二战后盟国在日本和德国的强制分拆计划为何以失败而告终。

最后一个有助于我们理解金融体系差异的方面就是制度的惯性。从金融契约的角度看,就是说,一旦某种金融契约被社会接受,并形成良性循环,那么,另外一种金融契约就很难在这一社会中共生下来,其失败的可能原因包括:高的

交易成本、高的核实成本。德国的产业银行在其金融体系发展初期就发挥了巨大作用,因此,企业倾向于通过银行获得长期短期的外部资金,这样,社会对股票市场发展的需求降低,导致股票市场流动性不高、交易规模较小,因此,股票这一金融契约的交易成本较高;而银行提供的金融契约的交易成本则相对较低。一旦经济正常运行,如果没有外部的强力干预,金融体系将形成自身系统内的循环:银行机构发展越好,经济体系越依赖于银行融资,银行融资规模越大,交易成本越低;而股票市场则陷于恶性循环。也就是说,即使没有政治文化法律等因素的影响,一国现代金融发展初期的结构也会具有自身的制度惯性,这就形成了所谓的路径依赖。除非体制变革的收益大于其成本,人们一般不会轻易改变运行已久的经济制度。即使因为外资因素的推动而导致金融体系的变迁,这一过程通常也会是一个渐进的、相对漫长的改革过程。比如,让那些一直依赖于银行融资的德国企业转向股票市场融资并非一朝一夕之事,它在漫长的经济过程中已经在一定程度上被银行“套牢”,一旦脱离这一体系,它在历史过程中做出的关系特定型投资将变得没有多少价值,这对公司而言无疑是很大的经济损失;让一个习惯的信息公开不透明的经济去适应股票市场的强制性信息披露等技术细节也并非一件容易的事情;此外,让既得利益获得者(如德国的银行家)放弃已有的优势地位,这不仅需要经济上的协调,还需要政治上的努力。从制度的路径依赖角度看,中国金融体系的演变同样需要一个较长的渐进式过程,在这一过程中,新的体制不断摆脱旧体制的干预和负面影响,同时,通过自身产生的积极经济因素,从根本上对旧的体制进行革新,推动金融体系向新的方向演进。法国的情况可能有点特殊,因为在这个国家,银行体系的垄断力量并不如德国那样强大,而金融市场在整个法国经济中也有一定的地位,因此,进入 20 世纪 80 年代后,当政府放弃了对股票市场发展的限制后,股票市场就获得了较迅速的发展,从目前的现状看,有朝着英美模式发展的迹象。

四、金融体系演变的未来:向何处去?

进入 20 世纪 90 年代之后,世界金融体系格局在发生巨大的结构性调整的同时表现出某种趋同态势。这当中,变革最为明显的可能是欧洲——作为传统银行主导型金融模式典型的众多欧洲大陆国家似乎正向市场主导型金融体系演变;从 1980 年到 2000 年的 20 年间,欧洲大陆国家股票市场市值与 GDP 的比率上升了接近 13 倍,而通过股权发行筹集固定资产投资资金份额的比例增加了近 16 倍。欧洲金融市场的迅速发展使得欧洲大陆金融结构与英美两国之间的差距迅速缩小。从直观上看,这一转变来源于两个方面的变化:(1)银行资产、负债结构的变动和(2)金融市场自身的发展。从银行业看,银行资产证券化的趋势在欧洲大陆表现突出,同时,银行资产中产业信贷的比重逐渐下降,而有价证券投资的比例则逐渐增加;银行负债中存款比例逐渐下降;而各种资本市场债务工具相应增加。从金融市场看,进入 1990 年代中后,欧元区各国股票 IPO 的规模与公司数量均有显著增加,规模从这之前的年均 20 亿欧元跃升到 2000 年的 180 亿欧元。近年来,欧洲风险投资的规模也出现了迅速上升趋势,而债券市场(包括公司债券、政府债券、欧洲债券市场)在维持原有高发展水平的基础上也取得了长足的发展,其整体发展水平仅次于美国。

在美国,英国继续保持市场主导模式的前提下,欧洲金融体系的变革似乎意味着市场主导型金融体系正逐渐成为一种更优的、更标准的金融模式。不过,我们要注意到,这一体系变迁背后是有深层次原因的,包括欧洲经济形势的变化、信息处理技术的改进以及欧洲一体化所营造的有利政治条件,这些方方面面的因素使得整个欧洲的经济环境更有利于市场主导型金融体系的生存和发展。正如我们在上文所强调的,不同的经济、政治、文化条件以及广义的技术水平对应着不同的金融体系,因此,金融体系的演变需要一个长期的渐进式过程。那么,中国应该走什么样的道路?中国目前的经济、政治、法律、文化以及技术条件是否能够支持中国向市场主导型金融体系演变?我们今年的研究报告对此进行了分析,我们的初步结论是,市场主导型金融体系应该成为中国的战略选择,这就意味着,对于当前正处于中国金融体制改革风口浪尖的股票市场而言,尽管当前存在股权分置以及虚假信息、市场操纵、内幕交易等重重问题,或者说当前的中国经济、政治环境并不利于市场主导型金融体系的发展,但是,但我们必须认识到只有建设一个强大、有效的中国股票市场,才有可能真正推进中国金融体系市场化取向的战略变革,提升金融运行效率,而决不能因噎废食,对当前问题重重的中国股票市场谈失信心,或者说从长远的角度看,我们应该大力支持资本市场,建立市场主导型金融体系,以改进中国经济的资源配置效率,改善中国的公司治理,提高整个经济的社会福利。