

# 协同与危机:建构金融资本市场治理体系的十个要素

□徐晓冬

什么是治理协同?治理协同是系统相互作用达到的匹配、适宜、自然、包容、共享、增效、渐进、稳定、和谐、健康的状态。治理的核心是协同,这种协同是历史与逻辑的统一,是宏观、中观和微观的动态、整体和协调的运行状态。正是基于对治理协同这样的理解,笔者2014年提出了“国家治理体系10S协同模型”。协同模型的十个要素分为三个层次:顶层是协同(Synergy);第二层次是首要目标/共同价值(Superordinate Goals / Shared Values)、制度(System)、战略/战略决策(Strategy/ Strategic Decisions)三个要素;第三层次是国家认同/社会舆论行銷(State identity/ Social Marketing)、满意度/表达(Satisfaction/Expression)、结构(Structure)、稳定/激励(Stabilization/Stimulation)、规模(Scale)、周边环境(Surroundings)六个要素,十要素共同形成立体支撑模型。

金融是现代经济的核心,是大国崛起和衰落的关键。本文以美国、英国、德国、日本、前苏联金融资本市场演变和发展过程为案例样本,以“国家治理10S协同模型”为框架,用有限篇幅初步从不同角度俯视其协同变迁的历史轨迹、平视其共同价值、透视其制度结构、对视其战略。我们发现,协同的金融治理体系是共同价值、制度、战略等一系列要素所形成的匹配共振;金融危机的背后,则一定存在多重紊乱和协同瓦解。



“10S协同模型”俯视图

基本思想、文化愿景、价值信念、道德观念、风俗习惯、意识形态等内容,是金融资本市场发展治理赖以构筑的基础。

在英国和西欧早期工业化过程中,金融革命成为工业革命的基本前提。英国之所以能率先进行工业革命并成为现代化的先行国家,其原因之一就是较早认识了金融的重要性,实现了金融变革,从而使工业化获得了必要的资金支持。美国之所以在科技创新和创业投资领域后来居上,正是由于相比欧洲大陆老牌的资本主义国家沉稳守旧,富于冒险的商业文化对金融资本市场的发展起到了推动作用。

首要目标或共同价值的差异,决定着金融协同与危机的历史变迁的轨迹。美国的两任开国元勋,汉密尔顿重工商主义与杰斐逊重农业主义价值的分歧、竞争与融合,影响了美国金融资本市场的历史走向。汉密尔顿视推崇市场的作用,扶持和鼓励商业活动,主张政府要在建立金融体系和维护市场秩序方面发挥积极作用。杰斐逊则憎恶任何投机活动,称其为“一条人性堕落的深渊沟”。几百年的北美金融发展背后,经常能看到不同价值理念追随者进行斗争留下的轨迹。就美国建国后经济发展的总体方向而言,大体上是按汉密尔顿的思想演进。一方面,包容投机与鼓励发端于欧洲特别是荷兰的商业精神,另一方面,对金融危机采取积极的干预政策,避免市场崩溃对经济的长期伤害。以汉密尔顿为代表的美国政治家,在美国金融资本市场初期建构的顶层设计方面做出了伟大的贡献。汉密尔顿在短短十余年内便将西欧与英国经过上百年才形成的财政金融制度在美国初步建立起来,对美国经济起了很大促进作用,其中对商业和航海业的促进更为显著。美国第一银行的建立、国债和税收制度的实行、股份公司的涌现和证券市场的形成,标志着美国的金融革命初步完成。

当然,人性的贪婪必将带来危机与灾难。一个完全自由而不受约束的市场一定会出现危机而崩溃的。作为早期政府调控市场主要手段的美国银行被关闭,在长达150年间,由于缺乏中央银行调控体系,美国在历史上一直经历着金融繁荣与崩溃的交替演变,有着比其他国家更加剧烈的经济动荡。

**3. 社会舆论行銷(Social Marketing)。**社会行销是在社会发展急速变迁过程中,以行销传播的策略与做法凝聚人心,引领治理方向,进而达到促进个人、群体或社会整体福祉的目标。社会核心价值观念是某一社会群体判断社会事务的是非标准和所遵循的行为准则,它包含了判断是非善恶的标准、对事业和目标的共同认同,在此基础上对目标的追求所形成的共同的文化境界四个最基本的內容,是这个社会群体的主流思潮。指南针、黏合剂和内在推动力。核心价值观对金融市场的建立具有基础性意义,金融市场建设离不开契约精神、法制建设、规则意识、监督制约、信息透明、公平公正与公开等共同价值的引领。

社会舆论行銷的形成应该是一个长期的过程,需要从战略的高度凝聚社会共识、形成整体合力。美国早期,汉密尔顿等政治家们不遗余力地行销和推进金融资本主义与金融立国理论,推销他们对金融资本市场的价值理解和战略思路,为美国金融打下坚实的基础。早在出任财长之前,汉密尔顿就写道:“为了美国的繁荣富强,为了从根本上摆脱美国对英国和欧洲资金和资本市场的依赖,美国必须迅速建立自己的国债市场和金融体系。”正是一系列具有远见卓识的政治家的决策和推动,金融制度才在不同国家得以快速变迁发展,金融治理协同不断提升。

**4. 满意度/表达(Satisfaction/Expression)。**国家治理以人民满意不满意来决定决策者的价值取向,人民满意度是国家治理的出发点、着力点和落脚点,是治理效果的最高标准。民意表达涉及公正公平与民主自由、公民表达与政府问责、政府效能、管制质量、法治以及控制腐败。市场金融资本市场社会化表达机制作为一个结构化体系,涵盖多样化的意愿形式。

早期发达国家一系列有效的金融制度安排,产生了巨大的财富效应,使参与者共享了繁荣成果,增强了吸引力,激发了经济的巨大潜能,提高了民众的满意度。

例如,美国南北战争中,北方的胜利首先是接

受人民的意见,顺应历史潮流的胜利,是自由劳动制度战胜奴隶制度的胜利,而运用发债等金融工具的北方战胜了仍然使用苛捐杂税支撑战争的南方,也证明是金融市场的胜利。美国著名政治家韦伯斯特(Daniel Webster)曾经如此评价汉密尔顿金融战略对美国的重要性:“汉密尔顿创建的金融体系,是美国繁荣富强的神奇密码。他叩开信用资源之门,财富洪流汹涌澎湃。美国人民满怀感恩之情,世界人民满怀敬畏之心。丘比特沾花一笑,智慧之神翩然而至,那是我们钟爱的希腊神话。然而,汉密尔顿创造的金融战略比希腊神话还要美妙、突然和完美。他那不可思议的大脑灵机一动,整个美国金融体系就应运而生。”

### 三、透视:经济体金融资本市场的制度与结构、技术细节与运行机制

**5. 制度(System)。**制度的协同是正式制度、非正式制度和实施机制共同作用、综合效用的结果,制度协同作用还表示联合产生的效果超过单独效应的总和。

以早期美国为例,其构建的货币金融体系有五大制度体制支柱:其一,统一的国债市场;其二,中央银行主导的银行体系;其三,统一的铸币体系(金、银复本位制);其四,以关税和消费税为主体的税收体系;其五,鼓励制造业发展的金融租赁政策。国债市场是国家整体信用优劣的最佳指示器;中央银行负责维持银行体系和货币供应量的稳定;统一的铸币体系(后来是美元纸币体系)极大降低金融贸易之交易成本,促进金融、贸易、产业的迅速发展;税收体系确保财政健全和国债市场之良性循环;制造业(真实财富创造能力)则是金融货币的最终基础。

汉密尔顿始终至终从整体国家信用角度来设计五大政策和制度安排。他说:“一个国家的信用必须是一个完美的整体。各个部分之间必须有着最精巧的配合和协调,就像一棵枝繁叶茂的参天大树一样,一根树枝受到伤害,整棵大树就将衰败、枯萎和腐烂。”美国金融的五大支柱恰像五根树枝,共同支撑起美国金融体系的参天大树,并最终成长为主导全球经济的美元霸权体系。

在更具体和微观的层面,金融制度设计与监管模式的不同组合之间协同性差异明显。以金融市场三大支柱中的保险市场与资本市场的对接问题为案例,成熟国家保险市场与资本市场对接主要通过以下三条渠道进行:资金对接、产品(服务)对接和制度对接。美国模式:债券主导的资金融合模式+多样性的产品对接模式+多层次、严格型、综合性的监管模式;英国模式:股票主导的资金融合模式+弹性化、灵活性的保险监管模式;德国模式:稳健型的资本投资模式+严格的事前监管模式;日本模式:泡沫化的资本市场与偏失的保险投资管理理念,严重异化了日本保险市场与资本市场的融合模式,则呈现出类不伦不类、相互排斥的特征。因此,与早期金融分业经营监管模式相比较,在综合性金融的发展正日益成为现代金融业改革与发展的取向的大背景下,金融制度的融合、对接、协同,必须以完善现代金融市场监管体系为基础。

**6. 结构(Structure)。**治理结构包括治理主体、治理主体之间关系、体系组合方式。一个国家制度体系的组合形式,可展现为集中化、功能化形式(自上而下、自下而上、横向互动)、去中心化形式、矩阵、网络化等形式。金融市场主体的基本结构大体一致,都是由四个部门构成:作为储蓄者的家庭、金融中介机构、市场和作为投资者的企业,金融制度结构以此形成不同组合和形态。

德国金融体系最显著的特点是银行发挥着最重要的资金融通作用。银行一方面作为储蓄者的家庭保持紧密联系,另一方面作为资金来源方与企业密不可分。因此,德国的金融结构经常被称为家庭银行制。资本市场尤其是为中小企业融资的股票市场所发挥的作用较弱;大企业的股票市场及国有银行在金融体系中占据重要位置,同时大企业在传统上就与银行和保险公司保持着千丝万缕的联系,一些大企业的重要股东就是银行和保险公司。

日本的金融体系结构与德国有很多相似之处。它的最大特点在于存在很多由跨越多个产业且密切联系的公司组成的企业系列,并由一个金融机构控制实际投资。有些时候,企业系列中的金融机构发展成生产性企业的一部分,直接为其生产融资以增加出口、推进海外市场的扩张。日本还存在许多小企业的联合,它们通常作为大企业系列的供应商或生产承包商而与之分工协作、协调发展。

美国金融体系的特点则是由市场占据主导地位。美国的多层次资本市场在全球最为完善和发达,其市场组成为五个层次:主板纽约证券交易所、创业板(NASDAQ)、第三市场(OTCBB)、第四市场(粉单市场Pink Sheet)和第五市场(如券商之间约定的不定期交易的市场),这五个层次的市场流动性依次减弱、市场投资风险逐渐增大,企业发行上市条件依次降低、信息披露责任依次增加,而做市商、保荐人等中介机构与上市公司的连带责任不断增大,从而形成了一个多元化、多重覆盖和风险防范的无缝衔接的市场体系。

**7. 稳定/激励(Stabilization/Stimulation)。**稳定是维持系统稳固、固定、平衡、设置波动限制、平抑波动幅度以达到政治稳定与社会低暴力的机制。激励是最大程度地调动所有领域的多元化主体,在合法前提下激发和释放内在潜能和活力,协同推动个人和国家不断走向进步,包括分享(Share)、建立包容性(Inclusivity)的社会。稳定与激励之间度的把握是治理的关键。

各国规避调整经济风险的方式和措施各不相同,金融工具和效率也有明显差异。美国主要依靠美联储积极、灵活的货币政策工具实施调控。另外,美国综合国力有力保证了美元在国际储备货币中的支配地位。美国的银行业的情况则有些特

殊。长期以来,美国的银行业一直由于受到过分严格的政府管制而缺乏效率。正是由于银行体系存在诸多缺陷,资本市场作为低效率银行的替代物才得以使美国有更大的发展空间,这种特殊的制度安排演化出美国经济变迁的独特路径。

德国与其他欧洲大陆国家相似,其金融体系的发展长期以来受到政府管制、战争破坏与独裁统治等因素的影响。德国主要依靠其公共保障体系,当然,这必然会增加纳税人的负担。德国中央银行以及作为国际储备货币的马克对规避经济风险的辅助作用如今已不存在,取而代之的欧洲中央银行及欧元的作用正日渐清晰。二战后,富裕家庭的群体变得非常小,为了集中资源启动经济,银行和政府不得不承担起筹集资金的责任,也就相应地承担了经济生活中的主要风险。

日本战后的情况与德国类似,因此其金融系统的基本结构也存在很多相似之处。日本是典型的综合运用货币与财政政策规避经济风险的国家,因此,纳税人间接地承担了部分风险,相关的银行则被直接推到了金融最前线。

美国资本市场还发展出了复杂的金融衍生工具,这些金融创新在全球金融市场上被广泛应用和拓展。金融创新和金融的深层次突破客观上要求相对分割的各金融市场子市场间突破金融抑制、清除市场壁垒,实现市场间的对接融合与一体化发展,这不仅是金融深化的显著标志,也是现代金融业制度变迁与制度创新的必然需要。

### 四、对视:国际竞争中的金融资本战略

**8. 战略/战略决策(Strategy/Strategic Decisions)。**对外,在特定的国际环境和大国竞争中,寻找自身的国际关系战略定位;对内,实施不同时期的国家发展战略规划,实现国家既定的目标。战略决策是国家治理团队对事关国家未来方向的大政方针的判断、规划和把握。

现代金融战略博弈典型案例,“广场协议”是主要发达经济体战略博弈典型案列。“广场协议”出笼于1985年9月22日,当时,美国、日本、前联邦德国、法国、英国五个发达国家的财政部长及央行行长在纽约广场饭店举行会议,达成五国政府联合干预外汇市场,诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值,以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。美国本来期待通过日元升值来抑制日本的出口攻势,促进日本扩大进口,纠正两国间的收支不平衡,但是这种期待落空。统计数据表明,日元升值并未起到纠正日本对外收支不平衡的作用,而美国的“双赤字困局”一直到20世纪末才摆脱。这也与“广场协议”的汇率调整并无必然联系,而主要是美国企业在信息技术领域领先并从竞争中得到实惠,是克林顿政府积极应对财政赤字、苦练“内功”增强美国国家竞争力的结果。日本泡沫经济形成的根源也在其内部:制度和体制没有转型、经济虚涨、金融体制不健全、监管缺失、投机盛行等等。1989年之后的日本,在其资产泡沫维持战略的作用下,其GDP同样也维持了一段时间的增长,日本GDP的顶峰在1995年到来,自那以后,日本经济就进入了长达10年的负增长,也就是今天人们谈论的“日本失去的十年”。当然,“广场协议”和日元升值对日本经济也产生了重要的积极影响。日元升值提高了日元在国际货币体系中的地位;推动了日本产业结构升级;日本在海外的纯资产迅速增加,1986年达1804亿美元,超过号称“食利大国”的英国(1465亿美元),跃居世界第一;2002年末,日本的海外纯资产余额达1753080亿美元,与“广场协议”前的1984年相比,增大了18倍以上。

也许在不久的将来,一场规模史无前例的世界级级的以金融为核心,以政治、经济、军事为平台的大对决,正在悄然拉开大幕。今天的美国,在很多方面,都与当年的日本极其相似。如果按照日本的规律来看的话,美国依靠定量宽松推升资产价格以维持经济增长的做法,其危机出现的时间极限将可能在2016年之后到来。但是,今天的美国不会让日本式的萧条在自己身上重演,不会让美元就此轻易失去霸主地位。美国要避免重蹈日本的覆辙,只有两条路可以走。第一条路,是通过科技与产业革命,以新技术来固化美国的资产泡沫,如克林顿时期的互联网革命。另一条路,就是以美元强势反转(以美联储提升利率为最主要标志),来引导全球资本的逆向大流动,通过对他国的金融掠夺,来完成其从金融危机泥坑里的脱身。其实这两条路,在1972年以来的美国对外战略历史中,都不不同程度地使用,仿佛屡试不爽。

从美国近代经济发展史来看,1972年之后,尽管有1974年严重的经济危机,1987年的华尔街最大的股灾,美国GDP增长却没有明显的长期回调。美国的GDP为什么可以无视资本主义世界的经济增长周期,也无视美元汇率的波动周期,而实现独立、反周期增长?答案就是:美国的长周期金融战略。

美国总统奥巴马上台就曾提出以新的产业来重振美国的制造业。实际上,随着美国制造业的转移与产业的空心化,美国已经很难出现上个世纪90年代那样的产业革命了。在这种情况下,美国别无选择,必然要通过一场大规模、大时间跨度的金融战略手段,来完成这次危机管理的那种、修复和免疫。在历史上,美国已经多次通过这种金融战来进行财富掠夺。在近几十年的金融战略博弈中,美国一直处于战略主动地位。如上个世纪70年代到80年代对西欧的金融战;上个世纪80年代到90年代对日本的金融战;让拉美两次失去10年的债务危机;让东南亚各国普遍失去5-8年的东南亚金融危机,让苏联解体的债务与金融危机。美国利用长周期的金融战略,熨平自己的经济波动周期,实现长期无回调的增长。

**9. 规模(Scale)。**国际金融战略竞争中,各国金融资本市场的规模、内部比例、经济效率等决定了战略博弈中的地位和机会。

金融规模再大,战略失当将一贫如洗。庞大的前苏联在上世纪90年代解体就是战略博弈下血淋淋的教训。前苏联人民积累了70年的国家巨额财富真像西方经济学家们所说的早已“资不抵债”?人民的财富真会“蒸发”得无影无踪?在赶趁通货膨胀中,财富并不曾蒸发,几十万亿美元财富流向西方。

国际金融战争的高级专家们与前苏联内部的腐败势力里应外合,大肆洗劫了前苏联的国家财富。当时荒唐的画面是,美国经济学家杰弗里·撒克斯(Jeffrey Sachs)直接帮叶立钦修改总统令,美国律师乔纳森·海(Jonathan Hay)亲笔制定了无数俄罗斯法律条文和政府规定,美国财政部的萨默斯(Lawrence Summers)在给俄罗斯财政部副部长的信中甚至详细指导如何制定和执行经济政策。1991年的冬天,在国际金融家开动的超级通货膨胀大水冲刷之后,大批前苏联的社会主流人士的毕生积蓄一夜之间化为乌有。大学教授、医生、军官、工程师纷纷走上严寒的街头,去兜售各种价格低廉的小商品,其中一部分人甚至不得不乞讨。金融战略所展现出的巨大破坏力,丝毫不亚于前苏联整个卫国战争的损失程度,导致苏联国家解体和长期经济衰退。

**10. 周边环境(Surroundings)。**国家所处的国际国内环境,包括对外关系中和战争、中立或结盟的选择,也包括自然环境与社会环境间的互动关系,以及由此制定的对内、对外战略的影响。

以德意志所在的欧盟为例。欧盟历经荷兰比三国经济联盟、欧洲共同体、欧盟,在不断探索中扩大规模,随着一体化程度和规模不断提高,金融体制的协同程度在危机与挑战中也不断提高。2008年金融危机降临时,欧盟拥有多达27种不同的银行监管体系。2008年以来,以德国、英国为引领,欧盟委员会出台近30项法律建议,逐步建设更加健全有效的金融行业。欧盟委员会采取了一系列政策措施:一是于2011年成立三家欧洲监管机构,即欧洲银行管理局(EBA,银行监管,包括银行再资本化)、欧洲证券与市场管理局(ESMA,资本市场监管,对评级机构和行业智囊进行直接监管)、欧洲保险与职业养老金管理局(EIOPA,保险监管)。同时,成立欧洲系统风险局(ESRB),监督和评估来自宏观经济和金融体系内部形势发展对于金融稳定的潜在威胁,并提供早期预警,必要时出台干预建议;二是为欧洲银行建立单一规定(single rulebook)。2009年6月欧洲理事会一致同意建立适用于单一市场所有金融机构的规定,涵盖所有金融行业和产品。这对于确保避免出现法律漏洞、公平竞争环境,以及真正意义上的金融服务单一市场非常重要。作为区域协同的课题,欧盟仍在艰苦探索。

研究发达国家金融资本市场是为了择其善者而用之。中国金融资本市场治理体系的协同建构既要在宏观、中观、微观层面学习发达国家的经验,更要在了解自身资源禀赋、发展阶段、法制建设、契约精神、产业结构、科技水平、战略需求、竞争态势基础上,实施中国特色金融治理的创新、改革和发展,才能以达治理协同,完善金融资本市场体系。盲目迷信、超常跨越、照搬照抄、生搬硬套是没有出路的。

#### 参考文献:

- 徐晓冬:《国家治理体系10S协同模型》构想——中国案例治理案例剖析,《人民论坛》2014年第22期。
- 迪斯·赫尔曼·弗兰克、孙彦红:《全球竞争环境下的金融体制比较——对比分析德国、日本和美国的风险分担体系》,《欧洲研究》2005年第5期。
- 向松祚:《汉密尔顿和美国的金融战略》,http://finance.ifeng.com。
- 向松祚:《全球金融市场和国家兴盛之谜》,《金融市场研究》2012年第1期。
- 向松祚:《国债助美国崛起》,《财才》2011年第9期。
- 宋鹏:《美国金融结构对我国的启示与借鉴》,《现代商业》2014年第32期。
- 赵红磊、王文君:《汉密尔顿的三个报告看其经济思想》,《法制与经济(中旬刊)》2011年第8期。
- 周敏:《国际金融危机与世界经济转型研究综述》,《南京政治学院学报》2011年第3期。
- 方明:《美国当年对日元国际化的“绞杀”》,《当代金融家》2015年第5期。
- 罗自平:《西方国家民意表达的社会化机制研究》,《太平洋学刊》2011年第2期。
- 向松祚:《从历史视角的美国国债和美元霸权(上)》,http://www.caogeng.com。
- 刘健桂:《论我国金融业与实体经济的协调发展》,《商业时代》2013年第13期。
- 崔晋:《广场协议对人民币汇率变动的启示》,《市场周刊(研究版)》2005年第8期。
- 贺源:《美国洗劫俄罗斯》,《新一代》2013年第3期。
- 李睿:《那些和出口强势相关的门道》,2012年第20期。
- 刘晨明:《浅谈金融危机对我国经济的深度影响》,《商业文化(上半月)》2011年第6期。
- 李拥军:《从中国长期大批量进口日本钢材看日本投资立国战略》,《冶金经济与管理》2011年第1期。
- 林采宜、吴齐华、王丽妍:《影响日本房地产周期的关键因素》,《新金融评论》2014年第5期。
- 王汉君、王元元:《链物流协同选择与序参量计算模型》,《软科学》2010年第11期。
- 刘霆:《“广场协议”对人民币升值的启示》,《时代金融》2011年第9期。
- 赵筱薇、刘志辉:《德国面向小企业的竞争情报供给体系研究》,《情报学报》2012年第14期。
- 胡海峰:《德德两国创业资本市场差异比较分析》,《欧洲研究》2005年第2期。

(作者为北京大学立法研究中心客座教授)