

金融制度结构与经济增长

厦门大学经济学院财政金融系 陈国进

厦门大学经济学院博士生 林辉

摘要：本文在阐述银行主导型和市场主导型金融制度的形成和发展具有路径依赖性的基础上，从理论与实证的角度探讨金融制度结构与经济增长之间的关系。一国的金融制度通过降低金融交易的信息成本、风险管理和企业控制等金融服务促进经济增长。银行主导型金融制度至少在近期内将继续是我国金融制度结构的最优选择。

关键词：银行；资本市场；金融制度效率；经济增长

Key Words: Bank; Capital Market; Financial System Efficiency; Economic Growth

一、金融制度形成和发展的路径依赖性

从金融制度结构看，1719年~1720年是金融制度发展的分水岭，在这个时期发生了两件相互关联的事件：英国的南海泡沫事件和法国的密西西比泡沫事件，政府对南海泡沫事件和密西西比泡沫事件发生后不同的政策反应是导致了两种不同金融制度——市场主导型金融制度和银行主导型金融制度形成和发展的重要原因。

1. 市场主导型金融制度的形成

南海公司成立于1711年，表面上是为了加强与南海（大西洋）的贸易，实际上在对英国政府融资业务中与1694年成立的英格兰银行竞争。1720年上半年南海公司的股票成为狂热投机的焦点，半年之内股票价格上升了七倍，此后其他公司股票的大量发行使南海公司股票开始暴跌，股价的暴跌使许多借钱用于股票投机的公司面临破产。为了稳定股市，国会通过了泡沫法案，该法案规定成立上市公司必须经过议会的批准，但是泡沫法案并没有阻止南海公司股票价格的急剧下跌，到年底，南海公司股票的价格已经回到年初的水平。

伦敦股票交易所成立于1802年，1824年泡沫法废除后，成立上市公司不再需要通过议会的批准，在伦敦股票交易所上市的公司大量增加。英国和其他国家铁路建设大量的资金需求促进了伦敦股票交易所的发展，使英国成为市场主导型的金融制度，企业的长期资金主要来

自于自我积累和资本市场，银行主要为企业发放短期贷款。第一次世界大战后，纽约取代伦敦成为世界金融中心，英国保留了资本市场主导型的金融制度，伦敦成为外国银行参与欧洲货币市场业务的中心。

始于1929年的美国银行大危机和纽约股市大暴跌，就像两个世纪以前英国的南海泡沫事件一样，对美国金融制度的形成和发展产生了重大的影响。严重的银行危机导致了1933年格拉斯-斯蒂格尔法的诞生，禁止商业银行从事投资银行业务，格拉斯-斯蒂格尔法以及对跨州银行业务的限制严重约束了美国银行业的发展。证券交易委员会的成立强化了对资本市场的监管，但同时也有助于美国资本市场的一体化，相对与对银行业务的严格监管，对资本市场的监管相对宽松，使美国形成和发展了市场主导型的金融制度。

2. 银行主导型金融制度的形成

与几乎在同一时期发生在英国的南海泡沫一样，法国对密西西比泡沫的反应也是加强对股票市场的监管，但是与英国在19世纪初就废除了泡沫法不同，法国到20世纪80年代才放松对资本市场的限制，对资本市场长期的限制使法国形成和发展了银行主导型的金融制度，而法国的金融制度对欧洲大陆其他国家金融制度的形成和发展产生了重大的影响。

1716年，苏格兰人John Law在法国成立了Bank

Generale 发行部分准备金担保的银行券,1718年该银行改组为皇家银行后,与密西西比公司合并。与南海公司一样,密西西比公司的股票受到了狂热的投机,股价狂升后出现猛跌,使参与股票投机的大量公司破产倒闭。密西西比泡沫事件后,法国政府对上市公司实行严格的监管,直到20世纪80年代,法国资本市场的发展受到了严格的限制,建设法国铁路的第一笔债券是1842年~1845年在伦敦股票交易所而不是在巴黎交易所发行的。工业银行(Industrial Bank)模式是法国金融制度重要的制度创新,与英国银行只对企业提供短期贷款不同,法国的工业银行模式为企业提供长期贷款,法国的银行在铁路和其他公共项目的融资中发挥过重要的作用。

德国的银行业深受法国银行模式的影响,银行对企业发放长期贷款,银行与企业形成长期、密切的关系,银行派代表进入企业的董事会,而企业也在银行的董事会中拥有席位。与银行业相比,德国资本市场的发展相对落后。在1850年之前,股票公司在德国还很稀少,虽然在法兰克福和柏林也存在资本市场,但大部分是政府债券的交易。在德国公开上市的公司并不多见,许多大公司属于家族所有。

19世纪法国和德国的金融制度对欧洲其他大陆国家产生了重大影响,从区域上看,西班牙、意大利的金融制度主要受法国金融制度的影响,而在北欧国家,如奥地利、瑞士、瑞典的金融制度主要受德国金融制度的影响。在这些国家都形成和发展了银行主导型的金融制度。

根据上面的分析,英国、美国、法国和德国金融制度的形成与金融危机密切相关,而二战后日本金融制度的形成和发展与战时金融管制有直接的联系。1931年发动侵略我国的满洲事变后,日本进入了战时金融管制时期,通过控制资金分配保证军需企业的优先资金供应。在“军需企业指定金融机关制度”下,银行不仅保证“配对”军需企业的资金供应,还积极参与“配对”军需企业经营管理和财务监督。战时军需企业的指定银行大多成了战后这些大企业的主银行。

战时金融管制后完全控制了公司债券的发行,而“公司利润分红及资金融通令”对股票分红和股东权限的规定严重限制了股票市场的发展。由于战时金融管制严重限制了资本市场的发展,战败后的经济重建只能依靠银行体系,通过以银行为中心的金融制度实现经济的增长,形成和发展了银行主导型的金融制度。

对发达国家金融制度形成和发展过程的历史考察表明,金融制度形成和发展存在一定程度上的路径依赖

性,金融危机和战争等重要历史事件对一国金融制度形成和发展产生直接的影响。

那么,银行主导型和市场主导型金融制度在为企业和消费者提供金融服务、促进经济增长中各有什么相对优势?这些优势发挥作用的前提条件和制度环境是什么?下面就这些问题展开理论分析。

二、信息成本与金融制度相对效率

根据Arrow-debrue经济范式,在一个完全竞争市场体系中,通过市场实现的金融交易可以保证资本的最优配置。长期以来,在主流经济理论中,金融只是经济的“面纱”,银行只是传递中央银行货币政策的“黑箱”,或者是追求利润最大化的企业。另一方面,虽然自Schumpeter(1911)指出金融中介机构在经济增长中的重要性以来,Goldsmith(1969)和McKinnon(1973)的实证分析表明,人均GDP的增长与金融中介机构的规模之间存在正的相关关系,强调了金融发展对经济增长的重要性。但是,这些实证分析并不能得出金融发展与经济增长之间的因果关系,因而不能为我们对银行主导型和市场主导型金融制度的相对效率和发挥效率前提条件的探讨提供思路 and 答案。

到1970年,博弈论与信息经济学在金融经济学中的应用,使我们能够突破传统的经济理论框架的束缚,以金融交易的信息不对称为出发点探讨银行和市场在减少信息成本中的相对效率。

在金融交易中,投资者与企业在签约之前对投资项目的收益和风险的信息不对称导致的逆选择问题,以及签约之后对企业投资行为的信息不对称导致的道德风险问题,严重约束着资本市场在资金配置中的效率,使利率作为资金价格不能有效地调节资金供求,保证资本市场的均衡,从而导致信贷配给现象。因此,为了保证资本市场的有效运行,投资者对企业的事前筛选和事后监督(广义的监督包括这两个方面)就不可或缺了。如果存在银行等金融中介机构,投资者既可以选择对企业的直接监督,也可以委托给金融中介机构,由银行等金融中介机构代理监督企业的行为,关键取决于哪一种方式更能节约监督成本。Diamond(1984)证明,当一家银行同时监督多个投资项目,并且投资者为小额投资者时,通过银行的代理监督可以节约监督成本。

直观地理解,Diamond(1984)指出了银行代理监督的规模经济优势,通过银行的代理监督可以减少投资者对同一企业重复监督的成本。实际上,除此之外,银行

信息生产的专门性,如通过对借款人现金流量变动的监督,使银行比一般投资者更具有监督优势,从而更能节约监督成本。更为重要的是,银行与借款企业之间往往是一种隐性长期合约关系,而这种长期的合约关系便于银行积累借款人的信息,可以有效缓解借款人的道德风险。因此,现代银行制度的重要社会经济功能之一就是代理监督,减少投资者的监督成本,提高金融制度的效率。

Diamond(1984)的代理监督模型的一个隐含的前提是,投资者花费一定的成本获得该投资项目的信息后,对于获得的同样信息,每个投资者对该项目的收益和风险会做出同样的判断。因此,投资者可以组成一个“共同体”——银行,由其中的一名投资者(银行经理)负责投资项目的筛选和贷款发放后的监督,其监督成本由“共同体”中的投资者分摊,从而可以节约监督成本。对于传统产业,技术更新比较缓慢,产业结构相对稳定,投资者对于同样的信息容易做出一致的判断。但是,对于新技术和新产业来说,对新兴技术开发本身的风险,新兴技术商业开发战略的选择,产业周期、潜在利润和隐含风险的分析和判断等,面对同样的信息,投资者很可能是“仁者见仁,智者见智”。在这种情形下,投资者面临的困境是,代理监督可以节约信息成本,但是作为“共同体”的代表——银行经理的判断和决策,与投资者本人的判断和决策就有可能不一致,这种不一致就可能损害投资者的效用。

对新兴产业的形成和发展作一次历史的考察会发现一个有趣的现象。英国在19世纪最早有了铁路,建造铁路的资金来自于伦敦股票交易所。德国人最早发明了汽车,但是汽车的大规模生产开始于20世纪初的美国。同样是美国首先发展了民用飞机产业和作为“新经济”代表的信息技术产业。而美国和英国的金融制度都是以资本市场为主的。

对这一现象当然可以从不同的角度做出解释。但是,新兴技术要发展成新兴产业,资金面的支持是不可或缺的。新兴产业的发展和主导型金融制度之间是否有什么必然的联系?Allen and Gale(1999)证明,当投资者对同一信息不能做出同样的判断时,银行主导型和主导型金融制度的选择就必须在节约信息成本和投资者的效用损失之间做出权衡。当投资效用的损失大于代理监督节约的信息成本时,相对于以银行为主的金融制度,以资本市场为主的金融制度就更有优势。

总之,从信息成本的角度看,一国的产业结构对金

融制度的相对效率起着重要的作用。当一个国家的产业结构以农业和传统的工业部门为主时,一个以稳健、高效的现代银行体系为主的金融制度更能节约投资者的监督成本和解决小额投资者在信息收集和信处理中的搭便车问题,提高金融制度的效率。当高新技术产业成为一国经济的最重要产业,而信息生产和信息处理成本较低时,以发达的资本市场为主的金融制度更能鼓励技术创新和新兴产业的发展,保持经济发展的活力。

银行和资本市场对一国经济增长贡献率的大小,不仅取决于信息成本上,还取决于银行和资本市场在提供其他的金融服务中的效率,其中最重要的金融服务还包括风险管理、企业控制等方面。

三、金融制度相对效率的进一步分析

自1970年以来,利率、汇率等金融价格的急剧波动导致了企业和消费者金融风险管理需求的增加,而资产定价理论,特别是衍生品定价理论的基本成熟和信息处理技术的发展为通过金融创新满足风险管理的需求提供了条件。因此,资本市场,特别是金融衍生品市场的发展,使企业和消费者能够通过资本市场低成本、高效率地管理金融价格风险。

但是,一个经济主体面临的系统性风险,常常不能通过资本市场上的分散投资或套期保值来管理的,商业周期对经济主体带来的系统性风险就是一个例子。对发达国家消费支出时间序列的比较分析发现,从时间跨度来看,德国、日本等银行主导型金融制度国家消费支出比较稳定,而美国、英国等市场主导型金融制度国家消费的波动性较大,换言之,从时间跨度的角度看,银行主导型金融制度国家消费者的风险小于市场主导型金融制度国家风险。Allen and Gale(1997)认为,其原因是银行可以为消费者提供跨期(跨代)风险共担功能。由于银行与其客户(企业和消费者)之间往往存在长期关系,在经济繁荣时银行可以向其客户提供低于实际水平的投资收益率,在经济萧条时向其客户提供高于实际水平的收益率,即银行可以通过用经济繁荣时的剩余来抵补经济萧条时的不足,从而降低消费者同一资产组合的跨期风险。给定一般消费者为风险避免者,通过银行的跨期风险共担,必然提供消费者的生涯效用。

从流动性风险的角度看,发达的资本市场可以降低投资者流动性风险,资本市场的流动性越强,投资者就越容易在二级市场上卖出他们持有的资产,同时又能保证企业的长期资金来源。从这个角度讲,资本市场的流动性越强,对经济增长的贡献率也就越大。同样的,Dia-

mond and Dibvig(1983)证明,在不发生存款挤兑的前提下,银行可以通过存款合约为消费者提供流动性保险,银行将吸收的存款的一部分作为准备金满足部分消费者的流动性需求,其他部分用于企业的中长期投资,从而实现消费者的流动性保险和银行资产负债期限的转换。通过活化企业的中长期投资,现代银行制度同样可以通过改善资金配置促进经济增长。

从企业控制的角度看,在银行主导型的金融制度中,银行往往拥有直接控制企业经理的权力,而在市场主导型金融制度中,对企业的控制是通过在股票市场上的恶意收购来实现的。在德国,银行自身拥有的企业股份加上银行的代理投票权使银行对企业经理的人事任免、企业经营管理的重大决策有很大控制权。Weiger and Kaserer(1998)指出,1992年德国最大的24家公司中,银行持有的投票权平均为61%,德国最大的3家银行拥有的投票权高达80%。同样,在日本的主银行制度中,银行代表是企业的董事,当企业出现财务困难时,银行可以接管企业,银行对企业有很大的直接控制能力。在美国,股东对企业经理的控制是通过股票市场的并购来完成的。通过公司并购,其他企业经理可以购买管理不善的企业,更换企业经理从而使并购企业获得更大的利润。同样地,如果一个运行良好地股票市场能够使经理的报酬与股票价格联系起来,这将有助于经理和企业股东的利益趋于一致。

以上主要分析了银行与资本市场的相对优势,实际上,银行和资本市场在提供金融服务的过程中也各有其缺点。从信息生产的角度看,银行对企业信息的生产具有垄断性,在做出贷款决策时不需要将信息披露给市场,从而使银行有强烈的激励对借款企业进行事前筛选和事后监督,发挥银行代理监督的优势。但是,银行代理监督的一个主要缺陷是,银行一旦拥有大量的企业私人信息,银行就有从与企业的再交涉中获得最大的信息租金,从而打击企业投资于新项目的积极性,影响经济增长。对日本主银行制度的研究表明,与没有主银行的公司相比,有主银行的公司往往采取比较保守的企业发展战略。而且,虽然银行和企业之间的长期关系可以减少银行信息收集的成本和缓解企业的道德风险问题,但是当银行自身出现财务困境时,其他银行与企业之间的信息不对称使企业很难从其他银行获得贷款,这也正是20世纪90年代以来日本金融制度面临的主要问题之一。

资本市场上信息生产的一个主要问题是投资者的搭便车动机。在资本市场上,如果投资者花费信息成本获得的信息可能会由于投资者的买卖行为在其他投资者之间

快速传播,使个人投资者没有激励花太多的时间和金钱收集和处理企业信息,这就是搭便车问题,也因此对上市公司提出了信息披露的要求。但正是企业信息披露的要求,促进了市场主导型金融制度具备更完善的会计、审计制度,有更多的公共信息供企业、消费者和政府决策参考,使金融价格更能灵敏地反应资金供求的变化。

从公司控制的角度看,在银行主导型金融制度中,银行对企业的直接控制权也带来了一些弊端,除了信息租金打击企业投资的积极性问题之外,银行还会出于自身利益的考虑而与企业经理共谋,其结果必然是损害其他债权人的利益,阻止外部人通过并购方式替换缺乏效率的企业经理。

通过资本市场的并购对企业的控制可以避免银行对企业直接控制带来的问题,但资本市场并购的有效性也受到了质疑。第一,由于内部人比外部人拥有企业价值的更多信息,信息不对称削弱了并购的潜在效果,因为处于信息劣势的外部人并不可能比处于信息优势的内部人提出更高的并购价格。第二,当有外部并购者(Raider)采取行动时,如果其他的投资者能观察到该并购者的行为时,导致其他的投资者购入同样的股票,拉动该公司股价的上升,使并购者不得不支付更高的价格。此外,成为并购目标的公司经理通常可以采取绿色邮包、毒丸等方式阻止并购的发生。

从方法论的角度看,以上对不同金融制度相对效率的分析主要采用静态分析方法。动态地看,Boot and Thakor(1997)认为,在金融发展的初期,金融交易的严重信息不对称、企业道德风险行为严重,最优的金融制度结构应该以银行制度为主,通过银行的直接控制有效约束企业的道德风险。随着经济和金融的发展,信息生产的成本会不断降低,企业道德风险也可以通过其他的制度安排得以缓减后,最优的金融制度结构应该以资本市场为主,通过资本市场上证券价格的信息反馈功能使企业做出更好的决策。

1990年以来,发达国家的金融制度结构呈现出同一化的趋势。1990年初泡沫经济破灭后,日本经济持续低迷,陷入通货紧缩恶性循环之中,而银行不良债权问题是制约日本经济构造改革和经济复苏的根本原因之一。因此,不良债权彻底从银行资产负债表中剥离和通过税制改革活化证券市场成为日本政府紧急经济对策的两大支柱,加上1990年以来被称之为“日本版金融大爆炸”的金融制度改革已经基本到位,资本市场在日本金融制度中的作用越来越重要。而在欧洲大陆,德国和法国比日本更早地通过政策倾斜积极培育和推进资本市场的发

展。Boot and Thakor(1997)的理论可以用来解释1990年以来发达国家金融制度结构的这些变化。

Dimirguc-kunt and Levine(2000)根据世界银行建立的迄今最新、最全面的数据库的实证分析表明,不论是银行还是资本市场都与一国的经济增长存在正的相关关系。Dimirguc-kunt and Levine(2000)计量检验的结果还表明,法律制度在决定一个国家金融制度对经济增长的贡献率方面起着重要的作用。将一个国家的法律制度和司法效率作为操作变量(Instrumental Variable)处理后,金融发展与经济增长之间在95%的置信区间内存在统计上的显著性。这一实证研究的结论与Laporta, et al(1998)的观点相一致。Laporta, et al(1998)认为,不论是银行主导型还是市场主导型的金融制度,金融交易大多是通过签订金融合约的方式来完成的,影响金融制度的效率最主要的因素是一个国家立法和司法的水平 and 效率。从法律制度的角度看,对外部投资者(外部股东和债权人)和小额投资者的保护与一个国家金融制度的效率存在密切关系。

四、借鉴意义

1990年以来,我国的资本市场得到了快速发展,但总的来看,银行和其他金融机构的金融资产在整个社会总资产中仍然占有绝对大的比重,我国金融制度仍然是银行主导型的金融制度。

给定金融制度对一国经济增长的重要性,我国的金融体制改革和设计只有在科学理论的指导下,才能尽量避免“摸着石头过河”的试错成本,根据上面金融制度结构的历史、理论和实证的分析,我们认为至少以下几个方面对我国金融制度改革和设计具有借鉴意义。

第一,在我国的产业结构中,农业和传统工业仍然是主要产业,相对于投资者通过资本市场的直接监督,银行的代理监督可以节约社会监督成本,提高我国金融制度对经济增长的贡献率。而且我国仍处于从计划经济向市场经济的转轨过程中,金融交易中的信息不对称导致的逆选择和道德风险问题将继续是约束我国金融制度效率的主要因素,银行主导型金融制度至少在近期内是我国金融制度的最优选择。因此,如何通过国有商业银行的产权改革和银行不良债权的处理,使我国银行业不仅有激励也有能力担当起作为投资者(消费者)的“代理监督者”的角色,应该成为我国金融体制改革重中之重的课题。

第二,信息技术的发展使信息生产的成本不断下降,

而随着经济金融的发展,各种制度安排的建立和完善也有利于缓解企业的道德风险行为,如随着越来越多的企业在竞争中成长的过程中也建立了自身的声誉,声誉本身可以作为有效缓解企业道德风险的一种重要制度安排。而会计、审计制度和各种法律法规的完善,专业分析人员的育成,资本市场的信息反馈功能对经济增长的贡献就显得更为重要。如果不能通过有效的制度安排使一国的金融制度从银行主导型向市场主导型转轨,必然导致银行部门的过度臃肿和缺乏效率,最后成为经济增长的绊脚石。而在金融制度转轨的制度安排中,银行退出机制的建设是重要的组成部分。

第三,不论是银行主导型还是市场主导型的金融制度,对经济增长的贡献度的大小,在很大程度上取决于一国的制度环境,其中特别重要的是立法和司法环境。切实保护投资者,特别是外部投资者和小额投资者的权益,提高司法的公平性和效率性,我们任重道远。

参考文献

- [1] Allen F., and D. Gale. Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. *Journal of Political Economy*, 1997:105.
- [2] Boot, A and A. Thakor. Financial System Architecture, *Review of Financial Studies*, 1997, 10(3).
- [3] Diamond, D. and P. Dybvig. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, 1983, 91.
- [4] Diamond, D., Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 1984, 51: 393-414.
- [5] Dimirguc-Kunt, A and R. Levine. Bank-based or Market-based financial System: Which is Better? *World Bank Policy Research Working Paper*, 2000.
- [6] Goldsmith, R., *Financial Structure and Development*, Yale University Press, 1969.
- [7] Laporta, A., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and R. Vishny. Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6).
- [8] McKinnon, R. I. *Money and Credit in Economic development*, Brookings Institution, 1973.
- [9] Schumpeter, J. A. *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, 1911.
- [10] Weiger, E., and C. Kaserer. The German System of Corporate Governance, in *Competition and Convergence in Financial Markets*. North-Holland Press, 1998.
- [11] 陈国进. 日本金融制度变迁的路径依赖和适应效率. *金融研究*, 2001, 12.
- [12] 陈国进, 林辉. 金融制度设计理论述评. *厦门大学学报(哲社版)*, 2002, 1.

(责任编辑:范小云)