

金融发展途径:研究进展及对中国金融发展的启示

潘海英 (河海大学 商学院,江苏 南京 210098)

摘要:现代主流金融发展理论认为,明晰的产权安排、良好的法律制度及其执行效率,有助于金融体系完善功能,提供良好的金融服务,进而成为金融持续发展的关键。经济的市场化和政府管制构成了改革开放以来我国金融快速发展的主要原因。导致我国金融业出现问题的最根本原因在于金融体制改革滞后,即国家垄断的、间接融资为主的金融制度已经不能适应经济发展中的多元产权结构的需要,不能满足不同类型的经济主体的投融资需要。我国金融发展应着力于完善金融功能,以及效率型金融结构的构建。

关键词:金融发展途径;产权;投资者保护;法律制度

中图分类号:F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2007)01-0048-06

一、西方金融发展理论之金融发展途径观

自从 Goldsmith(1969)提出金融结构理论以后,西方金融发展理论大致经历了 Mckinnon 和 Shaw(1973)的金融深化论、Hellmann(1996)的金融约束论、Stiglitz 的信贷配给论、King 和 Levine 的现代金融发展理论等发展阶段。理论界普遍认同的一个观点是金融是现代经济的核心,金融发展对促进经济增长有着重要作用,那么金融发展的途径问题,即如何促进金融发展,进而促进经济增长,就成为值得我们关注的问题。对于该问题,西方金融发展理论中两种代表性的观点——金融结构观和金融功能观值得关注。

金融结构视角下的理论研究表明,并不存在一种对促进金融发展和经济增长最有效的金融体系。无论银行导向型还是市场导向型金融体系,对经济增长都有积极的促进作用,但是促进的方式有显著的差异。而经验研究的重点则是验证两种金融体系对经济增长作用效果的差异。对于银行导向型的金融体系,Rajan 和 Zingales(1998)验证,在那些法律体系和会计制度不健全的国家,强有力的银行能迫使企业披露信息并偿还债务,从而促进产业的扩

张。对于市场导向型的金融体系,Beck 和 Levine(2000)检验了金融市场所具有的风险分散和风险管理功能,有助于高风险、高收益的创新项目获得充足的支持,因而有利于经济的增长。Levine(2002)更是从实证的角度考察了金融结构的优劣问题。检验的结果是既不支持银行导向型视角下的研究结论,也不支持市场导向型视角下的研究结论。也就是说,从更广泛的范围看,尽管发展良好的金融体系会对经济增长产生积极的作用,但不管是银行导向型金融体系还是市场导向型金融体系都不比对方更加有效地促进金融发展和经济增长,即金融结构对金融发展和经济增长无关紧要。

金融功能视角下的理论研究始于 R.Merton 和 Z.Bodie。20世纪90年代他们比较系统地提出了一种新的分析框架即功能主义金融观点。他们的研究表明:由融资合约、金融市场和金融中介所构成的金融体系通过提供一定的金融服务,削弱了市场不完美所造成的不利影响。通过效率或高或低的金融服务,不同的金融体系对金融发展和经济增长所产生的促进作用亦有大有小。据此,R.Merton 和 Z.Bodie 指出,区分不同类型的金融体系并不重要,重

收稿日期:2006-09-23

作者简介:潘海英(1970-),女,浙江台州人,河海大学商学院副教授,金融学博士,主要从事金融市场理论与实践方向的教学和研究。

要的是如何创造有利的环境使得金融中介和金融市场能够更好地提供金融服务。R.Merton 和 Z. Bodie 认为,从功能观点看,首先要明确金融体系应具备的主要经济功能,即在一个不确定的环境中便利资源在时间和空间上的配置。然后,再根据该功能来设置或建立能最好地行使这些功能的金融体系。

Levine(2000)的实证研究结果明显支持上述金融功能观的观点。Allen 和 Gale(2000)的研究也表明了金融体系是通过提供一定的金融服务来对经济增长产生影响的这一思想。他们指出:金融中介和金融场所提供的风险管理功能是不尽一致的。金融市场允许个人通过利用投资组合来对冲异质风险,投资者可根据自己的风险承受能力来调整资产组合的风险。金融场所提供的这种横向的交叉风险分担功能使其为投资者表达不同的意见提供了一个良好的机制。与金融市场不同的是,金融中介提供的是跨期风险分担功能。这是因为金融中介可以通过对不同时期的损益进行调整来防止资产价格的过分波动,从而平滑了不同期间的投资收益。

二、制度、产权、投资者保护与金融发展:理论回顾

自科斯以来,经济学家一直强调制度在经济增长中的作用,制度作为一种行为规则,限制和约束了人们的行为选择集合,对人们相互发生的关系提供了框架,构造了人们在政治、社会或经济方面发生交换的激励结构,并通过对交换和生产成本的影响来影响经济绩效。在所有的制度中,产权制度是最根本也是最重要的制度安排。自思想启蒙时代以来,大部分经济学家认为,好的经济制度要保护产权免受邻里和国家的侵犯。而金融的本质就是产权的跨时交易活动,在产权没有得到明确界定的条件下,不仅会出现严重的代理人问题,而且还带来控制权与剩余索取权相分离,从而不可能真正建立起有效的公司治理结构,因而明晰的产权安排对于金融发展至关重要。

在金融市场中,产权保护具体表现为对投资者权利的保护。外部投资者的权利常常受到来自于公司管理者和有控制权的股东的侵害,此时投资者可能无法获得应有的投资回报,这将削弱对投资者的投资激励,进而阻碍金融发展。因此,保护投资者权

利免受管理者和大股东的侵害对于提高投资者的投资积极性,促进金融发展有着决定性的影响。

投资者权利的保护既可以通过正式制度安排,也可以通过非正式制度安排来实现。20世纪90年代中后期兴起的法律金融理论认为,正式制度安排—法律—对于投资者保护具有不可或缺的作用。LLSV(指 Laporta, Lopez·de·Silanes, Shleifer 和 Vishny 4位学者)(1998)对此作了开创性的贡献,他们研究发现,法律制度是投资者权利的最重要来源,而各国法律制度对投资者的保护存在着系统性的差别。其中,实行普通法的国家不仅对股东提供了完备的法律保护,而且对债权人也提供了完善的权利保护。但是,实行成文法的国家对债权人和股东都未能提供充分的法律保护。研究还发现,尽管高效的法律执行机制能够弥补法律制度本身的不足,然而,实际上,实行普通法的国家不仅法律制度较为完善,而且还具有高效的法律执行机制。相比之下,实行成文法的国家不仅法律制度存在不足,而且法律执行效率也比较低。

根据49个国家组成的样本,LLSV考察了法律保护对金融市场发展的影响。LLSV发现,在法律较为完善且执行效率较高的实行普通法的国家中,金融市场得到了良好的发展。由于融资条件较为优越,企业家可以出售更多的股票或融通更多的债务,资本市场具有较高的市场价值,也具有更广的广度。但在实行成文法的国家,由于法律不够完善,执行效率比较低,普遍地资本市场的规模较小且较狭窄。即使考虑到经济发展的不同阶段(将人均GNP作为解释变量进行调整),实行成文法的国家在保护投资者以及金融市场的发达程度方面还是比实行普通法的国家落后。在LLSV研究工作的基础上,大量的经济学家分析了法律保护对一国金融发展、企业市场价值和外部融资能力的影响。Levine研究了法律保护对金融中介发展的影响。他发现,在重视债权人利益保护的國家,银行业得到了较好的发展。而且法律执行效率也相当重要,在法律和契约得到严格执行的國家,银行业往往较为发达。LLSV(1999)发现,在法律对小股东权利提供较好保护的國家,企业具有较高的市场价值,而在对小股东缺乏法律保护的國家,企业的市场价值较低。因此,加强投资者保护并不会损害上市企业的利益,相反,加强投资者保护有利于提高企业市场价值降

低企业融资成本。Demirguc-Kunt 和 Maksimovic 发现,在法律环境对投资者越有利的国家获得长期外部融资的企业在全部企业中所占的比例越高,通过金融体系获取外部融资的企业也越多。因此,法律环境决定了企业的外部融资能力。

从保护投资者的角度看,政府管制可以作为法律体系的有效补充,在某些情况下还可能取得更高的效率。例如,20世纪90年代初期,波兰和捷克这两个处于转轨期的国家在收入水平、经济政策和司法质量等方面是大体相似的。波兰旨在保护投资者的政府管制集中于对上市公司信息披露的严格要求,对证券市场和中介机构实行进入限制,对其经营进行严格监督、管理。同时赋予证券市场监管部门相对独立于现有法律体系的行政权力,使其成为一个强有力的行政机构,减少了立法滞后、司法低效对证券市场发展的制约,从而带来了证券市场和上市公司的健康、快速发展。相反,捷克既没有引入严格的证券法,也没有强有力的市场管制者,因而市场被少数具有控股权的股东所侵扰,陷入崩溃的边缘。值得注意的是,虽然政府对于金融市场的发展是重要的,但是,政府只能是在法律可能失效的情况下通过加强对投资者的保护而发挥作用,并不是直接参与市场交易或拥有金融机构。

除了正式制度安排对保护投资者具有重要的作用之外,一些学者尝试性地考察了非正式制度安排对投资者保护和金融发展的影响。Stulz 和 Williamson 将宗教和语言作为文化的表征变量,研究了文化对投资者保护进而对金融发展的影响。结果发现,宗教与对股权所有者的保护没有什么联系,但是与对债权人的保护有着密切的关系。在股权所有者的保护中,作为正式规则的法律比宗教和语言更为重要。但是,与一国的贸易开放、语言、人均收入或法律环境相比,一国的主要宗教有助于解释各国债权人权利之间的差异。比如,与其他国家相比,天主教国家的债权人缺乏保护,其长期债务也没有在新教国家显得重要。此外,以宗教和语言为代表的文化对一国法律的执行效率也有着重要的影响。

上述理论和实证研究表明,金融的持续发展不在于金融结构,完善金融服务功能、提高金融服务效率才真正具有重要意义。现代主流金融发展理论则认为,明晰的产权安排对提高金融服务效率、促

进金融持续发展极为重要。同时,完善的法律制度及其良好的执行效率将对投资者权利起到最好的保护作用,是金融持续发展的关键所在。而政府管制以及非正式制度安排则是对法律体系的有效补充,也能对投资者保护和金融发展起到一定作用。

三、我国金融为何能快速的发展

1. 我国金融的快速发展

20世纪70年代末,我国政府开始酝酿创设国有金融部门,80年代初国有金融体系初步形成,进入90年代,金融体系逐步趋于完善,确立了中央银行制度,形成了以中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会为监管机构,国有商业银行、政策性银行、股份制商业银行、证券公司、保险公司、财务公司等功能互补的分业经营金融机构体系,以及包括货币市场、股票市场、债券市场等在内的金融市场体系。在金融体系构建的同时,我国金融也取得了快速的发展。以下世界银行的研究数据可以大致显示1991—2001年期间我国金融的发展状况:从金融中介的发展来看,银行资产占GDP的比例从1991年的0.82上升到2001年的1.29,增长了57%,银行信贷占GDP的比例从1991年的0.82上升到2001年的1.20,增长了46%。从股票市场的发展来看,股票市场总交易市值占GDP的比例从1992年的0.04上升到2001年的0.38,增长了近10倍,而股票市场市值占GDP的比例从1992年的0.02上升到2001年的0.50,增长了25倍。从债券市场的发展来看,私人债券市场市值占GDP的比例从1991年的0.06上升到2001年的0.17,增长了近300倍,政府债券市场市值占GDP的比例从1991年的0.04上升到2001年的0.16,增长了近400倍。

那么,改革开放以来我国金融为何能快速的发展?上述分析指出,金融发展的关键在于明晰的产权安排、完善的法律制度及其良好的执行效率。但是在我国,以上条件并不具备。我国的实际情况是,一方面,最明显的是,直至20世纪90年代末,政府在银行中的资产份额高达99.15%,而当时世界平均水平为41.17%。另一方面,从法律制度的角度而言,尽管从条文上看,我国在对投资者权利的法律保护程度上是比较高的,但在法律执行质量和效率上,与各国相比都是严重偏低的。然而,对转轨国家而言,法律执行质量和效率相对于法律条文而言,对

金融的发展更加重要。

显然,如果依照主流金融发展理论的观点,可以认为改革开放以来我国金融取得如此快速的发展是一个奇迹,它是对主流金融发展理论的挑战,其真正原因值得我们去深入探究。

2. 我国金融快速发展的原因探究

(1) 经济市场化的推动

我国从1978年开始经济体制改革,即从计划经济向市场经济转变的经济市场化改革,这是一场涉及经济、社会、法律和政治体制的制度变迁。由此,我国逐渐从一个计划经济主导的国家发展成为一个以市场为导向的开放经济的国家。经济市场化水平的不断提高,必然导致我国金融的快速发展。因为经济市场化进程的加快必然会增强微观经济主体的经济活动能力,带来微观经济主体收入水平的提高,从而对金融需求的数量和质量也将提高,其结果就是金融的快速发展。同时,在我国的经济发展战略中,主要是通过对金融部门的控制来实现经济改革和发展的,因此我国金融发展主要源于经济市场化的推动。

(2) 政府管制的实施

改革开放近30年来,我国政府在金融发展中扮演着重要角色,政府管制是大量而广泛的。无论是金融改革目标的确定、金融机构的分化重组、金融市场的开拓、金融业务的扩展、金融管理方法的变革,以及金融政策的制定和实施,都基本上受政府权力中心的能力和意愿控制,明显体现出政府的主导作用,即政府替代市场的作用。这种大量而广泛的政府管制并没有对经济和金融发展造成大的负面影响,相反,总体来看还起到了积极有效的推动作用。虽然,无可否认,政府管制的实施必然有其成本,在对经济和金融发展发挥积极作用的同时,政府管制也会对市场机制作用的发挥产生阻碍作用。但是,通过对我国金融发展中政府管制的成本与收益的客观评估,却可以发现,我国经济和金融发展中政府管制的收益是远远大于成本的。其最主要表现在于一方面推动了我国金融市场的快速发展,另一方面在我国经济渐进式改革过程中发挥了特殊且重要的金融支持作用,促成了我国经济的成功转型。

经济的市场化和政府管制构成了改革开放以来我国金融快速发展的主要原因,但不可否认的

是,其他一些因素,比如民间金融的存在,也在很大程度上促进了我国金融的发展。民间金融主要凭借信息优势、担保优势和交易成本优势,对于缓解我国企业特别是中小企业的融资压力以及促进农村金融发展有着特别重要的意义。

四、我国金融进一步发展的思考

加入WTO后,2006年底我国将全面开放国内金融市场,届时国际金融机构将大量涌入,可以预见我国金融业发展将面临更大的挑战。这主要体现在以下三个方面:一是银行不良资产率高,潜在金融风险较大。截至2001年9月末,我国四大国有商业银行不良贷款为1.8万亿元,占全部贷款总额的26%,实际已经形成的损失约占全部贷款的7%左右。二是银行资源配置效率偏低,货币政策传导不畅。近几年来,我国的货币政策一直比较宽松,广义货币1998-2001年4年的平均增长率是14.6%,几乎是我国GDP增长率的两倍;商业银行的头寸已处于历史上最宽松的时期,银行间的同业拆借利率仅比在中央银行的准备金利率高6个基本点;国有商业银行对10年期国债的投标利率也仅为2.9%。但是从另一方面看,中小企业贷款难和农民贷款难的现象仍然十分突出。这样一种“宏观松,微观紧”的状况说明了我国的货币政策传导机制是不畅的。三是中资银行面临被“边缘化”的危险。根据入世协议,2006年底以后,外资金融机构将与中资银行展开直接的全面竞争,这将是一场凭借投资回报和经营绩效决胜负的争夺。中资银行特别是国有商业银行的低效决定了它们在这场竞争中并不占优势。由此,一旦现有的各类保护性措施取消,中资银行将会面临被外资银行“边缘化”的危险。

导致我国金融业出现以上问题的最根本原因在于金融体制改革滞后,即国家垄断的、间接融资为主的金融制度已经不能适应经济发展中的多元产权结构的需要,不能满足不同类型的经济主体的投融资需要。这主要表现在政府对金融的严密控制,使得经济货币化比率的提高与金融深化不完全一致;同时,微观金融主体因产权不清晰,在提供金融服务时不会以市场化的经济主体身份,根据经济发展的需要提供各种金融服务,从而不可能形成与经济相适应的最佳的金融结构。因此,我国金融发展应着力于完善金融功能,以及效率型金融结构的构建。一个健全的、效率型的金融结构,并具有与市

市场经济金融体制动态的适应机制的金融结构应该是我们追求的目标。

那么具体地,我国金融下一步该如何发展?实际上随着中国市场化完善,单纯通过经济的市场化将无法推动金融的发展,并且金融发展中政府过多管制的负面影响也在扩大。根据上述现代金融发展理论的观点,本文认为只有通过深化金融制度的改革,才能真正有效地促进我国金融的进一步发展。

1. 积极推动金融的市场化

在现代金融发展理论中,完善市场规范并不会抑制金融发展的速度,相反,它能够促进金融的内生发展,这一点对于我国金融发展政策的制定具有重要的指导意义,对我国金融发展和金融体制改革也具有重要的借鉴意义。

以金融市场为主的美、英和以银行中介为主的日、德等国的金融体系之所以能提供各种金融功能,促进经济增长,是因为这些国家的金融体系是按市场化法则运行的,而我国金融结构低效的症结在于金融资源的非市场化运行。必须指出,金融市场化不仅仅是利率、汇率市场化,更是一个制度变迁的过程。它强调的是金融市场主体真正独立的市场行为、金融市场的统一性和内在一致性。只有金融市场化,包括金融市场与银行中介在内的各经济主体才会有金融创新的激励,通过自主地提供收集、分析和处理有关金融交易的信息、监督经理人员并实施联合控制、促进商品劳务的交换和金融契约的达成等功能,以实现金融体系配置金融资源的帕累托效率。

我国金融市场化实现的关键在于通过完善法律制度来增强对投资者权利的有效保护,提高对投资者的投资激励,特别是在改善法律的执行质量和效率方面,这一点对于我国金融的市场化更为重要。此外,需要建立健全的政治决策和权利制衡机制,协调相关利益集团的利益,为金融发展创造一个良好的制度环境。

2. 加快金融业产权改革的进程

目前我国银行业改革面临两个两难:一是效益与整体风险的两难,即银行业不开放不能形成竞争的市场,从而银行效益难以提高;而银行业的开放则会加大金融业的整体风险,从而不利于经济的稳定运行。二是改革的紧迫性与制度不完善的两难,

即我国银行业问题严重,改革迫在眉睫,而银行改革的制度环境还不完善。而要真正解决这两个问题,关键在于产权改革,只有通过产权改革,中国银行业才能真正建立有效的公司治理机制,从而真正提高它的竞争力。一是积极引进境外投资者,特别是那些历史悠久的享有全球信誉的大银行,由于它们良好的自我约束,将有利于激励我国银行建立有效的公司治理结构。可喜的是我国建设银行、交通银行、中国银行通过引进战略投资者,已经在香港上市,开始了股份制改革。同时,目前国内包括工商银行、农业银行,以及城市商业银行、股份制银行、农村信用社在内的其他银行的上市步伐也在加快。二是积极推进我国民营银行的发展。我国发展民营银行的呼声并不是由官方提出的,它本身就是市场发展达到一定阶段,经济与金融发展出现不均衡的必然需求,它对于解决中小企业融资难问题以及改善我国银行业的市场结构具有重大意义。但是依据我国的历史现实情况,在我国发展民营银行仍然应该由政府主导推动,但一定要立足于市场的实际情况。

3. 继续发挥政府调节的作用

在市场金融体制建立的过程中,政府的主要作用是大力培育金融市场,为市场价格机制作用的发挥创造必要的环境和条件。政府培育金融市场有利于加快市场金融体制的建立,减少金融市场发展的盲目性。市场金融体制建立以后,政府的作用也必不可少。市场价格机制本身的缺陷在金融领域将会长期存在。具体而言,金融自由化在增强金融市场效率的同时,往往在金融创新动力不足,过度竞争导致金融机构利润率下降等方面又具有降低金融市场效率的作用;在提供安全性金融工具的同时,又增加了金融风险,因此,即使在金融体系相当完善的国家,政府对金融的监管也不可缺少。市场金融体制中,金融监管的基本目的是在保持金融业的竞争与效率的同时,防止过度竞争,保障金融企业经营的安全与稳健,维护金融体系的稳定。

参考文献:

- [1] R. Rajan, L. Zingales. Financial Dependence and Growth [J]. American Economic Review, 1998, (3): 559-586.
- [2] T. Beck, R. Levine. New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market or Bank-Based System

- Matter?[Z]. World Bank Policy Research Working Paper, 2000.
- [3] Merton R.C. Bodie, Z. The Global Financial System: A Functional Perspective[M]. Harvard Business School Press, Boston, 1995.
- [4] Levine Ross. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. [J]. Journal of Economic Literature, 1997.
- [5] F.艾伦, D.盖尔. 比较金融系统[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002.
- [6] La Porta R., LopezdeSilanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, (106): 1113-1155.
- [7] La Porta R., LopezdeSilanes F., Shleifer A. Vishny R. Investor Protection and Corporate Valuation [Z]. NBER Working Paper, 1999.
- [8] Stulz Renee, Williamson Rohan. Culture Openness and Finance [Z]. NBER Working paper 8222, 2001.
- [9] <http://www.worldbank.org>.
- [10] 乔治·J·施蒂格勒. 产业组织和政府管制[M].上海: 三联书店, 1989.
- [11] 卢现祥. 新制度经济学[M]. 武汉:武汉大学出版社, 2004.
- [12] 樊刚, 王小鲁, 等. 中国各地区市场化相对进程报告[J]. 经济研究, 2003,(3).
- [13] 江春. 论货币自由兑换的制度基础[J]. 管理世界, 2003, (9).
- [14] 王一江, 田国强. 中国银行业改革两难与外资作用[A]. 天则经济研究所双周论文[C], 2003.
- [15] 易刚, 赵先信. 中国的银行竞争: 机构扩张、根据创新与产权改革[J]. 经济研究, 2001,(8).

(责任编辑:刘同清)

The Path of Financial Development: Research Progress and the Implications It Brings for Financial Development in China

PAN Hai-ying

(School of Business, Hehai University, Nanjing Jiangsu 210098, China)

Abstract: In the modern mainstream financial development theory, the well-defined property rights arrangement and the sound legal institutions with good execution efficiency are essential for the financial system to improve its functions and provide good financial service, and thus are key factors in the sustainable development of the financial industry. The market-leading force in the economy and the government regulation have accounted for the main two reasons for the rapid financial development in China since the reforms and opening-up. The ultimate reason for the problems in the financial industry in China lies in that reforms in the financial system have lagged behind the economic reforms, that is, the state-monopolized and indirect-financing-dominating financial system has already fallen out of the need of the current pluralistic property rights structure in the economic development and the need for investment and financing of different participants in the economy. The financial development of our country should focus on the improvement of the financial functions and the construction of an efficiency-oriented financial structure.

Key words: financial development path; property rights; protection of investors; legal institution