

银行主导型和市场主导型金融体系的比较¹

谢平

(中央汇金投资有限公司总经理教授)

关于这两种融资体制的比较，目前理论界争论得比较厉害，到底是银行主导型好还是市场主导型好？中国现在对此的争论也很大。

一、经典论著介绍

银行主导型和市场主导型金融体系，孰优孰劣？这方面有几篇经典论著。第一篇就是 Franklin Allen 的《比较金融体系》；然后是 Ross Levine 的《银行主导型和市场主导型金融体系：跨国比较》和《Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?》，前一篇刊登在《金融体系演变考察》，由北京奥尔多投资研究中心主编，中国财政经济出版社 2002 年出版；后一篇见 Levine 个人网页。Levine 有几篇经典的论文，目前一部分已经由唐寿宁主编的奥尔多投资研究中心翻译出来了，但是主要的著作还是在网站上，一个是在世界银行的研究网页上，一个是在 Levine 的个人网页上。Levine 做过关于银行主导型和市场主导型金融体系的世界银行的课题，连续做了 10 年，得出了一个 Levine 指数，用以衡量哪种制度叫银行主导型，哪种制度叫市场主导型，然后跟各种变量进行比较。世界银行 1999 年的金融结构项目（Levine 是负责人，见世界银行研究项目专门网页）建立了 150 个国家 30 年的金融结构数据库。戈登·史密斯在 50 年代第一次论证了金融结构的分析，此后就没有人再做这么仔细的研究了，这次世界银行委托 Levine 把这个数据库建立起来了，这样，全世界 150 个国家，30 年的时间序列数据都有了，将来就可以作正式比较了，可以建模了，这是一个很大的创举，我们就可以真正用数据、模型来比较银行主导型和市场主导型的差别在哪里，与经济增长、通货膨胀、融资效率等各种各样的变量有什么关系。但是这个比较的结果到现在还没有出来，仍然无法说明哪种制度好。

第五篇论著特别要介绍的就是博迪的《金融学》，中国人民大学出版社出版。博迪有一个金融怪论，叫博迪式的金融制度，它既不是银行主导的也不是市场主导的，而是介于二者之间。第六本书就是中国人徐东根等写的《美国证券法律与实务》，上海社会科学出版社 1997 年出版。第七篇是 Franklin Allen (2002) 担任美国金融学会主席时的讲演，叫《DO FINANCIAL INSTITUTIONS MATTER?》，其讲演再次说明了金融机构的作用究竟有多大。第八篇是 Franklin Allen 和 Douglas Gale 关于金融中介和市场的比较，文章名字叫《Financial Intermediaries and Markets》，沃顿金融机构研究中心论文 00 年 44 号。第九篇是斯莱弗等人著的《法律与金融》。这篇文章很有名，现在很多人研究金融制度的时候都会引用这篇文章，其中文版刊录在吴晓求主编的《经济导刊》2002 年第 1、2 期。第十篇就是经济科学出版社出版的，也就是今年 1 月吴晓求在一个会上的讨论文章，叫《市场主导型金融体系—中国的战略选择》。

这么多经典论著一直在探索为什么人类从 1940 年以来，各国金融体系会出现这么大的差异，这一直是一个谜。人类在 1933 年以前都是自由金融制度，那个时候各国的金融制度差异并不大，为什么二战以后尤其是美国 1933 年的法律之后各国的金融制度会差异这么大，这个问题一直没有明确的解释。按道理讲，人类对投资的偏好，对储蓄的偏好都是一致的，各国不会差异很大，但是为什么会差异这么大呢？按照斯莱弗等人的说法是由于法律制度不同，他们认为主要是由于各国初始的法律制度不同，尤其是这些法律对债权的保护、对产权的保护、对股权

¹ 本文系根据中央汇金公司总裁谢平教授 2005 年 6 月 15 日在西南财经大学的专题讲座录音整理。

的保护不一样，由此引起人类金融制度安排的不一样。但这也仅仅是一种假说，目前还没有得到证明。

第二个问题就是人们一直在试图寻找一种最优的金融体系模式，这也是各国不断进行金融改革，不断修正法律的原因。各国都在探索有没有一个最好的金融模式，它既有利于经济增长，又有利于金融稳定，没有系统性风险（危机），但目前还没有找到，现在还在争论美国模式好还是德国模式好，由此才产生了所谓的制度比较方法。我们原来以为，制度比较就是比较资本主义和社会主义，现在看来不是，现在主要是比较银行主导型和市场主导型，而且进一步扩大到国与国之间的比较。

二、国内外发展简史和重要事件

(1) 1933 年美国颁布《格拉斯—斯第格尔法案》，这是人类金融制度发展历史上的一个重要事件，此前银行、证券业务不分。(2) 从融资比重看，目前大部分国家银行融资的比例仍然相当大，OECD 国家 2002 年平均银行融资仍占 70%。(3) 第三个重要事件就是 60 年代以后，美国、英国这些证券市场主导型国家发展迅速。(4) 但是，很奇怪的是欧洲大部分国家仍然一直实行全能银行体制。(5) 日本二战以后一直是主银行体制，走得很好，但是 90 年代发生危机后有变化。(6) 1997 年亚洲金融危机。亚洲金融危机激发了世界银行 1999 年的金融结构项目，许多经济学家也开始重新思考银行主导型到底好不好，美国一个经济学家就批评亚洲模式，说亚洲模式有好几个缺点，在融资模式上，银行主导型产生关系贷款、家族控制；第二个批评就是针对资本结构，在这次亚洲金融危机，银行主导型受到了很大的非议。包括中国在那之后也在反思，提出中国资本市场的发展是不是要加快。(7) 1999 年美国颁布《金融服务现代化法案》，由此开始金融混业经营。70 年代以后的金融创新和 IT 发展，深刻影响了金融制度。(8) 中国 1980 年开始的金融改革。现在 25 年过去了，很多人又开始回过头来讨论，在中国改革当中为什么就形成了银行主导型？为什么在 1986 年的时候没有设计市场主导型？为什么那个时候不开始发展证券市场？究竟有没有历史原因？有没有人为原因？有种说法是与计划体制有关，凡是从计划经济过来的国家大部分是银行主导型，因为计划经济体制下没有市场，完全是银行融资。但是这样的假设也不正确，因为有些东欧国家从转型一开始就发展资本市场。(9) 中国 1993 年以前一直是金融混业经营，国务院 1993 年的金融改革文件确定中国实行分业经营和分业管理，1995 年《商业银行法》和《保险法》体现了这一思想。(10) 1991 年中国证券交易所建立，中国才开始证券市场，之后中央政府对股票市场不断给与政策支持。(11) 中国 1991 年到现在，15 年以来证券市场融资仅 8%，大大低于商业银行融资。我们这么支持股票市场的发展，但是其比例仍然很低，这个结果至今无法解释。(12) 中国国内没有走市场主导型，但是存在大量的海外上市。到今年 6 月有个统计，海外融资比重第一次超过了国内 A 股融资比重，利用境外证券市场，这是非常奇特的制度安排，世界很少见。

三、银行主导型和市场主导型分类

Levine 根据他的数据库把国家分成两类，银行主导型和市场主导型，然后在每一类里面又分金融发达国家和金融不发达国家，转型国家单独列一类。在金融不发达国家中银行主导型的有 19 个：孟加拉、尼泊尔、埃及、哥斯达黎加、巴巴多斯、洪都拉斯、毛里求斯、肯尼亚、厄瓜多尔、斯里兰卡、印尼、哥伦比亚、巴基斯坦、津巴布韦、希腊、阿根廷、委内瑞拉、印度、冰岛。值得注意的是，银行主导型并代表经济不发达，比如希腊、哥伦比亚、冰岛，这些国家的人均 GDP 比中国高；在这些国家，本身金融业不发达，同时又是银行主导型。另外，金融不发达国家里市场主导型的国家有 8 个：丹麦、秘鲁、智利、牙买加、巴西、墨西哥、菲律宾、土耳其。

再来看金融发达国家，银行主导型有 16 个：巴拿马、突尼斯、塞浦路斯、葡萄牙、奥地利、比利时、意大利、芬兰、挪威、新西兰、日本、法国、约旦、德国、以色列、西班牙。这里面有几个国家比较奇特，德国、日本、法国、比利时、葡萄牙，这些都是资本主义发展时间很长的国家，经济发展也不错，但是这些国家一直是银行主导型。资本市场很早就建立了，但一直是不死不活，比如葡萄牙和法国。这是很奇怪的，因为理论已经反复验证了，人的本性是一样的，喜欢投资还是储蓄、爱不爱冒险，跟人种无关，都是制度安排的结果。金融发达国家市场主导型的国家和地区有 14 个：荷兰、泰国、加拿大、澳大利亚、南非、韩国、瑞典、英国、新加坡、美国、瑞士、中国香港、马来西亚。其中，亚洲有韩国、泰国、中国香港、马来西亚。

从上述 4 组分类看不出任何规律性，这就是个谜，不管经济是否发达，都有市场主导型和银行主导型。

四、主要理论发现

根据目前的研究，主要有以下的理论发现。

1、法律

初始法律体系是习惯法系，如美国、英国，可以更好地保护投资者，有利于股票市场发展；而法国式民法系就不利于股票市场发展，因为它是以保护债权人为主的。也许几百年前的初始的法律状态就给这些国家现在的金融制度埋下了伏笔。这里讲的法律，主要是看《公司法》、《证券法》，司法系统是否受理投资者的诉讼。这方面比较特别的是，美国有一条法律，规定投资者可以直接起诉上市公司，并且法院要受理。这种制度有利于投资者，投资者当然就愿意来，这就是为什么美国的法律设计如此严格但所有的公司还是玩命的想到美国上市的原因。法律制度越完备、监管越严，投资者就越多；投资者越多，上市公司就越多，股价就卖得越好，尤其是 IPO 价格，美国就比其他国家卖得好。同样，有些国家的法律对债权保护得特别好，公司破产之后首先是还银行贷款，然后才是职工，这些国家的银行就愿意贷款。不像在我国，破产之后，先上税，再安排职工。所以，法律，特别是《破产法》和《银行法》，对债权、产权、股权的保护程度关系到银行业的发展，例如，如果法律没有很好地保护产权和投资者权利，人们就趋向于持有债权，相应地，银行业就发展；又如，在对会计标准的严格要求上，投资者保护有需求。这方面，斯莱弗给出了一个猜想，什么样的法律体系有利于银行主导型发展？什么样的法律体系有利于市场主导型发展？法律体系的产生在最初人为的偶然因素非常大，据说法国的法律体系就与拿破仑的个人习惯有关系，像美国的法律体系也是具有偶然性的。

2、国家富裕程度

国家富裕程度与资本市场发展可能有关系，并不是说，资本市场发展这个国家就一定富，但是，这个国家富，人均 GDP 高于其他国家，这个国家就有利于发展股票市场。这就等于是说，像中国这样人均 GDP 比较低的国家，资本市场会受影响，因为，人均收入低时，居民投资以存款为主，收入高了以后才会投资股票、债券。这里有一个规模收益的问题，人均 GDP 比较低的国家，储蓄的交易成本很低，而且银行网点很多，所以储蓄是低收入家庭首选的金融资产。储蓄与股票不同，实名制下股票不一定能够成为遗产，而存款就没问题。所以人均 GDP 与资本市场的发展一定是正相关的。从这一点来看，中国目前的资本市场发展就不利，因为中国仍然属于低收入国家。

3、银行主导型或市场主导型金融制度都不能解释哪个更有利于经济增长

如果这个结论成立，我们就不能说，现在我们发展资本市场有利于经济增长。银行主导型

国家经济增长迅速的代表中国、日本、德国这三个国家，都曾在历史上相当长的一段时间里保持了经济高速增长，但是这种情况在比较好的市场主导型国家和地区也有，像美国、瑞士、香港，所以根本无法说哪种制度更有利于经济增长。这样，两种制度都不能解释与储蓄率相关的问题，都不能证明哪种制度资源配置效率更高。虽然按照一般的推理总是认为，资本市场的资源配置效率要高于银行，因为后者总是会存在一些人为因素、政府干预等，但是事实证明结果并非如此，银行主导的国家不良资产规模很大，市场主导的国家上市公司亏损也很严重。如果要验证，无非是从以下几个方面入手，第一，哪种制度有利于储蓄增加；第二，哪种制度有利于资源配置效率提高；第三，哪种制度有利于科技创新。只有这样，才能论证是否有利于经济增长，到目前为止，这些都无法做到。

4、对证券市场监管越严格的国家，会计标准严格的国家，越有利于保护投资者，股票市场相对发达

这点很重要，这和我们平时的想象不太一样，我们平时都认为，监管过头了肯定就不利于发展。因此，不能以发展为理由放松监管，“在发展中规范”是不对的，美国、英国的例子已经说明。美国是严格监管的典型，谁都愿意去美国上市，投资者也愿意投资于受美国法律保护的证券市场。世界上有一些国家的证券市场，因监管不力而边缘化，转型国家类似的案例不少。银行、保险也一样，监管越严格，消费者就放心，发展顺利，因为当监管不严格的时候，投资者反而没有信心。会计标准也是这样。也就是说，只有严格监管，证券市场才能发展。并不是说，先放松发展，再来严格监管，这样的逻辑不正确，但是我们中国向来就是这样。银行监管也一样，银行监管严格了，存款者才放心，存款者放心了银行业才可以发展。现在我们国内已经出现了许多领域消费者严重依赖监管的现象，包括食品、奶粉、饮用水，因为消费者自己无法辨别银行的好坏、无法辨别食品的质量、无法辨别假药真药，所以会严重依赖政府监管，只有政府监管严格了，消费者才敢大胆消费，才能刺激市场的发展。美国按照这个逻辑做得比较早，而中国则总是认为不能监管过严，管过头就死了，所以，现在我们好多大公司千方百计地要到国外上市，宁可花大钱在海外上市，因为那边严格的会计标准、当地监管、国际监管有利于公司发展，有利于公司治理结构、有利于投资者保护。

5、税收

目前看来，税收对这两种制度的影响非常大。利息税、资本利得税、遗产税、银行和证券业的所得税等税收政策与金融制度特别有关，例如，对银行呆帐准备的税收待遇，就与银行业的发展关系重大，在这一点上，中国就做得非常不好。长期以来，中国的税前拨备是和贷款挂钩的，如 1%，结果银行的不良贷款远远大于 1%，但是由于税收的原因却不能增加拨备，这就是税收过头了，导致银行业发展受限，不良贷款也积累得越来越多，每年不能冲销，最终仍然由财政买单。像这次中行、建行改革，财政部原来的资本金全部冲光，因为原来财政从银行拿走的太多了，所以现在就要拿出来。税收是中性的，这已经是在理论上证明了，过去财政老不给银行留拨备；现在银行不行了，还是得把钱还给银行，只不过是在不同的时间序列上做了替换，这是一个很典型的例子，说明税收对一个国家银行业的影响。资本市场也是一样，早几年资本市场好的时候，一年的印花税上百亿元，现在不行了，还是要财政往里填钱。所以，很多国家在金融制度的税收方面都特别谨慎，包括所得税、资本利得税、不良贷款的税收处理等。

6、存款保险制度

这是一个比较奇特的理论发现：凡是有明确存款保险制度的国家，股票市场相对不发达。存款保险制度是在 1929 年金融危机之后由美国人发明的，现在已经非常普遍，但有人就在担心，

对银行保护得这么好，会不会影响资本市场的发展。

7、通货膨胀在银行主导型和市场主导型制度之间没有显著差别（无关系）

对这个问题，我们以前总是认为银行主导型国家的 M2/GDP 比例很高，这样的国家肯定容易发生通货膨胀，市场主导型国家 M2/GDP 比例低，发生通货膨胀的可能性小，但事实并不是如此。所以，可以判断，通货膨胀并不取决于 M2/GDP 比例，而是要看一段时间内 M2 的增长率与 GDP 增长率的比例关系，即二者的微分关系。中国原来有一种看法就是，发展资本市场对控制通货膨胀有帮助，现在看来好像也不尽然。

8、在经济发展中，银行业发展和股票市场发展是互补的，而不是相互排斥的，也完全不是可替代的，它们各有功能，相互渗透

现在，尤其是 90 年代以后，人们慢慢有了一种新的想法：在经济发展中，银行业发展和股票市场发展是互补的，而不是相互排斥的。这两种金融制度既然已经形成了，而且现在有这么多的新金融工具，是介于这两种制度之间的，比如，我们的银行现在大量在做代客理财，保险公司大量在做投资连接保险，把保费跟股票连接起来，基金公司卖的最火的是货币市场基金，而不是股票基金，在中国这样金融如此不发达的国家，目前都已经出现了大量的介于两种制度之间的工具与机构，于是，大家感觉到资本市场、货币市场、银行、证券公司本身是可以相互渗透的，对这个互补性大家的认识越来越多了。中国也在这方面有很大进步，最明显的就是有了货币市场基金，还允许银行办基金管理公司。

9、非银行金融机构的发展更促进股票市场的发展

非银行金融机构的发展，如养老基金、住房协会、保险公司、共同基金等能够促进股票市场的发展。个人和公司把钱交给这些机构，这些机构投资者活跃在证券市场，甚至是许多大公司的主要股东。现在看来，股票市场的发展和养老制度的改革是非常有关系的。

10、腐败程度高的国家，股票市场相对不发达

这是 Levine 根据数据得出的结论，至于原因，我就不是很清楚了，也许是因为股票市场相比之下对腐败更敏感一些。

五、比较

下面从风险分担、融资方式、治理结构、监管要求等方面对两类金融体系作一些比较。

1、风险分担机制不同

市场主导型金融制度是以股票、债券市场为主，企业的亏损或违约风险直接由投资者承担，容易引发市场波动，证券价格风险较大。但同时股票、债券可派生多种工具，可以进行风险对冲，这样可以在一定程度上减小风险。并且，这样的市场需要充分的信息披露和发达的市场中介体系，由于信息的完备性和市场操作的高度透明性，一般来说证券公司破产风险小，于是证券市场的系统性风险也比较小。商业银行主导型体系，企业亏损和违约风险由商业银行承担，存款者不承担贷款风险。但是，如果商业银行破产，存款者有损失，并且由于存款者对企业信息要求低，商业银行破产风险较大，系统性风险可能性大（支付系统）。另外，银行资产安排有助于缓解跨代风险（长期）；证券市场有助于缓解横断面的风险，有多种工具。

2、融资方式不同

给出一个极端假设：全社会没有商业银行，全部都是证券融资，条件：基金单位可支付等。

家庭（消费+投资）→证券市场（股票、债券）→企业

↑

证券公司、基金等

银行模式 1、银行模式 2（博迪模式）和综合模式见下图。

(1) 银行模式 1

家庭（消费+存款）→商业银行（存款=贷款）→企业

(2) 银行模式 2（博迪模式）

家庭（消费+存款）→商业银行（存款=证券）→证券市场→企业

↘

↑

证券公司等

(3) 综合模式

商业银行（存款=贷款+证券）

↘

↗

↘

家庭（消费+存款+保险+证券）→ 保险公司（保费=存款+证券）→ 证券市场 → 企业

↘

证券公司、各类基金（基金总量=证券）、IPO 和经纪等）↗

3、治理结构

市场主导型对企业治理结构影响强，因为，外部董事比例大、严格的会计标准和外部审计、透明度要求高、恶意并购、股票价格导向、监管当局处罚、任何投资者的诉讼可能性、媒体舆论。银行主导型，一般来说，银行不派董事（日本、德国例外，参加董事会），而是注重贷款抵押物和担保的变化，要求企业信息，但不如证券市场要求严格，破产风险大；在利率、支付期、本金等条件上可协商谈判。

4、对监管的要求

市场主导型，股票投资者关心监管强度，要求监管当局严格监管，特别是众多投资者可以起诉上市公司或证券公司的不良行为；银行主导型，存款者一般对银行监管力度不关心，特别是有存款保险制度的国家，存款者不辨别银行的风险，这要依靠银行监管。

5、其他

比如，融资成本的比较，股权融资大于债权融资；在流动性上，市场主导型大于银行主导型；系统性金融风险（不稳定性），也是银行主导型大于市场主导型；对经济增长的作用，两种制度是无差别的；支付功能上，这是存款与证券的主要区别。

六、中国金融体制特点

首先，按机构分类，分为政策性银行、国有独资商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、城市信用社、农村信用社、外资银行、证券公司、基金管理公司、期货经纪公司、信托投资公司、保险公司、金融租赁公司、企业集团财务公司、资产管理公司等等。我们国家现在金

融机构分类越来越复杂了。其次，按市场分类，又可以分成股票市场、国债市场、其他债券市场、证券交易所市场、银行间债券和货币市场、外汇市场、期货市场、黄金市场。再次，按业务量分类，这就是很典型的我们国家银行主导的分类，分为银行业、证券业、保险业。最后，按制度特点分类，还可以分成国有独资和国有控股为主；除外资以外，基本没有私人所有；分业经营、分业监管。总的来说，我们国家的这些分类都比较混乱，重复交叉的比较多。

（责任编辑：程均丽）