第 57 卷 第 6 期
2004 年 11 月
武汉大学学报(人文科学版)
Wuhan University Journal (Humanity Sciences)
Vol. 57. No. 6
Nov. 2004. 767~772

● 经济实践

金融系统演化的政治经济学解释

胡 志 强
(武汉大学 商学院,湖北武汉 430072)

[作者简介] 胡志强(1962-),男,湖北汉川人,武汉大学商学院金融学系副教授,主要从事资本市场与金融系统理论研究。

[摘 要] 金融系统演化理论,作为现代金融理论的前沿课题,近年成为金融研究的热点。在法律、投资者保护解释金融系统发展的基础上,政治经济学解释了相同法律起源的国家,为什么金融结构会发生变化,金融系统发展会产生逆转,金融系统的演化仅仅用法律来解释是不完全的,而政治经济学从政治对金融系统的影响角度,较好的解释了法律与投资者保护的不足。文章分析并评述了政治因素如何影响金融系统演化与公司资本结构形成的理论,同时也指出了这一解释的局限性。

[关键词] 金融系统;政治经济学解释;局限与启示
[中图分类号] F832 [文献标识码] A [文章编号] 1671-881X(2004)06\|0767-06

一、引 言

以研究法律与金融为代表的学者拉·波塔、洛佩兹·德·西拉内斯、施莱弗和维希尼(简称 LLSV)创造性地提出,一个国家的法律传统可能会对一个国家的金融系统产生因果影响,不同的法律起源、不同的移植效果对一个国家的金融系统模式产生具有决定性的影响,用法律、投资者保护来解释金融系统的演进与发展是近期研究的流行解释。

然而,基于法律来解释金融系统发展差异的不足是显而易见的,法律与金融的观点认为不同的法律起源导致了不同导向的金融系统,也就是法律与金融系统有因果关系,一旦法律的起源确定,并且稳定,那么金融系统的模式也就稳定了。这一观点很难解释拉詹与津加莱斯(Rajan、Zingales, 2000)、罗伊(M. Roe)的发现,20 世纪的历史数据表明,金融结构的数值是变化的,金融系统的模式发生了某种转化。1913 年,法国股票市值占 GDP 的份额几乎是美国的两倍(0.78 比 0.41),到了 20 世纪末,情况发生了逆转,1999 年法国与美国的比例变为(1.17 比 0.52)。

Tilly(1992)发现,德国在 20 世纪初的市场发行量及股权的发行比例都要高于当时的英国,德国的银行和股东对于大多数上市公司的财务状况通常比较了解;而英国的投资者们偏好固定利率证券表明,他们缺乏信息而且对于公司的发起人和内部人的经营缺乏财务上的控制。LLSV(1998)发现,在 20 世纪 90 年代中期,英国及其它的习惯法系国家在股东权利上得分很高,而德国则相当低;在信息披露方面,英国得 78 分,而法国只有 62 分,因此他仍认为英国比法国的投资者保护更好,这一结论也合乎逻辑地导致了两国股本市值占 GDP 的不同上,但这一结论在历史上并不一直如此,期间有较大的波动。

拉詹与津加莱斯还发现,就全世界而言,资本市场的发展在第一次世界大战以前达到顶峰,之后一

收稿日期: 2004-05-23

直到第二次世界大战的相当长时间内处于下滑阶段,但到 21 世纪之前又回升到了一个新的高峰。20 世纪的金融史说明,全球的金融系统也经历了一个大的变动,除了法律起源和投资者保护以外,还有什么其它重要因素影响金融系统演化与发展呢?拉詹与津加莱斯认为是政治力量,政治力量的影响并不让人奇怪,因为不存在不受政治影响的经济领域,需要的是找出相应的影响金融系统演化的政治势力的变量,并考查这些变量是如何影响金融系统的。本文从政治经济学的角度探讨金融系统的演化理论,并指出这一解释的局限性。

二、影响金融系统的政治经济因素

什么因素能够解释资本市场重要性在 20 世纪的转变,而且这种转变在一些国家比另一些国家更显著,这种差异是何种力量决定的。20 世纪的金融历史表明,金融的发展并非在所有时期都是受鼓励的,那么是什么力量影响了金融的发展呢?为什么政府在许多情况下满足于不发达的金融系统?西方的金融政治经济学理论主要从以下几个方面解释。

(一)金融垄断者的优势

金融系统的发展,特别是向市场导向的转变,与对既得利益者形成的挑战有关,为了维护这一垄断权力,金融不发达更有利。不发达的金融系统有许多特征,其中信息披露水平低,金融契约难以执行,而规章制度更是为少数人服务。这样的金融系统使融资变得不顺畅,而资金只会流向既得利益者,可能具有资本,或者是拥有某种权力而获得的信誉,他们有能力担保投入的资金得到偿还。因此,资金进一步向有产者或有权者配置。

垄断金融的权力除了使融资变得有利以外,还可以阻止不利的竞争发生。控制了融资就控制了经济活动,比通过立法来控制经济要容易,受到较少的阻力,这是用政治力量比法律解释金融更有说服力的论据之一。控制金融对企业家、金融家来说,这是最方便的手段之一,同时也可以确保经济中的其它方面的垄断地位,阻止竞争的发生,确保垄断获得超额利润。

如果金融系统进一步发展,可能威胁到了这种垄断地位,使垄断者的超额利润消失。金融发展的一个标志是扩大了有限责任公司的许可范围,随着新公司的加入,行业的竞争越来越激烈,同时依赖于外部融资的新公司明显增多,客观上竞争的激烈有促进市场融资的倾向。除了租金损失以外,对金融的控制权的潜在威胁,促使既得利益者倾向于控制市场融资,使资金流向于加强他们的地位而不是削弱其地位,与其竞争的行业。而一旦失去了控制,使竞争得以产生,再实行控制就不容易了,会有其它的机构替代。因此,既得利益者反对金融发展,进而反对市场竞争,金融系统的市场化导向更缓慢。

(二)金融系统发展的推动力:帕累托改进

经济的既得利益者按上面的分析有强烈地阻止金融系统向竞争方面发展的倾向,但并非一直如此,在某种情况下会转变这一政策,采取鼓励竞争,推进以市场为导向的金融系统的政策,这一转变作何解释呢?

拉詹与津加莱斯的解释是,既得利益者别无选择,缺乏新的进入者和竞争,经济会变得低效,金融系统会因此而失灵,反过来影响了既得利益者的利益。金融政策的制定是在经济低效、金融危机与金融竞争二者之间的权衡,两害取其轻的结果。

金融系统中竞争加剧并非对既得利益者完全没有益处,因为竞争的加剧也提供了某种形式的"机会",是什么机会呢?尽管竞争加剧了,但他们在能力、资本以及关系上有足够的优势,可以利用拥有的巨大资源获得发展,竞争者的发展,也为他们的资本找到了更多的投资机会,因而这是一个帕累托改进。这一推动力对金融系统的发展非同小可,直接产生了两个方面的变化:第一,促进不发达金融系统向发达金融系统转变,政府放弃阻止金融发展政策;第二,外国竞争者的加入,会促使市场化发展,透明度提高。

在不发达的金融系统中,贸易机会、资本流动使这些国家在开放贸易时就必须面临国外产业的竞

争, 当面临外部竞争压力时, 国内的新进入者对垄断者的威胁就退居次要的地位。而当政策发生了逆转, 即便是既得利益的垄断者, 当国外的竞争者加入进来以后, 垄断的市场就会变成竞争的市场, 更进一步, 如果本国的既得利益者在与国外的竞争中处于不利的地位, 最好的选择就是迅速筹集必要的资金以应付国际竞争, 扩大市场规模的需求, 甚至向国外融资, 作为国内投资者的补充。此时, 政治因素推动了金融系统的发展。

随之而来的问题是, 以何种方式发展金融系统？当外国投资者进入后, 他们要求足够的透明度确保合约的执行, 而原来国内融资方式的前提, 借款人的信誉、长期的合作关系或者网络就难以为继了。金融发展的透明度——要求有良好的会计准则、法律保护、信息披露等等, 同时也促进了本国金融的发展, 而且是向市场导向发展, 自由贸易以及资本市场的开放与发展, 使市场的运转干预起来更困难, 资本市场的力量得以加强。

(三)政府对金融的干预

1913 年以后, 全球金融系统发生了拉詹称之为"逆转"现象, 即市场的力量开始下降。1913 年～1950 年间的两次世界大战以及大萧条, 每一次的结果都导致了资本市场的收缩, 尽管这里面有其它因素影响, 尽管每一个国家的特定背景不一样, 比如英美市场受到的影响要小一些, 但是从全球来看, 资本市场在这期间总体收缩, 银行发挥了更大的作用, 那么这一现象作何种解释呢？当一个国家面临全球性经济衰退或者是战争的冲击时, 政府反应取决于各自的历史经历、政治构架。20 世纪早期的竞争, 导致了工业部门的过度投资, 银行部门的过度放贷, 以及股票市场的过度投机, 当大萧条来临时, 首要的干预是约束市场竞争的力量, 这种限制包括来自外部的竞争, 也包括来自内部的竞争, 结果是价格不再由竞争性的市场决定, 用另外的方式代替市场配置资源。

首先是对国外竞争者的限制, 开放国内市场是由于政府看到了贸易的好处, 现在出口市场既然不那么有吸引力, 关闭商品的出口便是最容易的政策。限制国内竞争的措施是阻止新企业的进入, 国内的现有企业在成功阻止了国外竞争者的同时, 很容易与现有的企业达成某种联盟, 阻止国内进入者, 最有效的办法是控制融资, 因此政府的干预就自然转向金融市场与银行, 政府为了使陷于混乱的金融系统恢复正常, 控制便是有效的手段。

对金融的干预首先是扶持更少、更大的银行, 并限制银行的竞争来对银行进行重组, 但问题是如何拯救那些失败的银行呢？用纳税人的钱进行救助。这传递了一个信息: 较差的经营决策不会受到惩罚, 也不会让其破产或被重组, 因此政府与银行博弈的均衡结果是, 政府限制新进入者, 阻止银行间的竞争使金融系统维持稳定; 另一方面按政府的意志贷款以换取经营权, 政府就控制了银行的融资。

但这不是问题的全部, 如果存在资本市场对新进入者进行融资并与银行系统公开竞争, 那么这种银行系统便不存在了。因此, 对资本市场也要限制, 并且是更严格的限制, 除了竞争性的资本市场会损害银行的生存以外, 资金通过银行系统流动较之通过资本市场政府更容易控制, 并且更容易流向他们希望的方向。资本市场的一系列控制随之产生, 制定公开发行上市的苛刻条件、禁止公开上市以及禁止派发高额红利, 资本市场成为牺牲品, 银行则从现有的业务中获得更多的利润。

从上面的分析我们可以看到一个基本的结论, 经济或金融危机, 不管是什么原因引起, 总会导致资本市场的收缩、银行系统的集中, 其根本原因是, 危机导致了个人的收入下降、企业的利益减少, 造成人们对保障的需求增加, 而只有政府才能重要配置资源, 并且以避开国际法则、关闭国际市场, 建起阻碍国际竞争的壁垒为手段; 国内则约束资本市场的发展, 对银行进行控制以引导资金的流向。因此金融系统发生了所谓的"逆转", 资本市场收缩, 银行的作用加强, 政治因素影响了金融系统的变迁。

三、资本结构的政治根源对金融系统的影响

金融系统演化一方面体现在资本市场的发展或是银行系统的发展, 另一方面体现在公司的资本结

构特点,不同的资本结构体现了公司的融资来源不一样。分散的所有权结构模式,往往用经济的原理加以解释,源自伯利和米恩斯的经典理论,其背景是20世纪初新技术的使用使规模经济成为可能,公司的发展壮大所需的巨额资本只能通过出售股份给许多外部投资者。如果仅从经济学的角度解释公司资本结构是不完全的,除了规模经济和分散化投资以外,政治因素在分析所有权方面起到了关键作用。

政治因素影响了金融系统的形成,在决定金融系统的同时,也决定了企业的融资模式或资本结构。从经济的角度看,技术的进步导致了巨大的规模经济,而规模经济意味着产量最高的企业资本需求也最大,资本从何而来呢?除了内源融资以外,再就是外部融资,而个人没有能力为企业提供足够的融资,最终必须向很多股东那里筹资,每个股东的股份相对于企业的总资产来说很小。由于20世纪初银行本身规模和规则的限制,能满足大企业庞大资金规模的金融机构不存在,股权融资最终使所有权分散。对于公司的创建者而言,股东在市场上的出售使其分散;兼并或者收购要依赖股市提供资金,随着在资本市场上的融资反复进行,最终变成了分散的资本结构。

资本结构的分散使所有权与控制权的分离成为可能,风险承担与风险管理的专业化意味着管理者不必拥有股份就能经营一个大企业。但是实行所有权与控制权的分离并非惟一的选择,银行、保险公司或其它金融机构同样能成为所有者,但分散的资本结构居于主导地位。

20世纪初期,当美国大公司开始出现时,占据统治地位的金融机构没有持有大量股份,企业已形成了全国性的经营和全国性的市场,但银行则分地区经营,且不能持有股票。当企业的融资需求增加,企业并购浪潮来临时,只有少数几个银行提供融资。什么原因呢?早在19世纪末就对银行作了限制规定,继而是20世纪初对保险公司的限制规定。随着新政的实施,进一步强化了固有的资本结构。自19世纪初开始,美国的银行系统与其它工业化国家都不一样,由高度分散化的,缺乏大量分支机构的小银行构成,每个州只给本州的银行发牌照,而国会,拒绝给政治上强大的地方银行更广泛的全国经营权,但是这一制度并非没有缺陷,这一缺陷就是每隔一段时间就会爆发一次银行危机,其原因是地区限制导致的多样化不足。但是,当允许地方性的银行设立全国性的分支机构时,提案遭到了地区经营的银行家的阻挠,结果,导致了许多银行的产生。

为什么美国的银行系统沿着一条分散化的道路发展,这只能由政治方面的差异来解释。美国大多数国会议员与他们参选州联系紧密,因此保持银行的小规模、地区性符合他们的利益。最终,国会选择了扶持小银行,利用存款保险和其它措施使它们有能力与较大银行竞争,银行系统分散了。

不同的政治构架产生不同的结果,日本由于不具备美国那样的政治体制,利益集团的形成也不同于美国。因此,当日本银行系统在面临一系列失败时,日本把规模小的银行合并成大的银行,直到向主银行制度演变。在美国使银行保持小规模、分散化的时候,而日本则合并成更大的规模,由于有足够的金融实力在大多数企业中持有股份,同时保险公司也大量购买企业的股份,

。

,　　,　　,　　,

20世纪中期以前是这样,　　。

,　　,　　。　,

,　　。

、

,　　,

。　　,　　,

,　　。

。

（　）

，

，　　。　　，

，　　。　，

，　　，

。　　，　　，

，　　，

。

，

，　　？　　，

，　　。　　、

；　　，

，　　，　　，

。　，　　，　　，

，

。

。　　，　　？

，　　，　　，

。　　，　　，

，　　，　　，

，　　。　　，　　。

（　）

，　　。　　，

20 世纪末期都是对的，　　，

，　　、　　。　，

，　　，　　，

，　　。

，　　，

，　　。

，　　，　，

。

，　　，　　，

，　　。　　，　　，

，　　。　，　　，

。　，　　，

；　　，　　。

，　　，　　，　　，

。

[ ]

[1] Allen, F, D. Gale. Comparing Financial Systems[M \ ]. Cambridge: MIT Press, 2000.

[2] King, R, R. Levine. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right[J]. The Quarerly Journal of Economics, 993, (8).

[3] La Porta, Florencio, Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. The Legal Determinants of External Finance [J]. Journal of Finance, 1997, (52).

[4] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny. Law and Finance[J]. Jounal of Political Economy, 1998, (106).

[5] Levine, R, S. Zervos. Stock Markets, Banks, and Economic Growth[J]. American Economic Review, 1998, (88).

[6] Petersen, M. and R. Rajan. The Effect of Credit Market Competition on Lending on Lending Relationships[J]. Quarterly Journal of Economics, 1995, (110).

[7] Rajan, R. and L. Zingales. Financial Dependence and Growth. [J]. The American Economic Review, 1998, (88).

[8] [ ] · . [M]. : , 2001.

[9] [ ] , . : 20 世纪金融发展的政治学[M]. : , 2001.

(邹惠卿)

Explanation of Financial Systems Evolution from Perspective of Political Economics

HU Zhi-qiang

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: HU Zhi-qiang (1962-), male, Associate professor, Wuhan University Business School, majoring in capital market and financial systems.

Abstract: The Evolution theory of financial systems, as a first line problem in theories on modern finance, becomes a hot topic in the recent finance theory research. Based on the explanation of financial systems from the perspective of law and investor protection, the political economics can explain why countries with the same law origin have changed financial structures or the development of financial systems sometimes reversed. It's incomplete to explain the evolution of financial systems only from the perspective of law, while political economics, from the perspective of the political influences on financial systems, can better explain the weakness of the theories of law and finance. The article analyzes how political factors influence the evolution of the financial systems and the formation of corporate capital structure. It also points out the limits of the explanation.

Key words: financial system; political economics explanation; limits and implication