

■ 经济理论与实践

试论金融体系的两分法

叶海云¹, 尹 恒²

(1. 武汉大学 高级研究中心, 湖北 武汉 430072; 2. 北京师范大学 经济与工商管理学院, 北京 100875)

[作者简介] 叶海云(1964-), 男, 湖南华容人, 武汉大学高级研究中心讲师, 主要从事西方经济学研究; 尹 恒(1969-), 男, 湖南华容人, 北京师范大学经济与工商管理学院副教授, 主要从事宏观经济学和公共经济学研究。

[摘 要] 随着金融创新的发展, 现代金融结构发生了深刻的变化, 传统直接融资与间接融资的两分法已经失去了对金融发展的概括力, 需要寻求对金融体系的重新分类。从合约本质看, “银行”与“金融市场”是实现金融功能的两种基本制度安排。银行以封闭性金融合约为基础, 以一体化的方式实现金融功能; 而金融市场以开放性金融合约为基础, 以交易和价格(利率)机制配置金融资源, 对一体化于银行的金融功能进行分解。随着现代信息技术的突飞猛进、社会法律制度的逐步完善, 交易成本不断下降, 合约的完全性也不断加强, 银行主导型金融体系逐渐向市场主导型金融体系演化。

[关键词] 直接融资; 间接融资; 银行主导型金融体系; 市场主导型金融体系

[中图分类号] F830.2 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2005)05-0645-05

传统的观点把金融体系分为直接融资型和间接融资型。然而, 随着金融创新的发展, 现代金融结构发生了深刻的变化, 传统的两分法已经不能完全概括金融体系的基本特征, 也不利于把握现代金融发展的基本趋势, 有必要尝试新的两分法。

一、直接融资与间接融资的界限已经模糊

一般地, 直接融资指通过金融市场将资金最终供给者和资金需求者直接联结起来, 即直接在金融市场上发行股票、债券融资; 而间接融资则通过金融中介沟通资金最终需求者和最终供给者, 这个金融中介以自己的名义融入资金、购入资产。传统银行贷款是典型的间接融资方式。20 世纪 70 年代以来, 随着信息技术的发展、交易成本的减少及金融管制的放松, 金融创新层出不穷, 西方金融结构发生了革命性的变化, 金融市场通过证券化过程飞速扩张。直接融资与间接融资的界限变得日益模糊, 其中比较具有代表性的是资产证券化和共同基金的发展。

资产证券化是当代国际金融领域中最重要创新之一, 自 20 世纪 70 年代初在美国住房抵押市场诞生以来, 发展迅猛, 目前美国资产证券市场的规模已经超过国债市场, 成为美国最大的金融市场。进入 90 年代以来, 资产证券化迅速向全球扩展, 成为一种声势浩大的国际趋势。十分明显, 资产证券化已经、并在继续给全球金融结构带来革命性变化。Bryan 甚至认为: “正如晶体管取代电子管、集成电路又取代晶体管给电子产业带来了巨大的革命一样, 资产证券化正给金融业带来一场深刻的革命。我们估计在 10 到 15 年内, 证券化信贷体系将完全取代传统的贷款体系。”^[1] (第 42 页) 在资产证券化过程中, 缺

乏流动性、但能够产生未来现金流的资产(如贷款)被组合起来,并被真实地销售给一个特设载体(SPV),后者通过一定的结构安排,对资产组合现金流中的风险与收益要素进行分离、重组,发行以资产组合现金流为基础的、可以在金融资本市场上流通的受益权证或债券。资产证券化将传统集中于单个主体(商业银行)的融资环节拆散、重组,分成不同的角色,由多个主体来承担。这些角色包括:资产(贷款)发起人,它发起对最终资金需求者的债权(如贷款);资产证券发行人(SPV),它重组基础资产的收益和风险,发行以基础资产为支撑的资产证券;承销人,它分销资产证券,并为整个资产证券化过程提供技术指导;信用增级人,它类似于保险机构,为基础资产、特定证券化结构提供担保;信用评级人,它评估基础资产未来现金流的稳定性以及蕴含在特定资产证券化结构中的各种风险,并加以量化;服务人,它管理基础资产在整个生命期内的现金流,对现金流进行归集、分配;账户托管人,它为资产证券化结构提供结算、监督;等等。金融中介如商业银行、投资银行都能在资产证券化过程中找到各自的位置。商业银行可以发挥其资金实力雄厚、营业网点密集、客户关系稳定、资信调查经验丰富等方面的优势,充当资产发起人、服务人、信用增级人和账户托管人等角色;而投资银行则可以充当承销人、结构设计者等角色。在资产证券化融资中,对资金需求者的融资首先是以贷款的形式,这与传统银行贷款基本相同,因此具有间接融资的特征。然而,贷款随后被销售出去,并作为在金融市场上发行资产证券的基础,从整个资产证券化过程看,资金以发行资产证券方式通过金融市场从广大投资者手中筹集起来,又通过商业银行的资产发起(贷款)分配到资金需求者手中,因此具有直接融资的特征。可见,资产证券化同时具有直接融资和间接融资的特征,它突破了传统的融资结构的两分法。

共同基金的发展也模糊了直接融资与间接融资的界限。共同基金在金融市场上以自己的名义发行基金份额筹资,并以自己的名义购入资产,按照传统间接融资的内涵,这种融资方式应算作间接融资。然而,把共同基金与商业银行贷款归于一类,显然抹杀了两者在运作上、监管上的巨大差异。

传统间接融资、直接融资两分法对金融发展概括能力的下降与金融中介含义的不断丰富密切相关。在金融史上,金融中介也经历了一个从无到有,从简单到复杂,从单一型到多样化的发展过程。在相当长时期里,银行是占支配地位的,有时甚至是惟一的金融中介。因此,人们把间接融资与商业银行融资划上等号。现代金融发展使得传统集中于银行的金融功能分化、重组,服务于金融市场的新型金融中介不断涌现。例如,投资银行、信用评级机构都是金融市场运作不可缺少的金融中介。面对来自金融市场和新型金融中介的竞争,商业银行将传统业务移至表外以求生存和发展,如贷款承诺业务、担保业务、各种衍生金融业务等。商业银行的这些表外业务与其传统的存贷款业务形成了直接的竞争。例如,为商业票据发行者提供贷款承诺是美国商业银行的一项重要表外业务,这些贷款承诺很多是用来支持金融公司的商业票据发行,而后者是银行贷款的直接竞争对手。可见,商业银行表外业务发展的实质是传统商业银行的转型。正是金融中介职能的分化组合、形式的多样化使得对间接融资与直接融资的传统区分变得越来越模糊。

由此可见,传统直接融资—间接融资两分法正逐渐失去对金融体系的概括能力。

二、金融合约的基本特征

为了寻求更有概括力的金融体系分类法,有必要研究金融合约的基本特征。我们先考查一下企业与市场的一般特征。

(一)企业和市场的合约本质

旧制度经济学的代表人物之一的康芒斯把“交易”看做是经济学研究的基本单元。在康芒斯那里,交易是合法控制权的转移单位。康芒斯把“交易”概念和“生产”概念相对立,认为“生产”活动是人对自然的活动,“交易”活动是人与人之间的活动,两者共同构成人类的全部经济活动。“制度”的实际运转是由无数次“交易”构成的。因此,“交易”成为康芒斯制度经济学的基本分析单位。康芒斯重视分析“交

易”的传统被新制度经济学继承下来。新制度经济学的鼻祖科斯认为,“企业的显著标志是对价格机制的替代”,企业和市场是“两种可相互替代的协调生产的手段”^[2](第388页)。理解企业和市场的本质及其替代关系需要把握“交易”、“合约”这些基本经济分析单位。科斯在“交易”的概念上引申出“交易成本”概念,并把它作为确定企业和市场边界的基本因素。同时,一大批新制度经济学家从“交易”概念逐渐引申出“合约”概念,并使后者成为经济分析的一个基本范围。这是很容易理解的。进行“交易”必须有“合约”(隐性或显性合约),离开了“合约”,“交易”就不能存在。因此,一般化的“交易”与“合约”概念是完全等价的。这样,作为康芒斯制度经济分析基本单元的“交易”,就演化为新制度经济学的基本范畴——“合约”。

以合约概念为基础,张五常认为“科斯‘企业替代市场’的观点是不完全正确的,不如说要素市场替代产品市场更正确”^[3](第72页)。“企业的发展可看作产品市场被要素市场所代替,结果节约了交易费用。”^[4](第241页)企业是一束合约的集合,市场也是合约的集合,企业与市场之间的替代,也就是一类合约对另一类合约的替代。企业和市场间的替代关系就很容易理解了。商品和劳务的生产需要使用生产要素,而生产要素的购买或租用需要缔结有成本的合约,要花费真实资源。当配置商品和劳务的市场合约的成本大于企业合约成本时,采用层级原则的企业组织取代市场便更为有效。可见,张五常与科斯的观点并不矛盾。张五常也认为:“我们不相信它(他与科斯之间的分歧)是重要的。”^[3](第72页)

企业这种合约的本质是纵向一体化,解释了纵向一体化的程度,也就理解了企业与市场的边界。格罗斯曼和哈特从企业控制权配置的角度对企业和一体化进行了严格定义。他们认为:“当合约一方当事人把他希望得到的对另一方当事人资产的某种权利详细界定的成本过高时,那么对他来说购入除了合约中具体明确的权利之外的全部权利可能是最佳的选择。所有权就是购入的这些剩余控制权。”“纵向一体化是购入某一供给者(或购买者)的资产,其目的在于获得剩余控制权。”^[4](第302页)可见,决定企业的范围或一体化程度的关键因素是对合约当事人权利进行界定的成本。如果对于某些权利界定的成本较低,可以对这些权利缔结完全合约,那么用市场机制配置这些权利是最优的;反之,如果界定权利的成本过高,难以就这些权利缔结完全合约,则运用市场机制的成本过高,最优的选择是将这些剩余权利配置给一方当事人,实现一体化。

总之,企业与市场的本质区别在于各自的合约特征。企业合约的基本特征是合约的不完全性、封闭性,界定各方权利、义务的交易成本高昂;与之相反,市场合约的基本特征是合约的完全性、开放性。因此,企业或纵向一体化存在的条件是信息缺乏或信息不对称、产权界定不完全等因素造成的合约不完全性。随着信息技术的发展、法律环境的完善,可以预测,市场的边界将不断扩展。

(二)银行合约与金融市场的区别

金融体系是经济体系的子系统,企业与市场的本质区别体现在金融领域,就是银行与金融市场间的本质区别。银行提供金融服务的基本特征是一体化,即它将所有的金融功能(支付功能、融资功能、监控功能、风险管理功能等)一体化于单一的金融机构(银行)之中,捆绑在一起提供给客户。而金融市场则可以对金融功能进行“解捆”(unbundle),将一体化于银行的金融功能分解、重新组合。在金融史上,银行的最悠久的、最重要的职能是提供支付服务,然而金融市场也能够提供支付功能,如货币市场基金就可用于支付。就融资功能而言,银行吸收存款发放贷款,间接地履行着融资功能,而金融市场,如股票市场、债券市场直接将资金盈余单位与赤字单位联接起来。银行的活期存款为存款人提供了流动性,而金融市场提供了资产交易、变现的机制,提供流动性更是其题中应有之义。银行在贷款过程中对借款者实施监控,金融市场也提供了这方面功能,如股票市场是现代公司治理结构的基础环节。实际上在信息较充分的公开市场上,借款人的逆向选择和道德风险问题比银行融资要缓和得多。银行主要以贷款监控的方式进行风险管理,而金融市场如衍生金融工具市场天生就是用于风险管理的。

现实中的银行与金融市场互相融合,呈现出丰富多彩的面貌,然而两者的基本特征却被掩盖起来。因此,我们需要进行理论抽象,提炼出两者的本质区别。银行和金融市场都是金融合约的集合,两者差

异主要体现在各自代表性合约的特征上。银行合约的典型特征是封闭性,它将交易关系固定在合约当事人之间,也就是说,金融关系与发生这种关系的主体捆在一起、不可分割。这种金融合约是不可转让、不能交易的,它不存在一个普遍认可的价格。而金融市场是建立在开放性金融合约的基础之上。开放性金融合约代表着标准化的金融关系,它与发生这种关系的主体可以分离,并不固定在某些合约当事人间。也就是说,开放的金融合约所抽象的是一种带有一般性的金融关系。因此,开放型的金融合约是流动性的,它可以在经济行为主体间交易、转让,它有由市场确定的均衡价格。

银行合约与金融市场合约特征的区别还可从对企业的监控和治理角度理解。在公司融资理论中融资方式有“保持距离型”(arm's-length)和“控制导向型”(control-oriented)的区别^[5](第 82 页)。在“保持距离型”融资合约中,投资者并不直接干预借款人的经营战略决策,只要求得到合约规定的支付。当然这种合约不排除投资者的干预,不过投资者主要依赖着诸如公司控制权市场或破产法院之类的外部机制实现其干预。金融市场上的融资合约是典型的“保持距离型”。在“控制导向型”融资合约中,投资者通过自己监控企业投资决策来减少代理问题。投资者对借款人的控制方式很多,如否决无效率的决策、改组企业管理层等。银行贷款是典型的“控制导向型”合约,由于对借款人进行监控涉及大量私人信息,外部人不可能观测到。因此,它是一种封闭型合约,其流动性较低。

总之,与新制度经济学的“企业”、“市场”概念一样,在考察金融体系的基本类型时,“银行”与“金融市场”概念是对现实金融现象的抽象,它们是实现金融功能的两种基本制度安排。银行以封闭性金融合约为基础,以一体化的方式实现金融功能;而金融市场以开放性金融合约为基础,以交易和价格(利率)机制配置金融资源,对一体化于银行的金融功能进行分解。随着现代信息技术的突飞猛进、社会法律制度的逐步完善,交易成本不断下降,合约的完全性也不断加强,金融市场的发展成为由生产力水平决定的不可逆转的历史趋势。

三、银行主导型与市场主导型:金融体系的两分法

综上所述,可以按照金融合约的基本特征把金融体系划分为银行主导型金融体系和市场主导型金融体系。当然,金融史上从来没有纯粹的“银行型”金融体系或“市场型”金融体系,它们只是一种理论抽象。现实中的金融体系是这两种成分的混合。

Rybczynski 考查了金融体系的历史演变,他根据金融体系的基本功能、实现这些功能的组织类型及方式、公司治理结构,把金融体系划分为四个发展阶段:银行主导阶段;弱市场主导阶段;强市场主导阶段;证券化阶段^[6](第 3-13 页)。银行主导阶段的主要特征是所有的金融功能均由银行实现,非金融企业的外源性资金大部分由商业银行以贷款的形式提供。货币市场是主要的金融市场,其规模不是很大,且基本上是银行间市场。在弱市场主导阶段,银行仍然是金融体系的主体,是外源性资金的主要供应者。但是,其它金融机构如保险公司开始出现并逐渐获得重要性。货币市场绝对量和相对量都开始上升,但仍主要是银行间市场。资本市场开始出现,但其重要性有限,其主要的借款人是各种类型的政府机构。强市场主导阶段的主要特征是银行贷款的比例下降,通过资本市场融资的比例上升,非银行金融机构(如封闭型及后来的开放型投资基金、保险公司、金融公司)逐渐变得重要,它们通过金融创新,创造新的金融工具与银行展开竞争。新型金融中介在数量和类型上的扩张、新金融工具的出现,与金融市场的发展紧密联系在一起。货币市场规模不断扩大,参与者数量增加,所有类型的金融机构和非金融企业都加入进来。资本市场规模也迅速扩张,它在为非金融公司、金融机构和各种政府机构融通资金方面的重要性也不断提高。证券化阶段的基本特征是金融体系基本功能主要由金融市场来承担,传统银行业的份额显著下降。

Rybczynski 刻画了金融体系演化的动态特征,从中可以看出银行的份额逐渐下降,金融市场的重要性逐渐上升的历史趋势。如果把金融体系的演变看做一个连续的谱系,其一端是“银行型”金融体系,

另一端是“市场型”金融体系,则 Rybczynski 的银行主导阶段、弱市场主导阶段、强市场主导阶段、证券化阶段就按顺序落在这一谱系之中。因此,我们可以抽象出金融体系演化谱系中的两种基本类型:银行主导型金融体系与市场主导型金融体系。在银行主导型金融体系中,占主导地位的是封闭型金融合约,代表性金融中介是传统的银行,它们是集所有金融功能于一身的、“不透明的”金融机构;而在市场主导型金融体系中,占主导地位的是开放型金融合约,其金融中介都是“透明的”,即其价值能够由具有较高流动性的金融市场动态确定。在向市场主导型金融体系演化过程中,传统集中于银行的金融功能被重新分化组合,正是在这种重组过程中,金融体系的效率得到了改善。因此,现代金融发展的基本趋势是开放型金融合约逐渐取代封闭型金融合约,金融中介不断“透明化”,银行主导型金融体系逐渐演化为市场主导型金融体系。

[参 考 文 献]

- [1] BRYAN, Lowell L. The forces transforming global financial markets [J]. Bank Management Magazine, March/April, 1994.
- [2] COASE, R. H. The Nature of the Firm [J]. Economica, Nov. 1937.
- [3] [美] 科斯,哈特,斯蒂格利茨,等. 契约经济学[M]. 李凤圣译. 北京:经济科学出版社,1999.
- [4] 陈郁. 企业制度与市场组织[M]. 上海:三联书店,上海人民出版社,1996.
- [5] [日] 青木昌彦, [日] 休·帕特里奇. 日本主银行体制[M]. 北京:中国金融出版社,1998.
- [6] RYBCZYNSKI, T. M. Financial System and Industrial Re-structuring [J]. National Westminster Bank Quarterly Review, November 1988.

(责任编辑 邹惠卿)

On the Dichotomy of Financial System

YE Hai-yun, YIN Heng

(1. Institute for Advanced Study, Wuhan University, Wuhan 430072, Hubei, China;
2. Economic Department, Beijing Nominal University, Beijing 100875, China)

Biographies: YE Hai-yun (1964-), male, Lecturer, Institute for Advanced Study, Wuhan University, majoring in Western economics; YIN Heng (1969-), male, Associate professor, Economics Department, Beijing Nominal University, majoring in macroeconomics and public economics.

Abstract: Financial innovation has deeply restructured modern financial system, traditional dichotomy of direct finance and indirect finance has lost power to recapitulate financial system, and it's necessary to reclassify modern financial system. According to the contract essence, "bank" and "financial market" are two basic institution arrangements to realize financial function. Bank is based on close contract, performs financial function in integration way, financial market is based on open contract, and decomposes financial function integrated in bank. Along with the enhancement of the perfectibility of contract, traditional bank-oriented system is gradually replaced by market-oriented system.

Key words: direct finance; indirect finance; bank-oriented; market-oriented