

**【摘要】** 传统上,金融系统主要有两种形式,一种是以银行为基础的,另一种是以市场为基础的。它们的有效性需要从几个方面来比较,包括风险分担、信息供给、资助新兴产业、法人治理、法律、政治对金融的影响。这两种金融系统各有利弊。就其稳定性来讲,它们都会遭受经济危机的危害。展望未来的金融系统,应该是以金融中介和市场共为基础,具有很多的优点而几乎没有缺陷。

**【关键词】** 金融系统 银行 市场



哪一种金融系统最适合欧洲呢?随着欧盟的持续扩张和建立单一的欧洲金融服务市场进程的不断推进,这一问题已变得相当紧迫。一些欧洲国家采用的是以市场为基础的金融系统,例如英国,这种金融系统的范围广阔、程度深入,在资源配置方面发挥着主导作用。另外一些欧洲国家例如德国,银行在资源配置方面担当了更重要的角色。相对而言,市场中没有太多的上市公司,市场的资本总额占国内生产总值的比重很低。欧洲建立单一金融服务市场应该采取哪一种金融系统才好呢?

\* 富兰克林·艾伦(Franklin Allen),美国宾夕法尼亚大学沃顿学院金融学系(Department of Finance, The Wharton School of the University of Pennsylvania University of Pennsylvania),电子邮件: allenf@wharton.upenn.edu。

场是完全的,信息是对称的,并且不存在交易成本,那么市场能够有效地进行资源配置。然而在现实中这些假设是不成立的。在这些情况下,以银行为基础的金融系统可能具有很多优势。

至于稳定性方面,无论是以银行为基础的还是以市场为基础的金融系统,都很容易受到金融危机的影响。对基于银行的金融系统,这一点很明显。相当多的关于金融危机的文章都涉及到了银行业危机,因为它在大多数历史时期太重要。基于市场的金融系统中发生的危机却没有被很好地理解。然而很明显缺乏流动性的确会导致市场的稳定性出现问题。例如,正是出于对这种市场危机发生的担忧,纽约联邦储备银行在1998年采取了一些政策,来保障长期资本管理公司(LTCM)的安全。该公司向私人部门发放优先股股利的套利基金。LTCM拥有许多零散的商业市场的巨大份额。如果这一公司倒闭,在很短的时期内它所占的份额将不得不被清算。由于潜在的买者缺乏流动性资产,这很有可能造成价格暴跌。其他公司也被迫进行卖出,接着价格的不断下跌将导致一种滚雪球效应,这样就可能造成系统性问题。

展望未来,欧洲很有可能建立一种以金融中介机构和市场共为基础的金融系统,所以现在更全面地了解这种金融系统的有效性和稳定性是很重要的。本文结构如下:第二部分讨论以银行为基础和以市场为基础的金融系统的有效性。从风险分担、信息提供、法人治理、资助新兴产业、法律、政治对金融的影响等几个方面来比较这两种金融系统的优劣。第三部分讨论这两种金融系统的稳定性。大体包括银行业危机的性质、货币危机和孪生危机、泡沫危机、传染性和金融脆弱性这几部分内容。给出这些危机发生的背景之后,就可以比较这两种金融系统的稳定性性质了。最后,第四部分给出本文的结论。



在这部分中,主要讨论的是以银行为基础和以市场为基础的金融系统的有效性,更广泛的研究参见艾伦和盖尔的两篇文章(Allen and Gale, 2000a, 2004a)。

### 1. 风险分担

风险分担是金融系统最重要的功能之一,一般认为,实现这一目标后金融市场就是状况良好的。关于风险分担的标准论述是:金融市场允许在代理人

间存在有益的风险分担,使得风险偏好者能够不必再承担比风险厌恶者更大的风险。假若市场是完全的,没有交易成本并且信息对称,横截面风险分担能够在代理人中有效率地分配风险。但是横截面风险分担只是一种风险分担而已,还存在其他类型的风险分担,如跨期风险分担或者不同代理人间的代际风险分担,也是很重要的。对于这种跨期风险分担,金融机构比市场做得更好一些。为了清楚地理解这一观点,下面我将举个简单的例子来说明艾伦和盖尔(1997)提出的跨期平滑的思想。

假设一种经济能够持续无数个时期: $t=0,1,2,\dots$ ,有一种储存技术,可以把当期的一单位单一消费品完全转化为下一期的一单位消费品。还有一种以单位资产(股票)固定供给。一单位供给量的(净)收益结构如下:在偶数期获利为 $0.9(t=0,2,4,\dots)$ ,在奇数期获利为 $0.1(t=1,3,5,\dots)$ 。此经济中的消费者可以存活两期,他们只在第二期消费。他们出生的一期为时期 $t$ ,在这一期中每一个人被赋予一单位的消费品,可以用来投资以便在 $t+1$ 时期能获得有用的消费品。我们用 $C_{t+1}$ 来表示 $t+1$ 期的消费,这一消费的效用 $U=U(C_{t+1})$ 。下面就金融市场(用于股票交易)和银行(用于存款服务)两种制度安排,进行比较。

我们容易看到,在金融市场条件下的静态均衡中,固定资产的均衡价格是一单位。在同一时期里股票的价格是不变的。因为代理人在相同的价格上买卖股票,另外还能凭借借股票获得正的股利,这就意味着股票要优于储存技术。因此股票能使所有人用他们所有的禀赋去购买它,于是第一期股票价格是一单位。这样就没有一分钱用于投资储存技术。均衡消费会因为代理人在偶数期或者奇数期变老而发生变化:如果他们在偶数期变老,他们的消费 $C_{\text{even}}=1+0.9=1.9$ ,效用 $U_{\text{even}}=0.64$ ;如果他们在奇数期变老,他们的消费 $C_{\text{odd}}=1+0.1=1.1$ ,效用 $U_{\text{odd}}=0.10$ 。经济中全部代理人所获得的平均效用 $U_{\text{Market}}=0.37$ 。

再来分析银行条件下的情况,能够经营超过两个时期(为了简化期间,假定它们能永续存在)的银行,可以采用长远的视角,在不同代的代理人能够最大化平均效用,也就是他们采取了跨期风险平滑。容易证明在存货技术的帮助下,这种跨期和跨代的平滑消费方式是最好的解决方法。通过银行吸收代理人的存款或捐赠,在资产收益高的偶数期储存 $0.4$ 单位的收益,在资产收益低的奇数期将支付出这 $0.4$ 单位的收益,使消费变得完全平滑,每期消费相同 $C_{\text{bank}}=1.5$ ,而效用 $U_{\text{bank}}=0.41>U_{\text{Market}}=0.37$ 。

通过上面的例子我们可以看到,代理人在存在银行的经济中获得的平均效用,之所以要高于其在存在市场的经济中获得的平均效用,是由于银行的跨期平滑功能。相似的结论还能从更加复杂的固定资产的回报是不确定的情况中得出。实际上,从这例子中我们不但能看到银行平滑的平均效用要高,而且

具有高效率的银行体系的金融系统要优于具有金融市场的金融系统,是因为银行能够更好的分配风险和平滑跨期消费。但这需要一个前提条件就是市场是不完全的,否则当市场使回报高得可以阻止平滑时,代理人将放弃银行而利用市场。这样看来,只要不遭受来自金融市场内的实质性竞争,长期存在的金融机构例如银行就能够达到跨期平滑。

## 2. 信息供给

金融系统的另一个最重要的功能是获得和利用信息来促进资源的有效分配。在以市场为基础的金融系统中,如美国,目前有大量的公司在股票市场中公开上市交易,随之有广泛的公开财务报告,这就意味着要有大量的信息披露。除了公开的、容易得到的信息以外,还有许多金融机构的金融分析师通过各种渠道收集的信息,包括私人信息、对公司的盈利预测和股票建议,这些都助于进行信息供给的进程。关于有效市场的丰富的经验证据表明,大量的信息能够快速反映到股票价格上(e.g., Fama, 1970, 1991)。另一方面,在以银行为基础的金融系统中,例如德国和其他一些欧洲国家事实正好相反,几乎没有相关信息(包括公共的和私人的)能够从金融市场获得。在美国这样基于市场的金融系统中,金融市场能够给投资者提供比德国这样以银行为基础的金融系统更多的信息。德国出现的相反现象是由于这些国家中的金融中介造成的。在以银行为基础的系统中,这些金融中介机构与借款人具有更普遍、更良好的长期关系,因此它们能够获得相当多有关借款人的信息,比直接从市场中发布的信息多得多。这些能够被用来进行更有效率的资源配置。

传统理论认为信息越好就越能提高资源的配置效率,所以说信息越多越好。这一结论揭示了这样一个观点,更完善的会计准则和为了提高透明度而执行的信息披露的相关措施,能够改善福利。所以在美国安然(Enron)破产事件和众多其他会计丑闻以及欧洲的帕玛拉特(Parmalat)丑闻事件爆发之后,提高会计准则的标准和增加信息披露强度的呼吁得到了广泛的支持。但是在有效金融市场中能取得信息的效率,并不必定意味着福利有效率。有些时候因为披露了信息,证券的价格不得不随着信息的任何变化而上下波动;但从某种意义上来说,价格波动是成本高昂的,它将投资者的财富置于一种没有保障的风险之中。因此,特别是在具有活跃的金融市场的金融系统中,完善信息披露会增加股票价格的变动性,导致福利的降低。那些根据公布的新信息被迫卖出股票的人,将承担不必要的风险。从这一点上来看,信息披露过程中的模糊性反而可以促进福利的增加<sup>①</sup>。

效率配置和风险分担之间的权衡对于金融系统的结构来说是重要的。虽

<sup>①</sup> 参见 Hirshleifer (1973), Grossman 和 Stiglitz (1980), Dow 和 Gordon (1997), Allen 和 Gale

然美国的市场在配置方面具有优势,仅仅说明美国股票市场存在着更多有关价格的数据,这不能把它视为以市场为基础的金融系统要优于以银行为基础的金融系统的关键点。在类似德国的金融系统中,很少有公司进行公开的价格,那些上市公司几乎不公开任何信息。从投资的高效决策的角度来看,信息缺乏是不好的,但从风险分担的角度来看,它实际上却又是件好事。现在还没有理论推断能够证明,更多的信息能导致更好的结果,即使信息对资源配置很有帮助,因为配置产生的效率都被投资者承担过多的风险这一事实抵消了。

### 3. 公司治理

美国传统的公司管理运营理论观点认为,在公众持股并能交易的公司中,强有力的公司治理结构能有助于解决所有权与控制权相分离所带来的代理人问题(e.g., Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983),从而提高公司的业绩,增加经济中资源配置的总效率。这套机制包括:有活力的公司控制权市场、有效的董事会和首席执行官(CEO)的薪酬补偿、资本结构中债务的运用,可以确保公司管理层维护股东的利益。人们普遍相信最有效率的公司治理机制是存在公司控制权市场,这一市场的存在为约束管理者行为提供了最有力的纪律形式,因为敌意接管是可能的(Jensen, 1986)。可是这一机制在许多问题,首先是格罗斯曼和哈特(Grossman and Hart, 1980)指出的目标公司少数股东存在搭便车问题,这会导致投标公司为了获得控制权,报出的价格大大超过目标公司的现行价格。围绕这一问题理论界有许多解决方案,但都不完美。另一方面,投标者也存在搭便车问题。一旦一个敌意收购报价被公开,其他收购方会意识到这一目标很具吸引力,就会加入对公司控制权的竞争。这意味着,最初的潜在投标者的第一步确定目标进行的固定投入是不值得的。公司控制权市场运行中存在的第三个问题是目标公司管理层的防御,他们也许没有能力但依然想保住自己的控制权和个人利益,因此会展开防御措施阻挡任何潜在的敌意收购者,使得目标公司很难被收购。同样,我们能从其他每一个公司治理机制中发现许多问题。

然而特别是在亚洲,许多公司案例将标准的公司治理机制与公司破产联系在一起讨论。事实上,上述的公司治理机制没有一个在亚洲国家起到显著的效果。例如亚洲最发达的国家日本就没有敌意接管市场,公司控制权市场根本不是公司治理的重要机制。日本经理人员的报酬比美国的高低得多,以股票和股票期权作为激励报酬的运用也比美国少得多。因此人们很难相信说不存在一种适当的替代机制同样能对良好的公司治理提供激励。日本公司的董事会与美国公司的相比,显得更无效率、更笨拙,一般倾向于受公司的总经理直接领导。举个具体的例子,我们比较日本的丰田汽车公司(Toyota)和美国通用汽车公司(GM),它们都是世界知名企业 and 汽车工业的领头羊。正如

但它在获取市场份额和为股东创造财富方面都取得了卓越的成绩,在过去 25 年里已经发展成为世界上最成功的企业之一。

是什么样的公司治理机制能让亚洲企业在这么长时间里做得那么好? 通常最先被提到的也是最关键的机制就是:金融机构集中持股和监管。在日本,通过主银行系统对企业的经理人员进行监管。这种系统主要有三个特征:第一,银行与客户公司间保持长期的关系;第二,银行持有公司的债券和股票;第三,一旦客户公司遇到财务困境,银行会积极干预。人们普遍认为这种主银行关系能确保银行扮演被委托的监管者角色,有助于克服管理者和公司之间的代理问题(Hoshi, Kashap, and Scharfstein, 1990)。但是主银行系统只有在遇到财务困境时才显得重要,而在企业经营状况良好时,它的重要性却没有被清楚地体现。

主流理论认为亚洲的公司治理要逊于美国的公司治理,但如果这个观点是正确的,那东亚奇迹又是怎么发生的呢? 低效率的公司治理机制是怎样使得这些亚洲公司获得长期的成功的呢? 是公司治理根本不重要,还是主流理论忽视了什么关键因素? 现在所能解释的是主流理论的注意点可能过于狭隘。举个例子, Burkart、Panunzi 和 Shleifer (2003) 将所有权和控制权的分离程度和不同的法律环境联系起来,发现在少数股东保护机制较弱的国家中,家族经营的企业在所有权结构中出现并占主要地位,而在少数股东保护机制较强的国家中,职业经理人管理的公司是最优的形式。Claessens、Djankov 和 Lang (2000) 以及 Claessens、Djankov 和 Lang (2002) 的研究成果表明,所有权高度集中的家族企业是许多亚洲国家的成功范式,其中许多企业表现得非常出色。

更重要的是,现在有其他一些可供选择的机制还没有被充分研究,这些机制可以确保企业具有强有力的公司治理。其中一个重要的机制是产品和原材料市场的竞争(Allen and Gale, 2000b),如果一个企业的管理者浪费或者消耗了大量的资源,那么这个企业将没有能力参与竞争,最终会破产。与其接管一个运营没有效率的企业,倒不如接管一个有很强竞争能力的企业,去争夺那些无效率企业的市场份额。更有效率的企业可以去购买无效率企业的资产和其他资源。竞争,特别是国际性的竞争,是一种能够在所有国家发挥效用的机制。亚洲很多国家的成功经验就是通过出口来带动增长,竞争机制似乎就更显得特别重要。

Allen 和 Gale (2000a) 发现不同的工厂和其他原材料供应商之间的合作是有必要的,所有供应商都能从经营好的企业中获利。可见一个没有外部治理的均衡是可能的。他们建议在日本多方监管是一个可以考虑的公司治理机制。Gomes (2000) 证明,经理人的声誉效应可以在首次发行上市(IPO)的公司中起到代替治理的作用。

世纪的美国,在及后来新兴产业方面要比德国和日本这种以十分为基础的美国表现得更为成功。举些例子,铁路在19世纪的英国最先被发展起来时,是超过当时的伦敦股票交易所获得了大量的财务支持。到了20世纪,美国已经成发展为资助新兴产业最为成功的国家,虽然汽车是由德国人最先发明,但20世纪初美国在汽车工业上的发展最为成功。一战后,商用飞机制造业在美国开始发展。二战结束以后的计算机技术产业,最近在生物科技业和(某种程度上)互联网产业<sup>①</sup>的发展,也都与此相似。相比而言,德国和日本这两个以金融中介为基础的,则更适合资助和发展传统产业和成熟产业。新近的例子是两国的汽车工业,以及日本的电子产业。

Allen 和 Gale(1999)对上述观察提供了理论解释。他们认为,市场与投资者与成本的信息收集相关联,投资者通过获取的信息来决定是否进行投资,而银行却把收集信息的任务委托给了管理者。Allen 和 Gale 还认为市场资助新产业要比银行好得多。由于经验的证据稀少,人们对于这一点的看法不尽相同。正如前面 2.2 部分提到的,像美国和英国这种以股票市场为基础的,倾向于建立完善的信息搜集和分配体系,使投资者的信息成本降低。投资者能够以低成本获取到企业信息,有高收益预期的人会对新企业提供财务支持,这样市场就能良好运行。相反,当有不同的看法出现时,中介机构委托的雇员却很难发挥作用。投资者理性地预期到他们可能与管理者看法不一致,所以在没有亲自获得可靠信息的情况下,是不愿意提供资金给企业的。

Allen 和 Gale(1999)接着讨论了银行比金融市场更适合贷款给成熟产业,因为对于他们应当怎样管理已经存在广泛的一致意见,所以银行作为投资决定的代理人能发挥很好作用。从而私人投资者认为自己没必要花费成本去获取企业经营的信息。通过授权而获得的信息搜集的规模经济效益,使得以银行为基础的金融系统在资助成熟企业的发展上更有效率。

美国最近几年在发展新兴产业方面取得了很大的成功,一个经常被提到的原因就是其存在一个强大的风险资本部门。Kortum 和 Lerner(2000)证明美国的风险资本在产业内被利用的程度与其拥有专利权的比率之间存在很强的关系。风险资本应该被看作是存在于市场金融而不是中介金融中,因为在企业首次公开发行上市时风险资本很容易通过出卖公司股权而收回,这使得风险投资者很愿意在企业发展初始阶段提供种子资本。只有对将来有良好信念的人,才会提供长期的资金支持,这一理论和在市场中一定能卖出高价观点

<sup>①</sup> 这一结论存在反例,例如19世纪的德国化工产业发展规模很大,但是有趣的是在此之前,化工产业只在很小的规模。于是有不同的观点认为市场金融对整个新兴产业的重要性程度不能被期望过高。

展中,进而在不同国家的公司治理结构的发展中起到了至关重要的作用。他特别指出在美国的金融系统中,金融机构如银行和保险公司的力量都非常有限,因此它们不能在公司治理中担当重要的角色。而在德国和日本,由于政治气候的不同,金融机构能够更深入地介入公司治理。

毫无疑问,政治因素是重要的,但对于它的重要程度还是需要讨论的。Allen(1995)认为英国与美国呈现了一个有趣的对照,它们的企业所有权与控制权同样是分离的,但金融制度却完全不同。特别体现在银行系统的集中上。虽然英格兰银行(和最近的金融服务权威机构)传统上已经具有广泛的干预权力,几乎没有关于银行从事活动范围的明显限制。然而银行却并没有选择去参与公司治理。同样,保险公司也没有被禁止担任治理的重要角色,但它也选择不参与。既然英国的银行和保险公司都能选择不参与公司治理的话,那么美国的金融机构同样也有可能不去这样做,如果它们有合法的自由去参与。可见,政治和法律法规的约束是不同国家公司治理差异的唯一决定因素这一观点,是难以解释英国与美国的这一对比的。

在一系列很有影响的文章中,La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny(1999)已经发展出了一条以法律体系为基础的比较金融系统的途径。他们认为存在两个基本问题,第一个是不同国家的法律体系对股东和债权人提供的保护程度不同,第二个是法律体系对企业的融资、治理、支出和其他政策的影响不同。La Porta, Lopez 和 Shleifer(1998)对49个国家的法律对投资者保护程度的不同进行了检验。他们区别两种商法中的法律惯例,一个是起源于英国的普通法惯例,另一个是民法惯例。这一民法惯例有三个分支,法国、德国和斯堪的纳维亚。英国、法国和德国的法律体系通过各种方式,例如征服、帝国主义和效法,传遍了全世界。La Porta, Lopez 和 Shleifer(1998)发现,一般来说,民法体系给投资者提供的法定权利要弱于普通法体系,普通法体系的国家给股东和债权人提供了最强的保护。法律规则实施的质量排序如下:实行斯堪的纳维亚式和德国式的民法体系国家最好,实行普通法体系的国家其次,实行法国式的民法体系国家最弱。根据这些权利和实施效果的不同,La Porta 等人(1998)进一步调查是否存在公司治理的替代机制。“明界(bright-line)法则”是一个例子,它规定了强制性的股利分红,仅存在于实行法国式的民法体系国家。还有一个例子是所有权集中。可以证明,中小股东保护的程度和资本所有权的集中程度存在负相关。这意味着在法律保护较弱的情况下,有一种最简单的方法来防止侵害少数股东利益,那就是持有大量的股票。

法体系国家这种权力最弱、执行得最差，因而它们的资本市场也最不发达。La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(1999)考察了 27 个富裕经济中分散持股公司的情况，他们发现除像美国和英国这几个少数股东保护得很好的国家之外，其他国家的公司股权都没有被广泛持有，而是被家族或国家控制。有一个特例是德国，它的银行通过持有一些大公司的股票来对这些公司的治理产生重要作用。La Porta、Lopez 和 Shleifer(2000)考察了 33 个国家的支出政策和投资者保护之间的关系，并区分出两种模型：结果模型和替代模型。在前者中，少数股东能够向内部人施压让其分配红利；在后者中，公司因为发放红利而增加自己的声誉。他们发现，在实行普通法体系的国家中，企业在投资方面能受到更好的保护，因而它们比实行民法体系国家的企业支付更多的红利。这可以用结果模型来解释。La Porta 等人(2000)分析了 49 个国家在法律和实施效果的不同，讨论了这些差异可能的起源，最后得出结论并提出了公司治理改革的潜在战略。

Rajan 和 Zingales(2003a, 2003b)认为作为一个国家金融结构的因素，政治因素要比法律体系的起源更重要。他们用 20 世纪资本市场的相对规模大小来证明这一观点。与传统理论相对，他们发现欧洲大陆国家例如法国、比利时和德国，在某些时期已经具有很大规模的资本市场。用资本总额与 GDP 的比率来衡量的话，这些资本市场在规模上与英国的不相上下，而比美国的要大。现代观点认为资本市场在这些国家不起重要作用，这在二战后的时期是正确的，但是在 20 世纪初就不对了。最近几年，资本市场在一些国家例如法国，又已重新发挥出重要性，德国也正向这一方向迈进。拉詹和津加勒斯认为，理解这一转变需要分析政治因素，包括国家对外来影响的开放度和政治体系的集中性。有些变化能导致资源分配更有效率，但代表利益集团的中介机构为了获取租金，会阻止这些变化。

## 6. 讨论

通过以上分析，我们可以看到从许多方面比较银行和市场的效率性质。关于风险分担，市场能更好的提供横截面风险分担，而以银行为基础的系统更善于跨期平滑。关于信息提供，市场能提供更好的资源分配信息，但作用也已呈现出降低趋势，因为它们会带给投资者带来更多的风险。关于公司治理，因为有很多途径可以获得有效率的资源分配，所以银行和市场谁更具有明显的优势并不清楚。关于资助新兴产业，市场具有优势而银行更适合扶持成熟产业。以银行为基础的金融系统有可能是非动态的，因为寻租利益集团要阻止任何会侵蚀它们租金的变化，而通过竞争性的市场就能够避免这一问题。

## 1. 历史的简述

金融系统的发展历程经常会伴随着金融危机的爆发。传统理论描述金融危机是有害的，在美国大危机时期，它们具有很大的危害性，因为它们破坏生产、降低社会福利。危机甚至在发达的金融系统中也会发生，例如 20 世纪 90 年代的挪威的纳维亚半岛国家和日本。

20 世纪以前，银行业危机、货币危机和股票市场崩溃在欧洲和美国频繁地出现，在这些危机中银行恐慌具有显著的破坏性，它是由于银行在面对全部存款挤兑时(可预见的和不可预见的)，没有足够的流动性资产来偿付而造成。随着时间的推移，中央银行最重要的任务之一出现了，这就是消除银行业恐慌，确保金融的稳定性。1907 年严重的银行业危机触发了一场争论，争论的结果是美国于 1913 年建立了联邦储备银行制度。很大程度上，不同国家的中央银行在这一方面都表现得非常出色，例如 19 世纪的英格兰银行就特别擅长解决这一问题。英国最近一次真正意义上的金融危机爆发于 1866 年。

但是金融危机的新苗头在 19 世纪 70 年代初布雷顿森林体系解体之后又出现了，Lindgren, Garcia 和 Saal(1996)发现国际货币基金组织(IMF)的大约三分之四的成员国在 1980 年到 1996 年之间，遭受过某种形式的银行业危机，他们的研究没有包括后来发生的 1997 年亚洲金融危机。在这些危机中的很大一部分，也就是传统意义上的银行业恐慌，不是被中央银行干预，就是被明显的或者隐含的政府担保所化解了。但 Kaminsky 和 Reinhart(1999)发现，20 世纪 80 年代许多国家经济中出现了金融自由化，资本能够自由的进出，外国投资者进入国内并参与竞争，金融机构跟着进入国内，结果导致了银行业与货币产生危机的爆发。

## 2. 银行业危机

关于银行业恐慌有两种传统观点，一种是说它们是随机事件，与真实经济的变化无关。这一观点的古典形式认为恐慌是从众心理(mob psychology)或群体癔病(mass hysteria)的结果(Kindleberger, 1978)。由 Diamond 和 Dybvig(1983)等人发展起来的现代版认为，银行挤兑是一种自我实现的预言。考虑

银行危机变成了自我实现的预言。这两种情况哪一种会出现,取决于外生的随机变量(或者称为太阳黑子 sunspots)。虽然太阳黑子对经济的真实数据没有影响,但它们影响了储户的信念,结果造成了自我实现。

另一个不同于太阳黑子说的观点则认为,银行业恐慌是经济周期的一种自然的结果。经济低迷会降低银行资产的价值,增加其不能履行承诺的可能性。如果储户接收到经济周期的低迷期即将到来的信息,他们将预期银行业部门会出现财务困境,并设法抽回其资金,这种尝试将很快促使危机形成。根据这种解释,恐慌不是随机事件,而是对呈现出的经济环境的一种反映。

许多学者已经发展了由总体风险所致的银行业恐慌模型,例如 Chari 和 Jagannathan(1988)关注的信号折取问题,一部分人观测关于未来回报的信号,其他人则试图从可被观察到的撤资中推断,是否这些人收到了不利的信号,或者是否流动性需要碰巧在高位。Chari 和 Jagannathan 能够证明,恐慌不仅在前景不妙的时候会出现,在流动性需要变得高时也会出现。

Gorton(1988)及 Calomiris 和 Gorton(1991)的经验研究报告中指出,19世纪中央银行危机早被引导经济的指标所预言到。在此基础上,Allen 和 Gale(1998)建立了一个模型,与银行业恐慌起源的经济周期说的观点是一致的。在这个模型中,危机能够促进风险分担,但如果它们造成项目过早被清算,会使其背上沉重的债务负担。中央银行能避免这些沉重的债务成本,通过合理的货币政策实现最优的资源配置。中央银行创造法定货币,借给其他银行,能防止无效率的投资清算,同时允许最优的风险分担。

### 3. 货币危机和孪生危机理论

1997年,在东南亚许多国家发生了汇率的大规模波动,这又重新激发起人们对货币危机的兴趣。在许多货币危机的早期模型,例如 Krugman(1979)1979年所做的模型认为,货币危机的产生是因为政府政策的不连续和不稳定造成的(参见 Flood 和 Marion1999年关于货币危机的研究)。这些模型是用来解释20世纪70年代和80年代初发生在拉丁美洲许多国家的货币危机问题的。恰恰相反的是,在东南亚金融危机中,许多遭受危机的国家都实行的是连续而稳定的宏观政策,这一不同以往危机的特殊性促使学者们对货币危机的理论模型进行重新检验。

东南亚金融危机的另一个受到广泛关注的特别之处是,这些遭受货币危机的国家的银行系统也发生了危机。Kaminsky 和 Reinhart(1999)已经研究了银行业危机和货币危机之间的关系。他们发现,20世纪70年代大多数国

际危机紧接着出现,这又反过来加剧了银行业危机的恶化。虽然银行业危机一般要先于货币危机发生,但两者产生的原因通常一样,是由于经济衰退或者经济低迷而使得资产价值下跌。这种下跌常常是繁荣—衰退的经济周期的一部分,这一周期是在金融自由化以后出现的。当经济运行状况很健康时,银行业和货币危机几乎不会出现。

尽管最近一段时期货币危机和银行业危机的相互关系很明显,但绝大部分的论文还是分开研究这两个问题的。(Chang 和 Velasco(2000, 2001)的研究是重要的例外。他们的论文提到,银行业和货币危机是太阳黑子现象,它们出现是因为如 Diamond 和 Dybvig(1983)所提到的多种均衡的存在。

还有许多学者的文章都在关注多种均衡存在的可能性,包括 Flood 和 Garber(1984)、Obstfeld(1986, 1996)和 Calvo(1988)。在这些学者所做的模型中,政府不能保证政策的实施,这种缺乏承诺会引起多种均衡。至少会出现的其中一种均衡情况是自我实现的危机。这一均衡的选择是有疑问的。一个特例是 Morris 和 Shin(1998)的研究,他们发现交易者缺乏关于经济状况的共同知识会导致一个唯一的均衡选择。

Kaminsky 和 Reinhart(1999)的研究还发现危机与经济发展状况相关,这一结论和有关美国19世纪和20世纪初的金融危机的研究结果是一致的。Gorton(1988)以及 Calomiris 和 Gorton(1991)的结论也与银行业危机是经济周期的必不可少的一部分而不是太阳黑子现象这一假设是一致的。Allen 和 Gale(2000c)扩展了他们1998年的模型,考虑到了孪生危机,模型增加了孪生危机是低资产回报的结果这一结论。汇率的剧烈波动说明,在一定程度上允许在国内的银行储户与国际债券市场之间进行更好的风险分担是合意的。

### 4. 泡沫和危机

有一些证据表明金融危机经常伴随着资产价格中出现的泡沫。Allen 和 Gale(2000d)提供了一个泡沫理论,证实金融危机是以代理问题的存在为基础的。许多真实资产和股票市场的投资者从外部渠道获取投资资金。如果最终的资金提供者不能观察到投资者的特征,这就出现了一个经典的风险转移问题。风险转移能增加投资者的资产回报,也造成投资者哄抬资产价格使其远高于基本价值。资产价格的一个关键的决定因素是贷给投机性投资的资金数量。金融自由化使这种投机性投资的借贷量极度膨胀,与代理问题相互作用,最终导致资产价格的泡沫出现。

McKinnon 和 Pill(1997)、Krugman(1998)以及 Corsetti、Pesenti 和 Roubini(1999)提出了另一种金融危机理论。他们认为政府担保是危机发生的根

金融危机的流行使得许多学者推断,金融部门容易遭受冲击。一个理论是微小的冲击会造成巨大的影响。冲击一开始仅仅影响特定的地区或部门,甚至也许就几个机构,然后通过传染扩散到其余的金融部门,最后危及更大范围的经济。目前学者们已经研究发现许多不同类型的传染性。第一种是通过银行和金融机构间的链接传染<sup>①</sup>。第二种是货币危机的传染性<sup>②</sup>。第三种是金融市场的传染性<sup>③</sup>。

金融脆弱性的概念与传染性密切相关。当一个金融系统相当脆弱时,一个小的冲击会带来很大的效应,冲击会因为具有传染性而蔓延开来。金融危机失去控制,而使得整个经济体系坍塌<sup>④</sup>。

## 6. 银行与市场:金融稳定性

从以上关于金融稳定性的文献总结中,我们可以看到以银行为基础的金融系统和以市场为基础的金融系统都容易遭受危机。前者明显要面对银行业危机出现的可能性;而后者也同样担心危机的爆发。有关泡沫和危机的文献证明了市场会错误估计资产价值,接下来酿成实质性问题。传染性和金融脆弱性会出现在两种金融系统中。由此可见,两种金融系统在金融稳定性方面,都不具有特别的优势。

## 四 结 论

关于有效性方面,以银行为基础的金融系统具有一些优势,而以市场为基础的金融系统具有其他的优势;在稳定性方面两者都容易遭受危机。根据这些分析,到底哪一种金融系统最适合欧洲呢?

对这一问题我的答案是:欧洲应该建立一个以金融中介和市场两者共为

① Rochet 和 Tirole(1996a, 1996b)、Freixas 和 Parigi(1998)、Freixas, Parigi 和 Rochet(2000)以及 Allen 和 Gale(2000c)的理论分析、Van Rijckegehem 和 Weber(2000)的经验实证。

② 参见如 Masson(1999)、Eichengreen, Rose 和 Wyplosz(1996)以及 Glick 和 Rose(1999)的论文。

③ 参见 King 和 Wadwhani(1990)、Kyle 和 Xiong(2001)以及考德斯和普里兹科(Kodres and Prisker, 2002)的论文。

④ 参见如 Kiyotaki 和 Moore(1997)、Chari 和 Kehoe(2000)、Lagunoff 和 Schreft(2001)以及 Allen 和 Gale(2004c)的论文。

的跨期平滑,例如养老金制度和对付政府支出资金的借贷政策的税收。在信息提供方面,两种系统的优势都可以得到发挥。资源分配的信息更可以被利用,而适当的会计规则能够允许公司选择发布信息的最优数量。在公司治理方面,公司的规章能根据想要采用的系统类型来进行制定,虽然它会遭遇盎格鲁撒克逊式的故意接管,但这种接管不是必需的。在资助新兴产业方面,市场能够有效地保证动态的真实经济,银行有利于成熟的产业。关于法律、政治和金融,市场和银行的优势也能够同时获得。银行和市场的竞争将帮助确保有限的租金受到保护,使改革不受既得利益集团的阻碍。

这种混合型系统在稳定性方面如何运转尚不清楚,现在有一个简单的分析认为这种系统应该很稳定。但是金融中介机构和市场间的相互作用能导致一些轻微的效应<sup>①</sup>,关于这一问题还需要进行更多的研究。

(洪湖 译 时磊 校)

### 参考文献

- (1) Allen, Franklin. 1993. Stock Market and Resource Allocation. in C Mayer and X Vives (eds.). *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge: Cambridge University Press
- (2) Allen Franklin. 1995. Book Review of Strong Managers, Weak Owners by M. Roe, Princeton University Press, *Journal of Economic Literature*, 33, 1994-1996
- (3) Allen Franklin, and Douglas Gale. 1997. Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. *Journal of Political Economy*, 105: 523-546
- (4) Allen Franklin, and Douglas Gale. 1998. Optimal Financial Crises, *Journal of Finance*, 53: 1245-1287
- (5) Allen Franklin, and Douglas Gale. 1999. Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation*, 8: 68-89
- (6) Allen Franklin, and Douglas Gale. 2000a. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press
- (7) Allen Franklin, and Douglas Gale. 2000b. *Corporate Governance and Competition in Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, edited by X. Vives, London: Cambridge University Press, 23-94
- (8) Allen Franklin, and Douglas Gale. 2000c. Optimal Currency Crises. *Carnegie Rochester Series on Public Policy*, 53: 177-230

① 参见 Allen 和 Gale(2004b, 2004c)的论文。

- (11) Allen Franklin, and Douglas Gale. 2004a. Comparative Financial Systems: A Survey, in *Financial Intermediation*, edited by A. Boot, S. Bhattacharya and A. Thakor. Oxford University Press, Forthcoming
- (12) Allen Franklin, and Douglas Gale. 2004b. Financial Intermediaries and Markets. Working Paper 00-44-C, Wharton Financial Institutions Center. Forthcoming in *Econometrica*
- (13) Allen Franklin, and Douglas Gale. 2004c. *Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices*. Working Paper 01-37-B, Wharton Financial Institutions Center
- (14) Burkart, M, F Panunzi, and A Sheifer. 2003. Family Firms. *Journal of Finance*, 58:2 167-2201
- (15) Calomiris, C and G Gorton 1991. The Origins of Banking Panics, Models, Facts, and Bank Regulation. in R G Hubbard (ed.). *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago, IL: University of Chicago Press
- (16) Calvo, G. 1988. Servicing the Public Debt: The Role of Expectations. *American Economic Review*, 78: 1411-1428
- (17) Chang, R, and A Velasco. 2000. Financial Fragility and the Exchange Rate Regime. *Journal of Economic Theory*, 92: 1-34
- (18) Chang, K, and A Velasco. 2001. A Model of Financial Crises in Emerging Markets. *Quarterly Journal of Economics*, 116(2): 489-518
- (19) Chari, V and R Jagannathan. 1988. Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium. *Journal of Finance*, 43: 749-60
- (20) Chari, V and P Kehoe. 2000. *Financial Crises as Herds*. Working Paper, Federal Reserve Bank of Minneapolis
- (21) Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58: 81-112
- (22) Claessens, Stijn, Joseph Fan and, and Larry Lang. 2002. Expropriation of Minority Shareholders in East Asia. *Journal of Finance*, 57 (6): 2741-2771
- (23) Corsetti, G, P Presenti and N Roubini. 1999. Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis. *European Economic Review*, 43: 1211-1236
- (24) Diamond, Douglas, and Philip Dybvig. 1983. Bank Runs, Liquidity, and Deposit Insurance. *Journal of Political Economy*, 91: 401-419
- (25) Dow, J, and Gary Gorton. 1997. Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? *Journal of Finance*, 52:1 087-1129
- (26) Eichengreen, B, A Rose and C Wyplosz. 1996. Contagious Currency Crises: First Tests. *Scandinavian Journal of Economics*, 98: 463-484
- (27) Fama, Eugene. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical
- (28) Fama, Eugene, and Michael Jensen. 1983. The Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325
- (29) Flood, R and P Garber. 1984. Gold Monetization and Gold Discipline. *Journal of Political Economy*, 92:90-107
- (30) Flood, R and N Marion. 1999. Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. *International Journal of Finance & Economics*, 4:1-26
- (31) Freixas, X and B Parigi. 1998. Contagion and Efficiency in Gross and Net Interbank Payment Systems. *Journal of Financial Intermediation*, 7: 3-31
- (32) Freixas, X and Rochet. 2000. Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank. *Journal of Money, Credit & Banking*, 32: 611-638
- (33) Glick, R and A Rose 1999. Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional? Chapter 9 in P. Agénor, M. Miller, D. Vines and A. Weber (eds.). *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*. Cambridge, U. K.: Cambridge University Press
- (34) Gomes, Armando. 2000. Going Public Without Governance: Managerial Reputation Effects. *Journal of Finance*, 55: 615-646
- (35) Gorton, G. 1988. Banking Panics and Business Cycles. *Oxford Economic Papers*, 40: 751-781
- (36) Grossman, Sanford, and Oliver Hart. 1980. Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11: 42-64
- (37) Grossman, Sanford, and Joseph Stiglitz. 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70: 393-408
- (38) Hirshleifer, J. 1971. The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity. *American Economic Review*, 61: 561-574
- (39) Hoshi, T, A Kashyap, and D Scharfstein. 1990. The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan. *Journal of Financial Economics*, 27: 67-98
- (40) Jensen, Michael. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76: 323-329
- (41) Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360
- (42) Kaminsky, G, and C Reinhart. 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-payments Problems. *American Economic Review*, 89: 473-500
- (43) Kindleberger, C. 1978. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic Books
- (44) King, M and S. Wadhvani. 1990. Transmission of Volatility Between Stock Markets. *Review of Financial Studies*, 3: 5-33
- (45) Kiyotaki, N and J Moore. 1997. Credit Chains. *Journal of Political Economy*, 105:



- (48) Korten, Samuel, and John Lerner. 2000. Assessing the Contribution of Venture Capital on Innovation. *RAND Journal of Economics*, 31 (4): 674-692
- (49) Krugman, Paul. 1979. A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11: 311-325
- (50) Krugman. 1998. Bubble, Boom, Crash: *Theoretical Notes on Asia's Crisis*. Working Paper, MIT, Cambridge, Massachusetts
- (51) Kyle, A and W Xiong. 2001. Contagion as a Wealth Effect. *Journal of Finance*, 56: 1401-1440
- (52) Lagunoff, R and S Schreft. 2001. A Model of Financial Fragility. *Journal of Economic Theory*, 99: 220-264
- (53) La Porta, R, F Lopez-de-Silanes, and A Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54: 471-517
- (54) La Porta, R and Robert Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52: 1131-1150
- (55) La Porta, R. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155
- (56) La Porta, R. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27
- (57) Lindgren, C G Garcia, and M Saal. 1996. *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*. Washington, D. C.: International Monetary Fund
- (58) Masson, P. 1999. Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria. Chapter 8 in P. Agénor, M. Miller, D. Vines and A. Weber (eds.). *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*. Cambridge, U. K.: Cambridge University Press
- (59) McKinnon, R and H Pill. 1997. Credible Economic Liberalizations and Overborrowing. *American Economic Review*, 87: 189-203
- (60) Morris, S and H Shin. 1998. Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks. *American Economic Review*, 88: 587-597
- (61) Obstfeld, M. 1986. Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises. *American Economic Review*, 76: 72-81
- (62) Obstfeld, M. 1996. Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features. *European Economic Review*, 40: 1037-1047
- (63) Rajan, R and L Zingales. 2003a. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics*, 69: 5-50
- (64) Rajan, R. 2003b. *Saving Capitalism from the Capitalists*. New York: Crown Business
- (65) Rochet, J and J Tirole. 1996a. Interbank Lending and Systemic Risk. *Journal of Money, Credit and Banking*, 28: 733-762

- (68) Van Rikckeghem, C and B Weder. 2000. *Spillovers Through Banking Centers: Panel Data Analysis*. IMF Working Paper WP/00/88, Washington D. C.: International Monetary Fund

## The Efficiency and Stability of Banks and Markets

Franklin Allen

(Department of Finance, The Wharton School of the University of Pennsylvania University of Pennsylvania, USA)

**Abstract:** Traditionally, financial systems have been bank-based or market-based. The efficiency properties of these systems are compared in various dimensions. These include risk sharing, information provision, funding new industries, corporate governance, and law, finance and politics. Both systems have advantages and disadvantages. With regard to stability, both bank-based and market-based systems are subject to crises. Going forward a financial system with financial intermediaries and markets would have many advantages and few disadvantages.

**Key words:** financial system, bank, market