

究竟是什么决定了一国的金融体系结构

马 勇

(中国人民大学 财政金融政策研究中心, 北京 100872)

摘要:文章基于1990—2009年间78个主要国家和地区的面板数据,对影响一国金融体系结构选择的相关因素进行了系统的实证分析。结果表明,一国金融体系结构的选择不仅受宏观经济状况和金融发展的影响,同时也受社会制度文化的显著影响。从宏观经济看,金融体系结构的动态变化主要与经济发展的速度相关,而经济发展的程度则主要影响金融体系的总规模;从金融发展看,效率和开放是金融体系结构“市场化”的两大动力;从文化制度看,崇尚规则和权威的制度文化更容易孕育出“银行主导型”的金融体系,而崇尚自由和民主的制度文化则更容易孕育出“市场主导型”的金融体系。

关键词:金融体系结构;银行发展;金融市场

中图分类号:F832.8 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2012)01-0061-11

一、引言

20世纪70年代以来,随着金融市场化和金融全球化的发展,金融体系结构的选择问题逐渐成为现代金融理论的重要内容。尤其是对很多发展中国家而言,究竟是选择以英美为代表的“市场主导型”金融体系,还是以德日为代表的“银行主导型”金融体系,已成为现代金融体系建立过程中的一个重要议题。

关于不同国家金融体系结构的发展演变,主流文献大多强调经济变量的作用而忽视非经济变量的影响,但实际上金融体系本身既是一种经济结构,也是一种制度安排,这就决定了金融体系结构的形成可能受到经济、政治、社会和文化等各方面因素的潜在影响。因此,全面考察影响一国金融体系结构选择的相关因素,需要一个多维和综合的视角。在这一视角下,不仅经济因素和金融因素是重要的,文化因素和制度特征的影响也是不可或缺的。基于此,本文尝试通过跨国实证分析,从宏观经济、金融发展和制度文化三个层次对影响一个国家金融体系结构的相关因素进行实证分析。

收稿日期:2011-10-25

基金项目:国家自然科学基金项目(71150003)和北京市教育委员会共建项目“中国货币国际化战略研究”

作者简介:马 勇(1982—),男,四川绵阳人,中国人民大学财政金融政策研究中心国际货币研究所研究员。

二、文献回顾

关于不同国家金融体系的形成和变迁,虽已产生了大量的文献,但尚未形成统一的理论框架和研究结论。从现有的文献看,主要的研究路径有以下四条,它们分别对应不同的侧重点。

第一条研究路径沿着实体经济路线,试图从经济结构本身的特点和发展需求解释金融体系结构的形成和变迁。Thakor(1996)认为,富国拥有更庞大的金融体系是源于这些国家在经济发展上走得更快,也就是说,经济绩效驱动金融范围的变化。Allen(2006)系统考察了实体经济结构和金融体系结构之间的关系,结果表明金融结构的变迁由实体经济特征决定。林毅夫等(2006)也认为每个经济体在一定发展阶段都有各自的最优金融结构,这种内生的最优金融结构随着该国经济的要素禀赋结构而动态演变。

第二条研究路径将考察重点放在政治因素的影响上,试图从经济体之外的其他因素方面寻求合理的答案。Rajan 和 Zingale(2000)指出,金融体系本身会朝着最优的结构发展,但这一进程会受到势力庞大的政治团体的影响,而金融体系结构会在政治多数派试图改变法律框架时发生大的倒转。Perotti 和 von Thadden(2006)发现,在民主社会,受政治影响的收入和财富的分配在很大程度上决定着不同经济体的金融体系结构。Allen(2006)认为政治因素对经济的影响是重要的,但政治事件的不确定性和内在复杂性阻碍了对这一问题的深入研究。

第三条研究路径将注意力放在不同法律体系及其渊源对金融体系结构的影响上。根据“法律金融理论”(Law and Finance),在过去几百年中形成的并通过征服、殖民和模仿在国际上传播的各种欧洲法律传统,有助于说明当今各国在保护投资商、契约环境和金融发展方面存在的差异,而在法律体制强调私人产权、支持私人契约安排以及保护投资商合法权利的国家,储蓄者更愿意资助企业,从而金融市场活跃。LLSV(1997)认为,普通法系国家能更有效地促进法律的贯彻实施,从而能比民法系国家更灵活有效地保护股东和债权人的权利,因此,普通法系国家的金融体系结构偏向“市场主导”,而民法系国家的金融体系结构则偏向“银行主导”。

第四条研究路径试图从历史、社会群体偏好和社会信用文化的角度考察金融体系结构的形成和变迁。Monnet 和 Quintin(2005)认为,改变金融体系结构的某些历史性基本特征将产生巨大成本,因此,虽然世界范围内金融体系的某些基本功能渐趋一致,但金融体系本身的结构特征在相当长的一段时间内将继续存在。Allen(2006)的研究发现,不同国家的金融体系结构与国民偏好密切相关,国民对不确定性有着更高厌恶程度的国家往往更倾向于建立“银行主导型”的金融体系。在社会信用文化与金融体系发展的关系上,陈雨露和

马勇(2008)的实证分析表明,社会信任关系越强的经济体往往更倾向于孕育出“市场主导型”的金融体系。

三、研究样本与模型设定

本文选取了全球范围内一个具有代表性的样本,包括 78 个主要国家和地区 1990—2009 年的相关数据。^①该样本涵盖了全球主要发达国家(地区)与发展中国家(地区),其 GDP 总量占全球的 80% 以上。

在模型变量的选取上,根据研究目标,被解释变量主要包括整体金融结构(记为 S)、银行发展(记为 B)和金融市场发展(记为 M)。其中,S 作为整体金融体系结构的替代变量,用银行资产与金融市场市值之比表示;B 作为一国金融体系整体结构中银行“深度”的替代变量,用银行资产与国内生产总值之比表示;M 作为一国金融体系整体结构中金融市场“深度”的替代变量,用金融市场市值与国内生产总值之比表示。显而易见,根据替代变量的含义,S 越大表示该国的整体金融结构越倾向于“银行主导”,反之则倾向于“市场主导”;B 越大表示该国的金融体系整体结构中银行规模越大;M 越大表示该国的金融体系整体结构中金融市场规模越大。为平滑数据和减小异方差的影响,所有被解释变量均取自然对数值。

在解释变量方面,本文主要纳入了三个不同层次的影响因素:(1)宏观经济层面:具体使用的解释变量包括 GDP 增长率、人均 GDP、通货膨胀率、实际利率、货币化率(M_2/GDP)、家庭消费支出和经常账户收支等;(2)产业结构层面:具体使用的解释变量包括银行集中度、银行管理成本、股票市场换手率、资本账户开放度和显性存款保险等;(3)社会人文和制度文化层面:具体使用的解释变量包括人口老龄化、民主程度、法律传统、产权指数、国家腐败指数和社会信用文化等。各变量的经济含义和来源见表 1。

在模型设定方面,由于针对截面(Cross-section)和时间(Periods)随机效应(random effects)的 Hausman 检验均拒绝了原假设,宜选择固定效应(fixed effects)模型。在三种可供选择的固定效应模型中,按照模型优化的原则进行相关统计检验,结果表明时期固定效应模型最优。因此,本文选定时期固定效应模型(Period fixed effects model),具体包括以下三个回归方程:

$$S_{it} = c_{1t} + X_{it}'\beta_1 + \epsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

$$B_{it} = c_{2t} + X_{it}'\beta_2 + \epsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (2)$$

$$M_{it} = c_{3t} + X_{it}'\beta_3 + \epsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (3)$$

其中, S_{it} 、 B_{it} 和 M_{it} 分别表示不同国家在不同年份的金融体系结构、银行发展程度和金融市场发展程度; c_{1t} 、 c_{2t} 和 c_{3t} 为截距项, X_{it} 为 $k \times 1$ 阶解释变量列向量(包含 k 个解释变量), β_1 、 β_2 和 β_3 为 $k \times 1$ 阶解释变量系数列向量, ϵ_{it} 为残差项。同时,为消除时期异方差和序列相关性的影响,本文采用 SUR 方法对

时期异方差和同期相关问题进行修正。

表 1 各变量的来源与说明

变量		具体说明	数据来源
被解释变量	整体金融结构(S)	用银行资产与金融市场市值之比表示	IMF 发布的国际金融统计数据库 (IFS)
	银行发展(B)	用一国银行业总资产与国内生产总值之比表示	
	金融市场发展(M)	用一国金融市场市值与 GDP 之比表示	
解释变量：宏观层面	GDP 增长率	用以反映不同国家经济发展速度的差异	世界银行 (WB)数据库
	人均 GDP	用以反映不同国家经济发展的阶段和程度	
	通货膨胀率	用各国的 CPI 表示,反映宏观经济稳定性	
	实际利率	实际利率=贷款利率-通货膨胀率	
	货币化率	用 M ₂ 与 GDP 之比表示	
	家庭消费支出	用家庭最终消费支出的年增长率表示	
解释变量：产业层面	经常账户收支	用一国经常账户收支差额与 GDP 之比表示	IMF 发布的国际金融统计数据库 (IFS)
	银行集中度	用一国前三大银行的资产占该国全部银行资产之比表示	
	银行管理成本	用银行管理成本(overhead cost)与银行总资产之比表示	
	股票市场换手率	用股票总交易价值与股票总市值之比表示	
	资本账户开放度	用 KAOPEN 指数表示	
解释变量：社会人文和制度文化层面	显性存款保险	若一个国家建立了显性的存款保险制度,赋值为 1,否则赋值为 0	Ito 和 Chinn (2007) Demirguc-Kunt, 等(2005)
	人口老龄化	用一国社会中 65 岁及以上人口占总人口的百分比表示,该数值越大表示一国的人口老龄化程度越高	世界银行 (WB)数据库
	民主程度	用“经济学家民主指数”(The Economist Intelligence Unit's index of democracy)表示,指数越高表示社会民主程度越高	EIU 民主指数
	产权指数	用美国“产权联盟”提供的国际产权指数表示,指数越高表示一国的产权保护程度越高	Property Rights Alliance
	法律传统	分为普通法系和民法法系,采用虚拟变量赋值	LLSV(1998)
	社会信用文化	社会信用文化(Trust)定义为人与人之间的普遍信任关系,其结果主要通过对不同国家的人口进行实际调查得到,该数值越高表示社会信任程度越高	Lederman, Loayza 和 Menendez(2002)

四、实证分析与检验

根据上文模型设定,本文的实证分析旨在探求以下三个问题:(1)哪些因素影响和决定了一国的金融体系结构?(2)导致不同国家银行发展程度差异的主要因素是什么?(3)导致不同国家金融市场发展“深度”差异的主要因素是什么?下文将依次对这三个问题进行实证分析。

(一)基于整体金融结构的实证结果分析

根据模型(1),我们首先对影响整体金融结构的相关因素进行回归分析,回归结果如表 2 所示。

表 2 整体金融结构(S)及其决定因素的回归结果

	银行资产/金融市场市值				
常数项	0.293151 (2.253214)** -0.003417	0.265162 (1.910165)* -0.004125	0.266008 (1.914876)* -0.004118	0.420395 (2.895030)*** -0.002336	0.441860 (2.976277)*** -0.002431
GDP 增长率	(-3.345397)*** 3.68E-06	(-3.946243)*** 6.22E-06	(-3.938158)*** 6.82E-06	(-2.271441)** 1.23E-05	(-2.350975)** 1.29E-05
通货膨胀率	(0.217779) -0.016366	(0.367792) 0.028462	(0.397927) 0.027340	(0.837661) -0.056829	(0.861562) -0.036623
人均 GDP	(-0.473504) 0.002138	(0.786943) 0.002049	(0.747250) 0.002053	(-1.247287) 0.002492	(-0.764093) 0.002563
实际利率	(5.320875)*** 0.000258	(4.962472)*** 0.000247	(4.967436)*** 0.000247	(6.229000)*** 0.000235	(6.375032)*** 0.000225
M ₂ /GDP	(2.643650)*** -0.003308	(2.604721)*** -0.003389	(2.607377)*** -0.003387	(2.591713)*** -0.002983	(2.466645)** -0.003014
家庭消费支出	(-5.499600)*** -0.001526	(-5.525666)*** -0.001539	(-5.521028)*** -0.001537	(-5.024092)*** -0.000774	(-5.057827)*** -0.000833
经常账户收支	(-3.130482)***	(-3.019380)*** -0.091269	(-3.015055)*** -0.090864	(-1.902589)* -0.085312	(-2.003396)** -0.081767
银行集中度		(-2.240733)** -0.589572	(-2.229520)** -0.591311	(-2.140045)** -0.647345	(-2.045861)** -0.627775
银行管理成本		(-2.309207)** -0.000377	(-2.315411)** -0.000376	(-2.563926)** -0.000422	(-2.480094)** -0.000418
股票换手率		(-3.119443)*** -0.030581	(-3.117630)*** -0.030561	(-3.530773)*** -0.032151	(-3.494621)*** -0.031278
资本账户开放度		(-3.961770)***	(-3.958512)*** 0.005083 (0.211601)	(-4.250620)***	(-4.116804)***
显性存款保险				0.016929 (2.839821)***	0.019367 (2.973142)*** -0.018037
人口老龄化					(-1.072246)
民主程度					
样本国家数	78	78	78	78	78
观察值	1 560	1 560	1 560	1 560	1 560
F 统计值	16.87472***	17.39477***	16.82546***	17.25313***	16.67344***
调整后的 R ²	0.209329	0.239825	0.239360	0.244248	0.243406

注:所有回归分析均包含时期固定效应(Period fixed effects);括号内为 t 统计值,***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%置信水平上显著。下同。

表 2(续) 整体金融结构(S)及其决定因素的回归结果

	银行资产/金融市场市值			
常数项	0.413665 (2.932302)*** 0.010942	0.378198 (2.644978)*** 0.016150	0.369532 (3.907445)*** 0.018714	-0.093325 (-0.513624) 0.022814
人口老龄化	(1.750668)* 0.138693 (2.861407)***	(2.807059)***	(3.016775)***	(3.309287)***
民法系传统				
普通法系传统		-0.215754 (-3.114638)***		
产权指数			-0.029531 (-1.652709)*	
社会信用文化				-0.598668 (-2.924393)***
样本国家数	78	78	78	40
观察值	1 560	1 560	1 560	800
F 统计值	17.71004***	17.15504***	16.72460***	22.86924***
调整后的 R ²	0.255393	0.249023	0.244007	0.466912

注:(1)为节省篇幅,本表略去了 GDP 增长率、通货膨胀率、人均 GDP、实际利率、M₂/GDP、家庭消费支出、经常账户收支、银行集中度、银行管理成本、股票换手率和资本账户开放度的回归项,这些回归项的符号和显著性与表 2 的结果一致;(2)由于交叉样本数据的可得性不同,本文 78 个国家中有“社会信用文化”数据的国家为 40 个,故含“社会信用文化”解释变量的回归方程样本数为 800(下同)。

由表 2 的实证结果我们得到以下基本结论:(1)随着宏观经济加速发展(具体表现为经济增长速度快、家庭消费支出增长快以及经常账户收支盈余

高),金融体系结构倾向于“市场主导”; (2)实际利率水平和货币化率越高,金融体系结构越倾向于“银行主导”; (3)在银行产业集中度较高或银行业管理成本较高的国家,其金融体系结构倾向于“市场主导”; (4)在股票市场换手率高和资本账户开放度高的国家,其金融体系结构倾向于“市场主导”; (5)在人口老龄化程度越高的国家,其金融体系结构越倾向于“银行主导”; (6)民法系传统的国家更倾向于建立“银行主导型”的金融体系,而普通法系国家则更倾向于发展“市场主导型”的金融体系; (7)在产权保护制度越完善的国家,其金融体系结构越倾向于“市场主导”; (8)在社会信用文化水平越高的国家,其金融体系结构越倾向于“市场主导”。

(二)基于银行发展程度的实证结果分析

在表2中,作为一国整体金融体系结构的替代变量是“银行资产/金融市场市值”,它反映了一国金融体系中银行规模和金融市场规模之间的相对大小,但银行和金融市场各自的发展“深度”却未能得到独立考察。对此我们进一步追问,为什么某些国家的银行规模和金融市场规模同时大于另一些国家(虽然“银行资产/金融市场市值”近似,但实际上银行和金融市场发展均更具“深度”)? 这里我们通过对金融体系结构进行分解分析,分别考察作为一国金融体系两个基本构成部分的银行规模和金融市场规模的决定因素,回归结果如表3所示。

表3 银行发展(B)及其决定因素的回归结果

	银行资产/GDP				
常数项	-2.522083 (-17.82533)*** -0.001349	-2.808621 (-17.46535)*** -0.006492	-2.835405 (-18.18407)*** -0.006203	-2.600369 (-15.45003)*** -0.005787	-2.691838 (-15.26392) -0.005634
GDP 增长率	(-1.869421)* -5.24E-05	(-6.160812)*** -7.48E-06	(-6.113467)** -1.01E-05	(-5.676130)*** -1.10E-05	(-5.537390)*** -1.12E-05
通货膨胀率	(-0.488982) 0.441712	(-0.337932) 0.563615	(-0.463666) 0.558764	(-0.507631) 0.429684	(-0.520706) 0.394669
人均 GDP	(11.81443)*** 0.001533	(13.29543)*** 0.002475	(13.44584)*** 0.002644	(7.993171)*** 0.002568	(7.050510)*** 0.002521
实际利率	(5.510713)*** 0.003119	(6.039738)*** 0.002486	(6.594925)*** 0.002603	(6.395889)*** 0.002497	(6.316918)*** 0.002500
M ₂ /GDP	(12.12302)*** -0.001618	(8.564737)*** -0.001058	(9.108507)*** -0.001295	(8.697421)*** -0.001200	(8.701245)*** -0.001170
家庭消费支出	(-3.833804)*** -0.002808	(-1.684095)* -0.002714	(-2.124237)** -0.002750	(-1.964598)* -0.002696	(-1.923996)* -0.002625
经常账户收支	(-7.640148)** (-5.066285)*** -1.911239	(-5.066285)*** -1.911239	(-5.458175)*** -1.859182	(-5.312985)*** -1.887844	(-5.236267)*** -1.888619
银行管理成本	-0.059912 (-1.263086)	-0.059912 (-1.263086)	(-5.927243)***	(-6.021810)***	(-6.039988)***
银行集中度	2.58E-05 (0.219186)	2.58E-05 (0.219186)			
股票换手率	0.004511 (0.550889)	0.004511 (0.550889)			
资本账户开放度			-0.005492 (-0.253127)		
显性存款保险				0.027241 (3.742656)***	0.020780 (2.582832)***
人口老龄化					0.041228 (1.942384)*
民主程度					
样本国家数	78	78	78	78	78
观察值	1 560	1 560	1 560	1 560	1 560
F 统计值	32.58583***	36.86225***	39.23124***	40.69900***	39.45129***
调整后的 R ²	0.345022	0.408319	0.407106	0.416230	0.416997

表 3(续) 银行发展(B)及其决定因素的回归结果

	银行资产/GDP			
常数项	-2.618480 (-14.87306)***	-2.699033 (-14.91039)***	-2.810296 (-16.30870)***	-1.328673 (-11.67865)***
人口老龄化	0.038800 (4.470657)***	0.020811 (2.563180)**	0.015665 (2.068546)**	0.045654 (6.066066)***
民主程度	0.049847 (2.325236)**	0.040203 (1.840521)*		
民法系传统	-0.354463 (-5.261638)***			
普通法系传统		0.006536 (0.068439)		
产权指数			0.137568 (5.701365)***	
社会信用文化				0.652055 (2.658211)***
样本国家数	78	78	78	40
观察值	1 560	1 560	1 560	800
F 统计值	39.42290***	38.40103***	42.30638***	25.05313***
调整后的 R ²	0.425081	0.418507	0.434507	0.448370

注:为节省篇幅,本表略去了 GDP 增长率、通货膨胀率、人均 GDP、实际利率、 M_2 /GDP、家庭消费支出、经常账户收支和银行管理成本的回归项,这些回归项的符号和显著性与表 3 的结果一致。

表 3 的实证结果表明:(1)在经济和家庭消费增长较快或经常账户收支盈余较高的国家,其银行规模在经济中所占比重趋于下降;(2)人均 GDP 越高银行规模在经济中所占比重越高;(3)随着实际利率水平和货币化率的升高,经济中银行资产所占规模趋于增大;(4)在银行业管理效率较低的国家,其银行规模在经济中所占比重较低;(5)随着人口老龄化程度的提高,银行规模在经济中所占比重趋于上升;(6)在民主化程度越高的国家,其银行规模在经济中所占比重越高;(7)民法系传统国家的银行规模在 GDP 中所占比重显著低于其他法律传统国家;(8)在产权保护制度越完善或社会信用文化水平越高的国家,其银行业规模在经济中所占比重通常越高。

(三)基于金融市场发展“深度”的实证结果分析

当被解释变量为“金融市场市值/GDP”时,回归结果如表 4 所示。

表 4 的实证结果表明:(1)在经济增长越快或人均 GDP 越高的国家,其金融市场规模在经济中所占比重越高;(2)随着货币化率的升高或资本账户开放度的提高,经济中金融市场规模将趋于增大;(3)在银行业管理效率较低的国家,其金融市场规模在经济中所占比重低;(4)股票市场交易较活跃(换手率较高)的国家通常拥有更大的金融市场规模;(5)显性存款保险制度建立后,金融市场的规模将显著增加;(6)在民主化程度越高的国家,其金融市场规模在经济中所占比重越高;(7)普通法系国家的金融市场规模在 GDP 中所占比重较

高,而民法系传统国家的金融市场规模在 GDP 中所占比重则通常较低;(8)在产权保护制度越完善或社会信用文化水平越高的国家,其银行业规模在经济中所占比重越高。

表 4 金融市场发展(M)及其决定因素的回归结果

	金融市场规模/GDP				
常数项	-4.529366 (-12.55229)***	-4.250232 (-11.17352)***	-1.726451 (-17.79781)***	-1.990424 (-13.30317)***	-2.747001 (-10.21232)***
GDP 增长率	0.023232 (7.459951)***	0.020188 (7.166095)***	0.020342 (7.467701)**	0.019415 (7.191004)***	0.021777 (7.821853)***
通货膨胀率	-4.90E-05 (-1.068400)	-7.27E-06 (-0.215257)	9.06E-06 (0.275299)	2.83E-06 (0.086619)	-9.06E-06 (-0.284184)
M2/GDP	0.001859 (3.882965)***	0.001488 (3.627631)***	0.002360 (4.781198)***	0.002233 (4.411386)***	0.002106 (4.343536)***
人均 GDP	0.793545 (8.235508)***	0.727866 (7.284858)***	0.735668 (7.284858)***	0.727842 (7.284858)***	0.727321 (7.284858)***
银行管理成本		-2.170571 (-3.191888)***	-3.144460 (-4.563021)***	-3.071982 (-4.453889)***	-2.947974 (-4.287228)***
股票换手率		0.000944 (2.959967)***	0.001321 (4.175338)**	0.001297 (4.085794)***	0.001171 (3.678110)***
资本账户开放度		0.057592 (2.675929)***	0.106100 (4.978425)***	0.097574 (4.444543)***	0.080902 (3.717127)***
银行集中度		-0.005793 (-0.052621)			
显性存款保险			0.172626 (2.636981)***	0.140819 (2.098543)**	
人口老龄化				0.032839 (2.301417)**	
民主程度					0.170067 (4.390559)***
样本国家数	78	78	78	78	78
观察值	1 560	1 560	1 560	1 560	1 560
F 统计值	36.45184***	36.61369***	37.81770***	36.94726***	37.34544***
调整后的 R ²	0.371560	0.381489	0.380430	0.383691	0.377392

表 4(续) 金融市场发展(M)及其决定因素的回归结果

	金融市场规模/GDP			
常数项	-4.508368 (-12.76482)***	-1.701157 (-13.56808)***	-3.131055 (-10.91945)***	-1.793790 (-5.767095)***
显性存款保险	0.282543 (4.454324)***	0.272857 (4.193484)***	0.311682 (4.957138)***	0.658115 (9.816886)***
普通法系传统		0.629152 (2.578146)**		
产权指数			0.270701 (5.895624)***	
社会信用文化				1.397844 (2.263064)**
样本国家数	78	78	78	40
观察值	1560	1560	1560	800
F 统计量	36.74438***	36.79651***	35.58122***	51.28306***
调整后的 R ²	0.390978	0.391325	0.383130	0.629517

注:为节省篇幅,本表略去了 GDP 增长率、通货膨胀率、人均 GDP、M₂/GDP、银行管理成本、股票换手率和资本帐户开放度的回归项,这些回归项的符号和显著性与表 4 的结果一致。

五、结论性评价

本文基于 1990—2009 年间 78 个国家和地区的面板数据,对影响一国金融体系结构的相关因素进行了系统的实证分析。总体来看,一国金融体系结构的选择不仅受宏观经济和金融发展的影响,同时也受社会制度文化的显著影响。概括而言,实证分析得出了以下基本结论:

1. 经济增长与金融体系结构

经济增长速度影响金融结构,经济发展程度影响金融规模。本文的实证研究表明,在一国经济高速发展的过程中,其金融体系结构将朝着“市场主导型”的方向发展,具体表现为银行业规模的相对下降和金融市场规模的相对上升;相比之下,随着经济发达程度的提高,虽然银行业和金融市场的规模都得到了相应的扩大,但金融体系的整体结构却并没有出现显著的结构性变化。上述结果表明,金融体系结构的动态变化主要与经济发育的速度相关,而经济发育的程度则主要影响金融体系的总规模。此外,实证研究还表明,高货币化率和高实际利率的宏观货币环境似乎更容易孕育和维持“银行主导型”的金融体系结构。

2. 金融发展与金融体系结构

效率和开放是金融结构“市场化”的两大动力。实证研究表明,“效率比较优势”在一国金融体系结构的形成中具有重要作用:在拥有高效率金融市场的经济体中,通常更倾向于形成“市场主导型”的金融体系结构;而在拥有高效率银行业的经济体中,“银行主导型”的金融体系结构则更为普遍。此外,随着一国资本账户开放度的提高,金融市场的规模将显著增大,金融体系结构也更倾向于“市场主导型”。这表明金融开放将通过促进金融市场的发育最终推动一国的金融体系结构朝着市场化的方向发展。值得一提的是,与一般直觉相悖,显性存款保险制度的建立虽然对一国的银行业规模并无显著影响,但会显著促进一国金融市场规模的扩大,这可能是因为作为“金融安全网”的存款保险制度提高了人们的风险容忍度,从而有利于包含更多“风险元素”的金融市场的发展。

3. 制度文化与金融体系结构

金融体系结构的形成具有深刻的制度基础和文化根基。实证研究表明,在社会信用水平较高的国家,其金融体系结构更倾向于“市场主导型”,这意味着人与人之间普遍信任关系的加强有助于金融市场的发展;在法律传统方面,与民法系传统的国家相比,普通法系国家更倾向于建立“市场主导型”的金融体系,这一结论也与已有研究具有一致性(Levine,2000)。此外,本文的实证研究还表明,在民主程度高和产权保护制度完善的国家,更倾向于形成“市场主导型”的金融体系结构。如果进一步考虑到无论是社会普遍信任关系的扩

展还是普通法系对投资者保护的重视,^②均与自由和民主的文化制度相关,那么本文的实证分析实际上支持这样一个基本结论,即在一个崇尚规则和权威的社会制度和文化模式下,通常更容易孕育出“银行主导型”的金融体系;而在一个崇尚自由和民主的社会制度和文化模式下,通常更容易孕育出“市场主导型”的金融体系。

注释:

①具体包括(按英文国家名字母排序)阿根廷、澳大利亚、奥地利、巴巴多斯、比利时、玻利维亚、博茨瓦纳、巴西、加拿大、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、科特迪瓦、克罗地亚、捷克、丹麦、厄瓜多尔、埃及、萨尔瓦多、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、加纳、希腊、中国香港、匈牙利、冰岛、印度、印尼、伊朗、爱尔兰、以色列、意大利、牙买加、日本、约旦、哈萨克斯坦、肯尼亚、韩国、科威特、拉脱维亚、立陶宛、马来西亚、马耳他、毛里求斯、墨西哥、蒙古、摩洛哥、尼泊尔、荷兰、新西兰、尼日利亚、挪威、巴基斯坦、巴拉圭、秘鲁、菲律宾、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、斯洛文尼亚、南非、西班牙、斯里兰卡、科威士兰、瑞典、瑞士、泰国、特立尼达和多巴哥、突尼西亚、土耳其、英国、美国、委内瑞拉和赞比亚。

②LLSV(1997,1998)指出,在保护投资者(法律及其执行的实效性)方面,以英国判例法为起源的国家表现得最有效,以法国成文法为起源的国家表现得最无效,以德国和北欧各国法律体系为起源的国家则表现居中。Levine等(2000)的研究也表明,普通法系国家能更有效地促进法律的贯彻实施,从而可以更灵活有效地保护股东和债权人的权利。

主要参考文献:

- [1]陈雨露,马勇.社会信用文化、金融体系结构与金融业组织形式[J].经济研究,2008,(3):29—38.
- [2]陈雨露,马勇.现代金融体系下的中国金融业混业经营:路径、风险与监管体系[M].北京:中国人民大学出版社,2009.
- [3]林毅夫,孙希芳.银行业结构与经济增长[J].经济研究,2008,(9):31—45.
- [4]林毅夫,孙希芳,姜烨.经济发展中的最适金融结构理论初探[R].工作论文,2006.
- [5]马勇.金融结构、银行发展与经济增长[J].财经科学,2010,(2):10—17.
- [6]马勇,杨栋,陈雨露.信贷扩张、监管错配与金融危机:跨国实证[J].经济研究,2009,(12):93—105.
- [7]Allen F,Bartiloro L,Kowalewski O. Does economic structure determine financial structure[R]. Working Paper,2006.
- [8]Demirg-Kunt A,Levine R. Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons[R]. World Bank Economic Review,2000.
- [9]Dermiguc-Kunt A,Karacaovali B,Laeven L. Deposit insurance around the world: A comprehensive database[R]. Working Paper,The World Bank,2005.
- [10]La Porta R,Lopez-de-Silanes F,Shleifer A,Vishny R. Legal determinants of external finance[J]. Journal of Finance,1997,52(3): 1131—1150.

- [11]Lederman L,Loayza N,Menendez A M. Violent crime:Does social capital matter? [J].
Economic Development and Cultural Change,2002,50(3): 509—539.
- [12]Thakor A V. The design of finance systems: An overview[J]. Journal of Banking and
Finance,1996,20:917—948.
- [13]Peroti E,von Thadden E. The political economy of corporate control and labor rents
[J]. Journal of Political Economy,2006,114: 145—174.
- [14]Rajan R,Zingales L. The great reversals:The politics of financial development in the
20th century[R]. Working Paper,2000.

The Determinants of Financial System Structure

MA Yong

*(China Financial Policy Research Center ,
Renmin University of China ,Beijing 100872,China)*

Abstract: Based on the panel data of 78 countries or areas from 1990 to 2009, this paper makes a systematically empirical study of the determinants of financial system structure. The empirical results show that financial system structure is not only related to macroeconomic and financial development, but also is influenced by institutional factors and social culture. From a macroeconomic point of view, the dynamic changes in financial system structure mainly correlate with the speed of economic development while the level of economic development mainly affects the whole scale of the financial system. From the angle of financial development, efficiency and liberalization are the two drivers of the marketization of financial system structure. And from the perspective of cultural institutions, institutional culture advocating rules and authority more easily breeds bank-oriented financial system while the one advocating freedom and democracy more easily breeds market-oriented financial system.

Key words: financial system structure; bank development; financial market

(责任编辑 喜 雯)