

JINRONG GAIGE TANSUO

金融改革探索

◆ 虞群娥 主编



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

JINRONG GAIGE TANSUO

金融改革探索

◆ 虞群娥 主编



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

金融改革探索

虞群娥 主编

责任编辑 严少洁

封面设计 刘依群

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310028)

(E-mail: zupress@mail.hz.zj.cn)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 浙江大学出版社电脑排版中心

印 刷 浙江大学印刷厂

开 本 787mm×960mm 1/16

印 张 18.5

字 数 316 千

版 印 次 2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 7-89490-323-X

定 价 26.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话(0571)88072522

前 言

金融是现代经济的核心。金融保持高效、安全的运行和协调发展,对一个国家的经济增长至关重要。随着金融自由化浪潮日渐高涨,全球经济一体化程度不断加深,金融领域的全球化、自由化成不可阻挡之势。目前,中国金融业已步入深层次结构性改革的攻坚阶段,其间涉及的问题多样,突出的如监管体制的转型、金融风险的防范、市场机制的健全、金融工具的完善、银行坏账的处理、股票发行制度的市场化、企业控制权市场的建立、上市公司股权和治理结构的完善、投资者权益的保护等。处理这些问题的方式和结果将直接决定中国金融业的未来生存和发展,决定其能否为国民经济有效筹集和配置资源。

我国金融发展是建立在计划经济体制向市场经济体制转变的基础之上的,是一项前所未有的实践,发达国家的经验虽然可以为我国金融发展以及金融结构优化提供借鉴,但并不能提供所有的解决方法。因此,探索转轨经济中金融制度安排及秩序对于我国经济增长具有重要的现实意义。党的十六届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》特别强调要“加快金融体制改革”,并提出了十个方面的具体的改革任务和目标,在快速推进的金融改革实践中,这对于中国未来的金融体制改革具有重要的现实指导意义,同时也为金融学研究工作者提出了严峻的挑战。

本论文集系浙江财经学院浙江省重点学科——金融学科的建设中的部分阶段性成果。作为金融学的教学与研究工作者,我们致力于金融学的教学与研究;现实经济运行中金融理论与实务不断出现的新情况和新问题,需要我们不断的探索。文集的研究内容涉及金融理论与政策、资本市场运营、金融风险的管理与控制、金融工具创新等。因征集与选编时间仓促,文集的不足之处恳请读者批评指正。

编 者

2006年10月12日

目 录

商业银行基金管理公司监管创新探析·····	虞群娥 蔡欣悦(1)
金融创新在我国金融市场中的扩散机制·····	张 萍(8)
“农地金融”:一种农地制度创新模式的可行性研究 ·····	张俊华(23)
从动态非一致性看经济政策的博弈分析·····	闫新华(30)
金融契约中的甄别与激励问题·····	武 鑫(39)
中小型民营科技企业融资与金融支持研究·····	李 果(49)
浙江省发展贸易融资的问题与对策·····	叶 谦 朱晓燕(59)
浅析当前我国国际贸易融资业务的新特点·····	杨加琤(68)
应收账款融资:解决中小企业贷款难的一个途径 ·····	汪其昌(75)
零售业全面开放后外资进入我国零售业的新趋势与应对措施 ·····	宾建成(90)
我国中央银行体制改革再探·····	徐 敏(99)
当前体制下利率作为货币政策中介目标适应性的评估·····	何运信(108)
人民币升值之评说·····	徐立平(118)
现代金融理论研究思路与研究领域·····	朴哲范(133)
中国银行业与《巴塞尔新资本协议》·····	戴文昌(140)
有效银行监管核心原则 2006 修订版评析 ·····	夏红芳(151)
企业社会责任与商业银行经营绩效:案例研究 ·····	丁骋骋(159)

银行广告促销的博弈分析·····	李爱喜(174)
我国商业银行个人理财业务的分析和思考·····	范俏燕(182)
从银行内部人金融犯罪浅谈我国国有商业银行的内控制度建设 ·····	黄乐曼(189)
中国股市“周内效应”分析·····	刘建和 汤彦斌(198)
基于实物期权的噪声实物资产投资决策分析·····	章贤军(205)
法系起源对投资者保护的影响及其启示·····	王聪聪(214)
离散型人寿保险与生存年金的方差计算·····	漆世雄(224)
中资财险公司经营绩效的整体性分析·····	沈 蕾 杨 波(232)
杭州市女性保险需求状况调查报告·····	叶晓凌 景燕娜(240)
谁应该为巨灾风险损失埋单·····	张代军(252)
对我国重大疾病保险的现状和需求分析·····	徐 英(257)
诚信对保险为什么重要?——一个交易成本的视角·····	傅高勳(269)
保险资金投资基础设施项目的探讨·····	石秀华(274)
论浙江省政策性农业保险的建立与发展·····	胡军辉 卢 珩(282)

商业银行基金管理公司监管创新探析

虞群娥 蔡欣悦*

【摘要】 混业经营是我国未来金融业发展的趋势,其可以有效的提高资本运作效率,优化盈利模式,提高金融企业的核心竞争力,但若缺乏有效监管和内控机制则会导致极大的风险。本文以商业银行设立基金管理公司为视点,探讨了商业银行经营基金业务可能引发的风险以及其对相应的金融监管提出的创新要求,并结合我们金融市场的实际情况,对混业经营模式下的监管创新提出了监管思路,同时对商业银行设立基金管理公司的监管框架提出了若干设想。

【关键词】 混业经营;金融监管;基金管理公司

2005年2月,由中国人民银行、中国银监会、中国证监会联合制定的《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》出台并施行,在一定程度上显示着我国金融业的发展已经开始朝着混业经营的方向迈进。我国的金融改革正处在间接融资向直接融资、单一银行体系向多元化市场体系过渡的过程中,商业银行设立基金管理公司有利于降低间接融资比重,在发展直接融资的基础上兼顾银行收益结构优化,降低银行体系的信贷风险。但是,由于长期分业经营制度的制约,我国银行在银行以外的金融业务上缺乏足够的专业管理能力和经验,在有利于我国金融业未来长远发展的反面,混业经营所积聚的金融风险是金融监管应该重视的首要问题。

* 作者简介:虞群娥(1964—),女,浙江宁波人,浙江财经学院金融学院教授,博士。

蔡欣悦(1983—),男,福建尤溪人,浙江财经学院金融学硕士研究生。

一、商业银行设立基金管理公司对监管的挑战

商业银行设立基金管理公司(我们在这里简称为商业银行基金管理公司),与证券公司、信托公司以及非金融机构等设立基金公司的主要区别在于:商业银行与其基金管理公司之间更容易形成利益输送和关联交易,也更容易导致银行风险和基金管理风险之间的传播与放大。因此,对于商业银行投资设立基金公司,以及商业银行设立或收购、参股的基金公司,在现有的分业经营监管框架下,提出了监管方面的挑战。

1. 相关法律法规有待明确和完善

我国金融业目前实行的是“分业经营、分业管理”的模式,而银行设立基金管理公司意味着我国金融业开始从“分业经营、分业监管”模式过渡到“混业经营、分业监管”,对于银行即将进行的混业经营,需要对现有《证券法》、《商业银行法》等有关细则做出修改。目前,我国开放式基金属契约型基金,其法律和法规基础是《信托法》和《证券投资基金法》,尽管在这些法规中,对委托人、受托人、基金管理人、基金托管人以及基金持有人的权利和义务做了规定,但在具体操作时,基金管理人、托管人和持有人之间的权利和义务关系还是缺乏严格的相互制衡机制,在实践中可能出现基金持有人权益受到侵害的情况。商业银行在设立基金公司之前,仅作为基金资产的托管人参与基金业务,现在商业银行可以自行设立基金公司,界定清楚商业银行传统业务和基金业务,在传统银行业务与基金业务之间制定风险隔离制度十分必要。

2. 遏制关联交易的防火墙制度的缺失

为了防范此类基金管理公司在混业经营过程中金融风险的出现,必须在基金管理公司的基金业务与商业银行的银行业务之间设置严格的“防火墙”。由于商业银行设立基金管理公司在我国尚无首例,因此《试点办法》在“防火墙”规则的设计上,借鉴了西方发达国家在金融混业经营管理上的经验,在“法人防火墙”和“业务防火墙”两个方面,针对商业银行与基金管理公司之间的经营、信息共享、人员、投资以及融资便利、交叉托管等问题上做出了一系列规定。但在“防火墙”的设置上明显存在着两大不足之处,一是缺乏关联交易实施细则;二是缺乏详尽的罚则。

3. 多头监管的困境

商业银行设立基金管理公司的审批、产品审核以及业务监管上,需要证

监会、银监会和人民银行在各自的职责范围基础上,配合基金业务加强沟通、协作。目前,证监会仅负责基金公司设立资格的审批,无权对参与设立基金管理公司的商业银行合规条件进行核定,而这正是银监会的职责范围。银行类基金公司的主要产品集中在货币市场基金和债券基金两大类,这些产品在设计与管理中涉及货币政策与银行间业务的,无疑需要人民银行负起监管责任。

与此同时,多头监管可以引发监管的不一致性以及不同监管者之间的矛盾冲突等问题。多个监管者的监管水平、监管规则和监管力度等各不相同,容易使被监管者面临不同的监管制度约束,引发监管的不一致性、交叉或者重复监管等诸多问题,同时,多头监管无疑会加重被监管者的负担,产生额外的监管成本,导致监管效率的降低。因此,出台相应的监管细则,明确界定监管归属权,并建立相应的监管协调机制对我们目前分业监管的体制下的监管部分混业经营业务是一个必要的补充。

4. 基金持有人权益的保护

从以往基金公司的运作看,基金持有人难以切实行使有效的监督权利。契约型基金的基金资产虽是独立财产,但没有法人资格,基金持有人与基金管理人之间是信托关系,持有人在将其基金资产委托给基金管理人后,委托人虽有权了解其信托财产的管理运用、处分及收支情况,有权查阅、抄录或者复制与其信托财产有关的信托账目以及处理信托事务的其他文件,但不能直接干预基金管理人对基金资产的管理与运作,其监督约束力只能通过出席基金持有人大会来行使。而由于诸多原因,契约型基金持有人的监督权往往流于形式,容易造成基金管理公司出现公司内部控制制度不完善,执行不力,特别是在投资决策权限和程序上显得混乱,随意性较强;防范不当关联交易的制度措施不到位;重要岗位的人员内部控制与防范风险意识不强;投资管理人员职责不够明确,相互监督不力等弊病。在银行设立基金公司后,这些问题依然存在,如何通过建立一套有效的公司治理结构,对包括银行在内的基金管理公司股东进行有效监管与约束,成为必须解决的问题之一。

5. 银行作为基金托管人的职责有待加强

基金的托管业务收入是商业银行一项重要中间业务和利润来源。一直以来,基金管理人对基金托管人的单向约束较强,因为,基金管理人有权决定将基金资产交由哪家商业银行托管,基金托管人为了保住基金托管的中间收入,一般不会用过高的监督成本和风险去行使监管职能,至于对基金持

有人权益的保护更显得其次了。随着基金规模的不断增加,托管人条件的放宽,一些股份制银行等还将加入基金托管人行列。因而,强化基金托管人监管职责显得更加重要。此外,在银行设立基金管理公司后,还面临如何管理、运用基金资产的问题,按照《证券投资基金法》相关规定,基金托管人与基金管理人不得为同一机构,不得相互出资或者持有股份。这意味着商业银行不能托管自己设立的基金公司的资产,只能委托第三方银行进行管理。所以,必须明确设立基金管理公司的商业银行与基金托管银行间基金资产委托与管理的相关规定,避免不正当利益交换。

二、商业银行基金管理公司的监管思路

随着后 WTO 时代的来临,金融行业对外开放脚步逐步加快,我国银行业在经济全球化、金融一体化和金融业务信息化背景下,为了应对激烈的国际竞争,并且提高自身的综合竞争能力,采用混业经营模式已经成为我国银行业未来发展的一种趋势。

以商业银行设立基金管理公司对监管提出的挑战来看,在混业经营趋势下,我们认为,金融监管应该采用新的思路应对不断升级的体制扩展和金融创新。借鉴国际较为成熟的监管经验,按照业务进行监管,而不是依据主体,即从现有的机构型监管向功能型监管的过渡将是一条主要渠道。机构型监管就是在分业经营条件下,由不同的监管机构分别对不同的金融机构进行监管。而功能型监管就是指在一个统一的监管机构内,由专业分工的管理专家和相应的管理程序对金融机构的不同业务进行监管。在功能型监管下,机构型监管体制下监管当局不能相互交叉监督同一类金融机构的格局将被打破。

在对未来将会出现的金融控股集团的整体监管框架之中,可采用机构型与功能型混合的伞形监管体系。人民银行即是伞形监管者,负责从总体上监督,其目标在于金融控股公司的稳定,并表风险管理和整个集团资本充足率水平。金融控股公司下属各公司则由相应的功能监管者监管,银行类业务可由银监会监管,证券类业务由证监会监管,同时加强监管部门之间的协调,成立相应的金融协调监管机构将是伞形监管体系下功能监管的有力补充。

结合我国的具体国情,特别是从我国金融运行和发展的现状来看,我国似乎已经逐渐出现了对统一金融监管的客观需要。一方面,随着我国成功

加入世贸组织,无论是金融产品的交易,还是金融组织、金融市场之间的合作与结合都将从广度和深度上日益加强,对金融业的监管和控制也变得更加复杂、更加困难,这就要求金融监管体系更加灵活、更加综合、更加统一,以提高金融监管的有效性。另一方面,从国内的情况来看,尽管金融混业还没有成为金融发展的主流,特别是金融混业经营还存在着一些障碍,但是,不同金融部门间的业务合作和交叉、金融控股集团的发展等已经初露端倪。

尽管在我国存在金融全球化与金融混业对统一监管的客观要求,但由于全球化和混业的广度与深度不够,从而决定了目前甚至在今后的一段时间内我国实行统一监管还存在许多困难。在我国未来混业经营趋势的预期下,实现分业监管还是混业监管的主要准则还是制度变迁成本的大小,并不存在恒定的经营体制与监管体制的对应关系。强化金融监管的有效性,提高金融运行的效率,充分协调分业监管工作是现阶段金融监管工作的基准。

三、商业银行基金管理公司的监管创新

由于各国金融的环境的差异,现在并没有一个固定的国际模式可以参考。就我国银行业和基金业,以及整个金融发展与规范的实际情况而言,需要在以下几个方面,对商业银行设立基金管理公司实施有效监管。

第一,建立保障其健康运行的法律法规体系。在经营基金业务银行的市场准入问题上,监管当局应建立起严格的标准,量化部分准入,明确准入条件。比如对商业银行资本充足率的要求,内部防范风险制度健全,有基金托管经验,有综合并表监管要求等。对发起设立的基金规模进行有条件的限制,逐步渐进地扩大规模,完善市场机制。在基金高级管理人员的选择安排上,应该尽量与商业银行脱钩,对商业银行及基金公司的主要股东和管理人员的任职资格进行规范,避免人为因素可能造成的金融动荡。

明确对银行类基金公司基金托管人的监管。基金托管人是为了保护投资的利益而设立的,本身对基金管理公司应起到监督作用。银行设立基金公司后,一方面自身是基金发起人,另一方面,又是其他基金资产的托管人。所以,必须细化《证券投资基金法》中关于银行类基金托管人的细则,加强对基金托管人的管理,使基金在托管人的有效监督下,严格按契约经营,有效制止基金管理人与托管银行间可能的利益输送行为。

制定中外合资银行类基金管理公司的监管指引,通过吸引外资,设立中外合资基金管理公司,引入先进的管理经验和专业人才,避免银行独资设立

基金管理公司可能导致的公司治理不完善、缺乏必要的制衡与监管问题。加快专业类基金销售机构设立的法规制定,以适应基金业规模迅速扩大,基金销售机构专业化所带来的监管漏洞。

第二,强化金融监管机构的分工与协调。一方面,商业银行应按照有关要求,向银监会报送所投资的基金公司的经营管理与统计财务信息,以及其他文件资料。商业银行应将所投资的基金公司的风险纳入并表之中,并应按照规定进行资本充足率管理。另一方面,商业银行投资设立,或商业银行投资收购、参股的基金公司,应遵照《证券投资基金法》的有关规定开展业务,由证监会统一监管。同时,银监会和证监会应建立经常性的信息沟通和风险通报机制,加强协调。银监会应按照并表监管的要求,对商业银行投资基金公司行为、风险控制、关联交易、防火墙建设等方面进行经常化的专项检查。证监会应按照基金业监管的要求,对基金公司中的商业银行股东的尽职情况、行为规范,以及基金公司的经营行为进行持续监管。当商业银行投资的基金公司的经营活动已经对商业银行经营活动产生了重大影响,并可能危及商业银行安全或可能会对存款人产生重大利益损害时,银监会可以联合证监会对该基金公司进行全面检查,或者商业银行的经营管理已经不符合审慎经营原则,不适宜再担任基金公司股东时,证监会可以联合银监会责令该商业银行出售其所投资股份。

第三,提升公司治理结构的自身约束。商业银行设立基金管理公司时,应该建立独立的公司治理结构,商业银行也应该完善已有的公司治理规则,以便在基金业务与银行业务之间建立必要的“防火墙”。基金管理公司在人员安排、财务管理等方面必须与原商业银行独立,必须本着诚实信用的原则,将基金资产与原有银行资金分开建账、分开清算、分开管理。银行与基金公司的高管人员不得兼职和交叉任职。银行类基金公司应当通过制定严格的公司治理制度,将银行原有的信贷业务与现在的基金业务分隔开来,减少基金公司大股东对基金资产运作的不正当干预和对基金持有人利益的侵害。

在银行类基金公司成立后,必须监管商业银行出于个人或集团的利益,向银行类基金公司的利益输送,特别是将银行客户资源向基金公司的恶意让渡,严重影响商业银行正常的经营活动,为此,必须在现有《商业银行与内部人和股东关联交易管理办法》的基础上,将这一新的利益输送行为加以限定。另一方面,银行类基金公司出现后,必须限制基金公司大股东对基金公司正常业务的干预,保障基金持有人对银行类基金公司的有效监控。成立

代表持有人监督管理基金公司运作的受托人委员会,以其为核心的公司治理结构中,基金持有人、发起人、管理人和托管人在受托人委员会的监督和协调下,可以取得较为理想的权利制衡。这一做法在一些发达国家已有成功的尝试。

【参考文献】

- [1] 桑榕:商业银行经营基金业务的风险与监管——美国的经验及借鉴.《国际金融研究》,2005年第4期。
- [2] 庄毓敏、路蒙佳:我国商业银行设立基金管理公司——模式选择与面临问题.《中国金融》,2005年第2期。
- [3] 尹龙:商业银行投资设立基金公司的模式与监管问题.《中国金融》,2004年第2期。
- [4] 赵小玲:我国商业银行设立基金管理公司的监管框架设计.《上海金融》,2005年第4期。

金融创新在我国金融市场中的扩散机制

张 萍*

【摘 要】 市场导向型金融体系和中介性金融体系形成了金融扩散中的异质市场,异质市场在股票市场、货币市场和资本市场中的差异性,形成了金融创新扩散的障碍。本文通过对异质市场的分析,认为我国与金融创新国在经济体制、经济水平、金融相关率、产权制度、市场结构等指标上存在着结构性的不均衡,这是导致在我国采纳金融创新扩散中出现时滞现象的根源。

【关键词】 金融创新扩散;金融体系;异质金融市场

自 20 世纪 60、70 年代以来,金融创新在世界范围内得到蓬勃发展,许多金融工具被创造出来投入市场后,随后被迅速模仿或加以改造在世界范围内扩散。在我国金融市场上,很多产生于国外的金融创新(见附表 1)先后出现在我国的金融市场上,如大额可转让存单(CDs)、国债期权、住房按揭贷款、消费贷款、银行保险箱业务、汽车贷款等,目前,我国吸纳国外的金融创新基本占到了国内金融创新的 85% 以上,自主创新率不到 15%。这些金融创新与其创始年代相比,有的存在六七十年的差距,而最近出现的如 LOF(Lifted Open-end Fund, 上市交易的开放式基金)、ETF(Exchange Traded Fund, 交易所交易基金)与其创始年代相比时滞不过是数年的时间。究其根本原因主要在于异质金融市场间结构性的差异性,即一国的经济体制与经济发展水平等的长期因素和金融发展水平与企业发展水平的短期因素共同作用在金融市场上,促进了这种时滞的形成。本文将就此两大类因素进行讨论,具体安排如下:第一部分是引言,第二部分是国内外金融创新扩散已有的研究成果,并根据前人的研究结果和中国特定市场条件,分析中国金融市场特殊性,第三部分是分析阻碍金融创新在我国扩散因素;第四部

* 作者简介:张萍(1972—),女,湖南东安人,浙江财经学院金融学院讲师,硕士。

分是根据分析提出相应对策。

一、文献综述

现代的金融创新通常界定为在基本金融产品没有发生变化的情况下,通过组合(bundling)和拆分(unbundling)创造出新的金融产品的过程(Dufey and Giddy, 1981; 尼汉斯, 1983; Desai and Low, 1987)。Philip Molyneux 和 Nidal Shamroukh(1999)也认为在金融领域,金融创新是一个发展、采纳和扩散的过程,当金融产品被创造以后,采纳和扩散就成为了创新过程中的轴线。

早期的金融创新研究集中在对创新状态的描述,试图强调导致特定金融创新产生的内生因素(M. H. Sellber, 1975、1983; Kanc, 1977, 1980, 1984; Mile, 1986 等)。新近的文獻则逐渐转向运用证券设计和一般均衡模型来解释金融创新(Allen and Gale, 1984, 1989, 1990, 1991; Duffie and Jackson, 1989; Cuny, 1993; Rahi, 1993, 1995; Memange and Laroque, 1995 等)。金融创新被创造出来后,内部和外部两个方面的因素促使金融企业采纳创新产品。从内部因素看,亚伯拉罕森和罗森科普夫的攀比效应假说(Abrahamson and Rosenkopf, 1993)从制度性因素和竞争性因素的双重视角构建金融扩散模型。而理性—效率假设从定量的角度提出了需求型金融创新扩散模型,认为采纳一种创新的企业数量增加时,采纳成本会降低(Reinganum, 1981; Quirmbach, 1986)或者其收益会增加(Katz and Shapiro, 1985; Farrel and Saloner, 1985),这会导致更多的企业采纳该创新。在这两种理论的模型中,一个共同的特征就是都引入了时间变量 t ,并将采纳者数量作为衡量创新扩散的标志之一。

对外部性因素的研究来源于信息的外部性和网络的外部性,前者容易引起“搭便车”现象,安德森和哈里斯(Anderson and Harris, 1986)发展了一个应用在金融行业中模仿或复制的创新模型,它能更精确的描述金融市场结构和金融机构独特特征。随后,杰格蒂安妮等人(Jagtiani et al., 1993, 1995)运用一个拥有 86 个美国商业银行的样本,分析了 OBSAs 的扩散模型后表明“银行采纳不同的表外业务产品的决策是与纯技术和学习因素相关联”(Jagtiani et al., 1995)。显然,这些结论都是通过对完全市场机制进行分析后得出来的。

在金融创新的扩散阶段,对金融扩散的衡量仍沿用产业经济学中的有关理论,即以市场上银行数量来衡量扩散水平,缺乏金融创新的特性,尤其

是缺乏金融创新在不同结构的金融市场间的扩散研究。

根据金融创新扩散的一般规律^①,发展中国家或经济欠发达地区通过对金融创新的模仿或后创新(post-innovation, 戴维斯, 1979)实现金融创新扩散,这主要归因于金融创新扩散的双向反馈特性(Harrington, 1992)。当金融创新沿着传递链通过国际金融市场(王仁祥、俞平 2003;张萍, 2005)向其他市场扩散时,只有当吸纳者在形成采纳决策后,金融创新才能达到扩散的目的(王仁祥等, 2003, 2004;俞平, 2003)。韩国文(2006)^②运用演化经济学的原理对统一市场的单一金融创新扩散和共栖金融扩散进行建模分析。这些文献中都暗含着这样的假设:金融机构是异质的,而金融市场结构和机制是同质的。即金融创新在同质(或基本同质)市场上扩散,被处在同质(或基本同质)金融市场上的异质金融机构采纳。显然这些文献忽略了金融创新在异质市场上扩散时,异质金融市场间的结构和金融工具比例的差异性对金融创新扩散可能会产生障碍。

学术界一般认为在世界范围内形成了市场导向型金融体系和以银行为代表的中介型金融体系两个不同质的金融市场(Allen and Gale, 1997; Boot and Thakor, 1995),金融市场和中介机构在一国经济中充当角色的重要程度成为区别两者主要的标志。Demirguc-Kunt and Levine (1999)以及Levine (2002)通过实证分析也得出不管是在发达国家还是在发展中国家,全面发展的金融系统——中间模式更能促进经济的发展的结论。Allen and Gale (2000)则认为在现代金融系统中,金融市场与中介不是替代的,而是互补的。众多学者(Allen and Gale; Boot and Thakor, 1995; 张杰, 1997; 唐道元, 2003)从不同视角分析了两种金融市场体系国家中的银行借贷和金融市场借贷在整个国家融资的比重,发现市场型金融系统的市场融资要远远高于中介型金融系统,我国正好是另一极端的典型范例。

戈德史密斯(1969)把金融相关率(FIR)作为衡量一国金融深化的主要指标之一,认为其与一国金融市场自由化程度相关。他通过对 35 个国家的数据进行跨国研究之后发现,经济快速增长时期一般都伴随着金融发展的超高水平。但 Demirguc-Kunt 和 Levin (1999)从跨国的角度, Demirguc-Kunt 和 Maksimovic (2000)从公司外部融资、Beck 和 Levin (2001)从产业成

① 金融扩散的一般规律是金融创新从发达国家向经济欠发达国家扩散,从经济发达地区向经济欠发达地区扩散。

② 韩国文:《演化经济学视野下的金融创新》,武汉大学出版社,2006 年 1 月,第 225、234 页。