



咖啡屋里的经济学

劣币与良币的角力

巴曙松 著

GOOD MONEY
VS.
BAD MONEY

清华大学出版社





咖啡屋里的经济学

劣币与良币的角力

巴曙松 著

Good Money Vs. Bad Money

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书从金融机构、金融市场和金融监管三个方面对我国的金融体系进行了深入、精辟的论述。作者以我国的金融整体框架为背景,以精致的文笔对我国金融体系目前发展的热点、存在的问题进行了分析,并提出了自己的建议和对策。读者在品读中国金融热点问题的同时,能够感受到作者对经济理论掌握的程度之深和运用之妙。

本书适合经济管理类的师生以及关心我国经济发展的人士阅读。

版权所有,翻印必究。

本书封面贴有清华大学出版社激光防伪标签,无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

劣币与良币的角力/巴曙松著. —北京:清华大学出版社, 2004

(咖啡屋里的经济学)

ISBN 7-302-08530-7

I. 劣… II. 巴… III. 金融体系-研究-中国 IV. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 037382 号

出 版 者: 清华大学出版社

<http://www.tup.com.cn>

社总机: 010-62770175

地 址: 北京清华大学学研大厦

邮 编: 100084

客户服务: 010-62776969

责任编辑: 刘志彬

印 刷 者: 北京密云胶印厂

装 订 者: 北京市密云县京文制本装订厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 160×240 印张: 15 插页: 4 字数: 262 千字

版 次: 2004 年 5 月第 1 版 2004 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-302-08530-7/F·788

印 数: 1~5000

定 价: 27.50 元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话: (010) 62770175-3103 或 (010) 62795704



目 录

金融机构篇

- 金融机构存在的理由 /3
- 劣币与良币的角力 /5
- 华尔街加高“中国墙” /7
- 仅仅强调分流储蓄是不够的 /10
- 当前证券公司“只进不退”的悖论 /13
- 中行和建行注资后的市场约束质疑 /15
- 注资与银行业改革的深化 /17
- 中行和建行注资改革的市场效应及其影响 /19
- 不良资产处置：能否换来一个好的银行体系 /23
- 寻求证券公司融资渠道的突破 /28
- 再造商业银行外汇资金业务流程 /36
- 基金市场上商业银行应当如何定位 /42
- 注资国有银行：“活血化瘀”还是“败血于内” /45

金融市场篇

- 让期货市场来“补贴”农业 /51
- 当前货币政策走向的分歧与市场影响 /53
- 企业如何进行是否公开上市的抉择 /56
- 中小企业贷款难，还是融资难 /60
- 从恒生指数演变看香港证券市场沧桑演变 /68
- 股市何尝不是中国经济的晴雨表 /74
- 从市场结构看当前中国外汇市场的下一步发展 /76
- 振兴东北的金融支持战略 /80
- 从 GDP 到 GNC /86
- 新融资格局下地产融资走向 /87

- 房地产投资的时代 /93
- 从体制变迁透视中国富豪的罪与罚 /95
- “经营土地”热潮后的制度诱因 /98
- 是什么在制约货币市场基金的发展 /101
- 打破“没有就业的增长” /105
- 美国制造商起诉人民币汇率的闹剧及其经济原因 /108
- CEPA 推动香港经济第三次转型 /111
- 警惕 CEPA 成为“不设防通道” /113
- 香港的内地股热潮与两地资本市场合作趋势 /120
- 我国新股发行机制亟待优化 /125
- 民间融资体系与经济增长 /133
- “赤字经济”淡出与财政政策转型 /135

金融监管篇

- 新资本充足约束机制下的全面风险管理 /139
- 证券投资基金税收政策的比较与借鉴 /143
- 货币政策与银行监管的多层次互动 /149
- 香港银行业开办人民币业务的风险何在 /154
- 当前中国资本市场的主要问题与改革方向 /164
- 为什么要特别强调保护社会公众投资者的合法权益 /175
- 美国基金丑闻透视：缘起与借鉴 /178
- 香港离岸人民币市场的发展前景及其影响 /191
- 上市公司“问题高管”现象与公司治理改进 /201
- 制度缺陷上的舞蹈：基于制度缺陷的金融创新及其监管 /205
- 金融监管框架的演变趋势与商业银行的发展空间 /215
- 中国信用体系发展的关键 /221
- 对当前中国的银行立法的几点看法 /224
- 警惕银行危机的日本模式 /228
- 关注民营金融机构的利益输送管道 /231
- 创新的“发动机”和“方向盘”——谈金融创新与监管方式的市场化 /233

后记 /241

金融机构篇

金融机构通常在人们的心目中容易具像化为豪华的写字楼及西装革履的白领。实际上这只是金融机构的表象而已。

不管何种金融机构,也许其种类不同、名称相异,但是其在功能上都可以归结为一点,那就是:以不同的形式,将资金从剩余者向短缺者转移,将资金向更能够充分利用这些资金来创造财富者转移。

金融机构就在这个转移的过程中一较短长,获取收益;而目前无论是在商业银行还是证券公司,其出现的问题,都可以归结为金融资源转移过程中因为主观或者客观的原因导致的扭曲与错误配置,商业银行的不良资产是如此,证券公司的亏损也是如此。

我们需要更深刻地把握不同金融机构的功能,然后才能清晰地把握其纷繁复杂的金融机构变革重组与发展之路。





金融机构存在的理由

我们为什么需要那么多不同种类、不同类型、不同规模的金融机构？那些银行、保险公司、证券公司，他们为什么需要存在？为什么那么多城市在试图建成金融中心？

透过金融体系的不同领域、不同机构的不同面纱，金融体系存在的理由其实就是两个字：财富。

金融体系的所有功能都可以简要地归结为与我们的财富及其流转相关的各种活动：财富的保存、财富的创造、财富的流动、财富的转移……

尽管金融机构的种类不同，其金融活动，也就是资金的融通，在功能上都可以归结为一点，那就是：以不同的形式，将资金从剩余者向短缺者转移，将资金向更能够充分利用这些资金来创造财富者转移。

资金为什么在一部分个人和企业会出现剩余呢？这主要是因为财富的积累。如果没有金融体系，这些不断积累财富的人只好设法将财富转换为金银财宝，或埋之于地下，或藏之于深山，还时时要提心吊胆。在金融体系不发达的时代，我们不是常常读到这样的故事吗？

这个时候，如果有金融机构，财富的积累者就可以将财富储存在金融机构中，不仅免受担心害怕之苦，还可以获得利息或其他形式的收益。其实，这仅仅是金融机构存在理由的最为基本的部分。因为金融机构并不是为了汇聚财富而汇聚财富，其汇聚财富的根本目的是为了将这些汇聚起来的财富转移到更能够创造财富者的手中。这就让那些本来可能闲置的财富流动起来，变得更有活力。

有经济史学者研究中国封建时代为什么以徽商等为代表的商人不能很好地促进经济的发展、反而在一定程度上损害了财富的创造呢？一个重要的原因，就是这些徽商在四处闯荡、创造一定财富之后，就将这些财富退出了流通，回到家乡买地、建房，将财富变成了凝固的形态。这也从另外一个侧面反应了金融体系缺乏对经济体系创造财富潜力的抑制。

当金融机构将财富以不同的形式汇聚起来后，他们能够干什么呢？简而言之，就是为整个经济体系创造更多的财富服务，将财富在时间和空间上进行转移，将财富转移到更需要这些财富、能够运用这些财富创造更多

财富的企业和人员手中。

那么，如何将这些更能够创造财富、更有竞争力的企业和人员从众多的人员中识别出来？到目前为止，这都是金融机构最为关键、最为核心的问题之一。对这个问题回答的水平不同，直接能够显示出不同金融机构的专业水平和能力。因为表面上看，需要这些财富的人确实太多了，究竟哪些人是真正能够更好地利用这些财富呢？为了回答这个问题，现代金融机构建立了复杂的内部控制体系，构建出繁杂的风险控制模型，无非是为了更好地识别财富转移中的风险，更好地控制这些风险。只有风险控制好了，有限的财富运用的效率才更高，整个社会财富增长的速度才更快。

财富向更有效率领域转移的过程，在不同金融机构表现的形式不同。在银行领域，这种转移主要表现为贷款的形式。银行的贷款质量越好，表明贷款投向的都是效率比较高的领域；如果出现了不良贷款，就表明银行所承担的转移财富的职能履行出现问题，财富出现了损失；如果不良贷款的比率比较高，就表明整个银行体系可能出现了问题，因为这个银行体系将储蓄者辛辛苦苦积累起来的财富浪费了，投向那些不能形成更多财富的领域，投向那些反而形成亏损的领域。如果这种不良贷款是因为贪污腐败有意为之导致的，那么，这实际上不仅是对储蓄者的掠夺，也是对整个社会财富运用效率的损害，当然应当从严惩处。

证券市场的财富转移过程，主要是通过证券公司这个纽带来实现的。证券公司通过在众多的企业中发现有增长潜力者，将其推荐上市，投资者将手中积累的财富以购买股票的形式转移到这些企业中。如果证券公司的专业水准高，能够用独到的眼光发掘出能够创造巨大财富的企业，那么，不仅投资者能够获得可观的回报，整个证券市场也会为社会创造更多的财富。试想，一个微软公司，为微软的投资者、为美国创造了多少财富？这首先应当感谢 NASDAQ 市场，感谢能够发掘和识别微软公司的美国金融体系。

创造财富自然要承担风险，这个风险有时候相当大，使得许多创造财富的机会被白白浪费了。金融体系提供了这种风险分散的灵巧机制。三峡大坝所需要的巨额资金，使得任何一个主体进行投资都会觉得风险较大，这个时候，通过发行股票、债券，通过贷款，股票投资者、债券投资者和银行都参与分担了这个风险，对投资者来说，风险相应地变得小了，这个投资活动就变得可以进行了，财富创造活动也就更为活跃了，这对于社会财富的增加当然有积极的意义。

如果要用一个简单的比方来结束我们的评论，那么，我们可以把



财富比拟为人类社会运行的血液，金融体系则是血液循环系统，这个生生不息的循环系统不断地推动财富的流动，并且将养分带到人体各个需要的地方，维持肌体的健康和成长。在这个流动的过程中，财富也变得更加有活力。

劣币与良币的角力

（与袁彩红合作）

当大家都在体育馆里坐着观赏球赛、演出时，如果有一个观众为了想看得更清楚些，就从座位上站了起来。刚开始时，他当然会有一览无遗的快乐。但是如果没有人制止，其他的人也会竞相仿效都站起来，结果就是坐着看的人越来越少。在经济学看来，这就是典型的“劣币驱逐良币”的现象。

什么是“劣币驱逐良币”？其实这是来自金融领域的一个经济学的定律。在铸币流通时代，如果成色好的良币与成色不好的劣币同时流通，最后的格局往往是，良币被储藏，劣币则充斥市场。如果规规矩矩地坐着看演出是“良币行为”，那么，站起来看则是典型的“劣币行为”。在现实生活中，往往是“劣币行为”取代了“良币行为”。至少在“良币行为”与“劣币行为”的角力中，良币并不必然占据上风。

如果凭借金钱和权利就可以获得学位，认真钻研学问的学生必然就要减少了；或者说如果几可乱真的假学位证书能够花数百元买到而且难以被识破，努力在学校读书的学生就会在就业市场上受到“驱逐”；如果市场流行坐庄和跟庄，那么，坚持价值投资就同样会受到市场的驱逐；如果上市公司的会计造假不能够及时被发现，那么，遵守规则的上市公司往往会在融资中处于不利的地位……

但是，劣币并不必然会驱逐良币，或者说，如果能够建立相应的社会机制，良币同样可以发挥驱逐劣币的威力。

首先，良币要驱逐劣币，当然应当借助道德和自律的力量。美国安然公司破产之后，美国证券界在反思其教训并补救时，其中的一个措施，就是要求上市公司的高管和首席财务官等在财务报表背书，证明自己是讲求信用和道德基础上提交这些报表的。劣币之所以能够顺利地驱逐良币，缺

乏道德的约束显然是一个十分重要的因素。汪丁丁先生说，“道德的行为就是不能给你带来眼前好处的行为。只要是考虑效用函数最大化，就绝对不会干的那类事中，有一类事叫做道德行为。”实际上，这更多的是从短期考察的结论。在道德层面、文化的力量、宗教的力量，都十分重要。

但是，仅仅建立在道德基础上的良币驱逐劣币的愿望，往往是难以真正贯彻实施的。在许多时候，通往地狱的道路往往最初还是为通往天堂而铺设的。良币要能够驱逐劣币，还要借助公共力量，借助政府形成一种惩处“劣币行为”、奖励“良币行为”的机制。在很多场合，劣币行为之所以为所欲为，往往是因为其得不到公共力量的及时抑制，而良币行为却得不到足够的激励。

因此，在期望良币能够驱逐劣币时，道德当然重要，但是这种驱逐过程显然是利益的争夺和分配过程，以良币行为主导的社会规则的形成，往往是在对劣币行为的严厉惩处、监督的基础之上的。如果说道德和文化建设为良币驱逐劣币提供了一个“软环境”的话，对劣币行为的惩处规则无疑是提供了“硬约束”。仅仅以“盗版”为例，这一行为的成本很小，即使被抓，惩罚也不大，而它的收益是正常出版的许多倍，此时道德的约束当然有其积极的作用，但是从经济理性的角度看，盗版者只有在预期惩处的成本大于预期收益时，才会选择遵守规则。如果真正能够对“盗版”进行严厉的打击，其力度足够迫使盗版者认为其成本大于收益，盗版行为自然会受到很大的抑制。

在道德和惩处机制的基础上，清晰、透明、及时的信息披露，以及为公众所认同的共同规则同样十分重要。从信息经济学的角度看，劣币之所以能够驱逐良币，很大程度上是基于信息不对称基础上引发的道德风险和机会主义行为。如果说阳光是最好的防腐剂的话，透明的信息披露同样也是制约这些行为的重要因素。

在透明的信息披露的基础上，为公众所共同认同的规则也值得关注。以十字路口的交通拥挤为例，统计表明，如果驾车者都遵守交通规则，通过路口的时间实际上明显小于驾车者都纷纷拥挤的状况。此时维持道路的畅通，可能需要驾车者的道德自律、警察的监督和交通系统的跟踪奖惩，同时也需要对驾车者提供足够的信息，以逐步形成驾车者共同认可的“交通谦让比交通拥挤更能够加快速度”的规则认同。

实际上，大企业之间的竞争行为，能够给我们观察劣币与良币之间的角力提供良好的案例。在制度经济学看来，大企业间之所以更为容易形成讲诚信、守信誉的规则，是因为他们已形成强盗对强盗的规则，是因为大



企业具有更强的分析对方的资信状况的能力，也具有更强的惩处对方违约行为的能力。这实际上从特定的角度印证了上述分析。同时，在市场经济中一个理性的经济人是在考虑到未来收益的同时，再折现到现在，使效用最大化。因为大企业间有明确的竞争规则，所以折现率相对来说更为容易确定。在一个规则剧烈变革的市场环境中，各项法规和政策还不完善，这个折现率往往是难以确定的，因而经济主体难免以极其短视的眼光对待市场经济，形成劣币驱逐良币的格局。这实际上也显示出一个透明的游戏规则对于增强良币在与劣币的角力中赢得主动的重要因素之一。

华尔街加高“中国墙”

“股神”沃伦·巴菲特有一句名言：“厨房里的蟑螂绝对不止一只。”

花旗集团花旗美邦业务部主席、被美国“金融界女性联合会”评为2003年“年度女性”的 Sallie Krawcheck 对近来丑闻频出的华尔街评论道，要赢回广大投资者的信任，惟一的办法就是“要随时把投资者的利益放在最首要的位置来考虑”。目前，国内外证券公司的内部证券研究在体制的设计上普遍对投资人的利益考虑不足。作为安然事件的漫长下文之一，华尔街近来针对证券公司内部研究部门的调查，以及其间显现出的利益冲突及其防范，尤其值得我们关注。

一、快刀下的乱麻

美国证券市场会计丑闻的一系列调查陆续落下帷幕。在投资银行的研究领域，首先是长达两年的华尔街证券公司研究部门“利益冲突”调查案终于划上句号。以花旗、美林等10家大型投资银行为主的证券交易商与美国证券交易委员会（SEC）达成和解协议，支付至少14亿美元的和解金，创下历史最高。

随后，2003年4月28日纽约州检察长艾略特·斯皮策和美国证券当局（证监会、纳斯达克以及纽约证券交易所）宣布已和美林前科网络股分析师布罗迪格、所罗门美邦电信股分析师格鲁明达成协议，前者被罚款400万美元，后者则同意支付1500万美元，罚款的交换条件是免被控告，但两人被明文禁止终身不得重操旧业。

这个由纽约州检察长斯皮策主导、旨在解决投资银行研究活动中存在的利益冲突问题的和解案，本意是希望能够宣告“华尔街新时代”的来临，但是实际情况并不是那么简单。

斯皮策主导的和解案严禁研究机构与投资银行部门联系。前美林分析师沃伦表示，在 20 世纪 90 年代股市繁荣期，投资银行部门视分析师为接触潜在客户的有利途径，因为他们和企业经营者关系良好。如今分析师不必为投资银行部门费尽心力。

这实际上涉及两种模式的证券研究模式。第一种模式，就是在证券公司内部设立研究部门，其积极作用是可以较好地发挥研究的协同效益，同时支持一级和二级市场业务，而且公司会给予较为充足的资金支持，因而研究部门没有利润压力，研究较为客观公正。但这种模式的致命弱点，就在于投资银行部门和经纪部门（其中特别是投资银行部门以及自营部门）试图影响研究部的观点，因此必须在研究部门与其他业务部门之间建立严格的隔离制度，也就是所谓“中国墙”制度。

第二种研究模式强调的是证券公司研究部门的外部独立。这一点在美国证券市场会计丑闻之后的调查中成为一种带有共识性的结论。这种独立的证券研究的形式当然有外部独立性增强的积极作用，但是其不足之处也十分明显，就是研究的职能与其他具体的业务职能缺乏协同效益，独立的证券研究部门需要赚钱来维持生存，利润驱动将削弱研究部的独立性，特别是为一些大型机构客户的定向研究还涉及公平性问题。

这两种证券研究模式孰优孰劣不能简单的一概而论，关键取决于具体的市场环境和风险防范措施的落实程度。安然事件中，证券研究部门之所以出现欺骗投资者的可能情形，关键是因为美国主要的证券公司内部的业务领域已经相当多元化，证券公司名义上在内部有“中国墙”，但事实上存在严重的独立性问题。为增强证券公司内部研究人员的独立性，最近美国证监会通过约束证券公司分析师的新规则，其主要出发点就是增强业务部门和研究部门的“中国墙”制度，其具体内容大致包括：（1）禁止分析师提供偏向自家投资银行的利好报告；（2）投资银行承接股票初始发行后 40 天内，其分析师不得对该股票提供评估，对第二次发行的股票在 10 天内不得提供评估；（3）限制分析师和投资银行部门就评估报告交换意见；（4）除复合性共同基金外，限制分析师交易自己评估行业的初始发行股；（5）分析师在提交评估报告前 30 天和后 5 天，不得买卖自己评估的股票；（6）禁止分析师卖出自己近期曾做出过推荐的股票；（7）投资银行应公布股票评级标准和历史记录。



从国际金融市场上主要证券公司的内部机构设置看，证券公司的投行部需要面对上市公司争取承销等投行业务，而研究部通常在经纪和销售部门，要面对投资者，原则上应当为投资者的利益服务。换言之，证券公司的研究部门是为“卖”而服务的，为了将上市公司卖出去，因此研究部门要对“卖”的对象投资者负责。与此形成对照的是，基金管理公司内部的研究则是为“买”而服务的，内部出现利益冲突的地方相对要少一些。

证券公司内部的研究部门应当独立地为投资者的利益服务，这是一个十分响亮的口号，但是，要实施起来谈何容易。投资者此时是“虚弱的大多数”，而研究部门则是证券公司内部的一个部门，研究人员在保护投资者利益与顺从证券公司高层意见之间出现冲突时，要勉强研究人员独立地为投资者利益服务是相当不容易的。例如，在安然事件中，有一位分析师质疑安然公司的财务健康，结果该公司迫于安然的压力解雇了他，因为这家证券公司还需要从安然公司那里获得新的业务机会和盈利机会。

二、运作模式有待全面改进

从目前的发展趋势看，独立于证券公司的研究公司在国际范围内还难以成为证券研究的主流。在这种情形下，如何完成证券公司内部研究部门的运行效率，成了改进证券公司内部研究的关键所在。

首先，就是强化研究部门与业务部门的“中国墙”制度。这具体包括：研究部门与投行部门之间的隔离、零售部门内部的研究部门与销售部门之间的隔离。在一般情形下，通常只有部门负责人可以过墙；过墙者需要法律顾问的审核，同时在工作内容和工作形式上隔离。换言之，研究部门的研究人员可以暂时参与到投行的业务项目中，但是此时这个研究人员不仅不应当将这个项目的内部信息告知研究部门，还应当实现物理上的隔离，也就是转移到投行部门工作，以免在电话联系等过程中将内部公司信息泄露给研究部门。研究员一旦过墙，就不得发表任何与项目公司有关的评论和报告，项目结束后，经过一定时期的“冷冻期”，研究员方可回到二级市场，冷冻期的要求是为了给出充分的时间，使研究员接触的内幕信息释放到二级市场上，以此消除信息不对称。另外，禁止研究人员了解公司的自营仓位，禁止交易员向研究部透露自营仓位信息，研究人员不得提前将研究结果告知自营部门，禁止销售交易部事先得到将要发表的报告。

第二，要注意研究部门的激励制度，也就是应当从制度上禁止证券公司内部研究部门分析师的报酬与投行的业务挂钩。

第三，证券公司内部的研究部门应当注重通过价值研究、价值发现来

创造价值。在一级市场上，这包括：发现项目，如在对行业和公司的深入研究的基础上，发现潜在的投行项目，包括融资、购并和财务顾问；项目开发，包括协助投行部设计项目方案，特别是其中涉及对公司业务的理解，对公司未来发展的把握以及资本市场的趋势和可能的反应等方面；项目执行，具体包括编写研究报告，帮助投资者认识公司的价值，同时，还可以协助销售部门进行预路演，寻找市场价格区间。在二级市场上，证券公司的内部研究部门则应当注重通过基本面研究确定公司的真实价值，以公司的价值为标准，找到被市场低估和高估的股票，进而为客户做出投资建议。

第四，证券公司研究部门只能利用公开信息进行研究，不能依靠投资银行部门等的内部信息。

当前中国证券市场上证券研究的利益冲突防范机制还相当薄弱。中国的证券公司基本上还是通过内部设立研究部门的形式来开展证券研究，部分独立的证券研究机构的大股东通常也是证券公司，因此，证券研究中的利益冲突问题同样值得关注。在强调研究部门服务于证券公司业务的同时，要注意其中可能出现的利益冲突。研究部门应当是为投资者的利益服务的，在目前的研究格局下这是应当明确的目标，否则在长期内证券研究就难以取得投资者的信任。公司的证券研究与投资银行部门、自营部门等之间都应当建立严格的内部防火墙（也就是“中国墙”制度）。

因此，美国证券监管当局最新提出的一系列防范证券公司内部证券研究利益冲突的各项措施和规定，也同样值得在当前的国内证券业监管活动中参考。

仅仅强调分流储蓄是不够的

2003年底，中国城乡居民储蓄存款余额已达11万亿元。与此同时，商业银行的贷款在中国企业融资结构中所占的比重在经历了近几年的轻微下降之后，又出现了上升势头。银行资金在中国金融结构中占据相当高的比重是否蕴藏着巨大的风险，一时间成为人们讨论的热点问题。证券人士当然是希望扩大股市的蛋糕，呼吁应当积极分流银行储蓄，拓展股市资金来源，打通货币市场与资本市场的通道。随着讨论的深入，一些银行界人士也开始认为，直接融资发展减缓，间接融资比重过高，会加大金融体系



的风险。

事实果真如此吗？银行贷款在企业融资结构中的比重上升，就意味着金融风险向银行系统相对集中并扩大金融体系的风险吗？那么，金融改革的过程是否就可以简化为“分流银行资金进入股市”这一句话呢？

这实际上涉及对不同金融系统的效率和优劣的评价，也就是说，银行占据主导地位的银行导向型金融系统，其资源配置效率是否就必然低于证券市场占据主导地位的市场导向型金融系统？不要说在全球范围内，二者并没有必然的优劣分别，仅仅以当前中国金融体系的演变，也未必就一定能够清晰地得出一个令人信服的结论。

以德国、法国、日本为代表的银行导向型金融系统中，银行对企业的监督实际上类似于证券市场中的敌意收购者。同时，强势的银行体系能够提供一种风险分担机制；因为没有太多关于企业的金融信息在公众中扩散，因而银行有很强的激励去搜集信息，对企业的风险状况进行判断。与股市相比，强势的银行体系更容易形成规模经济。同时，强势的银行在监督企业和减缓借款之后的道德风险方面也相对要优于证券市场。国际经验也表明，如果证券市场的监管能力欠缺、法律体系不完备，那么，强势的银行体系比证券市场能够更有效地强制企业偿还债务。

在市场导向型的金融系统中，市场能够较好地对不同行业、不同发展前景的公司进行评估，及时反映公司经营状况的变动，从而使得一些有一定风险的、但是对促进产业结构调整有重要意义的创新能够及时得到金融支持，也有利于分散风险。同时，通过这种及时的评价，在市场上外部收购者对公司、特别是经营不善的公司的接管相对容易，而且易于把对管理层的报酬与业绩挂钩，从而有利于改进公司的内部治理。

因此，理论和实践都证明，如果满足相应的条件，无论是银行主导性还是市场主导性的金融系统，都能够很好地配置资源，问题的关键并不在银行所占的比重多一些还是市场所占的份额多一些，而在于银行或者股市在配置资源过程中的效率。如果一个国家的金融系统中，银行能够很好地履行对企业的监督职能，很好地搜集处理企业的风险信息，保持整个金融体系的稳定，而证券市场则充满投机气氛，那么，银行体系所占据的比重多一些，整个金融系统的效率反而更高。如果银行体系也不能履行对企业的风险监督和管理职能，股市也不能很好地履行对企业的评价和监督职能，那么，在此基础上争论哪一个份额大更好，应当说是一个意义不大的问题。因为此时争论的重点，应当是如何分别促使银行和股市在各自的资源配置领域改进效率的问题。

反观当前中国银行体系和证券市场的资源配置效率，其现状并不令人满意。银行体系的资源配置效率，仅仅从资产公司管理划拨的不良资产规模就可见一斑。至于证券市场的资源配置效率，可以以2002年上市公司的基本表现来对照。2002年，中国上市公司的资产利润率为3.2%，仅仅比国有及国有控股企业的2.9%略高0.3个百分点；但比集体企业的5.6%低2.4个百分点；比外商和港澳台投资企业的5.9%低2.7个百分点，差距较为显著。其中外商和港澳台投资企业，仅以相当于上市公司75%的资产就创造出相当于上市公司137%的利润总额，其中许多都是在银行贷款的支持下快速发展起来的。

对上市公司的业绩评价，媒体通常用的是“一年绩优、二年绩平、三年绩差”，这其中既可能是前期过度包装后的真实实现形，也可能是上市公司无力适应市场的环境变化，例如与母公司经济关系的更加独立等。同时，股权分立等多种因素，也影响了并购活动的活跃和股市外部接管权的实施和转移。

因此，当前中国金融体系中最为关键的，并不是争论银行支配的资源多了，还是股市支配的资源的份额应当提高，而是更应当关注银行和股市配置资源的效率是否提高了。关于那些制约和妨碍银行和股市资源配置效率提高的因素，并相应地采取改革措施，例如，放松对利率的管制、增进银行体系的竞争性、改善对民营企业的融资等。否则，将储蓄从银行分流到股市，或者将股市资源转移到银行，都不过是金融系统的表面数字变动而已，对于提高整个金融系统的资源配置效率并没有必然的联系。

在经济运行中，金融系统的职能，就在于有效分散风险，客观评估潜在的投资机会，充分对公司进行监控，增强整个金融体系的流动性，并且能够有效地动员储蓄。在银行和股市都能够有效运作的前提下，股市的资源配置过程更灵活、更有竞争性，更适合为单个的项目定价，从而为一些创新性的项目融资。而银行则有利于降低金融体系的不稳定性，适合于长期项目动员资金。如果希望通过跨期平滑来减少不可分散的风险，那么，银行主导性的金融系统可能是合适的；如果对新兴行业的融资、对市场创新的识别和支持更为重要，那么，市场导向型的金融系统更为优越。从发展趋势看，二者正在呈现融合的趋势，也呈现出越来越密切的共生关系。但是，其前提还是，银行和股市要能在各自的领域内分别有效地配置资源。没有这个前提，仅仅讨论是否应当分流银行储蓄，降低银行贷款在融资结构中的比率，而忽视在银行体系和股市中的市场化改革，那么，这种分流对促进金融系统运行效率的提高，基本上可以