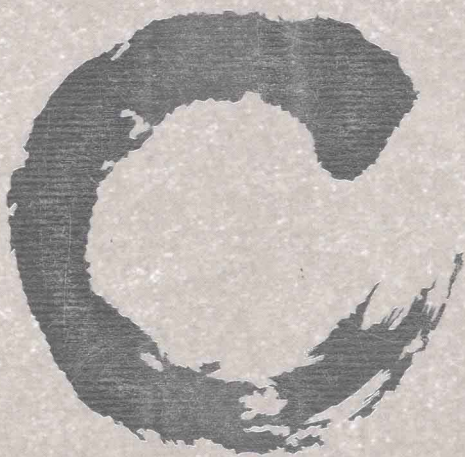


米
军◎著

金融全球化 与转轨国家金融自由化制度安排



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

金融全球化已经成为世界经济发展的大势所趋，任何国家都不能游离其外，只有积极应对才能享受到它带来的实际收益。金融全球化的前提条件是自由化，没有各国金融的对外开放，允许资本跨国自由流动，金融全球化是不可能实现的。金融全球化的发展，进一步推进了各国金融自由化向纵深发展。

金融全球化 与转轨国家金融自由化制度安排

米军著

北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



图书在版编目(CIP)数据

金融全球化与转轨国家金融自由化制度安排/米军著. —北京: 北京大学出版社, 2012. 5

ISBN 978-7-301-20695-9

I. ①金… II. ①米… III. ①金融市场—对比研究—中国、俄罗斯
IV. ①F832. 5②F835. 255

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 112814 号

书 名: 金融全球化与转轨国家金融自由化制度安排

著作责任者: 米 军 著

策 划 组 稿: 王炜烨

责 任 编 辑: 王炜烨

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-20695-9/F · 3193

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62750673

出版部 62754962

印 刷 者: 三河市北燕印装有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 19.75 印张 223 千字

2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 43.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: (010)62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

本书为教育部人文社会科学研究一般项目成果

目 录

001/	第一章	导论
023/	第二章	金融全球化与金融中介体系和金融市场的发展
057/	第三章	金融全球化与转轨国家金融自由化联动效应
105/	第四章	全球化时代转轨国家金融改革比较
189/	第五章	转轨国家金融自由化改革中的美元化问题
219/	第六章	金融全球化进程中转轨国家的金融风险与金融协调
275/	第七章	结论与建议
295/		参考文献

第一章

导 论

一、研究的背景和意义

金融全球化已经成为世界经济发展的大势所趋,任何国家都不能游离其外,只有积极应对才能享受到它带来的实际收益。金融全球化的前提条件是自由化,没有各国金融的对外开放,允许资本跨国自由流动,金融全球化是不可能实现的。金融全球化的发展,进一步推进了各国金融自由化向纵深发展。无论是发达国家、发展中国家还是转轨国家都试图通过金融自由化实现金融创新或者加强金融的市场化。应当指出,转轨国家和发达国家的金融自由化有发展阶段上的不同。转轨国家的金融自由化^①主要解决的是本国金融市场化问题(当然也要适度创新);发达国家的金融自由化则是不断

^① 中国和俄罗斯的金融都处在从计划金融向市场金融模式的转轨阶段,尽管不少人认为先有市场化,后有自由化,但在这体制转轨阶段,二者同时推进互为联动。因此,他们的金融自由化实际上就是金融市场化,从本质上讲两者没有区别,即市场化进程中推进金融自由化并在自由化进程中加强金融的市场化。对俄罗斯来说,自由化一直是其金融改革主导,而中国在管制和放松管制的迂回中稳步推进金融市场化进程。为了行文的方便,如没有特别的说明,本书将自由化与市场化互用。

的金融创新。金融全球化和各国金融自由化的联动关系,促进了资本的流动、全球经济金融一体化和各国经济运行的效率,使各国的市场在更大范围内被连接起来,从而降低了交易费用,实现了各国储蓄的有效利用和最大限度的创造产出。

伴随着金融全球化的发展趋势,20世纪90年代以来,原计划经济国家纷纷向市场经济转轨,^①同时,在金融领域也启动了自由化和市场化的制度变迁进程。从转轨国家的金融自由化和市场化的实践看,搭上金融全球化之列车,转轨国家虽然在一定程度上实现了经济金融的市场化和国际化,然而,并没有自然而然地通过金融自由化分享金融资源世界流动带来的各种好处,实现经济的繁荣富强。自由化进程快的俄罗斯和东欧国家由此带来了金融动荡或金融危机(主要是俄罗斯);中国得益于在市场化与反市场化的矛盾斗争中推进金融自由化进程,因而免受金融动荡或金融危机的困扰,但金融制度转轨的滞后性引发了严重的金融困难和难题。而加入

① 在一定意义上转型、转轨和过渡的含义近似。转轨则意味着实质性的改变和引入全新的制度安排。这是以新制度代替旧制度的过程,而不再是仅仅通过改进运行方式来完善旧制度。同样,转型的实质也是制度变迁或制度创新。俄文版的《俄罗斯过渡时期经济学》一书认为,过渡经济意味着从一种经济状态向另一种经济状态过渡,或一种经济制度向另一种经济制度的转变。因此,这三个概念在很多场合可互用。当然,转轨和转型还是有一定细微差别的,转轨更强调这种制度变迁整体性、全方位、根本性变化的过程(尤其是新古典经济学家认为,只有宪政规则的根本性转变,才是真正的转轨),这个过程可能需要较长时间才能完成,涵盖面较广;转型更侧重于强调经济制度或经济体制的整体变迁过程,这里包括从传统计划经济体制向市场经济体制的转变,即资源配置和经济运行方式的转变,这实际上是制度创新的一项重要内容,广义上也包括同一经济体制条件下经济组织形式或经营管理方式的重大革新等等。如果从这个意义看当前中国的经济体制改革应该是转型,当然是不完全性转轨了。我们觉得对中国、俄罗斯与东欧国家进行的制度变迁,用转型来统称较合适,用转轨则是一种笼统性称呼,本书在使用这两个概念时除了特别之处使用转型,其他一律用转轨。波兰的经济学家科勒德克认为,改革只是对旧制度的完善,而不允许另一种制度取而代之。不过,有时人们也广义使用,即凡是对既有制度的变革统称为改革,这种变革可能是局部性的,也可能是整体性的。

WTO 标志着中国被卷入金融全球化浪潮的不可逆性,中国已经面临必须要进一步推进金融市场化改革的任务。所以,进入金融转轨的后过渡时期,转轨国家既要完善对内金融自由化,又要推进对外金融市场化。在金融全球化背景下,金融自由化实质是一国金融体系与金融全球化融合的进程。随着国内外金融市场一体化进程的加快,转轨国家面临的挑战将大于机遇。在这种情况下,决策者和金融参与者必须学会对全球金融市场的现实做出恰当的安排,因为这是决定金融市场化或自由化成效和胜败的关键。因此,研究金融全球化与转轨国家的金融自由化问题,不仅在理论上十分必要,而且在实践上更有指导意义。首先,从研究视角看,全面系统地比较研究金融全球化与中国、俄罗斯东欧等经济转轨国家的金融改革问题,这在国内尚处领先地位。因为如果不把这些国家的金融制度变迁放在金融全球化的大背景下系统加以考察,难免造成对这些国家经济金融转轨的片面理解并在操作中造成决策与制度安排的失误。其次,研究金融全球化与中国、俄罗斯等经济转轨国家的金融自由化或市场化制度安排问题,这是一种创新。其理论意义在于,从理论上总结金融全球化对转轨国家金融市场化进程的正面和负面影响,揭示金融全球化与转轨国家金融自由化联动关系的一般规律,从而充实金融全球化对发达国家、发展中国家、经济转轨国家等不同类型国家影响的理论分析与概括。从应用价值看,中国与俄罗斯和东欧国家同为经济转轨国家,而且都积极融入金融全球化进程,因而比较研究中国、俄罗斯等转轨国家金融改革与金融全球化的关系,总结它们参与金融全球化的经验教训,特别是通过一些关键性问题研究这些国家金融开放与金融全球化融合的政策与制度安排,这会对中国应对金融全球化有更加直接的借鉴意义。

二、国内外研究现状

转轨国家究竟选择什么样的金融体系发展战略,采取什么样的政策来安排自己的金融自由化或市场化进程?在转轨国家金融体系与金融全球化融合的进程安排上,20世纪80年代以来,国外对此问题就有不同的争论。

在金融制度变迁方式上:以萨克斯(1990)为典型代表的新古典自由主义者,主张俄以快速和全方位的金融自由化实施金融制度的变迁,这一观点在当时得到俄国内多数学者认同并被付诸实施。它的具体制度安排是对内迅速放开价格,取消政府的经济控制,对外实行经济金融活动的自由化。这一方案20世纪90年代在俄罗斯和东欧一些国家的实施付出了沉重的代价。尽管这种金融安排遭到人们激烈的抨击,但对俄罗斯等国金融自由化的效应仍需要做出正反两面客观的评价。此后,仍有不少新古典主义的学者继续鼓吹转轨国家实行过度超前的金融安排,主张迅速开放国内金融机构和金融市场,认为只有超越本国实体经济的发展,才可以充分发挥金融体系对实体经济发展的能动作用。一些学者如 Dieter Bender(1996)等通过模型实证分析,^①认为全面金融自由化的增长波及效应将持续明显地强于部分金融自由化,他们的结论是,对外部金融市场自由化的任何延缓都意味着放弃潜在的增长加速。

但是如新自由主义经济学家的另一派麦金农的金融深化思想,更强调转轨过程的次序和秩序;新凯恩斯主义学派认为,转轨国家应实行适度限制市场自由的金融约束体系;新制度经济学认为金融

^① Dieter Bender(1996)等学者通过传统的新古典增长理论、内生增长理论和金融深化理论,比较系统地分析了发展中国家对内和对外金融自由化对经济增长的影响。

深化的过程就是一系列金融制度的构建和金融制度变迁的过程。这三派学说的主要内容：其一，以麦金农(Mckinnon, 1973、1993)、爱德华(Edwards, 1985、1989)、拉尔(Lal)、班达瑞(Bhandari, 1989)等为代表的新古典转轨次序学说的拥护者们，既接受新古典主义的经济自由化思想，同时更强调转轨过程的次序和秩序，认为这个次序的制定和安排必须依赖政府，其主要观点体现了金融深化思想。他们的学说集中体现在《经济自由化的顺序——向市场经济过渡中的金融控制》一书中，其核心思想是这些国家金融自由化改革要适当控制节奏，更渐进些。同时，提出了合理的改革顺序——只有在成功的财政改革和国内经济、金融自由化的基础上，才能实现对外金融自由化。麦金农认为，转轨国家金融市场化存在着一个如何确定最优次序的问题：第一步，实现中央政府财政预算的平衡；第二步，开放国内资本市场；第三步，贸易的自由化及经常项目的自由兑换；第四步，实现资本项目的兑换，允许国际资本的自由流动。麦金农指出：“实现资本项目的外汇可兑换应该是经济自由化最终次序中的最后一步。”相反，拉尔(Lal)、班达瑞(Bhandari, 1989)等人也主张要按合理的顺序安排推进金融深化，但他们在金融制度的安排上更为激进些。其主要的观点是：资本账户的开放要先于国内金融的自由化，尤其是资本账户的开放要先于贸易的自由化及经常项目的开放；并认为这种安排能够通过利率、汇率的市场化解决国内价格扭曲问题，尽管短期内可能会给该国带来较大的痛苦，但从长期看则成本较低。其二，新凯恩斯主义学派的基本观点是强调政府对市场运行的干预。其中，赫尔曼、穆尔多克和斯蒂格利茨(1994、1996)等为代表的学者认为，转轨国家应实行适度限制市场自由的金融约束体系，特别是斯蒂格利茨在《社会主义向何处去》一书中强调了政府在转轨中的积极作用，并认为这些国家实行渐进转轨的效果会更好。

些。他们的主要观点是：由于转轨国家证券市场的不发达，应在经济发展的某个阶段实行某种特殊的金融中介安排；他们还开出了相应的药方，让政府采取“金融约束”的政策干预金融市场的运行，这样有助于金融的稳定和经济的增长。他们概括出中国金融中介安排的特殊性就是“金融二元性”，指出它对中国转轨的巨大贡献。该学说主张发展中国家和转轨国家实行“温和的金融抑制”有重要的指导意义，但也并没有反对对原有金融抑制的解除，没有否定金融自由化改革的发展趋势。其三，新制度主义理论是在对新古典经济学批评的基础上发展起来的，主要代表人物如科斯、诺斯、威廉姆森、阿尔钦等。该学说认为新古典经济学的分析忽略制度因素是严重脱离现实的理论抽象；而他们忽略制度因素与假定交易费用为零有关。事实上，交易费用的大小与制度因素密切相关。制度安排是否完善和协调，直接关系到交易费用的高低和经济运行的绩效。新制度经济学肯定新古典经济学分析框架的合理因素，同时也没有全盘否定麦金农和肖的金融自由化理论，而是在批判的基础上认为，必须把制度因素如企业、产权、市场、组织等制度纳入到供求分析框架中。这样，在一定意义上，金融深化的过程就是一系列金融制度的构建和金融制度变迁的过程。为此，他们将金融领域的制度分为需求诱致性金融制度和供给主导型金融制度。需求诱致性金融制度是在实体经济部门对金融部门的发展提出要求后出现的；供给主导型金融制度是金融部门的发展超越实体经济发展的需求，通过金融服务来拉动本国经济更快地增长。越来越多的新制度经济学家认为，制度变化的供给是重要的，尤其对于市场不发达的国家，供给促进型的金融制度变迁对这些国家的金融深化将起主要作用。随着新制度经济学的发展，国家、意识形态刚性、历史依赖、技术进步、制度的惰性等因素也逐步被纳入其研究框架中，使得这一理论更贴

近现实,更具有解释力。新兴工业化国家、特别是经济转轨国家对制度经济学的需求以及发达国家的制度改革,吸引了不同学派对制度问题的重视。同时,越来越多的新古典经济学家和新凯恩斯经济学家认为,对市场经济不发达的转轨国家,强调制度作用比强调价格机制的作用更为重要。但是,这一理论由于过分强调制度的作用,有时甚至认为没有金融自由化同样可以实现金融深化,这是不足取的。

我们并不完全同意新古典自由主义的观点,尤其是对于金融转轨的大国,在总体金融战略上不适宜采取这种制度安排,但在局部金融转型中可以相机决策使用,这是值得借鉴的。这是因为,新古典经济学的分析遗漏了一个重要的因素,那就是对外金融自由化促进经济增长和波及效应机制的发挥需要具备相应的国内条件。如果在国内条件不具备的情况下就急于对外金融自由化,对国内的经济和金融则会造成严重的冲击。而转轨国家并不具备与发达国家相近的金融自由化初始条件,如完善而稳定的宏观经济环境、金融企业制度的确立(特别是健全的国内银行的资产负债)、良好的社会制度环境、法律框架下成熟的金融监管制度、金融转型中政府职能的转变,等等。随着新古典转轨次序学说的不断修正,该理论日益接近市场经济不发达国家的实际,并对转轨国家具有重要的指导意义。该学说在金融深化的具体实施安排上依然分歧很大,但在强调市场自由价格机制的作用上基本一致。新凯恩斯主义学派强调政府在转轨中的积极作用,并认可金融自由化的发展方向。因此,在一定意义上,新古典转轨次序学说和新凯恩斯主义金融约束学说在很多方面有相似之处:金融约束论强调市场运行的可控有序与新古典转轨次序学说不谋而合,都离不开政府的作用。但其最终追求的目标不同,前者是要达到经济金融的自由化,后者是要形成市场机

制和政府干预有机结合的市场经济。对于这两种学说,转轨国家要立足国情,切不可盲目照搬。再看新制度经济学理论,该理论在转轨国家的金融深化中发挥更为重要的作用,因为转轨国家金融体系融入金融全球化进程就是本国金融制度变迁或金融制度创新的过程,这与该理论有很大的吻合性。可以说,合理的金融制度是转轨国家金融自由化改革成功和推进金融深化的重要保障。转轨国家应该充分吸取新制度经济学说的理论精髓,推进本国的金融制度变迁和金融制度创新。

关于俄罗斯银行体系、金融市场的建立和发展方面的问题,西方学者的研究观点主要集中于以下内容。Machiko Nissanke、Howard Stein(2003)认为俄减少国家干预建立金融体系会带来混乱,金融转型的核心是金融制度化。Alla Friedman 和 Alexey Verbetsky(2001), A. Gnezditskaia(2003), Byung-Yeon Kim 和 Jukka Pirttil(2004), Black(2001)以及 Kogut 和 Andrew(2000)等对俄罗斯金融市场作了总体上的考察。特别是 Black(2001)以及 Kogut 和 Andrew(2000)的研究则强调制度在转轨国家股票市场建设中的重要作用。Black(2001)认为,俄罗斯期望国有企业通过快速的大众私有化来产生对利润追求的激励,但这种改革方式并没有取得预期的效果。他还分析了造成这种情况出现的原因,大致归纳为,转轨初期俄罗斯缺乏一个控制自我交易的好的制度基础,使得大众私有化很可能导致管理层和控股股东大量的自我交易;重建私有化企业的利润激励也由于一个惩罚性的税收体系、官员的贪污、有组织的犯罪和不友好的官僚体系而消失。Kogut 和 Andrew(2000)的分析认为,俄罗斯大众私有化本来是想改善大型企业的经营管理,优化企业的治理结构,结果却产生了大量信息不灵的股东和买卖股票的无效市场。俄罗斯初期的私有化并没有促成金融市场的成功,相反却摧毁了金融

市场的激励机制,尤其是一些大股东和管理人员采用非法和不透明的方法“盗取”企业资产。研究表明,在缺乏国家规范和信任制度的机制下,市场变成了一个政治竞赛和经济操纵的竞技场。他们还认为,金融市场创造的动力学在于重建基于市场参与者的非个人的信任制度;尽管发达国家股票市场制度可以从国外移植过来,但这些制度却不能市场中形成个人与制度的信任,这信任建立的基础,是强有力的政治家为了维护他们通过透明市场进行交易的利益性而形成的政治联合,这样的政治联合在俄罗斯并没有形成^①。LLSV、Black(2001)、McCarthy 和 Puffer(2002)还分析了俄罗斯公司治理和股票市场发展。LLSV、Black(2001)分析了俄罗斯公司治理中对投资者的保护对公司市场价值的重要性,认为对中小投资者的保护与金融发展之间有很强的相关性。McCarthy 和 Puffer(2002)检验了俄罗斯新采用的公司治理准则,发现俄是美国和西欧模式的混合物,在执行准则上仍然存在差距,认为主要是准则的制定更多考虑了国际标准而脱离俄罗斯的商业文化,特别是促进交易人际关系网络和缺乏对执行新的准则的商业知识和培训(比如国际会计准则等)。此外,Geert Rekaen, Campbell R. Harvey, Christian Lundblad(2004、2005)重点研究了金融自由化对经济增长和经济波动性的影响。

(3) 最近几年俄罗斯学者的研究成果主要在俄货币和资本市场的建立和发展、银行体系的重组和竞争、金融安全、银行和资本市场对经济的作用等方面。如萨文斯卡娅的《俄罗斯银行体系的稳定性与经济安全》(2002),科日罗夫的《俄罗斯银行体系的发展问题》

^① 曾康霖、黄平:《中东欧转轨经济国家股票市场制度研究》,北京:中国金融出版社 2006 年版,第 28 页。