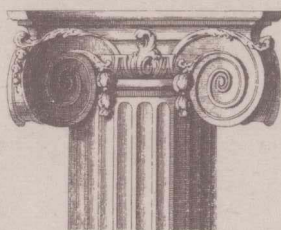
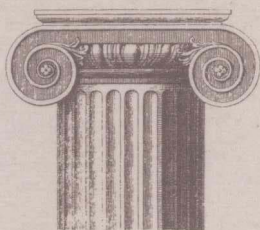


金融體系之比較分析

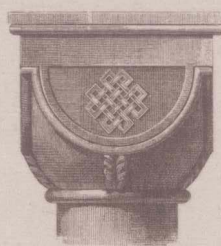


I SETTING THE STAGE

- ✦ Comparing Financial Systems
- ✦ The Historical Development of Financial Systems
- ✦ Institutions and Markets
- ✦ Corporate Governance
- ✦ The Limitations of Markets: The Classical View

II COMPETITION VERSUS INSURANCE

- ✦ Intertemporal Smoothing
- ✦ Information and Resource Allocation
- ✦ Competition in Banking
- ✦ Financial Crises
- ✦ Renegotiation and Relationships



III THE ROLE OF THE FIRM

- ✦ Autonomous, Self-Financing Firms
- ✦ Objectives of Firms

COMPARING FINANCIAL SYSTEMS

法蘭克林·艾倫、道格拉斯·蓋爾——同著

FRANKLIN ALLEN
& DOUGLAS GALE

溫秀英——譯

IV MARKETS AND INTERMEDIARIES

- ✦ Diversity of Opinion and Resource Allocation
- ✦ Costly Markets
- ✦ Relationships and Risk Sharing

金融體系之比較分析

Comparing Financial Systems

法蘭克林·艾倫(Franklin Allen)

道格拉斯·蓋爾(Douglas Gale)◎著

溫秀英◎譯注

國科會經典譯注計畫

金融體系之比較分析

2010年5月初版

定價：新臺幣500元

有著作權・翻印必究

Printed in Taiwan.

國科會經典譯注計畫

著者	Franklin Allen
	Douglas Gale
譯者	溫秀英
發行人	林載爵

出版者 聯經出版事業股份有限公司
地址 台北市忠孝東路四段561號4樓
編輯部地址 台北市忠孝東路四段561號4樓
叢書主編電話 (02) 87876242 轉 211
總經銷 聯合發行股份有限公司
發行所 台北縣新店市寶橋路235巷6弄6號2樓
電話 (02) 29178022
台北忠孝門市 台北市忠孝東路四段561號1樓
電話 (02) 27683708
台北新生門市 台北市新生南路三段94號
電話 (02) 23620308
台中分公司 台中市健行路321號
暨門市電話 (04) 22371234 ext. 5
高雄辦事處 高雄市成功一路363號2樓
電話 (07) 2211234 ext. 5
郵政劃撥帳戶 第0100559-3號
郵撥電話 27683708
印刷者 世和印製企業有限公司

叢書主編 簡美玉
校對 吳淑芳
封面設計 黃暉鵬

行政院新聞局出版事業登記證局版臺業字第0130號

本書如有缺頁，破損，倒裝請寄回聯經忠孝門市更換。

ISBN 978-957-08-3595-3 (平裝)

聯經網址：www.linkingbooks.com.tw

電子信箱：linking@udngroup.com

©2000 Massachusetts Institute of Technology
Complex Chinese translation copyright ©2010 by Linking Publishing Company
Published by arrangement with The MIT Press
through Bardonia-Chinese Media Agency
ALL RIGHTS RESERVED

中譯導讀

本書譯自法蘭克林·艾倫(Franklin Allen)以及道格拉斯·蓋爾(Douglas Gale)所著之《銀行體系之比較分析》(*Comparing Financial Systems*)，由MIT Press於西元2000年出版。法蘭克林·艾倫目前任教於賓西法尼亞大學(University of Pennsylvania)的華頓學院(Wharton School)，曾經擔任2000年美國金融協會(American Finance Association)的會長，著作等身。道格拉斯·蓋爾則任教於紐約大學(New York University)，在財務金融方面的研究功力深厚，研究成果相當豐碩。

作者對於美國與英國所發展出來偏向以金融市場為基礎之金融體系(market-based financial system)，以及德國、法國與日本等國以銀行為基礎之金融體系(bank-based financial system)作了深入的分析。在一開始作者就提出了下列的問題：為什麼不同國家有如此不同的金融體系？是否是因為這些經濟體各自有其不同的需要、不同的資源，以及技術，而需要不同的金融體系？不同的金融體系是否形成了不同的功能，抑或是雖然是不同的體系卻都是從事同樣的事情？我們是否能夠評斷出某一金融體系較另一個體系來得好，還是每一類型的金融體系皆有優點也有缺點？

傳統的經濟理論往往強調的是金融市場是分配資源的最佳機制，但本書作者特別提出不論是在金融實務面或理論面大多都在嘗試克服代理問題(agency problem)、不完全市場(incomplete market)、交易成

本(transaction cost)以及訊息不對稱(information asymmetry)等問題，而這些議題已然成為當代經濟學重要的課題。而跨國金融體系的比較分析可以讓我們了解到，強調金融市場是分配資源機制的經濟模型是不完全正確的。本書的主要目的就在於描繪出更細緻不同的看法，希望能發展出更能解釋實際上資源是如何分配的理論方法，並對不同的金融體系之特性有更深入的了解。本書把焦距放在了解金融體系的歷史發展以及如何增進其績效表現與設計問題上，並且特別強調希望能藉由對不同金融體系的跨國比較分析而發展出新的分析理論。

本書共分為四個部分，第一部分為背景介紹共包括五個章節，從比較金融體系、介紹金融體系的發展、分析主要國家的金融機構與金融市場的現況、公司治理的議題與現況介紹，以及對傳統新古典理論的介紹與評論等作鋪陳，以便提供第二部分的理論建構。本書的第二部分探討有關競爭與安全之間的爭論議題，共包括五個章節，作者試圖跳脫傳統新古典理論的框架，提出了跨期平滑(intertemporal smoothing)模型、有關訊息與資源配置的分析架構、有關銀行間競爭的模型、有關金融危機的理論，以及有關重新議約機制與關係的理論分析。第三部分為對公司或企業角色的探討，作者指出在探討金融體系時不能不探討另一個重要的角色，也就是公司的行為，否則無法一窺金融體系的完整運作。此部分包括兩個章節，一為討論有關公司自主性管理以及自我融資的相關議題，另為探討有關公司營運目的為何的議題。本書的第四部分主要比較了以金融市場為導向以及以金融機構為導向的金融體系，共包括四個章節，分別從意見分歧與資源配置的角度、參與市場的耗費成本程度、關係的存在與風險分擔的角度，深入比較了這主要兩類型的金融體系的不同與彼此之間的關係。最後一章，作者提出了一個總結並拋出了一些重要的議題。

從歷史角度看現況發展

本書針對美國、英國、法國、德國，以及日本等五個國家，從歷史發展深入探討各國在經濟與金融方面的演變，歷史顯示當市場失靈(market failure)發生時往往會影響到金融體系的改革，有些在面對市場失靈時的反應是重新規範金融市場的運作，有些則是選擇透過銀行或其他金融機構來解決問題。經過歷史的演變，最後就是我們看到的主要的兩種金融體系，以金融市場為導向的以及以金融機構為導向的金融體系。不過在這歷史發展與現況的分析裡，讀者可以看到即使是屬於同一類型的金融體系，各國的金融發展與現況還是有些不同。例如同樣被歸類於以金融機構為導向的德國以及日本，德國的母銀行系統(hausbank system)主要是從私部門衍生出來的，而日本的主銀行系統(main bank system)則主要是受到公部門政策的影響而衍生出來的體系。

這些國家的金融體系之主要功能為扮演資金供需之間的中介角色，但因金融體系的不同，家計單位持有之資產內容也隨之有所不同。在美國與英國之家計單位主要持有在市場上流通之證券為主，在德國以及日本則主要持有由金融機構提供的服務為主，結果導致家計單位暴露於風險的影響程度也有所不同。不過在這些國家也有一些共通之處，其中一個有關於內部融資，也就是由企業內保留盈餘所融資之投資金額皆高過於由外部融資的金額，顯示公司的經理人多少握有相當程度的自主性。

傳統上認為以市場為導向的金融體系，因為透過來自市場的外部稽核力量，因此在公司治理(corporate governance)方面是比較有效率的，並認為以金融機構為基礎的國家，因為缺乏來自金融市場強有力的監督機制，因此在公司治理方面的成效會比較差，甚至因此認為以

市場為導向的體系比較好。作者對這種看法提出了質疑，他們提出在美國以及其他國家的非營利機構，在缺乏市場機制的情況下，同樣可以與營利性事業競爭。而且透過金融機構也可以進行外部稽核的功能，雖然在實證上沒有得到明確的驗證，不過這些國家除了在公司治理方面的表現較不明顯之外，在經濟上的表現卻一點都不輸以市場為導向之金融體系國家。

新古典模型的反省

本書作者最大的挑戰在於如何跳脫新古典模型的限制，並提出較為適當的理論模型來辨證不同金融體系的優缺點。作者指出現代的資本定價理論基本上是套利理論的應用，是亞當·史密斯(Adam Smith)所說「不可見的手」的一個例子，也就是福利經濟學的基本模型，主張利用市場價格機制來進行有效的資源配置。而後艾德、德布以及麥肯錫共同發展出「艾羅－德布－麥肯錫」(Arrow-Debreu-McKenzie, ADM)模型，並且成為資產市場理論的基礎。結果，資產定價理論非常成功，並且為多數的財務學家奉為圭臬。然而，這整個完美而雄偉的理論建基於許多的假設之上，例如假設市場為完全市場，沒有代理問題的存在，也沒有交易成本的存在，沒有訊息不對稱的問題，也沒有訊息成本等等的問題。

作者仔細介紹了ADM模型，並嘗試一一對這個模型的諸多假設限制進行理論上的分析，讀者會發現在本書第五章開始，作者使用了個體經濟學相當複雜的數理模型以及賽局理論(game theory)來進行模型的建立與推導。針對基於ADM模型所推導出來的分析，本書指出了幾個面向來加以討論。傳統的古典理論認為透過金融市場機制，可以達到最佳的風險分擔配置，透過金融機構的體系則無法提供風險分擔的效果。但是，事實上金融市場並不是完全競爭的市場結構，而且

如前所述，以市場為基礎的經濟體之家計單位可能因金融市場的波動而承擔比在金融機構為基礎的國家更高的風險。而本書作者更進一步指出，金融機構可以藉著與消費者之間長期的關係，提供跨期風險分擔的功能。換言之，金融機構也可以進行風險分擔，尤其在不利的情況時提供消費者必須將資產變現時的保障。

另一個支持金融市場的論點是，藉由金融市場的機制可以快速傳遞訊息，不過本書作者指出，當考慮市場不完全(market incomplete)因素的時候，情況就變得更為複雜，例如有些研究就顯示可能有搭便車的問題(free-rider problem)產生，大家都在等待市場上的訊息反而降低了搜尋訊息的誘因。除此之外，支持金融市場的論點之一認為，透過市場機制可以帶來競爭的效果，而且認為銀行產業本身也必須加強競爭機制才會創造出最好的資源配置結果。作者指出，產業競爭的概念主要源自於產業組織(industrial organization, IO)研究領域，不過適用於其他產業的競爭概念，是否適用於銀行產業的情形是非常可以質疑的。

除此之外，作者試圖從分析廠商的行為來說明我們對市場的概念或許是不足的。譬如，傳統上認為透過市場機制，才可以消除經理人與股東之間的代理問題，但這必須符合市場是完全的完美市場的假設，若是存在訊息成本以及資訊不對稱等問題，經理人不一定以股東之意願為依歸，作者指出賦予經理人適度的自主性或許才是比較好的選擇。作者甚至以一章的篇幅(第十四章)，運用數理推論來說明參與市場是耗費成本的，並分析在耗費成本的市場的情況下，如何推演與ADM模型不同的論點。

以謙卑的態度分析複雜的問題

這是一本相當嚴肅的書。作者希望透過嚴謹的經濟模型來說服讀

者，問題沒有我們想像的簡單。讀者或許會期盼在分析比較完不同的金融體系之後可以得出一個答案，那就是以金融市場為導向的金融體系還是以金融機構為基礎的體系比較好。讀者讀完這整本書之後，可能還是沒能得出確切唯一的答案，但相信會對問題的複雜性有更深入的了解。

本書的作者也沒有提出一個簡單的答案，甚至拋出了更多爭議性的論點，例如：金融市場或許不利風險之分擔；銀行間的競爭或許是不值得如此嚮往的；金融危機是不好的，但也可能是好的；所有權與控制權的分離是值得採行的；對新技術是否值得投資之意見分歧時，金融市場運作的比較好而金融機構運的比較不好；金融市場的參與成本高，金融機構的存在並不是要取代金融市場，而是支持並補充金融市場的運作。

本書的出版時間在西元2000年，在一些的資料搜集上最新只到1990年代，不過我們從本書出版之後的後續研究，尤其是在全球經歷2008年的金融危機之後來看，更顯本書的卓見與價值所在。

赫佐(Holzl 2006)曾從四個面向來探討金融體系複雜的功能系統所形成的議題：(1)首先是探討公司財務管理的內容，此主要在探討公司如何獲取資金進行投資之行爲。例如分析在總體變數(譬如國民儲蓄率)是否影響到國家的金融體系走向，而此又如何影響到該國公司之籌款來源以及其投資行爲；又如探討關係銀行對廠商投資行爲以及廠商績效表現的影響，也就是探討公司與銀行之間的關係是否影響或如何影響公司的投資與績效表現的相關議題。(2)有關公司治理系統的探討。此包括機構與組織內部機制的運作以及處理利益衝突機制等問題的討論，相關的研究議題包括針對在不同的金融體系之下，公司治理的內涵是否有所不同，而此是否又會影響到公司的表現，甚至是對產業以及總體經濟的表現。(3)對金融產業結構以及相關法規規

範的探討。例如分析政府政策以及金融法規，對金融市場結構與組織（銀行、保險公司等）之相互影響。(4)探討在不同金融體系下，廠商、雇主、雇員，以及與政府之間的關係。例如分析在以銀行為基礎或是以市場為基礎的金融體系下，對廠商內部之雇主關係之可能衝擊，以及因此對廠商績效之可能影響。從赫佐的整理來看，這方面的研究大概仍不出艾倫與蓋爾這本《銀行體系之比較分析》書中所談到的範圍。

艾倫與蓋爾的這本專書，包括的議題範圍不只廣泛而且深入，其中牽涉了許多經濟學理論的應用，尤其是使用了複雜的個體經濟學的數理模型，這對一般沒有受過經濟學訓練的讀者而言並不容易閱讀。不過除了模型之推論之外，相信一般的讀者仍能從中享受閱讀的樂趣。例如本書的前四章，深入介紹了金融體系的比較與發展史，以及有關公司治理的有趣議題；第八章有關銀行業是否適合自由競爭的爭議以及第九章有關金融危機的介紹，則可以提供讀者對當代時事，尤其是此次在2008年剛發生的金融危機，有更貼切的觀察；第十六章的後記作者則提供了一些綜合性的看法與一些有趣的爭論性議題。至於對本書所牽涉到之經濟數理理論應用方面有興趣的讀者，可能需要一些有關個體經濟理論方面的訓練，例如傑爾與瑞尼(Jehle and Reny 2001)、偉倫(Varian 1992)、克雷斯(Kreps 1990)、麥斯肯雷爾等人(Mas-Colell, Whinston, and Green 1995)之著作都是很好的參考書籍。

2008年的金融危機，讓我們親身經驗到了歷史上其中一次且絕對不是唯一的金融危機震撼。到底什麼樣的金融體系可以降低這種危機的產生？我們仍舊持續在追尋可能的答案。最後，謹在此以本書兩位作者在最後一章的一段話作為結語：

「金融市場與金融機構看起來都不是完全像理論所建議的方式運作，因此，若要對如何改善我們的金融體系提出建言，最好是懷抱謙

卑的態度以待。」

參考文獻

- Allen, Franklin and Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, 2000.
- Allen, Franklin, "Do Financial Institutions Matter?" *Journal of Finance*, August 2001, pp.1165-1175.
- Allen, Franklin and Douglas Gale, "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US," *European Economic Review*, Feb. 1995, pp. 179-209.
- Arrow, K., and G. Debreu, "Existence of Equilibrium for a Competitive Economy," *Econometrica*, 22, 1954, pp.265-290.
- Barth, James R., Gerard Caprio, Jr., Ross Levine, "Bank Regulations Are Changing: For Better or Worse?" Policy Research Working Paper WPS4646, The World Bank, June 2008.
- Freixas, X., P. Hartmann, and C. Mayer, *European Financial Markets and Institutions*, Oxford University Press, 2008.
- Holzl, Werner, "Convergence of Financial Systems: Towards an Evolutionary Perspective." *Journal of Institutional Economics*, 2:1, 2006, 67-90.
- Jehle, G. A. and Philip J. Reny, *Advanced Microeconomic Theory*, 2001, 2nd edition, Addison-Wesley.
- Kreps, D. M., *A Course in Microeconomic Theory*, 1990, Princeton University Press.
- Mas-Colell, A., M. D. Whinston, and J. R. Green, *Microeconomic Theory*, 1995, Oxford University Press.
- McKenzie, L., "On Equilibrium in Graham's Model of World Trade and Other

Competitive Systems,” *Econometrica*, 22, 1954, pp.147-161.

Levine, Ross, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,”
Journal of Economic Literature, June 1997, pp. 688-726.

Schaeck, K., M. Cihak, and S. Wolfe, “Are More Competitive Banking Systems More
Stable?” Working Paper No. 143, International Monetary Fund, 2006.

Sylla, Richard and Robert E. Wright, “Networks and History Generalizations:
Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the
United States of America,” *Business and Economic History*, Vol.2, 2004.
<http://www.thebhc.org/publications/BEHonline/2004/SyllaWright.pdf>.

Varian, Hal R., *Microeconomic Analysis*, 1992, 3rd edition, W.W. Norton & Company.

原 序

1994年我們出版了《金融創新與風險分擔》(*Financial Innovation and Risk Sharing*)，曾經指出在市場結構裡存在某種程度的市場不完全性，尤其是在分析金融市場時應將這個因素視為是內生決定的。在我們提出的模型裡，代理人在一些限制之下，例如交易成本的限制之下進行證券之設計。其中一個重要的議題是，什麼是適當的交易成本，而其他的因素如資訊不對稱應如何納入考量。這引領我們朝向思考在不同國家的金融體系是如何運作的，而這正是本書的主題。我們觀察到，甚至在經濟上較先進的國家，也存在不同的金融體系。該如何理解這些體系？為什麼有些國家擁有明顯的股票市場而有些國家卻沒有？銀行系統的結構重要嗎？是否有一個體系是最好的，還是每個體系都有它的優點與缺點？這些都是在比較分析不同國家不同金融體系時，當下浮現的一些問題。

我們並不是最先對不同國家之金融體系進行比較分析的，我們非常感謝之前曾經對此議題做出貢獻的人士。在本書我們嘗試發展新的分析架構，而不是沿用傳統的理論來對不同的金融體系進行更深入的分析，我們將會依循過去我們曾經發表的一些論文來貫穿這整本書。

許多人曾經幫助我們完成這本書，我們也非常感謝來自於討論會以及學術會議的一些評論與建議，許多人也曾經在本書的初稿時提出寫作上的建議。我們特別感謝Linda Allen, Michael Brennan, Serdar

Dinc, Xavier Freixas, Gary Gorton, Akiyoshi Horiuchi, Jan Krahnen, Michael Magill, José Marin, Ernst Maug, Lubos Pastor, Martine Quinzii, Jean-Charles Rochet, A. Subrahmanyam, Anjan Thakor, 還有一些不具名的評論人。我們特別感謝Jun Qian在研究方面的協助，還有Stephanie Hogue對本書手稿的幫忙。最後我們感謝美國國家科學委員會(National Science Foundation)以及華頓金融機構研究中心(Wharton Financial Institutions Center)的財務支持。

目次

中譯導讀 i

原序 xi

第一部分 背景介紹

第一章 金融體系之比較 3

1.1 宗旨 3

1.2 背景 8

1.3 競爭與風險分擔 10

1.4 企業的角色 15

1.5 機構與市場 19

1.6 抵換關係 20

參考文獻 24

第二章 金融體系發展史 27

2.1 早期的金融體系 27

2.2 市場為導向的金融體系 32

2.3 銀行為導向之金融體系 37

2.4 應用 46

參考文獻 48

第三章 金融機構與金融市場 51

3.1 美國 54

3.2 英國 60

3.3 日本 63

3.4 法國 69

3.5 德國 73

3.6 結論 76

參考文獻 77

第四章 公司治理 81

4.1 對公司不同的概念 84

4.2 非營利事業與互助機構 115

4.3 結論 118

參考文獻 120

第五章 市場的局限性：古典觀點 129

5.1 「艾羅－德布－麥肯錫」典範 130

5.2 不完全市場之均衡 134

5.3 效率 138

5.4 延伸、價值極大化以及分權 139

5.5 股東的一致同意 143

5.6 證券設計以及與公司財務之關係 144

5.7 不完全市場之模型設計 146

參考文獻 149

第二部分 競爭還是安全

第六章 跨期平滑 155

6.1 不完全之風險分擔：例子 160

6.2	模型	163
6.3	市場均衡	164
6.4	跨期平滑	167
6.5	事前效率與跨期平滑的發生	170
6.6	近乎均勻柏拉圖效率	175
6.7	金融機構與金融市場的競合	178
6.8	結論	181
6.9	附錄	183
	參考文獻	188
第七章	訊息與資源配置	191
7.1	價格與分權	193
7.2	風險、分權與機構	196
7.3	訊息效率、投資與風險分擔	213
	參考文獻	227
第八章	銀行業的競爭	233
8.1	走向競爭	233
8.2	競爭與網絡	237
8.3	競爭與風險承受	244
8.4	動態競爭	254
8.5	競爭與金融穩定	268
8.6	結論	269
	參考文獻	270
第九章	金融危機	273
9.1	銀行恐慌	274
9.2	最適貨幣政策	285
9.3	泡沫與危機	298