

第一章

金融制度的形成和发展

金融是经济的基础，金融制度发展对一国经济的发展起着举足轻重的作用。在本章中，我们将对发达国家金融制度的形成和发展、各国金融制度的主要特征以及未来的发展趋势做出简单的描述，为后面的理论分析提供背景资料。

1.1 早期金融制度的形成

根据史学考证，早期的金融制度出现在美索不达米亚地区，最初以大麦和银作为支付手段和记账工具，到公元前 7 世纪 银逐渐成为惟一的货币。农场主和商人发放的贷款种类主要有消费贷款和种子贷款。如果借款人不能偿还贷款，借款人将为贷款人服劳役。

在公元前 6 世纪，希腊人建立的金融制度超越了支付手段和简单贷款的范围。到公元前 4 世纪，银币成为最主要的支付手段，主要的金融机构有货币兑换商和银行。在希腊的各城市 and 波斯，不同银币的流通导致了货币兑换的需求。在公元前 5 世纪出现银行，银行一般发放消费贷款，并以贵重品作为抵押。在这一时期还出现了一种兼有贷款和保险功能的金融工具用于航海融资，以支持对外贸易的发展，当出现海难时贷款不需要偿还。为了防止欺诈行为的发生，贷款人或者其他代表往往与借款人一起出海。

公元前 1 世纪至公元后 1 世纪，罗马帝国建立了比希腊人更发达的金融制度，流通的货币有金币和银币。由于罗马帝国地域辽

阔，货币兑换商发挥着重要的作用。银行负责吸收存款、发放贷款和金属货币在罗马帝国内部的转移，最主要的金融工具有抵押贷款、消费贷款以及对佃农的贷款。这一阶段金融制度的主要特征可以概括为：金融工具局限在贵金属和贵金属货币；贷款发放给个人用于消费需求、农业生产和贸易融资；金融中介机构只有货币兑换商和银行。

在中世纪，欧洲的国际贸易得到了发展。国际贸易主要是在集市上进行的，一般是以货易货，通过贵金属或金块的交易来完成。每一个商人将在集市中的债权和债务记录下来，集市结束后有专门的官员对记录的债权和债务进行确认，每个商人只要支付其债权和债务相抵后的差额部分。这一制度大大减少了大宗货币的兑换，从而发展了银行的清算制度。

在 13 世纪的北意大利，清算制度的发展产生了汇票。这是由商品的买方出具的债务凭证，买方承诺在未来的某一日期在卖方居住的城市支付一定数额的货币。汇票的创新获得了很大的成功，并促进了银行业的发展。意大利的托斯卡纳区，特别是佛罗伦萨、锡耶那，在中世纪以后最初建立了银行，然后迅速延伸到威尼斯和热那亚。这些银行在国际贸易以及与罗马天主教相联系的货币转移中发挥了重要的作用，并在整个欧洲建立了分支网络，银行业务获得很大的发展。在 14 世纪，佛罗伦萨的银行规模得到了很大的发展，在英法百年战争中给英国政府提供了大量的贷款。

与此同时，现代银行制度的其他一些重要表现形式也在北意大利发展起来。海上保险成为很重要的业务，其他的险种如人寿保险也开始出现，政府大量发行债券，而且债券可以转让。合伙企业和公司发行类似股票的证券，其中一些是可以交易的。总之，随着金融制度的发展，出现了更多的金融工具，包括贸易信贷、抵押贷款、政府和私人证券；金融机构包括早期类型的银行和保险公司。政府和公司债券的交易很有限，证券交易所还没有出现。

由于法国弗朗西斯一世在 1521 年没收了佛罗伦萨银行在巴黎、里昂和波而多的财产 以及在 1529 年不偿还佛罗伦萨银行的贷款 使得从 16 世纪 20 年代开始北意大利不再是欧洲银行和贸易的中心。阿姆斯特丹在长时间内取代北意大利成为欧洲金融的中心。金融中心相对重要性的变化往往是由于战争和其他政治因素导致的金融危机而引起的，而不是由农业的歉收或者疾病的流行而引起的。

金融制度的两大发展奠定了阿姆斯特丹作为欧洲金融中心的地位。一是 1608 年作为阿姆斯特丹交易所组成部分的股票交易所的建立 二是 1609 年阿姆斯特丹银行的成立。阿姆斯特丹交易所成立之初主要是为了商品的交易，证券交易相对不重要，只有联合东印度公司和西印度公司的股票在交易所上市交易，此外还有不同类型的政府债券，但是交易技术很快得到了发展。

阿姆斯特丹交易所的建立具有重要的历史意义，它是历史上第一个正式的股票交易所。在此之前，证券交易都是在非正规的市场上进行交易的。有趣的是，阿姆斯特丹交易所之所以出名，部分原因是发生在 1636—1637 年的“郁金香狂热”事件 那时 郁金香的价格狂涨后又跌回到原来的水平，“郁金香狂热”对整个荷兰经济造成了很大的冲击，很多人因借钱投机而导致破产。

阿姆斯特丹银行是一家政府银行，其主要目的是便利结算，所有在 600 弗罗林以上的汇票必须通过该银行的户头进行结算。阿姆斯特丹银行一般不发放贷款，存款不支付利息但是可以得到阿姆斯特丹市政府的担保。该银行成立之后就获得了成功，由于在结算上的便利，大多数的阿姆斯特丹大商人和外国商人都在该银行开立了账户，该银行实际上成了欧洲国际贸易的结算中心。1614 年阿姆斯特丹市政府成立了贷款银行，贷款银行的发展虽然不是 很成功，但它成为瑞典银行的前驱。瑞典银行成立于 1656 年 在 1668 年被瑞典政府收为国有，是历史上第一个中央银行。瑞典银

行分为两个部门：兑换部和贷款部。兑换部的运作像阿姆斯特丹银行，需要 100% 的现金准备；贷款部主要负责贷款，不需要全部的现金准备。瑞典银行也是第一家发行银行券的银行。总之，到 18 世纪初，金融市场更加正规化，政府通过中央银行介入金融制度的运行。

1719—1720 年可以看成是金融制度发展的分水岭。在这个时期发生了两件相互关联的事件，即英国的南海泡沫事件和法国的密西西比泡沫事件。正是这两个事件以及两个国家对这两个事件长期不同的政策反应，导致了两种不同的金融制度——市场主导的盎格鲁—撒克逊 (Anglo-Saxon) 模式和银行主导的欧洲大陆模式——的形成。

1.2 市场主导型和银行主导型金融制度的形成

下面简单分析市场主导型和银行主导型金融制度是如何形成的，导致市场主导型和银行主导型金融制度形成和发展的主要因素是什么。

1.2.1 市场主导型金融制度的形成

1694 年英国成立了英格兰银行，帮助推销自 1688 年英法战争以来英国政府发行的国债。与阿姆斯特丹银行以及其他的欧洲大陆银行不同，英格兰银行是一家私人银行，以盈利为目的。该银行成立之初购买了英国政府 120 万英镑的国债，作为交换，英格兰银行被授权发行银行券以代替黄金在大额交易中的结算。

1711 年南海公司成立，表面上是为了加强与南海、大西洋的贸易，实际上是在对英国政府融资中与英格兰银行竞争。1720 年上半年南海公司的股票成为狂热投机的焦点，其股票价格上升了 7 倍。此后，其他公司股票的大量发行，使南海公司股票开始下跌。1720 年国会通过了泡沫法案，该法案规定成立上市公司必须经过

议会的批准。泡沫法案并没有阻止南海股票价格的急剧下跌，到年底，该股票的价格已经回到年初的水平。像上一世纪的郁金香狂热一样，借钱用于投机的人大都面临破产。泡沫法案到 1824 年才被废除，该法案阻止了新的公司的形成。除了英格兰银行、南海公司和东印度公司外，很少有其他的公司在伦敦的资本市场交易。在泡沫法案下成立的公司如隧道公司，只能在非正规的市场上交易。受泡沫法案的影响，伦敦的资本市场没有发展成为公司资金的主要来源，但是成了政府融资的重要来源。在 18 世纪和 19 世纪初英国多次发生战争，对战争的融资需求导致英国金融业的发展。Dickson (1967) 认为在英法百年战争中，英国之所以能击败人口是英国 3 倍的法国，其中一个重要的原因是英国能有效地发行债券筹集资金。到 18 世纪末，伦敦取代阿姆斯特丹成为主要的金融中心。

伦敦股票交易所成立于 1802 年，此后其作为公司筹资来源的重要性稳定上升。1824 年泡沫法案的废除和成立公司不需要通过议会的批准导致上市公司的大量增加。英国和其他国家铁路的发展和资金的需求大大促进了伦敦股票交易所的发展。

在 19 世纪，英国的银行业也发展很快。英格兰银行在对政府特许的定期展期中面临其他银行的竞争。在 1742 年英国政府给了英格兰银行发行银行券的特许权。但是私人银行可以分为两个集团：在伦敦的银行和在伦敦以外的银行。由于英格兰银行的作用，伦敦成为清算中心，伦敦以外的银行需要在伦敦设立分行，为了竞争的需要，伦敦的银行也需要在其他城市设立分行，在 19 世纪这些银行合并后成为具备全国分支网络的银行。到 20 世纪初，英国的银行体系主要以四大银行为主，即巴克莱 (Barclay)、国民威斯敏斯特 (National Westminster)、米德兰 (Midland) 和劳合 (Lloyds) 银行。

英国银行制度的重要特征是不参与对企业的长期贷款，一般

是对企业采取短期贷款和在特殊情况下展期的方式。在 19 世纪初也有银行对企业发放长期贷款，但由于周期性的流动性危机的发生，使得这些银行无法生存。银行通过内部积累或者资本市场筹集资金，对于小企业、家族或朋友间的非正式的资本市场很重要，而对于大公司，长期资金来源于股票交易所。

19 世纪，英格兰银行在保证银行制度的稳定性方面发挥着越来越重要的作用，当有银行出现问题时，总是由英格兰银行介入并提供必要的流动性，从而避免系统性银行挤兑的发生。

虽然第一次世界大战的发生使纽约取代伦敦成为世界金融中心，但英国仍保留了以股票市场为主导的金融制度，而且是外国银行参与欧洲货币市场业务的中心。从英国国内看，银行业非常集中，有分布全国的分支网络，而且不对企业发放长期贷款。

与其他工业国相比，美国有截然不同的银行业历史，这在很大程度上是因为美国有着不同的政治体制历史。亚历山大·哈密尔顿(Alexander Hamilton)受英格兰银行模式的影响，主张建立由联邦政府特许的有全国分支网络的银行，建立了美国第一银行(1791—1811年)和美国第二银行(1816—1836年)，但是由于这两家银行代表的权利的集中引起了很大的争议，这一争议在 1832 年是否对美国第二银行继续予以特许权时达到了顶点。虽然国会通过法案批准对美国第二银行继续给予特许权，但是被杰克逊总统否决，从此有强烈的倾向反对银行业的集中。

在整个 19 世纪，美国的银行制度非常分散，不像其他的工业国家，美国并没有成功地建立全国范围的银行。在美国内战之前，许多州实行自由银行制度，即可以自由地进入银行市场，致使在 1837 年和 1857 年发生了严重的银行恐慌。

从 1861 年的内战开始，融资的需求大大改变了联邦政府在美国金融制度中的作用。1863 年和 1864 年的国民银行法建立了国民银行制度并限制了银行的权利，特别是 1864 年的银行法被解释

为将银行局限在一个地区。关于银行是否可以持有股票的问题，高等法院认为既然 1864 年的银行法没有明确规定有这个权利，法院就不能给予这种权利。

国民银行制度的建立并没有阻止银行恐慌的发生，在 1873 年、1884 年、1893 年和 1907 年都发生了银行危机。在此之后，1913 年建立了联邦储备制度。联邦储备制度的组织结构不同于传统的中央银行（如英格兰银行），它有一个区域性的结构且分散决策的权利，在联邦储备制度建立后的起初一段时间内也没有能力阻止金融恐慌的发生，1933 年发生了更为严重的银行危机便是例证。严重的银行危机导致 1933 年格拉斯—斯蒂格尔（Glass-Steagall）法的诞生。根据该法，美国建立了存款保险制度，并对商业银行业务和投资银行业务实行分业管理。此后长达半个多世纪，美国没有发生严重的银行危机。

正如 18 世纪英法战争推动了伦敦资本市场的发展一样，美国的内战也推动了纽约资本市场的发展，而且禁止银行持有公司股票和银行制度本身的弱点有助于资本市场的发展。在第一次世界大战期间，纽约对参战国特别是英国和法国的融资使纽约超越伦敦成为国际金融的中心。

1929 年的股市大暴跌，就像两个世纪以前南海泡沫以及密西西比泡沫一样，对美国金融制度的发展产生了重大的影响。虽然这导致了美国证券交易委员会的成立及其对资本市场的监管，但是资本市场的重要性进一步加强。证券交易委员会的成立有助于美国证券市场的一体化，而格拉斯—斯蒂格尔法以及对州际银行的限制实际上比对资本市场的限制更为严格。而不断的金融创新，特别是期权和期货市场的创新和发展进一步强化了资本市场在美国金融制度中的重要性。

1.2.2 银行主导型金融制度的形成

与几乎同一时期发生在英国的南海泡沫事件一样，法国对密

西西比泡沫事件的反应也是加强对股票市场的监管，但是与英国在 19 世纪初废除了泡沫法案不同，法国到 20 世纪 80 年代才放松对资本市场的限制。法国的经历对欧洲大陆国家金融制度的发展产生了重大的影响。因此在考察欧洲大陆和日本的以银行为主导的金融制度时，我们将从法国的密西西比泡沫事件开始，考察银行主导型金融制度的形成和发展。

密西西比泡沫事件与苏格兰人 John Law 的行为有直接的关系。他在一次决斗中杀人后被迫离开了苏格兰，而后在欧洲国家的首都到处游说，建议成立新的银行，发行银行券不需要 100% 的准备金。1716 年法国统治者采纳他的建议，成立了 Bank Generale，并在各个省开设了分行，发行一定限额的银行券。1718 年该银行改组为皇家银行，发行银行券的限额由统治者确定而不是根据准备金确定。随后，该银行又与密西西比公司合并。与南海公司一样，密西西比公司的股票受到了狂热的投机后价格出现猛跌。

法国的密西西比泡沫事件对法国股票市场和银行业的发展产生了深远的影响。该事件发生后，政府成立了官方的交易所，并对上市公司实行严格的监管，在 19 世纪和在 20 世纪的大多数时期，资本市场并没有得到很大的发展。建设法国铁路的第一笔债券是 1842 年到 1845 年在伦敦股票交易所而不是在巴黎交易所发行的，只是当政府知道购买债券的大部分是法国人后才使其在巴黎交易所上市。

由 John Law 成立的皇家银行严重阻碍了法国银行业的发展，其中的表现之一是除了作为法国中央银行的法兰西银行使用“银行”的字眼之外，其他的银行多避免使用“银行”的字眼。

1838 年前法兰西银行的总裁 Jacques Laffite 设立了 Caisse Generale du Commerce et de L'Industrie，其目的是为工业提供长期贷款。该银行在 1848 年也就是 Jacques Laffite 去世后的第二年倒闭。但是 Jacques Laffite 的思想被 Pereire 兄弟继承下来。1852

年他们开办了 *Credit Mobilier* 该银行对法国铁路和其他公共项目的融资起了主要作用，并被经济史学家称为法国和整个欧洲大陆金融业的重大创新，是德国和欧洲其他国家工业银行模式的原型。

在这个时期法国政府还设立了其他的银行对专门的行业发放贷款 如成立 *Credit Foncier*(1852)和 *Societe Agricole*(1860)为房地产和农业发放贷款；在这一时期也成立了存款银行如里昂信贷银行支持工业贷款。这些银行迅速地在全国的范围内设立了分支机构。

这些银行设立的初衷是为工业提供长期贷款，但实际上最后多数银行为企业提供短期的贷款或者是用于对外国政府债券的投机。

真正建立起工业银行模式的国家是德国。与英国和法国不同，德国在 19 世纪的大部分时间里 其政治是很分散的 在 1871 年统一之前 德国至少有 30 个公国、共和国和王国。在 19 世纪初期 德国至少有 4 个金融中心 法兰克福、科隆、汉堡和柏林。影响最大的金融机构是家族银行。

联合持股的银行到 19 世纪的中期才出现，即在普鲁士成立了 *Schaffhausen'schen* 银行并赋予其很大的权利。在 1850 年到 1857 年间，以该银行为模式形成了开办银行的浪潮，之后由于 1857 年的金融危机而暂停。受德国统一和建立单一货币的影响，在 1866 年到 1873 年形成开办银行的第二次浪潮。在这一时期很多德国的银行家都受法国 *Credit Mobilier* 模式的影响。德累斯顿银行的设立就是专门以工业贷款为目标的，汉堡的 *Commerzbank* 和柏林的德意志银行成立之初虽然是要支持贸易融资，但是在发现很难与英国和德国的银行竞争后，就转向对工业的融资。

与英国相比，德国资本市场的发展相对落后。1850 年之前 股份公司在德国还很少见，虽然在法兰克福和柏林也存在资本市场，但是大部分是政府债券的交易，柏林的资本市场也为德国铁路建

造筹集过资金，但并没有发展成为工业融资的重要市场。

银行与企业之间的关系在这一阶段发展很快。银行派代表进入企业的董事会，而工业企业也在银行的董事会中拥有席位。大部分企业依赖于银行贷款和内部融资，银行与企业之间的密切关系导致了全能银行制度的发展。即一家公司与某一家银行之间建立长期的关系，而且由这一家银行提供企业主要的资金需求。从第二次形成开办银行的浪潮到 20 世纪初，德国的银行形成了类似英国和法国的遍布全国的分支机构。

19 世纪初，德国成立了土地银行和合作银行。土地银行不是利润最大化机构，而是为了公众的利益而设立的机构，其董事由政府指派。合作银行成立于 19 世纪中期，为农民和小商贩提供贷款，其运营目的是保障存款人的利益。这些银行自成立以来就成为德国金融制度的重要组成部分。

二战后联合国试图打散德国的大银行，但是并没有获得成功。在联合国对德国的占领结束后，这些银行又合并起来，并与企业密切联系。而资本市场主要是政府债券交易的场所，对企业的作用并不大。而且在德国，公开上市的公司并不多，大量的公司为大家族所拥有。

对于欧洲大陆的其他国家，19 世纪法国和德国的金融制度的影响比英国和美国的金融制度的影响要大得多。西班牙在 1844 年成立的 Bank of Isabella I 模仿的就是法国的 Caisse Generale。在 1847 年的股票投机和金融危机之后，西班牙政府通过法律严格限制公司的形成，从而约束了资本市场在企业融资中的作用。Pereire 兄弟的 Credit Mobilier 和其他一些法国银行在西班牙成立了银行 这些银行为 1854—1866 年西班牙的铁路建设提供了资金。

意大利在 19 世纪出现了两次外资银行形成的浪潮，19 世纪 60 年代主要是法国银行的附属机构，而 19 世纪 90 年代主要是德国银行的附属机构。19 世纪 60 年代的投资不是很成功，但 19 世

纪 90 年代德国银行的进入获得了巨大的成功。而资本市场并没有获得很大的发展。当这些外国银行面临国内的金融危机而撤出时，就出现了缺乏国内银行提供融资的局面。第一次世界大战后，意大利政府成立了意大利复兴金融公司对工业提供融资。从此以后，意大利政府在提供资金方面一直起着重要的作用。

在北欧 德国金融制度的影响最大 如在奥地利、瑞士、瑞典，德国模式的银行制度发展了与工业之间的密切联系；在所有这些国家，金融市场主要是政府债券市场。

在金融学的文献中，德国和日本常常被相提并论作为银行主导型金融制度的代表。但实际上这两个国家金融制度发展的历史和政府金融制度发展中的作用存在很大的差异性。德国的主银行(hausbank)制度是在私人部门发展起来的，而在日本主银行制度的形成过程中，政府起着关键性的作用。关于日本主银行制度的形成和发展，我们将在本章 1.4 中作专门的分析。

对早期金融制度以及现代市场主导型和银行主导型金融制度形成的简单考察，我们可以得出以下的结论：

(1)金融交易和资本市场的不完备性。资本市场不是在一夜之间建立起来的，历史上最早的金融交易是通过金融机构来完成的，直到 17 世纪阿姆斯特丹交易所的成立，才有规范意义上的资本市场的存在。因此，在考察金融制度的运行时，传统的完全信息和零交易成本下完全竞争市场模型（以 Arrow-Debrue 模型为代表）很难对历史上发生的重大事件做出有效的解释，而基于交易成本、信息不对称和其他的市场不完备性的经济理论应该作为研究金融制度本质规律的起点。

(2)金融制度结构的差异性。发达国家存在着不同的金融制度结构，学术界通常将之分类为以英美为代表的市场主导型金融制度和以德日为代表的银行主导型金融制度，但实际上，即使在同一类型的金融制度中，也还存在很大的区别。比如说英美虽同属于资

本市场为主的国家，但英国的银行业非常集中，四大银行拥有遍布全国的分支机构，而美国的银行业非常分散。德、法、日同属于银行主导型的金融制度，德国的全能银行制度是在借鉴法国金融制度模式的基础上发展起来的，但是法国银行与企业之间的关系远没有德国银行与企业之间的关系成功。德国和日本的银行与企业之间都有着密切的关系，德国银行与企业之间的长期关系是在私人部门自发形成的，而日本的主银行制度的形成与战时政府的资金管制和配给有密切的联系。

(3) 金融制度的脆弱性和金融危机的普遍性。金融制度最显著的特征之一是其内在不稳定性。银行从诞生之日起就面临着存款挤兑和破产的风险，而资本市场从诞生之日起就面临着投机泡沫的问题。从郁金香狂潮到南海泡沫和密西西比泡沫，从 1929 年的大暴跌、1987 年的‘黑色星期一’到 20 世纪 90 年代日本泡沫经济的崩溃，都给一国的金融制度和国民经济造成了巨大打击。

(4) 金融制度形成的路径依赖性。各国政府对金融危机的处理对策和金融危机后的监管政策在很大程度上决定了一国金融制度的结构特征。从对金融制度形成和发展的历史回顾可以看出，英国政府在南海泡沫事件的两三年后及时废除了泡沫法案，使资本市场发展了起来。同样地，美国在 1929 年金融危机后的反应决定了美国以资本市场为主的金融制度的形成。法国在密西西比泡沫事件以后长期以来对资本市场发展的限制，以及法国金融制度对欧洲大陆的影响，使欧洲大陆发展了以银行为主的金融制度，而日本的主银行制度的形成与二战时期政府对金融的战时管制和战后对银行业的保护有着直接的关系。

1.3 主要发达国家金融制度结构的现状和发展趋势

在本节中我们首先给出美国、英国、日本、法国和德国 5 个发达国家金融机构和资本市场的基本情况，然后阐述自 20 世纪末以来，发达国家金融制度结构的同一化趋势以及这种趋势发生的主要原因。

根据 Barth, Nolle and Rice(1997)对 1993 年英、美、日、法、德金融制度结构的具体分析(见表 1.1)，这些主要发达国家的金融制度存在很大的差异性。美国和德国居于两个极端。在美国的金融制度中，银行资产只占 GDP 的 53%；而在德国的金融制度中，银行资产占 GDP 的比重几乎是美国的 3 倍。美国股市规模占 GDP 的 82% 而德国股市规模占 GDP 的比例不到美国的 1/3。英国的金融制度结构接近美国，资本市场在英国的金融制度中占有更重要的地位；而日本和法国的金融制度结构更接近德国，银行在金融制度中占有更重要的地位。

表 1.1 发达国家金融制度结构的国际比较
(1993 年)

国家	GDP (10 亿 美元)	银行资产 (10 亿 美元)	银行资产 /GDP(%)	市场股 本总额 (10 亿美元)	市场股本总额 /GDP(%)
美国	6 301	3 319	53	5 136	82
英国	824	2 131	259	1 512	140
日本	4 242	6 374	150	2 999	71
法国	1 261	1 904	151	457	36
德国	1 962	2 919	152	464	24

资料来源：Barth, Nolle and Rice(1997, table 1)。

表 1.2 给出了最终由家庭持有的金融资产的构成。除了英国之外，大多数的金融资产直接由家庭持有，与其他国家相比，退休基金和保险公司在英国显得更为重要。而在法国和德国，退休基金显得不那么重要。

表 1.2 最终由家庭持有的金融资产的总构成

(1994)

国家	金融资产 总额 (10 亿美元)	金融资产 /GDP	家庭直接 持有的 %	退休基金 持有的 %	保险公司 持有的 %	共同基金 持有的 %
美国	20 815	3.00	58	17	13	10
英国	3 107	2.97	40	24	27	7
日本	12 936	2.71	71	10	16	3
法国	2 689	1.90	62	2	17	19
德国	2 900	1.46	67	4	20	5

资料来源：Miles(1996, Table 4)。

表 1.3 给出了这 5 个国家金融资产的构成比例。在美国和英国，股票在家庭金融资产中的重要性要比日本、德国和法国重要得多，而现金资产（包括银行存款）其重要性正好相反。

表 1.3 金融资产的构成

(%)

国家	现金	国内 债券	国内 股票	外国 债券	外国 股票	贷款和 抵押	房地产	其他
美国	19	27	36	1	9	3	1	4
英国	24	10	39	2	13	1	4	7
日本	52	12	11	1	1	6	1	15
法国	38	30	13	3	3	2	1	10
德国	36	31	11	5	2	4	1	9

资料来源：Miles(1996, Table 5)。

Mayer(1988,1990)研究了在不同国家企业融资的差异性。如表 1.4 所示,除了日本,在所有国家,企业的内部盈余是最重要的融资来源(在日本,贷款是最重要的资金来源,但是企业盈余也很重要),市场并不是企业资金的一个主要来源。Corbett and Jenkinson(1996,1997)提供了英国、美国、日本和德国更新的证据,他们也发现公司主要是内部融资,市场在企业的融资中相对不重要。因此,上述将金融制度区分为银行主导型和市场主导型,可以是研究金融制度的起点,但也是一种比较简单化的分析方法。

1.4 企业资金来源的构成 (%)

	美国	英国	日本	法国	德国
内部盈余	66.9	72.0	33.7	44.1	55.2
资本转移	.0	2.9	.0	1.4	6.7
短期证券	1.4	2.3	n.a	.0	.0
贷款	23.1	21.4	40.7	41.5	21.1
贸易信贷	8.4	2.8	18.3	4.7	2.2
债券	9.7	.8	3.1	2.3	.7
股票	.8	4.9	3.5	10.6	2.1
其他	-6.1	2.2	.7	.0	11.9
统计调整	-4.1	-9.4	n.a	-4.7	.0
总和	100.1	99.9	100.0	99.9	99.9

资料来源: Mayer(1990, table 12.3)。

1.3.1 美国的主要金融机构与金融市场

美国的主要金融机构有银行、储蓄贷款协会、保险公司、退休基金等。和其他工业国相比,美国金融发展的历史很独特。美国对权力集中的反对形成了分散的银行体系。在整个 19 世纪 美国的

银行体系高度分割，不像欧洲工业国，美国没有成功地发展起在全国拥有众多分支机构的全国性的银行。与其他国家相比，银行在美国的金融制度中相对不重要。

美国的商业银行主要是为企业和消费者提供短期融资。商业银行能够提供的金融服务的范围受到金融监管的严格限制，1933年的 Glass-Steagall 法禁止商业银行从事投资银行的业务。该法案到 1999 年才被废除。1999 年金融现代化法案允许银行通过子公司的形式从事证券承销业务，允许通过金融持股公司的形式经营保险业务。

储蓄贷款协会成立之初是为了向消费者提供抵押贷款，很多是以互助形式成立的，存款人是储蓄贷款协会的股东。20 世纪 90 年代以来，有很多的储蓄贷款协会改造成股份公司。传统上这些机构的业务范围被限制在以低利率吸收短期存款，并以高利率发放长期的抵押贷款。在 20 世纪的 70 年代和 80 年代早期，储蓄贷款协会出现了很严重的问题，高通货膨胀导致了利率的大幅度上升，这意味着银行吸收短期存款的利率大幅度上升。为了缓解储蓄贷款协会面临的问题，监管当局放松了对储蓄贷款协会经营业务范围的限制，但是很遗憾的是，储蓄贷款协会的问题进一步恶化，意味着有些储蓄贷款协会为了解决财务困境，从事了高风险的投资。

美国的退休基金包括公共退休基金和私人退休基金。公共退休基金覆盖所有的工作人员，与平均收益相联系。而私人退休基金可以享受税收方面的优惠。退休基金资产在美国家庭总资产中占有重要的地位，占美国家庭总资产总额的 17%。在退休基金的资产运用中，最主要的是股票，占 52.4%，其次是债券，占 27.4%。

保险公司的活动可以分为人寿保险和财产保险。像银行业一样，美国的保险业也受到严格的管制。人寿保险公司除了可以提供各种类型的人寿保险合同外，还可以提供意外伤害和健康保险，这些合同都有税收方面的优惠，实际上可以看成是可以享受税收优

惠的存款工具。人寿保险的资产在保险资产中的比例较大。财产保险主要是对财产的损失提供保险，没有储蓄的功能，在保险资产中的比例较小。在美国家庭持有的金融资产中，保险基金占总资产的比重达到 13%。财产保险公司的投资对象主要为固定收益证券，债券和抵押贷款占财产保险公司金融资产的 74% 持有的股票只占 14.9%。

美国有发达的资本市场。第二次世界大战以来，金融创新获得很大发展，特别是在 20 世纪的 70 年代和 80 年代金融创新得到加速发展。金融创新通过引入新的金融产品，如资产担保证券和金融衍生产品等，强化了美国资本市场主导型的金融制度。金融衍生产品的引入获得了很大的成功，用于金融衍生产品交易的新的交易所出现并成为主要的市场。

根据表 1.2，家庭持有的金融资产主要是股票，占 45% 而债券只占 28% 现金包括银行存款只占 19%。长期以来出现的一个变化是从家庭直接持有股票到间接持有股票，即主要通过退休基金和共同基金等金融中介间接持有。

1.3.2 英国的主要金融机构和金融市场

英国的主要金融机构有商业银行、住房协会、退休基金和保险公司等。除了银行业的规模和结构之外，英国的金融制度与美国的金融制度很相似，资本市场在英国的金融制度中发挥着重要的作用。

伦敦是国际银行业和国际金融的中心。外国银行与英国国内银行的资产规模基本上相等，这是英国银行资产占 GDP 比重很高的一个重要原因。除了个别银行如花旗银行之外外国银行一般不涉及英国国内银行的业务。虽然英国没有类似于 Glass-Steagall 法的管制，但英国的商业银行和投资银行（在英国称为商人银行）仍是相分离的。

英国的商业银行主要由四大清算银行构成，即巴克莱银行、国