

金融体系结构的影响因素： 基于银行与市场主导型双重视角的研究

姚德权, 刘润坤

(湖南大学金融与统计学院, 湖南 长沙 410079)

摘要:依据 56 个国家或地区 2002—2017 年的面板数据, 基于银行和市场主导型双重视角, 考量影响金融体系结构的因素。结果显示, 银行主导型金融体系结构与市场(核心是资本市场)主导型金融体系结构的影响因素差异较大; 经济因素对金融体系发展程度具有基础作用, 稳定的政策环境和较高的治理水平有助于扩大金融市场规模和提升市场发展程度, 文化因素和法系因素主要通过调节作用影响银行体系和资本市场发展规模。鉴于此, 在金融体系结构优化过程中, 应充分考虑经济、政治、法律和文化的调节作用; 在增强金融体系韧性方面, 重视构建实体经济与金融体系的互促机制, 充分发挥文化和法律的调节作用。

关键词:金融体系结构; 多维因素; 市场深度; 市场体系; 银行体系

中图分类号:F832.8 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-0566(2023)06-0180-11

Influencing factors of financial system structure: An analysis on the basis of bank-based and market-based perspectives

YAO Dequan, LIU Runkun

(College of Finance and Statistics, Hunan University, Changsha 410079, China)

Abstract: This study empirically analyzes the factors of financial system structure on the basis of bank-based and market-based perspectives based on panel data of 56 countries or regions from 2002 to 2017. The results show that the influencing factors of bank dominated financial system structure and market dominated financial system structure are quite different, Economic factors play a fundamental role in the depth of financial markets. A stable policy environment and a high level of governance will help expand the size of the financial market and the depth of market, Culture and law influence the banking system and capital market size through Regulatory action. In view of these, in the process of optimizing the structure of the financial system, we should consider the mechanisms of economy, governance, law and culture. In terms of enhancing the depth of the financial market, we should build a mutual promotion mechanism between the real economy and the financial system, and give full play to the regulatory role of culture and law.

Key words: financial system structure; multi-dimensional factors; financial market scale; bank scale; market depth

作为经济发展的重要动力和资金流动的基本框架,金融体系结构优化与市场深化对经济和社会高质量发展日趋重要。经过 40 多年的改革开放与发展,中国的金融体系为经济实力实现历史性

收稿日期:2023-03-29 修回日期:2023-05-28

基金项目:国家社会科学基金重点项目(17AXW005)。

作者简介:姚德权(1963—),男,湖南安乡人,博士,湖南大学金融与统计学院教授、博士生导师,研究方向为金融分析与管理。

跃升功不可没。“十四五”时期是中国建立现代金融体系关键时期,“健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系”“优化金融体系结构”成为“十四五”时期“深化金融供给侧结构性改革”的重要内容与突破口。

长期以来,有关金融体系的主导形态是学界和业界关注的重点。由于以市场(核心是资本市场)为主导的金融体系具备更好的风险承担、资金跨时空配置、财富管理等功能,相关研究主张中国的现代金融体系应借鉴英国和美国的发展经验^[1-2],以市场型为主导。与此同时,也有学者认为金融体系应和经济结构相适应,中国银行规模庞大,一直以来对经济发展贡献甚巨,“次债金融危机”等频繁发生的金融危机也暴露出“市场主导型”金融体系的内在缺陷,因此中国金融体系应更多借鉴德国和日本模式,发展“银行主导型”金融体系。但这差别较大的两大金融体系存在两个极端:银行主导型的代表国家德国,几家大银行起支配作用,资本市场作用较小;资本市场主导型的代表国家美国,资本市场作用很大,银行的集中程度很小。事实上,金融发展的实质其实就是金融体系结构的不断变化,“银行主导型”和“市场主导型”相辅相成,金融体系作用的有效发挥不必拘泥于哪种形式为主导,而应着力提升银行体系和资本市场的广度和深度,以形成均衡互补、共同促进实体经济高质量发展和科技自立自强的现代金融体系。在优化金融体系结构和促进金融体系发展过程中,讨论金融体系发展的影响因素,特别是“银行主导型”和“市场主导型”金融体系各自的影响因素更为重要。

已有文献对金融体系问题进行了诸多研究,主要侧重于以下几个方面。

一是金融体系影响经济系统运行质量与机制。无论是市场主导型金融体系,还是银行主导型金融体系,其在宏观经济体系中均具有重要作用,对宏观经济运行有着重要影响^[3];合适的金融体系能降低银行体系的风险,进而降低系统性金融风险发生的概率^[4],并通过劳动力弹性对失业率

产生影响^[5]。金融体系结构影响货币供给,并直接关系到非传统货币政策的传导机制^[6]。因此,厘清金融体系结构的影响因素,对于优化金融体系结构,保障经济高质量发展具有重要意义。

二是基于经济结构视角,考察金融体系结构的形成和变迁。Allen 等^[7]指出,一国实体经济结构与金融体系结构呈正相关关系,银行主导型金融体系比较适合为传统的资产密集型行业融资,而市场主导型金融体系更青睐创新型和高风险项目。Soytaş 等^[8]认为经济增长和经济规模的发展使金融服务需求增加,从而促进金融体系的发展。Maduka 等^[9]研究显示,金融体系结构的动态变化主要与经济发展的速度相关,经济发展的程度则主要影响金融体系发展程度;效率和开放是金融体系结构“市场化”的两大动力。Cao^[10]认为,经济发展水平会改善金融体系结构。因此,经济与金融体系之间的关系是动态的,二者在不同阶段之间相互影响^[11]。总体而言,经济层面分析解释各国金融体系结构不同的原因具有局限性。具有相似经济结构、经济规模和收入水平等因素的国家其金融体系结构却不同,同为发达国家的美国 and 法国,其 GDP 增长率、人均 GDP 和通货膨胀率近似,美国为市场主导型金融体系,法国则为银行主导型金融体系。由此可见,经济因素不能完全解释金融体系的差异。

三是试图从政治因素方面寻求金融体系结构形成和变迁的合理答案。Rajan 等^[12]认为,在第一次世界大战之前,欧洲的金融体系遥遥领先于美国,而随后美国金融体系远超欧洲的根本原因,在于其稳定的政治环境。国家通过出台有效的政策,控制利益集团影响市场开放程度。Ocampo^[13]研究显示,商业周期、国际环境和金融政策是影响金融体系的主要因素。发展中国家金融体系结构不完善的问题是由于政策不完备造成的,如过度金融管制会抑制银行发展的效率和资本市场发展的空间。Fohlin^[14]指出,政治对银行监管的程度和资本市场自由化的程度,决定着银行和资本市场发展的潜力。Anwa 等^[15]强调,一个国家有效的政

治决策可以帮助提高金融体系动员储蓄效率和配置金融资源能力。Monnet 等^[16]发现,欧洲金融生态系统受到政治和金融关系的约束。褚敏等^[17]认为在经济发展不同阶段,政府干预对金融深化产生的影响及其经济效应具有一定的差异。

四是基于历史、社会群体偏好和社会信用文化等视角考察金融体系结构形成和变迁。文化通过影响一国主导的价值观影响金融体系结构的发展^[18],文化通过调节参与者的决策,直接影响银行的冒险行为^[19]。李萌等^[20]指出高风险规避文化国家选择“银行主导型”的低风险金融体系结构。Petersen 等^[21]认为在男性文化高的国家,金融决策更倾向于高风险高回报的市场金融。李萌等^[22]在对个人/集体主义的研究中指出,个人主义文化更多的考虑个人所需,集体主义则关注于组织的利益。因此,高回报且富有多样化金融工具的市场主导型金融体系更能满足个人主义投资者的需求。而集体主义投资者则更能理解且遵守规则较多的银行主导型金融体系。Boubakri 等^[23]讨论了金融危机期间文化层面与银行的关系,结果表明个人主义文化国家的冒险动机很高,对其他利益相关者福利的担忧很低。因此,银行在金融危机时期可能承担更多风险,在个人主义文化国家的规模发展有限。

五是不同法律体系及其渊源对金融体系结构的影响。La 等^[24]较早发现了法律渊源与金融体系结构的关系。Asongu^[25]认为英美法系为贸易和资本的开放与竞争提供了更有利的条件,从而为金融体系提供了更高的货币流通速度和银行存款。Asongu^[26]指出英美法系国家对债权人和股东提供强有力的法律保护。在法系制度健全的国家,投资者受到更多的保护,其金融市场的活跃参与促进了金融的多样化发展,法律效力影响着股权和信贷市场的发展水平^[27-28],金融体系结构更倾向于市场主导型^[29-30]。当一个国家的法律缺乏执行力,银行通过其司法权力以额外的司法手段执行合同,此时的金融体系结构更倾向于银行主导型^[31-33]。

学者们对不同国家或地区金融体系结构和市场深度的讨论大多强调经济变量的作用,非经济变量的影响讨论较少。金融体系既是一种经济结构,亦是国家、公司或家庭为执行金融决策而制定的一套制度,这就决定了金融体系结构不仅受到了经济因素的影响,文化、政治、法系等非经济因素的影响同样不可小视。当前,中国处于金融体系结构优化提速期,国内金融资产规模占 GDP 比重在 1 000% 左右波动^[34],宏观杠杆率达到 268.2%^[35]。在此背景下,识别影响金融体系结构的关键因素,多维视角考量影响一个国家或地区金融体系结构选择和市场发展程度演变的因素,厘清各类因素的影响机制尤为迫切,对中国优化金融体系结构、延伸市场开放程度具有重要的借鉴意义。鉴于此,依据全球主要经济体的数据,基于金融体系结构和金融市场深度双重角度,将经济、法系、文化和政治等多层面因素纳入一个逻辑一致的分析框架,综合考量各因素对一个国家或地区金融体系结构的影响,对更好地理解过去的金融体系发展路径和未来金融体系优化方向具有重要意义。

二、研究设计

(一)模型设定

为全面检验金融体系结构的多维影响因素,运用经济模型如(1)所示,并分别从银行体系和市场角度检验金融体系发展程度的影响因素,相关模型如(2)和(3)所示。

$$T_{i,t} = \alpha_1 + \delta_c X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ i = 1, 2, 3, \dots, N; t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (1)$$

$$B_{i,t} = \alpha_2 + \delta_d X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ i = 1, 2, 3, \dots, N; t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (2)$$

$$M_{i,t} = \alpha_3 + \delta_e X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ i = 1, 2, 3, \dots, N; t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (3)$$

式中, $T_{i,t}$ 表示不同国家在不同年份的金融体系结构; $B_{i,t}$ 表示不同国家在不同年份的银行发展程度; $M_{i,t}$ 表示不同国家在不同年份的资本市场发展程度; α_1 、 α_2 和 α_3 为截距项; $X_{i,t}$ 为解释变量; δ_c 、 δ_d 和 δ_e 为系数; $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。

(二) 研究样本和指标选取

在样本选取上,依据霍夫斯泰德文化维度数据库中来自于72个国家或地区的116 000多份调查数据,基于数据的全面性考量,剔除数据存在缺失的部分国家或地区(如阿尔及利亚、白俄罗斯、埃及等),挑选出56个数据全面且在全球GDP排位靠前的国家或地区^①的数据进行研究。此样本分布在除南极洲以外的六大洲,包含全球主要发达国家和发展中国家,且样本国家的GDP总额占全球80%以上,具有较强的代表性,能较为全面地分析金融体系结构的影响因素。在时期选择上,鉴于中国于2001年12月加入WTO,为便于同期比较,选取样本2002—2017年的数据进行讨论。在变量选取上,被解释变量包含整体金融体系结

构(T),银行发展程度(B)和市场规模(M)3个层次。其中,B代表银行规模发展,使用银行对私营部门的国内信贷与GDP之比表示,B值越大,则该国整体金融体系结构中银行规模发展的更大;M代表市场规模发展,使用股票交易总额与GDP之比表示,M值越大,则该国整体金融体系结构中市场规模发展的更大;T代表整体金融体系结构,使用银行发展(B)与市场发展(M)之比表示,T值越大表示该国金融体系结构偏向于银行导向型,T值越小则该国金融体系结构偏向于市场导向型。解释变量综合考虑经济和非经济因素影响,从经济、法系、文化和政治4个层面选取21个指标。变量选取、具体含义及数据来源如表1所示。

表1 各变量来源及具体含义

变量含义	具体说明	数据来源
被解释变量	整体金融结构(T)	使用银行资产与金融市场市值之比表示
	银行发展程度(B)	使用银行对私营部门的国内信贷与GDP之比表示
	市场发展程度(M)	使用市场市值(股票交易总额)与GDP之比表示
经济层面变量	GDP增长率(Y)	反映不同国家经济规模和经济发展速度的差异
	人均GDP(Y/cap)	反映各国经济发展程度差异
	信息披露(Inm)	衡量企业财务信息的披露程度。
	通货膨胀率(Inf)	以国内生产总值隐含平减指数的年增长率来衡量的通货膨胀显示了整个经济中价格变化的速度。
	居民最终消费(Con)	使用居民最终消费支出的年增长率表示
	汇率(Exc)	使用官方汇率(相当于1美元的本币单位,时期平均值)
	失业率(Une)	衡量闲置中的劳动产能,反映经济发展情况。
	实际利率(Int)	实际利率是指按GDP平减指数衡量的通胀调整贷款利率。
法系层面变量	显性存款保险(Din)	虚拟变量。显性存款制度为1,否为0
	法系归属(Law)	虚拟变量,英美法系为0,大陆法系为1
文化层面变量	权力距离(Pdi)	综合各国的得分(从最低的1分到最高的120分)
	个人主义和集体主义(Idx)	综合各国的得分(从最低的1分(集体主义)到最高的120分(个人主义))
	不确定性规避(Uai)	综合各国的得分(从最低的1分到最高的120分)
	男性与女性(Mas)	各国得分(从最低1分(女性取向)到最高120分(男性取向))
	长期与短期取向(Lon)	各国得分(从最低1分(短期取向)到最高120分(长期价值取向))
	放纵与自我克制(Ivr)	各国得分(从最低1分(克制取向)到最高120分(放纵取向))
政治层面变量	话语权和责任(Vaa)	综合各国的治理得分(从最低的-2.5分(弱)到最高的2.5分(强))
	政治稳定性和不存在暴力(Psv)	综合各国的治理得分(从最低的-2.5分(弱)到最高的2.5分(强))
	政府效率(Gve)	综合各国的治理得分(从最低的-2.5分(弱)到最高的2.5分(强))
	法治(Rol)	综合各国的治理得分(从最低的-2.5分(弱)到最高的2.5分(强))
	腐败控制(Coc)	综合各国的治理得分(从最低的-2.5分(弱)到最高的2.5分(强))

① 56个国家或地区包括阿根廷、澳大利亚、奥地利、孟加拉、比利时、巴西、英国、保加利亚、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、克罗地亚、捷克共和国、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、中国香港、匈牙利、印度尼西亚、印度、伊朗、爱尔兰、意大利、日本、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马来西亚、马耳他、荷兰、新西兰、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、俄罗斯、塞尔维亚、西班牙、新加坡、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚、韩国、瑞典、瑞士、泰国、土耳其、美国、乌拉圭、委内瑞拉、越南。

三、实证分析与检验

根据前文所设定的模型,讨论以下 3 个方面的问题:①一个国家或地区的金融体系结构受到哪些因素的影响?②导致不同国家或地区银行发展程度差异的主要因素是什么?③哪些因素导致了不同国家或地区“银行主导型”或“市场主导型”金融体系发展程度的差异?

(一)以整体金融结构为因变量的实证分析

由于方差不满足齐次性,在参数估计过程中使用加权最小二乘法(WLS)对影响金融体系结构的因素进行回归分析。当以“整体金融结构”作为被解释变量时,构建如下 5 个模型,讨论金融体系结构的影响因素。其中,模型(1)是从经济层面分别考察 GDP 增长率、人均 GDP、信息披露、通货膨胀率、居民最终消费、汇率、失业率、实际利率和显性存款保险等因素对金融体系结构的影响。而模型(2)、模型(3)、模型(4)则分别在模型(1)的基础上加入法系、文化、政治等层面的变量进行分析。模型(5)则综合考察经济、法系、文化和政治等层面的变量对金融体系结构的影响。所有模型的回归结果如表 2 所示。

表 2 显示,经济发展带动了银行和资本市场的兴起,影响了金融体系结构的倾向。人均 GDP、信息披露、居民最终消费、汇率越高的国家或地区,金融体系结构倾向于“市场主导”。失业率较高或者显性存款保险较高的国家或地区,其金融体系结构倾向于“银行主导”。

法系层面,表征法系归属的虚拟变量对金融体系结构的影响为正,说明大陆法国家或地区更倾向于银行主导型金融体系结构,而英美法系国家或地区更易于建立市场主导金融体系结构;估计结果在 10% 的水平上显著,表明法系归属作为分析一国或地区金融体系结构的重要变量不容忽视。英美法系发源于英格兰,遵从于习惯、理性、自然公正、常理、公共政策等原则,而这些原则和特征帮助普通法具有一定的灵活性和机动性,从而更能跟随环境的改变做出相应的调整。因此,以市场为主导的金融体系在这种灵活的体制下具有更多的发展空间。大陆法源于罗马法,其文明

制度、法制观念和法典化形式深入人心。由于法典化的完整、清晰、逻辑严密等要求,任何人只有遵从法律明文办理案件,没有立法权,无法适时对环境的改变做出合理的调整。因此,法典化会成为大陆法国家管理者的意识形态,更多的被作为纯粹的标志工具从而控制经济的发展以图保护国家利益,因而对投资者的保护降低。对比英美法系和大陆法系,英美法系的发展更多地建立在“自由主义”上,出于对个人的保护,国家在金融相关的政策上无法做出过多的干预,投资者在金融市场的活动更加灵活且有保障。

表 2 金融结构回归结果

模型	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
常数	2.39 ***	3.07 ***	9.85 ***	4.49 ***	5.50 ***
<i>Y</i>	0.03	0.03	0.04 *	0.04 ***	0.03
<i>Y/cap</i>	-0.13 **	-0.16 ***	-0.18 **	-0.13	-0.10
<i>Inm</i>	-0.63 ***	-0.59 ***	-0.68 ***	-0.23 **	-0.23 *
<i>Inf</i>	0.01 *	0.02 ***	0.00	-0.04 ***	-0.06 ***
<i>Con</i>	-0.03	-0.05 **	-0.04 *	-0.09 ***	-0.06 **
<i>Exc</i>	-0.05 *	-0.07 **	-0.08 ***	-0.03	-0.00
<i>Une</i>	0.71 ***	0.63 ***	0.59 ***	0.19 **	0.23 **
<i>Int</i>	-0.00	0.00	0.00	-0.03 ***	-0.03 ***
<i>Din</i>	0.52 ***	0.37 **	0.17	0.23	0.10
<i>Pdi</i>	—	—	-0.83 ***	—	-0.26
<i>Idv</i>	—	—	-0.53 ***	—	-0.33 **
<i>Uai</i>	—	—	0.59 ***	—	0.50 **
<i>Mas</i>	—	—	-0.17	—	-0.10
<i>Lon</i>	—	—	-0.37	—	-0.30
<i>Ivr</i>	—	—	-0.31 *	—	0.15
<i>Vaa</i>	—	—	—	0.41 ***	0.30 *
<i>Psv</i>	—	—	—	1.37 ***	1.69 ***
<i>Gve</i>	—	—	—	-2.57 ***	-1.90 ***
<i>Rol</i>	—	—	—	-0.97 ***	-1.39 ***
<i>Coc</i>	—	—	—	1.47 ***	1.30 ***
<i>Law</i>	—	-0.33	—	—	0.33 *
<i>R</i> ² 值	0.159 0	0.160 1	0.210 2	0.3789	0.442 6
<i>Adj R</i> ²	0.150 0	0.150 0	0.195 7	0.368 3	0.424 0
<i>F</i> 值	17.56	15.92	14.44	36.20	23.79

注:***、**、* 表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 有统计学意义。下同。

文化层面,权力距离、个人主义和集体主义、长期与短期取向、放纵与自我克制变量对金融体系结构的影响为负,且通过了 10% 的显著性水平检验,说明权力距离高、个人主义和放纵的国家(地区)更倾向于市场主导型金融体系结构。当一国的权力距离文化过于浓厚时,公民可能对话语权的要求程度不高,此时,公有制经济的运行受到垄断、不公开等特性的影响,投资者从银行获取融

资的可能性较低。个人主义文化国家的冒险动机很高,对其他利益相关者福利的担忧很低,集体主义则关注于群体的利益。因此,高回报且富有多样化金融工具的市场主导型金融体系更能满足个人主义投资者的需求。放纵的文化更倾向自由,享受天性和生活乐趣。相比于复杂的银行体系,市场金融的约束性更低且规则更少。相反,约束性文化喜爱严格的社会规范和规章制度,在更加规范的银行体系中获得稳定的利益保障。不确定性规避对金融体系结构的影响为正,且通过了1%的显著性水平检验,说明高不确定性规避国家倾向于银行主导型金融体系。

政治层面,话语权和责任、政治稳定性和暴力较少、腐败控制变量对金融体系结构的影响为正,且通过1%的显著性水平检验,说明话语权和责任有效的国家倾向于银行主导型金融体系结构。在话语权和责任高的国家,随着人们更多地参与国家体制建设,公有制经济效率将会被提高,公共体制公信力增加,稳定且持续的银行融资更受到企业的青睐。政治稳定性和暴力较少的国家,该国金融体系结构更偏向于银行主导型,在不稳定和存在暴力的社会中,市场的投资或融资可能存在被欺骗赌、违约或强行掠夺等一系列问题。此时,民众投资更倾向于国家保护的银行体系。腐败控制合理的国家,其金融体系结构更倾向于银行主导型,更高水平的腐败控制可以减少融资障碍,提高企业从银行获取融资的可能性。腐败控制决定了融资渠道的方式,当银行的融资方式受到不公平的待遇时,企业更愿意从市场获取融资;政府效率和法治对金融体系结构的影响为负,且通过了1%的显著性水平检验,说明政府效率高的国家更倾向于市场主导型金融体系结构,政府效率高的国家其公信力更强,通过稳定且公平的市场政策和管理可以吸引外资企业融资,刺激金融市场发展;法治有效的国家偏向于市场主导型金融体系结构。

(二)银行视角下金融体系发展程度的影响因素检验

“银行资产与金融市场市值之比”作为一国或

地区整体金融体系结构的替代变量,它是对一国或地区金融体系中银行规模和金融市场规模之间相对大小的反映,却难以单独考察银行和金融市场各自的发展程度。因此,将分别考察作为一国或地区金融体系两个基本构成部分的银行规模和金融市场规模的影响因素,当被解释变量为“银行对私营部门的国内信贷与GDP之比”时,回归结果如表3所示。

表3 银行视角下金融体系发展程度的影响因素检验结果

模型	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)	模型(10)
常数	3.37 ***	3.62 ***	1.83 ***	3.16 ***	0.13
Y	0.00	0.00 *	0.01 ***	-0.02 ***	-0.01 ***
Y/cap	0.17 ***	0.17 ***	0.09 ***	0.13 ***	0.09 ***
Inm	0.14 ***	0.13 ***	0.09 ***	0.09 ***	0.07 ***
Inf	-0.04 ***	-0.05 ***	-0.03 ***	-0.03 ***	-0.03 ***
Con	0.01	-0.00	-0.01 ***	0.01 **	-0.00
Exc	0.01 ***	0.01	0.03 ***	0.01 *	0.00
Une	-0.36 ***	-0.41 ***	-0.39 ***	-0.09 ***	-0.13 ***
Int	-0.01 ***	-0.01 ***	-0.01 ***	-0.01 **	-0.01 **
Din	-0.46 ***	-0.46 ***	-0.75 ***	-0.01	-0.33 ***
Pdi	—	—	-0.20 ***	—	-0.30 ***
Idv	—	—	0.03	—	0.01
Uai	—	—	0.25 ***	—	0.39 ***
Mas	—	—	-0.01	—	0.09
Lon	—	—	0.40 ***	—	0.50 ***
Ivr	—	—	0.26 ***	—	0.33 ***
Vaa	—	—	—	0.63 ***	0.65 ***
Psv	—	—	—	0.00	-0.13 ***
Gve	—	—	—	0.28 ***	0.39 ***
Rol	—	—	—	1.24 ***	1.30 ***
Coc	—	—	—	0.46 ***	0.33 ***
Law	—	-0.19	—	—	0.13 ***
R ² 值	0.825 2	0.829 5	0.912 0	0.914 7	0.987 9
Adj. R ²	0.823 3	0.827 5	0.910 3	0.913 2	0.987 3
F值	439.50	407.22	563.89	637.76	2 313.30

表3显示,经济层面,人均GDP、信息披露的影响系数为正,且通过了1%的显著性水平检验,说明人均GDP越高、信息披露程度越高,银行规模在经济中所占比重越高;随着汇率水平的升高,经济中银行资产所占规模趋于增大;通货膨胀率、失业率、实际利率对银行规模的影响为负,且通过了5%的显著性水平检验,说明在通货膨胀率、失业率、实际利率较低的国家或地区,其银行规模在经济中所占比重较高。法系层面,大陆法国家(地区)的银行规模在一国或地区经济中的地位较高。法律渊源是金融投资和金融发展之间的桥梁。在大陆法国家中,理性主义是其主要发展的核心思

想,出于对国家利益的考虑,政府对金融政策的干涉可能更充分,从而影响个人投资的保护降低,银行的低风险投资更受到青睐。文化层面,高不确定性规避、长期价值取向和放纵取向提高了一国或地区银行规模在经济中的发展水平。然而,权力距离高的国家,其银行规模在经济中的发展程度下降。政治层面,话语权和责任、政治稳定性和暴力较少、政府效率和腐败控制等政治层面变量与一国或地区银行规模在经济中的发展水平呈正向作用,说明政府治理和法治水平的提高有利于加深市场深度。

(三)基于资本市场的金融体系发展程度影响因素检验

当被解释变量为“市场市值(股票交易总额)与 GDP 之比”时,对金融体系多维影响因素进行回归,可得回归结果如表 4 所示。

表 4 资本市场视角下金融体系发展程度的影响因素检验结果

模型	模型(11)	模型(12)	模型(13)	模型(14)	模型(15)
常数	-0.05	-0.59	-5.76 ***	-1.55 **	-2.56
Y	-0.05 *	-0.05 **	-0.05 ***	-0.07 ***	-0.05 ***
Y/cap	0.39 ***	0.41 ***	0.30 ***	0.26 ***	0.20 **
Inm	0.77 ***	0.75 ***	0.82 ***	0.33 ***	0.30 ***
Inf	-0.06 ***	-0.06 ***	-0.03 ***	0.01	0.03 ***
Con	0.04	0.05 *	0.03	0.09 ***	0.13 **
Exc	0.05 ***	0.07 ***	0.07 ***	0.01	0.00
Une	-0.95 ***	-0.87 ***	-0.83 ***	-0.28 ***	-0.36 ***
Int	-0.01 *	-0.01	-0.01	0.03 ***	0.03 ***
Din	-0.73 ***	-0.63 ***	-0.69 ***	-0.18	-0.39
Pdi	—	—	0.73 ***	—	0.13
Idv	—	—	0.49 ***	—	0.30 ***
Uai	—	—	-0.69 ***	—	-0.39 **
Mas	—	—	0.05	—	-0.03
Lon	—	—	0.60	—	0.50
Ivr	—	—	0.47 **	—	-0.03
Vaa	—	—	—	0.95 ***	0.79 ***
Psv	—	—	—	1.37 ***	1.76 ***
Gve	—	—	—	2.61 ***	1.90 ***
Rol	—	—	—	1.73 ***	2.16 ***
Coc	—	—	—	1.68 ***	1.50 ***
Law	—	0.33 **	—	—	-0.19
R ² 值	0.290 1	0.293 9	0.359 6	0.499 3	0.569 5
Adj. R ²	0.282 5	0.285 4	0.347 9	0.490 8	0.555 0
F 值	37.97	34.75	30.47	59.19	39.63

表 4 的实证结果表明:在影响一国(地区)市场规模发展的因素中,人均 GDP、信息披露、居民

最终消费、汇率对金融市场规模发展的影响系数为正,且通过了 10% 的显著性水平检验,表明在人均 GDP 越高的国家,其金融市场规模在经济中所占比重越高;随着企业财务信息的披露程度提高,经济中金融市场规模将趋于增大;在居民最终消费和汇率较低的国家,其金融市场规模在经济中所占比重低;失业率系数在 1% 的显著性水平上为负,表明如果一个国家或地区的失业率越高,金融市场的规模将显著减少。大陆法国家的市场规模发展不受到青睐。权力距离度、个人主义与放纵取向促进了市场规模在经济中的发展程度;不确定性规避阻碍了市场规模在经济中的发展程度。与基于银行体系的市场发展程度影响因素一致,政府治理效能也会提升资本市场发展程度。

(四)进一步讨论

对比基于银行体系和资本市场体系的实证研究结果,可以发现,金融市场规模影响因素的共同特征与异质规律:一方面,在金融市场规模发展的多维影响因素中,经济层面和政治层面的因素起关键作用。从表 3 和表 4 可以发现,经济层面和政治层面影响因素的系数虽然正负有差异,但是大多具有统计显著性,而法系和文化层面的因素系数具有统计显著性的数量则相对较小。特别值得关注的是人均 GDP 对银行体系和资本市场发展规模的影响系数分别为 0.09 和 0.20,人均 GDP 与金融市场规模呈正相关关系,在一定程度上体现出金融市场规模并非完全由经济发展规模总量决定,而是更多地受人均财富的影响,居民拥有的财富是金融发展的重要基础,从主要经济体的数据可以发现,银行体系和资本市场的发展与人均 GDP 增长趋势高度一致(见图 1)。此外,大多数政治层面的因素对不同金融市场也有着相同作用方向,如话语权和责任(Vaa)、政治稳定性和不存在暴力(Psv)、法治(Rol)、政府效率(Gve)和腐败控制(Coc)等变量对银行体系发展和市场发展的影响方向均一致,表明稳定的政策环境和良好的较高的治理水平有助于金融市场规模扩大和发展程度的提高。

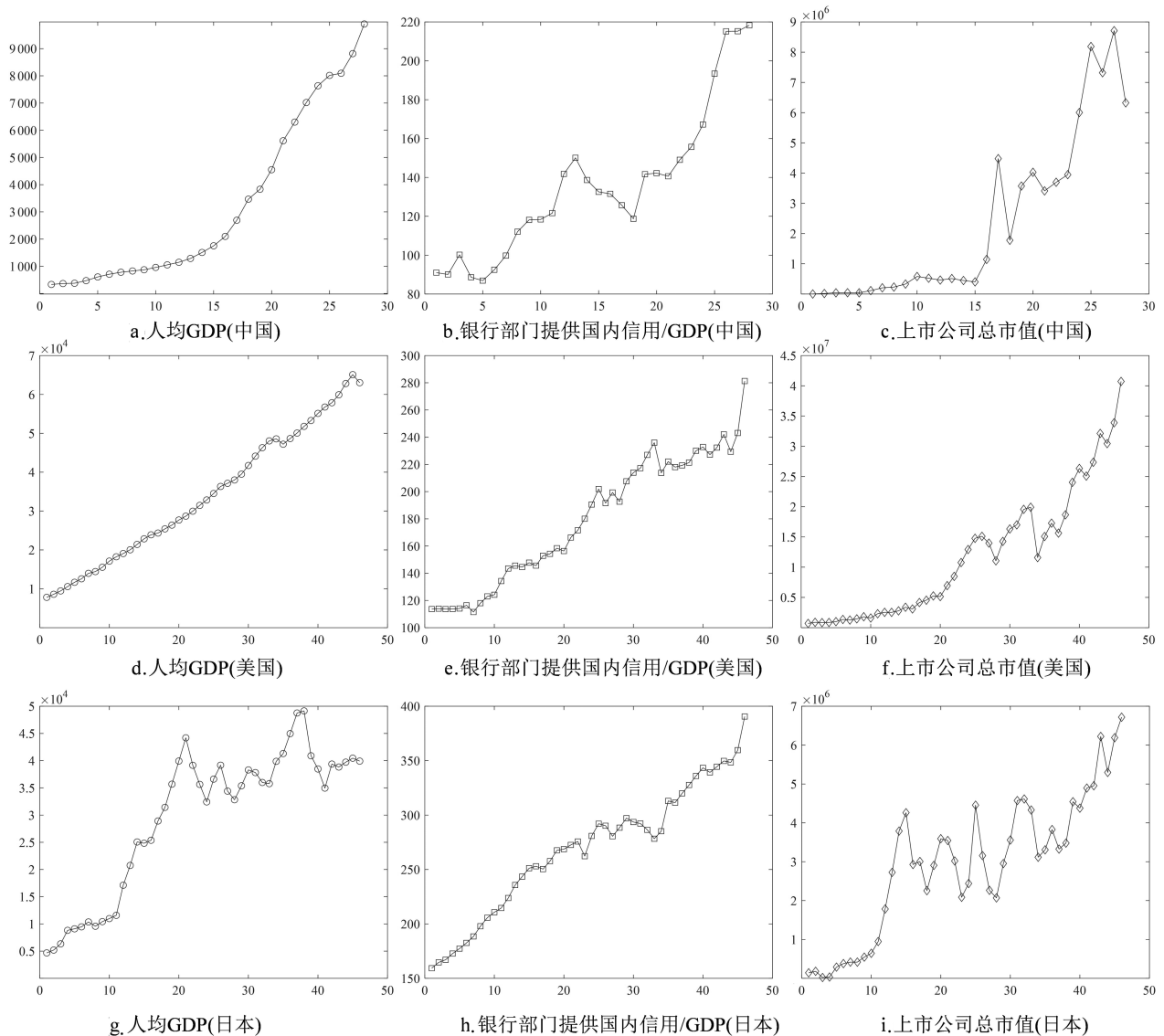


图1 人均GDP与金融市场发展程度

注:图1中,美国和日本的数据期限为1975—2020年,中国的数据期限为1991—2020年,人均GDP、银行部门提供国内信用占GDP比重、上市公司总市值的单位分别为美元、%和百万美元。

为进一步检验人均GDP对金融市场发展程度的影响,以人均GDP的中位数作为分类阈值,分别定义前(后)50%分位数的样本为低(高)人均GDP组,对两组分别进行回归,可得检验结果如表5所示。

表5 人均GDP对金融体系程度的影响
(基于分组回归的检验)

变量	银行体系发展程度		资本市场发展程度	
	A组	B组	A组	B组
Y/cap_{t-1}	0.003 *** (4.41)	0.001 *** (9.63)	0.010 *** (2.67)	-0.005 *** (-3.66)
常数	38.253 *** (29.16)	54.649 *** (13.31)	10.299 *** (1.50)	246.464 *** (5.62)

注:A组为人均GDP低于中位数的样本,B组为人均GDP高于中位数的样本; Y/cap_{t-1} 为滞后一期的人均GDP。

表5显示,银行发展程度与人均GDP显著正相关,且人均GDP较小时,人均GDP对银行体系发展程度的影响更大。对于资本市场,人均GDP较小时,其对资本市场发展程度的影响为负,当人均GDP提高到一定程度以后,其对市场发展程度的影响系数转变为正数,说明人均GDP达到一定水平以后,其对资本市场的支持效应可加速发挥。

另一方面,文化和法系因素虽然对金融市场发展程度有一定的影响,但其对银行体系和资本市场发展程度的影响有所差异,因而其影响主要体现为调节作用(见表6)。

表 6 文化和法律因素对金融体系发展程度的影响

变量	市场体系发展程度	银行体系发展程度
$Law \times gdp$	133.655 *** (4.08)	-49.567 *** (-4.93)
$law \times Y/cap$	-0.020 *** (-0.97)	0.003 (1.21)
$law \times inf$	-26.804 (-0.66)	-61.571 *** (-4.98)
$law \times inm$	-42.865 (-0.77)	62.379 *** (3.67)
$law \times con$	-15.513 ** (-2.22)	6.519 *** (3.05)
$law \times exc$	-10.140 ** (-2.49)	6.823 *** (5.46)
$law \times une$	164.773 *** (5.24)	-101.961 *** (-10.57)
$law \times int$	32.074 (0.86)	-41.938 *** (-3.66)
$law \times din$	-1256.703 *** (-0.80)	797.887 *** (12.01)
$c \times gdp$	-2.688 *** (-4.40)	0.790 *** (4.22)
$c \times gpc$	0.001 *** (3.87)	-0.0001 ** (-2.23)
$c \times inf$	0.303 *** (0.38)	1.193 *** (4.83)
$c \times inm$	0.892 (1.00)	-0.884 *** (-3.24)
$c \times con$	-1.163 ** (-2.01)	-0.322 * (-1.82)
$c \times exc$	0.217 ** (2.58)	-0.165 ** (-6.42)
$c \times une$	-3.634 *** (-5.25)	2.037 *** (9.60)
$c \times int$	-1.022 (-1.33)	0.902 *** (3.83)
$c \times din$	22.435 *** (5.22)	-15.072 *** (-11.43)
$cons$	220.747 (1.35)	68.610 (1.37)

注： $Law \times gdp$ 表示法律与 GDP 的交叉项，其余以此类推。

如前的实证研究结果可知，文化层面因素对不同类型的金融市场发展规模的影响有较大的差异，其具有统计显著性的变量较少，从表 6 可以发现，文化因素与经济变量的交叉项以及法律因素与经济变量的交叉项对金融市场的影响系数大多显著，验证了其对金融体系的调节作用。总体而言，高不确定性规避 (Uai) 对银行体系发展更有利，低不确定性规避 (Uai) 对市场发展更有效。法系对银行体系的发展规模有显著影响，而对资本市场发展规模的影响没有统计显著性，表明大陆法系对银行体系的发展具有促进作用。对资本市场的发展不会起到显著的阻碍作用。以中国资本市场为例，中国目前偏向于大陆法系。近 10 年来，股票市场规模增长 238.9%，债券市场规模增长 444.3%，两个市场均位居全球第二位。因此，对

于资本市场和银行体系的发展，不应过度关注哪种法系，而是应着眼于市场本身的改革与优化。

四、结论与建议

(一) 结论

结果显示，经济因素、法系因素、文化因素和政治因素等均会显著影响金融体系结构和发展程度。一方面，金融体系结构方面：经济因素，诸如人均 GDP、信息披露、居民最终消费、汇率较高的国家或地区，金融体系结构倾向于“市场主导”。在失业率较高或者显性存款保险较高的国家或地区，其金融体系结构倾向于“银行主导”；法系层面，大陆法国家或地区更倾向于银行主导型金融体系结构，而英美法系国家或地区更易于建立市场主导的金融体系结构；文化层面，权力距离高、个人主义和放纵取向的国家或地区更倾向于市场主导型金融体系结构，高不确定性规避国家倾向于银行主导型金融体系；政治层面，如腐败控制程度等也影响金融体系结构的倾向。另一方面，在影响金融市场发展程度的多维因素中，经济层面和政治层面的因素起关键作用，经济层面的因素对市场发展程度起基础作用，稳定的政策环境和良好的较高的治理水平有助于金融市场规模扩大和发展程度提高，文化层面和法系的因素虽然对金融市场发展程度有一定的影响，但其对银行体系和资本市场发展规模的影响有所差异，其影响主要体现为调节作用。

(二) 建议

(1) 市场结构视域下金融体系优化路径。市场主导型金融体系和银行主导型的金融体系各有优缺点，不管是市场主导型金融体系还是银行主导型金融体系，世界上不存在一个放之四海而皆准的融资体系结构，“只有适合本国国情的金融体系才是最优结构”。一国金融体系的发展与一个国家本身的历史发展阶段、体制环境、消费习惯、文化、经济等息息相关：经济层面，应构建与产业结构相适应的金融体系，建立能够将金融配置有效配置给实体经济的金融体系，以增强金融服务实体经济能力。政治层面，应以建立更为均衡发展的金融体系结构为目标，加强提升政府对

金融体系的监管质量,注重提升法治完善程度,完善金融体系。法系层面,在新发展阶段,应按照统筹推进国内法治和国外法治政策主张,做到既尊重国际法治秩序,又避免金融体系的“长臂管辖”。文化层面,制定与需求相适应的中国特色金融制度,有效避免文化差异对金融体系发展的消极影响。

(2)市场发展程度视域下金融体系优化路径。金融体系是现代经济高质量发展的关键支撑,为有效发挥金融体系的支撑作用,提升金融服务实体经济的效率,降低经济运行的风险,应分别针对银行体系和资本市场体系进一步提高发展程度以完善金融体系。

一方面,构建实体经济与金融体系相互促进的体制机制。一般认为,金融市场程度的提升体现在多层次资本市场的建设、金融产品和金融工具的丰富、金融市场流动性的有效提供等方面。经过多年的改革与发展,中国银行规模与资本市场规模已经跃居世界前列,在当前追求高质量发展背景下,银行体系和资本市场规模的增大能有效地提升金融体系发展程度。与此同时,金融体系风险因素增多,地区冲突风险加剧,经济不确定性增大,金融安全受到较严峻的考验。在复杂多变的情形下,为增强金融体系的稳健性,可跳出金融市场本身来提升市场发展程度,即以稳健的经济运行机制和畅通的金融—经济循环机制作为抵御风险的“基石”,为促进经济高质量发展、推进新发展格局的构建、加快实现高水平科技自立自强,完善银行体系和资本市场体系支持科技企业发展、实体经济发展的融资机制、增信机制、交易机制、风险管理机制等,从而从更广泛的视角提升金融体系深度,进而完善金融体系运行机制。在当前数字经济飞速发展的背景和趋势下,尤其应注意加快金融科技发展,应坚持“数字驱动、智慧为民、绿色低碳、公平普惠”的原则,加强金融数据要素的应用,深化金融供给侧改革,注重金融创新的科技驱动和数据赋能,从而以数字化带动金融科技发展,以金融科技深化金融市场发展。此外,在推动经济高质量发展背景下,还应满足新发展格

局下不断扩大的内需市场规模,建立与消费金融相适应的直接金融体系与间接金融体系,进一步加深金融市场深度,形成更合理的金融体系结构。

另一方面,充分考虑一国在文化和法律等方面特点,提升金融体系市场发展程度。研究结果表明文化和法律因素对金融体系发展程度有着较为显著的调节作用,金融体系发展程度的提高也应“因地制宜”,不照搬国外的经验或做法。不管是德日等国的银行主导的金融体系,还是英美等国市场主导的金融体系,均有其内在文化和法律土壤,一些制度并不能直接套用到金融开放和金融改革进程中。在注重集体利益的文化情景下,金融体系的现代化是全体人民共同富裕的必然要求,金融体系的深化应坚持以人民为中心的发展思想,通过完善相关法律和制度维护广大人民群众切身利益,促进文化和法律正向调节作用机制的发挥,增强全社会对金融体系稳健运行的信心和动力,提升金融体系的韧性,进而降低系统性风险发生的可能性。

参考文献:

- [1]殷剑峰. 比较金融体系与中国现代金融体系建设[J]. 金融评论, 2018, 10(5): 1-15, 122.
- [2]龚强, 张一林, 林毅夫. 产业结构、风险特性与最优金融结构[J]. 经济研究, 2014, 49(4): 4-16.
- [3]LEE B S. Bank-based and market-based financial systems: Time-series evidence[J]. Pacific-Basin finance journal, 2012 (2): 173-197.
- [4]MA Y, YAO C. Openness, financial structure, and bank risk: international evidence [J]. International review of financial analysis, 2022, 81(5): 102065.
- [5]CHEN T C, KIM D H, LIM S C. Nonlinearity in the effects of financial development and financial structure on unemployment[J]. Economic systems, 45(1): 100766.
- [6]WANG L. The dynamics of money supply determination under asset purchase programs: a market-based versus a bank-based financial system[J]. Journal of international financial markets, institutions and money, 2022, 79(7): 101593.
- [7]ALLEN F, BARTILORO L, GU X, et al. Does economic structure determine financial structure? [J]. Journal of international economics, 2018(114): 389-409.
- [8]SOYTAS U, Küçükkaya E. Economic growth and financial development in Turkey: new evidence[J]. Applied economics

- letters, 2011, 18(6): 595-600.
- [9] MADUKA A C, ONWUKA K O. Financial market structure and economic growth: evidence from Nigeria data [J]. Asian economic and financial review, 2013, 3(1): 75.
- [10] CAO T Y. Research on interactive development of China's energy and financial structure based on coupling coordination degree model[J]. Energy reports, 2022, 8(S4): 1743-1751.
- [11] 马勇. 究竟是什么决定了一国的金融体系结构[J]. 财经研究, 2012, 38(1): 61-71.
- [12] RAJAN R G, ZINGALES L. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century[J]. Journal of financial economics, 2003, 69(1): 5-50.
- [13] OCAMPO J A. International asymmetries and the design of the International Financial System I[M]. Critical Issues in International Financial Reform. Routledge, 2018: 45-74.
- [14] FOHLIN C. Financial systems [J]. Handbook of cliometrics, 2016: 393-430.
- [15] ANWAR S, COORAY A. Financial development, political rights, civil liberties and economic growth: evidence from South Asia[J]. Economic modelling, 2012, 29(3): 974-981.
- [16] MONNET É, PAGLIARI S, VALLÉE S. Europe between financial repression and regulatory capture [R]. Bruegel Working Paper, 2014.
- [17] 褚敏, 踪家峰. 政府干预、金融深化与经济结构转型: 基于“新东北现象”的考察[J]. 中国软科学, 2018(1): 63-76.
- [18] STULZ R M, WILLIAMSON R. Culture, openness, and finance[J]. Journal of financial economics, 2003, 70(3): 313-349.
- [19] ASHRAF B N, ZHENG C, ARSHAD S. Effects of national culture on bank risk-taking behavior[J]. Research in international business and finance, 2016(37): 309-326.
- [20] 李萌, 高波. “银行主导”或“市场主导”金融体系结构: 文化视角的解释[J]. 江苏社会科学, 2014, 3(3): 54-54.
- [21] PETERSEN J A, KUSHWAHA T, KUMAR V. Marketing communication strategies and consumer financial decision making: The role of national culture[J]. Journal of marketing, 2015, 79(1): 44-63.
- [22] 李萌, 张兴龙. 文化对一国金融体系结构的影响作用[J]. 当代财经, 2015(8): 59-70.
- [23] BOUBAKRI N, MIRZAEI A, SAMET A. National culture and bank performance: evidence from the recent financial crisis[J]. Journal of financial stability, 2017(29): 36-56.
- [24] LA PORTA R, LOPEZ-de-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Legal determinants of external finance[J]. The journal of finance, 1997, 52(3): 1131-1150.
- [25] ASONGU S. Law and finance in Africa [J]. Brussels economic review, 2012, 55(4): 385-408.
- [26] ASONGU S A. Law, finance and investment: does legal origin matter in Africa? [J]. The review of black political economy, 2014, 41(2): 145-175.
- [27] PISTOR K, RAISER M, GELFER S. Law and finance in transition economies [J]. Economics of transition, 2000, 8(2): 325-368.
- [28] PISTOR K. A legal theory of finance [J]. Journal of comparative economics, 2013, 41(2): 315-330.
- [29] CHEFFINS B R, BANK S A, WELLS H. Questioning ‘law and finance’: US stock market development, 1930 - 70 [J]. Business history, 2013, 55(4): 601-619.
- [30] BROWN J R, MARTINSSON G, PETERSEN B C. Law, stock markets, and innovation [J]. The journal of finance, 2013, 68(4): 1517-1549.
- [31] KWOK C C Y, TADESSE S. National culture and financial systems [J]. Journal of International Business Studies, 2006, 37(2): 227-247.
- [32] CHEFFINS B R, BANK S A, WELLS H. Questioning ‘law and finance’: US stock market development, 1930 - 70 [J]. Business history, 2013, 55(4): 601-619.
- [33] BROWN J R, MARTINSSON G, PETERSEN B C. Law, stock markets, and innovation [J]. The journal of finance, 2013, 68(4): 1517-1549.
- [34] 刘磊, 邵兴宇, 王宇. 金融结构特征与金融体系发展: 大国的比较[J/OL]. 国际经济评论, 2022, 1-32.
- [35] 张晓晶, 刘磊. 2022 年 Q1 宏观杠杆率[EB/OL]. <http://www.nifd.cn/SeriesReport/Details/3325>.
- [36] DEMIRGÜÇ-KUNT A, KARACOVALI A, LAEVEN L. Deposit insurance around the world: a comprehensive database (World Bank Policy Research Working Paper No. 3628)[J]. The World Bank, Washington-DC, USA, presents a detailed description about financial cooperatives in Brazil, 2005.

(本文责编: 海 洋)