

# 金融创新的本质、特征与路径选择

## ——基于资本市场的视角

孙国茂

( 济南大学金融研究中心, 山东 济南 250002)

(摘 要)按照熊彼特经典创新理论和现代金融学理论,创新是市场机制对企业的激励,也是企业与生俱来的本能。金融创新是市场与管制博弈的过程和结果,所有金融创新理论都认为创新的动力均来自于企业。当金融机构普遍缺乏创新动力时,监管部门应当放松管制,鼓励创新。中国资本市场在长期的模仿性创新过程中实行严格管制和选择性创新是导致目前创新不足和缺乏创新的根本原因。企业无法创新的结果是市场逐步丧失其基本功能,所以资本市场发展的惟一出路就是实施自主性金融创新。在产品创新、技术创新、组织创新和制度创新中,制度创新是其他创新的前提和条件,制度创新意味着放松管制。本研究首次提出选择性创新概念,认为选择性金融创新是严格管制条件下的创新异化,本质上形成了创新扩散过程中的监管壁垒,长期实施选择性创新势必阻滞金融创新。

(关键词)资本市场;金融创新;制度创新;选择性创新

(中图分类号)F830.2

(文献标识码)A

(文章编号)1002-3909(2013)06-0035-08

华尔街金融危机爆发以来,美国道琼斯指数从2010年初开始不断创出新高,截止2013年4月底,道琼斯指数已达历史高点,累计涨幅为44.64%,作为经济复苏的信号,道琼斯指数的上涨给美国衰退的经济和社会公众带来了信心。与此同时,上证综合指数跌幅为30.76%,根据中国证券登记结算有限公司公布的最新统计数据,目前每周参与股票交易的投资者数仅占A股开户数的3%左右——大量投资者选择离开股票市场。与美国相比,中国股市不仅已经丧失了新兴市场的成长性,而且正在丧失资本市场的基本功能。党的十八大提出,深化金融体制改革,健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系,加快发展多层次资本市场。国家“十二五”规划纲要中也专门作出多层次资本市场建设规划,明确提出要“显著提高直接融资比重”,这说明,资本市场的发展已经成为国家战略的一部分。然而,几年来中国资本市场的表现却令人关注和担忧。对于资本市场的现状和积弊,社会各界见仁见智,但更多的事实表明,如果不从根本上进行改革和创新,中国资本市场不仅无法实施国家战略,更无法成为实现“中国梦”的载体。当前,尽管包括监管部门在内,论及金融创新并意识到金融创

新重要性的人越来越多,但是以往的创新实践和金融现实都表明,对于金融创新的本质、金融创新的主体以及金融创新的条件等关键问题,从监管者到被监管者至今尚未厘清。

### 一、金融创新的本质与特征

100年前,被称为“创新先知”的美国经济学家约瑟夫·熊彼特(J. A. Schumpeter)在其《经济发展理论》一书中首次提出了“创新理论”。熊彼特的创新理论是针对产业经济提出来的,在马克思主义产生之后,熊彼特最早解释了为什么资本主义不会衰亡,那就是,在市场经济条件下,市场机制最大限度地激励了产业领域的创新活动,正是创新活动推动资本主义经济一次又一次从危机中复苏。熊彼特强调,创新是一个经济概念而非技术概念。创新可以模仿和推广来促进经济的发展。当一个企业通过创新而获利后,其他企业会进行模仿,继而在整个行业掀起一股创新浪潮,而一个行业的发展又会带动其他行业乃至整个社会经济的发展。社会经济的发展又会导致银行信用和生产资料需求的扩大。当创新带来的利润趋于消失,银行信用和生产资料的需求又会收缩,……如此循环往复,社会经济便会不断向前发展。熊彼特针对产业经济所提出的创新理论为

日后金融创新理论的发展奠定了基础。

上世纪 70 年代以后,随着世界经济的快速发展和国际贸易的不断扩大,金融活动不论是从规模上看还是从范围上看都远远超过了人类历史上任何一个时期,在此背景下,金融对经济发展的影响和金融与经济发展之间的关系也引起了经济学家空前的关注。在宏观金融领域(monetary finance)美国著名金融经济学家罗纳德·麦金农(Ronald I. McKinnon)、爱德华·S·肖(Edward S. Shaw)和雷蒙德·德戈德史密斯(Raymond W. Goldsmith)等人先后提出了金融发展理论、金融结构理论、金融功能理论和金融中介理论;在微观金融领域(corporate finance),像弗朗哥·莫迪利亚尼(Franco Modigliani)、莫顿·米勒(Merton Miller)、威廉·夏普(William F. Sharpe)、罗伯特·莫顿(Robert C. Merton)、哈里·马尔科维茨(Harry Markowitz)以及迈伦·斯科尔斯(Myron S. Scholes)等一大批经济学家因从事资本市场或与资本市场相关研究而获得诺贝尔经济学奖,这些经济学家的研究成果和理论体系为 20 世纪后期的金融创新提供了可能。另一方面,经济全球化特征和经济金融化特征日益明显,使得大萧条以后形成的金融监管法律对金融活动的约束越来越弱,金融管制不断放松。大量的金融创新活动催生了各种金融创新理论,金融学家大多将研究重点集中在金融创新动机、金融创新扩散机制以及金融创新与金融发展之间的关系等命题上,在所有金融创新理论中比较有影响的有四种。

### 1. 规避管制理论

这一理论构成金融创新理论体系的核心部分,已被广泛接受。规避管制理论最早由美国国家经济研究局研究员、波士顿工学院教授爱德华·凯恩(Edward J. Kane)提出。凯恩的本意是管制诱发金融创新,即“管制的辩证假设”(Regulatory Dialectic Hypothesis),按照凯恩的解释,所谓“规避”监管就是指对各种制度体系的限制性措施实行回避。规避型金融创新就是指回避各种金融管制的行为。它意味着当外在市场力量和市场机制与机构内在要求相结合,回避各种金融监管和法律制度时就产生了金融创新行为。实际上,规避已经被认为是合法的了,由今天的话来说,规避型金融创新其实就是合法地寻求“监管套利”。在规避型金融创新理论中,凯恩设计了一个制定制度体系的框架,在这个框架中,制定经济制度的程序和被管制人规避的过程是相互影响和相互作用的,通过这样一个互动过程,形成了稳

定并切实可行的制度体系。如果从金融机构和金融监管部门决策的角度看,规避金融创新理论就是自由与管制的博弈。为了追求利润最大化,金融机构在运行过程中会通过创新来逃避监管部门的管制,但当金融创新危及金融制度稳定时,监管部门又会加强管制,这种管制导致新一轮的创新。因此,金融制度的静态均衡几乎是不存在的,管制和规避引起的创新总是不断交替,形成一个动态的博弈过程。与其他金融创新理论相比,凯恩的理论更重视外部环境对金融创新的影响,他不仅考虑了市场创新的起因,而且还研究了制度创新过程以及二者的动态过程,把市场创新和制度创新看作是金融机构和监管部门不断博弈的过程和结果。

### 2. 约束诱导理论

1983 年,美国经济学家威廉·L·西尔柏(William L. Silber)在他的论文《金融创新的发展》(The Process of Finance Innovation)中对金融创新进行了解释。他认为金融创新是追求利润最大化的微观金融组织,为消除或减轻外部对其产生的金融压制而采取的“自卫”行为。西尔柏认为,金融压制来自两个方面,一是外部约束,主要是政府等监管机构的管制,二是内部约束,即金融机构制定的利润目标、增长率、资产比率等。这两个方面的金融压制,特别是外部条件发生变化而产生金融压制时,实行最优化管理和追求利润最大化的金融机构将会从机会成本角度和金融机构管理影子价格与实际价格的区别来寻求最大程度的金融创新。西尔柏的理论是从利用微观经济学对企业行为分析入手,主要侧重于金融机构与市场拓展相关联的金融工具创新和金融交易创新,解释金融机构的“逆境创新”(innovation in adversity),而对与金融机构相关的市场创新以及由于宏观经济环境变化而引发的金融创新并不适应。事实上,金融创新并非金融机构的孤立行为,而是经济活动在金融领域内各种要素重新组合的反映。要使各种创新稳定下来,实现规范化与合理化,还需要制度创新作保障,而制度创新并不是指完善原来的制度,而是在市场规避型创新之前,顺应金融体系发展的客观需要,设计和制定新的制度内容乃至整体的制度体系。要求监管部门放弃以往对金融活动过度干预的政策,转而实施一种较为宽松的金融监管制度。

### 3. 交易成本理论

降低交易成本是新制度经济学的核心思想。它源于美国新制度经济学创始人、诺贝尔经济学奖

得主罗纳德·科斯(Ronald Coase)提出的科斯定理。后来,美国加州大学教授奥利佛·威廉姆森(Oliver Williamson)将科斯的交易成本理论系统化之后建立了交易成本经济学,并籍此赢得了2009年诺贝尔经济学奖。1976年,另一位诺贝尔经济学奖得主、英国牛津大学教授约翰·希克斯(John R. Hicks)和美国经济学家、霍普金斯大学教授于尔格·尼汉斯(Jurg Niehans)提出了他们的金融创新理论。希克斯和尼汉斯认为,为了降低交易成本,金融机构会不断进行金融创新,使货币向更加高级的形态发展,从而产生新的中介机构的交易工具。希克斯和尼汉斯的理论有两层含义:降低交易成本是金融创新的首要动机,交易成本的高低决定金融业务和金融工具是否具有实际意义;金融创新实质上是对科技进步导致交易成本降低的反应。希克斯把交易成本和货币需求与金融创新联系起来,他认为,交易成本是作用于货币需求的一个重要因素,不同的需求产生对不同类型金融工具的要求。交易成本的高低将影响经济个体对需求预期发生变化,交易成本降低的趋势将促使货币向更为高级的形态演变和发展,从而产生新的交换媒介和新的金融工具。不断降低交易成本就会刺激金融创新,改善金融服务。

#### 4. 制度创新理论

在迄今为止所有对金融创新的研究中,制度学派的研究也许是最多的。将金融创新视为制度创新的代表人物是兰斯·戴维斯(Lance E. Davies)、艾伦·沃利斯(W Allen Wallis)和道格拉斯·诺斯(Duoglass C. North)。其中,沃利斯曾在艾森豪威、尼克松、福特和里根执政期间担任白宫经济顾问,而诺斯则是制度经济学大师、诺贝尔经济学奖得主。1971年,诺斯和戴维斯共同出版了《制度变迁与美国经济增长》(Institutional Change and American Economic Growth)一书,对制度变迁进行了系统阐述。诺思等人认为,作为制度创新的一部分,金融创新是一种与经济制度互为影响、互为因果的制度变革。基于这种观点,金融体系的任何因制度改革的变动都可视为金融创新。因此,政府行为的变化会引起金融制度的变迁,如政府要求金融稳定和防止收入分配不均等而采取的金融改革,虽然是以建立新的制度体系为明显特征,但这种制度变化本身并非“金融压制”,而是含有创新的成分。比如1919年美国联邦储蓄体系和1934年存款保险制度的建立,它们都是作为政府当局稳定金融体系而采取的有力措施,虽然是金融管制的一部分,但也可以认为是金

融制度创新行为——金融监管制度创新。

尽管不同的经济学家基于不同的理论基础和金融现实对金融创新作出不同的解释,但本质上都表达了相同的思想:创新是一种新的生产方式,通过这种新的生产方式可以实现市场对创新者的激励——产生新的市场和新的消费者,从而使创新者获得超额利润。在金融领域,当一家金融机构因“自主性创新”而获得超额利润时,其他金融机构必然进行“模仿性创新”,金融学家将此定义为“攀比竞争”或“攀比压力”,这一过程反映了金融创新扩散的一般规律,因此,追求超额利润和攀比竞争是金融创新的基本特征。金融创新是市场与管制博弈的结果,所以不论金融创新理论如何阐述,都无法改变金融机构与监管者博弈这样一种性质。也就是说,金融创新既不应成为监管者的偏好,也不应成为监管者实施的激励。金融创新的动力不可能来自于监管者,它只能来自于企业——金融机构。

## 二、资本市场与金融创新

### 1. 美国资本市场的金融创新

其实,整个美国金融发展历史就是一部金融创新史<sup>[1] [P327]</sup>。研究者把美国自上个世纪以来的金融创新大致分为三个阶段,但是真正的金融创新是发生在《1933年银行法》<sup>①</sup>废除以后。审视美国金融创新过程可以发现四个明显特点,一是金融创新从面向大公司和大机构投资者转向一般金融消费者;二是从商业银行、投资银行、商业保险和资产管理等行业的分业经营发展到混业经营;三是在经济全球化的背景下推动全球金融自由化和证券化;四是新的金融工具和金融产品、新的交易方式、新的金融市场和金融组织机构不断派生。但是,在本研究中我们主要考察美国资本市场中的金融创新。

自上世纪80年代后,美国一系列金融立法的目的都为了放松管制,消除银行业并购障碍,鼓励银行业的市场竞争导致了投资银行业的产品创新。这期间,美国金融史上最经典的金融创新案例之一就是迈克·密尔肯(Michael Milken)和他的“垃圾债券”(junkbond)<sup>②</sup>。上世纪80年代,密尔肯建立了一家证券公司——Drexel Burnham,他发明了以被收购企

<sup>①</sup> 也称《格拉斯—斯蒂格尔法案》(Glass - steagall A < t)。

<sup>②</sup> “垃圾债券”最早出现于上世纪30年代,由于该类债券信誉等级低,但是收益高,所以,也被称为高收益债券。在中国,也被称为“次级债”。

业未来现金流量作为保障,发行高收益债券来满足收购企业的融资需求,使得那些即使规模较小的企业也能实现收购兼并较大企业的目的,从而创造了许多商业文明中企业购并的经典案例。正是密尔肯的“垃圾债券”推动了80年代席卷美国的企业购并浪潮,可以说,密尔肯曾经影响了美国商界一代人,他因此被称为“最伟大的金融思想家”。

其实,“垃圾债券”产生的原因很简单,由于自工业革命以来商业银行建立的确切贷款和投资对象的融资模式难以适应市场需求的现实和经济发展的趋势,于是,投资银行开发出了新的融资工具,以此和商业银行传统的盈利业务——贷款业务进行竞争。但是,正是由于投资银行的参与,市场上才出现了大量的“杠杆收购”(Leveraged Buyout, LBO, 又称“融资收购”),这导致了整个80年代美国的企业并购规模日渐扩大。经济金融化程度的提高,金融资产迅速堆积和集中,一方面为银行业规模扩张提供了良好的环境诱因,另一方面也促进商业银行的收购兼并。

上世纪80年代,美国国库券利率波动由过去的3%—5%扩大到5%—15%以上。债券利率的大幅波动造成了巨额的资本利得或资本损失,并使投资回报具有很大的不确定性。经济环境的变化,刺激了对满足该需求的创新探索,激励人们创造出一些能够降低利率风险的新的金融工具。在该需求的推动下,80年代出现了三种金融创新:可变利率抵押贷款、金融期货交易和金融工具的期权交易。

1987年以后产生的各种产品创新大多是从以前的产品创新衍生出来的,如掉期和合成证券是由其他证券组合而成。这些产品创新因其市场的狭小而不再具备以前的影响力。这一方面是因为过去的金融创新已经使市场效率达到相当高的程度,另一方面是因为指数化和对冲等措施对于市场而言已经足够灵活和开放。面对着80年代后期越来越激烈的来自日本和欧洲的银行竞争压力以及经济一体化浪潮,美国银行业在90年代初进行了一些实质性的调整。1991年国会通过的《联邦存款保险公司改进法》允许所有储蓄机构和国民银行之间在银行合并条例的范围内进行并购。1994年出台了《跨州银行法》,1999年《金融服务现代化法案》的生效宣告了限制美国金融业长达60多年的《1933年银行法》终结,金融重新进入混业经营时代。

随着计算机和信息技术的普及,资本市场供给条件发生巨大变化,这为资本市场金融创新提供了

便利可能。计算机技术的广泛应用不仅大大降低了交易成本,金融机构还可利用计算机技术设计出对投资者有吸引力的新金融产品和新金融工具。对于金融消费者而言,计算机和通讯技术的普及也改善了市场获得信息的能力,降低获得信息的成本。由交易和信息技术的改善而引发的金融创新的例证很多,股票网上交易就是其中之一,由于嘉信公司(Charles Schwab)、亿创理财(E-traded)以及爱德华·琼斯(Edward Jones)等公司的出现,整个证券经纪行业的格局和业务规则都被颠覆性地改变了,1975年,美国证监会放开对交易佣金的管制,行业平均股票交易佣金率不断下降<sup>①</sup>,由1990年的0.24%降至2009年的0.05%,20年中佣金率平均每年下降8.17%<sup>[2]</sup>!这些公司也因此被中国资本市场奉为金融创新的典范。此外,监管部门的监管制度变化导致了资本市场供给条件的变化,这一类金融创新的例子是贴现经纪人和股票指数期货的出现。在表1中我们列出了自1970年代以来美国自主性金融创新产品。

表1 美国20世纪70年代以来的金融创新

创新时间	创新内容	创新目的	金融机构
1970年	资产证券化	减少风险	政府国民抵押贷款协会
1970年	房地产抵押贷款支持证券	减少风险	政府国民抵押贷款协会
1974年	浮动利率债券	转嫁利率风险	商业银行
1976年	私募股权基金	募资资金	投资银行
1978年	货币市场存款账户	突破管制	商业银行
1978年	自动转帐服务	突破管制	商业银行
1980年	货币互换	防范汇率风险	美联储
1980年	垃圾债券	企业购并	债券评级机构
1981年	零息债券	转嫁利率风险	投资银行
1981年	利率互换	防范利率风险	所罗门兄弟公司(投资银行)
1981年	票据发行便利	创造信用	银行
1982年	期权交易	防范市场风险	芝加哥期权交易所
1982年	期指期货	防范市场风险	堪萨斯市交易所
1982年	可调利率优先股	防范市场风险	大通曼哈顿银行
1983年	动产抵押债券	防范信用风险	商业银行
1983年	备用信用证	信用担保	商业银行
1984年	远期利率协议	转嫁利率风险	商业银行

① 目前,投资者在美国买卖股票可以通过大行证券机构下单或委托交易商下单,交易佣金相对较高,如果通过折扣经纪公司的网上交易系统自己下单,费用就小得多,如E-Trade公司每笔交易佣金为7.99美元,Charles Schwab公司每笔交易佣金为8.95美元。

1984年	欧洲美元期货期权	转嫁利率风险	芝加哥商业交易所 国际货币市场 Valley 国民银行、 Marine Midland 银行
1985年	汽车贷款证券化	创造信用	商业银行
1985年	可变期限债券	创造信用	商业银行
1985年	保证无损债券	减少风险	商业银行
1986年	参与抵押债券	分散风险	商业银行
1987年	担保债务凭证	转嫁风险	雷曼兄弟、美林公司
1993年	信用违约互换	转移信用风险	美国信孚银行

资料来源:作者根据 <http://wiki.mbalib.com/wiki/%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%88%9B%E6%96%B0>; 王华庆《金融创新:理性的思考》,上海远东出版社2011年版,第28—29页和菲利普莫利纽克斯等《金融创新》,中国人民大学出版社2003年版,第16—17页整理。

## 2. 中国资本市场的金融创新

截至2012年底,中国已有114家证券公司,总资产和净资产分别达到17200亿元和6943亿元。经过2004—2007年三年综合治理,关闭了31家高风险证券公司后,整个行业的收入能力、盈利能力和竞争能力都在不断提高。19家上市证券公司占行业总数的16.7%,是所有金融行业上市比例最高的行业。然而,在过去20多年的发展过程中,证券公司的业务范围并没有太大的改变,业务范围狭小所带来的结果是证券行业的客户数量少、管理的资产规模小。据统计,目前我国金融资产规模已超过200万亿元<sup>[3]</sup>,而证券行业资产规模占金融资产总规模不足2%<sup>①</sup>!这意味着,即使将整个证券行业财务杠杆放大到与美国投资银行相同的杠杆率,证券行业资产规模占金融资产总规模的比重仍然不足10%。2004年8月,中国证监会下发了《关于推进证券业创新活动有关问题的通知》,然而,将近10年的时间过去,整个行业的创新能力和创新结果却令人失望。2011年12月,前任中国证监会主席郭树清在公开场合指出,中国的投资银行存在五大缺陷:一是总体研究能力处于很低水平,在市场和社会上影响很小,难以形成价值投资引导作用;二是整体规模小,对金融体系影响力弱。全行业总资产不到高盛的三分之一,净利润只相当于摩根斯坦利一家公司;三是融资渠道窄,业务扩展能力差。金融危机后美国主要投资银行财务杠杆率由30倍降低到目前的13倍,而中国证券公司杠杆率只有1.3倍,财务弹性很小;四是专业服务水平不高,创新能力不足。目前国内证券公司同质化和低水平竞争,证券经纪、承销保荐和证券自营三大传统业务占总收入的80%,金融服务的广度和深度难以满足实体经济多样化的需求;五是缺乏长期性的约束和激励机制,无

法留住高端人才<sup>[4]</sup>。

本质上说,郭树清提出的这些问题正是证券公司缺乏或者丧失创新能力的结果。按照熊彼特的创新理论,金融创新必然产生新的市场需求和新的消费者,对于创新主体——金融机构而言,在财务报表上必然反映出营业收入(超额利润)的增加和收入结构的巨大改变。表2是国内证券公司与美国投资银行在收入构成上的比较,从统计数据看,在中国资本市场产生后的20多年里,证券行业的收入结构几乎没有发生变化,这证明郭树清对中国证券公司的判断是正确的。问题的关键在于,究竟是什么原因造成了证券公司失去了创新能力?

表2 国内证券公司与美国投资银行业务结构比较(2010) 单位: %

业务类型	国内证券公司	美林集团	摩根士丹利	高盛集团
资产管理业务	0.97	16.20	25.16	11.92
经纪业务	70.13	20.67	15.64	9.11
自营及其他投资业务	15.61	28.60	35.52	52.63
投资银行业务	13.29	19.06	16.20	12.28

资料来源:根据深圳证券交易所会员管理部和雅虎财经数据整理。

## 三、金融创新中的选择性创新、伪创新和过度创新

经济学家夏斌几年前曾提出要加快金融创新<sup>[5]</sup>。夏斌认为,金融发展的核心是允许各类金融创新和分散化的市场决策。金融具有内在的扩张性,如果没有收到外在的限制,金融会自动、迅速抓住机会,具有强烈的创新或发展倾向<sup>[6] (P386)</sup>。从经典创新理论和前述分析我们已经知道,企业为了获得超额利润会主动创新,创新是企业与生俱来的本能,只要存在市场经济和市场机制,企业就有创新动力。对资本市场而言,只要存在可以带来超额利润的需求,金融机构就有获取监管套利的冲动。所以,金融创新是市场主体与政府管制博弈的结果。当市场主体普遍丧失创新能力时,资本市场必然丧失它的基本功能。寻求造成这种现象的原因只能从博弈的双方进行分析,要么是金融机构从事的金融创新是伪创新,要么是由于监管部门过度管制使金融机构无法创新。所谓“过度管制”是指由于监管部门过多和过于严格的监管行为导致创新成本大幅上升,使金融机构不得不放弃创新的现象,通常是监管部门为防止过度创新而实行的金融管制;所谓“伪创新”是指把不属于金融创新的活动称作创新。现

① 截止2012年底,国内证券公司和证券投资基金公司所管理的资产规模约为4万亿元。

实中,伪金融创新与“选择性金融创新”可能同时存在。

### 1. 选择性金融创新

在金融市场中,最早开展创新活动的金融机构必须承担创新成本和失败的风险,创新成功并向市场提供创新产品和服务的活动被称为自主性金融创新,自主性金融创新通常会获得超额收益。此后,其他金融机构也开始向市场提供相同的产品和服务,这一过程被称为模仿性金融创新。根据金融创新扩散的一般规律,金融发展水平低的国家主要通过模仿性创新实施金融创新扩散。研究表明,目前我国金融市场上,大约有85%的创新产品属于模仿性创新,只有大约15%的创新产品属于自主性创新<sup>[7]</sup>。资本市场的情况可能更加悲观,在资本市场诞生的20多年,证券公司始终处于过度同质化竞争中。一直以来,监管部门对所谓的“创新业务”实行审批和“试点”的办法,把“创新业务”许可优先颁发给少数符合监管标准的证券公司,比如融资融券业务和股指期货IB业务等。这种由监管部门审批和“试点”的做法就是“选择性创新”。选择性创新一定不是自主创新,只能是模仿性创新。选择性创新有两个基本特征,首先它一定不是自主性创新,只能是模仿性创新。选择性创新有两个基本特征,首先它体现了监管者的创新意图因此带有明显行政色彩;其次选择性创新都是被证明已经没有风险或者风险很低的“创新”,这是因为低风险的“创新”监管成本较低。选择性创新也许存在市场需求,但却不会像自主性创新那样,体现出市场机制对创新主体的激励,因此,选择性创新不会给金融机构带来超额利润,这就是为什么监管部门推动下的金融创新不能改变行业收入结构的根本原因。

### 2. 伪金融创新

按照经典创新理论,判断金融创新和伪金融创新的标准只有一个:市场和需求。我们把金融市场中不能创造出新客户和新需求的“新产品”和“新业务”定义为“伪创新”。从经济学意义上讲,所有的伪创新都不能建立一种新的生产函数。伪金融创新也有两个基本特征,首先,它看起来的确很像创新,但却不具有创新的功能,因而具有可替代性;其次,它作为创新的认知时间不会持续很长。与选择性金融创新相同的是,伪金融创新的创新成本和创新风险同样很低;不同的是,选择性金融创新仍属于创新——尽管它可能已处于模仿性创新的最后阶段;但伪金融创新根本就不是创新。伪金融创新和选择

性金融创新都是在政府实行严格管制或者非市场条件下金融创新异化的结果,所以,现实中投资者可能对伪金融创新和选择性金融创新不加区分。表3列出了部分研究机构定义的国内证券公司创新业务,如果以创造新的市场和需求作为判断标准,并对产品和业务功能进行分析,我们很容易判断,这些产品和业务不属于自主性金融创新,只能当作模仿性金融创新。

表3 证券行业产品创新 单位:亿元

产品名称	规模	创新时间	金融机构
QFII	2549	2003	申万证券
ABS	597	2004	广发证券
LOF(亿份)	324	2004	南方基金
ETF(亿份)	1071	2005	华夏基金
集合理财	1500	2005	
QDII	930	2006	华安基金
直投业务	256	2008	招商证券等
股指期货	843	2007	银河证券
报价回购业务	2.04	2008	国信证券
约定回购交易	2.69	2009	中信证券
现金管理	44.79	2010	信达证券
RQFII	200	2011	国泰君安等

资料来源:根据廖静池《中国证券公司产品创新发展研究》、Wind资讯、中国证券业协会网站、中国证监会网站等整理。

### 3. 过度金融创新

华尔街金融危机爆发后,一些美国学者在分析危机原因时把金融创新作为首要原因,认为华尔街金融危机是金融过度创新的结果。其实,早在30年前曾经担任过美国经济学会主席的著名经济史学家、麻省理工学院教授查尔斯·金德尔伯格(Charles P. Kindleberger)就持同样观点,金德尔伯格甚至把金融创新等同于金融投机<sup>[8](P25-51)</sup>,金德尔伯格认为,整个金融危机史就是“创新—监管—再创新—再监管”的不断循环<sup>[8](P199)</sup>,因此,需要“最终贷款人”(Lender of Last Resort)来稳定金融系统<sup>①</sup>。然而,金德尔伯格曾经追随的美国芝加哥大学教授海曼·明斯基(Hyman P. Minsky)却认为金融危机是由金融体系的内在脆弱性决定的。明斯基在上世纪50年代就提出了金融不稳定理论(Financial Instability Hypothesis),并先知先觉地预见到了整

① 最终贷款人理论、金融霸权理论和国际金融中心理论是金德尔伯格的三大理论贡献。

整一代人都无法理解的金融危机。2011年,受奥巴马总统委托,“美国金融危机调查委员会”公布了他们用18个月完成的《美国金融危机调查报告》。在这份长达千页的报告中,调查委员会列出导致华尔街金融危机的八个方面的原因——过度创新当然是原因之一,但是危机的过程和深层原因远比过度创新要复杂得多。

金融与实体经济最大的区别在于金融的虚拟性,邮件人类从事金融活动以来的全部历史都证明,当金融创新失去了信用基础,就意味着金融活动完全脱离了实体经济。在此,我们把创新者不以信用为基础所从事的金融创新定义为过度创新,当失去信用基础时,金融活动必定隐含巨大的道德风险。不难理解,过度创新的主要特征是它的虚拟性和复杂性,正是虚拟性和复杂性使一般金融消费者无法对过度创新的风险进行识别,正如美联储前主席格林斯潘所说,金融衍生品交易是如此复杂,以至于美联储官员根本看不懂<sup>[9]</sup>。另外,由于脱离了实体经济和信用基础,过度创新的规模会以惊人的速度增加,交易单位常以十亿、百亿、甚至千亿美元计量。从图1中我们可以看到金融危机前美国次级抵押贷款规模的增加速度,其中已证券化的部分增加速度更是惊人。

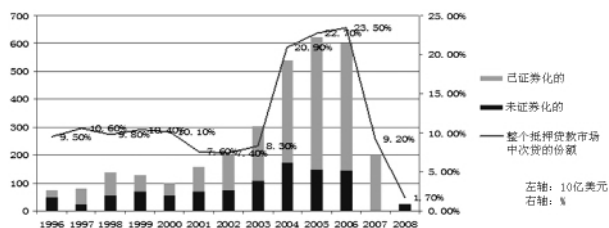


图1 次级抵押贷款及其在抵押贷款市场中的份额

备注:已证券化的比率是指某年发行的次级抵押贷款证券数额除以该年的抵押贷款发放总额。2007年发行的证券规模超过了发放的贷款规模。

资料来源:美国金融危机调查委员会《美国金融危机调查报告》中信出版社,2012年版,第77页。

#### 四、金融创新的路径选择

##### 1. 金融创新扩散的一般规律与路径选择

自金融创新理论产生以来,围绕创新扩散这一主题,国外很多学者作了大量研究。曾经担任过全美金融学学会主席的宾夕法尼亚大学教授富兰克林·艾伦(Franklin Allen)和波士顿大学教授道格拉斯·盖尔(Douglas Gale)最早将世界各国金融市场划分为以市场为导向和以银行为代表的金融中介为导向两种不同类型。前者以直接融资为主,资本市场发达,机构和個人习惯于持有权益类金融资产,如美国

和英国等;而后者则以间接融资为主,通过商业银行提供贷款占国内融资的大部分,居民偏好持有债权或固定收益类金融资产,如欧洲大陆国家和日本。这种金融体系的差异决定了在两类不同国家中资本市场的发达程度的不同和金融创新扩散方式的不同。

考察金融创新的扩散过程不难发现,美国和英国占据着金融创新主导地位,90%以上的自主性金融创新来自这两个国家的金融机构(见表1)。当金融创新通过金融市场向全球扩散时,有的国家能迅速吸纳这些创新,扩散开来;但有的国家需要经过一个漫长的过程才能采纳这些创新。造成这种现象的主要原因是两个方面,一是创新国与吸纳国之间的金融市场结构差异以及由市场机构差异决定的金融市场环境差异;二是创新国与吸纳国之间的金融市场化程度的差异,金融市场化程度的差异反映在金融管制上。两个方面的差异程度和改善消除差异所需要的时间决定了金融创新的扩散时滞的长短。

研究结果和统计数据都表明,我国是一个典型的银行主导型金融体系。截至2012年末,银行提供的间接融资占社会融资总规模的84%,而直接融资仅为16%<sup>[10]</sup>。与银行业相比,资本市场提供的金融服务十分有限,这种现象既反映了国内资本市场的功能缺陷,也说明市场主导型金融体系在提供直接融资工具的方面优于银行主导型金融体系。市场结构差异决定了发达国家自主性创新向我国扩散的过程中必然出现时滞,这并非因为自主性金融创新功能不完善,而是吸纳者市场提供的金融环境不能支持该金融创新的扩散,只有当吸纳者的金融环境能够达到支持金融创新生存时,金融创新扩散过程才能完成。

正是金融的虚拟性才使金融创新的跨期化和全球化成为可能<sup>[11]</sup>。金融的虚拟性不仅使金融内生性的具有脆弱性和脱离实体经济的倾向,而且也决定了金融创新与产业经济中的创新有着本质上的不同——金融创新不仅创造了新的需求,同时也创造了货币流动性,因此,金融创新必须建立在有实体经济衍生出来的信用基础上。

受华尔街金融危机影响,有国内学者和监管部门决策者认为中国也应强化金融监管<sup>[12][13]</sup>,这种观点的逻辑依据是防止过度创新,但显然忽视了金融体系的结构差异和市场发育程度的差异。选择性创新意味着在不同金融体系之间的金融创新扩散过程中形成了管制壁垒,长期实施选择性创新不但



无法产生自主性创新,而且会阻碍金融创新扩散。正如郭树清所言,不创新是中国经济和金融的最大风险!因此本研究认为,在确定我国资本市场金融创新的路径选择时,首先应当放弃选择性创新,把制度创新作为逻辑起点。

## 2. 制度创新是金融创新的核心

资本市场的制度创新指的是制度体系、制度设计和监管方式的创新。制度创新可以分为需求引致型(Demand-inducing)制度创新和供给主导型(Supply-leading)制度创新<sup>[14][P327]</sup>。需求引致型制度创新是指创新主体在既定的约束条件下,为了获得超额利润自发组织和实施的自下而上的制度创新,它以产权界定清晰和自主决策为制度条件。供给主导型制度创新是指金融监管部门通过直接和间接的监管手段,自上而下组织实施的创新,它以公共产权和集权型决策体制为制度条件。在需求引致型制度创新方式中,金融机构在不确定的环境中,为获得超额利润而进行制度创新,必须独自承担风险,因而只有在潜在制度创新收益大于消除各种潜在风险的成本才可能发生制度创新行为。在需求引致型制度创新中,因为存在攀比竞争,自主创新的金融机构不可能持久地获得创新所带来的超额利润,其他金融机构也会迅速模仿与扩散,正是因为存在攀比竞争,模仿和扩散才引起金融制度结构的变化。在供给主导型制度创新中,法律赋予监管部门自由裁量权力,当监管部门发现局部或整体性制度创新方案的预期收益大于零,就可凭借行政力量进行选择性的创新。选择性创新的目的是为了减少了外部性和不确定因素,从而降低制度创新带来的风险。监管部门实行创新“试点”意味着未经批准的金融机构不得模仿“试点”金融机构,这种选择性创新使潜在收益无法扩散,这就是为什么我们认为选择性创新异化了金融创新。

结合资本市场现实对金融创新的相关理论进行梳理,我们认为,对中国资本市场来说,金融创新至少包括四个方面的内容,产品创新(或业务创新)、技术创新、组织创新和制度创新。不难理解,前三者的创新主体是金融机构,而制度创新的主体是以政府或金融监管部门为主。从发达国家金融创新的经验和新兴市场的金融创新扩散效果看,自主性金融创新必将导致和推动制度创新,而模仿性金融创新能否完成则取决于市场化程度、市场规模和经济发展水平。综合熊彼特关于创新的经典理论和凯恩等

人的金融创新理论,金融创新最终能否完成取决于作为制度设计者和制度供给者的政府和金融监管部门——这就是为什么本研究反复强调金融创新是市场与管制博弈的过程和结果。中国资本市场的发展要求金融创新,金融创新的前提条件是制度创新,也就是说,资本市场要真正实施金融创新,首先必须放松管制。

## 参考文献:

- [1][美]约翰·S·戈登.伟大的博弈:华尔街金融帝国的崛起[M].祁斌.北京:中信出版社,2005.
  - [2]邵子钦,田良.搏反弹无异于火中取栗——国信证券深度行业研究报告[EB/OL].<http://stock.hexun.com/2011-12-16/136389413.html>.
  - [3]中信证券高占军:中国金融资产总量6年翻两倍[EB/OL].<http://stock.hexun.com/2012-12-03/148631567.html>.
  - [4]中国证监会主席郭树清在《财经》年会2012年演讲[EB/OL].<http://www.caijing.com.cn/2011-12-15/111526682.html>.
  - [5]夏斌.当前重点应是加快国内金融创新[N].上海证券报,2007-11-17.
  - [6]夏斌,陈道富.中国金融战略:2020[M].北京:人民出版社,2011.
  - [7]张萍,吴宏.我国吸纳金融创新的时滞效应及制度因素分析[J].财经论丛,2007(5).
  - [8][美]查尔斯·金德尔伯格.疯狂、惊恐和崩溃:金融危机史[M].朱隽,叶翔.北京:中国金融出版社,2007.
  - [9]丁一凡.高盛与金融危机关系很大无实质性惩罚[EB/OL].<http://news.hexun.com/2010-05-05/123617396.html>.
  - [10]安国俊.提高直接融资比例债市大有可为[N].证券日报,2012-12-10.
  - [11]许平祥.经济虚拟化与传统金融危机理论的困惑——基于美国金融危机的启示[J].东岳论丛,2011(7).
  - [12]余海斌,王慧琴.金融创新产品风险管理理论演进脉络与创新[J].经济纵横,2011(5).
  - [13]吴晓灵:强化央行的金融监管权威[EB/OL].<http://finance.sina.com.cn/roll/20110520/16009874928.shtml>.
  - [14][美]R·科斯,A·阿尔钦,D·诺思.财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集[M].刘守英.上海:上海三联出版社,1995.
- 作者简介:孙国茂(1960—),男,经济学博士,济南大学公司金融研究中心主任、特聘教授、博士生导师,《公司金融研究》执行主编。

责任编辑:张蕴萍



# ENGLISH ABSTRACTS OF SOME MAJOR TREATISES

## On the Cultural Perspective of Marx and Engels

Shi Shaobo

( Ideological and Political Department of Harbin Engineering University , Harbin Heilongjiang , 150001)

**Abstract:** Marx and Engels rarely used the concept of culture in their writings and they did not give a clear definition of culture , either. However , the cultural perspective is implied in the works of Marx and Engels , which revolves around the economic and spiritual life of mankind. The realm of their cultural study shows their concerns for individuals , people of society and people in the future. It gives us inspiration that we should develop cultural undertakings to stimulate the development of the entire national economy and resist vulgar culture; we should make great efforts to make people mentally healthier , happier and more aggressive; we should absorb the fine traditional culture and foreign culture and promote socialist culture to be prosperous.

**Key words:** Marxism; culture; economic life; spiritual life; perspective

## The Nature , Features and Path Selection of Financial Innovation from the Perspective of Capital Market

Sun Guomao

( Financial Research Center of University of Jinan , Jinan Shandong , 250002)

**Abstract:** In accordance with the Schumpeterian classical innovation theory and the theory of modern finance , innovation is the incentive of market mechanism against the enterprises , and the innate instinct of businesses themselves as well. Financial innovation undergoes and results from the game of marketing and controlling. All financial innovation theories think that the impetus for innovation comes from the enterprises. When the financial institutions lack innovation abilities , the regulatory authority shall perform deregulation and will encourage innovation. The root cause of weak innovation is that China's capital market in the long process of imitative innovation practises strict controlling and advocates selective innovation. Companies cannot practice innovation and the market gradually loses its basic functions. The only way for the development of the capital market is to implement self - determined financial innovation. In product innovation , technological innovation , organizational innovation and institutional innovation , institutional innovation is the precondition and it means deregulation. This text for the first time advocates selective innovative concept and thinks that the selective financial innovation is an alienation of innovation under strictly regulated conditions. In essence , it becomes the regulatory barrier in the process of innovation diffusion. If selective innovation is carried out for a long time , it will get in the way of financial innovation.

**Key words:** capital markets; financial innovation; institutional innovation; selective innovation

## On the Nature and Role of Cultural Values

Zhang Lihua

( Research Institute of International Issues of Faculty of Social Sciences of Tsinghua University , Beijing , 100084)

**Abstract:** What cultural value is universally recognized? How can a universal cultural value really play a posi-