

第三章、不同金融體制下的差異分析

第一節 金融體制簡介和定義

一個國家的經濟要能蓬勃發展，金融市場的發達與否扮演非常重要的角色。畢竟不管什麼樣的產業都需要資金，而影響資金流向的主角則非金融市場莫屬；金融市場越發達，則資金的使用越有效率，如此一來就可以幫助產業發展，提升整個國家的經濟水平。

金融市場說穿了其實就是由資金的供給與需求所組成，我們又可以簡單的將其分成兩部份-直接金融市場和間接金融市場。所謂直接金融市場指的是不需透過金融中介機構，讓資金需求者直接向資金供給者籌措資金的市場，例如資本市場(股票市場、債券市場..等)和貨幣市場；而間接金融市場指的是資金需求者藉由金融仲介機構，如銀行和保險公司，向資金供給者籌措資金的市場。這兩種市場構成了企業籌措資金的主要來源。根據 Demirguc-Kunt and Levine(1999)的研究，通常先進國家如英美德日兩種市場都會非常發達，而較落後的國家或者發展剛起飛的國家，通常間接金融比較發達。即使兩種市場皆發達的先進國家，他們對兩種市場的依賴程度也會有些許不同。如果我們將全世界的國家按照依賴間接金融市場的程度不同，分成兩個群組，以銀行為主(banked-based)的國家及以市場為主(market-based)的國家。這邊要強調的是，這樣的分法只能傳達一個概念；這個概念就是以市場為主的國家相較於以銀行為主的國家來說，他們依賴間接金融市場這個籌措資金的管道的程度較低；但並不代表在這些經濟體裡，直接金融市場比間接金融市場還來得重要。畢竟對絕大部分的國家而言，銀行仍是主要的籌資管道⁴。

⁴ 見 Demirguc-Kunt 和 Levine(1999)

在本篇論文中，我們採用 Demirguc-Kunt and Levine(1999)的定義，將英美歸類為市場為主的經濟體，德、日則為銀行為主的經濟體。很多探討或比較金融體制的文獻大部分都是採用 Demirguc-Kunt and Levine(1999)的定義，其定義如下：

(1) 以三個主要指標為衡量標準。第一個指標是『股票市值/銀行總資產』，它代表一個國家直接金融與間接金融的相對規模；第二個指標是『股票成交值/存款銀行對外的信用』，它代表著一個國家直接金融與間接金融的相對活躍程度；第三個指標是『股票成交值×銀行的營業成本(overhead costs)/GDP』，它代表著直接金融與間接金融的相對效率水準。

(2) 計算每個國家的 3 個指標，並將計算得到的原始指標值標準化(扣掉所有國家的平均數)，最後將每個國家經過標準化後的 3 個指標值平均起來得到一個數值，我們稱它為結構性指標(structure index)。

(3) 結構性指標為正的國家我們將它歸類為市場為主的 (market-based)國家，結構性指標為負的國家我們將它歸類為銀行為主(bank-based)的國家。

根據上述的定義，英美屬於以市場為主的國家，日德則屬於以銀行為主的國家。本篇論文將對這兩個群組做比較分析。

第二節 不同金融體制的差異分析-英美和德日

接下來我們開始探討在不同金融體制下，房地產泡沫對 GDP 影響過程的異同，我們會發現其影響過程和 Demirguc-Kunt and Levine(1999)關於金融體制研

究所提到的某些經濟特徵值息息相關。就信用緊縮的路徑來看，由圖一可知，房地產泡沫的發生先於信用緊縮，然後信用緊縮緊接著影響民間投資，最後民間投資緊縮影響 GDP。因此比較不同的金融體制之下，信用緊縮過程有著什麼樣的差異，可以將分析分成兩個階段：第一，我們先比較房地產泡沫對英美和日德的信用影響哪個比較大；接著我們比較信用緊縮對英美和日德的民間投資影響哪個比較大。

我們先來看第一階段。房地產泡沫會使銀行產生壞帳，侵蝕銀行的獲利甚至造成虧損，使得銀行基於風險管理而必須緊縮信用；而且原本體質或者效率較差的銀行體系信用緊縮程度會來的較大(Berger and Udell 1994)；由於緊縮的程度可能跟銀行的體質和營運效率有關，因此我們有需要比較英美和日德他們之間間接金融體系的效率水準，這就是我們觀察的第一個經濟特徵值。Demirguc-Kunt and Levine(1999)提供了2個衡量一個國家直接金融相對於間接金融的效率水準 (efficiency)的指標；指標的數值越大，代表直接金融相對於間接金融的效率水準越高，表示間接金融體系的效率水準相對較差。由附圖五和附圖六我們可以發現，不管是效率指標一或者效率指標二⁵，英美都比日德來得大⁶，代表英美的直接金融相對於間接金融的效率水準比日德還要高。換句話說，英美的間接金融體系的效率水準相對較差，因此英美的銀行因為房地產泡沫而緊縮信用的程度可能會比日德還來的高；這是第一個觀察重點。

接下來我們看第二階段；房地產泡沫造成銀行信用緊縮後，信用緊縮使民間投資減少，減少的幅度則視經濟體系依賴間接金融的程度有關⁷；信用緊縮主要影響的是間接融資，較依賴間接融資的企業受到的衝擊就較大。從整個國家的角度來看就是民間投資緊縮的幅度會比較大。所以間接金融和直接金融的相對規模

⁵ 詳細公式請見附圖五和附圖六

⁶ 資料來源為 Demirguc-Kunt 和 Levine(1999)

⁷ Herring 和 Wachter (1999)曾經提出類似的概念

及相對活躍程度就扮演了一個相當重要的角色；程度越大，代表越依賴間接融資，這就是我們要觀察的第二個經濟特徵值。關於衡量規模大小和活躍程度的指標，Demirguc-Kunt and Levine(1999)提供了好幾個；就規模來說，Demirguc-Kunt and Levine(1999)用股市市值/GDP和銀行資產/GDP兩個指標來衡量；股市市值/GDP越大，代表直接融資的規模越大；銀行資產/GDP越大，代表間接融資的規模越大。我們可以從附圖七和附圖八⁸發現，日德的間接金融直接金融的比較英美大。Demirguc-Kunt and Levine(1999)用國內信用/GDP、股市成交值/GDP和國內信用/股市成交值三個指標來衡量活躍程度；國內信用/GDP或國內信用/股市成交值越大，代表間接融資的活躍程度越大；股市成交值/GDP越大，代表直接融資的活躍程度越大。我們可以從附圖九、附圖十和附圖十一⁹發現，日德的間接金融活躍程較英美大。由此可知，因為不論是相對規模或相對活躍程度，都是日德比較大，表示日德較英美依賴間接融資，所以信用緊縮對日德的民間投資的衝擊大於對英美的衝擊，這是第二個觀察重點。

就財富效果的路徑來看：由圖一可知，房地產泡沫會造成股價下跌，然後房價和股價的下跌藉由財富效果同時影響民間消費，最後民間消費緊縮影響GDP。因此如果我們想要比較不同的金融體制之下，財富效果過程有著什麼樣的差異，必須有兩個觀察重點。第一階段，我們先比較房地產泡沫對英美和日德的股市影響哪個比較大；接著第二階段，我們比較房價和股價的下跌所產生的財富效果對英美和日德的民間消費影響哪個比較大。

我們先討論第一階段，第一階段的整個過程是這樣的。房地產泡沫會使人們產生經濟衰退的預期，不動產概念股也會下跌，進而影響到股市表現。然而這個過程和Demirguc-Kunt and Levine(1999)關於金融體制研究所提到的經濟特徵並

⁸資料來源為Demirguc-Kunt and Levine(1999)

⁹資料來源為Demirguc-Kunt and Levine(1999)

沒有太大的關連。接下來我們看第二階段；房地產泡沫造成股價下跌後，接下來房價和股價的下跌會藉由財富效果使民間消費減少；其中股價下跌引發的財富效果對民間消費的影響程度理論上可能和股市的規模和活躍程度呈現正相關。根據 Demirguc-Kunt and Levine(1999)的研究，不管就股市的規模和活躍程度而言，英美均較日德大，表示股價下跌引發的財富效果，英美大於日德，這是我們第三個觀察重點。

第三節 小結

本章一開始我們先介紹金融體制的概念，並且依照 Demirguc-Kunt and Levine(1999)的定義將英美日德分成兩個群組；英美屬於以市場為主的國家，日德屬於以銀行為主的國家。接著我們試著從整個房地產泡沫影響過程，找出和 Demirguc-Kunt、Levine(1999)關於金融體制研究所提到經濟特徵的關連；根據那些經濟特徵，可以整理出三個觀察重點。第一個觀察重點是英美的銀行因為房地產泡沫而緊縮信用的程度可能會比日德還來的高，因為英美的間接金融體系的效率水準相對於日德較差；第二個觀察重點是信用緊縮對日德的民間投資相較於英美衝擊應該會比較大，因為不管就間接金融直接金融的相對規模和相對活躍程度而言，都是日德比較大，表示日德較英美依賴間接融資；第三個觀察重點是股價下跌引發的財富效果英美可能比日德還來得大，原因是不管就股市的規模和活躍程度而言，都是英美比日德大。下一章我們將就實際資料進行迴歸檢定。