

市場主導式 vs. 銀行主導式 金融體制：其相對競爭優勢、 不同資本主義與國家角色

王輝煌*

- 一、前言
- 二、金融體制簡介
- 三、市場主導式與銀行主導式金融體制的相對競爭優勢？
- 四、前述理論的檢討與整理
- 五、將國家帶進來—國家角色、金融體制與不同資本主義
- 六、再論市場兩種金融體制的相對優勢、不同資本主義與
不同治理模式
- 七、結論

金融體制乃資本主義國家的重要基礎之一。不同資本主義國家往往會採行不同的金融體制，並搭配各種其他相關政策體制。本文的主要目的乃由微觀的政治經濟原理來探討金融體制的兩種基本型態（市場主導式 vs. 銀行主導式金融體制）到底有何基本差異，再進而檢視在這種差異之下，國家總體的政經結構如何

* 東吳大學政治學系副教授。E-mail: wang0329@scu.edu.tw

投稿日期：2009年01月15日；接受刊登日期：2011年10月08日。

東吳政治學報/2011/第二十九卷第三期/頁53-120。

安排、管理這種差異所導致的問題。本文認為不同金融體制背後意味著不同現代工業國家所各自採行不同的經濟冒險與風險管理方式，而市場主導式與銀行主導式金融體制各有其相對優點與缺點。然而，要回答不同金融體制如何形成、其行為、表現特質如何，則必須深入查考國家的角色、發展策略與整體的發展政策—亦即不同資本主義的角度—方能得出充分而完整的理解。同樣的，政府在考慮金融政策應如何制訂時，也應該建立在這樣整體理解的基礎上。

關鍵詞：市場主導式、銀行主導式、金融體制、風險、資訊經濟學、財務槓桿、不同資本主義、國家角色、競爭優勢

一、前言

在現代資本主義社會中，金融制度乃資本形成與累積的主要中介，其對資本主義經濟的重要性自不待言。早在一九五零年代開始就有許多學者注意到金融體制的結構與體質對經濟發展的重要性（Gurley and Shaw, 1955; Goldsmith, 1969; Mckinnon, 1973）。到了八零年代，由於亞洲經濟奇蹟的激發，許多學者仿效 R.W. Goldsmith（1969）對英德兩國金融體制所做的比較研究，分析不同金融體制對戰後英美日德等國家經濟發展的影響。其中，John Zysman（1983: 55-74）更進一步主張將不同資本主義國家的金融體制分成市場主導式（market-based）與銀行主導式（bank-based）兩大基礎類型。

Zysman 認為資本主義國家的金融體制不但對一國的產業及經濟發展政策成效有關鍵性影響，對該國所可採取的產業與經濟發展模式也有決定性的作用。自 Zysman 以來，有關不同類型金融體制的研究快速發展，到一九九零年代下半以後，更是進入一個新的高潮。許多學者紛紛透過實證研究，以豐富的跨國、跨年度或跨歷史時期的資料來檢驗不同金融體制與經濟發展的關係（Demirguc-Kunt and Levine, 1999; Berglof and Bolton, 2002; Beck et al., 2000; Vitols, 2001; Vitols, 2004; Allen and Gale, 1998）。在此一不同類型金融體制的比較文獻之中，日、德、法、義等國的金融體制一貫被歸類為以銀行為主導的一大類型，另一方面英、美等則被視為以資本市場為主導的金融體制。

Zysman 之後，許多學者開始嘗試以更系統、更深入的方式比較分析，究竟銀行主導式與市場主導式金融體制如何形成，又各自具

有何種的相對優勢？然而，此一文獻到目前為止，尚未釐清這兩種金融體制究竟各有何相對競爭優勢的問題。對有關這兩種金融體制之形成因素也還是有許多的問題尚未釐清。尤有甚者，自一九九七年亞洲金融風暴導致日本與南韓等金融體系遭到重大打擊以來，許多英美的學者與 IMF，迫不及待宣稱過去幾十年表現極其優秀的東亞資本主義變酸了（Naseem, 2003; Walter, 2008），東亞資本主義乃封建的裙帶資本主義，應按照新自由主義的原則痛加改革（Kang, 2002a; Kang, 2002b）。

然而，令人訝異的是，自二零零八年九月美國雷曼兄弟倒閉以來（大紀元，2008），金融大海嘯正以一九二九年經濟大恐慌以來最嚴厲的強度衝擊著世界各國的經濟體制，而此大災難的核心正是原先被新自由主義認為其金融體制在創新、效率、穩定度等面向上皆領先全球的美國。對照亞洲金融風暴時英美學者的說法，當前的國際政經局勢著實讓人有不知今夕何夕之感。另一方面，自阿爾貝（Michel Albert）、霍爾與索思吉斯（Peter A. Hall and David W. Soskice）、以及亞斯平－安德森（Gosta Espin-Anderson）提出英、美、德、日等先進資本主義國家彼此之間其實在資本主義本質上與制度結構上存有極大差異，且彼此間並不是朝向單一、以新自由主義為基礎的終極（美式）資本主義體制而發展的看法後，多樣資本主義（varieties of capitalism）的討論乃成為全球化下後現代國家政經發展的新焦點。可惜，這些文獻到目前為止或者並未觸及金融制度與其他政經政策與體制之間的關係（如霍爾與索思吉斯），或者有觸及但並未對金融制度做深入而系統的討論（如阿爾貝）（阿爾貝，1995; Hall and Soskice, 2001; 亞斯平·安德森，1999）。

在此背景下，上述兩種基本的金融體制各有何不同的特質？各

有何相對競爭優勢？對不同資本主義的經濟發展有何影響？這些問題便成為不同資本主義研究的基本議題。本文先將在第二節中針對兩種金融體制的特色做概要介紹。第三節則將整理有關銀行主導式、市場主導式金融體制各有何相對競爭優勢的相關理論，並在第四節中釐清這些理論的優缺點，整理出文獻檢討中有待進一步解決的問題，以及可能進一步發揮整合的方向。然後，本文將在第五節提出一個整合宏觀（國家論）與微觀（經濟學）方法論的金融體制理論。透過英、美、日、德、台等國的個案，作者將檢視國家與金融體制間的基本關係，並進而補充多樣資本主義，更深入申論此種基本關係與各國政經體制的其他面向（如科技創新、勞工與社會福利、企業組織網絡等）有何整體配套的對照關係。在第六節，作者試圖將討論延伸到金融體制、不同資本主義與各國治理模式間的關係。第七節則是結論。不過，在進行理論文獻探討之前，本文尚須先對金融體制的一些基本概念與理論發展做一初步的介紹。

二、金融體制簡介

首先，所有資本主義國家的金融體制都是由銀行、非銀行金融機構（保險公司、信託公司等）、資本市場（股票、債券市場）、貨幣市場等次級體系所組成。只是，這些次級體系在不同國家所扮演的角色與重要性不同而已（Zysman, 1983: 60）。所有次級金融體系都或多或少具有以下功能：支付、資訊蒐集與監督、提供流動性、匯聚風險與風險分擔等（Allen and Gale, 2004: 1024）。再進一步分類，金融體制基本上可分為市場主導式與銀行主導式兩大類型。

表一 英、德、日、美四國財務體制的的基本比較, 1993

(單位：十億美元)

	英 國	德 國	日 本	美 國
1. GDP	824	1,924	4,242	6,301
2. 銀行資產總額	2,131	2,919	6,374	3,319
3. 銀行資產總額/GDP	259	152	150	53
4. 股市資本總額	1,152	464	2,999	5,136
5. 股市資本總額/GDP	140	24	71	82
6. 3/5	1.85	6.33	2.11	0.65

資料來源：Allen and Gale (2000: 47)。

其實，到目前為止，何謂銀行主導式或市場主導式金融體制，文獻中並沒有一致的看法 (Freixas, 2005: 4)。較簡單的定義方式，如 Allen and Gale (2000) 所提出，乃以一國銀行的資產總額佔該國股市資本總額的比重來判定 (見表一)。以表一第 6 行可以明顯看出，銀行體系在德、日兩國比在英、美兩國扮演相對重要的角色，也可明顯看出德、日屬銀行主導式的金融體制，英、美則為市場主導式的金融體制。

另外，金融資產基本上可分兩種類型：一為資金交易方式乃基於兩造特殊關係而長期協商持續者，其資產的價值常因雙方特殊的互動關係而受到顯著的影響。另一類型的財務資產則可轉化為高度標準化的證券在市場上與他人交易。因此，證券化資產佔一國財務資產總額的比重也可以代表該國金融體制市場化的程度。以一九九六年的德國、日本、美國為例，前述數據分別為 32%、23%、54%。

可見根據此標準，美國還是比日、德兩國市場化許多。¹ 由此觀之，英、美可算是市場主導式金融體制的國家，日、德則為銀行主導式金融體制的國家。² 爲了接下來討論方便，本文援引 Zysman 的定義，以一個比較簡單而質化的方式來定義兩種不同的金融體制，亦即所謂的銀行主導式金融體制乃一國企業的外部融資主要來自銀行貸款者；而所謂的市場主導式金融體制乃一國企業的外部融資主要來自股票或債券市場者。接下來第參節，本文將介紹並整理有關市場主導式與銀行主導式金融體制彼此間之相對競爭優勢的幾種主要

-
1. Lincoln (1998) 以所有上市公司股票市值佔 GDP 的比重來衡量股票市場作為企業資金來源的重要性。另外，該文也以銀行信用放款總餘額/GDP 來測量銀行部門的相對重要性。Ross Levine 等學者則採取由類似前述變數經過加權所組合而成的複合指標 (conglomerate index) 來定義、衡量金融體制的類型。此複合指標基本上包括股票總市值 (或所有上市企業總資本額) 與銀行總資產 (或貸款相對銀行資產) 的相對比例、全年股市成交量與全年銀行貸放融資總額比例、以及股市與銀行相對效率指標三項，見 Demirguc-Kunt and Levine (1999: 23-24); Beck et al. (2000: 11)。
 2. 以目前的文獻來看，英、美、日、德、法、義等國的金融體制算是在各種定義操作上與經濟學者的實質認定比較一致的國家。至於許多金融發展較為落後的國家，其金融體制的實際性質與根據某種定義加以測得者並不見得有必然一致的關係。例如，根據 Demirguc-Kunt and Levine (1999: 15-19) 的定義，印尼與巴基斯坦都是屬於銀行主導式金融體制的國家，但與日、德相比卻是比較落後的類型。菲律賓與墨西哥則同屬於市場主導式金融體制，但與英、美相較也是顯著落後的類型。

有趣的是，對前述金融產業發展較為落後的國家來說，其金融體制對其金融交易模式、企業融資模式的影響卻不大。因為，在這些金融發展落後國家，不論銀行貸款也好，股票籌資也好，都具有高度關係式融資的特質 (Reynolds, 1994: 525-526)。

若根據活動水準來衡量，以台灣為例，在一九九零年代下半，股市年成交總值約為GDP的150%，銀行信用總額為則為GDP的83%。單從數字來看，這是最高度市場導向的金融結構。但這樣的說法若以目前台式企業講究關係式融資的運作方式來說，顯然不合邏輯。這也與金融法制健全的说法不一致，因為台灣的關係式融資金融弊案數量極多 (Beck et al., 2000:12)。

理論。³

三、市場主導式與銀行主導式金融體制的相對競爭優勢？

到目前為止，市場主導式與銀行主導式金融體制各有何相對競爭優勢的問題基本上可以透過資訊理論與風險管理理論來分析。不論資訊理論或風險管理理論，都強調兩種金融制度有其各自的相對競爭優勢。

(一) 主張銀行主導式金融體制具有相對競爭優勢的理論

由微觀的角度出發，銀行享有下列相對競爭優勢：

1. 資訊上的規模與範疇經濟

銀行由社會大眾吸收存款作為資金來源，然後再將這些資金貸放出去（Vitols, 2004: 1; White, 1998: 15; Hackethal, 2000: 2）。比起資金需求者必須一一向資金擁有者直接借錢的情況而言，銀行等金融中介機構可以在不損及儲蓄者流動性之前提下，將許多流動性偏好不確定的個別存款者聚集起來，對資金做較為集中、大規模的運用（Diamond and Dybvig, 1983; White, 1998: 14-15; Allen and Gale, 2004: 1024）。這也導致許多學者更進一步主張銀行主導式金融體制享有在一般性金融專業資訊上的規模與範疇經濟（economies of

3. 在英、美等國的市場式金融體系中雖也有銀行，但其所扮演角色與日、德等國採銀行式金融體系的銀行並不太一樣。由於在兩種金融體系中，銀行都在支付上扮演主要功能，因此，本文的討論不將支付功能列入作為主要的比較對象。

scale and scope），亦即銀行在選擇與處理投資對象時，比較可以透過多元的專業化克服資訊不對稱、交易成本等問題（相對於投資者在證券市場中必須由個人直接投資的方式），所以銀行在有效動員儲蓄、匯聚資金、確認好的投資計畫與企業並加以倡導，甚或深入監督貸款者對資金的運用或參與企業治理等方面擁有相對優勢（Fohlin, 1998b: 4-5; Beck et al., 2000: 1-4; Demirguc-Kunt and Levine, 1999: 2; Levine, 1997: 689-691; White, 1998: 18-20）。

2. 深入個別化的資訊蒐集與解讀能力

其次，基於業務需要，銀行通常會與許多企業發展出長期而密切的接觸經驗。因此，銀行不但在蒐集、解讀其往來企業相關的一般性資訊上擁有很強的效率，在個別向貸款者的私密性資訊蒐集上，銀行同樣享有規模與範疇經濟上的優勢（Levine, 1997: 689; Fohlin, 1998b: 5; Tadesse, 2001: 6; Anderson and Makahija, 1999: 313-315; White, 1998: 15-16; Beck et al., 2000: 3）。透過這些優勢，銀行往往可與借款者透過長期密切互動而擁有對彼此特殊需要的深入瞭解（Fohlin, 1998a: 37; Hackethal, 2000: 5; Miwa and Ramseyer, 2003: 1-2; Levine, 1997: 695, 697; Bodenhorn, 2003: 485）。相對的，資本市場雖也有資訊蒐集、解讀與散播的功能，但其所蒐集與提供的多是系統化、標準化的資訊，只要有充分但一般性的專業訓練既可吸收瞭解。基於這種優勢，銀行比一般投資者更能做好事先篩選個別優質的貸款者或投資計畫，在事先（*ex ante*）防止逆向選擇，或者事後（*ex post*）透過財務控管、監督等，有效遏止道德危機的

問題 (Bodenhorn, 2003: 487; Miwa and Ramseyer, 2003: 1-2)。⁴

更進一步言，銀行不但有極高的傾向與其借錢的企業形成長期、緊密且多面向的互動關係，甚至會促進企業與企業之間也流行長期、緊密的互動關係 (Sylla and Wright, 2004: 6)。在有關日本、南韓或德國銀行體系的比較分析文獻中，多數學者就認為在這些國家中，都有所謂主要或主導銀行 (main bank or leading bank) 的共通現象，而主要銀行的優勢就是建立在對個別客戶的深入瞭解以及長期密切的往來關係上，而這可以大幅降低資訊成本或交易成本 (Diamond, 1984; Boot and Thakor, 1997)。⁵

-
4. 所謂的逆向選擇 (adverse selection) 乃指因資訊不對稱之故，交易對象無法充分得知有關交易標的之資訊，因此，僅能以一平均預期的印象來衡量其風險或價值。如此一來，風險或價值超過一般平均水準或預期值者，將因無法得到合理的價格而退出市場，以致於產生「劣幣驅逐良幣」的現象。此故，保險公司在承做健康保險時 (簽約前) 都要排除某些高風險的客戶 (如年高者、有交通事故紀錄者等)，避免前述現象的發生。

銀行在承做貸款時，有可能因為資訊不充分 (不對稱)，而將一家有潛力的小企業排除在貸款門外。但如果銀行擁有與此小企業密切溝通的能力，並逐漸累積發展與此企業相關的特定性資訊 (firm-specific information)，則前述資訊不對稱的問題應可抒解。

所謂的道德危機 (moral hazard) 則是指契約簽訂後，由於資訊不對稱且行為成本不必完全由己方負擔之故，交易一方極有動機從事某些投機性行為。例如，由於發生事故時有保險公司承擔大部分成本，駕駛人在買汽車保險後，可能會疏於維修或保持良好的駕駛習慣 (如開車不喝酒)。

同樣的，在銀行貸款給企業之後，也會面臨借款人將款項隨便花用的問題。透過長期的監督、溝通，甚至直接互派幹部 (包括董監事)，銀行貸款的道德危機問題也可以得到適度管理。此兩種功能，一來可以使得貸款更安全，因此，有些原本被排除信用 (credit rationing) 的企業，也可以借到信用。二來可以降低抵押品的要求與成本。整體而言，對信用資金的運用有極重要的促進效果 (Fohlin, 1998b: 21)。

5. 更進一步來說，此一文獻認為，透過參與公司治理 (如差派董監事職務)，主導性銀行對向其貸款之企業擁有特殊資訊並據此而進行更為有效的監督。不但如此，為充分利用資訊的規模經濟，與某企業往來的各大銀行之間還會相互授權，由一家銀行擔任某大企業的主導性銀行，其餘則扮演跟隨者的角色。針對共同放款對象，主導銀行在對客戶密切協商溝通之後，會將其所獲得之特殊性資訊與其他銀行公開分享。另外，針對遭到財

3. 風險管理能力

也有許多學者認為銀行在風險分擔（risk sharing）、避險（hedging）、風險多角化（risk diversification）以及風險匯聚（risk pooling）等所謂的風險管理上比資本市場具有相對優勢（Allen and Santomero, 1998; Levine, 1997: 691; Levine, 2002: 2; Tadesse, 2001: 5; Allen and Gale, 2001: 12）。就分類上來說，風險包括流動性風險（liquidity risks）與特殊性風險（unique risks）。⁶ 前者乃指資金擁有者將資金投注於流動性低的資產時，必須承受一大筆資金卡在特定投資而無法轉換成現金另做他用，或者既使可以轉換，但必須遭受極大損失的風險。若一國的儲蓄者多數為風險趨避者，在面對長期固定投資的資金需求時，就算這類的投資機會報酬率很高，但因流動性風險極高的緣故，該國所能夠籌募到的長期資金就會不夠。

果真如此，一國的經濟發展在需要大規模資金投入的各種大型計畫上將遭到很大的資金瓶頸。銀行可以透過匯聚許多小額活期存

務困境的貸款客戶（借錢的企業），主導性銀行會先區分該企業是否該救，若該，則主導性銀行會繼而主導營救作業，並將該企業重整改組。

不過，由於這種資訊具有高度的企業特殊性（firm-specificity），僅用在此一企業時方有價值。因此，Beck et al. (2000: 3) 稱此種資訊為隱性資訊（tacit information）。在此情況下，該企業與銀行之間會形成雙向獨佔的問題（Bodenhorn, 2003: 488），解決的方法乃雙方發展長期、誠信的關係。亦即，由於雙方皆可透過違約對對方造成嚴重損失，因此，唯有透過相互長期且誠信的往來，才能解決雙方獨佔的尷尬，讓好的投資得以進行。這就形成所謂的關係式融資（relational financing）（Miwa and Ramseyer, 2003: 2-4; Aoki and Dinc, 1997: 9）。

有關日、德的主導性銀行，見 Aoki and Patrick (1994); Allen (2001); Miwa and Ramseyer (2003); Allen and Gale (2001: 34-36); Dinc (2000: 787)，有關韓國的主導性銀行，參見（Chang, 2005: 2; Nam and Kim, 1994）。

6. 又可稱為非系統性風險（unsystematic risks）或個別性風險（idiosyncratic risks），指的是個別資產特有的風險。

款 (demand deposit) 的方式來分割前述的流動性風險。將許多存款人隨機的流動性需求匯聚起來後 (屬於一種 risk pooling)，其整體的流動性需求其實並不是哪麼高，透過提存適當的準備 (reserve)，銀行既可應付其存戶所需要的流動性，也可同時匯集足夠的資金來進行大規模的投資項目 (Hackethal, 2000: 5)。如此，銀行可降低存款者的流動性風險，並促進長期但流動性風險高的投資計畫 (Levine, 1997: 692-693; Levine, 2002: 2; Beck et al., 2000: 3)。

至於所謂的特殊性風險乃指與個別的投資計畫、企業、產業、部門、國家相關的各種意外或突發狀況所產生的風險 (Levine, 1997: 714)。銀行所提供的貸款可以讓投資者有效利用財務槓桿 (financial leverage)，以部分的自有資金從事更大規模的投資。然而，萬一投資失敗，銀行就必須承擔連本金也損失的風險。⁷ 這意味著，銀行貸款給某企業時也同時分擔其風險 (risk sharing)。為了避免此類風險的過度集中，銀行可以透過跨計畫、跨企業、跨地區、跨時間、跨部門等多角化方式來分散部署其信用資金 (Allen and Gale, 2001: 13-14; Levine, 2002: 2)。當銀行從事上述跨企業、跨地區 (包括跨國)、跨時間的多角化投資時，也可以局部分散通膨、匯率、利率方面變動的風險。當然，這些風險還可以透過風險轉嫁、風險匯聚等方式來進一步管理 (Scholtens and Wensveen, 2000: 1247)。⁸

7. 銀行貸款債權不易在市場上做第二次處分 (將債權轉賣)，所以這樣的風險不易分割轉讓。因此，銀行不會像股票或債券市場投資者那般，只重視短期的獲利，打了就跑。不過，就額度小、有抵押而標準化的消費性或分期付款貸款而言 (如汽車或房屋等的分期付款貸款)，銀行還是有可能將之證券化後再出售 (White, 1998: 15-16)。

8. 多角化乃是投資者本身在投資時將資金配置在不同的用途上，只要這些投資在所遭遇到的隨機性風險 (random shocks) 上不是完全相關 (perfectly correlated)，就可以產生降低風險的作用。

風險轉嫁則是支付某筆費用，讓某人來承擔部分風險。例如，銀行借錢給企

4. 長期互信互助關係

許多學者也認為銀行較傾向於與貸款企業形成長期融資關係，不會半途看勢頭不對跑掉，所以，比證券市場中的個別投資者更有動機去注意企業的長期經營與表現。職是之故，銀行在其客戶遭遇臨時困頓時，會伸出援手，助其渡過難關。同樣的，銀行若遭遇到困難，素來往來的貸款戶也會共同想辦法幫忙（Dinc, 2000: 781; Levine, 2002: 2; Bhidé, 1993; Fohlin, 1998a: 37）。⁹在充滿不確定性的環境中，銀行針對貸款者提供的服務可以是高度個別化，且可以由雙方視情況所需不斷修正調整的關係式融資（relational banking）。因此，銀行在與個別企業的長期風險分擔與管理上比證券市場更具優勢。

根據 Allen and Santomero (1998) 與 Allen and Gale (1998) 的說法，這是一種雙方相互密集溝通協調、學習、「有福同享、有難同

業投資做生意，萬一借款者生意失敗，是有可能利息連本金都還不起。這意味著當銀行貸款給某企業時，銀行已分擔該企業部分的風險（risk sharing）。這對銀行來說是一種風險成本，因此，銀行要針對此部分風險多收些利息費用，作為風險溢價（risk premium）。銀行可以透過在利息中收取較高的風險溢價，作為承受風險轉嫁的費用。也可要求貸款者必須提供第三者擔保或保證（也可以是政府）。如此一來，銀行也可將部分風險轉嫁到第三擔保者身上。

至於風險匯聚則是將眾多不同個體的同類風險（如每個人的疾病風險）匯聚起來，並收取保險費用以支付少數人在實際遭遇預期狀況時所需付出的成本，例如，健康保險或汽車保險等。在金融產業，由數家銀行針對一件投資案進行聯合貸款、存款保險制度也屬風險匯聚的一種。

9. Fohlin 稱之為多期融資契約的最適化（multi-period optimization of financial contract），見 Fohlin (1998b: 21)。這也包括周轉不靈的風險，有了可靠銀行的支持，企業在碰到這種狀況時，才不會因財務調度的失誤而全軍覆沒（White, 1998: 25）。

當」的過程，這也是銀行主導式金融體系的最重要特色。¹⁰ 只不過關係式融資的形成並不是因為資訊不完全之故，而是因為長期的風險分擔之故。¹¹ 更進一步言，透過長期、密切互動的關係式融資，銀行可以在企業從事初期創新時收取較低的利息，在燃眉之急時給予信用額度的支持，使其比較不會因暫時的挫敗而一蹶不振。等到其成功之後，再以較高的利率來回收過去的額外支出。易言之，銀行可以破除市場價格的一般性限制，以軟預算（soft budget）、隱性契約（implicit contract）或具有高度承諾（commitment）的方式來進行這種具有長期且高度特殊性的交易。¹² 在銀行提供長期關係式融資的保障下，企業也比較願意採取長期的觀點來經營、創新與投資。因此，對一些具有高報酬率但必須長期醞釀的投資計畫來說，

10. 前述強調一般性資訊不對稱與交易成本的學者將關係式融資在資訊管理上的優勢視為是一種靜態效率的提升，風險管理的觀點則將關係式融資視為是一種追求動態效率的手段（Levine, 1997: 697; Aoki and Dinc, 1997: 5-7）。

新古典學派的經濟學基本上是以「已知偏好、資源與認知」等條件為前提，分析在各種供需情況下，供需如何調節而得到均衡，市場如何透過供需的均衡將資源做最佳的配置。這種在已知條件下的均衡，又稱為靜態均衡。當理論在考慮資源如何做最佳配置時，若將前述前提條件（偏好、資源與認知）也一併當成內生變數考慮進去，則稱為動態均衡。

11. 這一點又回到關係式金融上。不過，前述的關係式金融在理論上是強調資訊優勢，而此處則強調風險管理上的優勢，立論點並不一樣。

12. 見Aoki and Dinc (1997: 14); Miwa and Ramseyer (2003: 3-4); Allen and Gale (2001: 41); Tadesse (2001: 3)。另外，由於銀行的放款債權不易做第二次處分，所以銀行不會像股票或債券市場投資者那般，只重視短期的獲利，打了就跑。由於，銀行的存款客戶比股票投資者保守，基本上是以保有本金並賺取利息為目的，而不是以吸收風險為目的，因此，銀行對資金的適足性有極高度的關切。

基於長期關係式融資，加上萬一借款者失敗無力償還，銀行又居於債權順位中的最後一位，因此，銀行比個別的投資者更有動機去注意企業的經營，較注重企業長期的表現（Levine, 2002: 1-2; White, 1998: 16）。有關 Commitment 的概念，見 Aoki and Dinc (1997: 8); Levine (2002: 698)。

銀行的關係式融資顯然比較有利。

相對而言，市場主導式金融體制（如股市）通常是透過定期且高度透明的財務報表將企業的經營實況向投資大眾忠實揭露，並藉著招引併購、企業重整等潛在威脅來催動「公司治理」。在此情況下，企業的經營團隊會比較傾向於追求在短期內就能在財報上呈現出來的作為或極容易吸引一般投資人注意的革命性創新（Abernathy et al., 1983）。在上述講究長期、創新的情況下，管理者或經營者的表現很可能在短期內並無法由外部觀察到（其績效表現極易遭到眾多其他複雜因素的干擾）。而在關係式融資中，透過緊密的溝通、監督，可以較及時、貼切的方式瞭解經營者的能力與表現，比較不會在不利的環境中犧牲好的經營團隊，企業組織核心能力的創新、發展與累積也比較順利。這樣的好處當然也適用於需要長時間方能孕育的投資計畫、企業或產業的發展（Fohlin, 1998b: 22）。這對開發中國家或企圖朝新科技、新產業與新市場轉型的國家而言，特別重要。

（二）主張市場主導式金融體制較具相對競爭優勢的理論

以資本市場為基礎的金融體制其最主要特色是金融市場中有許多不同種類且高度專業化的金融機構，如商業銀行專門負責收受活期（支票）存款並投資於短期融資，投資銀行專門負責股票承銷，儲蓄銀行專門收受定期存款並投資於長期的債券與購屋貸款等。每種金融機構為數眾多，彼此間高度競爭。較大型的企業在籌措外部資金時通常會透過非銀行性的金融機構（non-bank financial institutions，如投資銀行）利用初級資本（primary capital，亦即發

行小額的新股票或債券)來籌措其所需的中長期資金。

在這樣的金融體制中雖也有銀行，但其功能多僅限於短期融資 (Zysman, 1983: 61-63, 70)。在標準化的細分之下，每一最小單位的持股都具有相同的權利與義務，便於整體投資的風險可以透過眾多不同的小額投資者來分散承擔。所謂標準化乃指證券交易管制機關嚴格要求，凡公開發行之股票必須遵守一套嚴格且標準化的財務會計準則與公告程序，定期將公司經營相關的財務資訊以高度透明的方式公開讓投資市場上的大眾知道。

此外，為系統、深入的詮釋各企業所發佈的財務或其他資訊，市場主導式金融體制中也會發展出許多專業金融機構以及證券評等機構，負責蒐集並公布各種專門的金融資訊，包括企業評等 (Miwa and Ramseyer, 2003: 2)。因此，市場主導式金融體制高度講究遵守相關證券交易法令、標準化資訊的蒐集與公開，外部投資人的權益也受到高度保護。與銀行主導式金融體系比較起來，市場主導式金融體制比較沒有辦法針對個別企業、產業做較深入、長期的資訊蒐集、比較與分析。

由於標準化與資訊公開，單一的的持股者可透過極低的交易成本在次級資本市場 (secondary capital market) 中頻繁的轉手交易。這使得最初的投資者 (primary investors) 可半途脫手而避開套牢的風險，增加股票 (或債券) 對一般投資者的吸引力。在這種以資本性資金為主的社會中，原始的股份持有者可以在需要時，透過次級資本市場將手中的持份迅速轉賣，並對其所擁有的資產進行重組 (reshuffling)。基本上，這是一種高度多角化、高度市場化的風險管理方式。每當投資標的有任何較顯著而非預期的波動出現時，資本市場的投資者傾向於透過買賣不同證券的方式將資產組合重新佈

局 (portfolio re-shuffling) 以重新分散與管理風險。由於股份或債券可分割以及可以在次級資本市場迅速流通變現的特質，長期巨額投資之資金可以由許多短期小額的資金匯集而成。由於有這樣的特性，不論是流動性風險也好，抑或是特殊性風險也好，市場主導式金融體制都是由眾多投資者個人以小額、高度分散的方式直接投資，也直接分擔這些風險 (Zysman, 1983: 60)。

在此種金融體制之下，資金使用者（企業）追求的是短期報酬率的極大化，¹³ 與資金供應者間乃是透過市場買賣 (entry and exit) 的方式互動，彼此間沒有需要維持長期而密切的互動。例如，若是企業的經營團隊沒有善盡營運管理之責，則股份持有者會拋售持股而導致該企業股價下跌，進而使得該企業的資產被低估。如此一來，該企業極有可能引來併購，並使該經營團隊遭到重整、解職。這種以退出 (exit) 代替發言 (voice) 的交易方式使得標準化的投資資金可以迅速的在初級與次級市場流動，增加資金運用的效率，連帶的也對經營者造成追求短期經營效率的壓力 (Hirschman, 1970; Zysman, 1983: 57, 63; Berger et al., 1989: 43-44)。在市場主導式金融體制中的銀行，由於集中在短期借貸之故，與其往來客戶也不會發展出密切而長期的互動關係。

至於其他金融機構（如保險公司或投資銀行），也都是採取資產組合式的資金管理方式，不會與借錢者發展長期關係 (Zysman, 1983: 63)。¹⁴ 不過，在資金投資者以多角化、資產不斷重新組合

13. 亦即可以在財務報表上呈現出來的利潤率。

14. 美國聯邦政府在一九三三年通過的 Glass-Steagall Act 規定，除非特殊情形下（如企業破產重整時），禁止銀行擁有其他企業的股份。另外，二零年代的許多州（像紐約州）也禁止保險業持有其他企業的股票。最近，壽險公司、共同基金、退休基金等皆被允許持有股票，但對個股的持分有嚴格限制，以確保不會對競爭機制造成限制。因此，美國股

的方式來追求短期最大預期報酬率的壓力之下，以資本市場為主的金融體制卻也造成投資者與經營者皆只看重短期報酬率的極大化，忽略組織隱性長期競爭力的創造與維護（Zysman, 1983: 63; Allen and Gale, 2001: 11）。若有創業者可以簡明而易懂的方式推動創新並獲得投資大眾認同，則創業者可以在本身並不擁有資金的情況下，籌措龐大資金，推動大規模投資計畫。若經營失敗，反正一拍兩散，大部分的損失由投資大眾分散吸收，只要不會造成系統性、多數產業的失敗，這不會對整體經濟的穩定性造成太大的問題。

主張市場主導式金融體制較優的學者則認為，成熟的資本市場有下列優點：在大規模的資本市場交易量下，企業表現的資訊在價值上會顯著提高。因此，會促進針對企業經營從事系統性且標準化研究的動機。¹⁵ 如此一來，在成熟的資本市場中，具標準化且系統化的資訊高度透明、流通，資訊不對稱與交易成本的問題相對較不嚴重。其次，由於在成熟的資本市場中收購（takeover）比較容易，而管理階層的酬償也與企業整體表現較為緊密關連，因此，企業的治理與效率會提高。甚至，由於八零年代以來各種避險資產的創新，更能促進風險管理的效率。

最後，在比較大範圍的經濟不景氣、泡沫經濟引爆等問題上，由於風險是由國內（甚至國際）一般投資大眾以高度開放且分散的方式所廣泛承擔，因此，市場主導式金融體制比較不會有財務上的

票所有權的分佈以金融機構 6%最低（其他國家平均為 29%），其他非金融機構佔 14%（與英國近似，但比法、德、日高），個人家戶持有的比率還是最高（Allen and Gale, 2001: 28）。

15. 所謂系統性且標準化研究乃指此類研究有相當一般化的理論基礎，根據這種一般化理論基礎所得到的研究結論可以相當低的成本來大規模散佈，其意涵很容易被廣大的資訊使用者所接受。

骨牌效應，長期整體表現相對比較穩定（Levine, 2002: 2-3; Fohlin, 1998b: 25; Allen and Gale, 1999: 1244; Aoki and Dinc, 1997: 13）。一個採行市場主導式金融體制的國家若又兼具市場開發或產業科技的領先地位，則每當有大型新市場的開拓或主要新產品、新科技的創新，市場主導式金融體制提供了迅速、有效率的資金動員機制，使得上述這種「大規模、革命性」的創新嘗試可以快速進行。這樣，不但對經濟成長有幫助，對金融結構、甚至整體資本主義社會的穩定性也有極大的幫助。此派學者也相對認為，強大的銀行並不見得對經濟發展有益，因為他們會利用在資訊上或關係上寡占的能力，阻礙金融市場的創新，並透過長期連帶關係或對客戶資訊壟斷的優勢，要不就是過度保護其核心顧客，與企業管理階層同流合污，有礙產業的競爭與創新，要不就是剝削貸款企業。

四、前述理論的檢討與整理

綜合上述理論，銀行主導式金融體制在管理個別客戶的靜態與動態資訊與風險分擔上享有相對優勢，在資金相對較不充沛的國家中較易動員集中資金，有利於集中輔助企業與產業的發展。市場主導式金融體制則在系統化與標準化的資訊管理及廣泛的風險分擔上享有相對優勢，較適合施行在資金充沛的國家中，便於大規模、高度創意性產業的突破。然而，上述兩種理論都是以極為一般性的經濟原理所發展出的初步討論，到底何種理論正確，目前的文獻不但未能得到明確一致的證據與結論，反倒是發現不少與理論預測相互矛盾的實際現象。為了進一步釐清這些問題，本節特別將上述靜態 vs. 動態的資訊觀點以及靜態 vs. 動態的風險管理觀點所遭遇的問題

作一系統性的整理與檢討，並進一步引出有關國家在金融體制形成中所扮演角色的討論。

(一) 靜態資訊觀點的問題

前述有關銀行在一般資訊上所享有的規模與範疇經濟，對個別企業、產業具有深度資訊、監督之優勢，因此較能解決逆向選擇與道德危機等問題的見解，基本上是屬於比較簡單、靜態效率的說法。這樣的說法如果正確，則與銀行有密切關係的企業應比未與銀行有密切關係的企業具有更高的報酬率才對。然而，根據不少實證分析的結論發現，前者的報酬率反而較低。¹⁶ 另外，若資訊觀點是正確的話，一個極為弔詭且需要進一步解釋的現象乃：小企業由於缺乏知名度、系統性的財務報告措施，不易為外界金融機構所瞭解，容易遭遇財務限制，因此對銀行關係式融資的需求也應該比大企業高才對。然而，在像日本這樣的銀行主導式金融體制國家裡，關係式融資大多是存在於大企業與銀行之間。在美國這種典型市場主導式金融體制的國家，大企業的外部資金卻多依賴資本市場，反倒是小企業與銀行間傾向於發展所謂的關係式融資（Miwa and Ramseyer, 2003: 7; Berger and Udell, 1994; Aoki and Dinc, 1997: 6, 12; Bodenhorn, 2003）。

其次，根據資訊觀點以及交易成本理論我們可以推導出以下假設：若銀行間的競爭程度較高或企業的市場主導能力較強，則企業

16. 例如，Nakatani (1984) 曾針對屬於原日本六大財團的企業與獨立性企業的報酬率做比較，前者因屬於財團之故，與財團的銀行也有密切的關係式融資，後者則無。在控制產業別、企業規模等因素之後，Nakatani 發現，與銀行有密切關係的企業投資報酬率反而降低。其次，Weinstein 和 Yafeh (1995) 也針對日本的企業作類似的分析，也發現與銀行有關係式融資的企業其財務成本反而有偏高的傾向。

向銀行貸款的相對成本會比較低（包括銀行對企業在業務上的干涉），而其獲利率也會比較高，與銀行間的關係式融資也會減弱（Peterson and Rajan, 1995; Aoki and Dinc, 1997: 17; Dinc, 2000: 782）。然而，Boot and Thakor (2000) 的實證研究卻發現，當銀行與銀行間的競爭程度增加時，銀行會以擴大關係式融資的方式來應付。但當面臨來自資本市場的競爭時，銀行會以強化優質關係式融資的方式來回應。許多其他的研究也都一致發現面對較高競爭壓力的銀行(或分行)有明顯強化關係式融資的傾向(Degryse and Ongena, 2003; Hauswald and Marquez, 2000; Dinc, 2000)。¹⁷ 如果這樣的實證發現無誤，則交易成本理論-交易次數越頻繁、涉及的投資或商品越不具特殊性，則經濟治理的模式越有利於市場的方式一的基本理論也是有問題的（Williamson, 1985: 72-80; Storper, 1992: 78-79）。

(二) 風險管理觀點的問題

以風險分擔觀點來看待金融體制的相對競爭優勢也有靜態與動態風險分擔契約的差別。所謂靜態契約乃指權利義務與對價關係明確的契約（explicit contract），屬於一種不拉關係也不套交情的（arm's-length）市場式風險分擔契約，又稱為 complete contingent contract。在靜態的風險分擔契約中，有一些是基於跨時期（inter-temporal）但明確（explicit）的方式來分擔風險，如保險、

17. 不過，前兩篇實證分析也都發現，面臨較劇烈競爭的分行在強化關係式融資的同時，也會縮小其貸款的產業範圍，變得更為專業化。這兩篇論文的作者都採取較複雜的策略觀點來看待上述行為。

另外，Dinc (2000) 在分析債券市場解除管制對銀行關係式放款的影響後，也得到銀行會強化關係式放款的結論。這些研究都意味著競爭程度的提高，並沒有促使銀行從事更市場性的活動，反而是強化關係式融資。

期貨、選擇權等 (Allen and Gale, 2001: 13-14)。雖然有不少學者相當直覺的認為這樣的觀念似乎可用在關係式融資上，但，這樣的看法是有問題的。因為，靜態風險分擔契約還是市場式的風險分擔機制，乃是高度標準化、權利義務非常清楚的完全契約，不會發展出多餘的或看情況而定的關係或人脈。

另一種風險管理途徑則聚焦在交易者因彼此之間長期特殊需要而相互奧援的非正式約定，又稱為不完全契約 (incomplete contract) 或隱性契約 (implicit contract, 見 Allen and Gale, 2004: 1025; Allen and Gale, 1999: 1243)。¹⁸ 直覺上，不完全或隱性契約比較能符合關係式融資非正式、長期相互支援的特性，因此，也比較適合作為分析關係式融資的理論基礎。問題是，到目前為止，隱性契約的討論還是基於「理性的基礎」，對於何謂關係式融資也還沒有清楚的定義，理論的發展也還是有許多懸而未決的問題。例如，Allen and Gale (1999: 1246-1249) 認為在無限次賽局 (infinite games) 的架構下，¹⁹ 為求能透過經濟學的數理邏輯來分析銀行與客戶是否會發

18. 更清楚的說，隱形契約指的是長期交易的雙方在沒有明確契約規範下，卻有動機繼續遵守彼此的約定。隱形契約理論在勞動經濟學中早已發展，例如 M. Aoki 就認為日本大企業的終身雇用制就是一種隱形契約，透過隱形契約，日本大企業的員工在資淺時期必需支付很多額外的成本，盡力表現、努力學習 (包括超時加班)。如果他們經得起這種試煉，雇主會在員工達到相當資深程度後，給予比外面勞動市場更好的待遇、福利與保障。在這種情形下，資淺時期的額外付出就等於交了一筆保證金或抵押金，等雇主對其有足夠的信任之後，才逐漸加碼奉還。因此，日本大企業的員工並不是比較效忠公司，而事出於隱形契約的理性表現 (Aoki, 1990; Miwa and Ramseyer, 2003: 8)。

19. 跨時期的風險分擔理論，基本上是基於多次或無限次合作賽局 (infinitely cooperative games) 的架構。此一架構的基本說法是，在交易者必須在時間線上進行極多次或無限次交易的情況下，只要時間折算因素 (一般以市場利率代之) 不是很大，則極易導致合作的未來好處大於目前毀約所能得到的淨效益 (毀約得到的效益一因毀約而喪失的未來效益)。若然，自私理性的個人是會合作的，亦即合作是合理的，利他也是合理的 (Fafchamps, 1992: 149-150)。註 37 有更多相關的討論。

展關係式融資，應當依循 von Neumann-Morgenstern 的風險決策理論，先假定行為者對未來的狀態（states）、各種狀態發生的機率、輸贏的大小（payoffs）、風險偏好（risk preference）都有明確的認知，然後才能按照預期淨效用與風險程度的最適化來分析其最佳的行為究竟為短期投機或長期合作。在討論投資者如何選擇將資金分配到各種資產時，同樣的也是必須基於對各項投資標的的預期報酬率、風險係數、投資者的風險偏好等因素皆有充分瞭解後，再以資產組合理論來分析。²⁰

問題是，如果交易雙方預知各種風險相關參數，為何不以市場式風險管理工具來避險，非得要靠銀行的關係式融資不可？甚至，只要輸贏大小或折現率在關鍵值附近稍微改變，參與賽局者應既有強烈的反應（由合作變不合作，或反之）。但由現實上像在日、德等國中，銀行與企業間的關係式融資大部分都呈現相當持久穩定的事實來看，博奕理論的說法可能還是需要改進之處。金融學者目前雖未充分回答此問題，卻提到一些金融產業較為奇特的現象，並隱約建議這些問題的處理方式可能是各種不同金融體制形成的基礎。

例如，Allen and Gale（1999: 1248-1249）提到，銀行的貸款客戶有可能是極度的厭惡風險（infinitely risk-averse），Allen and Gale（2001: 13）也論及有所謂的無法多角化的風險（non-diversifiable risks）。Scholtens and Wensveen（2000: 1249）與 Aoki（1990）更指出銀行在財務風險管理上的一項核心功能乃排除或預防企業因破

20. 資產組合理論也是先假定某些可供選擇的資產項目，然後分析如何透過資產買賣或重組（reshuffling）來達到預期風險與收益的最有效配置（最適化）。根據這種理論，假定各種金融工具的買賣手續成本極低，則為將風險多角化，投資人會盡可能持有各種投資資產，但都僅一點點。當各種參數有變動時，則以調整資產組合的方式來達到再次的最適化（Allen and Gale, 2001: 13）。

產、倒閉而招致重大財務損失的危險。特別是，高度依賴銀行關係式融資的企業，一旦破產或倒閉時，許多利害相關人（至少像股東、銀行、員工、供應商等）都有遭受嚴重損失的危險（Scholtens and Wensveen, 2000）。²¹ 面對這類問題時，以市場機能為基礎的風險管理理論是無法提供有效的分析工具的。²²

因為，在風險無法高度多角化或者交易者極度厭惡風險的情況下，不要說當事人在評估這些極端不利的狀況有多少發生機率或一旦發生時損失有多少時非常主觀，更無從計算為降低（或承擔）邊際單位風險所願意付出（或接受）的代價（亦即風險溢價），也就無法談到如何透過證券買賣或資產組合調整來達到預期報酬率與風險程度的最適化（Aoki and Dinc, 1997: 7）。²³ 本文作者認為，Allen and Gale (2001: 13) 所談到的無法多角化的風險，正確的指出了關係式融資的關鍵特色，但他們並未能進一步將之具體發揮。另外，雖然 Allen (2001: 41) 也指出，關係式融資的本質可以由隱形契約的角度切入，但他也沒能提出比較令人滿意的理論，也未能解釋為何德、日等國中，企業或銀行會齊一的採行相似的隱形契約或策略行為？

-
21. 當然，在這過程中，他們還是會遭遇資訊不對稱、逆向選擇、道德危機等交易成本問題。然而，在各國不同的金融體制之下，為何有些國家的經濟行動者比較講究誠信，有些國家的經濟行動者則比較投機，甚至不講信用，這應該是不同金融體制發展成為穩定模式之後的結果。易言之，在上述過程中，交易成本的降低其實是次要的副產品（譬如，在日本式金融體制下，應用高度財務槓桿的金融體系＝講究誠信的交易關係）。因此，是金融體制的結構特性決定交易成本、資訊不對稱，而不是交易成本決定金融中介的角色。
 22. 例如資產組合理論、風險決策理論、以及風險評價理論等。
 23. Aoki and Dinc 更指出這類狀況的價值端看當事者個人對未來的主觀預期，然而個人主觀預期也常受到社會制度的影響，如誠信原則、公平原則等，以使交易中的雙方能建立彼此信心，不會因為對手的短視近利、投機而破壞某種關係式融資（Aoki and Dinc, 1997: 7）。

總之，以理性為基礎的隱形契約問題還蠻大的，這可以由賽局觀點出發的隱形契約理論來看。在以簡單的囚犯兩難（兩位行動者，兩種策略選擇）為基礎的多重合作賽局中，只要長期合作的預期利益大於短視近利的所得（Aoki and Dinc, 1997: 18），自私理性的個人是可以採行長期合作的互動模式。可是，這種分析的根本問題是無法從根本上說明如何使銀行與企業雙方相信彼此有意願遵守？雙方如何使對方相信其承諾（commitment）是可信的（credible）？²⁴

24. 根據倒退式歸納（backward-induction）（Bovens, 1997），就有限次重複的、類似囚犯兩難（prisoner's dilemma, 簡稱 PD）之賽局（2X2）而言，合作的約定並不具有可信性（non-credible）。然而，在無限次重複的 PD 賽局或不確定何時結尾的重複 PD 賽局中，自私理性的個人是有可能會基於自願而合作的，只要因短視近利而投機違約的預期獲利比因此所喪失的未來可能獲利還小。這樣的條件，只要時間折算率（或稱利率）、未來所得流量（future income stream）等參數的值落在適當範圍，就可以滿足。基本上，不論折算率越低（表示投資者對遠期的收益越看重）或未來收益越高，則合作的可能性就越高。

然而，即便是在有限次賽局的情況下，基於理性而合作的可能還是存在。例如，許多賽局理論的學者就指出，在資訊不完全（參賽者對對手在不同狀況下的反應僅有機率性的預測）、動態（參賽者會因資訊、雙方對彼此言行意圖之理解經驗而調整策略-類似 Axlord 的以牙還牙 tit-for-tat 賽局）、有限次的 PD 戲局中，只要折算率、未來收益、預期合作的機率都符合條件，自利理性的個人還是有合作的可能。不但如此，共通社會價值、信仰等（pre-commitments）或有效的第三方仲裁者（effective third party mediator）等對長期合作有明顯的促進效果。總之，不論是有限多次（但超過五次以上）或無限次的賽局，在資訊不完全的動態賽局中，合作策略的數目將隨著參賽者數目、動態學習與策略調整的可能而增加許多。在這些合作策略中，以 Pareto-dominant 的方式勝過 Nash equilibrium 的數目也將增加許多。

問題是，何者將成為最後的結果，博弈理論並沒有明確結論。在此情況下，賽局研究的學者認為，各種社會制度（聲譽、社會習慣、價值、事先承諾、第三方仲裁者等）乃是決定協商談判的進行以及最後結果的主要因素。易言之，社會制度乃是絕大多數賽局結果的重要決定因素。如此，賽局理論原本透過對人類為何合作此一問題的追根探源，希望能建立人類社會制度的基本理論。事實是，賽局理論繞了一大圈回來，卻又發現賽局理論的結果主要還是取決與社會制度。本來要解釋別人的，卻反過來被解釋掉

其次，現實生活的情境往往比囚犯兩難更為複雜（多位行動者，多種策略選擇），理論上常會遭遇所謂多重均衡（multi-equilibrium）的情況。在這種極為一般性的情況下，以多重合作賽局為基礎的隱形契約並不一定會以關係式契約作為其均衡解。反倒是參與賽局者事前的約定或默契、個人信譽、社會共通價值等對多重均衡的真正結局具有重大的影響。原本我們期待博奕理論對於自私理性的個人為何會發展長期合作關係（包括關係式融資以及其他基於合作為基礎的各種政治、社會制度等）可以提出一個根本性的說法，如此一來，博奕理論反而必須依賴信譽、共通價值、默契等與 pre-commitment 有關的假設，方能自圓其說。換言之，理性抉擇並未能有效回答人與人之間為何會成信合作的問題。

再者，也許是受限於數學處理技巧的限制，採取隱形契約論最大的問題在於，關係式融資的建立似乎完全取決於銀行與貸款客戶二者間的利害考量。銀行與企業的員工，甚至與股東等其他與融資借貸相關的利害關係者所扮演的角色幾乎完全被忽略。就算像 Aoki（1988）等學者雖然有嘗試將銀行與企業的股東與員工等其他角色同時考量，政府的政策與作為還是未被考慮進去。然而，如果要真的講資金運用的風險分擔，則根據常理判斷，不論是對市場主導式或銀行主導式的金融體制而言，與個別企業來往的上下游廠商、政府的金融政策等也都會有相當顯著的影響。

推廣而言之，政府的財政政策、貨幣政策、產業與產業組織政策、勞工社會福利政策、科技政策等，也都與銀行、往來企業等的融資運用的風險分擔與管理有密切關係，只是在不同國家的政策

了。這對賽局理論而言，可說是一大缺失。有關本註腳的討論，可參見 Kreps et al. (1982); Gibbons (1992: 224-231)。

配套下，程度與方式不同而已。當然，專門在融資風險上擔當分擔與管理角色的金融體系更是居於其中樞紐的地位。換言之，政府對於個別銀行、金融機構，甚或整個金融產業所感受到的風險以及其與各界（包括政府本身）因此所衍生出來的互動模式，往往是一國金融制度，甚至該國特有資本主義之所以形成與運作的關鍵環節。

因此，一個更完善的金融體制理論應該將國家在金融體制形成中的角色考慮進來。²⁵ 所以，在接下來的討論中，前述的金融體制理論應該要處理的主要問題也包括：國家在兩種類型金融體制的形成中各扮演何種不同的角色？國家的其他政經政策與兩種類型金融體制的形成、特性又各有何種關係？

五、將國家帶進來-國家角色、金融體制與不同資本主義

根據不同資本主義 (varieties of capitalism, 簡稱 VOC) 的說法，資本主義並不是僅有單純的一種類型而已。不同資本主義國家的政經體制往往有其特殊的特點，即便是英、美這兩個老牌的資本主義國家，彼此間在政經體制上也是存有極大的基本差異。一個國家的各種政經制度其實是該國菁英對國家發展所採行的基本策略，在經歷抵擋、承受各種現實因素所帶來的風險或不安全感的過程中，逐漸在產業組織、公司治理、科技與產品創新特性、貿易與行銷體制、勞動與社會福利體制、金融體制等各面向形成具有特色且高度互補

25. 目前雖也有些文獻在研究金融體制時會著眼於法律體系的完整性（包括強制性），但這部分文獻除了以相當一般的方式主張法律體系不夠成熟對市場式金融體制的發展來說會形成許多障礙之外，並未涉及法律體系的何種具體特色如何影響到關係式融資的形成（Tadesse, 2001: 8-9; Beck et al., 2000）。

的配套狀態，並成爲各國不同資本主義與市場經濟的基礎架構（Carney, 2006; Wang, 1998; Mettenheim, 2010: 3-4; Hall and Soskice, 2001: 17-18; 阿爾貝，1995：2-28）。

根據前面討論，既然金融制度在一個國家中是國家各層次（總體、地區、部門、企業、個人）專門吸收、管理風險與不安全感的關鍵性機制，則國家在兩種不同的基本金融制度的形塑上究竟扮演什麼角色呢？甚且，這種角色與其他的政經制度與政策之間又有何互補關係呢？這是關乎先進資本主義國家的不同資本主義在本質上有何異同的重要問題。本節將以英、美、日、德、台等國作爲對象，進行比較討論。

（一）銀行主導式金融制度

首先，在金融體制採取銀行信用爲主的國家，爲了提升銀行信用的吸引力以及國家對銀行信用的控制，這樣的國家都會採取某種的信用分配（credit rationing），²⁶ 並導致正式金融部門的利率通常比「黑市」借貸利率還低。因此，在採行銀行主導式金融體制的國家中，銀行對企業的貸款可說具有補貼的作用。

其次，以德、日等銀行主導式金融體制爲例，政府往往會藉著中央銀行的貸款與保障，誘導主要銀行貸款給國家所標定的策略性產業與企業。因此，在中央銀行與其他金融財政相關部會的容許下，銀行與菁英企業也流行以極高的財務槓桿來貸款。例如，傳統上德、

26. 所謂信用分配的理論乃 Joseph Stiglitz 所提出。其意主要指信用資金因被政府透過某些政策機制優先動員集中用於某些用途，以致於其他的資金用途無法得到充分的資金供應。一般而言，信用分配下的信用供給數量會顯著低於沒有信用分配時的數量。參見俞海琴（1991：第二章）。

日兩國企業的平均財務槓桿可達 400%。²⁷ 假設其他情形不變，企業所採行的財務槓桿越高，其所能得到的投資報酬率也越高，而這也相當於銀行再一次補貼向其貸款的企業，使其投資報酬率提高。

但財務槓桿越高也意味著，企業的投資報酬率極易因收入下跌而呈現虧損，而且其虧損的規模也比較大，比較容易遭遇倒閉、破產的危機（Wade, 1990: 366）。因此，在貸出款項的同時，銀行也肩負著極大的風險分擔責任。若某客戶的借款規模占某銀行資金相當高的比重，則其虧損或倒閉有可能對貸款銀行的生存產生重大影響。在此情況下，借貸雙方皆面臨著無法高度多角化或分散的風險，亦即不安全感。²⁸ 故而，這類銀行比較傾向於運用逐步、較為密切且長期交往的方式與其貸款客戶交換資訊與信任，並密集的分擔風險，進而發展出所謂的關係式融資（Zysman, 1983: 60-61, 244, 250; Leland and Pyle, 1977; Diamond, 1984; Bhattacharya and Thakor, 1993; Edwards and Fischer, 1994: 1286）。在這種情況下，企業若能與某些銀行建立關係式融資，企業的資金調度、週轉以及企業的生存與發展就可以得到有力的保障（Wang, 1998: 40; Allen, 2001; Miwa and Ramseyer, 2003: 1250; Scholtens and Wensveen, 2000）。

27. 根據青木俊彥的統計，在一九六六至一九八七年之間，日本八百六十五家上市製造業的財務槓桿約在 223% 至 376% 之間。而一九八六年時，對美國資產大於二億五千萬美金的上市製造業而言，其財務槓桿則為 126%（Aoki, 1988: 104-105）。另見（Rebeiz and Salameh, 2006; Audretsch and Elston, 1997: 102）。

28. 這正是 Allen and Gale（2001: 13）所稱的無法多角化的風險（non-diversifiable risks）或 Chakraborty and Ray（2003: 3）所謂的 lumpy investment，Wang 則稱此為經濟不安全感（economic insecurity）（Wang, 1998: 25, 32, 40）。在此，作者要提醒的是，資金風險無法多角化的現象乃因龐大資金被運用於大規模、系統性與沈滯性高的投資用途而產生，資金本身並沒有所謂風險無法多角化的問題。換言之，當我們討論金融工具在風險管理上的角色、特徵與問題時，應將實物經濟部門與金融部門合併來看。這與前節單純集中在金融現象的理論回顧有很大的差別（Chang, 2005: 2），也有同樣的看法。

不過，當一個銀行強調關係式融資時，這也等於該銀行以密集的方式承接了貸款企業的重大風險。換言之，若一家銀行將大部分資金綁在關係式投資承諾上，其流動性自然會顯著下跌，而其經濟不安全感也相對提高許多。若銀行允許其貸款企業採行較高的財務槓桿，則當產業朝向正面發展時，因預期投資報酬率相對較高之故，相似的企業與銀行會形成搶著投資的風潮。但若產業朝向負面發展，則這些企業也特別容易因高財務槓桿而陷入虧損。若其貸款銀行的往來客戶有較多此類問題，則此銀行也會很容易陷入流動性危機。

因此，當一國的銀行傾向於利用高財務槓桿將其信用資金挹注於大規模的投資計畫時，則其對景氣衰退也特別脆弱、容易受害。所以，銀行主導式財金體制容易導致大企業與銀行間發展出緊密的財務關連或關係式融資（Zysman, 1983: 62, 243-247）。在較為局部性的衝擊發生時，銀行主導式金融體制比較可以透過銀行與企業間各種關係的安排來解決問題，共同承擔風險，渡過難關。然而，關係式融資並不能擋掉所有的逆境。特別是對較為系統性、較全面性的衝擊來說，這樣的體系非常的脆弱，很容易透過骨牌連鎖效應釀成全面性統的銀行危機與經濟災難（Zysman, 1983: 63; Aoki, 1988: 208-212; 223-233）。日本與南韓在亞洲金融風暴後所陷入的銀行金融危機就是最好的例子（Giannetti, 2003: 262）。

所以，除非政府有各式各樣的政策保護銀行、企業，並與銀行、企業分擔風險，否則上述的銀行主導式財金體制很難長期持續發展。也正因這種脆弱性，在採行銀行主導式金融體制的國家中，銀行與民間企業對政府的各項保護政策有高度的接受性、甚至依賴性。這是為什麼以德、日、台等關係式金融發達的國家來說，除了

存款保險之外，政府還透過種種財政與金融政策與制度（如利率控制與補貼、直接貸款、貸款保證、中央銀行貼現窗口、持股與行政指導、貨幣與財政政策等方式），一方面與銀行分擔風險，另一方面則主導整個國家金融資源的配置（Zysman, 1983: 62-63, 68; Dyson, 1986: 125-134）。

然而，影響企業或銀行的不安全感者，並非只有金融方面的顧慮而已。不論在日本或西德，大型企業都無法像英、美式企業那般，面臨銷售衰退時可透過裁減員工數目來彈性應變，降低其風險。以戰後日本而言，日本政府雖沒有直接提供優厚的勞工技術訓練與社會安全福利，但二戰後日本政府在美軍最高佔領指揮部的敦促下嚴厲打壓左派激進工會，扶植溫和且願意與企業管理階層合作的企業工會，並以非正式的方式要求各大企業保障自己企業中資深員工的工作權。²⁹ 另外，日本政府也採取各種法規與政策補助、誘導大企業採行以企業為單位的勞資協商、工作安全保障、以及福利與退休金制度（Estevez-Abe et al., 2001: 165-169）。自此，日本大企業乃發展出由個別企業內工會與所屬企業進行集體協商的制度，也就是所謂企業工會（enterprise-based union）的特殊勞工制度（Aoki, 1988: 51, 90）。不過，另一方面，在 1980 年代後期之前，日本勞工也被排除在國家政策的協商之外（Pempel and Tsunekawa, 1979: 245）。

德國政府則延續戰前的統合傳統，以補助、法規等方式誘導各級同業公會與各類相對應的工會，在各級政府官僚的仲裁下，透過協商與共同治理的方式，在各種勞工事務、教育訓練、社會福利，甚至在產品規格與技術的共同研發與移轉上扮演主要的角色（Hall

29. 易言之，所謂的終身雇用制乃戰後日本政府在激進工會與左派勢力急速擴張的嚴峻挑戰下，為籠絡並培養與政府合作的溫和工會所採取的作法（Aoki, 1988: 186）。

and Soskice, 2001: 23-25)。凡此種種，皆形同加重企業的固定負擔，當然也加重了其不安全感。相對的，像美國或台灣的民營企業都享有相當大的裁員彈性且並不提供優渥福利給員工，其相對所感受到的不安全感就不會那麼強。

再者，國家也可能透過科技與產業政策誘導企業從事科技或產業創新，並影響企業本身所感受到的不安全感。以戰後的西德與日本為例，其政府都會利用直接與間接的資源與風險分擔機制，誘導銀行透過高財務槓桿提供企業充沛的銀行信用，加上政府在各種產經政策的配合，誘導民間企業標定系統性高、規模大且技術密集的科技創新與產業來發展。在其他情況不變的假設下，這種企業的不安全感也會升高許多。因此，政府會透過稅制優待、關稅保護、在匯率上低估本國貨幣、補助並倡導共同研發、共同行銷以及產業合理化等政策工具來確保各種策略性產業能平順的發展，排除意料之外的打擊，並強化其與先進國家產品間的競爭能力（Zysman, 1983: 251-258; Dyson, 1986: 125-134）。相對的，像台灣的大型民營企業多標定零星、小規模且模仿性的科技創新或產業來發展，政府與銀行所接受的財務槓桿比較低，政府、銀行與企業的相對不安全感也比較低。³⁰

不過，對於德、日、台這種以銀行信用來挑戰較具不安全感的產業與科技發展國家來說，國家的政策並沒有幫銀行與企業解決所有的難題。除非遇到較嚴重的危機，個別銀行或企業的問題多半還是要由他們自行負責。這種存在於銀行、企業中的高度不安全感導致銀行-企業、企業-企業之間，自然發展出長期、多面向的關係，

30. 即便台灣的許多大規模 ICT 產業的代工廠，但代工廠多半會追求訂單多角化，也不需要將大量的資金挹注在通路的鋪貨中，因此，其「不安全感」也相對品牌廠商小許多。

並以高度彈性、誠信的方式，透過各種協商、資訊的交換、資源的互補來管理種種無法預期的不利狀況。也因此，這類銀行比較傾向於運用逐步、較為密切且長期交往的人脈關係與其貸款客戶交換資訊與信任，並密集的分擔風險（Diamond, 1984; Bhattacharya and Thakor, 1993; Edwards and Fischer, 1994: 1286）。不過，相對的，由於德、日所追求的產業與科技創新比較激進，也比較具有系統性，因此，其所建構的網路關係較具開放性，制度化程度也比較高，範圍比較廣泛，時間比較長久，關係也比較穩定，比較重視誠信原則。在台灣，由於企業追求的主要是轉移性或漸進性的創新，由於比較容易被別人模仿與超越，銀行與企業等所建構的網路關係在核心部分比較強調既有的情感關係（如血緣、同鄉同學等），比較封閉，範圍較狹窄，關係也比較不穩定，較具投機性（見表二）。

表二 美日德台企業在冒險程度上的差異與政府金融政策的影響力

	美國	英國	日本	西德	台灣
1. 大型民營企業財務槓桿	低	低	高	高	中
2. 民業企業提供員工工作安全保障與福利程度	低	低	高	高	低
3. 大型企業科技創新優勢	極激進創新	激進創新	激進創新	激進創新	漸進/模仿
4. 政府金融政策影響力	低	中低	高	高	中
5. 國內企業間關係網絡	低密度	低密度	高密度	高密度	中低密度
6. 結構特性	開放性 網路結構	開放性 網絡結構	制度化 網絡結構	制度化 網絡結構	封閉/投機性 網絡結構

資料來源：作者自行整理。

最後，根據 Zysman 的分析，在銀行主導的金融體制中，由於銀行信用具有顯著的補貼與風險（不安全感）分擔的效果，所以銀行信用是政府官僚在財經政策上施展政策能力（policy capacity）的關鍵工具，像日本、台灣的官僚都擁有這樣的金融工具，因而能將資源導引灌注到特定部門 特定產業 甚至特定企業，並透過密切的協商，與銀行、企業建立比較長期而緊密的關係網絡，發展政策執行與解決問題的能力（Zysman, 1983: 76, 78, 244, 308）。然而，Zysman 也認為一個國家的官僚體系必須在政策的規劃與執行上具

有相當的自主性（autonomy）方能做到此點（Zysman, 1983: 80, 300）。可惜，Zysman 對官僚體系應如何方能擁有政策上的自主性並沒有深入而具體的申論，僅是簡單的說到官僚體系內部的凝聚力是國家官僚自主性的前提（Zysman, 1983: 296）。本文認為，若我們將一個國家在產業科技上創新冒險的模式納入金融體制的討論，則我們可以對政府官僚的自主性、甚至其他政策行為者的角色與功能做更進一步的闡述。

（二）市場主導式金融制度

相對的，若銀行不允許其貸款企業以較高的財務槓桿來操作，並且盡量將其貸款的對象多角化，則銀行就不會感受到如前所述的高度不安全感。以英、美兩國為例，其商業銀行的信用資本基本上採高度風險分散的方式來貸放，並不侷限於一定要採行關係式融資不可（Dinc, 2000: 782；俞海琴，1991）。

其一，銀行可將其資金以小額分散且標準化的方式廣泛的貸放出去，只要符合一定的客觀資格（如所得或財產標準），加上抵押品與保證人的設定，所有的借款者都被視為是相同且不需要加以區分的。例如，各種購買動產（如汽車）、不動產的分期付款借款（房貸）、消費性的信用卡借款或是短期商業貸款（如存貨融資）等，都是屬於這種性質的貸款。這一類的銀行貸款有相當嚴謹、具體且標準化的授信程序可以依循，且往往有價值較為客觀、市場化的抵押品。

這是一種屬於利用高度分散、隨機（random）且較為短期方式來分散風險的資金分配方式（Zysman, 1983: 64-65）。銀行的系統性不安全感也相對比前段所述的狀況低。在這種資金運用策略下，

與資本市場類似，銀行不會選擇與其貸款對象發展密切的關係式融資。相對的，除了透過利率、準備率、重貼現率、以及公開市場操作等政策工具以較為一般性的方式來影響銀行之外，政府與銀行業以及個別銀行的關係就比較疏淺、間接。

再者，即便是在號稱最重視自由市場競爭機制的英、美兩國，國家的政策在整體經濟風險的管理制度以及金融體制的形成上，也是扮演極為關鍵性的角色。在美式資本主義發展的初期（一八七零年代起），承襲聯邦政權的北方政府特意一反過去的自由貿易，改採高度保護的產業發展政策。當時的美國有大量領土等待開發，由於市場經濟與資本主義的放任發展，各州出現許多民營銀行競相發行紙幣，導致越來越頻繁、也越嚴重的全國性通貨膨脹（Owens, 1986: 173），且大企業（包括大型民營銀行）結合各地方之政治派系（political machine），掌握地方政府的資源與特權，並透過壟斷剝削與黑金腐化，迅速擴張其規模。

特權、黑金、黑道治國的發展也激起許多小城鎮中小企業、農工團體、傳統鄉紳發起民粹運動，集結反抗。除了曾經發生數度流血鎮壓之外，在 1896 年的總統大選也對兩黨造成極大的壓力（Shefter, 1994: 72, 102-105, 146-149）。所幸，在美國高度地方自治與分權的傳統之下，兩派並沒有在聯邦政府層級展開集結與對決。在各地方一連串嚴重衝突之後，兩派有鑑於歐陸嚴重的階級鬥爭而取得政治上的妥協。大企業與政黨派系菁英答應成立各種專業管制機構，許多民粹運動菁英（主要為技術工人菁英與農業菁英）、³¹ 中產階級、企業菁英等則放棄激進暴力的手段，紛紛轉而採取較溫

31. 有關務農菁英與工人菁英集體行動的部分，請分別參見（Sanders, 1999: 30-32, 78-81, 88, 132, 148-151, 158-160, 167; Hofstadter, 1955: 112-114）。

和而講求以專業能力實際解決問題的策略，成為影響深遠的進步運動（the Progressive movement）（Bensel, 2000: 3-4; Link, 1959: 840）。

在十九世紀末到二十世紀初期，聯邦與各級政府就在前述進步運動所建立的政經體制基礎上，逐漸成立多元專業的獨立管制機構（如聯邦準備理事會、食品藥物管理局、州際商業委員會、國家勞工仲裁委員會等），並透過專業、系統而普遍的方式管制經濟體系所發生的各種衝擊。因而，幫市場主導式的金融體制打下可以初步發揮其功能的基礎，同時也導致美國的經濟體系不須靠政府與銀行來吸收那些較為局部性或較為集中的風險。另外，多元專業主義的發展也意味著美國的教育體制得以高度標準化的方式來教育、訓練學生，使其得以透過在各種工、私不同的組織間跳槽，有利於降低個人經濟上的不安全感（Chandler Jr., 1977: 464-468）。

同樣對美國金融體制具有關鍵影響的是，一九三零年代美國政府為解決大恐慌與戰爭動員的問題，除了透過 1933 年的 Glass-Steagall Act 制定將投資銀行與商業銀行的業務分開，避免因商業銀行投資股市而造成金融體系的不穩定等規定之外，也根據凱恩斯的一般就業理論發展出來總體財經管理體系：包括由聯邦政府透過存款保險制度、貨幣與財政等總體經濟政策以無差別（indiscriminate）方式來調整景氣循環、以及高度個人化的社會福利政策等之後，美國市場主導式金融體制的整個政經體制發展方達完備的階段。這些作法一直延續到戰後，使美國得以發展出高度由資本市場主導的金融體制，以及尊重市場機制的美式現代資本主義（Owens, 1986: 174-177, 191-194; Hofstadter, 1955）。

再以老牌的自由經濟體-英國-來看，由戰後到一九八零年代中

期前，英國整體的金融體制也受到國家各種政策的配合方能持續運作。例如，在政府再造之前，英國主要的自由市場經濟部門是幾百家的跨國性大企業，他們絕大多數的主要業務乃從事基礎科技的創新、國際貿易以及與高度國際化的金融服務。比起國內市場而言，這些菁英企業最重視的是海外的投資與市場。其經營方式，不論是資金的部署或人員的聘雇都依循市場機能來運作。但，根據 Lisle-Williams 的說法，其實上述自由經濟之所以能夠長期維繫，英國政府一貫維持高估英鎊的政策功不可沒（Lisle-Williams, 1986: 261-267）。

然而，高估的英鎊卻也為英國國內傳統產業帶來嚴重的問題，亦即競爭力的滑落。為解決此問題，政府對傳統大型製造業及其員工（多屬工會）提供高度社會化的保障（包括將傳統大企業國有化與凱恩斯福利政策）。但英國的勞工織以廠工會（shop-union）較為強勢，比整合型勞工組織的力量大得多，因此，比較無法匯整勞工集體的力量並在國家政策上扮演長期穩定而制度化的參與角色（Thelen, 2001: 94-98; Wood, 1986: 260-265）。另一方面，前述政經體制對工會力量薄弱的中小企業發展與輔導，則採取相對忽略的態度（Lisle-Williams, 1986: 256）。但是，上述基本政策混合之後，往往出現許多問題，如經常帳赤字、通貨膨脹、民間傳統產業競爭力流失、高失業率等。由於兩次石油危機導致上述情況惡化，英國在一九七六年時甚至發生財務危機，若非英國政府疲忙應付，並再一九七六年時向 IMF 求援，其競爭部門的優勢可能很難維繫（Lisle-Williams, 1986: 234-238）。³²

總之，由本節的討論可知，各種不同金融體制的背後，分擔風

32. 當然，在一九七零年代末期，北海石油出口的收入也大大有助於解決當時的財務困境。

險或經濟不安全感者，並不是當前金融理論所假設那般僅存在銀行與企業間的隱形契約而已，企業員工、上游供應商、下游行銷商、央行、其他財經相關政府機構等也可能包含在風險或不安全感分擔的建制之中。實際上，風險如何分擔，國家的角色與功能影響極鉅。我們甚至可以說，各個國家整體而各有特色的政治經濟體制實乃其在全球環境中整體基本的發展策略，在經過現實風險或不安全感控管的考驗與調整後，不同的政策與制度間，包括金融制度、產業與科技制度、勞工與社會福利制度等，逐漸形成一套互為因果、相互依賴的政經體制，就算英、美這樣高度標榜自由經濟的國家也不例外。下一節將綜合上述討論，再對兩種金融體制的相對競爭優勢、不同資本主義與各國不同治理模式間的對應關係作一檢討。

六、再論市場兩種金融體制的相對優勢、 不同資本主義與不同治理模式

綜合上述討論，若將銀行主導式與市場主導式金融體制相比，可以得出以下的基本結論。若一個國家的經濟能夠廣泛而持續的在許多不同的產業、市場，領導生產與行銷方面的創新，雖然這些創新有很高的不確定性，則只要金融體制能夠充分的將各種投資工具的資訊在市場上廣為公告，一般大眾會極願意投入公開的股票或證券市場。而有創意的發明家或企業家也可透過極低成本、快速的方式來籌集大筆冒險性資金。不論各種大小規模的創新、投資冒險，都可以透過廣泛市場的分散，將個別投資計畫、企業、產業、地區

的風險有效多角化。³³ 成的話，開拓者或創業者可賺大錢、立大業，股東當然也可享有相當高的經濟租。不成的話，成本由眾多小投資人直接分擔，大家認賠了事，對整體經濟也不會造成太大影響。

然而，由於市場主導式金融體制的重點在於不斷到處追求能夠在短期得到高獲利（但也是高風險）的投資。因此，對於漸進式科技、獲利遲緩、必須解決許多無法預期之難題、細節而無法迅速說服眾多股市投資者的投資計畫，市場主導式金融體制往往無法有效推動。此外，在此種政經體制當中，獨立、強勢的資本家與金融產業通常對政府的干預會抱持高度抗拒的態度，政府又缺乏銀行信用工具來影響企業或產業界，因此，政府在經濟政策方面的治理能力也相當薄弱。³⁴

採取銀行主導式金融體制的國家通常是在一般產業、科技、品牌通路的掌握上相對落後者，如德國、日本、法國等（當然，這是相對於最領先的國家而言）。相對於採取市場主導式金融體制國家而言，這些國家都將國家資源集中在少數策略性產業或市場，希冀在生產技術與行銷上迎頭趕上。這些國家的生產技術與市場都必須面對領先國家的強大競爭壓力，因此，任何新產業的開創都有極大的失敗風險（領先者的打壓與極為昂貴的進入成本）。³⁵ 加上缺少

33. 此處所謂相對指的是相對於銀行貸款。不少學者認為，向銀行貸款的企業，因受到銀行的篩選與監督，在創新、冒險態度上相對保守（Fohlin, 1998b: 35; Vitols, 2004: 6）。

34. 詳見（Zysman and Tyson, 1983）第二至第七章各章結論部分，論及當美國彩色電視、紡織成衣、半導體、汽車等各產業遭到日本產業的嚴重挑戰而節節敗退時，聯邦政府總是以進口限額或補助等保護法案來回應，而不是透過產業政策以求挽救這些產業的競爭力。結果是更進一步傷害到這些產業中健全廠商的競爭力。英國也有類似的狀況，見（Matsumoto, 1996）。

35. 對即便是居於「老二跟隨者（second follower）」的已開發國家而言，如法國、德國、日本等，特別是在其發展尚未完全成熟之前，前述的壓力還是存在。

多元投資管道而無法將大規模風險分割、打散，各種新投資計畫、企業、產業、地區等之風險都必須由直接投資人承受。

這可能會導致企業家不敢冒險投資、民眾不敢直接進入股票或債券市場冒險的結果。在此情況下，必須由國家、政府透過銀行與金融體制以高度補貼、分擔風險的方式誘導企業家來進行產業、科技或行銷通路的發展。在此過程中，若政治、官僚與企業菁英有創業冒險的精神，則在承受風險的同時，他們也會以資源、特權、知識與經驗來誘導有能力、膽識的同儕一起承擔風險。然而，由於缺乏廣泛、多元的替之道，這些菁英之間多半會透過長期、多面向的關係來維繫網絡或組織核心的穩定，以求有效掌控冒險發展的方向，並能夠不斷試誤、連續累積、逐漸創新而達於成功（Wade, 1990: 364-368; Zysman, 1983; Nelson and Winter, 2006: 96-138）。³⁶

在此過程中，若一個國家的政治菁英對於國家未來的發展願景與方向能發展出清楚而一致的共識，並以銀行式金融體制透過高財務槓桿來加速推動系統性高、大規模、具有國際競爭性且風險大的產業，則其參與產業與經濟發展的企業、財經官僚、政治等菁英就會像前一節所述那般，一方面必須承擔部分的經濟不安全感，一方面也會形成廣泛而密切的人脈網絡。由於所涉及的人事、資金、資源龐大，加上企業與銀行可能倒閉的骨牌效應也跟著財務槓桿的加大而提高，成敗得失對該國之政經局面會有重大影響。因此，網絡

36. 然而，政府提供的保障也不能過高。若然，這反而也會導致企業過度依賴、自滿、僵化，因而不願與其他企業發展廣泛的關係式網絡（類似台灣大企業與中小企業間的情況）。反過來，這些經濟網絡的組織結構、特質、表現如何，則要看政府在經濟與政治上所扮演的角色而定。

另一方面，也由於缺乏廣泛、多元的投資管道，一般資金擁有者也不敢積極投入資本或證券市場。另外，由於政府願意對銀行存款提供安全保障，因此，即便是在高度發展經濟（如日、德等），家戶的資產仍以銀行存款為主。

成員間會比較強調以誠信原則來承擔不安全感，以便形成彈性高且有成效的經濟政策治理網絡。

以西德、日本爲例，其產經官僚會廣泛與民間企業（日、西德）、甚至勞工（西德）都會透過密切的溝通協調發展出專業政策與風險分擔能力，並在政黨的配合下形成在政治上具有相當主導性的治理聯盟，其政策的穩定性也比較高。在此情況下，議會的角色會變得比較次要。由於官僚所面對與處理的是整體性的問題，接觸面廣泛而多元，因此，不會受到少數特殊利益團體的影響，自主性也比較高（Zysman, 1983: 234-235; 306; Carpenter, 2001）。在這兩國，由於發展模式高度重視勞工的技術，因此，治理聯盟也會以不同的方式來與勞工建立聯盟關係，如西德是以層級化的勞動代表團體參與企業、官方的三方協商機制。日本則由個別企業的工會與管理階層協商，但並不參與國家層級經濟政策的協商。

相對的，若一個國家採行的是比較漸進的產業科技與經濟發展政策（亦即以小規模、勞力密集且系統性較低的方式），則因爲需要因應領先國家技術或市場的變動而調整，其政商官僚間之人脈網絡就不像前者那麼廣泛、穩定，也比較不重視誠信原則，多屬期程比較短暫的私人派系，具有較明顯的投機性質（見表二）。例如，在台灣，當國家的政治體制屬於強人威權治理時，執政黨會透過政府所掌控的銀行信用以及廣泛籠絡的官僚來掌控整體的政經發展。此時的官僚體制呈現高度服從而自主於國會、利益團體的影響。但若國家的政治體制屬於多元政治勢力的競爭，則官僚體系的凝聚力會因分別與政治勢力或企業結盟而出現割據、零散的狀態，國會、政商利益團體的影響力大增（王振寰編，1996；黃宗昊，2004）。

最後，當一個民主國家若不採行銀行式金融體制，但又有許多

在基礎創新、品牌或市場創新上具高度國際競爭力的領先企業，則企業與勞工團體經常在政策上處於對抗的狀態，不易形成廣泛的治理聯盟。因此，政府的政策過程比較容易被政黨、國會或利益團體所穿透，官僚集體的專業能力與自主性會比較低（如英、美）。

³⁷ 國家是否應廣泛介入經濟發展與社會福利政策會成為保守與自由兩派政黨爭執的焦點。不過，即便由主張政府應廣泛介入經濟發展與社會福利的自由派政黨執政，由於缺乏銀行信用政策工具，這樣的國家往往也只能採取保護性的產業調整政策，而不是競爭性的產業發展政策。整體政策的穩定度也相對較低，特別是產業發展政策會出現因政黨輪替而呈現拉鋸的狀況（Wood, 2001: 253-260; Lisle-Williams, 1986: 234-239; Zysman, 1983: 85-89, 207-211, 274-281, 311-320）。

七、結 論

總而言之，根據上述討論，國家是兩種基本不同金融制度形成的關鍵因素。這樣的分析提供了理解不同資本主義為何在各種政經制度與政策上會形成各具特色之整體配套的架構，甚至與民主政治中的治理模式也有緊密關聯。本文認為不同資本主義國家除了會選擇不同的生產創新冒險模式外，也會在其他政經體制與政策面向上

37. 英國的官僚雖具有相當的中立性，但其在政策上就不向西德與日本的官僚那般具有本身的政策偏好，因此，自主性也沒那麼強，反倒是完全接受不同政黨的執政，對其高度反差的政策也忠心執行，故而有變色龍之稱（Ridley, 1983: 28-29; Smith, 1987）。因不具備可掌握的銀行信用政策工具，所以產經政策能力也很弱。戰後雖然為了保障充分就業而將許多大型製造業國有化，卻無法有效提升政府產經官僚與國營事業間的互動模式，並帶領英國的產業轉型。而美國政府的產經官僚則不但不具政策上的自主性，更未能掌控銀行信用，因此，其傳統產業的轉型也遭遇極大困難（Zysman, 1983: 82）。

選擇配套的風險（或不安全感）管理模式。其中，金融制度是風險（或不安全感）管理體制的關鍵部份。以下將對綜合上述的討論，進一步指出本文的發現，併做延伸性的討論。

（一）發現

首先，國家在經濟發展上的政策能力並不像 Zysman（1983）所說那般單純由是否有掌握銀行信用工具來決定。根據 Daniel Carpenter（2001）的說法，像 20 世紀初期美國聯邦政府食品與藥物管理局（Food and Drug Administration）、森林管理局（The U.S. Forest Service）等官方機構，即便在未動用銀行信用工具的情況下，由於能針對許多重大的政策或科技問題，廣泛蒐集資料，然後以系統而整合的方式找出問題的根源與解決辦法，並在過程中，向社會各界密切溝通與協調，調整其最佳的解決方案，最後終能形成具有高度凝聚力的專業社群，同時建立廣泛的聲望與解決問題的專業能力。由這些例子來看，為高度整合且高風險的政策與科技來冒險才是專業能力與自主性形成的關鍵，是否具備銀行信用工具頂多是強化這樣的自主性與能力而已，並不是他們的關鍵因素。

其次，以國家中心途徑來建構金融體制理論，除了可以修補原有金融體制理論的不足外，也可解釋之前許多理論所未能處理的問題。例如，為何在戰後日本、西德等國乃大企業與主要銀行方發展出密切的關係式融資；反之，在美國則是中小企業方與銀行發展出關係式融資的矛盾現象。在日本、台灣，政府透過各種補助與風險分擔等誘因，刻意將信用資金匯聚在銀行主導式金融體系，並引導其投資於大型企業。在美國，其聯邦政府不像日、台那般透過利息補助、分擔風險等方式來誘導銀行將資金優先灌輸給政府所欲倡導

的大企業或產業運用，因此，美國的銀行並不針對大企業從事關係式融資。加上，小規模的資金需求者負擔不起透過資本市場公開籌資的成本，因此，其風險無法透過股票市場多角化。在中小企業所具有的經濟不安全感之下，他們自然有需要與銀行發展關係式融資。而銀行，在沒有政府的補貼與風險分擔之下，即便對中小企業貸款，還是要自行負擔大部分的風險，所以自然也與中小企業建立關係式融資。

第三，關係式金融其實還可以在細分為許多不同的類型，不同的類型對經濟發展、治理模式也會有不同的影響。例如，在政府政策支持的前提下，西德、日本等國的銀行強調大規模資金的集中運用，風險極為巨大，因此，官僚與銀行、企業之間也比較講究長期且廣泛的合作與誠信原則。相對的，由於解嚴前台灣政府擔心民間企業實力過於壯大，直接掌控重要金融機構，並且不願將資金以大規模且高財務槓桿的方式讓民間企業運用，因此，台灣的企業相對規模較小、系統性較弱，官僚與企業與銀行間的關係式融資則較注重短期、範圍較窄的合作，也比較具有投機性質（Wang, 1998: 109-113; 210-217）。

第四，根據 Demirguc-Kunt and Levine (1999) 的分類，墨西哥、馬來西亞、南韓等國乃屬於市場主導式的金融體制，但其菁英企業與銀行間的互動仍以關係式融資為主（Gochoco-Bautista, 1999; Reynolds, 1994: 525-526）。截至目前為止，這樣的問題尚沒有令人滿意的解答。本文認為，其實，嚴格而言，只有像英、美等這般在不斷在產業、科技或國際行銷通路上有能力廣泛主導的國家，方適於以高度分散的方式邀集各方眾多的小投資者願意冒險投資，並進

一步發展出真正的市場主導式金融體制。³⁸

若一個國家無法像英、美這般在許多產品、勞務的生產上或行銷通路上廣泛佔有領先地位（亦即各種高預期報酬率與高風險的投資機會），則此國家吸收長期資本的能力也將會下降許多，以高度開放、分散方式將風險多角化的能力也會弱化許多。其結果不但是資金吸引能力差，資金的運用將不可避免因為塊狀現象（lumpy phenomenon）而傾向關係式融資方式，就算是透過股票市場也一樣。這也可說明為何菲律賓、墨西哥等雖然被列為市場主導式金融體制，其政府也採行許多法律、規條來提倡股市的公平與公開，但在菲律賓、墨西哥，關係式融資仍然盛行（Paulin et al., 1998; Reynolds, 1994）。同樣，韓國雖被歸類為金融較發達的市場主導式金融體制，其大財團與所謂的主要銀行（main bank）間的關係式融資也還是相當發達（Nam and Kim, 1994; Lee et al., 2002: 4-5）。³⁹

第六，以國家為核心的金融體制觀點也可以解釋為何有些銀行並不以報酬率的極大化作為其追求的主要目標，以及為何有些銀行在市場競爭程度增加後反而越強調關係式融資。以前者來說，若政府以其廣泛的各種政策搭配，在銀行後面支撐並分擔風險（或者應說是不安全感），則銀行有充分的理由，即使在虧損的情況下也可

38. 另外，像新加坡、香港是以轉口貿易起家。在殖民時期就已經是南亞與諸殖民強權的貿易港與貨物集散中心，特別是自東南亞、南亞轉口輸出香料、橡膠、木材、椰乾到諸殖民強權國家，再由後者輸入工業製品並轉賣到東南亞與南亞各國。

39. 可見在前面兩篇實證分析中，作者曾論及以樣本中各國整體金融綜合指標平均值來作為區分金融先進 vs. 落後國家或銀行式 vs. 市場式金融體制的作法，顯然會將菁英企業或一般中小企業與銀行間的融資關係弄混（Jiangli et al., 2008; Nam and Nam, 2004; Chang, 2005: 4-5, 8-9）。另外，南韓原有大財團與銀行間的關係式融資傳統在亞洲金融風暴後以引進外資為主的改革中，已有相當變化。本文由於篇幅有限，無法論及。

以繼續支持虧損的策略性產業。⁴⁰ 不但如此，若在國家各種政策的誘導下，企業將大量資金以極為集中的方式挹注於系統性高、專業且大規模之投資計畫，則當其遭遇更高的市場競爭之後，應不太可能迅速以市場機能的方式來調整其資源配置與對應策略。

較可能的反應是以鬆緊廣狹程度不一、高度彈性的方式來建構各種關係網絡，必要時或犧牲經濟網絡中的某些弱勢成員（如中小企業、菁英企業的非正式勞工、甚至跨國代工之企業與勞工）的競爭性報酬，或直接由政府挹注，以求透過「租」的灌注來保障關係網絡組織核心的長期存續！當然也有可能因網絡成員願意犧牲短期的利益（租）而讓網絡集體取得長期的成功，並在之後獲取超過競爭市場行情的回報（也是租）。當一個國家的主要產值是由這類的經濟關係網絡所創造時，各種生產因素、商品或勞務在特定時期的報酬不太可能反映所謂的競爭市場行情。

若依照 Alchian and Demsetz (1972) 有關剩餘請求權者 (residual claimants) 的說法，則關係網絡中的不安全感分擔者也都是剩餘請求權者，易言之，也都是租的分享者。既然租 (rents) 是由許多不同類型的成員瓜分，以個別銀行、企業或產業的報酬率來衡量其表現就不一定像新古典經濟學所宣稱的那般具有普遍性意義。⁴¹ 不但如此，傳統產業組織論有關產業結構 (structure) 決定企業行為 (conduct) 以及表現 (performance) 的說法，在關係網絡的觀點

40. 亦即 Robert Wade 所言的 downside risk sharing (Wade, 1990: 366)。

41. 由另一個角度看，以獲利率作為表現標準來研究銀行或市場式金融體制孰佳的結論也會因國家各種經濟政策的影響而受到扭曲。例如，在日、德、法等國，有可能因為某些產業在政治或發展策略上的重要性，國家會透過直接或間接方式，誘導銀行挹注許多資源在短期表現頗差的產業(或企業)。但在該產業成功後，其獲利率則可能大幅提昇 (Storper, 1992: 78-79)。

下，也必須做相當修正（Storper, 1992: 79-80, 87-88; Wang, 1998: 289-290）。在此情況下，如何建構質與量更優的關係網絡、尋求生存保障，才是第一要務。⁴² 之後，才有空間談論長期的獲利與發展。

(二) 討論

亞洲金融風暴以來，許多歐美國家的政府、企業與銀行也開始採取高財務槓桿的債務操作。結果不但使得銀行主導式金融體制、市場主導式金融體制的相對優點同時消失，反而導致全球金融體系的不穩定，最後成爲 2008 年全球金融大海嘯的關鍵背景。這種發展對到目前爲止的金融體制理論與分析造成一個非常尷尬的情況，亦即前述兩種基本金融體制的相對優勢根本都無法發揮，二者都難逃被金融大海嘯席捲的命運。我們也可以反問，如果本文有關兩種金融體制相對競爭優勢的分析正確，那麼由 2008 年 9 月 15 日美國雷曼兄弟（Lehman Brothers）倒閉所引爆的世界性金融海嘯，爲何會在金融產業規模極大且市場化、專業化程度最高的美國引爆呢？

簡單的說，幾個主要的變化導致市場主導式的金融體制失去其原本的穩定性。1. 九零年代以來財富資本的大幅累積意味著大量的資金等著各種投資的機會。⁴³ 2. Glass-Steagal 法案在一九九九年遭美國國會廢除，從此，銀行可與其他的金融業務（包括投資、證券

42. 在採用銀行式金融體制的國家，國家雖然會爲策略性產業、企業、甚或個別實業家來分擔風險，但這並不是絕對的。什麼產業、企業值得以金融等政策提倡，發生何種問題時必須由政府出面救助，國家的策略性選擇或判斷究竟如何，往往要視不同的情境而定，很難就事找出一般性的規律。這又使得單以個別企業或銀行的報酬率作爲表現指標的研究方式更顯得有問題。

43. 包括自達康（com）泡沫在二零零一年爆破以來，美國聯準會爲刺激經濟景氣而採取 1% 的低利率政策也爲華爾街提供了充沛的銀彈。

發行與買賣等)結合。此一發展大大助長金融商品的創新與複雜化,使得原始投資人不再直接投資,而是將錢交由銀行或其他金融機構所成立的種種基金來代理(主要國家經貿政策分析月刊,2000)。⁴⁴

3. 在低成本資金極為充沛的情況下,包括銀行在內的各種金融機構,紛紛借錢或成立種種共同基金並以極高的財務槓桿來投資。不但如此,他們還將其投資標的的風險,透過其他願意從事高風險財務操作的金融機構所提供的信用風險合同(credit default swap,簡稱CDS)來保險,而這樣的CDS又可以在市場中不斷換手轉賣。

前述幾項發展對各國金融體制帶來極為嚴重的影響。首先,若絕大多數的風險可透過CDS轉嫁,則前述的最初投資者將會沒有後顧之憂,盡情投入高獲利但同時也具有高風險性的投資領域。⁴⁵ 如此一來,起初的投資與後來的CDS皆屬高度財務槓桿的操作,而且只要市場行情往上攀升,這些投資者都可有極高的獲利,甚至是暴利。在這種風險承擔與高財務槓桿操作下,很容易炒作某些投資商品的行情。一九九零年代以來,透過CDS等的避險工具,美國房地產價格在房利美(Fannie Mae)與房地美(Freddie Mac)的帶動下進入相當長期的攀升與飆漲就是最好的例子。問題是,在上述過程中,原本的市場主導式金融體制是由眾多散戶直接購買股票、並以高度多角化的方式來直接承擔風險,因此不太會因融資的關係產生骨牌效應。但在許多歐美金融機構競相透過CDS在國際上大規模舉債的情形下,許多原本在國際上彼此無關的經濟活動已在金融上形成越來越高度相關、高度連動的狀況。

44. 基金經理人則透過前述市場化資產組合與短期頻繁進出的方式管理方式,一方面將風險最小化,另一方面則追求預期投資報酬率的極大化。

45. 美國次級房貸之所以發生嚴重問題乃因承做房貸的銀行會用一種債務抵押債券(Collateralized Debt Organization, 簡稱CDO)將其債權與隨伴的風險分割出售。

另一方面，一九九零年代以來，由於全球化的競爭已進入白熱化的階段，許多歐美先進國家的各級政府，也紛紛向國際舉債來興辦各種發展與福利政策。易言之，這是由政府以主權債務直接在高財務槓桿下從事國際財務操作。在許多國際級的金融機構大規模承接此類業務的情況下，前述的骨牌效應又更形加劇。例如，據媒體報導，二零零九年三月下旬美國聯邦政府對美國國際集團（AIG）所提供的一千八百億美金紓困金當中，就有一大半是透過 AIG 來援助美國與歐洲的銀行。例如，其中前三大乃美國高盛集團（AIG 支付一百二十九億美元）、法國興業銀行（AIG 支付一百一十九億美元）與德國德意志銀行（AIG 支付一百一十八億美元）。可見，這些大型跨國銀行都有向 AIG 購買 CDS，而透過 CDS，產業、銀行、金融機構反而又被像骨牌一般串連起來。這也是為何美國國會竟然會通過法案，撥款援救法國興業與德意志銀行（聯合報，2009）。

在這種情況下，即便是市場主導式金融體制也越來越暴露在國際金融體系的骨牌效應之下。易言之，其整體系統的穩定性已逐漸消失，而系統性危機則已較以往高出許多。結果，任何一種較大規模的泡沫，都有可能造成嚴重的系統性危機（聯合報，2009）。2009年4月2日舉行的 G20 會議決議將金融穩定論壇（Financial Stability Forum）改組為金融穩定委員會（Financial Stability Board），並賦予其促進國際金融穩定、設定金融準則、監控跨國金融機構、落實早期預警機制、會員國進行同儕審查等機能，企圖更有效遏止全球金融體系爆發系統性危機的可能（大紀元，2009）。問題是，系統性危機有可能以先驗的方式測知嗎？若根據日、韓等銀行主導式金融體制在亞洲金融危機中的經驗，結果實在很難令人樂觀。

既然前文的討論也補充了不同資本主義的看法，進一步釐清了

各種經濟政策與體制間的互補關係，則有關金融體制的改革也需一併與其他經濟政策一同做好配套的考量。然而，因前文也論證了一個國家在產業與科技的冒險、金融體制以及政治治理模式間的重要關聯。所以，就台灣來說，民主政治的發展也必須將產業與科技、金融體制的對應做全盤的考慮。許多人直覺的認為台灣以發展中小企業為宜，不適合追求發展跨國性的大企業。然而，中小企業發展所對應的多屬漸進、缺乏系統性的官僚與產業創新結構。這樣的經濟結構很難孕育有專業能力與自主性的官僚體系，相對的，也不易發展出講究專業、系統整合能力的企業，與講究法治的民主社會。要發展成熟的民主政治，則如何建設大規模、系統性整合且有國際競爭力的大型產業或科技以及如何發展願意且有能力在國際上積極冒險的金融體制將是台灣不能不面對的課題。

參考書目

- Abernathy, William et al. 1983. *Industrial Renaissance: Producing A Competitive Future for America*. New York: Basic Books.
- Alchian, Armen A. and Harold Demsetz. 1972. "Production, Information Costs, and Economic Organization." *The American Economic Review* 62, 5: 777-795.
- Allen, Franklin and Anthony M. Santomero. 1998. "The Theory of Financial Intermediation." *Journal of Banking and Finance* 21, 11-12: 1461-1485.
- Allen, Franklin and Douglas Gale. 1998. *Comparative Financial Systems: Competition Versus Insurance*. Philadelphia, Pennsylvania: University of Pennsylvania Press.
- Allen, Franklin and Douglas Gale. 1999. "Innovations in Financial Services, Relationships, and Risk Sharing." *Management Science* 45, 9: 1239-1253.
- Allen, Franklin and Douglas Gale. 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Allen, Franklin and Douglas Gale. 2001. "Comparative Financial Systems: A Survey." Working Papers 01-15. Philadelphia, Pennsylvania: Center for Financial Institutions, the Wharton School, University of Pennsylvania.
- Allen, Franklin and Douglas Gale. 2004. "Financial Intermediaries and Markets." *Econometrica* 72, 4: 1023-1061.

- Allen, Franklin. 2001. "Do Financial Institutions Matter?" *The Journal of Finance* 56, 4: 1165-1175.
- Anderson, Christopher W. and Anil K. Makahija. 1999. "Deregulation, Disintermediation, and Agency Cost of Debt: Evidence from Japan." *Journal of Financial Economics* 51, 2: 309-339.
- Aoki, Masahiko and Hugh Patrick. 1994. eds. *The Japanese Main Bank System*. Oxford: Clarendon Press.
- Aoki, Masahiko and Serdar Dinc. 1997. "Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition." Working Papers 97011. Chicago, IL: Department of Economics, Stanford University.
- Aoki, Masahiko. 1988. *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Aoki, Masahiko. 1990. "Toward an Economic Model of the Japanese Firm." *Journal of Economic Literature* 28, 1: 1-27.
- Audretsch, David B. and Julie A. Elston. 1997. "Financing the German Mittelstand." *Small Business Economics* 9, 2: 97-110.
- Beck, Thorsten et al. 2000. "Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence." World Bank Policy Research Working Paper 2423. Washington, DC: World Bank.
- Bensel, Richard Franklin. 2000. *The Political Economy of American Industrialization, 1877-1900*. New York, Cambridge University Press.
- Berger, Allen N. and Gregory F. Udell. 1994. "Lines of Credit and Relationship Lending in Small Firm Finance." Center for

- Financial Institutions Working Papers with number 94-11.
Philadelphia, Pennsylvania: Center for Financial Institutions, the
Wharton School, University of Pennsylvania.
- Berger, Suzanne et al. 1989. "Toward a New Industrial America."
Scientific American 260, 6: 39-47.
- Berglof, Erik and Patrick Bolton. 2002. "The Great Divide and Beyond:
Financial Architecture in Transition." *The Journal of Economic
Perspectives* 16, 1 (Winter): 77-100.
- Bhattacharya, Sudipto and Anjan V. Thakor. 1993. "Contemporary
Banking Theory." *Journal of Financial Intermediation* 3, 1: 2-50.
- Bhide, Amar. 1993. "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity."
Journal of Financial Economics 34, 1: 31-51.
- Bodenhorn, Howard. 2003. "Short-Term Loans and Long-Term
Relationships: Relationship Lending in Early America." *Journal
of Money, Credit and Banking* 35, 4: 485-505.
- Boot, W. A. Arnoud and Anjan V. Thakor, 1997. "Financial Systems
Architecture." *Review of Financial Studies* 10, 3: 693-733.
- Boot, W. A. Arnoud and Anjan V. Thakor. 2000. "Can Relationship
Banking Survive Competition?" *Journal of Finance* 55, 2:
679-713.
- Bovens, Luc. 1997. "The Backward Induction Argument for the Finite
Iterated Prisoner's Dilemma and the Surprise Exam Paradox."
Analysis 57, 3: 179-186.
- Carney, Richard. 2006. "Varieties of Capitalism in France: Interests,
Institutions, and Finance." *French Politics* 4, 1: 1-30.

- Carpenter, Daniel P. 2001. *The Forging of Bureaucratic Autonomy: Reputations, Networks, and Policy Innovation in Executive Agencies, 1862-1928*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Chakraborty, Shankha and Tridip Ray. 2003. "Bank-based Versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis." Working Papers 2003-6. Oregon: Department of Economics, University of Oregon.
- Chandler Jr., Alfred D. 1977. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Chang, Yoonhee Tina. 2005. "Collective Relationship Banking and Private Information Monitoring in Korea." Working Paper 06-2. Norwich, UK: Centre for Competition Policy, University of East Anglia.
- Degryse, Hans and Steven Ongena. 2003. "The Impact of Competition on Bank Orientation and Specialization." Discussion Paper Number 2003-108. Netherlands: Center for Economic Research, Tilburg University.
- Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine. 1999. "Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons." Policy Research Working Paper Series with Number 2143. Washington D.C.: World Bank.
- Diamond, Douglas W. 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring." *Review of Economic Studies* 51, 3: 393-414.
- Diamond, Douglas W. and Philip H. Dybvig. 1983. "Bank Runs,

- Deposit Insurance, and Liquidity.” *Journal of Political Economy* 91, 3: 401-419.
- Dinc, I. Serdar. 2000. “Bank Reputation, Bank Commitment, and the Effects of Competition in Credit Markets.” *The Review of Financial Studies* 13, 3: 781-812.
- Dyson, Kenneth. 1986. “The State, Banks and Industry: The West Germany Case.” in Andrew Cox. ed. *State, Finance, and Industry. A Comparative Analysis of Postwar Trends in Six Advanced Industrial Economies*: 118-141. Brighton, Sussex: Wheatsheaf.
- Edwards, Jeremy and Klaus Fischer. 1994. *Banks, Finance and Investment in Germany*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.
- Estevez-Abe, Margarita et al. 2001. “Social Protection and the Formation of Skills: A Reinterpretation of the Welfare State.” in Peter A. Hall and David Soskice. eds. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*: 145-183. Oxford: Oxford University Press.
- Fafchamps, M. 1992. “Solidarity Networks in Pre-Industrial Societies: Rational Peasants with a Moral Economy.” *Economic Development and Cultural Change* 41, 1: 147-174.
- Fohlin, Caroline. 1998a. “Banking Systems and Economic Growth: Lessons from Britain and Germany in the Pre-World War I Era.” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 80, 3: 37-48.
- Fohlin, Caroline. 1998b. “Financial System Structure and Industrialization: Reassessing the German Experience before

- World War I.” Social Science Working Paper 1028. Pasadena, Los Angeles: Division of the Humanities and Social Sciences, California Institute of Technology.
- Freixas, Xavier. 2005. “Deconstructing Relationship Banking.” *Investigaciones Economicas* 29, 1: 3-31.
- Giannetti, Mariassunta. 2003. “Bank-Firm Relationships and Contagious Banking Crises.” *Journal of Money, Credit and Banking* 35, 2: 239-261
- Gibbons, Robert. 1992. *Game Theory for Applied Economists*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Gochoco-Bautista, Maria Socorro. 1999. “The Past Performance of the Philippine Banking Sector and Challenges in the Postcrisis Period.” *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets* 10: 30-78.
- Goldsmith, Raymond W. 1969. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Gurley, John G. and Edward S. Shaw. 1955. “Financial Aspects of Economic Development.” *American Economic Review* 45, 4: 515-538.
- Hackethal, Andreas. 2000. “How Unique are US Banks? The Role of Banks in Five Major Financial Systems.” Working Paper Series: Finance and Accounting with Number 60. Frankfurt am Main: Department of Finance, Goethe University.
- Hall, Peter A. and David Soskice. 2001. “Introduction.” in Peter A. Hall and David Soskice. eds. *Varieties of Capitalism: The*

- Institutional Foundations of Comparative Advantage*: 1-70. New York: Oxford University Press.
- Hauswald, Robert and Robert Marquez. 2000. "Relationship Banking, Loan Specialization and Competition." *Proceedings* 2000 (May): 108-131.
- Hirschman, Albert O. 1970. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Hofstadter, Richard. 1955. *The Age of Reform: From Bryan to F.D.R.* New York: Alfred A. Knopf, Inc.
- Jiangli, Wenying et al. 2008. "Relationship Lending, Accounting Disclosure and Credit Availability during Crisis." *Journal of Money, Banking and Finance* 40, 1: 25-55.
- Kang, David C. 2002a. "Transaction Costs and Crony Capitalism in East Asia." Tuck School of Business Working Paper 02-11. Hanover, New Hampshire: Dartmouth School of Business, Dartmouth College.
- Kang, David C. 2002b. *Corruption and Development in South Korea and the Philippines*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kreps, David M. et al. 1982. "Rational Cooperation in the Finitely Repeated Prisoners' Dilemma." *Journal of Economic Theory* 27, 2: 245-252.
- Lee, Chung H. et al. 2002. "Chaebols, Financial Liberalization and Economic Crisis: Transformation of Quasi-Internal Organization in Korea." *Asian Economic Journal* 14: 1-27.

- Leland, Hayne E. and David H. Pyle. 1977. "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation." *Journal of Finance* 32, 2: 371-387.
- Levine, Ross. 1997. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* 35, 2: 688-726.
- Levine, Ross. 2002. "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" William Davidson Institute Working Papers Series 442. Michigan: William Davidson Institute at the University of Michigan.
- Lincoln, Edward J. 1998. "Japan's Financial Problems." *Brookings Papers on Economic Activity* 29, 2: 347-385.
- Link, Arthur S. 1959. "What Happened to the Progressive Movement in the 1920's?" *The American Historical Review* 64, 4: 833-851.
- Lisle-Williams, Michael. 1986. "The State, Finance, and Industry in Britain." in Andrew Cox. ed. *State, Finance and Industry. A Comparative Analysis of Postwar Trends in Six Advanced Industrial Economies*: 231-282. Brighton, Sussex: Wheatsheaf.
- Matsumoto, Gentaro. 1996. "Deindustrialization in the UK: A Comparison Analysis with Japan." *International Review of Applied Economics* 10, 2: 273-287.
- Mckinnon, Ronald I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Metteinheim, Kurt E. Von. 2010. *Federal Banking in Brazil: Policies and Competitive Advantages*. London: Pickering and Chatto Ltd.

- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer. 2003. "Does Relationship Banking Matter? Japanese Bank-Borrower Ties in Good Times and Bad." Discussion Paper 433. Cambridge, Massachusetts: Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business.
- Nakatani, I. 1984. "The Economic Role of Financial Corporate Grouping." in Masahiko Aoki. ed. *The Economic Analysis of the Japanese Firm: 227-264*. Amsterdam: North-Holland.
- Nam, Sang-Woo and Dong-Won Kim. 1994. "The Principal Transactions Bank System in Korea." in Masahiko Aoki and Hugh Patrick eds. *The Japanese Main Bank System: 450-493*. Oxford: Clarendon Press.
- Nam, Sang-Woo and Il Chong Nam. 2004. *Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*. Metro Manila, Philippines: Asian Development Bank Institute.
- Naseem, S.M. 2003. "Rethinking The East Asian Miracle." *Journal of Economic Studies* 30, 6: 636-644.
- Nelson, Richard R. and Sidney G. Winter. 2006. *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press.
- Owens, John. E. 1986. "The State Regulation and Deregulation of Financial Institutions and Services in the United States." in Andrew Cox. ed. *State, Finance, and Industry. A Comparative Analysis of Postwar Trends in Six Advanced Industrial Economies:*

- 172-230. Brighton, Sussex: Wheatsheaf.
- Paulin, M. et al. 1998. "Relational Norms and Client Retention: External Effectiveness of Commercial Banking in Canada and Mexico." *International Journal of Bank Marketing* 16, 1: 24-31.
- Pempel, T.J. and Tsunekawa K. 1979. "Corporatism Without Labor: The Japanese Anomaly." in Philippe C. Schmitter and Gerhard Lehmbruch. eds. *Trends Toward Corporatist Intermediation*: 231-270. Beverly Hills: Sage Publications.
- Peterson, Mitchell A. and Raghuram G. Rajan. 1995. "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships." *Quarterly Journal of Economics* 110, 2: 407-443.
- Rebeiz, Karim S. and Zeina Salameh. 2006. "Relationship between Governance Structure and Financial Performance in Construction." *Journal of Management in Engineering* 22, 1: 20-26.
- Reynolds, Clark W. 1994. "The Re-privatization of Banking in Mexico." in Masahiko Aoki and Hugh Patrick. eds. *The Japanese Main Bank System*: 524-551. Oxford: Clarendon Press.
- Ridley, F. F. 1983. "The British Civil Service and Politics-Principles in Question and Traditions in Flux." *Parliamentary Affairs* 36, 1: 28-48.
- Sanders, Elizabeth. 1999. *Roots of Reform: Farmers, Workers, and the American State, 1877-1917*. Chicago: University of Chicago Press.
- Scholtens, Bert and Dick Van Wensveen. 2000. "A Critique on the Theory of Financial Intermediation." *Journal of Banking and Finance* 24, 8: 1243-1251.

- Shefter, Martin. 1994. "Patronage and Its Opponents: A Theory and Some European Cases." in Martin Schefter. ed. *Political Parties and the State: the American Historical Experience*: 21-60. New Jersey: Princeton University Press.
- Smith, Brian. 1987. "The United Kingdom." in Donald C. Rowat. ed. *Public Administration in Developed Democracies: A Comparative Study*: 67-86. New York, NY: Marcel Dekker, Inc.
- Storper M. 1992. "The Limitations to Globalization: Technology Districts and International Trade." *Economic Geography* 68, 1: 60-93.
- Sylla, Richard and Robert E. Wright. 2004. "Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America." in <http://www.h-net.org/~business/bhcweb/publications/BEHonline/2004/SyllaWright.pdf>. Latest update 7 August 2011.
- Tadesse, Solomon. 2001. "Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence." William Davidson Institute Working Papers Series 449. Michigan: William Davidson Institute at the University of Michigan.
- Thelen, Kathleen. 2001. "Varieties of Labor Politics in the Developed Democracies." in Peter A. Hall and David Soskice. eds. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*: 71-103. New York: Oxford University Press.
- Vitols, Sigurt. 2001. "The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States."

- Discussion Paper SP II 2004 – 03. Berlin: The Social Science Research Center Berlin.
- Vitols, Sigurt. 2004. “Changes in Germany’s Bank-Based Financial System: A Varieties of Capitalism Perspective.” Discussion Paper FSI01-302. Berlin: The Social Science Research Center Berlin.
- Wade, Robert. 1990. *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*. Princeton: Princeton University Press.
- Walter, Andrew. 2008. *Governing Finance: East Asia's Adoption of International Standards*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Wang, Huei-Huang. 1998. *Technology, Economic Security, State, and the Political Economy of Economic Networks: A Historical and Comparative Research on the Evolution of Economic Networks in Taiwan and Japan*. Lanham, Maryland: University Press of America.
- Weinstein, David E. and Yishay Yafeh. 1995. “Japan's Corporate Groups: Collusion or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior.” *Journal of Industrial Economics* 43, 4: 359-376.
- White, Eugene N. 1998. “Were Bank Special Intermediaries in Late Nineteenth Century America?” *Review of Federal Reserve Bank of Saint Louis* 80, 3: 13-32.
- Williamson, Oliver E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press.
- Wood, S. 2001. “Case Studies in Public Policy, Continuity, and

Change.” in Peter A. Hall and David Soskice. eds. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*: 247-274. Oxford: Oxford University Press.

Zysman, John and Laura Tyson. 1983. eds. *American Industry in International Competition: Government Policies and Corporate Strategies*. Ithaca: Cornell University Press

Zysman, John. 1983. *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

大紀元。2008。〈雷曼兄弟一夕倒閉 紐約員工遷怒執行長〉。
<http://www.epochtimes.com/b5/8/9/16/n2264538.htm>。2009/05/07。
(Epochtimes. 2008. “Lehman Brothers Went Broke Overnight, Employees Vent their Anger on the CEO.” in <http://www.epochtimes.com/b5/8/9/16/n2264538.htm>. Latest update 7 May 2009.)

大紀元。2009。〈世紀風暴 G20 大幅強化金融監督管理〉。
<http://www.epochtimes.com/b5/9/4/3/n2484047.htm>。2009/05/07。
(Epochtimes. 2009. “Centennial Hazards, G20 Reinforce Financial Monitoring and Control.” in <http://www.epochtimes.com/b5/9/4/3/n2484047.htm>. Latest update 7 May 2009.)

王振寰編。1996。《誰統治台灣：轉型中的國家機器與權力結構》。
台北：巨流圖書公司。(Wang, Jenn-Hwan. 1996. ed. *Who Governs Taiwan: the State and Power Structure in Transition*. Taipei:

Chuliu Publisher.)

主要國家經貿政策分析月刊。2000。〈美國 Glass-Steagall 法案的廢除及其對金融業之影響〉。http://w2kdmz1.moea.gov.tw/index.asp?P1=search&P2=epaperaction&idx=mns,news,ecobook&query=Steagall。2007/08/30。(A Monthly of Economic and Trade Analysis on Major Countries. 2000. “The Repeal of Glass-Steagall Act and its Impact on the Financial Industry.” in http://w2kdmz1.moea.gov.tw/index.asp?P1=search&P2=epaperaction&idx=mns,news,ecobook&query=Steagall. Latest update 30 August 2007.)

亞斯平·安德森 (Gosta Esping-Andersen)。1999。古允文譯《福利資本主義的三個世界》。台北：巨流圖書公司。(Esping-Andersen, Gosta. 1999. Yeun-Wen Ku. trans. *The Three Worlds of Welfare Capitalism*. Taipei: Chu-liu Publisher.)

阿爾貝 (Michel Albert)。1995。莊武英譯《兩種資本主義之戰》。台北：聯經出版社。(Albert, Michel. 1995. Wu-In Zhuang. trans. *Capitalism contre Capitalism*. Taipei: Linking Books.)

俞海琴。1991。〈資訊不對稱下本國銀行放款行為之研究〉。國立政治大學企業管理研究所博士論文。(Yu, Hai-Chin. 1991. “A Study on Bank Lending Behavior Under Asymmetric Information in Taiwan.” Ph. D. Dissertation, Graduate School of Business Management, National Chengchi University.)

黃宗昊。2004。〈台灣政商關係的演變：歷史制度論分析〉。《問題與研究》43，4：35-72。(Huang, Tsung-Hao. 2004. “State-Business

Relations in Taiwan since 1949.” *Issues and Studies* 43, 4: 35-72.)
聯合報。2009。〈AIG 紓困金 逾半流進歐美銀行〉。《聯合報》
2009/03/17: AA1。(United Daily News. 2009. “Over Half of the
Money for Bailing out AIG Flowed into European and U.S.
Banks.” *United Daily News* 17 March 2009, late ed.: AA1.)

Market-based vs. Bank-based Financial Institutions: their Competitive Advantages, Varieties of Capitalism, and the Role of the State

Hui-Huang Wang^{*}

Financial institutions are one of the most important bases of capitalist economies. Different capitalist countries tend to adopt different financial institutions, supported by a spectrum of other related policies. This paper aims at, first of all, exploring the micro-based rationale of the political economy of the two types of financial institutions, i.e. market-based and bank-based financial institutions. Then, the political and economic arrangements at the state level will also be examined. This paper proposes that underlying the varieties of financial institutions are different approaches to venture and how the tremendous number of risks involved in the development process of modern industrial economies are managed. This paper argues further that market-based financial institutions and bank-based financial institutions have their relative advantages respectively. However, to answer the question of how different

^{*} Associate Professor, Department of Political Science, Soochow University.

financial institutions in different countries develop their structural, behavioral, and performance features, it is unavoidable that the roles of the state, their development strategies, and the overall development policies, i.e. basic features of the ‘varieties of capitalism,’ will have to be thoroughly investigated. Likewise, when formulating policies related to financial institutions, governments should also base their considerations on foundations with such an integral view.

Keywords: market-based financial institutions, bank-based financial institutions, risks, information economics, financial leverage, varieties of capitalism, the role of the state, competitive advantages