

为什么要复制银行:自由银行业思想的回归?*

周莉萍

〔摘要〕从自由银行时期至今,商业银行一般都有严格的进入限制。在此背景下,非银行金融机构为什么要复制银行,为什么能复制银行?本文通过梳理自由银行时期前后英国和美国的银行特许权演变历史发现,复制银行的动力包括两种因素。一方面,商业银行的特许权内涵在不断扩大,由最初的发钞特许权演变为吸收存款、发放贷款、发行短期债务等普通业务特许权,与此同时,特许权价值随着金融自由化、金融创新和商业银行自身活动表外化等因素则不断降低。另一方面,美国的金融监管制度呈现整体放松趋势,尤其是约束影子银行体系的两个重要方面——货币市场的证券发行和信贷资产投资主体资格——的法律都得以放松。这两个方面的因素均源于一种思想——自由银行业思想的反复回归,最终促成现代影子银行体系得以复制银行功能并获得迅速发展。

关键词: 商业银行 特许权 自由银行 影子银行

JEL 分类号: E58 G21 G28

金融史表明,银行的最基本功能就是可以提供货币。人们缺货币时最直接的想法是找银行。影子银行体系的基本功能就是复制银行——以银行之外的组织形式发挥期限转换和流动性转换功能,提供私人货币。复制银行的关键在于非银行金融机构可以发行高信用、高流动性短期债务,其本质就是货币。但是,其载体或形式不是存款,而是各种债务凭证如资产支持商业票据、回购协议。在过去几十年中,非银行金融机构事实上已经与商业银行形成了隐性的竞争局面,短期债务凭证市场呈现自由竞争状态。这一隐性的监管缺失现象与历史上显性的自由银行体制如出一辙。是否可以这样理解:自由银行业(*free banking*)思想从未消失过,它以不同的形式在历史上有过反复回归,影子银行体系只是其中一例?

但是,从自由银行时期至今,商业银行一般都有严格的进入限制。这是自由银行制度消亡的历史凭证。特许权(*charter value*)对于银行业非常重要,特许权与稀缺、垄断、政治意愿等有内在联系,可以保证有限数量下的垄断利润。在此背景下,非银行金融机构为什么要复制银行、为什么能复制银行?本文通过梳理自由银行时期前后英国和美国的银行特许权演变历史发现,复制银行动力包括商业银行特许权内在价值演变因素,也包括金融监管演变的外在因素。一方面,商业银行的特许权内涵在不断扩大,由最初的发钞特许权演变为吸收存款、发放贷款、发行短期债务等普通业务特许权,与此同时,特许权价值随着金融自由化、金融创新和商业银行自身活动表外化等因素则不断降低。另一方面,美国的金融监管制度呈现整体放松趋势,尤其是约束影子银行体系的两个重要方面——货币市场的证券发行和信贷资产投资主体资格——的法律都得以放松。这两个方面的因素均源于一种思想——自由银行思想的反复回归,最终促成现代影子银行体系得以复制银行功能并获得迅速发展。

一、自由银行业思想回眸

(一)自由银行业思想的古典先锋

有学者认为自由银行业思想是杰克逊式民主、“平等权利”的遗物(Hammond, 1936)。也有学者

* 周莉萍,中国社会科学院金融研究所,助理研究员,经济学博士。

认为,金融机构能否自由发行可兑换或可转换凭证的思想最早源于苏格兰的 James Steuart 爵士(1712-1790)(Seavoy,1982)。他在 1767 年出版专著《政治经济学原理研究 (*An Inquiry into the Principles of Political Economy*)》,表达了银行券可以由个人自由发行并交易的朴素思想。在当时,自由银行业实践在苏格兰以外的地区尚未得到实践,因此,很多同时代的学者并不赞同此想法。但是,Steuart 的自由银行思想得到了亚当·斯密的赞同。源于苏格兰历史实践的自由银行制度包含着自由发行银行券、合伙制、无限责任等内涵,斯密极力推崇苏格兰自由银行制度,并据此提出著名的真实票据理论。Van Buren 则不赞同自由银行制度,认为自由银行持股人的无限责任会导致不稳定的通货(Seavoy,1982)。

自由银行思想在 1820 年成为古典政治经济学家之间的一场正式的学术争论。这场争论催生了独立于通货学派和银行学派的第三派——自由银行学派,并且后者的思想得到了实践。后来的学者一般认为 Parnell 爵士(1776-1842)是自由银行学派的开拓者和古典先锋。White(1984)甚至认为,Parnell 在 1842 年去世直接导致自由银行学派在争论中的失利,使 1844 年《皮尔法(Peel's Bank Act)》得以顺利通过,从此导致自由银行制度的消失和中央银行时代的到来。

1826 年,Tooke 创立了政治经济学俱乐部,该俱乐部成立的目的是支持自由贸易,但 Tooke、Norman 和 MacCulloch 等人并不赞同将自由贸易原理扩展到银行领域。与他们针锋相对的是 Parnell,他主张将自由贸易的思想扩展到银行业,极力支持银行应该不受约束地发行通货。他认为保持货币稳定的方法是增加银行业竞争,打破英格兰银行垄断银行券的局面。当时,英国存在三种类型的商业银行:发行通货的英格兰银行、不能发行通货的伦敦城里的银行、可以自由发行通货的伦敦城外的商业银行。Parnell 认为,伦敦城内的商业银行也有权利自由发行通货,应该去除英格兰银行的发钞垄断权。他认为,在一个自由体系中,单个银行的利益需求不仅能使其自身问题不传染,而且能依靠其自身权力阻止其他银行过多发行通货,纸币与铸币的可兑换性将有效防止纸币发行过多或贬值的可能性(Parnell,1827,1832)。为了捍卫自由银行思想,他在 1827 年将自由银行体系的重要性观点,附带苏格兰自由银行体系的成功案例写进一个小册子(Parnell,1832)进行宣传,与 MacCulloch 等人进行了针锋相对的论战。

(二)自由银行业思想的现代观点

现代自由银行学派的代表人物包括 Vera Smith、Lawrence White 和 David Glasner 等人。

Lawrence White(1984)对自由银行思想的贡献是其研究的历史视角。White 集中研究了 1845 年之前的苏格兰自由银行业体系,探索该体系稳健运行的内在机理。他认为,自由银行体系具有自动稳定机制,即商业银行的存款准备金规模会使银行家保持审慎运营。由于身处金本位时期,货币的购买力与全球范围内黄金购买力成正比。White 认为,至今为止关于自由银行业的思想争论仍未定论,因为政府依然没有十足的理由证明其能很好地生产货币或者监管私人的货币供给以保持货币稳定,而至少有 1844 年以前的苏格兰自由银行实践可以证明,某种自由银行体制曾经可以保持货币稳定。双方的较量使 White 更为相信和推崇自由银行体系。

Vera Smith 是 Hayek 的学生,她的博士论文《中央银行业原理和自由银行业选择》主要探讨中央银行的起源,对英国、法国、德国和美国的中央银行起源过程及其对经济周期的影响进行了详细剖析。同时,对比分析中央银行体系和自由银行体系运行的优点、对经济周期的影响等理论问题。与 White 一样,Smith(1990)对自由银行史的整理分析和国际比较研究有不可忽视的贡献。通过梳理历史,她理解的自由银行体制是:没有其他约束、按照公司法运行、发行的银行券必须可以兑换为黄金、在出现危机时不会求助于政府而是自救。自由银行获得了包括发行银行券在内的自由运行权利。在追逐利润的动力下,积累足够的资本,培养公众信心,保持正常可兑换并从中获利。

与古典自由银行学派不同,White 和 Smith 共同支持另外一种竞争性的银行体系,它包括两个

特征(Arnon,2011,第285页)。(1)货币数量应该包括硬币和可兑换银行券。最优货币数量无需当局干预而是可以通过自动机制达到:如果银行券发行过多,持有者就会通过清算体系,直接或间接将其返回给发行者。为避免清算对其黄金储备的威胁,银行将不再过多发行银行券。因此,黄金外流的威胁自动约束了该体系。(2)其他形式的银行负债,例如活期存款账户和银行资产如贷款,不应作为经济体系正常运转的一个调节目标。换句话说,没有充足的理由认为当局应该决定货币创造的环境。竞争性的银行将不仅提供正确的货币数量,也将提供正确的其他资产和负债数量。

(三)自由银行业思想的回归?

自由银行思想的精髓是自由(laissez faire)、不监管,与此对应,其在不同时代存在的共同特征是竞争性地发行银行券、竞争性地创造信用。从直接原因来看,自由银行学派的创始人 Parnell 的逝世导致了自由银行学派在当时与传统银行学派争论的失败。从深层次原因来看,当时英国政府债务积累过高、急需货币化,使其不得不满足其最大的债权人——英格兰银行提出的垄断货币发行的要求。在获得英格兰银行股东地位的同时,给予其垄断发钞权的中央银行地位^①。自由银行业学派在当时确实失利了,但其思想的精髓却从未消失。无论是早期的自由银行学派,还是现代自由银行学派,其共同的特征是竞争性地发行银行券(本质是负债凭证)。因此,只要金融管制足够放松,且消费者偏好金融机构发行的负债凭证,自由银行思想就能在某种程度得以回归。自由银行业思想在信用货币时代的回归尤为隐蔽,影子银行体系是比较典型的方式。

除了贵金属时代的“劣币驱逐良币”的格雷欣法则等理论之外,鲜有学者认真讨论过信用货币的自由竞争理论。同一信用货币的竞争性发行很容易让人联想到伪造货币,而不同商业银行竞争性发行不同形式的信用货币则是又回到了早期的自由银行时期,这是 Hayek(1976)在《货币的非国家化》中曾讨论的观点。20世纪60~80年代,有这样一批学者曾集中讨论自由银行思想在现代银行业中的映射:不仅讨论信用货币的竞争性供给,也从另一个视角——商业银行的自由竞争进行讨论。这两个问题具有相互镜像的性质,或者说根本无法完全区分二者。学者们更多是从不受监管的商业银行体系开始探讨,继而探讨各种金融机构发行负债凭证即私人货币供给问题。自 Vickrey(1955,1964)第一个提出完全自由的现代商业银行体系问题后,Tobin(1963,1968,1969),Patinkin(1965),Pesek and Saving(1967),Johnson(1968),Friedman and Schwartz(1969),Black(1970),Hayek(1976)以及 Fama(1980)等人均对不受管制的、完全富有竞争性银行体系有所关注。这些学者以不同的视角和理由研究并支持自由竞争的商业银行体系,鼓励放松对银行业的监管,让银行和非银行金融机构自由发行货币。

Tobin(1963,1968,1969)则从市场的角度提出,商业银行和其他金融机构的负债的区别,将随着竞争性的金融体系的发展而消失。最终,所有金融机构的负债都将取决于存款人的偏好,而非政府和中央银行的控制行为。同时,他提出,只有现金通货才是货币,存款或其他类似存款的负债凭证,只是节约使用通货,加速了货币的流通。Tobin and Brainard(1963)认为,完全不受监管的银行体系,可以通过政府债务变化进行调节货币控制,从而保持高效率。

Johnson(1968)认为竞争性的银行体系会促使银行在存款利率和支付服务上不断进行改善。激烈的竞争最终会导致全社会的流动性以零成本进行供给。此时,银行存款的只有一个功能——支付功能,而人们会根据自己的支付需求保持最优的存款规模。而且,激烈的竞争会导致银行业的集聚,破产倒闭、兼并等最终会导致行业内只有大型富有竞争力的个别银行存在,享受到规模经济带来的利润。但是,银行业与普通企业的区别在于其提供的产品是货币。普通企业通过竞争可以到达供给与需求的平衡,银行业的竞争最终会导致货币供给过多和通货膨胀。因此,一个社会对银行业的需求,不仅要使货币供给和需求达到平衡,更需要保持存量货币的购买力平衡。针对现代商业

^① Rothbard(2008)认为,“英格兰银行是濒临破产的政府和利欲熏心的金融集团之间肮脏交易的产物”。

银行监管,当局需要在两种政策之间进行选择:第一,设计一种监管体系,使私人的竞争性机构能获得规模经济效益,同时免于过度垄断的权力;第二,用一个公共实体代替竞争性的私人企业,享受垄断的效率,同时以公共利益最大化为目标运行。

Black(1970)的观点比较中性,他认为,如果银行业完全不受控制,实体部门将完全独立于金融部门,价格水平将不能被决定。传统的货币理论无法实施,而货币的数量也无法统计。与现有的受管制的银行体系相比,不受约束的银行体系所产生的世界客观存在明显的优势和不足。

Fama(1980)在《金融理论中的银行业》一文中分析了不受监管的银行业发展的后果。他继承Johnson和Black的观点,认为银行作为金融中介的主要功能是投资组合管理,即通过吸收存款购买其他证券或进行投资,存款只是一种投资的资产。当银行业是竞争性市场时,投资组合管理是纯粹的融资决策,从而符合MM定理。此时,就没有必要控制商业银行的存款创造活动或者证券投资活动以保持价格和实体经济的一般均衡。但在实践中,银行必须参与货币体系——一个纯粹的名义商品或账户的形成、发挥记账单位作用的过程。通过放松对存款准备金要求和存款利率上限,竞争性的商业银行体系最终会使货币成为一个真正的经济商品。

Gurley and Shaw(1960)和Patinkin(1965)认为,完全自由的银行体系会导致价格的自由变动,使政府宏观调控进入“没有目标的漂移”。Johnson(1969),Friedman and Schwartz(1969)也认为,完全不受控制的银行体系将导致价格水平不受约束地上升。Pesek and Saving(1967)的研究结论更为极端,认为银行体系不受约束的结果是活期存款等货币的利息会达到最高,从而货币将成为一个完全自由的商品,但也是一个没有价值的商品,全社会将回到物物交换的原始经济。

在信用货币时代,完全自由竞争的银行体系意味着完全的私人货币供给。因此,诸位学者对不受约束的银行体系的研究也正是对现代私人货币供给的研究。与传统的自由银行体系相比,在这样一个新银行体系中,所有的金融机构都可以发行类似活期存款的负债凭证并自由定价,由消费者根据偏好自由选择它们作为金融资产进行管理。关于其运行的后果,悲观者居多,他们认为这会彻底剥夺政府对价格水平的调节,价格水平将完全由市场自行决定,即除却了所有的人为控制因素,出现一个完全由市场决定的实体经济部门。也就是说,如果由“看不见的手”完全控制货币供给,则实体经济也将脱离货币,回到“看不见的手”调控的市场经济。这一理论设想目前只能停留在理论层次。因为政府依然控制着现金的发行,也没有完全废弃存款准备金制度和存款利率上限,从而没有将商业银行和其他非银行金融机构置于一个完全融通的、完全自由供给货币的体系。而且,在全球化时代,本国之外的其他国家也对本币有贸易需求,政府不会轻易放弃巨额的铸币税收入。私人货币供给的水平,只能取决于现有的被控制的商业银行体系如何改变自身,以及其他非银行金融机构连同银行如何在政府控制的货币体系之外开辟新的货币供给方式。

现代金融体系的制度演进和发展,没有如Hayek所料想那样回到自由银行制度,在金融管制不断放松和消费者对高风险、高收益资产的偏好共同作用下,以更加现代化的方式再次超越了Hayek的预想,更贴近Gurley and Shaw(1960)的研究结果但又有所不同。从现代影子银行体系的实践来看,统一的通货仍由中央银行垄断发行,但包括银行在内的金融机构可以自由发行类似存款的短期负债凭证。虽不是现金通货的外在形态,却发挥货币的部分功能,并扩展了信用货币的外延。因此,现代金融体系中实际上存在各种不同形态货币的竞争性发行即私人货币供给。最典型的是影子银行体系中的货币市场基金,其发行的基金份额与商业银行存款账户无本质差别。

影子银行以隐性的方式与商业银行共存和竞争,与显性的、白热化的竞争没有本质区别。区别只在于,这些竞争对手不是商业银行,而是各种形态的(或异质的)非银行金融机构。因此,如果一个国家如美国允许并鼓励影子银行体系继续发展,则美国的商业银行体系将一如既往地富有竞争性,面临更强的竞争压力。这将是金融研究中的一个典型案例:不仅保持商业银行体系内部竞

争,还默认影子银行体系与其共存,将部分学者原来的理论设想付诸实践并检验着现有的研究结论。Gorton(2010)等学者在研究非银行金融机构时,没有延续 Black(1970)等人的思路回到不受监管的商业银行体系研究。而是提出,应该从商业银行自身特许权价值的变化角度,关注影子银行体系出现的必然性。

二、商业银行特权价值的演变

Gorton(2010)的逻辑非常简单。非银行金融机构为什么要复制银行功能?基本的推断是,商业银行特许权价值的提高和垄断利润的增加,导致了非银行金融机构对类银行业务的热衷。而金融市场的自由化和金融创新技术、不受监管的 OTC 市场等因素,则使非银行金融中介能在一个不受央行、银行监管部门约束的环境中,从事类银行业务。而实际的情况是,决定商业银行的特许权价值的进入门槛要求一直在被变相突破。由于进入门槛高低直接决定竞争的效率,因此,从直接的结果来看,其特许权价值实际上一直在降低。这是一个悖论。如何解释理论的内在矛盾?

商业银行的特许权指的是特许经营商业银行业务、发挥商业银行功能的门槛值。特许权是商业银行发挥其本质职能的必要条件,能保证商业银行顺利运行并获利。作为经营货币的企业,商业银行行业市场的稳定与其进入门槛和业内机构数量紧密相关。在不同的历史时代,商业银行的特许经营范围不同、特许经营权力大小不同,包括范围狭隘但权力较大的发钞权,也包括范围宽泛但权力较小的吸收存款、发放贷款业务,以及范围更加宽泛、垄断权力更小的商业银行表外业务创新等。因此,商业银行特许权价值的外延也不固定。总体而言,随着商业银行被剥夺发钞权起,商业银行的特许权价值开始产生。从特许经营业务范围的角度看,随着中央银行的起源和成立,商业银行的特许权价值从自由银行时代的零开始上升。各国的中央银行法对于商业银行的特许权价值有决定权,即特许权价值上限由中央银行决定。

特许权价值与有限竞争、垄断等不完全竞争的行业市场结构紧密相关。商业银行特许权价值的历史进程可以分为三个阶段:自由银行时期、中央银行出现之初、商业银行上市后。若单从发行银行券的角度来看,在自由银行业时代,由于可以自由进出,商业银行特许权的理论价值为零。在中央银行出现之后,独立的中央银行完全垄断了银行券的发行,具有最高的特许权价值。其他商业银行则被拒之门外,无权发行货币,特许权价值为零。随着自由竞争程度的增加,发钞特许权价值逐步降低;反之,随着对商业银行监管的力度强化,发钞特许权价值则应逐步增加。但是,随着商业银行金融创新行为的增加,以存款、贷款为核心业务特征的现代商业银行经营模式出现。吸收存款、发放贷款成为商业银行的特许权,其本质是借短贷长、发挥期限错配和流动性转换功能。随着商业银行成为上市公司,其银行特许权价值与一般上市公司的特许权价值进一步叠加,有了新的内涵。下文将对三个历史阶段下,商业银行特许权不同外延及其价值的演变进行梳理。

(一)第一阶段:自由银行时期的银行进入问题

没有完全自由的自由银行制度。与理论假设不同,在各国的自由银行时期,银行进入均受到不同程度和数量法律法规的限制。

1.英国案例

按照银行业内部结构的不同,Smith(1935)将 1875 年之前的英国银行业进入分为四个阶段。第一阶段(1650~1694),由金匠演变而来的商业银行刚刚出现,没有进入政府的法律监管视野,完全自由竞争状态。第二阶段(1694~1709),进入某种垄断状态。即只有英格兰银行可以对政府贷款,参与安排政府支付。排除现有的银行,其他银行要成立必须通过议会的立法机构批准。第三阶段(1709~1832)。1709 年,英国重新制定银行特许权法。除了允许银行通过筹集资本给政府贷款外,

还重新规定不允许超过 6 个合伙人的企业发行低于 6 个月期的票据,排除当时出现的合资形式的企业进入银行业。随后,英国议会在 1713、1742、1764、1781 和 1800 年相继修改《英格兰银行特许权法》,给予英格兰银行在金融体系中较高的特许价值、声望和影响。最终在 1780 年排除了大多数私人发行的票券。至 1812 年,通过将近一个世纪的时间,英格兰银行获得了垄断发行银行券的权力,获得了独一无二的特许权价值,其发行的银行券也被英国政府规定为法定货币,用于所有政府支付业务。但是,《英格兰银行特许权法》只是完全排除了其他商业银行发行银行券,却没有对存款银行的一般业务加以过多限制。商业银行普遍以支票形式规避不能发行银行券的限制,同时,随着 1833 年允许合资企业涉足银行业务,这一时期的银行一般业务经营的自由程度不断上升,但由于要求必须有黄金作储备,因此行业结构不是完全自由竞争。第四阶段(1833~1875),银行业回归新的约束和垄断,有一定的竞争性。1826~1836 年间,英国的合资银行新增 100 家,1836~1839 年的三年时间内,突增 70 家。这些银行只要有黄金作储备,就可以发行银行券。这一疯狂状态引起了当时英格兰银行行长的质疑。最终,英国政府在 1844 年颁布《皮尔法》,再次排除合资银行发行银行券的权力,英格兰银行成为真正的最后贷款人。反复的竞争和权力争夺,最终在 1866 年,合资银行全部退出银行券发行,专注于存款业务。其他新进入的银行依然需要遵守《皮尔法》。

2. 美国案例

自由银行在美国也并非真正自由。之所以称为自由银行,是因为其可以免受联邦政府的特许和监管。但与此同时,其仍然是特许银行,需要经过各个州不同的法律制度特许和监管。美国的纽约州、宾夕法尼亚州和马萨诸塞州等都存在特许的“自由银行”。各州对商业银行进入有特许权限制时,一些类似投资公司的组织以合伙制的方式进入银行业务,避开特许限制和监管,后者是真正的自由银行。由此,就形成了特许银行和自由银行并行的局面:一家机构可以以合伙制方式组织起来并从事银行业务,仅受《公司法》约束;也可以经过特许权法允许,注册成为特许权银行。在特许权到期后,如果不继续申请特许,就成为自由银行。“试错式”发展使得银行进入门槛经历了反复变化。

以纽约州为例,该州自 1838 年起开始公开允许自由银行制度,自由银行和特许权银行并存。在此之前,纽约州在 1791 年出台《纽约银行特许法》,得到银行特许权的难度非常大。与此同时,一些没有得到特许权的企业,则以私人协会(private association)和合伙的方式,集中个人资金从事银行业务,即自由银行。特许银行实行有限责任制,自由银行因合伙性质属无限责任制。为保持特许银行的垄断利益,1818 年,该州再出台法律禁止任何个人参与票据贴现、吸收存款、发行具有货币功能的债务工具。但该法没有直接禁止私人贷款,这表明,个人以自己所拥有的实际财富进行贷款的行为是被默许的。1829 年,为避免银行挤兑及其传染,纽约州建立安全基金体系,强制要求特许银行对没有到期的债务进行保险。作为银行负债保险基金,安全基金体系是银行存款准备金制度缺失的必然产物,也是现代存款保险制度的雏形。安全基金制度提高了商业银行的进入门槛,重新建立特许权经营制度。在此背景下,纽约州必须对州内已有的 71 家商业银行重新授予 9 年的特许权。

但是,以特许银行为主的垄断结构带来了通货膨胀。因此,纽约州在 1838 年颁布《1838 年纽约自由银行法》。该法废除了特许银行制度并终止纽约安全基金体系,融合特许银行和原来自由银行制度的特征,允许个人和私人协会从事银行业务,包括吸收存款、贴现票据和票券流通等。该法要求成立的银行必须保持 10 万美元的资本存量,对其发行银行券保持 12.5% 的固定存款准备金率或抵押率,存款准备金或抵押品的形式是美国国债、纽约市政债或本州土地抵押凭证。一旦银行面临破产倒闭,必须卖出这些抵押品补偿存款人(Smith, 1990)。

该法赋予自由银行有限责任公司的性质,而非早期欧洲流行的合伙制性质。这一点也是美国自由银行和欧洲自由银行业的重要区别。在收回银行特许权后,降低参与银行业务的门槛,纽约州提高了本州银行业发展的自由度,从而成为美国自由银行进入数量增速最快的州。这种自由银行

协会发展的速度直到 1857 年银行危机发生后才开始下降(Bodenhorn,2004)。自由银行发展的轨迹与当时处于高速增长美国经济相吻合。《1838 年纽约自由银行法》的成功通过是 Loco-foco“平等权利”的成功。在该法背后,纽约州当局的理念是:无论是否执行特许权,银行数量随着商业发展需要而增加,因此,银行进入应该由市场自行决定。再进一步追问,商业发展由哪些因素决定,即当局根据哪些指标来确定获得特许权的银行数量?学者的研究表明,人口规模和人口增长因素非常重要,但各州对此并无一致指标,客观标准非常模糊(Bodenhorn,2004)。

(二)第二阶段:中央银行出现后的商业银行特许权价值

《1844 年银行特许法》因其倡导者是时任英国首相的皮尔(Robert Peel)爵士,故又称《皮尔法》。从内容上来看,《皮尔法》对于商业银行的特许权价值给予了最高的门槛,致力于在发行银行券领域中,将英格兰银行之外的地方银行清理出局。其最终目的是想让英格兰银行成为英国国内唯一的一家发钞银行,并限制其对接受的存款拥有 100%的准备金率,以此来规避部分准备金制度导致的信

表 1 纽约州特许银行与自由银行特征比较(1838 年前、后)

	银行的公司性质	准备金要求	资本要求
早期特许银行	有限责任	无	有
早期自由银行	合伙制、协会	无	无
晚期自由银行	有限责任	有	有

注:表中早期和晚期的划分界限是 1838 年,之前为早期,之后为晚期,以便于对比。

贷周期以及经济周期的困扰。皮尔爵士接受了通货学派的新李嘉图主义的思想,试图通过 100%的存款准备金制度消除通货膨胀和通货紧缩。从银行特许权价值来看,《皮尔法》在剥夺了普通商业银行的发钞权后,赋予商业银行的业务经营特许权价值非常高,其他银行很难进入,而且已经存在的银行很容易被清理出去,其所有的条款都为英格兰银行的唯一发钞垄断权力而服务。

在这种情况下,当时的商业银行为了争取到信贷的权力,就已经开始尝试金融创新——支票账户(活期存款)。现在来看,活期存款和支票凭证都非常普遍,但在当时则是规避制度的创新。支票账户与发行的钞票没有关系,只是创造了一种由银行自由发行的凭证。事实证明,这种凭证在后来被客户接受,其功能与现钞没有任何区别。其他地方银行的这种行为显然是在挑战《皮尔法》意在提高商业银行特许权价值的做法,而这种行为其实是非常合理的。可以推断:完全、唯一垄断的商业银行的特许权价值最高,但是并不符合现实需要。地方银行的金融创新行为显然有利于满足实体经济需要,有利于提高金融交易效率,这说明,在金融体系保持稳定的情况下,商业银行特许权价值并不是越高越好。而且,应该有一个临界意义的价值存在,即在这一点上,商业银行的特许权价值使得商业银行、非银行金融机构之间对于银行业务的竞争达到了最有利于经济发展的平衡。

各国金融体系演变中的商业银行进入门槛在不断变化。由此,商业银行的特许权价值决定进入第三阶段,即由上市银行在资本市场的价值决定。

(三)第三阶段:现代上市商业银行特许权价值

当所有的决定商业银行特许权价值因素都在逐步被替代,被突破时,只有法律决定的商业银行的核心业务才真正体现了商业银行的核心价值:吸收存款、发放贷款、支付结算。影子银行体系的各个组成机构都能突破商业银行最后的核心价值:货币市场基金可以吸收活期存款、对其支付利息并可以随时提取;各类金融公司、影子信贷机构可以直接发放贷款,第三方支付可以通过网络

渠道直接代替银行支付,并沉淀资金,衍生出其他功能。因此,商业银行传统意义上的特许权门槛被变相突破,商业银行在混业经营和竞争的时代,必须通过提高核心价值才能巩固特许权价值。从这个角度来看,商业银行的特许权价值已经内化为其核心价值的一个组成部分。

当商业银行成为一个上市公司时,其特许权价值的衡量指标与其他各类上市公司具有通用性。公司价值评估的方法包括成本法、收益法、市场法和实物期权法。市场法的某些指标常被用于衡量商业银行特许权价值。一部分学者用市场法中的一类方法,如托宾的 Q 值法,衡量商业银行特许权价值。Brewer and Saidenberg(1996)直接用托宾 Q 值代表商业银行特许权价值。该指标也是价格-账面值比(price-book ratio)指标:商业银行的 $Q \text{ 值} = \text{债务} + \text{股权市值} / \text{无形资产账面值} + \text{债务}$ 。Fortin, Goldberg and Roth (2011) 用股票市场价格与账面价值比直接作为商业银行特许权价值指标,研究了 2008 年金融危机之前及之后美国商业银行特许权价值的决定因素。其结论是:第一,无论在危机之前还是之后,银行规模和股权资本化价值都和商业银行特许权价值成负相关关系;第二,只有金融危机前,商业银行特许权价值才与银行首席执行官的期权价值负相关;第三,商业银行特许权价值与银行首席执行官的薪酬成负相关关系,但只有在金融危机时期如此。Furlong and Kwan(2005)用市值-账面资本率指标衡量商业银行特许权价值,发现自 1986 年以来,美国商业银行的特许权价值在不断上升。综上,学者们的研究表明:商业银行特许权价值与银行股票市值、市场定价权力、经营效率、非利息收益成正比,与无形资产账面值、银行违约风险成反比。

随着美国不断放松金融监管,商业银行不断通过收购和兼并获得规模经济优势,通过混业经营获取范围经济的受益,其市场权力的扩大伴随着特许权价值的提高。以市场法评估的美国商业银行特许权价值的演变如图 1 所示。

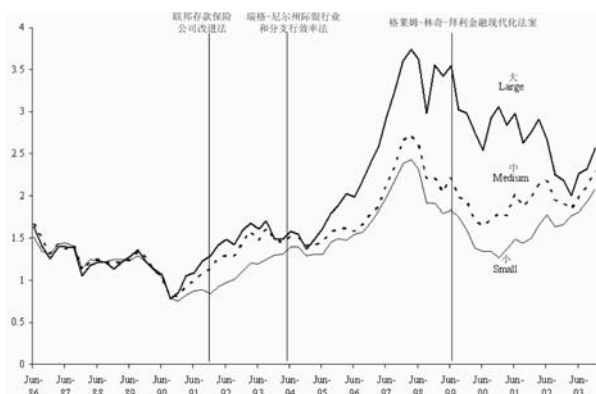


图 1 美国商业银行特许权价值变化(1986~2003)

资料来源:Furlong and Kwan(2005)。

除了上述市场法,还有学者用特许权模型(简称 FV 模型)评估公司价值(Leibowitz and Kogelman,1994)。他们认为,公司内在价值包括两部分:特许权价值和无形资产价值。特许权价值就是公司未来资本项目创造的收益超过成本部分的价值,也就是公司实体经营的价值、有形资产的价值。FV 模型发展的一般形式即常用市盈率法(简称 P/E),这是金融市场投资者所熟知的,此处略述。

下面对商业银行特许权价值的三个发展阶段做一简单评析。在自由银行时期,英国的《皮尔法》和美国的《1838 年纽约自由银行法》为自由银行进入设定门槛,是该时期银行特许权价值的决定因素,但从限制进入的内容(发行钞票)来看,门槛并不高且有足够大的突破空间。中央银行出现之后,各国中央银行法意在巩固自身的垄断发钞权,并将其他地区性银行的发钞权力逐步完全剥夺,在发钞权特许方面达到了极致。但与此同时,金融创新的思潮和实践开始在普通商业银行中推

广,商业银行步入金融创新、提高效率阶段,商业银行特许权价值已经隐含性地降低。现代公司治理方式的改变,使得银行上市成为可能,负债资金来源多元化改变了商业银行的业务模式,并改变了核心竞争力决定因素,也改变了银行特许权价值决定因素。银行的特许权价值决定因素更多地取决于公司股权、债务、市值等,与普通公司行业特许权价值衡量标准趋同。商业银行经营争夺的重心从特许权价值最高的发钞权逐步转移至其他支票等初级金融创新方式,商业银行的特许权价值被不断缩小的经营范围抬高,同时又被不断升级的表外业务创新降低。最后的结果与 Gorton (2010) 前述推断相反。

如果将 Gorton(2010)关于影子银行体系产生的原因的研究与 Black(1970)等人关于不受监管的商业银行体系的研究结合起来,就可以看到一条清晰的研究思路:商业银行拥有的特许权价值吸引着非银行金融机构以隐秘的方式经营银行业务,商业银行的内部创新(资产证券化等表外创新)给其提供了进入的渠道。除了商业银行内部金融创新因素之外,影子银行体系复制银行还有银行之外的外在动力——金融监管法律的放松和合乎时宜的消费者偏好选择等。下文主要论述金融监管法律的放松因素。

三、复制银行的外在动力:金融监管

美国如何放松金融管制从而鼓励影子银行体系的发展?具体而言,两方面的法律监管直接推动了这一过程:一是美国商业银行体系法律监管制度,二是美国货币市场证券发行监管制度。商业银行体系法律监管制度总体呈现不断放松趋势,这从根本上推动了美国商业银行的表外创新。货币市场证券发行监管制度不断放松,实质上是在银行体系以外鼓励多种信用凭证的发行,尤其是货币市场大量的短期融资证券,为非银行金融机构打开丰富的融资渠道,创造良好的生存环境。两类金融监管法律制度的放松最终促成了一个长达几十年的复制银行的历史过程。

(一)美国商业银行体系法律监管演进

银行监管的主要法律。从银行监管的时间线索来看,当前美国的商业银行体系受到以下几部法律的监管:《1980年存款机构放松监管和货币控制法》(Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act of 1980)、《1991年联邦存款保险公司改进法》(Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991)、《1994年瑞格-尼尔州际银行业和分支行效率法》(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994)、《1999年格莱姆-林奇-拜利金融现代化法案》(Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act of 1999)、《2010年华尔街改革与消费者保护法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)等。

《1980年存款机构放松监管和货币控制法》从三个方面放松对商业银行的监管:解除禁止对交易账户的利息支付的规定、放松存款利率上限管制、放松储蓄机构进入商业银行业务的特许门槛。《1991年联邦存款保险公司改进法》旨在降低被保险的商业银行的道德风险。《1994年瑞格-尼尔州际银行业和分支行效率法》放松对商业银行跨州设立分支机构的限制,规定商业银行可以直接跨州设分行,无须再独立政策特许银行或银行控股公司。这三部法律的目的都是对抗当时的脱媒,极力给予商业银行更好的经营环境和优势,试图将脱媒的资金拉回银行体系内部(李扬,2007)。《1999年格莱姆-林奇-拜利金融现代化法案》使商业银行、证券经纪和承销、保险活动的一体化经营合法化,推动商业银行混业经营。这一法案表明,美国的金融监管当局已经无力挽回脱媒的局势,而是转换思路,以混业经营平衡银行和非银行金融机构之间的竞争。而在2007年次贷危机后出台的《2010年华尔街改革与消费者保护法案》,旨在修补和完善美国的金融监管体系,全面强化商业银行监管、完善投资银行等其他非银行机构监管、加强对消费者投资的保护。

以上法律的内在引进动力与美国金融监管体系经历的一些关键性事件(见图2)对应。从中可以发现,美国的商业银行一直在不断突破约束,提高创新能力,而美国的金融监管体系立法一直在试图消除金融创新带来的风险以及金融体系发展中的不平衡,从而促进金融体系的高效发展。

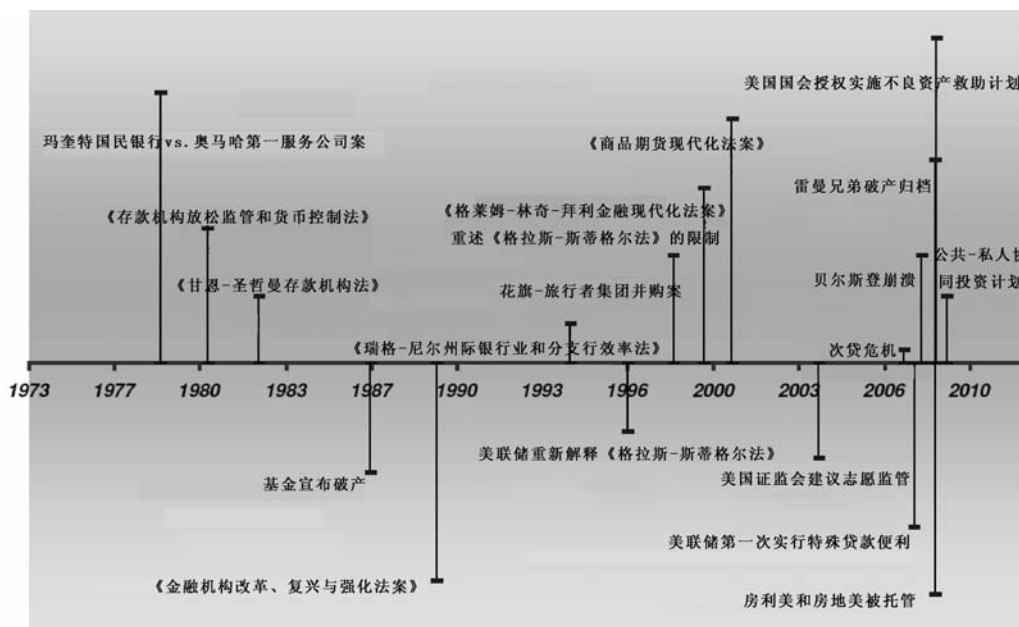


图2 美国金融监管的关键事件

资料来源:Sherman(2009)。

美国银行监管立法与特定的历史背景、经济发展阶段、商业银行特许权价值演变等紧密相连,很难用严格监管或放松监管单一界定其特征。但可以肯定的一点是,20世纪70年代以来,美国的金融监管体制一直在鼓励金融创新和金融发展,而不是相反。也正是在此理念下,拉动特许权价值降低的因素(金融创新和不断放松的银行监管法律)逐步超越推高特许权价值的因素(中央银行法、资本充足率监管、行业结构等),最终商业银行的特许权价值才呈现不断降低的趋势。

从20世纪70年代以来,美国“新式自由银行家”秉承了传统自由银行思想的精髓,以高端复杂的现代化金融手段,在现有监管体制之外贪婪汲取利益,将金融创新推向了极端,但也彻底打破了商业银行体系形式上的垄断,使非银行金融机构得以复制银行,直接降低商业银行的特许权价值。最终,这一行业呈现“商业银行-影子银行”平行发展的状态。复制银行大部分环节在商业银行表外进行,银行监管法律难以覆盖,美国伞形金融监管方式则直接加重了这种信息不对称。

(二)美国货币市场的证券发行监管

对美国的影子银行体系进行更深入的剖析后发现,直接催生影子银行体系的具体金融监管制度有两类:一是证券监管当局、货币当局对类存款的短期证券发行没有强约束;二是资产管理行业的法律对信贷资产投资的主体资格没有约束。货币市场短期证券发行能为非银行金融机构提供融资和处理信贷资产的途径,而放松信贷资产投资主体资格能使大量非银行金融机构参与信贷资产所有的环节(发放贷款、出售贷款、购买贷款、结构金融等)。两方面联合起来,促成了影子银行体系具备商业银行的核心功能。

货币市场工具监管法规体系的演变。随着利率市场化的推行,商业银行融资利率在20世纪70年代中期骤增,直接导致企业寻求低成本的融资方式。除了融资利率低的成本优势外,商业票据无需投资银行作为融资中介,交易成本大大降低。因此,在凭借总融资成本低的优势,商业票据

成为主流的货币市场工具,但其并不受证券法规监管。《1933年证券法》和《1940年投资公司法修正案》并不能直接监管日益壮大的资产支持商业票据市场。这两个法案是否可以直接约束资产支持商业票据市场,取决于资产支持商业票据管道的投资目标和最终结构(Croke,2007)。

1.《1933年证券法》与商业票据监管

涉及《1933年证券法》中商业票据的监管和豁免的法条和法规条例等有四项,分别是条款3(a)3、条款4(2)、144A法则和监管条例S。通过这四项法规可以看到,商业票据豁免于《1933年证券法》的要求在不断提高。(1)条款3(a)3规定以下票据可以豁免登记,无须满足《1933年证券法》的各项章程要求:任何由现期交易而产生或为现期交易后续过程的票据、本票、汇票或银行承兑汇票,除去缓期后到期期限不超过9个月的票据。除了期限为现期外,该条款还要求商业票据必须与实体经济即商品交易过程关联,即与生产、购买、运输或交易关联时才符合豁免条件。如果商业票据用于永久性交易或固定投资如土地、建筑、购买等,则不符合豁免要求。(2)条款4(2)提出私人发行的商业票据可以免于登记和章程要求。但是,资产支持商业票据不能同时豁免联邦证券法和州证券法即《蓝天法》。任何私人发行的商业票据只要遵守《1933年证券法》监管规则D的506规则,都可以免于州证券法即《蓝天法》的登记要求。反过来,任何机构想要豁免《1933年证券法》,必须遵守《蓝天法》。(3)144A法则由美国证券交易委员会于1990年开始实施,目的是在那些仅限于机构投资者交易的证券范围内,培育其更加富有流动性和更加高效的二级交易市场。具体而言,供给或出售符合四方面要求的证券可以豁免144法则:(1)证券类型——未在美国证券交易所上市或进入美国交易商内部报价;(2)购买者——仅限于QIBs或有人可以证明其为QIB;(3)证券发行者——没有受到过《1934年证券交易法》制裁、不是外国私人发行者、不是任何外国政府;(4)购买人对出售者是否遵守144A法则有知情权。(4)监管条例S规定,只要符合该条例要求,美国私人发行证券无需注册即可在美国之外进行交易再售。监管条例S使得商业票据只有离岸发行并不直接在美国出售,才能达到豁免要求。

随着商业票据被豁免的要求不断提高,资产支持商业票据应运而生。应对严格监管,资产支持商业票据能以复杂的结构和较长的交易链条,规避《1933年证券法》的监管,从而脱离现有的监管体系。从中可以看出,遵守《蓝天法》的美国私人机构发行的、与实体经济运行有关的、期限低于9个月的、购买者具有高资质的商业票据可以豁免。事实证明,这一豁免条件组合最终催生了资产支持商业票据。

2.《1940年投资公司法修订案》

《1940年投资公司法修订案》是有可能对商业票据尤其是资产支持商业票据进行约束的法案。按照该法案,任何发行证券并投资、持有该证券的机构应被认定为投资公司,从而必须遵守《1940年投资公司法修订案》。但是,美国证券交易委员会提出,结构融资如果登记注册为投资公司,其监管负担产生的成本过大,将影响其经济效益。因此,《1940年投资公司法修订案》也提出了可以豁免的条件。(1)条款3(c)1提出,任何受益的发行人不超过100个人且不属于公开上市的机构,不属于投资公司,可以豁免《1940年投资公司法修订案》。这样的机构一般是小型私募或已经提取经济资本的投资池,他们的投资者富有投资经验且能承受相当风险。由此,为保持金融体系的经济效益,该类机构可以豁免。(2)3a-7法则解决了证券化实体是否豁免《1940年投资公司法修订案》。关键在于资产证券化的本质而不是证券化交易的结构。该法则实施的目的是将所有的结构化融资实体排除在“投资公司”性质之外,为其提供发展空间。(3)法条3(c)5提出,如果发行人在一级市场上参与购买商业票据,可以豁免。法条3(c)7提出,如果发行者如果不是公开发行业票、而且投资者都是符合《投资公司法》要求的合格购买者,则该发行者不属于投资公司,可以豁免。

(三)美国对信贷资产投资的法律约束

一级市场的信贷资产由商业银行和其他专业贷款公司创造,因此会受到银行监管的约束。二级

市场的信贷资产交易涉及多个环节,包括信贷资产二级交易市场、辛迪加贷款、信贷衍生品、资产支持证券产品交易等。因此,涉及到的法律监管约束有多重,却缺乏统一的监管主体。而且,信贷资产在交易过程中,风险分担责任划分不明确、不合理,不利于该市场的长期稳定和消费者的利益。

1. 信贷资产投资和监管概况

自 20 世纪 70 年代以来,近四十年中,美国的信贷资产投资市场被房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)、联邦住房管理局(FHA)和吉利美(Ginnie Mae)四家政府支持企业(Government Sponsored Enterprise, GSEs)主导。后在 2000 年后放开私人投资公司大量进入信贷资产市场,但并未改变整个格局。针对以 GSEs 为主的信贷资产投资市场,美国并没有设立专门的监管部门对此市场进行监管,而是多个监管部门都有不同程度的监管,与美国的伞形监管整体趋势相符合。具体而言,包括以下几个监管主体(Kinsey and Schwing, 2002)。(1)联邦住房企业监测办公室(简称 OFHEO)。该机构由美国总统和参议院授权,直接监管房利美和房地美,由国会决定其预算。目的是保证“两房”具有较高的资本充足率和稳健的经营。监管要求包括基于风险的现场检查项目、资本监管要求等。(2)联邦住房金融委员会。监管所有的联邦住房贷款银行,保证其稳健运营。检查每年进行一次,保证其流动性充裕、经营稳健。(3)存款机构监管者(一级贷款市场监管者)。关于一级贷款市场,美联储监管各州进入联邦体系的特许银行,联邦存款保险公司(FDIC)监管联邦体系以外的州特许银行和 FDIC 保险的储蓄银行。由于一级贷款市场与二级贷款交易市场的紧密联系,这些部门对信贷资产交易有直接的影响。(4)证券交易委员会。二级贷款经过结构金融等金融创新技术改造后,成为各种结构金融证券,后者受美国证券交易委员会的直接监管。银行、储贷机构、GSEs 和其他政府公司必须遵守证券交易委员会的反欺诈条款,履行保护投资者的义务。但是,国会无权豁免政府支持企业、吉利美和联邦储备体系内的特许银行。

以上四个监管主体主要针对的是 GSEs 及商业银行和储蓄贷款机构,没有对 2000 年之后发展壮大的投资银行信贷交易予以监管。而恰恰是这些机构,其发展规模逐步超过 GSEs,成为美国信贷资产二级交易市场的主体。

2. 次贷危机后的信贷资产投资改革

房利美和房地美作为最大的两个 GSEs 在次贷危机遭受重创。事实证明,GSEs 对高风险次贷市场的介入、过度追求利润直接导致其濒临破产。如果恪守原有的投资规则,专注于低风险信贷资产、提供流动性保持市场稳定,它们或许不会被拖下水。两房事件最终表明,美国的公共/私人混合式信贷资产投资模式是失败的。未来的美国信贷资产投资市场走向何方?在抵押贷款的发起环节,一直是由私人企业和银行发起,GSEs 并不参与。在抵押贷款的二级交易环节,是否继续原有的公共/私人混合模式,还是完全私有化则存在很大争议。

2010 年 7 月之后,《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》对信贷资产交易有新的监管举措。从公平的角度出发,美国专门成立了消费者金融保护局,增加信贷资产的透明度,并改善抵押贷款的运作与一级、二级市场监管。并强化风险分担责任,要求银行等信贷资产创造机构在出售信贷资产时,必须自担 5% 的信贷风险。从而,改善无追溯权的信贷资产交易现状。

2011 年,美国财政部白皮书(U.S. Treasury/ HUD, 2011)详细讨论了抵押贷款的二级交易改革,给出五点建议:(1)救助 GSEs,减少贷款限制、提高 GSEs 担保费;(2)保持 FHA 的传统角色,允许其继续为资质较低的借款人提供抵押贷款;(3)限制联邦住房贷款银行(FHLBs),要求它只能向中小金融机构提供支持,并限制其总的投资组合规模;(4)赞同《多德-弗兰克法案》关于消费者保护的条款;(5)重构美国抵押贷款市场,剥离 GSEs。在重构住房金融体系方面,具体可选择的方式包括:第一,构建完全私有化的住房金融体系,并建立政府保险体系;第二,建立私有住房金融体系,仅在金融危机期间额外提供政府保险机制;第三,在第二种模式基础上,提供连续的政府巨灾再保

险,为中低收入借款人提供资助。

信贷资产出售是美国金融体系变革的重要事件。非银行金融机构为什么能成功复制银行?内在动力因素是银行自身行为导致其与非银行金融机构行为的趋同化,趋同的关键是影子银行获得了信贷资产,而上述银行监管法律和货币市场法律制度的演变顺利推动信贷资产转移,为复制银行提供了最适宜的环境。商业银行通过出售有风险的长期信贷资产,促成了银行的核心功能转移至影子银行体系,影子银行体系才具备了类银行服务和功能。从这个意义上而言,贷款对于商业银行应该是有价值的稀有资源,不仅为其创造利润,也是其保持较高的特许权价值的一种基本方式。贷款出售从短期来看,能为商业银行创造现金流并盈利,但是,从长期来看,却侵蚀了商业银行的核心功能,降低了商业银行的特许权价值。在美国的信贷资产完全市场化之前,商业银行特许权价值曾呈现上升趋势,而在21世纪初至2008年美国次贷危机前,美国商业银行特许权价值则呈下降趋势,这与上述理论推断完全吻合。

如果法律与法律之间缺乏正向合心力,法律监管的实际效力就可能会与法律的数量成反比。在银行监管法律总体放松的趋势下,美国的货币市场证券发行法律也不断放松,尤其是类存款的短期证券发行、信贷资产投资的主体资格都没有严格的约束。法律数量的增加没有形成强化监管的合力,反而从负债和资产两个方面促进了影子银行体系的形成。

综上,影子银行体系的重要外在推动力是金融监管的放松。但美国为什么要放松金融监管?基于当时的国际、国内背景,总体的原因莫过于以下几个方面。一是新自由主义思想兴起,推动的金融自由化浪潮。20世纪70年代,新自由主义推动经济自由主义复苏,崇尚市场自由竞争、反对国家干预的思想在金融体系推行,形成了全球发达国家的金融自由化浪潮。二是国际金融中心权利的争夺与转移。随着布雷顿森林体系的崩溃和不成熟的牙买加体系的出现,美国与伦敦城激烈争夺新的国际金融中心,放松管制提供了外在支持,是其构建金融中心地位的重要砝码。三是美国经济结构转型,转而依赖金融业。美国产业结构自身调整,对制造业的依赖逐步降低,金融业在GDP中的比重逐年增高,使其逐步将金融业作为重要支柱,放松管制有利于提升金融业核心竞争力。四是华尔街游说、监管者被俘虏。长期以来,华尔街的重要金融机构轮番游说国会和监管机构的活动支出不菲,这直接或间接推动美国政府放松金融监管。因此,不排除监管者被俘虏的因素。

四、结论

为什么要复制银行?根本原因和动力是自由银行业思想的再次回归。自由银行制度伴随着现代中央银行的出现而消亡,但自由银行业思想从未彻底退出历史舞台。这种学术思想曾是商业银行对抗中央银行、争取自身最高特许权价值的有力武器,并以金融创新的形式反复回归。当商业银行开始通过信贷资产出售在表外创新,加之银行监管制度整体放松时,这种金融创新反而成为摧毁商业银行核心特许权价值的力量,它直接促成了影子银行体系的出现,使非银行金融机构能以低成本变相进入银行业。与此同时,商业银行整体特许权价值循环性降低。这不是商业银行所期待的结果,但这种结果却与资金需求者的需求得以满足、金融效率得以提高并列出现。总之,一定历史条件下形成的银行特许权价值构成了影子银行复制其的基本动力,然而促使这种复制成为可能的条件同时也在削弱着特许权价值,从而在表面上复归自由银行学派的同时,形成了新的金融运营与治理结构,使影子银行体系在某一阶段称为真正的银行业,维持金融体系新的融资、投资需求。

参考文献:

李扬(2007):《脱媒:中国金融改革发展面临的新挑战》,《交银经济学家论坛》。

- Arbuthnot, G. (1857): *Sir Robert Peel's Act of 1844: Issue of Bank Notes, Vindicated*, London: Longman, Brown, Green, Longmans and Roberts.
- Anon, A. (2011): *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell*, Cambridge University Press.
- Black, F. (1970): "Banking and Interest Rates in A World Without Money". *Journal of Bank Research*, 1, 9–20.
- Bodenhorn, H. (2004): "Free Banking and Bank Entry in Nineteenth-Century New York", NBER Working Paper, No. 10654.
- Brewer, E. and M. Saldenberg (1996): "Franchise Value, Ownership Structure and Risk at Savings Institutions", Federal Reserve Bank of New York, Research Paper, No.9632.
- Croke, J. (2007): *New Developments in Asset-backed Commercial Paper*, Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.
- Fama, E. (1980): "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics*, 6, 39–57.
- Fortin, R., G. Goldberg and G. Roth (2011): "Bank Charter Value Determinants during the 2008 Financial Crisis", *Journal of Finance and Accountancy*, 8, 1–13.
- Friedman, M. and A. Schwartz (1969): "The Definition of Money: Net Wealth and Neutrality as Criteria", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, 1–14.
- Furlong, F. and S. Kwan (2005): "Market-to-Book, Charter Value, and Bank Risk-Taking – A Recent Perspective", Unpublished Working Paper, Federal Reserve of San Francisco.
- Glasner, D. (1985): "A Reinterpretation of Classical Monetary Theory", *Southern Economic Journal*, 52, 46–67.
- Glasner, D. (1992): "The Real-Bills Doctrine in the Light of the Law of Reflux", *History of Political Economy*, 24, 867–894.
- Gurley, J. and E. Shaw (1960): *Money in A Theory of Finance*, Washington, DC: The Brookings Institution.
- Hammond, B. (1936): "Free Banks and Corporations: The New York Free Banking Act of 1838", *Journal of Political Economy*, 44, 184–209.
- Johnson, H. (1968): "Problems of Efficiency in Monetary Management", *Journal of Political Economy*, 76, 971–990.
- Johnson, H. (1969): "Inside Money, Outside Money, Income, Wealth, and Welfare in Monetary Theory", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, 30 – 45.
- Kinsey, M. and H. Schwing (2002): "Regulation of the U.S. Secondary Mortgage Market", *Housing Finance International*, 16, 37–48.
- Parell, H. (1827): *Observations on Paper Money, Banking and Overtrading*, London: Charles Wood.
- Parell, H. (1832): *A Plain Statement of the Power of the Bank of England*, by James Ridgway, Piccadilly in London.
- Patinkin, D. (1965): *Money, Interest, and Prices*, 2nd edition, New York: Harper and Row.
- Pesek, B. and T. Saving (1967): *Money, Wealth, and Economic Theory*, New York: Macmillan.
- Ricks, M. (2010): "Regulating Money Creation After the Crisis", *Harvard Business Law Review*, 1, 75–143.
- Rothbard, M. (2008): *The Mystery of Banking*, 2nd Edition, The Ludwig von Mises Institute.
- Seavoy, R. (1982): *The Origins of the American Business Corporation, 1784–1855*, Westport: Greenwood Press.
- Sherman, M. (2009): "A Short History of Financial Deregulation in the United States", Center for Economic and Policy Research.
- Smith, V. (1990): *The Rationale of Central Banking*, 2nd edition, Liberty Fund.
- Tobin, J. (1963): "Commercial Banks and Creators of 'Money'", In Deane Carson (ed.), *Banking and Monetary Studie*, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc. 408–419.
- Tobin, J. (1968): "Notes on Optimal Monetary Growth", *Journal of Political Economy*, July/August, 833–59.
- Tobin, J. (1969): "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, 15–29.
- Tobin, J. and W. Brainard (1963): "Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls", *American Economic Review*, 53, 383–400.
- U.S. Treasury/HUD (2011): *Reforming America's Housing Finance Market: A Report To Congress*, February.
- Vickrey, W. (1955): "Stability through Inflation", In Kenneth K. Kurihara (ed.), *Post-Keynesian Economics*, London: George Allen and Unwin Ltd., 89–122.
- Vickrey, W. (1964): *Metastatics and Macroeconomics*, New York: Harcourt, Brace & World, Inc.
- White, L. (1984): *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debates, 1800–1845*, Institute of Economic Affairs.

(责任编辑:程炼)