

混业经营与金融体系的稳定性：基于全球银行危机的实证分析*

中国人民大学财政金学院 陈雨露 马勇

摘要：党的“十七大”报告中提出，推进金融体制改革，发展各类金融市场，形成多种所有制和多种经营形式、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。银行混业经营不仅关系到自身效率的提高，更关系到银行体系乃至整个金融体系的稳定性。本文以银行危机为研究标的，通过对全球范围内 61 个国家的跨国数据进行实证分析，系统考察了银行混业经营与金融体系稳定性之间的关系。结果表明，一个国家对银行混业经营的限制越少，该国的金融体系越趋于稳定，发生银行危机的概率也越小。不仅如此，在宏观经济越不稳定的国家，其一般性银行危机演变为系统性银行危机的概率也越大。

一、引言

大量的研究表明，稳定的金融体系通过把资金导向更有效率的部门而促进了经济增长（King & Levine, 1993; Levine & Zervos, 1998; Beck, Levine & Loayza, 2000）。因此，确保高效而稳定的金融体系一直是金融界长期关注的核心问题之一。在金融体制的稳定性方面，稳健的银行体系是必不可少的组成部分，在很多国家甚至是金融体系安全性的“最后一道防线”（陈雨露，2007）。自 1980 年以来，130 多个国家经历了不同程度的银行问题，既阻碍了经济的发展，也造成了巨大的经济损失（Barth, Caprio & Levine, 2000）。在 Allen & Gale（2004）的一项关于银行危机的研究中，银行危机带来的产出损失平均达到 GDP 的 27% 左右（见表 1）。这种情况的出现，使得如何确保银行体系的稳定性继而促进整个金融体系的稳定性成为世界范围内金融改革和发展的一个现实议题。

表 1 1977-1998 年由银行危机带来的产出损失

	危机次数	平均危机长度	平均累计产出损失（占 GDP）
全部	43	3.7	26.9
其中：单个银行危机	23	3.3	5.6
银行业与货币危机	20	4.2	29.9
发达国家	13	4.6	23.8
发展中国家	30	3.3	13.9

资料来源：Allen & Gale, “Competition and Financial Stability”, Journal of Money, Credit and Banking, June 2004.

*本研究得到教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“现代金融体系下银行混业经营的风险与监管体系”（05JJD970027）资助。

在涉及整个银行体系改革的研究中，除了诸如透明度、公司治理、外部监管等方面外，商业银行自身业务经营范围的扩展或者限制也是必不可少的组成部分。实际上，自 1993 年以来，商业银行涉足证券、保险、房地产及持有非金融企业的股份等非商业银行业务所带来的收益和风险的权衡和对比关系，就一直是理论界和实务界持续关注的问题。在 1997 年东亚金融危机发生时，金融机构涉足混业经营曾被认为是导致金融脆弱性和危机爆发的根本原因之一；然而，当对东亚金融危机越来越多的深度研究面世时，许多学者对把东亚金融危机归咎于金融机构混业经营提出了质疑，并认为导致东亚金融危机的根本原因要从更深入的制度层面进行考察，如产权结构、监管体制、法律制度和政企关系等 (McKinnon & Pill, 1997, 1999; Corsetti et al., 1998; Krugman, 1998)。尤其是当 1999 年 11 月 12 日美国废除商业银行从事证券和保险业务限制后，世界范围内出现了混业经营的趋势和潮流。面对这种情况，许多学者对商业银行混业经营的研究采取了更为积极的态度，把研究的重点转向了混业经营可能的效率提高和风险控制上。

在对导致金融危机（银行危机）的各种因素的研究上，已经产生了大量的文献，但在混业经营与银行危机及金融体系稳定性之间的实证关系上，仍然缺乏较为系统的直接研究，尤其是基于全球范围样本的跨国研究更为缺乏。在全球大样本的研究文献方面，Barth, Caprio & Levine (2000) 的文章中涉及到了银行危机和混业经营之间的关系，但这一关系本身并不是该文的考察重点，因而也没有对二者之间的关系进行系统论证^①。针对上述有待进一步加以考察的问题，本研究以全球范围内 61 个主要国家的数据为样本，尝试在一个更直接的层面上系统考察混业经营与金融体系稳定性之间的实证关系。同时，为了对混业经营的各个方面进行更为细致和全面的分析，本研究还对混业经营的内部结构与金融体系稳定性之间的关系进行了分解分析，并纳入了制度发展、显性存款保险、金融体系结构、银行开放度、银行集中度等控制变量，使混业经营与金融体系稳定性之间的关系得到更为独立的考察。本文其余部分的组织结构如下：第二部分简要地对已有相关文献进行回顾；第三部分介绍研究样本和模型设定；第四部分进行实证分析和检验；最后进行总结。

二、文献回顾

前些年，混业经营的反对者最重要的理由是，混业经营会带来严重的利益冲突 (conflicts of interest) 问题，最终威胁到整个金融系统的安全性和稳定性^②。这也是美国国会在 1933 年制定《格拉斯—斯蒂格尔法》的主要依据。美国参议院银行与货币委员会 (the Senate Banking and Currency Committee) 在对 1929 年股市崩溃过程中银行倒闭原因的进行调查后指出，商业银行经营证券业务是其倒闭的主要原因。然而，一些著名学者所做的实证研

^①该文 (Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?) 的考察重点是监管和所有权对银行体系绩效和稳定性的影响。

^②利益冲突指的是：“当一个机构服务于两个或者两个以上的利益主体时，有可能通过牺牲其中的一个主体的利益，而使另一个主体处于更好的位置上” (Edwards, 1979)。根据 J.A.C.Santos (1998) 和 I.Walter (2003) 的分析，混业经营可能引致的利益冲突主要有：(1) 风险转嫁 (Risk Shifting)；(2) 不慎贷款；(3) 捆绑销售；(4) 咨询误导；(5) 账户配置问题。

究表明,在 20 世纪 30 年代所得出的有关商业银行利益冲突的论断要么是无根据的,要么是夸大的,因为当时并未进行过系统的研究。Kroszner & Rajan (1994) 对《格拉斯-斯蒂格尔法》之前由商业银行通过信托分支机构承销证券的违约情况与由投资银行承销证券的违约情况进行了对比,并没有发现商业银行普遍存在通过承销低质量证券向社会投资者转嫁破产风险的行为。Richardson 等 (1994) 的研究也得出了大致相同的结论。实际上,利益冲突要转化为现实的不正当竞争需要突破种种限制:(1)法律限制,如对证券发行过程中信息披露的规定;(2)行业自律限制,如“防火墙”的隔离作用;(3)市场力量限制,如来自其他金融机构的竞争;(4)社会监督限制,如评级机构等。而在这些限制面前,并没有足够的证据表明银行利用了利益冲突进行牟利 (Kroszner & Rajan, 1994)。

近年来,对当时美国银行的实证研究越来越表明,银行混业经营和银行危机之间并没有必然的联系,商业银行从事证券业务会增大风险的论断缺乏足够的经验支持。Kroszner & Rajan 对《格拉斯-斯蒂格尔法》通过之前由商业银行及其附属的证券机构和由专业的投资银行这二者所承销的证券进行了比较研究,结果表明商业银行既没有系统地向投资者倾销低质量的证券,也没有把这些证券的价格定得过高,而且与那些投资银行相比,商业银行所承销证券的质量反而更高。实际上,在 1930~1933 年的银行危机中,活跃在证券领域的 207 家国民银行中只有 15 家倒闭,比例大约为 7.3%;而在这 3 年间倒闭的国民银行占全部国民银行的 26%。这 15 家银行的倒闭不可能是当时发生银行危机的主要原因 (White, 1986)。White (1986) 认为,经营证券业务的银行的盈利变动并不高于、资本率也不低于那些不经营证券业务的银行,而不经营证券业务的银行反而更容易倒闭。

一些学者还认为,就风险分散效应而言,混业经营在扩大经营范围的过程中,金融机构可以通过广泛的风险组合缩小倒闭的风险;而分业经营下单一结构的金融机构因其风险组合的选择余地较小,因而更容易倒闭。Wall & Eisenbeis (1984) 利用统计数据证明在 1970~1980 年间银行业务收入和证券经纪佣金收入呈负相关关系,同时从事两种业务有助于分散风险,减少收入波动性。Benston (1989) 认为商业银行和投资银行业务联合具有较高收益,且不会增加总体的风险。Kwast (1989) 利用 1976~1985 年间的有关数据,发现银行从事证券业务具有一定的风险分散效应。Templeton & Severiens (1992) 研究了 1979~1986 年间的 54 家银行控股公司,发现银行业务多元化有助于降低收益波动。

在跨国数据的实证分析方面,Barth, Caprio & Levine (1997) 的比较研究表明,对银行从事证券等非银行业务进行严格限制的国家发生银行危机的可能性较高。在混业经营程度与金融体系的稳定性方面,Barth, Caprio & Levine (2000) 选取经济发展水平和政府质量作为控制变量,采用多种计量经济学方法,对发生银行危机的国家进行研究,实证结果表明:一个国家商业银行从事证券或者涉足非银行商业活动进行限制的程度越深,那么该国越有可能拥有一个脆弱的金融体系 (fragile financial system),并且容易发生金融危机 (银行危机)。这些实证结果对“为了建立更为稳定的金融体系,降低金融体系的脆弱性,就应该发展一个

更为严格的管制环境”这一“以低效率换取高稳定”的传统观点^③提出了深刻的实证质疑。如果对银行业务范围进行严格限制的实际结果不仅没有提高金融体系的稳定性，反而降低了金融体系稳定性的话，那么，“以低效率换取高稳定”的观念及由此产生的政策无疑将产生极大的负面影响（Barth, Caprio & Levine, 2000）。

三、研究样本与模型设定

本研究选取了全球范围内一个具有代表性的样本，共包括 61 个主要国家和地区的金融和相关数据^④。在模型变量的选取上，作为金融体系稳定性指标的被解释变量主要包括“系统性银行危机”（Systemic Crisis）和“较大的银行危机”（Major Crisis），这两组数据分别取自 Caprio & Klingebiel（1999）和 Barth, Caprio & Levine（2000）。在解释变量方面，除了我们要重点考察的混业经营的各项指标外，还纳入了在过去研究中被广泛提及或使用的某些经济或非经济变量作为模型检验的控制变量，以提高模型的稳定性和解释力。这些控制变量主要包括通货膨胀率、金融体系结构、制度发展、存款保险、银行自由度、银行集中度^⑤和银行开放度。其中，通货膨胀率指标取自国家统计局、发改委和国家信息中心公布的世界经济宏观数据；金融体系结构根据 Barth, Caprio & Levine（2000）提供的数据计算（计算方法见后说明）；制度发展指标、银行自由度指标取自 Beck, Demirguc-Kunt & Maksimovic（2003）；存款保险指标取自 Demirguc-Kunt, Karacaovali & Laeven（2005）；银行开放度指标取自 Demirguc-Kunt & Levine（1999），用外资占银行总资产之比表示。

本研究的模型设定如下：

$$C_i = R_i\alpha + X_i\beta + \varepsilon_i$$

其中， C_i 作为金融体系稳定性的替代变量，主要采用两个具体指标：一是“系统性银行危机”（记为 C_1 ），用以概括一个国家在样本区间是否发生过系统性的银行危机，发生过的国家取值 1，未发生过的国家取值 0；二是“较大的银行危机”（记为 C_2 ），它将那些“非系统性”但“较大的”银行危机也包括了进来（Barth, Caprio & Levine, 2000），因此是一个更广泛的危机定义指标。同样，如果一个国家经历了“较大的银行危机”，则赋值 1，未经历则赋值 0。

^③这种观点认为，对银行业务范围进行严格限制，虽然有可能损失混业经营可能带来的效率提高和收益增加，但同时也降低了金融体系的脆弱性和不稳定。由于金融体系的外部性效应非常巨大，因此，此种观点的支持者认为，这种“以低效率换取高稳定”的策略是现实的最佳选择。

^④这 61 个国家和地区是：美国、英国、法国、德国、日本、加拿大、澳大利亚、比利时、芬兰、新西兰、意大利、墨西哥、荷兰、葡萄牙、新加坡、哥伦比亚、韩国、南非、西班牙、中国、中国香港、阿根廷、奥地利、玻利维亚、巴西、智利、丹麦、波兰、厄瓜多尔、埃及、加纳、希腊、冰岛、印度、印尼、爱尔兰、以色列、约旦、马来西亚、尼日利亚、挪威、巴基斯坦、巴拿马、秘鲁、菲律宾、斯里兰卡、瑞典、瑞士、泰国、土耳其、乌拉圭、委内瑞拉、津巴布韦、博茨瓦纳、萨尔瓦多、危地马拉、盖亚那、赖索托、卢森堡、马达加斯加、坦桑尼亚。

^⑤我们以三个最大的银行资产在总的银行部门资产中的比重来作为“银行集中度”的测度指标。

在解释变量方面, R_i 作为银行混业经营程度的替代变量, 根据不同国家对银行业从事证券、保险、房地产和拥有非金融企业的限制程度予以评分 (具体赋值为 1、2、3、4), 该数值越大, 表示限制程度越大, 相应的表明其实行混业经营的程度也就越低。其中, R_1 、 R_2 、 R_3 、 R_4 分别表示对银行从事证券、保险、房地产业务和拥有非金融企业的限制程度; 而 R_{total} 作为 R_1 、 R_2 、 R_3 和 R_4 的平均值, 表示一个国家对其银行业混业经营的总体限制程度^⑥。 X_i 代表纳入的其余一些控制变量, 主要包括: (1) 作为宏观经济控制变量的通货膨胀率 (记为 IF, 由于样本银行危机的时间跨度为 1980~1999, 因此, 各国通货膨胀的数值我们取该段时间的算术平均值); (2) 银行资产与金融市场市值之比 (记为 S, 作为金融体系结构的替代变量, 该数值越大, 表示该国的金融体系结构越偏向于“银行主导型”); (3) 制度发展指标 (记为 IN, 这是一个包含了腐败控制、监管质量、政治稳定性、法律规则、行政效率等内容的综合指标, 该值越大, 一般认为该国的制度发展越健全); (4) 显性存款保险虚拟变量 (若一个国家建立了显性的存款保险, 则赋值 1, 否则赋值 0); (5) 银行自由度指标 (这是一个代表政府对银行经营是否进行干预的一般性指标, 该值越大, 表示政府对其国的银行干预越小, 即银行经营的自由度越大); (6) 银行集中度指标 (这是一个对银行产业结构特征进行概括的替代变量, 该值越大, 表示该国的银行集中度越高, 市场结构越趋向垄断); (7) 银行开放度指标 (用外资在银行总资产中占比表示, 一般认为该值越大, 表示一个银行的开放度越高)。

模型设定旨在说明以下问题: (1) 一个国家对银行混业经营程度的不同限制是否会影响到金融体系的稳定性^⑦? (2) 通过对混业经营程度的内部分解 (即对银行从事证券、保险、房地产业务和拥有非金融企业的限制程度分别加以考察) 是否有助于解释金融体系的稳定性? (3) 根据已有的研究, 当各种被认为可能会对金融体系稳定性产生影响的控制变量不断纳入模型后, 混业经营限制制度与金融体系的稳定性之间的相关关系是否能保持统计上的一致性和稳定性?

四、实证分析与检验

(一) 基于“总体混业经营限制程度” (R_{total}) 的实证分析结果

运用 OLS 方法, 我们对影响金融体系稳定性的因素进行回归分析。当被解释变量为“系统性银行危机”时, 其回归结果见表 1。

^⑥这些限制程度的指标均取自 Demirguc-Kunt & Levine (1999)。

^⑦当然, 正如很多先行研究一样, 本文也是用金融危机的发生情况来对不稳定的金融体系进行定义: 越是不稳定的金融体系, 越是较容易发生金融危机。

表 1 金融体系稳定性 C_1 与混业经营程度的回归结果

	系统性银行危机	系统性银行危机	系统性银行危机	系统性银行危机	系统性银行危机
常数项 c	-0.028265 (-0.087095)	-0.084677 (-0.257034)	0.450904 (0.910623)	-0.199100 (-0.431907)	-0.179605 (-0.505880)
通货膨胀(IF)	0.090186 (1.737456)*	0.074288 (1.368074)	0.092466 (1.790870)*	0.089771 (1.712736)*	0.098174 (1.899057)*
金融结构(S)	0.005385 (0.426976)	0.008232 (0.636557)	0.006825 (0.543421)	0.004281 (0.331676)	0.005771 (0.460507)
制度发展(IN)	-0.246493 (-2.292615)**	-0.278176 (-2.481190)**	-0.219912 (-2.002325)*	-0.240756 (-2.206781)**	-0.248952 (-2.137252)**
混业程度(R_{total})	0.257072 (2.131852)**	0.252210 (2.089699)**	0.215896 (1.752847)*	0.279193 (2.167889)**	0.306417 (2.396494)**
显性存款保险		0.138997 (0.997712)			
银行自由度			-0.111214 (-1.199893)		
银行集中度				0.199677 (0.526858)	
外资/银行资产					-0.013772 (-0.030337)
调整后 R^2	0.359324	0.359247	0.372628	0.346908	0.376951

注：括号内为 t 统计量；***表示在 1%置信水平上显著，**表示在 5%置信水平上显著，*表示在 10%置信水平上显著。

从表 1 可以看出，通货膨胀水平、制度发展和混业经营程度这三个因素对“系统性银行危机”具有较为一致的统计上显著的影响。当显性存款保险虚拟变量、银行自由度变量、银行集中度变量以及银行开放度变量（外资/银行总资产）作为控制变量分别纳入回归分析时，混业经营程度对“系统性银行危机”这一被解释变量的统计影响保持着极强的稳定性（三次在 5%水平上显著，仅一次在 10%水平上显著）；制度发展和通货膨胀水平这两个控制变量也分别在 5%和 10%左右的统计水平上保持着符号一致的显著性。由于“系统性银行危机”通常情况下是金融体系稳定性的一个负向指标，因此，上述结果说明：（1）混业经营程度对金融体系的稳定性有着统计上显著的正向影响，即一个国家对于银行从事混业经营的限制程度越大，那么该国发生系统性银行危机的可能性也越大，该国的金融体系稳定性相应地也越低；反之，一个国家对银行混业经营的限制越少，该国的金融体系越趋于稳定，发生系统性银行

危机的概率也越小。(2) 一国的宏观经济稳定状况倾向于与金融体系的稳定性有着同向相关关系, 即在宏观经济保持稳定的国家(本模型中表现为通货膨胀率的平均水平较低), 发生系统性银行危机的可能性也越小。(3) “制度发展” 作为反映一个国家腐败控制、监管质量、政治稳定性、法律规则、行政效率等内容的综合指标, 对金融体系的稳定性亦有正向影响, 即在一个制度发展越健全的国家(本模型中表现为“制度发展”指标值越大), 发生系统性银行危机的可能性越小, 相应的金融体系稳定性也越高。

当被解释变量为金融体系稳定性的另一个替代变量“较大的银行危机”时, 回归结果如表 2 所示。

表 2 金融体系稳定性 C_2 与混业经营程度的回归结果

	较大的银行危机	较大的银行危机	较大的银行危机	较大的银行危机	较大的银行危机
常数项 c	-0.220352 (-0.661175)	-0.223833 (-0.652922)	0.043338 (0.084804)	-0.198826 (-0.418457)	-0.271553 (-0.743246)
通货膨胀 (IF)	0.073299 (1.375069)	0.072317 (1.279814)	0.072235 (1.355556)	0.073351 (1.357747)	0.083912 (1.577305)
金融结构 (S)	-0.005602 (-0.432475)	-0.005426 (-0.403196)	-0.004994 (-0.385273)	-0.005463 (-0.410635)	-0.003251 (-0.252105)
制度发展 (IN)	-0.086899 (-0.787040)	-0.088854 (-0.761606)	-0.077622 (-0.684796)	-0.087622 (-0.779209)	-0.131231 (-1.094775)
混业程度 (R_{total})	0.377885 (3.051535)***	0.377585 (3.006413)***	0.353001 (2.776910)***	0.375098 (2.825748)***	0.411444 (3.126966)***
显性存款保险		0.008578 (0.059168)			
银行自由度			-0.056157 (-0.587054)		
银行集中度				-0.025160 (-0.064408)	
外资/银行资产					-0.400491 (-0.857300)
调整后 R^2	0.277422	0.257963	0.272332	0.257976	0.291090

注: 括号内为 t 统计量; ***表示在 1%置信水平上显著, **表示在 5%置信水平上显著, *表示在 10%置信水平上显著。

从表 2 可知, 当被解释变量成为“较大的银行危机”时, 在我们所考察的解释变量中, 呈现出统计显著性的仅“混业经营程度”这一项指标。不仅如此, 当显性存款保险虚拟变量、

银行自由度变量、银行集中度变量以及银行开放度变量（外资/银行总资产）作为控制变量分别纳入回归分析时，混业经营程度对“较大的银行危机”这一被解释变量的统计影响保持着极强的稳定性，始终在 1% 的统计水平上显著；相比之下，与表 1 的结果相比，当被解释变量为“较大的银行危机”而非“系统性银行危机”时，通货膨胀水平和制度发展这两个解释变量失去了统计上的显著性。上述结果说明：（1）当被解释变量为“较大的银行危机”而非“系统性银行危机”时，混业经营程度对金融体系的稳定性依然保持着统计上显著的正向影响，即一个国家对于银行混业经营的限制越少，该国的金融体系越趋于稳定，发生系统性银行危机的概率也越小；（2）当被解释变量为“较大的银行危机”而非“系统性银行危机”时，“通货膨胀水平”和“制度发展”这两个解释变量随之失去了统计上的显著性，这似乎表明在一个宏观经济状况不稳定、制度发展滞后的国家，其一般性的银行危机演变为系统性的银行危机的可能性也越大。

（二）基于“混业经营限制程度分解”（ R_1 、 R_2 、 R_3 和 R_4 ）的实证分析结果

前面我们已经说明，上述“混业经营程度（ R_{total} ）”指标是对“银行从事证券、保险、房地产业务和拥有非金融企业的限制程度的平均值”（即 R_1 、 R_2 、 R_3 和 R_4 的平均值）。因此，“混业经营程度（ R_{total} ）”可以作为一个国家对其银行从事混业经营许可度的一个总体指标，但却无法反映混业经营的内部结构具体是否会对金融体系的稳定性产生影响。下面我们通过对“混业经营程度（ R_{total} ）”分解还原为“对银行从事证券业务的限制程度”（ R_1 ）、“对银行从事保险业务的限制程度”（ R_2 ）、“对银行从事房地产业务的限制程度”（ R_3 ）、“对银行拥有非金融企业的限制程度”（ R_4 ），分别考察不同国家对银行混业经营范围的具体限制对其金融体系的稳定性有何具体影响。按照前面的思路，我们以“系统性银行危机”为被解释变量进行回归，统计结果见表 3。

表 3 金融体系稳定性 C_1 与银行业务范围限制程度的回归结果

	系统性银行危机	系统性银行危机	系统性银行危机	系统性银行危机	系统性银行危机
常数项 c	0.138026 (0.746833)	0.895574 (3.691805)***	0.446965 (1.650680)	0.083216 (0.418549)	-0.028265 (-0.087095)
通货膨胀 (IF)	0.060498 (1.230415)	0.063818 (1.161536)	0.085238 (1.548950)	0.077738 (1.595075)	0.090186 (1.737456)*
金融结构 (S)	0.006907 (0.584755)	0.008348 (0.643254)	0.008095 (0.610279)	0.000148 (0.012179)	0.005385 (0.426976)
制度发展 (IN)	-0.298002 (-3.309188)***	-0.395905 (-3.964691)***	-0.322198 (-2.874519)***	-0.248797 (-2.624997)**	-0.246493 (-2.292615)**
对从事证券限制 程度 (R_1)	0.250867 (3.086624)***				
对从事保险限制 程度 (R_2)		-0.096158 (-1.201376)			
对从事地产限制 程度 (R_3)			0.062464 (0.735717)		
对拥有非金融企 业限制程度 (R_4)				0.210028 (3.115646)***	
总的业务限制程 度 (R_{total})					0.257072 (2.131852)**
调整后 R^2	0.426488	0.308946	0.292773	0.428652	0.359324

注：括号内为 t 统计量；***表示在 1%置信水平上显著，**表示在 5%置信水平上显著，*表示在 10%置信水平上显著。

从表 3 可以看出，当“系统性银行危机”作为金融体系稳定性的替代变量时，“对银行从事证券业务的限制程度” (R_1)、“对银行从事保险业务的限制程度” (R_2)、“对银行从事房地产业务的限制程度” (R_3)、“对银行拥有非金融企业的限制程度” (R_4) 这四个解释变量对金融体系稳定性的影响呈现出不同的统计特征：(1)“对银行从事证券业务的限制程度” (R_1) 和“对银行拥有非金融企业的限制程度” (R_4) 这两个解释变量对金融体系的稳定性有着统计上十分显著的正向影响（显著性水平均为 1%），即一个国家对银行从事证券业务以及拥有非金融企业的限制程度越低，该国的金融体系越趋于稳定，发生系统性银行危机的概率也越小；(2)“对银行从事保险业务的限制程度” (R_2) 和“对银行从事房地产业务

的限制程度” (R_3) 这两个解释变量对金融体系的稳定性不存在统计上显著的影响；(3) 当 R_1 、 R_2 、 R_3 和 R_4 四个解释变量分别纳入统计方程时，“制度发展”指标始终保持着统计上一致的显著性（显著性水平始终在 5% 以下），这表明制度发展越滞后的国家，其发生系统性银行危机的可能性也越大。

同样地，当被解释变量为金融体系稳定性的另一个替代变量“较大的银行危机”时，回归结果如表 4 所示。

表 4 金融体系稳定性 C_2 与银行业务范围限制程度的回归结果

	较大的银行危机	较大的银行危机	较大的银行危机	较大的银行危机	较大的银行危机
常数项 c	0.291926 (1.411982)	0.846731 (3.170372)***	0.338398 (1.181575)	-0.049025 (-0.255619)	-0.220352 (-0.661175)
通货膨胀 (IF)	0.039343 (0.715276)	0.050504 (0.834914)	0.071269 (1.224475)	0.055008 (1.170056)	0.073299 (1.375069)
金融结构 (S)	-0.001832 (-0.138654)	0.000272 (0.019070)	-0.002858 (-0.203726)	-0.013170 (-1.123682)	-0.005602 (-0.432475)
制度发展 (IN)	-0.198057 (-1.966018)*	-0.270607 (-2.461417)**	-0.167012 (-1.408756)	-0.091843 (-1.004522)	-0.086899 (-0.787040)
对从事证券限制程度 (R_1)	0.232508 (2.557254)**				
对从事保险限制程度 (R_2)	-0.035554 (-0.403468)				
对从事地产限制程度 (R_3)	0.139237 (1.550534)				
对拥有非金融企业限制程度 (R_4)	0.305875 (4.703780)***				
总的业务限制程度 (R_{total})	0.377885 (3.051535)***				
调整后 R^2	0.232446	0.104192	0.153886	0.431414	0.277422

注：括号内为 t 统计量；***表示在 1% 置信水平上显著，**表示在 5% 置信水平上显著，*表示在 10% 置信水平上显著。

表 4 的统计结果与表 3 基本一致：“对银行从事保险业务的限制程度”（ R_2 ）和“对银行从事房地产业务的限制程度”（ R_3 ）这两个解释变量对金融体系的稳定性不存在统计上显著的影响；而“对银行从事证券业务的限制程度”（ R_1 ）和“对银行拥有非金融企业的限制程度”（ R_4 ）这两个解释变量则依然保持着对金融体系的稳定性统计上显著的正向影响（显著性水平分别为 5% 和 1%），即一个国家对于银行从事证券业务以及拥有非金融企业的限制程度越低，该国的金融体系越趋于稳定，发生系统性银行危机的概率也越小。除此之外，与表 3 相比，当 R_1 、 R_2 、 R_3 和 R_4 四个解释变量分别纳入统计方程时，“制度发展”指标的统计显著性并不稳定，这表明该解释变量对“较大的银行危机”的解释力在统计稳定上的效果要差于对“系统性银行危机”的解释力。

五、结论

通过对全球范围内具有代表性的 61 个国家的跨国数据进行实证分析，我们系统考察了混业经营程度对各个国家金融体系稳定性的影响。应该指出的是，金融体系的稳定性受诸多复杂因素的影响，尤其是我们使用的替代变量“银行危机”的发生情况更可能受到某些意外事件的影响。尽管如此，本研究的主要目标并不是对金融体系稳定性的决定因素进行全面考察，而主要致力于对混业经营与金融体系稳定性之间的相关关系进行统计分析，而各个控制变量的选择也主要根据已有文献的相关结果，其目的在于进一步评估混业经营与金融体系稳定性之间统计结果的稳定性和可靠性。通过实证分析，本研究的基本结论如下：

（1）混业经营程度对金融体系的稳定性有着统计上显著的正向影响，即一个国家对于银行从事混业经营的限制程度越大，那么该国发生系统性银行危机的可能性也越大，该国的金融体系稳定性也越低；反之，一个国家对于银行混业经营的限制越少，该国的金融体系越趋于稳定，发生系统性银行危机的概率也越小。

（2）就各个国家对银行混业经营的具体限制而言，一个国家对于银行从事证券业务以及拥有非金融企业的限制程度越低，该国的金融体系越趋于稳定，发生系统性银行危机的概率也越小；相比之下，一个国家对于银行从事保险业务的限制程度以及对银行从事房地产业务的限制程度的限制与金融体系的稳定性至少不存在统计上显著的相关关系。

（3）一国的宏观经济稳定状况倾向于与金融体系的稳定性有着同向相关关系，即在宏观经济保持稳定的国家，发生系统性银行危机的可能性也越小。

（4）一国的制度发展程度对金融体系的稳定性有正向影响，即在一个制度发展越健全的国家，发生系统性银行危机的可能性越小，相应的金融体系稳定性也越高。

（5）在一个宏观经济状况不稳定、制度发展滞后的国家，其一般性的银行危机演变为系统性的银行危机的可能性也越大。

参考文献

1. Allen, Franklin; Bartiloro, Laura and Kowalewski, Oskar. "Does Economic Structure Determine Financial Structure?", AFA 2007 Chicago Meetings Paper, 2007.
2. Barth, James R; Caprio, Gerard Jr. & Levine, Ross. "Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?" The World Bank Working Paper, 2000.
3. Beck, Thorsten; Demirguc-Kunt, Asli; and Levine, Ross. New database on Financial Development and Structure, World Bank mimeo, January 1999.
4. Beck, Thorsten; Levine, Ross; and Loayza, Norman. Finance and the Sources of Growth, World Bank mimeo, 1999.
5. Beck, Thorsten; Demirguc-Kunt, Asli and Maksimovic, Vojislav. "Bank Competition and Access to Finance: International Evidence," Journal of Money, Credit & Banking, June 2004.
6. Benston, George J. "The separation of commercial and investment banking: the Glass Steagall Act revisited and reconsidered". Oxford: Oxford University Press, 1990.
7. Demirguc-Kunt, Asli and Levine, Ross. "Stock Market Development and Financial Intermediary Growth: Stylized Facts," World Bank Economic Review, May, 1996.
8. Demirguc-Kunt, Asli and Maksimovic, Vojislav. "Law, Finance, and Firm Growth," Journal of Finance, December 1998, 53(6), pp.2107-2137.
9. Demirguc-Kunt, Asli; Karacaovali, Baybars & Laeven, Luc. "Deposit Insurance Around the World: A Comprehensive Database," The World Bank Working Paper, 2005.
10. Demirguc-Kunt, Asli and Levine, Ross. "Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons," World Bank Economic Review, 2000.
11. Fukuyama, F. Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity. New York, United States: Free Press. 1995.
12. Kroszner, Raghuram G. Rajan. "Is the Glass-Steagall Act justified? A study of the U.S. experience with universal banking before 1933," The American Economic Review, 1994, 84(4):810-832.
13. Kwast, M. "The impact of underwriting and dealing on bank return and risks," Journal of Banking and Finance, 1989 (13):101-125.
14. La-porta, Rafael; Lopez-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; and Vishny, Robert. W. "Law and Finance," Journal of Political Economy, December 1998, 106(6), pp.1113-1155.
15. Levine, Ross. "Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?" World Bank working paper, 2000.
16. Scholtens and Wensveen. "A critique on the theory of financial intermediation," Journal of Banking & Finance, 2000(24).
17. White, E. N. "Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks". Explorations in Economic History, 1986(23).