

## 中国的金融体系和法律<sup>\*</sup>

富兰克林·艾伦<sup>\*\*</sup> 钱 军<sup>\*\*\*</sup>  
温 馨<sup>\*\*\*\*</sup> 译

### China's Financial System and the Law

*Franklin Allen & Qian Jun*

*Translated by Wen Xin*

**说明:**本文为《北大法律评论》与《康奈尔国际法期刊》合作主题研讨“和而不同的中美商事法律关系”的专题论文。英文原文即将发表于《康奈尔国际法期刊》第 47 卷第 3 期(2014 年 11 月),中文译文由《北大法律评论》经论文作者授权组织翻译。若译文与论文原意不符,对原文修改、增加、遗漏造成了翻译错误,概由《北大法律评论》承担责任。

**内容摘要:**相较大多数发达经济体,法律在中国的金融体系中扮演着不同的角色。中国的金融体系是由庞大的银行部门主导的;股票市场在资源配置中的功能有限且缺乏效率。在支持整个经济增长方面,金融体系中最成功的部分,是由替代性融资渠道、治理机制和制度组成的影子银行部门。银行和市场

---

\* 感谢 Robert C. Hockett 和参会者饶有趣味且富有助益的评论。

\*\* 宾夕法尼亚大学沃顿商学院教授。

\*\*\* 上海交通大学上海高级金融学院教授。

\*\*\*\* 法学硕士,供职于光大证券。

共存能够为混合经济部门(非国有、非上市公司)的发展提供持续支持。

**关键词:** 银行 市场 影子银行

## 引言

在大多数金融体系中,法律起着至关重要的作用。金融要求贷方提供现时资金以换取对未来回报的承诺,法律则提供了赋予这种承诺可信性的途径。艾伦、钱军和钱美君(Allen、Qian & Qian,以下简称 AQQ)指出中国是一个例外。<sup>[1]</sup> 在过去大约三十五年里,中国已经发展成为最成功的经济体之一。2014年,国际货币基金组织预测,以购买力平价计算,中国将超越美国成为世界上最大的经济体。尽管正式的金融机构和市场运行效果较差,且支持其运行的法律体系效率低下,这一预测还是变为现实。

本文回顾了中国金融体系和与之相关的法律体系。几乎每个有效的金融体系都包括金融市场和金融中介(如银行部门),但在不同国家,这两种标准的金融部门作用于整个金融体系和经济的方式存在显著差异。对此,本文讨论了在中国,这两个部门中什么发挥了作用,什么没有发挥作用,并考虑了整个经济进一步发展会产生的影响;笔者也考察了影子金融部门,该部门在金融市场和银行部门之外运行,由非正统的替代性融资渠道、治理机制和制度等组成。

本文得出了关于中国金融体系及其未来发展的三个结论:

第一,研究中国的银行系统和金融市场并将其与发达国家和新兴经济体进行比较时,笔者发现,中国的金融体系是由庞大的银行系统主导的。尽管近年来内外资银行及其他金融机构不断进入且持续发展,中国的银行系统仍然主要由四大国有商业银行控制。近年来,“四大行”已经完成上市,而政府是最大的股东且拥有控制权。这种所有权结构在很大程度上帮助这些银行在2007—2009年全球金融危机中避免了处于危机中的诸多发达国家的主要金融机构遭遇的问题。鉴于中国和全球经济的不确定性,银行系统的持续改进,包括四大行之外的金融机构的进一步发展和针对生产性企业和项目的信贷扩大,短期来看将有利于中国金融体系的稳定。

第二个结论与中国的金融市场有关。中国内地的两个证券交易所,上海证券交易所(以下简称上交所)和深圳证券交易所(以下简称深交所)成立于1990年,其规模和重要性无法与银行部门相提并论;由于充满投机并深受内幕交易影响,其在资源配置方面也缺乏效率。股票市场在2013年末的发展水平,实质

[1] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun: “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *77 Journal of Financial Economics* 57 (2005).

上与1992年初没有太大差别。但近年来股票市场还是取得了一定的发展,展望未来,金融市场将在经济发展中发挥日益重要的作用。本文还讨论了几个有关扩大股票及其他金融市场规模和领域、改进其效率的事宜及潜在问题。

第三,AQQ发现,就促进整体经济增长而言,金融体系中最成功的部分,不是银行部门或金融市场,而是替代性融资渠道,如非正式金融中介、内部融资、贸易信贷以及由企业、投资者和地方政府组成的多种形式的联盟等。这一替代性体系近来通常被称为“影子银行体系”,其大多并不依赖法律的执行,而是依靠其他的执行机制,比如,产品和生产要素市场的竞争、信任、声誉和关系等。这些替代性金融部门共同支持了多种类型所有权结构的“混合经济部门”的发展。本文对“混合经济部门”的定义涵盖所有非国有、非上市企业,其中包括个体、私营企业和地方政府部分所有的企业(如乡镇企业)等。<sup>[2]</sup>混合经济的增长速度高于国有经济(国有企业以及中央政府拥有最终控制权的所有企业)和上市公司(公开上市交易的企业,其中大多数源自国有经济)。混合经济对中国经济增长贡献最多,且雇佣了大量劳动力,替代性金融部门与银行、市场的共存,为混合经济的发展提供了持续动力。

本文大量引述了我们先前的研究,包括AQQ和Allen同其他人共同完成的研究<sup>[3]</sup>。其余部分主要内容如下:第一部分主要回顾了中国金融体系的发展史,对中国金融体系进行一个总体上的描述,并将其与发达国家和其他发展中国家进行了比较;第二部分主要研究了中国的银行和中介部门及其随时间的变化;第三部分主要研究了金融市场的增长和违规行为,包括股票市场、上市公司等,同时考虑了开拓新市场和进一步发展现有市场的多项措施,以及上市公司治理的变化等;第四部分研究了影子金融部门——包括替代性融资渠道和治理机制——和混合所有制企业,鉴于这一金融部门和混合经济部门企业的成功,该部分还比较了将法律作为金融和商业基础的优势和劣势;第五部分是本文的结论。<sup>[4]</sup>

---

[2] 本文将地方政府部分所有的企业归入混合经济部门有两个原因:第一,尽管地方政府持有股权且有时所有权结构和产权并不清晰,这些企业的运营更接近营利性的私人所有企业而不是国有企业;第二,很多这类企业的地方政府股权已经私有化。

[3] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1]; Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “China’s Financial System: Past, Present, and Future”, in Loren Brandt & Thomas G. Rawski (eds.), *China’s Great Economic Transformation*, Cambridge University Press, 2008; Franklin Allen, Qian Jun, Zhang Chenying & Zhao Mengxin, “China’s Financial System: Opportunities and Challenges”, in Joseph P. H. Fan & Randall Morck (eds.), *Capitalizing China*, University of Chicago Press, 2012.

[4] 本文数据中涉及人民币换算成美元的部分,对于2005年以前发生的交易和事件,按1美元=8.28元人民币的汇率换算;对于2005年及该年之后的交易和事件,按当年年末汇率换算。

## 一、中国金融体系概述

### (一) 中国金融体系发展历史概述

1949年前,中国的金融体系已较发达。<sup>[5]</sup>在对这段时期的历史——包括作为20世纪前半叶亚洲金融中心之一的上海的崛起——的回顾中,一个关键的发现是,中国的商业和金融体系的发展总的来说是游离在正式法律体系之外的。例如,尽管20世纪早期在上海及其他主要沿海城市就已经出现西式法院,大部分与商业相关的纠纷仍然是通过诸如行会(商人组成的联盟)、家族和地方贤达<sup>[6]</sup>等法院外的机制解决的。在下文第四部分第(三)部分,本文将讨论前述非诉争端解决机制和公司治理机制隐藏在20世纪八九十年代混合经济相同领域的企业成功背后的现代翻版。与法律和司法机关相比,这些替代性机制在适应中国这样快速增长的经济体的变化时可能反应更为迅速。

1949年中华人民共和国成立后,所有之前开办的资本主义企业和机构于1950年国有化。1950—1978年间,中国金融体系由一个银行——中国人民银行——组成,该行由中央政府所有和控制、由财政部管理,既是中央银行,也是商业银行,控制了国家大约93%的金融资产,并处理几乎所有的金融交易。中国人民银行扮演着为物资生产计划提供金融服务的主要角色,同时通过“现金计划”和“信贷计划”控制消费市场的现金流和各分支机构间的资金转移。

第一个重要的结构性改变从1978年开始,至1984年结束。1979年末,中国人民银行从财政部分离出来成为一个独立实体,其部分商业银行业务由国有三大银行承接:中国银行<sup>[7]</sup>被授权专门从事涉及国际贸易和投资等的业务;原成立于1954年的中国人民建设银行从财政部独立出来,经营固定资产投资(尤

---

[5] 更多关于中华人民共和国成立前中国金融体系历史的描述,请参见 Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “China’s Financial System: Past, Present, and Future”, *supra* note [3]; 更多同时期中国金融体系的轶事,可参见 William C. Kirby: “China Unincorporated: Company Law and Business Enterprise in Twentieth-Century China”, 54 *Journal of Asian Studies* 43 (1995); Tahirih V. Lee, “Risky Business: Courts, Culture, and the Marketplace”, 47 *University of Miami Law Review* 1335 (1993).

[6] Stephanie Po-yin Chung 在其论文中对以家族为基础以及以社团为基础的合同执行机制进行了描述, see Stephanie Po-yin Chung, “Changes and Continuities. Evolution of a Chinese Family Business (1876—2004)”, 3 *Asia Europe Journal* 259 (2005). 通过研究在法院内外如何解决纠纷, Goetzmann 和 Köll 认为,1993年中国通过第一部《公司法》,尽管其旨在为商业活动提供更好的法律环境,但是并没有导致公司治理的实质改变,也没有为少数股东权利提供更好保护, see Goetzmann William & Köll Elisabeth, “The History of Corporate Ownership in China: State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control”, in Randall K. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005.

[7] 中国银行是中国目前仍在经营的历史最悠久的银行之一,其成立于1912年,开始是一家私有银行,专门处理外币相关业务。

其是工业领域)相关业务;中国农业银行恢复设立(1979年),经营所有农业领域的银行业务。中国人民银行被正式确立为中国的中央银行。至此,一个多层次银行体系形成。第四家国有商业银行——中国工商银行——于1984年成立,承接中国人民银行其余的商业银行业务。

在20世纪80年代大部分时间里,金融体系发展的特点可以概括为国行四大行外的金融中介迅速发展:地方银行(地方政府部分所有)在沿海的经济特区设立;在农业领域,农村信用合作社(类似美国的信用社)网络建立起来,受农业银行监督,城市区域则相应成立了城市信用合作社;信托投资公司(经营指定的银行和非银行服务,在存款和贷款业务方面严格受限)等非银行金融中介,也在这个时期开始出现并发展。

20世纪90年代,中国金融体系最有影响力的事件是中国股票市场的设立和成长。两个内地证券交易所(上交所和深交所)成立于1990年,总市值和交易量在20世纪90年代的大部分时间和近几年里快速增长。股票市场发展的同时,房地产市场也从20世纪90年代早期的零起步发展到规模与股票市场相当。<sup>[8]</sup>过去十年,股票和房地产市场都经历了大幅回调,呈现市场波动大、投资者行为短期化、投机性强的特点。

这些现象的出现部分归因于支持性法律网络和制度的发展相对于市场的滞后。例如,1986年中国第一部试行的《企业破产法》(规制国有企业)通过,但正式的《公司法》直到1994年才生效。该版本的《公司法》适用于所有承担有限责任的公司、上市公司、外国公司的分支机构,还规定了这些公司和机构的组织结构、证券发行和交易、会计、破产清算、收购兼并。<sup>[9]</sup>2006年8月,新《破产法》通过并于2007年6月1日起生效。下文第三部分将对股票市场和房地产市场的现状以及存在的问题进行概要分析。

1997年亚洲金融危机之后,金融部门的改革主要集中于国有银行尤其是不良贷款的问题,专门监管银行业的中国银行业监督管理委员会(以下简称银监会)也是在这个背景下成立的。第二部分会对这个问题进行进一步讨论。2001年12月,中国加入WTO,标志着一个新时代的开端,我们可以持续注意到来自国外的金融机构日益激烈的竞争和更为频繁、更大规模的资本流动;未来,上海自由贸易区的发展,会进一步强化这种来自国外的竞争的重要影响。

一个发达的金融体系包含诸多因素,其中一个重要特征是机构投资者扮演

---

[8] 2007年末,两个证券交易所(上交所和深交所)的总市值大约为4.48万亿美元,而房地产市场总投资约为3.12万亿美元。详见CEIC数据库,上海证券交易所网站,<http://www.sse.com.cn>,深圳证券交易所网站,<http://www.szse.cn>,最后访问日期2014年7月28日,以及中国房地产统计年鉴。

[9] 详见中国证券监督管理委员会(CSRC)网站,<http://www.csrc.gov.cn>,最后访问日期2014年7月28日。

了关键角色。在中国,机构投资者出现于 20 世纪 90 年代后期:第一支封闭式基金成立于 1998 年,投资者初始投资后就不能赎回;第一支开放式基金成立于 2001 年,投资者可以自由赎回(受份额限制)。截至 2013 年 11 月,共有 88 家基金公司管理了 1,533 支基金,其中 1,494 支为开放式基金,其余为封闭式基金。1998 年,基金净值总额为 110 亿人民币(13 亿美元),2013 年 12 月增长到 2.8 万亿人民币(4,520 亿美元),但与银行部门的资产相比规模仍然较小。2003 年,一些合格境外投资者(QFII)进入中国资产管理行业,通过与中国公司合资的方式经营;2011 年,中国批准了部分机构的人民币境外合格投资者(RQFII)资格,允许 QFII 在事先批准的额度内投资中国股票和债券市场。另一方面,2006 年 7 月中国开始允许合格境内投资者(QDII)投资海外市场。到 2013 年 11 月,共有 251 家 QFII 基金获批总计 495 亿美元投资额度,55 家 RQFII 基金获批总计 1,446 亿美元投资额度,115 家 QDII 基金获批总计 813.8 亿美元投资额度。

在国家层面,为充分利用国家外汇储备获取收益,中国在 2007 年 9 月成立中国投资有限责任公司(以下简称“中投公司”),成立时财政部即划拨 2,079.1 亿美元外汇储备归中投公司管理。中投公司偶尔公告其投资情况,但其投资策略的整体透明度比较低。中投公司成立以来作出了一些激进的投资决策,包括众所周知的对私募股权基金黑石集团的 30 亿美元(pre-IPO)投资、对摩根士丹利的 50 亿美元投资(通过强制性可转换债券的形式,可转换为大约 10% 的公司股权)。

由于资本受限和养老金管理体系固有问题的影响,养老基金在股票或债券市场中并没有扮演重要的角色。<sup>[10]</sup> 随着人口迅速老龄化和居民可支配收入的增长,多支柱的养老金体系的进一步发展——包括劳动者个人缴费部分(免税)的养老保险个人账户可以直接投资金融市场——将有利于金融财政体系的发展和社会的稳定。

图 1 描绘了整个金融体系当前的结构。下文将描述并研究金融体系的每一个主要部门,在银行、中介和金融市场这样的标准部门外,本文将证明影子银行部门的重要性。<sup>[11]</sup>

---

[10] 更多关于中国养老金体系的细节, see Martin Feldstein, “Social Security Pension Reform in China”, 10 *China Economic Review* 99 (1999); Martin Feldstein, “Banking, Budgets, and Pensions: Some Priorities for Chinese Policy”, speech at the *China Development Forum 2003* hosted by the Development Research Center of the State Council of the People’s Republic of China, at <http://www.nber.org/feldstein/chinaforum5.pdf>. 最后访问日期 2014 年 7 月 28 日; Martin Feldstein & Jeffrey Liebman, “Realizing the Potential of China’s Social Security Pension System”, in Jiwei Lou, Shuilin Wang (eds.), *Public Finance in China: Reform and Growth for a Harmonious Society*, World Bank Publications, 2006, pp. 309—313.

[11] 受篇幅所限,本文没有涵盖中国的“外资部门”,对该等部门的历史及其在促进经济增长中所发挥的作用的讨论, see Eswar Prasad & Shang-Jin Wei, “The Chinese Approach to Capital Flows: Patterns and Possible Explanations”, in Sebastian Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies*, University of Chicago Press, 2007.

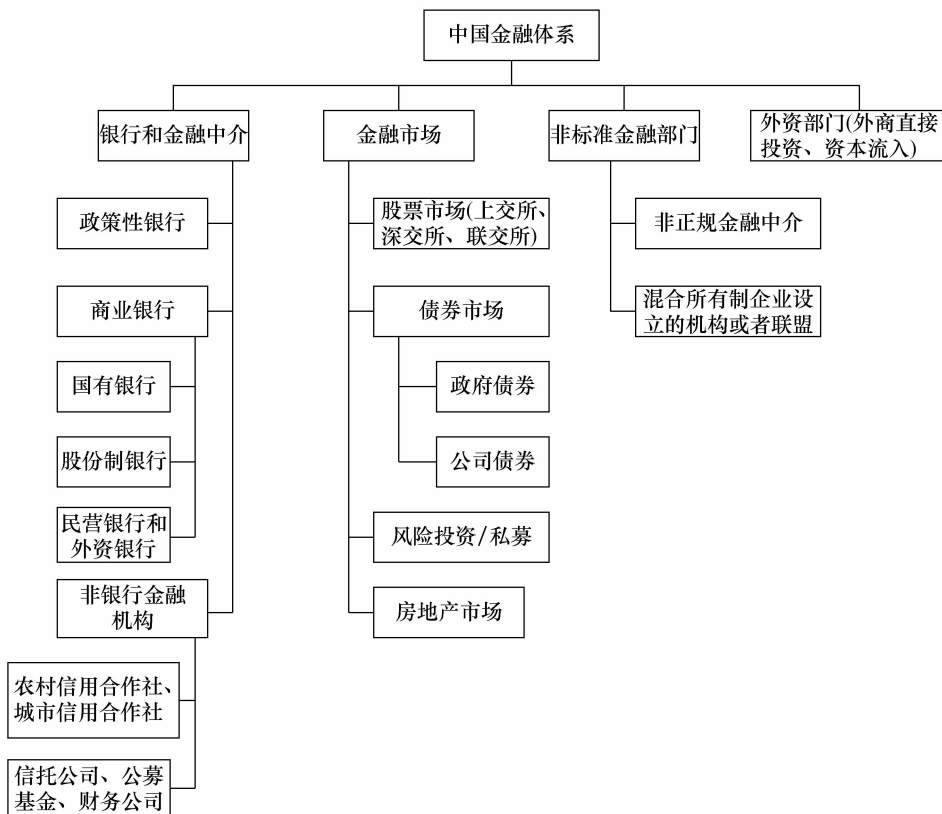


图 1 中国金融体系概览

## (二) 金融体系的规模和效率: 银行、市场和替代性金融

表 1 比较了中国和其他主要新兴经济体的金融体系, 衡量银行和市场的规模和效率的指标选自 Levine、Demirgüç-Kunt 等人的研究<sup>[12]</sup>, 数据来自世界银行全球金融发展数据库。本文列示了 2001—2011 年各个新兴经济体国家的平均数和所有(除中国外)其他新兴经济体的平均数。本文首先对一国银行和股权市场相对于该国国内生产总值(GDP)的规模进行了比较。2001—2011 年间, 中国的股票市场按总市值计算相当于 GDP 的 63%, 略高于其他主要新兴经济体该指标的均值(57%)。“交易额”相较“市值”可能更能反映市场的实际规模, 因为后者包括非流通股或者几乎不交易的流通股。考虑到上述因素, 中国的股票市场规模(相当于 GDP 的 82%)显著高于其他新兴经济体的均值(平均

[12] Ross Levine, “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?”, 11 *Journal of Financial Intermediation* 398 (2002); Asli Demirgüç-Kunt & Ross Levine (eds.), *Financial Structure and Economic Growth: Cross-country Comparisons of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, 2001.

表1 金融体系比较: 银行和市场(2001—2011)

国家	银行和金融市场的规模					结构指数: 金融市场 vs. 银行*					金融发展** (银行和金融市场部门)		
	银行信贷/GDP	不良贷款/贷款总额	交易额/GDP	市值/GDP	结构活动	结构规模	结构效率	结构监管	金融活动	金融规模	金融效率	金融规模	金融效率
中国	1.11	0.11	0.82	0.63	-0.13	-0.24	-1.17	16	-0.04	-0.15	0.88	-0.15	0.88
阿根廷	0.13	0.07	0.03	0.36	-0.68	0.44	-1.59	7	-2.44	-1.33	-0.42	-1.33	-0.42
巴西	0.36	0.04	0.25	0.51	-0.16	0.16	-1.72	10	-1.06	-0.74	0.82	-0.74	0.82
埃及	0.45	0.18	0.20	0.50	-0.36	0.05	-1.04	13	-1.06	-0.65	0.03	-0.65	0.03
印度	0.38	0.05	0.60	0.62	0.20	0.21	-1.48	10	-0.65	-0.63	1.05	-0.63	1.05
印度尼西亚	0.22	0.09	0.13	0.28	-0.22	0.11	-1.61	—	-1.54	-1.21	0.18	-1.21	0.18
马来西亚	1.08	0.09	0.40	1.31	-0.43	0.09	-0.93	10	-0.36	0.15	0.65	0.15	0.65
墨西哥	0.16	0.03	0.07	0.27	-0.33	0.24	-2.13	12	-1.95	-1.37	0.43	-1.37	0.43
巴基斯坦	0.24	0.14	0.50	0.23	0.32	-0.02	-1.51	10	-0.93	-1.27	0.56	-1.27	0.56
秘鲁	0.21	0.06	0.03	0.44	-0.86	0.33	-1.59	8	-2.24	-1.05	-0.31	-1.05	-0.31
菲律宾	0.28	0.10	0.08	0.47	-0.51	0.23	-1.32	7	-1.63	-0.89	-0.08	-0.89	-0.08
俄罗斯	0.28	0.05	0.31	0.54	0.05	0.28	-1.56	—	-1.06	-0.82	0.79	-0.82	0.79
南非	0.69	0.03	0.92	2.03	0.12	0.47	-1.19	8	-0.20	0.15	1.46	0.15	1.46
斯里兰卡	0.28	—	0.03	0.18	-0.95	-0.18	—	7	-2.07	-1.30	—	-1.30	—
泰国	0.96	0.09	0.49	0.59	-0.29	-0.21	-1.28	9	-0.33	-0.24	0.75	-0.24	0.75
土耳其	0.24	0.08	0.39	0.26	0.20	0.04	-1.68	12	-1.03	-1.19	0.69	-1.19	0.69
新兴经济体均值	0.40	0.08	0.29	0.57	-0.26	0.15	-1.47	9.46	-1.23	-0.83	0.47	-0.83	0.47

注:

\* 结构指数用来衡量一国金融体系是市场主导型还是银行主导型,其数值越高,该国金融体系越偏向于市场主导型。具体的,“结构活动” =  $\ln(\text{交易额}/\text{银行信贷})$ , 衡量银行信贷相对于市场交易量的规模; “结构规模” =  $\ln(\text{市值}/\text{银行信贷})$ , 衡量市场相对于银行的规模; “结构效率” =  $\ln[(\text{市值}/\text{GDP}) \times (\text{银行不良贷款}/\text{银行贷款总额})]$ , 衡量市场之于银行的相对效率; 最后, “结构监管”是四类监管限制打分的总计, 或者说允许商业银行参与证券、公司和房地产市场的程度: 1分是无限制; 2分是允许通过子公司进入; 3分是不允许子公司进入全部领域; 4分是严格禁止。

\*\* 金融发展变量用来衡量整个金融体系(银行和市场部门合计), 其数值越高, 金融体系规模越大或越有效率。具体地, “金融活动” =  $\ln(\text{总交易额}/\text{私人信贷比率})$ , “金融规模” =  $\ln(\text{总交易额}/\text{银行私人信贷比率})$ , “金融效率” =  $\ln(\text{总交易额}/\text{银行贷款率})$ 。



相当于 GDP 的 29%)。类似地,根据发放给非国有部门的总银行信贷计算,2001—2011 年中国银行体系的信贷规模相当于 GDP 的 111%,明显高于其他新兴经济体的均值(平均相当于 GDP 的 40%)。然而,中国的大部分银行信贷流向了国有企业,仅有小部分流向混合经济部门企业(更多的证据如后);此外,中国不良贷款占有所有贷款的比例也高于其他新兴经济体的均值(中国为 11%,其他新兴经济体均值为 8%),表明银行部门仍有改进效率的空间。<sup>[13]</sup>

表 1 中“结构指数”一栏比较了金融市场相对银行的重要性,数值越低表明银行相比市场越重要。中国的“结构规模”数值为负,表明总市值规模小于银行信贷规模,该数值也低于其他新兴经济体的均值;“结构活动”数值为负,表明市场交易额仍然小于银行信贷规模,该数值比其他新兴经济体均值略大。这些数值总体表明,包括中国在内的大多数新兴经济体的金融体系都是银行主导型的。“结构效率”指标表示市场相对银行的效率,中国的数值高于大部分其他发展中国家,表明与其他国家相比,中国的银行相对于市场效率更低。“结构监管”指标(基于 2005 年的数据)用来衡量限制商业银行参与商业借贷以外的经营活动的程度,中国的数值为 16,高于大多数其他国家,表明中国的商业银行在其他领域经营方面面临较严的法律限制。

本文还比较了金融体系的发展(“金融发展”指标),既包括银行也包括市场(表 1 的最后三栏)。中国金融市场的整体规模,根据“金融活动”指标和“金融规模”指标测算,都高于其他新兴经济体的均值。“金融效率”方面,中国的指标也高于其他新兴经济体的均值。基于过去十年的证据,我们可以得出一个结论:中国的银行和市场,或者说金融体系的正式部门,(相对于其经济规模)大于其他主要新兴经济体或与其他新兴经济体相当;然而,银行部门并没有向第四部分所言的作为中国经济活跃板块的混合经济投放很多信贷。

一个与银行和市场规模相关的问题是,大部分企业从何处获得资本和融资?如 AQQ 指出的,就企业固定资产投资而言,中国所有企业四个最重要的融资来源分别是(国内)银行贷款、企业自筹、国家预算拨款和外商直接投资,其中,企业自筹和银行贷款占最大比重。企业自筹资金可以归为替代性金融(非银行、非金融市场融资)的类别,其包括从地方政府(预算外)、团体和其他投资者筹集的资金,从内部融资渠道(如留存收益和所有其他企业内部)筹集的资金。1994—2012 年,所有企业自筹资金的总规模年均增长 20.6%,到 2012 年底达到 5.3204 万亿美元,而该年度国内银行贷款总额仅 8,203 亿美元。必须

[13] Ross Levine 使用银行间接成本/总资产来衡量银行部门的效率,并用这一指标计算“结构效率”和“金融效率”指标。See Ross Levine, “Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?”, *id.* 然而,世界银行金融数据库不再报告间接成本/总资产比率,本文用不良贷款率作为效率的替代指标,并用该变量定义表 1 的其他效率指标。

指出的是,发行股票和债券融资也属于企业自筹(但是归类为正式外部融资),然而仅适用于上市公司,在自筹中仅占很小比例。<sup>[14]</sup>

上市公司板块迅速发展的同时,国有企业则呈现下滑趋势,这些企业的私有化仍在进行中。大约 30% 的上市公司融资来自银行贷款,且这一比例始终保持稳定。大约 45% 的上市公司融资是企业自筹的,包括内部融资和发行股票、债券融资。此外,依赖外部市场的股票和债券销售,相比内部融资和其他形式的筹资,占筹集资金的比重很小。鉴于企业自筹也是国有企业最重要的融资来源(占 45% 到 65%),我们可以得出一个结论:即使对国有企业和上市公司而言,替代性融资渠道也是很重要的。

另一个不足为奇的结论是:企业自筹资金在混合经济部门发挥了更重要的作用,占筹资总额的比例接近 60%;而作为混合经济部门子集的个人所有的公司,90% 的融资都依赖于自筹。这里自筹包括各种形式的内部融资,来自创业者和管理人家庭及亲友的融资、私募股权融资和贷款等。这类企业经营所处的环境与国有企业和上市公司相比,法律、金融机制和监管可能更薄弱,因此融资的运作方式与国有企业和上市公司有所不同,与发达国家也不同。

## 二、银行和中介部门

本部分主要研究中国的银行和中介部门的现状,在回顾关于银行存贷款的总体数据后,笔者研究了非国有银行和金融中介发展的数据。

### (一) 银行存贷款的总体数据

和其他亚洲国家一样,中国的居民储蓄率在整个改革时期都很高。由于经济持续增长、个人收入迅速增加而投资机会有限,从 20 世纪 80 年代中期开始,来自个人的银行存款总额一直快速增长也就不足为奇了。

由图 2-A 可知,从 20 世纪 80 年代后期开始,城市居民贡献了最多的存款(大约 50%),企业存款(包括来自所有三大部门农业、工业与服务的企业)是第二重要的来源,来自政府机构和组织(包括非营利和营利性组织,表中没有单独列示)的存款占比则一直稳定下降。

表 2-A 比较了 1997—2012 年中国、日本、韩国、印度的储蓄和银行存款总额。从定期和储蓄存款/GDP 的比率看,中国保持着最高或第二高的水平(近年来平均超过 90%),而日本在总量上保持领先。根据银行存款的细分数据,到目前为止,计息“储蓄存款”是中国最重要的存款形式,为银行贷款和其他形式的投资提供了重要来源。

[14] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun: “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1]; Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “China’s Financial System: Past, Present, and Future”, *supra* note [3].

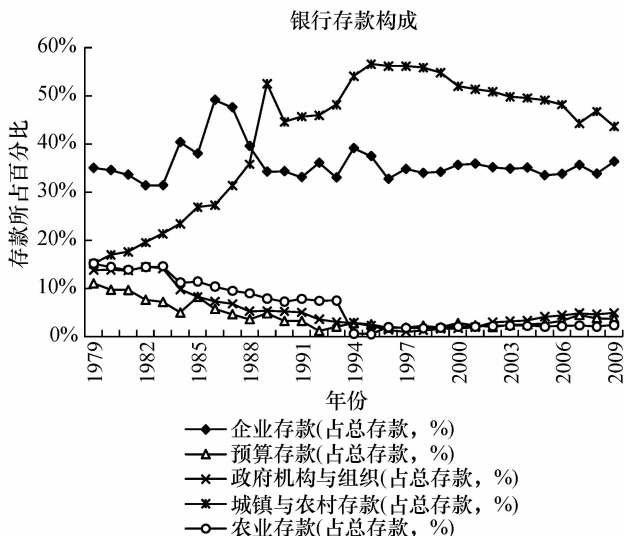


图 2-A 中国银行存款的来源

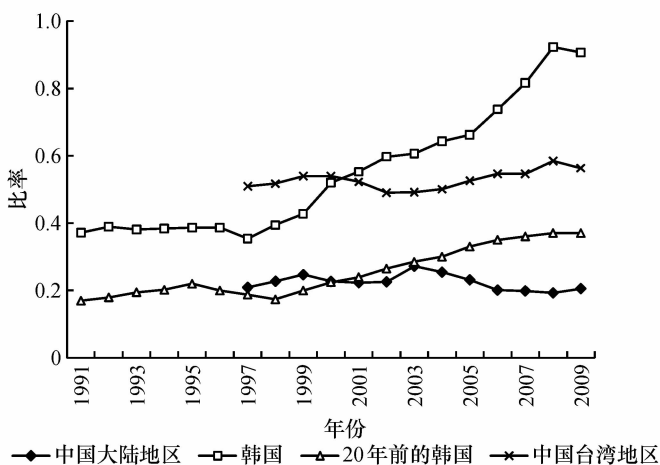


图 2-B 银行信贷总额流向私营部门和混合经济部门的比较

图 2-B 比较了中国流向混合经济部门企业,我国台湾地区和韩国流向私人所有企业(包括那些已经上市的)(非国有)银行信贷占 GDP 的比率。本文还列示了韩国在 20 世纪七八十年代其经济高速发展期的银行信贷比率(横轴上的某一具体年份减去 20 年即表示 20 年前的韩国对应的时期)。可以看到,1991—2009 年间,中国混合经济部门银行信贷的规模和增长,远低于同时期台湾地区和韩国(私人银行信贷)的数据,但与 20 年前的韩国很相似。

表 2-A 储蓄和存款总额对比 (单位:十亿,美元)

国家	类型	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
中国	活期存款*	320	391	465	533	647	777	899	1030	1265	1671	1931	2683	3337	3778	4038
	储蓄存款**	606	674	722	820	961	1143	1445	1748	2069	2363	3187	3811	4556	5575	6540
	定期存款***	100	114	136	171	199	253	307	410	676	878	1205	1661	2153	2633	3115
	定期和储蓄存款/GDP	68%	73%	72%	75%	80%	85%	91%	95%	101%	92%	100%	114%	111%	110%	117%
日本	活期存款	1793	2259	2073	1838	2567	3523	3795	3541	3523	3683	4560	—	—	—	—
	定期、储蓄和外币存款	7921	8997	8059	5351	5383	5416	5448	4642	4536	4778	6160	—	—	—	—
	定期和储蓄存款/GDP	181%	185%	184%	142%	131%	118%	114%	109%	106%	106%	110%	—	—	—	—
韩国	活期存款	18	22	23	27	36	38	46	54	67	66	50	63	68	71	80
	定期、储蓄和外币存款	185	251	289	315	383	410	467	485	546	543	471	574	681	731	825
	定期和储蓄存款/GDP	46%	54%	61%	64%	63%	64%	58%	57%	56%	52%	58%	63%	66%	68%	69%
印度	活期存款	24	28	31	32	35	44	60	71	89	114	96	119	145	122	118
	定期、储蓄和外币存款	140	161	175	198	235	277	333	368	460	647	653	800	983	987	1079
	定期和储蓄存款/GDP	34%	36%	39%	42%	45%	45%	45%	45%	47%	51%	56%	58%	57%	59%	59%

注:

\* 账户余额可以根据客户需要提取(例如,开具支票);

\*\* 可以提取但不能当货币用的计息账户(例如,不能开具支票);

\*\*\* 定期储蓄账户或定期存单。

数据来源:IMF 和 CEIC 数据库。

表 2-B 银行贷款分类

(年末数,单位:十亿,人民币)

年度	贷款总额	短期贷款	工业贷款	商业贷款	基础设施/建设贷款	农业贷款	乡镇企业贷款	民营企业贷款	合资合作企业贷款
1994	3,997.60	2,694.87	994.83	1,050.98	61.72	114.39	200.24	15.59	79.23
1995	5,054.41	3,337.20	1,177.47	1,283.71	79.93	154.48	251.49	19.62	99.91
1996	6,115.66	4,021.00	1,421.33	1,533.26	97.38	191.91	282.19	27.98	134.63
1997	7,491.41	5,541.83	1,652.66	1,835.66	159.11	331.46	503.58	38.67	189.10
1998	8,652.41	6,061.32	1,782.15	1,975.24	162.87	444.42	558.00	47.16	248.75
1999	9,373.43	6,388.76	1,794.89	1,989.09	147.69	479.24	616.13	57.91	298.58
2000	9,937.11	6,574.81	1,701.93	1,786.85	161.71	488.90	606.08	65.46	304.98
2001	11,231.47	6,732.72	1,863.67	1,856.34	209.96	571.15	641.30	91.80	326.35
2002	13,129.39	7,424.79	2,019.05	1,797.31	274.80	688.46	681.23	105.88	269.74
2003	15,899.62	8,366.12	2,275.60	1,799.44	300.21	841.14	766.16	146.16	256.94
2004	17,819.78	8,684.06	2,389.66	1,707.41	278.01	984.31	806.92	208.16	219.84
2005	19,469.04	8,744.92	2,251.67	1,644.76	298.37	1,152.99	790.18	218.08	197.53
2006	22,534.72	9,853.44	2,865.4	1,667.15	361.26	1,320.82	622.20	266.76	183.27
2007	26,169.09	11,447.79	3,362.33	1,783.33	374.19	1,542.93	711.26	350.77	206.91
2008	30,339.46	12,518.17	3,614.29	1,773.22	368.46	1,762.88	745.4	422.38	227.08
2009	39,968.48	14,661.13	3,876.92	1,948.33	364.68	2,162.25	902.9	712.10	218.03
2010	47,919.56	16,623.34	—	—	—	—	—	—	—
2011	54,794.67	20,313.26	—	—	—	—	—	—	—
2012	62,990.96	24,827.28	—	—	—	—	—	—	—

数据来源:中国统计年鉴,CEIC 数据库(1985—2012)。

表 2-B 根据期限、贷款目的和借款人类型对 1994—2009 年间中国的银行贷款进行了细分。<sup>[15]</sup> 有一个从短期到长期贷款的转换(开始两栏),大部分贷款流入了制造业国有企业(“工业贷款”和“商业贷款”)。大部分“基础设施/建设贷款”(总的贷款中较小的一部分)是为政府发起项目提供资金,而“农业贷款”的规模小得多。更重要的是,对属于混合经济部门的乡镇企业、私人和集体所有制企业、合资企业(最后三栏)的贷款规模也小得多。

## (二) 非国有金融中介的增长

非国有银行和其他(国有和非国有)金融机构的发展有利于中国未来形成一个稳定有效的金融体系。除了有利于提升银行体系的整体效率外,这些金融机构还为混合经济的发展提供了资金支持。

### 1. 近来影子银行的发展

由于实体经济对资金存在大量需求,影子银行,包括信托贷款、委托贷款、小额贷款公司贷款、公司债券和非正式融资等,自 2009 年开始迅猛增长。公司债券的发展、非正式融资将分别留待第三、四部分讨论,本部分将详细阐述信托贷款、委托贷款和小额贷款公司贷款的发展趋势。银行理财产品的增长也反映了影子银行体系的发展,本文没有将理财产品归入影子银行,因为会有重复计算。

由于银行体系贷款额度有限而实体经济资金需求量较大,2009 年以来,通过影子银行的融资增长迅猛。首先,本文研究委托贷款、信托贷款和公司债券,这些都包括在社会融资总量里。社会融资总量的概念,最早是中国人民银行副行长胡晓炼在 2010 年 12 月 24 日的一次演讲中提出的,这是一个流动性指标,涵盖了本币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票、公司债券融资净额、非金融企业股权融资等。2011 年 1 月中国人民银行在《2010 年第四季度中国货币政策执行报告》中详细阐释了这个概念的统计细节和含义<sup>[16]</sup>,并开始就该指数公告月度数据。从那以后,该指数就被视为中国最重要的货币指数之一,因为传统的货币指数(如 M2)并未将所有社会融资来源纳入统计。

表 3-A 为 2002—2012 年中国社会融资总量的分类数据。这一时期,信托贷款、委托贷款、公司债券融资净额年平均增长率位列前 3 名,分别为 58.0%、53.7% 和 51.0%。2002—2012 年社会融资总量的年均增长率为 22.9%,大大高于同期 M2 的年均增长率(18.3%)和未偿还银行贷款余额(17.0%),表明其

[15] 由于中国人民银行 2010 年根据贷款目的和借款人改变了银行存款的分类方法,从那以后,笔者无法获得在旧的分类下的持续数据。

[16] “社会融资总量”的概念,被中国人民银行定义为一定时期实体经济从金融体系获得的资金总量,其衡量包括金融机构、中国居民和非金融实体等国内资金方提供的资金,给借方和贷方都提供了一个视角。社会总额不包括用于政府支出和弥补赤字的国债收入,也不包括外商直接投资和海外债券等所有外国相关项目。

表 3-A 中国社会融资总量分类 (单位:十亿,人民币)

年度	社会融资总量	本币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	银行承兑票据	企业债券融资净额	非金融企业权益融资
2002	2,011.20	1,847.50	73.1	17.5		-69.5	36.7	62.8
2003	3,411.30	2,765.20	228.5	60.1		201.1	49.9	55.9
2004	2,862.90	2,267.30	138.1	311.8		-29	46.7	67.3
2005	3,000.80	2,354.40	141.5	196.1		2.4	201	33.9
2006	4,269.60	3,152.30	145.9	269.5	82.5	150	231	153.6
2007	5,966.30	3,632.30	386.4	337.1	170.2	670.1	228.4	433.3
2008	6,980.20	4,904.10	194.7	426.2	314.4	106.4	552.3	332.4
2009	13,910.00	9,594.20	926.5	678	436.4	460.6	1,236.70	335
2010	14,019.00	7,945.10	485.5	874.8	386.5	2,334.60	1,106.30	578.6
2011	12,829.00	7,471.50	571.2	1,296.20	203.4	1,027.10	1,365.80	437.7
2012	15,763.00	8,203.80	916.3	1,283.80	1,284.50	1,049.90	2,255.10	250.8

资料来源:2002—2012年中国人民银行的统计数据 and CEIC 数据库。

他渠道的融资近年来大幅增长。到 2012 年,人民币和外币贷款占社会融资总量的 57.9%,而委托贷款、信托贷款、公司债券融资净额仅分别占 8.1%、8.1%、14.3%,但处于上升趋势。除此之外,小额贷款公司的贷款自 2010 年以来也在快速增长。到 2013 年 9 月,小额贷款公司未偿还贷款余额达到 7,535 亿人民币<sup>[17]</sup>,2011—2013 年季度平均增长率为 13.0%。小额贷款公司数量也从 2010 年 12 月的 2,614 家增加到 2013 年 9 月的 7,398 家。

影子银行信贷的高增长是由以下因素决定的:第一,近年来银行贷款利率低于产出的增长率,但是,银行贷款额度仍然受监管要求的限制。因此,资金的需求量远大于银行贷款的供给量。在这种情况下,影子银行得以迅速发展以满足实体经济的资金需求。第二,由于对房地产贷款的控制,房地产和地方政府融资平台的资金需求无法得到满足。这种情况下,房地产企业只能通过信托贷款或其他融资渠道获取资金。第三,从 1979 年起,除 1984—1986 年、1988 年和 1997 年等个别年份外,银行存款增长率长期以来都大大低于贷款增长率。2009 年起,相反的情况开始出现。一部分原因是受限制的存款利率和中国居民相对更高的金融资产回报率要求之间的矛盾;另一部分原因则是 2009 年后贸易顺差和资本流入的下滑,由此,外汇结算衍生的存款开始下降,为满足银监

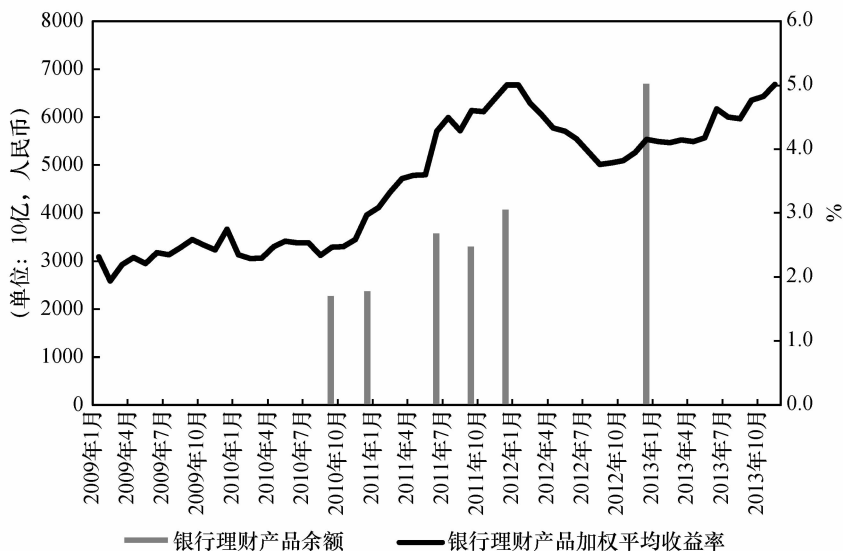


图 2-C 银行理财产品晚近的发展(2009—2013)

数据来源:CEIC 数据库。

注:本图的右边竖轴的数据改为 6%、5%、4%、3%……

[17] 由于小额贷款公司的快速增长,从 2010 年第四季度开始,中国人民银行开始按季度公布关于小额贷款公司的报告。



会对存贷款比的要求,银行不得不通过发行理财产品筹集资金。从2010年底到2012年,银行理财产品资金余额从2.265万亿增加到6.7万亿(图2-C),平均回报率在2.5%到5.0%之间浮动。<sup>[18]</sup>

## 2. 其他非国有银行的发展

表 3-B 中国的国有和私有银行 (单位:十亿,人民币)

年度	银行的类型	总资产	存款总额	未偿还 贷款余额	利润*	不良贷款率 (%)
2012	五大银行**	60,040.00	—	—	754.6	1
	其他商业银行	35,874.00	—	—	—	—
	1) 股份制银行	23,527.00	—	—	136.8	0.7
	2) 城市商业银行	12,347.00	—	—	252.6	0.8
	外资银行	2380.4	1307.2	—	16.34	0.5
	城市信用合作社	—	3.3(-Sep.)	—	—	—
	农村信用合作社	7,953.50	5,974.00	—	65.4	—
2011	五大银行	53,634.00	—	—	664.7	1.1
	其他商业银行	28,363.50	—	—	—	—
	1) 股份制银行	18,379.00	—	—	200.5	0.6
	2) 城市商业银行	9,984.50	—	—	108.1	0.8
	外资银行	2153.5	1220.2	934.63	16.7	0.4
	城市信用合作社	3	5.5	3.46	0.02	—
	农村信用合作社	7,204.70	5,570.30	3955.12	53.1	—
2010	五大银行	46,894.00	—	—	515.1	1.3
	其他商业银行	22,756.60	—	—	—	—
	1) 股份制银行	14,904.00	—	—	135.8	0.7
	2) 城市商业银行	7,852.60	—	—	77	0.9
	外资银行	1742.3	967.7	818.54	11.9	0.5
	城市信用合作社	2.2	9.7	6.78	0.01	—
	农村信用合作社	6,391.10	5,050.00	3601.63	23.3	—

[18] 银行理财产品的平均收益率由中国社会科学院金融研究所发布。银根较紧时,一年期左右产品的平均收益率可以达到7.0%,某些股份制银行的产品平均收益甚至高于中国人民银行暂停回购业务那段特殊时期。

(续表)

年度	银行的类型	总资产	存款总额	未偿还 贷款余额	利润*	不良贷款率 (%)
2009	五大银行	40,089.00	29,506.50	20,151.70	400.1	1.8
	其他商业银行	17,465.00	15,041.50	9,606.60	—	—
	1) 股份制银行	11,785.00	10,548.70	6,707.40	92.5	1
	2) 城市商业银行	5,680.00	4,492.80	2,899.20	49.7	1.3
	外资银行	1,349.20	668.8	727.1	6.5	0.9
	城市信用合作社	27.2	39.5	—	0.2	—
	农村信用合作社	5,492.50	4,742.10	5,421.30	22.8	—
2008	五大银行	31,836.00	23,696.10	15,029.30	354.2	2.8
	其他商业银行	12,941.20	11,072.20	7,162.40	—	—
	1) 股份制银行	8,809.20	7,801.80	5,054.50	84.1	1.3
	2) 城市商业银行	4,132.00	3,270.40	2,107.90	40.8	2.3
	外资银行	1,344.80	533.5	762.1	11.9	0.8
	城市信用合作社	80.4	76.2	—	0.62	—
	农村信用合作社	5,211.30	4,173.60	3,753.20	21.9	—
2007	五大银行	28,007.00	20,067.70	13,850.90	246.6	8.05
	其他商业银行	10,589.90	9,023.30	5,684.40	—	—
	1) 股份制银行	7,249.40	6,432.00	4,001.90	56.4	2.15
	2) 城市商业银行	3,340.50	2,591.40	1,682.60	24.8	3.04
	外资银行	1,252.50	390	700	6.1	0.46
	城市信用合作社	131.2	134.1	84.7	0.77	—
	农村信用合作社	4,343.40	3,534.90	3,256.10	19.3	—
2006	五大银行	24,236	18,285.10	11,426.20	197.5	9.22
	其他商业银行	8,038.40	7512.8	5526.6	—	—
	1) 股份制银行	5,444.60	5,396.50	4,156.90	43.4	2.81
	2) 城市商业银行	2,593.80	2,116.20	1,369.70	18.1	4.78
	外资银行	927.9	244	485.9	5.8	0.78
	城市信用合作社	183.1	157.9	100.7	1	—
	农村信用合作社	3,450.30	3,040.20	2,747.60	18.6	—

(续表)

年度	银行的类型	总资产	存款总额	未偿还 贷款余额	利润*	不良贷款率 (%)
2005	五大银行	21,005.00	16,283.80	10,224.00	156.1	10.49
	其他商业银行	6,502.20	6,261.10	4,576.60	—	—
	1) 股份制银行	4,465.50	4,570.00	3,487.70	28.9	4.22
	2) 城市商业银行	2,036.70	16,91.2	1,088.90	12.1	7.73
	外资银行	715.5	179.3	363.8	3.7	1.05
	城市信用合作社	203.3	181.3	113.1	0.9	—
	农村信用合作社	3,142.70	2,767.40	2,319.90	12	—
2004	四大银行	16,932.10	14,412.30	10,086.10	45.9	15.57
	其他商业银行	4,697.20	4,059.90	2,885.90	50.7	4.93
	1) 股份制银行	—	—	—	17.6	5.01
	2) 城市商业银行	1,693.80	1,434.10	904.5	8.5	11.73
	外资银行	515.9	126.4	255.8	18.8	1.34
	城市信用合作社	171.5	154.9	97.9	0.4	—
	农村信用合作社	3,101.30	2,734.80	1,974.80	9.65	—
2003	四大银行	16,275.10	13,071.90	9,950.10	196.5	19.74
	其他商业银行	3,816.80	3,286.50	2,368.20	—	7.92
	1) 股份制银行	—	—	—	14.6	6.5
	2) 城市商业银行	1,465.40	1,174.70	774.4	5.4	14.94
	外资银行	333.1	90.7	147.6	18.1	2.87
	城市信用合作社	148.7	127.1	85.6	0.01	—
	农村信用合作社	2,674.60	2,376.50	1,775.90	4.4	—
2002	四大银行	14,450.00	11,840.00	8,460.00	71	26.1
	其他商业银行	4,160.00	3,390.00	2,290.00	—	—
	1) 股份制银行	2,990.00	—	—	—	9.5
	2) 城市商业银行	1,170.00	—	—	—	17.7
	外资银行	324.2	—	154	15.2	—
	城市信用合作社	119	101	66.4	—	—
	农村信用合作社	—	1,987.00	1,393.00	—	—

(续表)

年度	银行的类型	总资产	存款总额	未偿还 贷款余额	利润*	不良贷款率 (%)
2001	四大银行	13,000.00	10,770.00	7,400.00	23	25.37
	其他商业银行	3,259.00	2,530.70	1,649.80	12.9	—
	1) 股份制银行	2,386.00	1,849.00	1,224.00	10.5	12.94
	2) 城市商业银行	873	681.7	425.8	2.4	—
	外资银行	373.4	—	153.2	1.7	—
	城市信用合作社	128.7	107.1	72.5	2.6	—
	农村信用合作社	—	1,729.80	1,197.00	—	—

注:

\* 2006年之前为税前利润,2006—2012年为税后利润。

\*\* 四大(国有)银行指中国银行、中国建设银行、中国工商银行和中国农业银行;五大银行指四大银行加上交通银行。

数据来源:中国金融年鉴 2000—2012、CEIC 数据库、中国人民银行季度货币报告。

表 3-B 提供了(部分)不同类型银行的分类数据。2001—2012 年,尽管四大行或五大行(第五大银行是交通银行,也是国有的)在银行部门的各个方面都占主导地位,但其他银行在整个银行部门的地位也不容忽视。2012 年,其他银行(包括外资银行)和信用合作社的资产总额已经超过了五大行的 70%(由于各类吸储机构的信息并不完全,实际数据可能更高);存款总额和未偿还贷款也可以做类似比较。此外,这些银行和机构的不良贷款比国有五大行更少。

表 3-C 提供了非银行中介资产增长的数据。总体上,自 20 世纪 90 年代后期以来,非银行中介资产的增长是引人注目的。其他商业银行(其中很多也是国有的)、农村信用合作社和信托投资公司拥有最大数量的资产;外资银行和共同基金(表中未列)的规模则非常小,但在不久的将来可能成为发展的焦点。<sup>[19]</sup> 作为刺激对民营经济的信贷和加强银行体系竞争的一个步骤,2012 年 5 月中国银监会给予民营资本与其他资本同等的银行业准入条件。银监会表示,民营企业可以通过股权投资、新股认购、股权转让和兼并重组等方式收购银行;进一步地,信托、融资租赁和汽车金融公司领域也欢迎民营资本。为推动这一趋势,2013 年 11 月中共十八届三中全会以来,政府也允许符合一定条件的民营资本设立中小银行和其他金融机构。最后,本文关于非银行中介的涵盖范围不包括各种形式的非正式金融中介(其中一些被认定为非法)但它们整体上向混合经济部门提供了相当数量的融资支持。

[19] 邮政储蓄(附属于当地邮局的吸储机构)是非银行中介的另一种形式,由于缺乏时间序列数据,表 3-B 中并未予以反映。然而,2008 年底,邮政储蓄体系的存款总额已超过 2.079 万亿,约占中国所有存款的 9.5%。

表 3-C 中国银行与非银行中介资产持有情况对比  
(单位:十亿,人民币)

年度	国有银行	农村信用合作社	城市信用合作社	保险公司	信托公司	非吸储中介	其他商业银行	外资银行
1995	5,373.3	679.10	303.92	—	458.60	48.97	536.91	42.90
1996	6,582.7	870.66	374.78	—	563.70	82.02	769.98	55.30
1997	7,914.4	1,012.20	498.94	—	636.40	100.42	948.61	75.80
1998	8,860.9	1,143.11	560.63	—	802.50	120.97	1,128.18	118.40
1999	9,970.6	1,239.24	630.15	260.4	907.50	137.08	1,376.89	191.40
2000	10,793.7	1,393.06	678.49	337.4	975.90	160.82	1,828.26	379.20
2001	11,188.2	1,610.80	780.02	459.1	1,088.30	223.67	2,255.70	341.80
2002	13,549.6	2,205.21	119.23	649.4	1,544.10	408.10	2,997.72	317.90
2003	16,275.1	2,674.62	148.72	912.3	—	495.58	3,816.80	331.10
2004	16,932.1	3,103.30	171.50	1,185.4	—	—	4,697.20	515.90
2005	21,005.0	3,142.7	203.3	1,529.6	—	—	6,502.2	715.5
2006	24,236.0	3,450.3	183.1	1,973.1	—	—	8,038.4	927.9
2007	28,007.0	4,343.4	131.2	2,900.4	—	—	10,589.9	1,252.5
2008	31,836.0	5,211.3	80.4	3,341.8	—	—	12,941.2	1,344.8
2009	40,089.0	5,492.5	27.2	4,063.5	—	—	17,465.0	1,349.2
2010	46,894.0	6,391.1	2.2	5,048.2	—	—	22,756.6	1,742.3
2011	53,634.0	7,204.7	3	6,013.8	—	—	28,363.5	2,153.5
2012	60,040.0	7,953.5	—	7,354.6	—	—	35,874.0	2,380.4

资料来源:中国人民银行以及 CEIC 数据库, 2000—2012。

### 三、金融市场

这一部分主要研究中国的金融市场,包括股票市场、债券市场新近出现的风险投资和私募股权投资市场,还有资产管理行业。本部分将比较中国与其他新兴经济体的企业通过外部市场融资的总体水平,来判断中国的经验是否是独一无二的;随后,本部分将简要回顾上市公司的投融资决策;最后,本部分将讨论金融市场以及上市公司治理和绩效的进一步发展。

#### (一) 股票市场概述

中国内地证券交易所——上交所和深交所——在1990年设立伊始发展迅速;然而,从长期来看,其运行并不尽如人意。

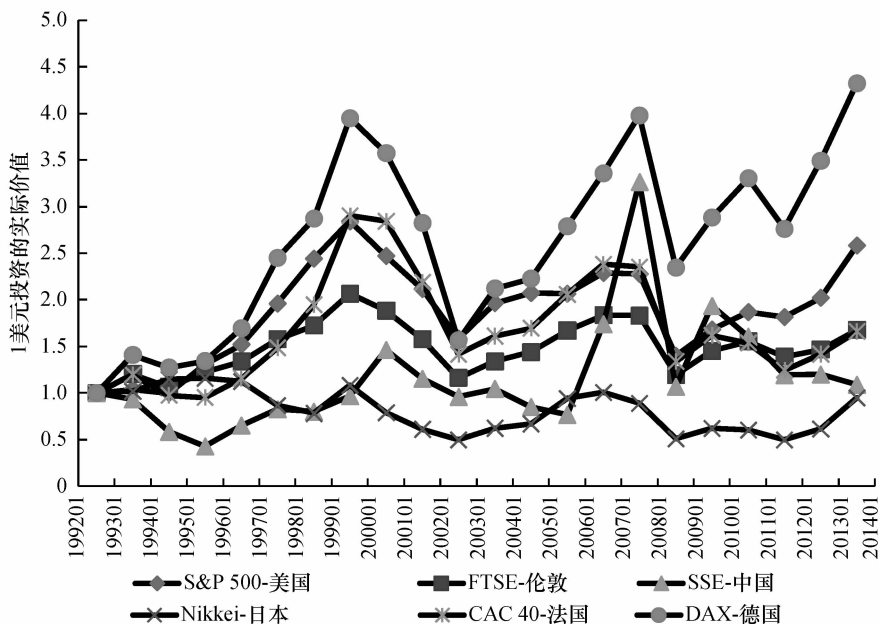


图3 主要股票指数表现的比较(1992年1月—2013年12月买入并持有1美元股票)

注:本图的横轴将199201移到原点处,后面的数据顺移

图3比较了全球主要证券交易所的表现,以1992年1月—2013年12月“买入并持有1美元股票”的收益(1992年初每个市值加权股票指数投资1美元在2013年12月获得的总收益)为衡量指标。图中标出了根据通货膨胀率调整后的真实收益。这一时期,市值加权的上交所指数的表现(深交所指数的计算相似)不及表现最好的DAX指数(德国)和标准普尔500指数(美国)、富时指数(英国)、CAC指数(法国),仅略好于表现最差的日经指数(日本)。按照实际价值计算,2013年末的指数水平与1992年初是一样的。

表 4-A 2013 年 12 月全球最大的股票市场比较

排名	证券交易所	2013 年 12 月市值 (单位:十亿,美元)	2013 年 12 月 换手率*
1	纽约泛欧证券交易所(美国)	17,950	70.9%
2	纳斯达克 OMX(美国)	6,085	144.6%
3	东京证券交易所集团	4,543	129.6%
4	伦敦证券交易所集团	4,428	46.5%
5	纽约泛欧证券交易所(欧洲)	3,584	355.2%
<b>6</b>	<b>香港联合交易所</b>	<b>3,101</b>	<b>40.9%</b>
<b>7</b>	<b>上海证券交易所</b>	<b>2,497</b>	<b>151.6%</b>
8	TMX 集团	2,114	62.6%
9	德国证券交易所	1,936	67.8%
10	瑞士证券交易所	1,541	45.4%
<b>11</b>	<b>深圳证券交易所</b>	<b>1,452</b>	<b>269.3%</b>
12	澳大利亚证券交易所	1,387	57.7%
	<b>中国(上交所,深交所,香港联交所)</b>	<b>7,050</b>	<b>127.14%</b>

\* 换手率是当年股票总换手额占总市值的百分比。

数据来源:国际证券交易所组织网站, [http://: www. world-exchanges. org](http://www.world-exchanges.org), 最后访问日期 2014 年 7 月 28 日。

如表 4-A 所示,2013 年末,上交所按市值计算为全球第七大市场,深交所排第 11 位。从中国大陆精选企业上市的香港联合证券交易所(联交所)排在全球第 6 位。无需赘言,中国金融市场在全球金融市场中将扮演日益重要的角色。从表 4-A 还可知,上交所和深交所的“换手率”这一指标是最高的,表明中国市场存在大量投机性交易,尤其是中小盘股(因为其比大盘股更易操纵)。

作为两个证券交易所的补充,中国建立了另外两个市场板块。第一,2004 年 6 月开设了一个面向中小企业的完全电子化运营的市场板块(“二板市场”,与纳斯达克相似),其设计意图是降低中小企业尤其是高科技行业新设企业的上市门槛,到 2007 年 2 月末,已经有 119 家企业在该板块上市。第二,“三板市场”设立,主要处理退市公司和场外交易。自 2001 年起,上交所和深交所一些不满足上市条件的上市公司退市后股票都转到该板块交易。2006 年,“新三板市场”设立,处理北京中关村高新科技园区非上市股份有限公司的股权交易。这个市场的公司经证监会核准可以转到创业板和中小板上市。2009 年 10 月 23 日,中国设立了纳斯达克类型的成长性企业市场板块(“创业板”),有主要来自高科技、电子和医药行业的 28 家公司。创业板的主要目的是为中小型民营企业提供资金。首批 10 家寻求登陆创业板的企业在 2009 年 9 月发行时共募集资金 7,840 亿人民币,第二批和第三批共 18 家企业,其中包括中国最大的

民营电影公司——华谊兄弟。2010年6月和8月，深交所分别开始发布创业板股票指数（创业板指数，ChiNext）和创业板综合指数（ChiNext Composite）。2012年以后，中国股票市场发展开始提速。2012年7月8日，国务院批准设立全国中小企业股份转让系统，将新三板市场扩展为包括北京、天津、上海和武汉的全国性市场。2013年12月14日，国务院最终决定新三板市场扩容，允许所有类型的中小企业在该市场交易股权。新三板市场一直被视为深交所创业板和中小企业板的“蓄水池”。2013年，7家新三板挂牌公司率先成功转到这两个市场板块。

近来，股票市场其他方面的发展主要是优先股试点以及IPO机制可能由核准制转为注册制。优先股在发达国家的股票市场是一种成熟工具，而在中国是2013年11月十八届三中全会后才刚刚推出。优先股试点被视作中国股票市场的重大创新，原因是：第一，试点有利于促进直接融资的发展并给投资者提供多样化投资渠道；第二，由于发行优先股列入一级资本，有利于商业银行创新资本工具以满足资本金的监管要求。股票市场另一个雄心勃勃的改革是2013年11月中央政府许诺IPO审核将由目前的核准制转为注册制，这将从本质上移除扭曲新股供求关系并人为抬高新股发行定价的障碍。作为中国股票市场的根本缺陷之一，核准制长久以来一直备受批评。

尽管近年来中国股票市场发展迅速，仍有证据表明市场尚缺乏效率，定价和投资者行为并不一定受上市公司的基本面驱动。例如，Morck等发现包括中国在内的新兴国家的股票价格波动比发达国家更具同步性（股价同步上涨或下跌）<sup>[20]</sup>，他们将这种现象归因于新兴市场薄弱的中小投资者保护措施和不完善的市场监管。此外，还发生了大量的针对内幕交易和操纵市场的诉讼。<sup>[21]</sup>在很多案件中，不像发达市场中深陷公司丑闻的安然公司和其他知名公司，中国公司的管理人员和其他内部人员并不使用复杂的会计和财务手段隐瞒损失（即使按中国的标准）。这些案例揭示了中国股票市场的无效率可以（部分）归因于薄弱无效的监管。下文将讨论监管、市场效率和中国金融市场进一步发展的相关问题。

## （二）债券市场概述

表4-B提供了中国债券市场的信息。按新发行债券计算，1990—2012年政府债券市场年均增长22.2%，2012年末未偿还贷款总额达7.20万亿元人民

[20] Randall Morck, Bernard Yeung & Wayne Yu, “The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?”, 58 *Journal of Financial Economics* 215 (2000).

[21] 更多细节, see Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “China’s Financial System: Past, Present, and Future”, *supra* note [3].



币(1.14万亿美元)。<sup>[22]</sup> 债券市场的第二大要素被称作“政策性金融债”,其未偿还部分在2012年末达到7.1994万亿人民币(1.1377万亿美元)。这些债券的发行方是在财政部监管下运营的“政策性银行”,发行债券的收入用于投资政府经营的项目和行业,例如,基础设施建设(类似于美国的市政债)。与政府发行的债券相比,公司债券的市场规模相对较小,但近年来发展迅速。从未偿还债券的数量上看,2008年公司债券市场规模还不到政府债券市场的1/4,到2012年已经增长到约占63%。

相对于股票市场,债券市场尤其是公司债券市场规模很小是亚洲国家的普遍现象<sup>[23]</sup>。在比较了2003年末全球金融市场的不同要素(对私有部门或中国的混合经济部门的银行贷款、股票市场市值、公共/政府和私有/公司债券市场)之后,AQQ发现:与欧洲和美国相比,除日本外,亚洲各国或地区(中国香港特别行政区、韩国、马来西亚、中国台湾地区、新加坡、印度尼西亚、菲律宾和泰国)不管是政府(公共)还是公司(私有),债券市场都较小;即使在日本,公司债券市场的规模也比政府债券市场小得多。AQQ还发现,中国金融市场全部四个要素——包括对中国(其他国家)混合经济部门(私有部门)的银行贷款的规模——都小于其他国家和地区,中国金融市场最不发达的要素是公司债券市场(标记为“私有”债券市场)。<sup>[24]</sup>

### (三) 上市公司

本部分主要研究中国的上市公司。首先很有必要澄清,来自混合经济部门的企业也是可以上市的。法律和监管规定等(1986年试行的《企业破产法》和2013年修订的《公司法》)并不禁止混合经济部门企业上市;自上交所和深交所设立以来,一些经挑选的混合经济部门企业确实也已通过IPO或者上市公司并购上市。然而,实践中,由于执行上市标准和审核过程的差异,对这些公司来说,股票市场的可进入性大大低于原国有企业。因此,AQQ发现,1,100家上市公司样本中超过80%是原国有企业改制的。近年来,政府试图通过放松对混合经济部门企业的管制来改变上市公司的构成,例如,设立创业板。<sup>[25]</sup>

---

[22] 2007年7月26日,穆迪公司将中国政府债券评级从A1提高到A2并保持至今,2009年11月将中国主权评级展望从稳定提升到正面。这些评级比穆迪公司对大部分新兴经济体政府债券的评级更高或相当。

[23] 由于2012年10月到2013年12月IPO暂停,2012年企业债券的发行总量(6,499亿元人民币)近年来首次超过在内地证券交易所融资的数量(5,850亿元人民币)。

[24] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “China’s Financial System: Past, Present, and Future”, *supra* note [3].

[25] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1].

(单位:十亿,人民币)

表 4-B 中国债券市场:1990—2012

年度	国债			政策性金融债			公司债券		
	发行量	赎回量	余额	发行量	赎回量	余额	发行量	赎回量	余额
1990	19.72	7.62	89.03	6.44	5.01	8.49	12.4	7.73	19.54
1991	28.13	11.16	106.00	6.69	3.37	11.81	24.9	11.43	33.11
1992	46.08	23.81	128.27	5.50	3.00	14.31	68.37	19.28	82.20
1993	38.13	12.33	154.07	0.00	3.43	10.88	23.58	25.55	80.24
1994	113.76	39.19	228.64	0.00	1.35	9.53	16.18	28.20	68.21
1995	151.09	49.70	330.03	—	—	170.85	30.08	33.63	64.66
1996	184.78	78.66	436.14	105.56	25.45	250.96	26.89	31.78	59.77
1997	241.18	126.43	550.89	143.15	31.23	362.88	25.52	21.98	52.10
1998	380.88	206.09	776.57	195.02	32.04	512.11	15.00	10.53	67.69
1999	401.50	123.87	1,054.20	180.09	47.32	644.75	15.82	5.65	77.86
2000	465.70	152.50	1,367.40	164.50	70.92	738.33	8.30	0.00	86.16
2001	488.40	228.60	1,561.80	259.00	143.88	853.45	14.70	0.00	100.86
2002	593.43	226.12	1,933.60	307.50	155.57	1,005.41	32.50	0.00	133.36
2003	628.01	275.58	2,260.36	456.14	250.53	1,165.00	35.80	0.00	169.16
2004	692.39	374.99	2,577.76	414.80	177.87	1,401.93	32.70	0.00	201.86
2005	704.20	404.55	2,877.40	585.17	205.30	1,781.80	204.65	3.70	401.81
2006	888.33	620.86	3144.87	898.00	379.0	2,300.80	393.83	167.24	553.29
2007	2313.91	584.68	4874.10	1109.02	413.36	2992.68	505.85	288.09	768.33
2008	855.82	753.14	4976.78	1082.30	406.38	3668.6	843.54	327.78	1285.06
2009	1792.70	707.15	5795.00	1167.80	374.53	4481.88	1662.90	440.00	2440.59
2010	1977.83	1004.34	6768.49	1319.27	564.84	5236.32	1549.15	509.92	3467.18
2011	1710.01	1095.85	7382.65	1997.27	731.70	6501.88	2354.80	1021.56	4645.68
2012	1615.42	1798.71	7199.36	2141.50	—	—	3736.55	—	—
年均增长率	22.17%	28.19%	22.10%	30.21%	26.79%	37.20%	29.62%	26.18%	29.76%

数据来源:中国人民银行2000—2012统计数据和中国统计年鉴(2000—2012)。

表 5-A 中国发行的普通股类型

是否可流通?		定义
否(但可在私下进行大宗交易, private block transfer possible)	国有股份* (股权分置改革后成为 G 股且可流通)	在公司上市前改制为有限责任公司的过程中由中央政府控制的股份,这些股份由国有资产监督管理委员会代为持有并管理或者由其他国有公司持有。国资委或者母公司可以指定公司董事会成员。2005 年,中央宣布进行股权分置改革,经过 2006—2007 年的改革,国有股变为 G 股并可流通
	创始人股份	由企业创办人保留的股份;该种股份不同于企业创办人可以在市场上买卖的股份。存续于股权分置改革之前
	外资股东股份	由外国个人投资者持有的股份
	法人股东股份	法人(如其他上市或非上市公司)持有的股份。存续于股权分置改革之前
	员工股份	员工持有的股份。存续于股权分置改革之前
是(新发行股份)	A 股	中国公司发行并在上海或深圳证券交易所上市交易的股份,这些股份大部分向中国(居民)投资者出售并由中国(居民)投资者持有
	B 股	中国公司发行并在上海或深圳证券交易所上市交易的股份,这些股份出售给外国投资者并由外国投资者持有。2001 年开始,中国投资者也可以交易该类股份
	H 股	经挑选的中国公司发行、在香港联合证券交易所上市交易的股份,这些股份只能在联交所交易,股份持有人不受国籍限制

\* 这一定义下还有更细的分类。

直到 2005 年公布、2006—2007 年实施股权分置改革前,中国上市公司还是既发行流通股又发行非流通股(表 5-A)。非流通股既有政府持有的,也有国有法人(例如,其他上市或未上市的公司或组织)持有的。

表 5-B 中国上市公司的流通股与非流通股

年度	上交所: 国有股份数/总股份数	非流通股*/总股份数	流通股/总股份数	A 股/总股份数	A 股/流通股**
1992	0.41	0.69	0.31	0.16	0.52
1993	0.49	0.72	0.28	0.16	0.57
1994	0.43	0.67	0.33	0.21	0.64
1995	0.39	0.64	0.36	0.21	0.60
1996	0.35	0.65	0.35	0.22	0.62
1997	0.32	0.65	0.35	0.23	0.66

(续表)

年度	上交所: 国有股份数/总股份数	非流通股* / 总股份数	流通股/ 总股份数	A 股/ 总股份数	A 股/ 流通股**
1998	0.34	0.66	0.34	0.24	0.71
1999	0.43	0.65	0.35	0.26	0.75
2000	0.44	0.64	0.36	0.28	0.80
2001	0.50	0.64	0.36	0.29	0.80
2002	0.52	0.65	0.35	0.26	0.74
2003	0.57	0.64	0.35	0.27	0.76
2004	0.58	0.64	0.36	0.28	0.77
2005	0.57	0.62	0.38	0.30	0.78
2006	0.36	0.65	0.35	0.27	0.81
2007	0.37	0.69	0.31	0.28	0.90
2008	0.47	0.58	0.42	0.37	0.91
2009	0.49	0.53	0.47	0.50	0.98
2010	—	0.32	0.68	0.58	—
2011	—	0.26	0.74	0.61	—
2012	—	0.24	0.76	0.64	—

注:

\* 包括“国有股份”和“法人股”,这一栏通过(上交所非流通股 + 深交所非流通股)/ (上交所市值 + 深交所市值)计算可得。

\*\* 包括 A 股、B 股和 H 股的流通股。

数据来源:中国证券监督管理委员会报告(2000—2006),CEIC 数据库和中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn,最后访问日期 2014 年 7 月 28 日。

如表 5-B 所示,2009 年,非流通股占有所有股票大约一半(53%,第二栏),但是占比自 2010 到 2012 年快速下降。2012 年末,非流通股占有所有股票大约 24%,其余流通股主要是 A 股。流通股中,A 股和 B 股都在上交所或深交所上市交易,而 A(B)股仅面向中国投资者(包括来自台湾地区和香港的境外投资者和 QFII)发行和交易。当同一公司发行两种股东权利(如投票权和分红的权利等)相同的股票时,B 股交易价格相对 A 股会有一个显著的折扣,交易也不如 A 股频繁。<sup>[26]</sup> 自 2001 年中国证监会允许中国居民投资和交易 B 股(通过外

[26] 对 B 股折价的解释包括:① 境外投资者比境内投资者面临更高程度的信息不对称;② 较低的 B 股价格是对缺乏流动性(由于成交量低)的补偿;③ A 股的溢价反映出境内投资者的投机泡沫成分。更多细节,see Kalok Chan, Albert J. Menkveld & Yang Zhishu, “Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount”, 63 *Journal of Finance* 159 (2008); Mei Jianping, Jos'e A. Scheinkman & Xiong Wei, “Speculative Trading and Stock Prices: An Analysis of Chinese A-B Share Premia”, Princeton University, 2003 (working paper).

币账户)以来,“B股折价率”已经大大降低。此外,在中国内地注册、经中国证监会批准在香港上市的公司发行的H股在香港联交所交易。最后,N股和S股分别对应在中国经营但在美国和新加坡上市的公司(本文省略了对这些股票的讨论,因为它们不在中国证券交易所交易)。在后文讨论的股权分置改革之后,政府股票变为G股且可流通。

接下来,本文要讨论上市公司的标准公司治理机制。第一,根据《公司法》,中国的上市公司有双重治理委员会结构,即董事会(5—19人)和监事会(至少3人),监事会有高于董事的监督地位。监事会的主要职责是监督公司运营和董事、高级管理人员,其成员包括股东和职工代表,其余人员可能是政府官员或者母公司高管;公司董事和高级管理人员不得兼任监事。公司可以自行决定监事会中职工代表的数量,但是,职工代表人数不能低于监事会成员人数的1/3。董事会的职责跟美国的董事会差不多,包括任命和解除CEO职务。根据上市公司适用的“一股一票”的设计,包括国有和法人股东(一般拥有大部分股份)在内的股东可以任命董事会成员。具体地,董事长(1人)和副董事长(1—2人)由全体董事(过半数)选举产生,CEO和其他高级管理人员也可以成为董事会成员。中国证监会要求董事会中至少1/3(最低2人)为独立董事。

由于法律没有明确规定董事会的每一个成员都必须在股东大会期间由股东选举产生,实践中,一些董事是由公司的母公司提名和任命的,提名过程通常保密,尤其是原国有企业。既然不是所有成员都是股东选举产生的,那么,董事会结构的一个重要问题是CEO的任命和董事会与CEO的合作。基于公司层面的薪酬数据(由于信息披露的要求,1998年以来的数据是可以获得的),有研究发现,没有上市公司授予CEO或董事会成员股票期权<sup>[27]</sup>,现在这种情况有所不同。在海外上市的国有企业中,股票期权行权的障碍已经突破,一些高级管理人员被授予股票期权(如中海油前董事长卫留成和中国银行(香港)前董事长刘明康)以及巨额奖励。<sup>[28]</sup>但是,CEO现金形式的报酬水平与发达国家相比仍然低得多,而消费补贴则相当普遍,如公司专车。

第二,目前的所有权结构的主要特征是存在大量非流通股,包括上市公司和机构之间的交叉持股,这不利于以增值为目的的并购。根据投资中国(*China Venture Source*)的资料,2010年共有2,656项并购交易涉及上市公司,总额1,696亿美元,仅占总市值的一小部分。在很多交易中,混合经济企业(非上

[27] Peter M Y Fung, Michael Firth & Oliver M. Rui, “Corporate Governance and CEO Compensation in China”, Chinese University of Hong Kong, 2003 (working paper); Takao Kato & Cheryl Long, “Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges”, 54 *Economic Development and Cultural Change* 945 (2006).

[28] 温秀、明叔亮:《定价“红色企业家”》,载《财经杂志》2008年8月刊。

市)收购由原国有企业改制的上市公司,但是,大量国有非流通股在交易后原封不动,这类收购可以作为质地差的非上市公司规避上市标准而进入金融市场的一种方法。<sup>[29]</sup>

第三,导致公司丑闻发生的一个原因是缺乏机构投资者(包括不吸收存款的金融中介),他们是新近加入中国金融机构的行列的,专业投资者可能不会轻易被简单的谎言欺骗;另一个原因是缺少法律专家和机构,法律的执行存在问题。

第四,对很多上市公司来说,包括银行和金融服务公司,政府扮演着监管者和股东的双重身份。中国证监会(相当于美国的 SEC)的主要职能是监督和管理证券交易所和上市公司。政府通过持有很大一部分非流通股的国有资产监督管理委员会和其他国有企业(通过它们持有非流通股)行使其对上市公司的控制权。但是,由于这一部门的高级管理人员都是政府官员,他们能否勤勉地履行控股股东忠实信义义务是值得怀疑的,因为他们的薪酬并不具有激励性;即使他们的薪酬与绩效挂钩,他们也可能缺乏作出正确战略决策的专业能力。此外,政府的双重角色可能导致上市公司经营过程中的两种目标,即作为股东追求利润最大化和作为监管者及社会规划者追求社会福利最大化,相互冲突,相应地,两个角色的效果都会弱化<sup>[30]</sup>,在一些案例中,政府为实现特定社会目标,通过国有机构投资者(如资产管理公司)影响市场,结果却适得其反。一项对 28% 的 CEO 是前任或现任政府官员的 625 家公司的研究发现,样本中公司 IPO 后三年股票平均回报率比市场均值低 20%,这些有政治联系的 CEO 任职的公司的不佳表现,超过了那些没有政治联系的 CEO 任职的公司将近 30%,有政治联系的 CEO 任职的公司也更愿意任命其他官员而不是有相关职业经历的人担任董事。<sup>[31]</sup>

总体而言,上市公司的内部和外部治理是薄弱的,上市公司治理机制要进一步向前发展。下文第(五)部分“资产管理行业”将进一步讨论这个问题。

#### (四) 私募股权/风险投资和新兴行业融资

Allen 和 Gale 提出,股票市场主导型经济,如 19 世纪的英国和 20 世纪的美国,在促进新兴行业发展方面比诸如德国和日本等金融中介主导型经济更成

[29] Du Julan, Oliver Rui & Sonia Wong, “Financing Motivated Takeovers: The Case of China”, Chinese University of Hong Kong, 2008 (working paper).

[30] Katharina Pistor 在其论文中对不同监管机关和中央政府部委间的复杂关系以及这些关系如何影响监管和执行的决策程序进行了描述, see Katharina Pistor, “The governance of China’s finance”, in Joseph P. H. Fan & Randall Morck (eds.), *Capitalizing China*, *supra* note [3].

[31] Joseph P. H. Fan, T. J. Wong & Zhang Tianyu, “Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China’s newly partially privatized firms”, 84 *Journal of Financial Economics* 330 (2007). 需要说明的是,2013 年 10 月,中共中央组织部下发了《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》,中国各地开展了一系列排查和清查在企业兼职(任职)官员的活动。

功。他们认为,市场相较于银行能更有效地为新兴行业融资,因为基于以往经验对这些行业进行估值是很困难的,会有各种不同的观点。英美等股票市场主导型经济通常有成熟的获取和分散信息的体系,因此,信息成本对投资者而言是很低的。如此,市场就能发挥作用,因为投资者能以较低成本获取信息,而那些追求高利润的人也愿意向新兴行业的企业提供资金。<sup>[32]</sup>

这个进程中的一个关键角色是私募股权投资基金/风险投资部门。<sup>[33]</sup> 在美国,基于对成功企业能 IPO 的预期,风险资本家能够筹集大量资金。通过研究 21 个国家的数据,Jeng 和 Wells 发现风险投资在其他国家则没那么重要,而一个活跃的 IPO 市场的存在是决定这个国家风险投资重要性的关键因素。<sup>[34]</sup> 这与 Black 和 Gilson 对德国和美国进行比较后的结论是一致的,风险投资在美国相对成功的首要原因是有一个活跃的 IPO 市场。<sup>[35]</sup>

这些事实意味着活跃的风险投资和私募股权市场的发展有利于中国新兴行业的融资。中国(可能还有印度)不太一样的地方在于其既有当下发展制造业等传统行业的能力,也有近期发展航空航天、计算机软件、半导体、生物遗传等高新技术新兴行业的能力。这与 20 世纪 70 年代的韩国和中国台湾地区以及 20 世纪 90 年代的大部分其他新兴经济体的经验是不同的,所有这些其他国家和地区都是首先集中精力发展制造业。在发展传统行业方面,中国效仿了其他国家和地区(例如 20 世纪 70 年代的韩国和中国台湾地区),先从发达国家引进较为先进(相对中国大陆的公司而言)但不是最先进的技术,并在迈向更先进的技术前将这些技术在指定的公司“国产化”。Allen 和 Gale 认为对传统行业融资来说,银行比金融市场更好,因为存在一个对其最优经营标准的广泛共识,因此将投资决策委托给银行就可以执行得很好。这一委托的过程和通过委托实现的信息获取上的规模经济,使得银行主导体系在为这些行业成长提供融资方面更有效率。因此,就支持这些行业的成长和发展而言,银行体系比市场贡献更大。<sup>[36]</sup>

---

[32] Franklin Allen & Douglas Gale, “Diversity of Opinion and Financing of New Technologies”, 8 *Journal of Financial Intermediation* 68 (1999); Franklin Allen & Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2001.

[33] See Samuel Kortum & Josh Lerner, “Assessing the Contribution of Venture Capital on Innovation”, 31 *Rand Journal of Economics* 674 (2000).

[34] Leslie A. Jeng & Philippe C. Wells, “The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries”, 6 *Journal of Corporate Finance* 241 (2000).

[35] Bernard S. Black & Ronald J. Gilson, “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets”, 47 *Journal of Financial Economics* 243 (1998).

[36] Franklin Allen & Douglas Gale, “Diversity of Opinion and Financing of New Technologies”, *supra* note [32]; Franklin Allen & Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, *supra* note [32].

### (五) 资产管理行业

中国的基金行业经历了三个发展阶段。第一阶段是从1992年中国第一支基金淄博乡镇企业投资基金(LiuBo)设立到1997年中国证监会起草并通过第一个基金监管法规。淄博基金是一支封闭式基金,净值1亿人民币(1,250万美元),1993年开始在上交所交易。1992年后的几年里,基金行业快速发展,但缺乏监管和基金交易存在的相关问题阻碍了基金行业的进一步发展。作为中国基金行业的里程碑,中国证监会公开提出促进开放式基金投资之后。第一支开放式基金(华安创新)遂即于2001年9月成立。

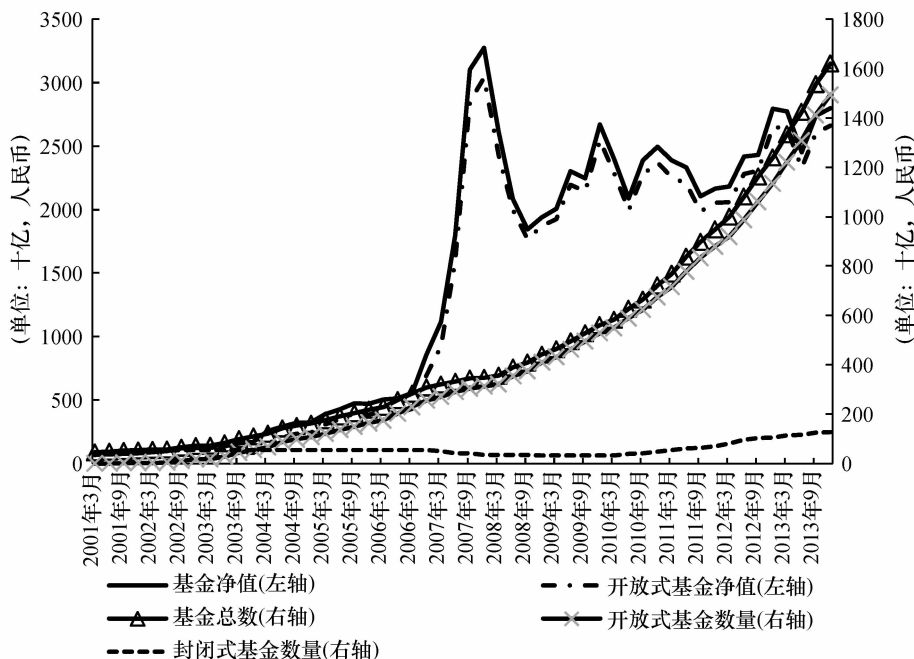


图4 中国基金行业的增长(1998—2013)

图4显示了中国基金行业的发展。1998年仅有屈指可数的几支基金,但到2013年第四季度,中国已经有65个基金公司,管理着1,621支不同的基金。总净值从1998年的110亿人民币(13亿美元)增长到2013年第四季度约2.8万亿人民币(4,566亿美元)(这一数字甚至远高于2007年上半年市场下跌前)。2001年,所有基金的净值大概相当于GDP的0.8%和国民总储蓄的1.19%,2012年基金净值则增长到GDP的5.39%和总储蓄的10.56%。开放式基金的增长对行业增长贡献最大。到2013年第四季度,共有1,494支基金为开放式,127支基金为封闭式,约95%的基金值由开放式基金管理。最流行的投资方式是主动管理的(国内)股票,而指数基金和交易所交易基金(ETF)仅有几支。



很多基金公司是证券公司和其他金融服务公司所有的。与美国的情况相似,管理费是基金公司的主要收入来源,约占总收入的80%,运作费占总收入的9%,其余收入来自投资和其他收入。超过一半基金经理拥有硕士学位,其中大部分人在36岁到45岁之间。近年来,来自个人投资者的投资资金超过了机构投资者,但差距随着国内股票市场的发展在不断缩小。2007年,来自个人投资者的投资资金占基金总投资的87.8%,而到2010年仅占52.80%。

第一支QFII管理的基金设立于2002年。国家外汇管理局(以下简称外管局)是监管QFII基金的政府机构。为将成熟的境外投资者引进中国市场并希望他们的出现能提高市场效率,QFII相关规定允许境外投资者投资中国证券。此外,通过行使股东权利,他们的出现也可以帮助改进上市公司的公司治理。但是,最初的QFII相关规定对外国投资者规定了一些限制条件,比如1—3年的限制赎回资金(并离开中国)的资金锁定期和其他经营限制。2006年8月,中国证监会修订了QFII相关规定以促进更多境外投资者的参与。在新的规定下,境外投资者对QFII额度的申请大幅增加。

QFII申请者的第一集团中大部分机构是证券公司和投资银行,保险公司和养老基金公司等其他金融服务公司也在名单上。到2006年7月末,中国已经批准了45家QFII总计74.95亿美元境外投资资金额度,约占当时QFII资金流入额度上限100亿美元的3/4。2007年12月,投资额度/上限变为原来的三倍,从100亿美元增加到300亿美元。2009年9月,外管局出台规定,将单个QFII机构的投资上限由先前的8亿美元增加到10亿美元。2013年11月,总共有251家经批准的QFII在中国运营,获批投资额度达到490.5亿美元。随着人民币国际化的发展,2011年8月RQFII获国务院批准,允许境外机构投资者在批准的额度内投资内地股票市场,该额度已从2012年1月最初的200亿人民币增长到2013年11月的1,446亿人民币。

继QFII之后,2006年7月,QDII被批准投资境外市场。QDII基金投资诸如纽约、伦敦、东京和香港市场上的股票、债券、房地产投资信托和其他主流金融产品。与QFII的设计相似,这是一个在国家/主权货币不能自由兑换和资本流动受限的阶段下向境内投资者提供有限制的进入境外市场机会的过渡性安排。2008年初,10家基金公司获准设立QDII;2009年7月,QDII基金总数达到75支。到2013年9月,QDII获批投资额度达到813.8亿美元。QDII基金的表现并不理想。展望未来,人民币对包括美元在内的主要国际货币的可能的持续升值是QDII投资者主要关心的问题。

#### 四、影子金融部门和混合经济部门企业的研究

在本部分,笔者将研究影子金融部门是如何支持混合经济部门企业融资并

从起步发展为成功的行业领导者的；本部分还将研究投资者和企业应用的可以替代正式公司治理机制的替代性治理机制。由于数据的限制，这些证据很多是通过必要的中介或调查获得的。<sup>[37]</sup>

首先，第（一）部分将对混合经济部门企业与国有企业和上市公司进行比较，以突出混合经济部门企业在整个经济中的重要地位；其次，第（二）部分将研究调查证据；最后，第（三）部分将就支持混合经济部门增长的替代性融资渠道、治理机制和正式的融资渠道（通过银行和市场）、治理机制（法律和法院）进行讨论和对比。

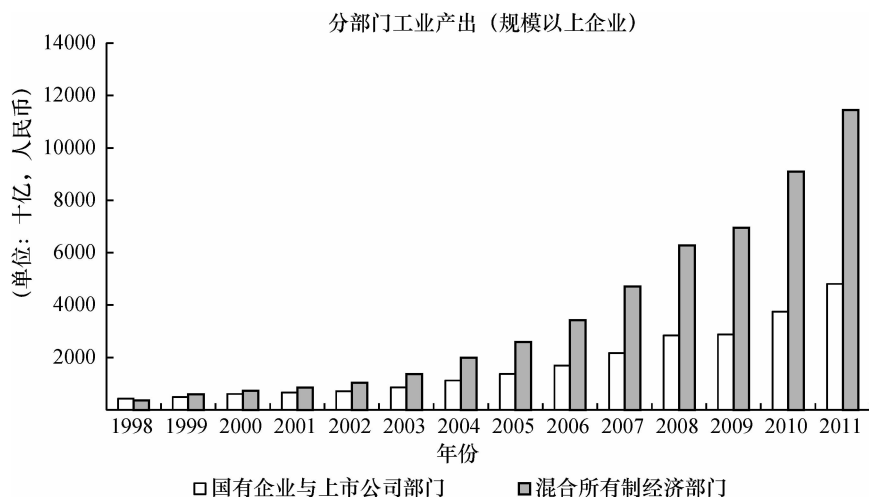


图 5-A 部门间比较——工业产值

注：图中标示了 2000—2011 年国有企业和上市公司（公开上市交易的公司）部门、混合经济部门（其他的所有企业）总的“工业产值”。

数据来源：中国统计年鉴（2000—2011）。

### （一）混合经济部门企业与国有企业、上市公司的比较

图 5-A 比较了 1998—2012 年国有企业、上市公司部门和混合经济部门工业产值的水平和增长。<sup>[38]</sup> 混合经济部门的产出在这一时期稳定增长并在 1998 年超过了其他两大部门。2011 年混合经济部门总产值接近 11.444 万亿，而国

[37] 包括混合经济部门企业在内的所有企业都要向当地工商局披露会计和财务信息，且大部分报告是经审计的。但是，这些数据之后就汇总计入统计年鉴了，没有任何公司层面的发布。

[38] 中国国家统计局在 2000 年度公报中修正了工业总产值的统计但没有任何详细的解释。以前年度（即 1997 年）的产值相对 1998 年度公报大幅调低。为保持一致性，避免混淆，本文只使用了国家统计局 1998 年以后的数据。

有企业、上市公司部门合计总产值约 4.812 万亿。<sup>[39]</sup> 混合经济部门 1998—2012 年年均增长率超过 30%，而国有企业、上市公司部门同期年均增长 20% 左右。<sup>[40]</sup> 此外，这些部门的固定资产投资增长率相当<sup>[41]</sup>，表明混合经济部门的产出效率比国有企业、上市公司部门更高。实际上，对不同所有制结构的大量企业样本的研究发现，非国有部门的资本回报比国有部门高得多，从国有部门向私有部门的资本再分配将创造更多的经济增长。<sup>[42]</sup> 另有研究发现，中国的国有企业进入债务市场容易得多，相应地，杠杆率也高于非国有企业。<sup>[43]</sup> 这些差异的一个原因是政府保护（基于经济和社会/政治原因）使得国有企业的破产和财务困境的成本要低得多。这些企业也更容易获得银行贷款，尤其是国有银行的授信。

以上所有事实使得混合经济部门的增长更引人注目。不足为奇，在对整个经济的贡献方面，国有企业、上市公司和混合经济部门之间已经发生了本质改变：1980 年，国有部门贡献了超过 2/3 的 GDP，而（非农业）私有企业——一种混合经济部门的企业——则微不足道；但是，2011 年，国有部门仅贡献了 GDP 的 15%。<sup>[44]</sup> 上述混合经济部门替代国有经济地位的趋势近期内似乎还会继续。

图 5-B 显示了三个部门非农用工数量和增长情况。相比国有企业和上市公司，混合经济部门是重要得多的就业机会来源。1990—2012 年间，混合经济部门雇用了平均超过 73% 的非农工人；乡镇企业（混合经济部门的一部分）已成为向农村人口提供（非农业）工作的最重要的雇主。（非农业）私人所有的企

---

[39] 由于数据的限制，本文的计算会低于国有企业和上市公司部门的实际产出。本文选用国家至少持有 50% 以上股份的国有企业和上市公司创造的产出作为这个部门的总产出，但这样计算就排除了国家并不持有主要股份的上市公司的产出。混合经济部门的产出是总产出和其他两个部门产出的差值。然而，如上所述，超过 80% 的上市公司由原国有企业改制而来，只有约 20% 的上市公司的第一大股东不是国家，因此，这些公司的总产出不会改变我们关于混合经济部门超越其他两个部门的优势的总体结论。

[40] 国有企业正经历一个持续的私有化过程。这可能造成混合经济部门的增长率偏高，因为有一些企业从国有部门转为了混合经济部门。但是，绝大多数国有企业变成了上市公司（2004 年前国有企业部分私有化的主要渠道），因此这一进程不会改变上述结论的有效性。

[41] 中国统计年鉴（2000—2011）；Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1].

[42] Liu Qiao & Alan Siu, “Institutions, Financial Development, and Corporate Investment: Evidence from an Implied Return on Capital in China”, University of Hong Kong, 2007 (working paper); David Dollar & Shang-jin Wei, “Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China”, IMF, 2007 (working paper).

[43] Joseph Fan, Oliver Rui, and Zhao Mengxin, “Rent Seeking and Corporate Finance: Evidence from Corruption”, working paper, Chinese University of Hong Kong, 2006; Li Kai, Yue Heng and Zhao Longkai, “Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from Non-listed Chinese Firms,” working paper, University of British Columbia, 2007.

[44] 中国统计年鉴（1998—2012）。

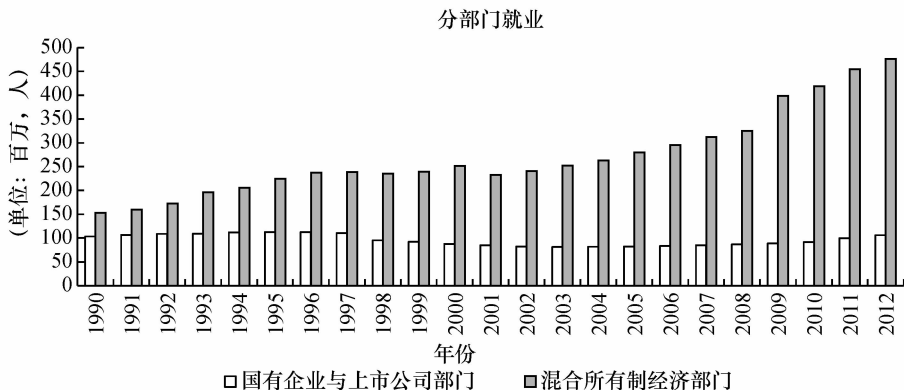


图 5-B 部门间比较——就业

注:图中标示了国有企业和上市公司部门、混合经济部门 1990—2012 年雇用员工的总数。

数据来源:中国统计年鉴和 CEIC 数据库。

业雇用了超过 40% 的城市劳动力。此外,这一时期混合经济部门的用工数量以年均 5.3% 的速度增长,而国有企业和上市公司部门的劳动力一直在减少。<sup>[45]</sup> 鉴于众多的人口和潜在的失业问题,这些情况与中国的关联更加紧密,甚至至关重要。

## (二) 调查证据

关于混合经济部门的许多信息都来自调查。本文聚焦于 AQQ 等人的研究证据<sup>[46]</sup>,其关于融资渠道的调查中最有意义的发现如下:首先,在初创阶段,来自创业者家庭和朋友的资金是基本的融资来源。银行也可以发挥重要作用。从 2010 年起,一种不需要任何金融机构作为中介参与、通过专门网站直接借款给无关联个人的 P2P 借贷快速增长。<sup>[47]</sup> 其次,留存收益(转增)形式的内部融

[45] 我们对混合经济部门用工总人数的计算实际上低估了这一部门的实际劳动力,因为中国统计年鉴不提供(根据所有权结构分类的)所有企业的用工数据,尤其是混合经济部门的小企业。

[46] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1]; Robert Cull & Lixin Colin Xu, “Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Reinvestments of Profit among Chinese Firms”, 77 *Journal of Financial Economics* 117 (2005).

[47] 由于 P2P 借贷仍然在监管范围外,因此没有这一问题的官方统计数据。根据《中国日报》报道,到 2012 年底,内地在线 P2P 平台的未偿还贷款余额约 100 亿人民币(16 亿美元),借贷平台约 200 家,投资者约 50,000 人。由于 P2P 的在线出借人能满足快速小额贷款的市场需求,经营主要面向那些初创企业。然而,因为缺乏监管和准入要求,这一行业非常混乱,以至于 2013 年 10 月一些地方媒体报道每天至少有一家 P2P 借贷公司破产。鉴于 2012—2013 年发生大量欺诈案件,据报道,中国共产党十八届三中全会以后,中国人民银行正计划将第三方托管引入 P2P 借贷。See Gao Changxin, “PBOC to set up P2P custodians to prevent fraud”, *China Daily*, Nov. 27, 2013, at [http://news.xinhuanet.com/english/business/2013-11/27/c\\_132922240.htm](http://news.xinhuanet.com/english/business/2013-11/27/c_132922240.htm), 最后访问日期 2014 年 8 月 17 日。

资也很重要。在 AQQ 的样本中,在企业成长期,来自私人信贷机构而不是银行的融资,以及贸易信贷,是关键的融资渠道。<sup>[48]</sup> 如 Tsai 所证明的,私人信贷机构呈现多种形式,包括职业经纪人、出借人和中间人经营的股份合作企业,一群企业家经营的资金互助社(从成员和外部筹集资金融给企业)以及当铺和地下钱庄。<sup>[49]</sup>

就公司治理而言,当问及如果企业经营失败,他们最关注何种损失时,在 AQQ 的研究中,每一个企业的创办人/高管(100%)都说主要关注声誉损失,而只有 60% 说主要关注经济损失。竞争似乎也是保证企业良好运行的重要因素。<sup>[50]</sup>

Cull 等人的研究发现,在大部分地区,企业依靠法院解决商业纠纷的比例不到 10% (最高比例为 20%),沿海和较发达地区对法院的依赖程度更高些。企业去法院解决纠纷的一个原因是法院具有权威性以至于纠纷能够得到解决,尽管结果可能并不公平。<sup>[51]</sup>

### (三) 关于影子金融部门作用方式的讨论

在这一部分,笔者将首先讨论影子金融部门支持混合经济部门增长的机制,然后比较这些在被广泛认为是金融和商业行为为基础的法律和司法机构组成的法律体系之外运行的替代性制度。混合经济部门的替代性融资渠道有两个,其一是投资获得融资的途径,其二是公司治理;对此,本文将依次讨论。

企业一旦设立并良性运营,内部融资就可以为企业成长提供必要的资金。AQQ 发现混合经济部门筹集的大约 60% 的资金是内部产生的。当然,一旦企业设立,内部融资是很好的,但这引出了混合经济部门企业是如何获得其“种子”资金的问题,这可能是企业生命周期里最重要的融资。AQQ 论证了从家庭和朋友处融资、从私人(非官方)信贷机构贷款<sup>[52]</sup> 等替代性和非正式渠道的重要性。另有证据表明,诸如走私、贿赂、在金融市场和房地产市场发展早期进行内幕交易和投机等非法渠道以及其他地下或非官方企业也能在积累种子资金方面发挥关键作用。

对公司治理机制影响最大的,可能就是产品和生产要素市场的竞争了,其

---

[48] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1].

[49] Kellee S. Tsai, *Back-alley Banking*, Cornell University Press, 2002.

[50] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1].

[51] Robert Cull & Lixin Colin Xu, “Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Reinvestments of Profit among Chinese Firms”, *supra* note [46].

[52] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1]; Kellee Tsai, *Back-alley Banking*, *supra* note [49].

无论在发达国家还是发展中国家都发挥作用。<sup>[53]</sup> 笔者从温州的混合经济部门和其他 AQQ 调查的企业的成功中所看到的事实表明,只有那些在一个行业(地区)拥有最大比较优势的企业能够生存并发展壮大。行业竞争的一个相关因素是新企业的进入障碍,较低的进入障碍会促进竞争。Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (以下简称 DLLS),通过检验 85 个国家的进入障碍发现,准入监管越严的国家,政府腐败越严重,且非官方经济规模越大;准入监管越松的国家,政府越民主,越是有限政府。相比其他每单位资本创造的 GDP 相同(或较低)的国家,进入障碍低得多的中国,在 DLLS 的样本里又一次成为“异常值”,因为中国的民主程度尚需大幅提高,而这样的国家一般应该有较高的进入障碍。<sup>[54]</sup> AQQ 的调查证据表明,中国存在消除进入障碍的非标准的方法,能够调和看似矛盾的事实。<sup>[55]</sup>

除产品和生产要素市场的竞争外,还有一类机制对公司治理影响很大,即声誉、信任和关系。Greif 认为,11 世纪特定的商人组织能够克服信息不对称和缺乏法律、合同履行机制的问题,因为其已经发展出基于声誉、隐形契约关系和联盟的制度。<sup>[56]</sup> 就企业如何融资及与投资者和商业伙伴建立合同关系而言,这些体制发展的某些方面很像那些 1949 年前促进中国商业和金融体系发展以及今天影子金融体系的运营的因素。<sup>[57]</sup> 此外, Greif 等人指出了文化和宗教信仰对体制发展、法律起源和投资者保护的重要性。<sup>[58]</sup>

上述因素对中国的体制发展有特别的相关性和重要性。在中国,没有哪个宗教占统治地位,一些意见认为塑造中国社会价值和制度的最重要的力量是由

---

[53] John McMillan, “China’s Nonconformist Reform”, in Edward P. Lazear (ed.), *Economic Transition in Eastern Europe and Russia: Realities of Reform*, Hoover Institution Press, 1995, pp. 419—433; John McMillan, “Markets in Transition”, in David M. Kreps & Kenneth F. Wallis (eds.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, Vol. 2, Cambridge University Press, 1997, pp. 210—239; Franklin Allen & Douglas Gale, “Corporate Governance and Competition”, in Xavier Vives (ed.), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, 2000, pp. 23—94.

[54] Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, “The Regulation of Entry”, 117 *Quarterly Journal of Economics* 1 (2002).

[55] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1].

[56] Avner Greif, “Reputation and Coalitions in Medieval Trade: Evidence on the Maghribi Traders”, 49 *Journal of Economic History* 857 (1989); Avner Greif, “Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders’ Coalition”, 83 *American Economic Review* 525 (1993).

[57] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *supra* note [1].

[58] Avner Greif, “Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders’ Coalition”, *supra* note [56]; René M. Stulz & Rohan Williamson, “Culture, Openness, and Finance”, 70 *Journal of Financial Economics* 313 (2003).

孔子最初发展并正式化的一系列信仰。这一系列信仰清晰地定义了家庭和社会秩序,与西方关于法律规则是如何制定的信仰有很大不同。通过利用 20 世纪 90 年代初世界价值观调查的数据,La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 W. Vishny(以下简称 LLSV)发现,中国是 40 个发达国家和发展中国家中社会信任程度最高的国家之一。<sup>[59]</sup> 笔者将中国社会信任程度高的原因解释为受孔子的信仰影响。整个论文和 AQQ 的研究<sup>[60]</sup>中,笔者提出了声誉和关系使很多金融渠道和治理机制在中国的混合经济部门发挥作用的证据。

还有其他有效的公司治理机制。首先, Burkart 等人将所有权和控制权的分离度与不同的法律环境联系起来,并表示在对小股东保护薄弱的国家里,家族企业会成为主导的所有权结构形式,而在保护较好的国家里,职业经理人管理的公司是最佳形式。<sup>[61]</sup> AQQ 对混合经济部门的调查证据和上市公司部门的实证结果以及 Claessens 与 Allen, Chakrabarti, Sankar De, Qian 和 Qian(以下简称 ACDQQ)的证据表明,家族企业在中国及其他亚洲国家很常见,且经营良好。<sup>[62]</sup> 其次, Allen 和 Gale 指出,如果不同生产要素提供者之间的合作是必要的,而且所有提供者都将从公司良好运营中获益,那么,达到一个没有外部治理的好的均衡是可能的,如同内部治理,相互监督能够保证最优结果。<sup>[63]</sup> AQQ 和 ACDQQ 论证了贸易信贷作为一种融资形式对混合经济部门企业的重要性。<sup>[64]</sup> 尽管缺少外部监督和合同履行机制,合作和互相监督能够保证企业投

---

[59] 有趣的是,基于同样的调查,LLSV(1997)认为中国居民不怎么愿意参加民事活动。然而,笔者的证据表明,由于替代性机制的有效实施,中国较发达地区的居民参加商业/经济活动的动机是很强烈的。Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "Trust in Large Organizations", 87 *American Economic Review* 333 (1997).

[60] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *supra* note [1]; Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, "China's Financial System: Past, Present, and Future", *supra* note [3].

[61] Mike Burkart, Fausto Panunzi & Andrei Shleifer, "Family Firms", 58 *Journal of Finance* 2167 (2003).

[62] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *supra* note [1]; Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, "China's Financial System: Past, Present, and Future", *supra* note [3]; Stijn Claessens, Simeon Djankov & Larry H. P. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", 58 *Journal of Financial Economics* 81 (2000); Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan & Larry H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", 57 *Journal of Finance* 2741 (2002); Franklin Allen, Rajesh Chakrabarti, Sankar De, Qian Jun & Qian Meijun, "Law, Institutions and Finance in China and India", in Barry Eichengreen, Poonam Gupta & Rajiv Kumar (eds.), *Emerging Giants: China and India in the World Economy*, Oxford University Press, 2008.

[63] Franklin Allen & Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, *supra* note [32].

[64] Franklin Allen, Qian Jun & Qian Meijun, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *supra* note [1]; Franklin Allen, Rajesh Chakrabarti, Sankar De, Jun Qian & Meijun Qian, "Law, Institutions and Finance in China and India", *supra* note [62].

资者的回报(只要有充足的资金)。在其他新兴经济体(如印度<sup>[65]</sup>)以及发达国家(如美国<sup>[66]</sup>)也能发现贸易信贷的重要性。

值得一提的问题是,企业家和投资者是如何缓解和克服政府腐败的相关问题的。根据体制发展的拥护者的理论<sup>[67]</sup>,差制度、弱政府和强精英将严重阻碍中国经济的长期增长。然而,本文的证据表明,腐败并没有阻碍中国企业的高成长,尤其是对相比国有企业和上市公司,法律保护可能更薄弱、腐败带来的问题可能更严重的混合经济部门企业来说。

一个潜在的有效解决腐败的方法是同一国家不同地区的地方政府/官僚间的竞争。企业家可以从一个地方搬到另一个地方去寻找最支持其私有企业的政府官员,相应地也促使官员在提供公共产品和服务方面(如向新设企业发放许可证)伸出“援助之手”而不是“掠夺之手”,否则盈利的私人企业就会从这个地区外流。<sup>[68]</sup>在像中国这样一个拥有多元化地区的大国,这样的改进是很典型的。作为这一观点的补充,Xu认为中国具有特有的“地域分散的威权体制”的制度基础,各级政府对区域经济决策有相当大的自主权,同时中央政府也保留了控制权。在这种结构下,地方政府在支持乡镇企业、向企业配置银行信贷、选择企业上市等方面起主要作用。这一体系缓解了管理者面临的信息问题,通过个人控制和地区竞争创造了对地方政府的激励。Xu认为尽管正式法律执行较差,但中国仍能取得惊人的经济增长的原因就是这一治理结构。<sup>[69]</sup>

总而言之,近几十年来,中国经济,尤其是混合经济部门的出色表现,引起了很多对将法律体系作为商业基础的传统智慧的质疑。大部分观察家愿意将中国和印度的经济表现的主要特征归纳为“没有西式制度支持的成功”,并认为没能适用西方制度将会成为阻滞其经济长期增长的主要原因之一。与此相反,Allen和Qian认为中国经济的成功恰是因为缺少西式制度:在像中国这样迅猛增长的经济体中,在法律体系外的业务经营实际上优于以法律作为金融和

---

[65] Franklin Allen, Rajesh Chakrabarti, Sankar De, Qian Jun & Qian Meijun, “Financing Firms in India”, 21 *Journal of Financial Intermediation* 409 (2012).

[66] Mariassunta Giannetti, Mike Burkart & Tore Ellingsen, “What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts”, 24 *Review of Financial Studies* 1261 (2011).

[67] Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Princeton University Press, 2003; Daron Acemoglu & Simon Johnson, “Unbundling Institutions”, 113 *Journal of Political Economy* 949 (2005).

[68] Franklin Allen & Qian Jun, “Corruption and Competition”, University of Pennsylvania, 2009 (working paper).

[69] Xu Chenggang, “The Fundamental Institutions of China’s Reforms and Development”, 49 *Journal of Economic Literature* 1076 (2011).



商业基础的模式。<sup>[70]</sup>

通过集中对比基于法律和法院的纠纷解决、合同履行机制和在法律体系外运行的替代性机制, Allen 和 Qian 认为, 法律制度尽管有许多众所周知的优势, 也有很多劣势。<sup>[71]</sup>

首先, 关于政治经济因素的最近研究, 尤其是 Rajan 和 Zingales 的研究表明, 既得利益集团的寻租行为会使法律制度成为变革的障碍。<sup>[72]</sup> 本文认为, 这些问题在发展中国家严重得多, 而建立良好制度的成本也可能是巨大的。<sup>[73]</sup> 解决这一问题的一个途径是, 不将法律作为商业的基础, 而以独立于法律体系之外的替代性机制取代之。本文和其他对中国和其他新兴经济体的相关研究<sup>[74]</sup> 证据表明, 这些替代性机制可以是很有效率的。

其次, 在民主国家, 重大变革的批准(经大多数人民/或立法者)会经历一个长期的政治过程, 负责修订法律的人(如政治家和法官)可能缺乏商业交易的专业知识, 在审议提议的变革时能力(时间和精力)有限。<sup>[75]</sup> Allen 和 Qian 表明, 在像中国这样变革频繁、发展迅速的经济体, 替代性制度格外具有优势, 因为这类体系比法律能更快适应并作出改变。尤其是当环境发生变化时, 竞争能保证最有效率的机制胜出, 而这一过程并不要求说服立法者和选民去修订法律。<sup>[76]</sup>

---

[70] Franklin Allen & Qian Jun, "Comparing Legal and Alternative Institutions in Commerce", in James J. Heckman, Robert L. Nelson & Lee Cabatingan (eds.), *Global Perspectives on the Rule of Law (Law, Development and Globalization)*, Routledge-Cavendish, 2010.

[71] *Id.*

[72] Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", 69 *Journal of Financial Economics* 5 (2003); Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, *supra* note [67].

[73] 一个经常谈论的有争议的话题是专利和版权等知识产权。在发达国家通过法院行使知识产权比在中国这样的发展中国家有效且普遍得多。已经有大量关于专利/版权保护和创新步伐之间关系的复杂证据研究的经济学文献。在排他性的产权给创新提供了强有力的激励并确实在化学和制药等一些行业带来更多的创新的同时, 过度的保护也阻碍了竞争, 而竞争是刺激创新的另一个重要因素。

[74] Franklin Allen, Rajesh Chakrabarti, Sankar De, Qian Jun & Qian Meijun, "Financing Firms in India", *supra* note [65].

[75] 美国的支付体系是一个很好的例子。在 21 世纪初, 美国的支付体系还是 19 世纪的: 支票必须从它们存放的地方送到一个中央运营中心, 然后到清算商, 然后再回到开出它们的银行。尽管银行和企业屡次呼吁改变这一现状, 然而, 美国国会直到 2001 年 9 月 11 日后才着手解决这一简单但又成本高昂的问题。在恐怖袭击后, 所有商业航班都停飞数日, 支票清算进程完全中断。2003 年 10 月, 《21 世纪支票清算法案》签署, 该法案允许用电子图像代替原始支票, 由此, 清算进程就不再依赖邮政和运输系统了。

[76] Franklin Allen & Qian Jun, "Comparing Legal and Alternative Institutions in Commerce", *supra* note [70].

总而言之,本文认为,法律制度以及正式融资渠道是发达经济体制度中不可或缺的部分,而在新兴经济体中,替代性机制和融资渠道则发挥了更加突出的作用,且在支持特定行业或整个经济的商业交易方面比法律机制更有优势。因此,在新兴经济体,与法律和其他正式制度的发展并行的替代性纠纷解决和合同履行机制的发展,将促进更广泛基础上、更可持续的经济增长。替代性机制和法律机制的并存和竞争也会对法律体系的发展产生积极影响,使其不易为利益集团所俘获,并在适应变革方面更有效率。

## 五、总结和结语

一个最经常被问起的问题是,中国的金融体系会促进还是阻碍其经济增长。基于对金融体系历史和现状的考察及与其他国家的比较,本文对该问题的回答分为三个方面:第一,国有银行主导的庞大的银行部门在为众多类型的企业融资方面较金融市场发挥了重要得多的作用。第二,自1990年以来,股票市场持续快速发展,但就支持经济发展而言,其发挥的作用相对有限;然而,金融市场在经济中的角色将日益重要。如果能将银行部门和金融市场的角色总结为其已经做得足够好、没有放慢经济的生长的话,那么,本文的第三个结论是,替代性融资渠道在支持比国有企业和上市公司对经济增长贡献更大的混合经济部门的发展上获得了巨大的成功。影子金融部门依赖于内部融资等替代性融资渠道,以信任、声誉和关系等为基础的替代性治理机制以及产品和生产要素市场的竞争等,支持混合经济部门的生长,这些替代性机制在支持中国这样的快速增长的经济体方面很可能是优于西式法律制度的。

笔者相信,银行和金融市场等正式金融部门将持续发展,持续改进的法律结构也会使其更有效地发挥功能。然而,从长期看,非正式和影子银行部门也将作出重要贡献,这些并不依赖于传统的法律基础。它们不应该气馁,因为传统基础的缺乏可以成为一种优势,而不是劣势。

(初审编辑 苏盼)