

中国金融学

China Journal of Finance

复旦大学财务金融学系
四川大学金融研究所

2003 · 6

1.

四川大学出版社



责任编辑:曾春宁 姚 曦

责任校对:周 颖

封面设计:罗 光

责任印制:李 平

图书在版编目(CIP)数据

中国金融学 / 俞乔主编. —成都: 四川大学出版社,
2003.3

ISBN 7-5614-2569-4

I. 中... II. 俞... III. 金融-中国-文集

IV. F832-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 016368 号

书名 中国金融学

作者 俞 乔 主编

出版 四川大学出版社

地址 成都市一环路南一段 24 号 (610065)

印刷 四川大学印刷厂

发行 四川大学出版社

开本 787 mm×1 092 mm 1/16

印张 15.5

字数 316 千字

版次 2003 年 6 月第 1 版

印次 2003 年 6 月第 1 次印刷

印数 0 001~3 000 册

定价 40.00 元

◆读者邮购本书,请与本社发行科
联系。电话:85408408/85401670/
85408023 邮政编码:610065

◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回印刷厂调换。

◆网址:www.scupress.com.cn

版权所有◆侵权必究

卷首语

在学术界各方朋友的积极参与和大力帮助下,《中国金融学》同读者见面了。我们编辑出版《中国金融学》的目的是试图通过凝聚我国学人的心智与努力,分析与研究金融领域的主要现象与基本命题。《中国金融学》将为研究者构筑一个按照严谨与规范方式进行交流并与国际学术界沟通的阵地,同时,它还还为读者开凿一个涌现具有前瞻意义和原创精神的思想源泉。

在经历了近 25 年改革开放的历程后,中国已初步确立了以市场为基本导向的经济体制。随着我国成为世界贸易组织成员,其经济正以空前的速度与规模融入全球市场。作为最大的发展中国家,我国不同于规模狭小且全面开放的外向附属型经济体,它是以极其庞大的国内统一市场为基础的自主型经济体。并且,中国经济具有成长为与北美经济体、欧洲经济体呈鼎立之势的独立经济体的巨大潜力。因此,我国必须建立与其经济发展水平、文化历史传统及社会组织结构相适应的金融体系与金融服务产业,而不可能简单地复制和模拟成熟市场经济的现有模式。当前,我国金融产业面临重大的改革与创新,以便适应整体经济体制的深刻变化,为保证国民经济在未来 20 至 30 年的持续与稳定发展,并成为世界重要的经济体提供有效的金融支持。在这一方面,我国学术界的直接任务是系统地回答社会经济活动中出现的重大问题,并提出相应的解决思路。然而,学人的责任不仅仅单纯地停留在问题解读及对策咨询的实用功能性层次上,其天赋使命还在于通过非功利性与无利益诉求的独立研究,将人们对社会金融现象的理性认识边界向外推延,在人类求知探索的领域有所创新与拓展。

金融学研究人类社会经济活动中资金与资本资源的配置,它是经济学理论在金融领域的分支与扩展。它是通过分析与研究在既定社会经济环境下主要金融现象而发展起来的,而且不同时期其研究重点也有很大的差别。在长期的历史演变过程中,以市场竞争模式为基础的英国与美国逐渐形成了以金融市场为主导的金融体系。但是,社会经济结构、文化历史特点、政治法律背景等诸多方面的深刻差异,则使欧洲大陆及日本等具有强烈行政干预色彩的市场经济体产生了所谓银行中介主导的金融体系。不过,在同一国家中,金融中介与金融市场又同时共存并有相互替代关系。并且,在正规的金融安排之外,各种经济体还存在大量自发性及非规范性的金融交易机制。在发达国家,这些非规范性的交易机制是金融创新的一个重要源泉;而在发展中国家,它们则在相当程度上弥补了不完善的正规金融安排所造成的无效率缺陷。由于我国处于经济全面转型和建立市场制度的时期,所以金融体系、金融中介、金融市场、非规范金

融交易机制都构成了我们研究的重要对象。当前的中国无疑为深入观察与分析这些研究主体在新兴经济体的演进提供了极为有利的外部环境和宏大的实验场所。我国学人有幸生逢其时，更应充分把握历史性的机会，结合中国本土的实践，创造性地发展金融学理论。

鉴于我国金融研究的总体水平还较低，全方位地向国际同行学习与借鉴将是提高我们研究质量应长期坚持的一个主要工作。但是我们也认识到，以新古典综合经济学为基础的金融研究体系存在追求数理逻辑证明的自我完美，而忽视社会演进背景及与历史相符合的出发点的倾向，这在相当程度上限制了现有的主流理论对社会活动的解释程度和说服力。如果说在社会、经济及金融结构相对稳定的发达市场中，高度的数理逻辑推导研究具有特定含义的话，在我国处于重大结构与体制变化的市场上，离开历史与现实而追求演绎推理完整的研究路径则毫无意义。因此，在我们对社会金融现象的研究中，始终贯穿深刻的历史感是题中的第一要义。逻辑假设与历史现实的一致性不仅应当是我们研究的出发点，而且也应是其归宿。

金融研究面临着大幅度创新和发展。这是因为现有的理论既难以有效地解释纷繁复杂的成熟市场的金融活动，同时也不足以概括加速溶入世界市场的新兴经济体的金融现象。探索非排他和多元化的研究方法便成为更深入地理解人类经济金融活动的重要途径。我们强调研究的人文含义，即充分考虑到金融现象是一种现实人的经济生活，把对社会人的实际活动分析放到首位。在这一方面，创造性地将其他人文与社会学科，如心理学、法学、历史学、社会学等围绕现实人活动的研究方法结合到对金融现象的研究中具有特殊的价值，它将有助于我们更深刻地揭示不同外部环境下社会人的金融活动的基本特征。

金融学在本质上是一种实证主义的研究。就方法论而言，它可以通过证实亦可以采取证伪的途径判别理论假说与命题对现实生活描述的可靠程度。这种实证主义研究以经验和事实为依据，对理论逻辑推演加以所谓证实考量或证伪检验，以判断其合理性；并据此修正、深化或扬弃原有的假说，进而提出新的理论范畴。缺乏实证方法论检验的抽象金融研究则可能陷入自我完善的主观境地，而严重脱离社会金融活动的现实世界。“理论是灰色的，生命之树常青”。对于所有的理论假说而言，我们的研究不承认任何形式的权威裁决，而仅只服从建立在丰富的社会经济生活之上的实证检验与判别。

我们深知，具有原创价值的研究是我国学术界的最高责任所在，并且它需要大家的共同参与方能有所作为。同时，我们也相信，通过学术界朋友的辛勤耕耘，我国学术界完全可能凭借中国经济勃兴的大势，取得具有开创性意义的研究成果，为丰富人类对自身社会经济活动的认识做出独特的贡献。

《中国金融学》主编 俞 乔

2002年11月16日

中国金融学

1.
2003.6

目 录

卷首语..... (1)

论 文

中国金融制度与国际金融体系比较研究	
..... Franklin Allen 钱 军 钱美君 (1)	
决策分权的再融资模型及其在中国的应用	Albert Park 沈明高 (29)
中国上市公司投资决策与软预算约束	邹港永 宋 敏 王杰邦 (59)
信息、现金流和企业投资	刘 俏 戚 戎 (73)
中国上市公司盈余管理程度研究	杜 滨 李若山 俞 乔 (99)
偏度持续性与组合选择——对东京股票交易所的实证研究	
..... 孙 谦 严玉星 (118)	
汇率联动互换选择权：设计与评价	陈松男 李佳懋 (134)
中国基金内部消息的实证研究	张俊喜 张 华 (160)
中国证券投资基金业绩评价体系研究和实证分析	
..... 徐林明 尚 健 杨 江 (179)	
中国证券投资基金羊群行为、隐性交易和动量交易研究	
..... 刘振华 王晓川 赖新农 (199)	
深圳与上海股票市场开盘方式比较研究	杨之曙 李子奈 汤 翼 (219)
英文摘要.....	(233)

China Journal of Finance

1.

June, 2003

Contents

Foreword to the New Issue	(1)
---------------------------------	-------

Articles

Comparing China's Financial System	
..... Franklin Allen Jun Qian Meijun Qian (1)	
A Refinancing Model of Decentralization with Empirical Evidence from China	
..... Albert Park Minggao Shen (29)	
Investment and the Soft Budget Constraint in China	
..... Kong Wing Chow Frank M. Song Kit Pong Wong (59)	
Information Production, Cash Flow and Corporate Investment	
..... Qiao Liu Rong Qi (73)	
A Study of Earnings Management Extent of Listed Companies in China	
..... Bin Du Ruoshan Li Qiao Yu (99)	
Skewness Persistence and Portfolio Selection: Evidence from the Tokyo Stock Exchange	
..... Qian Sun Yuxing Yan (118)	
The Design and Evaluation of Exchange – rate – linked Options	
..... Songnan Chen Jiahui Li (134)	
An Empirical Test for Private Information by Mutual Funds in China	
..... Junxi Zhang Hua Zhang (160)	
Measuring the Performance of Chinese Equity Funds	
..... Linming Xu Jian Shang Jiang Yang (179)	
Herding Behavior, Stealth Trading and Momentum of Securities Investment Funds in	
China	
Zhenghua Liu Xiaochuan Wang Xingnong Lai (199)	
The Empirical Study on the Opening Method of China Stock Markets	
..... Zhishu Yang Zina Li Yi Tang (219)	
Abstracts	(233)

中国金融制度与国际金融体系比较研究^{*}

Franklin Allen 钱 军 钱美君^{**}

摘 要 本文将中国的金融体系与发达国家的金融制度作了比较,尤其是与金融市场主导的美国模式和银行系统主导的德国模式进行了比较。文章分析了金融系统的各个主要特征,例如分散风险、信息提供、为新兴和成熟的行业融资、金融危机、公司治理等,并讨论了金融、法律体系与经济增长之间的关系。作者发现,中国金融体系和美国模式存在根本的差别,简单地采用美国金融体系的模式并不是最优的。在发展美国式金融市场的同时,学习德国的金融体系,改革中国的银行系统是同样重要的。我们的研究也发现,中国有别于学术文献中研究过的绝大多数国家,尽管其司法和金融体系相当落后,但其经济增长速度是世界最快的,其增量是世界最大的。在实践中,存在非标准的融资渠道及管理机制能够有效地支持各种经济类型的公司的成长。因此,对于中国来说,目前最可取的是改进并发展现有的金融体系,保证非标准的金融渠道和公司管理机制与司法和金融体系一起协调发展。

关键词 金融体系, 银行系统, 金融市场, 经济增长, 非正规系统

1. 引 言

自 1979 年中国对外开放以来,在这块被称为“中央帝国”的古老土地上发生了根本的变化。最突出的就是,中国从以农业为主和中央计划体系为主导的经济模式,发展成为快速成长、以市场为导向的开放型经济。作为最新的亚洲奇迹,尤其值得了解的是,中国是如何实现它的经济增长和体制转轨的。本

^{*} 本文建立在第一作者在中国北京举行的清华国际金融研讨会(2002.6)上发表的主题讲演的基础之上。感谢高滨、王江和大会的其他组织者,感谢清华大学的邀请、热情接待以及提供的支持,感谢与会者颇有助益的建议。我们非常感激俞乔,他给我们提供了不少帮助和意见。同时我们还要感谢来自波士顿学院和宾夕法尼亚大学沃顿商学院的资金支持。本文作者对文稿最终负责。若读者需要本文研究所用的数据,请与作者联系。

^{**} Franklin Allen, 宾夕法尼亚大学沃顿商学院;通信地址: Finance Department, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA 19104; E-mail: allenf@wharton.upenn.edu。钱军, 波士顿学院卡罗尔管理学院;通信地址: Finance Department, Carroll School of Management, Boston College, Chestnut Hill, MA 02467; 电话: (617) 552-3145; 传真: (617) 552-0431; E-mail: qianju@bc.edu。钱美君, 波士顿学院卡罗尔管理学院;通信地址: Finance Department, Carroll School of Management, Boston College, Chestnut Hill, MA 02467; E-mail: qianme@bc.edu。

文回顾了中国金融体系在支持经济发展中的作用，并探讨了其金融体系以及整体经济的未来发展方向。

为了将我们的主要观点阐述得更清楚，我们将中国现有的金融体系与另两个国家相比较：以金融市场高度发达为标志的美国金融体系和以银行系统庞大高效为标志的德国金融体系。比较美国与德国的金融模式，可以发现两种体系的不同之处并可得出这样的结论：美国的金融体系并非支持和刺激国家经济增长的惟一模式。中国与其他两个国家金融体系的比较也说明，中国最好是发展现有体系，而非简单地采用发达国家的成功模式。

表 1 中国经济概况

年份	国民生产总值 (10 亿美元)	国民生产总值 增长率	国内生产总值 (10 亿美元)	人 口 (万人)	人均国内生产总值 (美元)
1989	204.32				
1990	224.62	9.93%	224.01	114333	197.34
1991	261.62	16.48%	261.08	115823	229.11
1992	321.88	23.03%	321.72	117171	276.21
1993	417.40	29.67%	418.29	118517	354.95
1994	563.65	35.04%	564.73	119850	473.79
1995	694.38	23.19%	706.26	121121	586.23
1996	807.37	16.27%	819.86	122389	673.43
1997	883.37	9.41%	899.31	123626	731.04
1998	929.55	5.23%	946.20	124810	761.71
1999	971.29	4.49%	989.26	125909	789.13

资料来源：中国统计年鉴（2000）。

注：表中使用的汇率为 1 美元 = 8.28 元人民币。

表 1 和表 2 分别表明了中国的国际地位，它是世界上最重要的国家之一。1999 年，中国的国民生产总值换算成美元后，在世界上排名第七；其年均增长率为 8.35%（1990 年—1998 年），远远高于现有文献中所研究国家的增长率的加权平均值（如：La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer 和 Vishny, 1997, 1998, 2000。下文简称为 LLSV）。假如中国保持这样的增长速度，其他国家也分别以其目前的速度发展，使用名义汇率换算成美元，中国只需要 10 年时间就可以超过法国，14 年之后超过德国，21 年赶超日本。然而，如果我们用购买力平价（PPP）重新计算各国的国民生产总值，1999 年的中国经济规模已经仅次于美国，位列世界第二。而且，采用同样的购买力平价，并假设美国经济每年以 3.63% 的速度增长，正如 Summers（1992）在研究中所指出的，中国仅需要 15 年即可超过美国，成为世界第一经济大国^①。由于新近加入世界贸易组织，和它所拥有的巨大潜在市场，中国将在世界经济中发挥越来越重要的作用，并成

^① Maddison（1998）提供了用购买力平价（PPP）计算中国 GNP 的具体算法。美国的增长率是基于 1990 年—1998 年这个阶段的测算。

为发展中国家的先导。

表2 中国与 ILSV 样本国家国民生产总值及其增长率的对比

中国对 ILSV 样本国*					
名次	1999 年国民生产总值	按购买力平价计算的 1999 年国民生产总值**		国民生产总值年均增长率 (1990—1998)	
国家	国民生产 总值(10 亿 美元)	国家	国民生产 总值(10 亿 美元)	国家	加权 平均 增长率
1 美国(E) ^a	8879	美国(E)	8879	中国	8.35%
2 日本(G) ^a	4055	中国	4518	英系国家 ^b	3.56%
3 德国(G)	2104	日本(G)	2642	法系国家 ^b	3.68%
4 法国(F) ^a	1453	印度(E)	2215	德系国家 ^b	1.99%
5 英国(E)	1404	俄罗斯	1927	斯堪第那维亚系国家 ^b	3.42%
6 意大利(F)	1163	德国(G)	1893		
7 中国	980	巴西(F)	1642		
8 巴西(F)	730	法国(F)	1364		
9 加拿大(E)	614	意大利(F)	1269		
10 西班牙(F)	583	英国(E)	1203		

注：*：ILSV 的数字来自 1999 年；^a：E、F、G 代表英系、法系和德系国家；^b：在 ILSV 样本国家中的规模权重。国民生产总值直接来源：美国统计摘要（2000，也可从世界银行获得），美国统计局。

**：所有国家 1999 年的国民生产总值都根据购买力平价折算成美元。购买力平价折算系数取自世界银行发展指标（表 5.6，世界银行）。具体如何计算这个指标，请参阅“国际项目手册”，联合国，纽约，1992。

在不确定性经济中一个成功的金融体系应该发挥的基本作用是，通过它的各种渠道和机制，在投资者和公司中分配资源和财富，以达到社会福利最大化。理想完善的金融体系应当有以下几种功能：其金融市场可使风险在各经济主体之间得到完全的分摊；存在一个活跃的公司控制的市场，以确保有效的公司治理结构；信息传递过程完全透明，使资金、生产资料和技术投入达到有效配置。基于 Arrow - Debreu 模型之上的论点符合这种理想情况，是因为这种理想情况假设了完全市场、信息对称以及无交易成本。然而，现实中的市场是不完全的市场，并且交易成本可能很高，在公司投资和生产项目中，内部人员与外部人员之间的信息是非对称的。那么，一个成功的金融体系应如何应对这些问题呢？传统观点认为，以资本市场为基础的美国式金融体系最优，因为活跃的、发展程度高的金融市场最有利于确保资源的良好配置。然而，这种观点忽视了也有许多别的国家在完全不同的金融体系下也获得了成功的事实，例如德国就是一个很好的例子。

德国式金融体系以庞大的银行系统为主，规模相对较小的金融市场为辅，

明显区别于美国的金融体系，但两个国家都繁荣而发达。这说明两国的不同体系都有力地支持着各自的经济的发展。Allen 和 Gale (2000a) 提出了比较这两种类型（以及其他类型）的金融体系的理论，其中最基础但是最重要的结论是：两种体系都有各自的优点和缺点。这与传统观点不同。在接着 Allen 和 Gale (2000a, 2001) 的研究中，我们比较了这两种金融体系的特性，包括风险分摊、信息提供、对新老行业的融资、金融危机、公司治理以及金融法律体系和经济发展之间的关系。联系到中国金融体系的特点，我们发现，中国与美国的金融体系之间有许多根本性的差异，单纯地采用美式体系并不是最优的选择。通过理解德国的体系来促进中国的银行系统的改革，与发展美国式金融市场同样重要。

我们最重要的发现之一是中国金融体系有独具的特点。在我们的另一篇论文 (Allen, Qian 和 Qian, 2002) 中，我们采用现有的衡量方法比较研究了中国金融体系和其他国家的金融体系，发现中国的金融体系从大多数方面来说都是欠发达的。它的公司治理、会计准则以及对股东和债权人的保护都做得非常不够，同时其银行系统没有充分发展，很大程度上来说是低效率的。在新近成立的上海证券交易所 (SHSE) 和深圳证券交易所 (SZSE)，以及香港证券交易市场 (HDSE) 中，有许多中国公司新上市交易。这三大交易市场的规模和容量都在不断增长，但其规模和重要性仍然比不上别的融资渠道，尤其是银行业。我们还发现，中国的法律体系，相对于其他国家来说是非常不完善的。如果只按照现有的法律、金融和经济发展的文献所建立的评价标准来预测中国的经济，情况是不应当这么乐观的，因为中国对投资者缺乏保护，财产权脆弱，金融体系有限而且低效。那么，我们又如何才能将中国落后的法律和金融体系与 1979 年以来在经济增长方面所取得的巨大成就联系起来呢？

此外，Allen, Qian 和 Qian (2002) 将中国包括政府掌控最终所有权的国有企业 (SOEs) 及上市交易公司的正规系统，与包括其他所有类型公司的非正规系统相比较^②，发现两者的增长是非常不平衡的。在 1995 年到 1999 年期间，非正规系统平均每年以 19% 的速度增长，同时正规系统的年均增长速度是 4.65%。而且，国家经济的增长主要归功于非正规系统的增长。如果有谁对中国现有的法律和金融系统如何维持庞大而快速发展的经济感到奇怪的话，那么，正规系统和非正规系统之间的增长发展模式将会使人更加惊奇，因为现有的法律和金融机制对非正规系统的扶持远低于对正规系统的扶持，然而增长更快的却是非正规系统。

我们对上面这个困惑的解释是，在法律和金融范畴内存在一些高效的、非标准的机制支持着经济增长。这些机制建立在关系和名誉的基础之上，受中国

② 确切地说，非正规系统包括：(1) “准国有”公司，即集资兴建的企业和合营企业，由国家和当地政府或机构共同拥有的；(2) 私有企业（不包括私人建立的上市公司），掌管这些公司所有权的可以是大陆公民、港台投资者（或公司）或外国投资者（或公司）。详见附录中各类企业的定义。

机构和组织的文化信仰和历史演化的影响。

由于中国金融体系的特殊性，对中国来说，最优选择或许是发展现有的金融体系，而非照搬某个或某些发达国家的模式。我们并不是说发展标准的法律和金融体系不重要，也不是说学习如美国和德国这种发达国家建立正规体系的成功模式不重要，而是说，在发展正规体系的同时，不能忽视或阻碍非正规系统的成长。对照非正规系统的成功和正规系统的不足，我们相信需要做更多的研究，以更好地理解在标准机制不可得或不适用时，非标准的、替代性的机制是如何起作用的。更好地理解这些非标准机制是如何促进中国经济增长，会有助于找到不同于现有理论的其他发展道路，这也可使其他国家受益。

本文其余部分结构如下：在第二部分，我们描述了中国金融体系的总体特征，并与 LLSV 所列举的那些国家相比较。接着，我们详细讨论了一个成功的金融体系的六大组成部分，每一部分都将中国的金融体系与美国和德国的相比较。第三部分比较金融市场和机构的风险分摊，第四部分研究信息收集和传递过程，第五部分讨论金融危机，第六部分探讨公司治理机构，第七部分对新兴行业的融资投资进行研究，最后在第八部分剖析法律、金融和发展之间的联系，第九部分总结全文。

2. 中国金融体系概述

在这个部分，我们简要描述中国的金融体系，包括银行系统和金融市场，以及公司资金来源的总体水平。由于中国是发展中国家，将中国与其他发展中国家比较，或者与其他发达国家而非美国和德国比较，结果会更有意义些。因此，我们将现有的法律和金融文献，尤其是 LLSV (1997, 1998, 2000) 研究时曾用的样本国家来与中国进行比较。他们的样本包括 49 个国家，但是中国没有在内。在表 3 中，我们采用 Levine (2000) 与 Demirguc - Kunt 和 Levine (2002) 所确立的衡量金融体系的方法和指标，将中国的金融体系与 LLSV 所列举的样本国家相比较。表 4 描述了中国金融体制发展的趋势。

在表 3 中，首先，我们比较了股票市场和银行相对于国民生产总值的规模。中国股市不管从市场的资本化率还是从股票市场交易总价值来说，规模都要小于其他许多国家。需要注意的是，股票交易总价值比市场资本化率更能反映规模大小，因为计算市场资本化率时非流通股也被包括进来了。考虑到中国的上海与深圳股票交易所都是新近建立的市场，其规模和效率都还处于发展的初级阶段，因此中国股市的现状并不会令人惊讶。相反，从规模上来说，中国的银行系统比股市要重要得多：银行信贷总数与国民生产总值的比值是 1.113，甚至比以银行为主导的金融体系的德系国家还要高（其平均值为 1）。不过，若仅考虑银行提供给非公有系统的借贷（如私人企业），中国的比值就从 1.113

锐减至 0.242，这说明银行大部分的信贷都是发放给公有系统的（如国有企业和集体企业）。而且，中国银行系统效率低下，其管理费用占总资产的比率为 12.2%，远大于最不具效率的法系国家，它们的比率也仅为 5.4%。

表 3 银行（间接融资）体制和市场（直接融资）体制的指标对比

	指 标	英系 国家	法系 国家	德系 国家	斯堪第 那维亚 系国家	样本 平均	中国
银行和市场 规模	银行信贷/ 国内生产总值	0.408	0.341	1	0.502	0.461	1.113 (0.242) ^a
	间接成本/ 银行总资产	0.03	0.054	0.026	0.028	0.039	0.122
	贸易总额/ 国内生产总值	0.144	0.045	0.618	0.075	0.154	0.1
	市场资本量/ 国内生产总值	0.428	0.154	0.438	0.232	0.296	0.323
结构指数：市 场与银行 ^{**}	结构活动	-1.57	-2.143	-1.072	-1.957	-1.785	-2.407 (-0.878) ^a
	结构规模	-0.159	-0.785	-1.116	-0.802	-0.598	-1.237 (-0.291) ^a
	结构效率	-6.27	-6.57	-4.814	-6.317	-6.22	-2.653 (-4.404) ^a
	结构总量	0.41	-0.14	0.64	-0.005	0.171	N/A
	结构规划	8.78	9.06	8	7.66	8.69	16
金融发展(银行 和市场部门)	金融活动	-3.27	-4.57	-0.94	-2.99	-3.49	-2.193 (-3.721) ^a
	金融规模	4.422	3.845	5.038	4.56	4.271	-1.023 (-2.55) ^a
	金融效率	1.11	-0.37	2.62	0.99	0.66	-1.947 (-0.196) ^a
	金融总量	0.342	-0.44	1.326	0.43	0.145	N/A

资料来源：中国金融年鉴（2000），中国统计年鉴（2000）。

注：除中国外的所有国家的量化数值取自 Levine（2000）；中国的数据系运用 Levine（2000）（参阅定义列表附录）的定义计算得出。

^{**}：无论一个国家的金融体系建立在市场还是银行的基础上，该数值越高，表示这个国家的金融体系中市场越占据主导地位；^a：括号中的数值表示银行对私人部门的信贷总额，而非银行信贷总额。

我们还比较了金融市场与中介或银行的相对重要性（“结构指数”）。“结构活动”和“结构规模”是规模的相对指标，为金融市场规模与银行规模的对数值。该指标的值越小，说明国家金融市场的规模越小于银行系统的规模。中国这两类指标的数值都是最低的，说明了中国的银行系统远远超过金融市场的规

模,这种由银行占绝对支配地位的程度大于 LLSV 所列举的所有样本国家的程度的平均值^③。

最后,在表 3 中,我们比较了整个金融体系的发展,包括银行和市场(“金融发展”)^④。若采用所有银行信贷(包括发放给公有系统的)的数据,则中国金融市场的整体规模(“金融活动”和“金融规模”)处于 LLSV 所列举国家的中间位置。然而,用来比较的所有其他国家的数据都仅仅基于私人信贷上,若用同样的方法来重新计算中国的金融规模(相对于整个经济来说),就不比 LLSV 各样本的平均水平高,仅稍高于最差的法系国家的平均水平。若比较金融体系的效率,那么中国的指标低于 LLSV 所列举的所有国家的子样本,这说明中国金融体系的发达程度逊于绝大多数国家。

表 4 中国金融系统:银行与市场的指标

银行,市场,规划指标				
	银行信贷	总交易额	市场资本	间接成本
1997	0.949 (0.210) ^a	0.07	0.235	N/A
1998	1.040 (0.217) ^a	0.073	0.249	0.117
1999	1.113 (0.242) ^a	0.100	0.323	0.122
结构指标				
	结构活动	结构规模	结构效率	结构规划
1997	-2.609 (-1.099) ^a	-1.394 (0.115) ^a	N/A	14
1998	-2.652 (-1.082) ^a	-1.429 (0.139) ^a	-3.236 (-4.756) ^a	16
1999	-2.407 (-0.878) ^a	-1.237 (0.291) ^a	-2.653 (-4.404) ^a	16
金融发展				
	金融活动	金融规模	金融效率	
1997	-2.713 (-4.222) ^a	-1.498 (-3.008) ^a	N/A	
1998	-2.573 (-4.143) ^a	-1.351 (-2.92) ^a	-1.989 (-0.470) ^a	
1999	-2.193 (-3.721) ^a	-1.023 (-2.55) ^a	-1.947 (-0.196) ^a	

资料来源:中国金融年鉴(2000)、中国统计年鉴(2000)。

注:这些指标系根据 Levine (2000) 使用的方法计算得出;^a:括号中的数字表示银行对私人部门的信贷(而非银行信贷总额)。

在表 4 中,我们描述了中国金融体系的发展趋势。我们可以明显看到:
(1) 金融市场和银行的整体规模都在增长;(2) 银行依然远大于市场,尽管市

^③ 我们也横向比较了“结构效率”(表明市场与银行的相对效率),其中用银行的管理费用成本衡量银行系统的效率。数值越大,市场相对于银行来说就越有效。由于中国的数值最高(-2.653),说明中国股市确实比银行要相对有效得多。需要注意的是,由于银行在经济中的作用要远远大于市场,因此,即使小规模股市的效率更高,它们也并不能取代银行在整个金融体系中的作用。

^④ 这些指标等于 $\text{Log}(\text{市场比率} \times \text{银行比率})$,数值越大,说明国家(或国家组)的金融体系越发达。

场的重要性相对于银行来说逐渐增强；(3) 就银行和整个体系而言，效率仍然很低。

表 5 LLSV 样本国家 (1997) 的外部资本市场 (平均值)

	英系国家 平均值	法系国家 平均值	德系国家 平均值	斯堪第那维 亚系国家 平均值	LLSV 样 本国家 平均值	中国 (1998)
外部资本/国民 生产总值	0.6	0.21	0.46	0.3	0.4	0.1
国内企业/人口	35.45	10	16.79	27.26	21.59	0.68
初发股价/人口	2.23	0.19	0.12	2.14	1.02	0.08
债务/国民生产总值	0.68	0.45	0.97	0.57	0.59	0.22
国内生产总值 增长率(一年)	4.3	3.18	5.29	2.42	3.79	5.23
法律制度	6.46	6.05	8.68	10	6.85	5
反对权	3.39	1.76	2	2.5	2.44	3
一股一表决权	0.22	0.24	0.33	0	0.22	1
贷款人权利	3.11	1.58	2.33	2	2.3	2

资料来源: LLSV, *The Journal of Finance*, 1997; 中国金融年鉴 (2000)

接下来, 我们比较中国和 LLSV 所列举的样本国的公司的融资渠道。首先, 我们讨论外部资本市场, 数据见表 5。我们可以看到, 中国通过外部市场的融资不同于 LLSV 列举的样本国, 其外部市场的规模和相对重要性 (与其他融资渠道相比) 都稍弱。例如, 就外部资本相对于国民生产总值的比率而言, LLSV 样本国的平均值为 40%, 而中国仅为 10% (1998 年)。负债 (流向非公有系统) 相对于 GNP 的比率, LLSV 的平均值为 59%, 中国仅为 22%; 但如果我们将流向所有系统的债务都包含进来 (如流向中央和地方政府的债务), 那么对该比率中国将达到 79%。这一点说明“债务”的大部分并没有通过资本市场, 而是通过一个集中化的系统所发生。Allen, Qian 和 Qian (2002) 曾指出, 中国的法律系统相对于 LLSV 样本国来说是欠发达的。中国与其他国家外部市场比较的总体数据与 LLSV (1997) 的预测结果是一致的: 对法律体系不完善的国家来说, 其外部市场和金融体系往往是弱小而且低效的。令人惊讶的是, 中国从资本市场获得的少量资金与表 1 和表 2 所示的大规模生产和经济快速成长不相匹配。因此, 值得研究的是, 是否存在别的融资渠道替代了外部资本市场以及标准化的渠道?

为了回答这个问题, 我们给出中国公司筹资来源的总体水平, 见表 6 和表 7。到目前为止, 最重要的两类融资渠道是自筹资金和银行贷款。与先前关于中国银行系统的数据一致, 银行贷款为公司提供了大量的资金, 满足了公司总

资金需求的很大一部分。例如，几乎有 30% 的上市公司的融资来自银行贷款，并且这个比率在整个 20 世纪 90 年代都非常稳定，尽管在这一时期中国的股票市场迅速地成长与发展。类似的情况也存在于国有企业和合资企业当中。

表 6 中国企业固定资产总投资的资金来源

年	百分比	国家预 算拨款	国内借款	国外投资	集资和 其 他	首次公开发行 和增发股票*	公司 债券*
1991		6.9	23.9	5.8	65.0	0.1	4.5
1992		4.4	28.2	6.0	61.4	1.2	8.7
1993		3.9	24.7	7.7	68.7	3.0	1.9
1994		3.2	24.4	10.8	61.5	2.0	1
1995		3.1	21.0	11.5	64.5	0.8	1.5
1996		2.7	19.9	12.0	67.1	1.9	1.2
1997		2.8	19.2	10.8	68.5	5.2	1
1998		4.2	19.5	9.2	68.2	3.0	0.5
1999		6.2	19.2	6.7	67.6	3.2	0.5

资料来源：上交所，中国证券期货统计年鉴（2001），中国统计年鉴（2000）。

注：这里，中国企业指一定规模以上企业。*：这些来源仅适用于公开上市的公司。

表 7 中国企业按不同所有制和不同资金来源的固定资产投资（1999）

	国家拨款	国内借款	国外投资	集 资	其 他	所有制类型(总额)
1. 国有企业	9.8	23.4	3.8	46.7	14.0	53.4
2. 集体企业	5.6	13.4	04.5	64.3	13.5	14.5
(农村)	7.1	12.0	5.2	68.2	7.5	11.2
3. 个人私有企业	0.0	4.0	0.1	90.5	6.5	14.1
(农村)	0.0	2.7	0.0	95.2	2.1	9.3
4. 联营企业	3.2	28.1	1.4	54.6	25.6	0.3
5. 股份制企业	18.1	27.3	4.8	43.4	26.12	8.3
6. 外资企业	0.1	15.6	45.8	23.4	9.1	4.8
7. 港台澳独资企业	1.7	23.9	34.2	26.3	28.1	4.1
8. 其他类型所有制	8.4	13.9	2.95	49.9	27.4	0.5
9. 资金来源(总额)	62.0	19.2	6.72	53.2	14.4	1.0

资料来源：中国统计年鉴（2000）。

注：这里，中国企业指一定规模以上企业。

自筹资金包括来自地方政府和地区机构提供的资金以及内部融资渠道（如经营所得收益的留存收益）的资金。对大多数公司来说，这类资金是公司资金

最重要的来源^③。所有公司的总融资规模在 1994 年—1999 年间发展非常迅速，1999 年接近 2000 亿美元。需要重点指出的是，发行股票和债券来募集资金的，仅仅适用于上市公司，而且通过表 6 可以看出它只占总融资额的很小一部分。

接着，我们简要地讨论一下两个重要的资金来源：国家预算和外国投资。第一，和所有社会主义国家一样，中国曾经依赖中央计划体系向绝大多数的企业分配国家财政预算。但是，现在国家预算仅占国有企业总筹资的 10%，从而可以完全消除任何人对正在进行的经济改革可能给国家经济带来冲击的疑虑。有两个情况值得一提：（1）国家财政预算的总额正在增长，这是整体经济增长以及政府税收和其他收入增加的结果；（2）上市公司也得到国家财政预算的支持，因为这种类型的一些公司曾经是国有的，其与原有的资金关系并没有完全断绝。第二，国外直接投资在总规模和对公司融资的相对重要性两个指标上均优于国家财政预算，这也是中国从中央计划的封闭型经济向开放的市场经济转变的另一个证明。1997 年，国外投资大约占了上市公司（集体所有企业）总筹资的 9.5%（7.5%）。此后，这个比例就一直下降，部分原因在于亚洲金融危机。不过，随着中国加入世界贸易组织，可以预期，国外投资的规模和重要性还将继续增加，并将迅速达到一个更高的水平。

我们已经阐述了企业融资的四个最重要的来源，现在转而把重点放在企业融资决策的不同类型上。我们首先提出正规企业如何融资的问题。随着国有企业民营化进程的不断进行，公开上市交易企业的增长与国有企业的下降趋势形成了强烈的对比。与前面提到的证据相一致，这两种企业的两个最重要的融资来源是银行借贷和集资。从表 6 中的股票和债券买卖信息来看，我们知道这些依赖外部市场上的筹资来源，与内部财务的其他财务手段相比，仅占筹资的很少一部分。根据集资（不使用外部资本市场）同样是国有企业最重要的资金来源的事实，我们可以推断：非标准融资甚至对国有企业来说也是很重要的渠道。

我们进一步考察非正规部门的企业的融资方式。表 7 列出了中国企业固定资产投资的总规模，我们假定这些投资近似于各企业的融资。从表中很容易地看到，自我集资是最重要的融资来源，占的比例接近总融资额的 60%。在私人所有的企业中，自我集资的融资方式占到总额 90% 是不令人惊讶的。而另一种类型是私有企业：上市公司的集资融资也占到总额的 45%。有趣的是，国有企业和“准国有”企业中，集资同样重要，其融资额也占到总额的 45% 到 65%。图 1 概括了这些结论。

总之，效率低下的银行在中国金融体系中仍占主要地位。在接下来的篇章里，我们考察金融系统的六种属性，以及对以银行为基础的金融体系和以市场

^③ 中国统计年鉴（2000）并没有提供筹资的细分项目。我们正考虑通过其他来源获得更详细的信息。

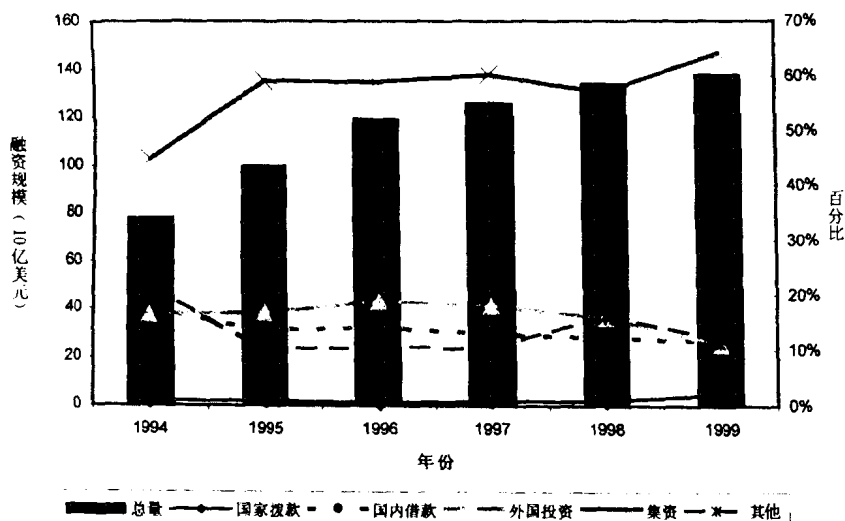


图1 非正规部门的企业融资：规格和来源

为基础的金融体系的利弊进行比较；并且就这六种属性来比较这两种金融体系，并适时与中国的金融体系联系起来。

3. 金融市场和中介机构的风险分摊机制

在这一部分，我们将讨论如何通过金融市场交易和金融机构（如银行体系）将风险在经济人中进行分摊，然后我们将分析如何把结果应用到中国当前的金融体系。

关于风险分摊的一个普遍观点是金融市场能够使风险在经济人中得到良好的分摊，从而使风险偏好者比风险规避者承担更多的风险。如果市场是完全的、无交易成本且信息对称，跨个体（或横截面）的风险分摊能够有效地在经济人之间分散风险。但这只是风险分摊的一种类型，而跨时期（或不同年代）的经济人之间的风险分摊也是非常重要的。在这一方面，金融机构能够比市场做得更好。为了说明跨时期风险的平滑分摊，我们来看一个简单的例子，这是由 Allen 和 Gale (1997) 介绍的模型。

假设某种经济能够维持无限长时间， $t = 0, 1, 2, \dots$ ，有一种存储技术可以使单位消耗物品保留一个时期，并保留价值仍为一个单位。还有某种资产（如股票）有着固定的单位供应量，其回报率结构如下所示：在偶数时期（ $t = 0, 2, 4, \dots$ ）为 0.9，奇数时期（ $t = 1, 3, 5, \dots$ ）为 0.1。每一个消费者经历两个阶段，他们只在第二阶段消费。设他们出生的时期为 t ，此时每一个消费