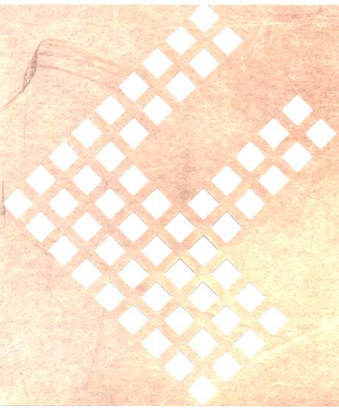


ZHONGGUO JINRONG ZHIDU
CHUANGXIN BAOGAO

2006

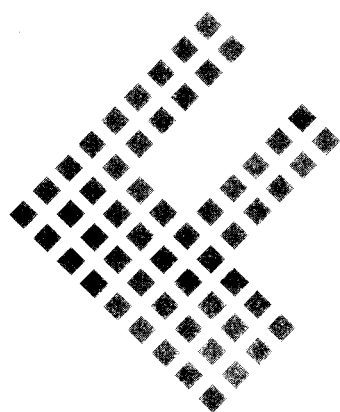


中国金融制度 创新报告

○ 杨如彦 主编

 中国金融出版社

ZHONGGUO JINRONG ZHIDU
CHUANGXIN BAOGAO
2006



中国金融制度 创新报告

○ 杨如彦 主编

中国金融出版社

责任编辑：亓 霞

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融制度创新报告. (Zhongguo Jinrong Zhidu Chuangxin Baogao)
2006/杨如彦主编. —北京: 中国金融出版社, 2006. 4
ISBN 7-5049-3983-8

I. 中… II. 杨… III. 金融体制—经济体制改革—研究报告—
中国—2006 IV. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 023064 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河瑞丰印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 17

字数 332 千

版次 2006 年 4 月第 1 版

印次 2006 年 4 月第 1 次印刷

印数 1—4090

定价 35.00 元

如出现印装错误本社负责调换

《中国金融制度创新报告》

学术委员会名单

顾问 成思危 全国人大常务委员会副委员长、中科院研究生院管理学院院长，博士生导师

主任委员 张曙光 邓 勇

副主任委员 汪寿阳 盛 洪

委员 (排名不分先后)

邓 勇 中科院研究生院党委书记、教授

茅于軾 天则经济研究所、教授

盛 洪 山东大学经济研究中心教授、天则经济研究所所长

张曙光 天则经济研究所、教授

高 鹏 中科院研究生院管理学院副院长

谢 平 中央汇金公司总经理、中国人民银行研究生部教授

杨 华 中国证监会上市公司部主任

高传捷 中国银监会非银行金融机构监管部主任

孙 杰 中国证监会基金监管部主任

李 扬 中国社会科学院金融研究所所长、研究员

吴 清 中国证监会机构部主任

黄少安 山东大学经济研究中心主任、博士生导师

朱善利 北京大学光华管理学院副院长、博士生导师

汪寿阳 中科院研究生院管理学院副院长、博士生导师

聂庆平	中国证券业协会秘书长、北京大学中国金融政策研究中心研究员
王连洲	中国人民大学信托与基金研究所研究员
邹东涛	中国社会科学院研究生院教授、博士生导师
徐伟宣	中科院政策与管理科学研究所所长、博士生导师
王国刚	中国社会科学院金融研究所副所长、博士生导师
巴曙松	国务院发展研究中心金融研究所副所长、中山大学金融学教授
杨如彦	中科院研究生院管理学院副教授
张军扩	国务院发展研究中心区域经济与发展战略研究部主任
翁君奕	厦门大学管理学院院长、教授
徐滇庆	加拿大西安大略大学终身教授、北京大学中国经济研究中心教授
陈 平	中山大学岭南学院副院长、教授
陈 收	湖南大学副校长、博士生导师
吴冲锋	上海交通大学安泰管理学院副院长、博士生导师
喻世友	中山大学校长助理、教授

主 编 杨如彦

总序

□成思危

金融制度创新是虚拟经济领域中最能体现人类规划能力和创新活力的一个部分，有针对性地研究总结中国金融制度演化过程中的实践经验，从中发现一些规律并努力将其上升为理论，对于全面落实科学发展观，构建和谐社会，指导今后的金融实践，防范和化解虚拟经济中内生的系统风险，抵御各种外部突发性冲击，更加充分地发挥虚拟经济对实体经济发展的促进作用，都具有相当重要的意义。

（一）虚拟经济领域中的制度变迁

虚拟经济是与实体经济相对应的一种经济活动模式，是与虚拟资本以金融市场为主要依托所进行的循环运动有关的经济活动以及其中所产生的各种关系的综合。虚拟资本的产生有两个重要支点：其一是实体资本获得被普遍认同的价值符号评价和测量；其二是与科技、教育、管理等有关的“软”要素的资本化，即可以用观察传统意义上的资本方式来观察和评价各种“软”要素，并将其归结为虚拟资本。这样一个构建模式，使得各种虚拟资本和获得价值符号评价的实物资本之间的关系获得了经济学意义上的匹配关系。通过这一关系，我们就能观察虚拟经济系统的运行机制和效率，因而它也就成为虚拟经济诸多关系中的核心关系。

简单地说，在实体经济活动中，资本必须通过与实物形态之间的相互转换，经过交换—生产—流通—交换这一循环后才能产生利润；而在虚拟经济活动中，通过实体资本与虚拟资本的配合，不需要通过这一循环就可以产生利润，即可以直接“以钱生钱”。在虚拟经济的概念刚刚提出来时，很多人怀疑它的独立性，认为既然已经有了金融的概念，为何还要提虚拟经济？我



认为,虚拟经济和金融学都重视对资本运动规律的研究,但从金融学的发展路径和已有成果看,它更倾向于以投资机会为背景和基础,发展金融交易价格理论,同时研究货币体系和运行对宏观经济产量、就业和价格指数的影响。前者如投资理论和微观金融理论,后者如货币学派的主张。

与金融市场的研究不同,虚拟经济与传统金融领域的研究存在的差异包括:(1)虚拟经济的研究以“软”要素的资本化为前提,把资本化了的劳动力和技术等看做内生变量,从而可以获得对“以钱生钱”为主要特征的经济关系的更加全面的认识;传统金融领域的研究,则倾向于把“软”要素看做外生变量,这就难以在理论上阐明金融理论和实体经济理论的内在联系,从而将二者集成起来。(2)实体资本获得被普遍认同的价值符号以后,并不影响这类资本依靠投资机会和投资人的期望效用来定价的机制,而“软”要素也可以按照类似的处理方式来定价。依靠虚拟经济的价格形成机制,就能分析和讨论虚拟资本和实体资本的相对价格,从而可使虚拟经济研究获得进入主流经济学研究框架的渠道。尽管虚拟经济的价格形成机制和传导机制可以与主流经济学描述的机制相似,但虚拟资本的定价过程本身却有可能发展出更加全面、独立和科学的方法。其中一个最典型的例子就是近几年在股票等未定权益资产定价方面,借助于心理学和社会学等学科领域成果,在很大程度上改变了传统经济理论中效用函数的构建方法。(3)虚拟经济的研究还是对最近数十年经济生活新实践的必然理论总结。首先,交易过程在最近半个世纪以来,表现出两个趋势:其一是交易过程的标准化,这个过程有利于克服交易各方主体的信息不对称问题和激励不均衡问题;其二是交易过程的复杂化,表现为交易中各方主体权益关系结构的多样性和不确定性。这两个过程相互推动,使得我们有必要重新认识权益的实质。虽然金融市场中的衍生交易、经济学领域中的产权理论都分别从实践和理论方面对交易过程的上述变化作出了反映。但我认为,要获得更加全面的认识,还要借助于虚拟经济的研究,因为这个研究可以把权益和权益赖以存在的标的——实体资产及其交易集成起来,把人的因素和物的因素集成起来,而又不致于陷于烦琐和庸俗化。

尽管“制度”一词近年来被普遍使用,但对其实质的理解却往往因人而异。人们通常认为制度是要求共同遵守的、按一定程序办事的规程或行动准则。学术界则通常认为制度是在一定的历史条件下形成的政治、经济、文化等各方面的体系。20世纪初开始在美国兴起的制度经济学派就着重研究制度,并分析制度因素在社会经济发展中的作用。他们认为经济体系的组织与控制问题要比资源配置、收入分配以及收入、产量和物价等水平更为重要。他们强调社会、历史、政治、心理、文化等因素在社会经济生活中所起的巨大作用,主张采用制度分析和结构分析的方法。制度经济学的观点对我

们的启发是：在关于虚拟经济的研究中，必须重视制度要素的作用。

我曾运用复杂科学的方法分析制度问题，认为制度应当包括体制和机制两个方面。体制是指系统在某一时间点所处的状态和结构，机制则是指系统演化的过程和动因。体制和机制二者又是相互依存的，体制是演化的出发点和结果，机制则是演化的路径。由于系统中各个成员（agent）之间的相互作用以及系统与外部环境之间的相互作用，就会在系统内部产生一种自组织作用，形成系统的层次结构和功能结构，并推动系统向一定的方向演化。由于系统是动态的，处于不停的演化之中，因此单靠权利分析、利益集团分析、规范分析等静态结构分析方法来研究它是不够的。正如著名的制度经济学家诺斯（North D. C.）一针见血地指出，“我们生活在一个经济变迁的动态世界中，但我们的理论却是静态的”。

虚拟经济中的制度是自发演进的，还是人为设计的？历史地看，“交易先于规则”这一命题在虚拟经济领域仍然成立。根据我的研究，虚拟经济的发展经历了闲置货币资本化、生息资本社会化、有价证券市场化、金融市场国际化等阶段，目前已进入国际金融集成化的阶段。从这一发展过程看来，虚拟经济中的制度是演化的结果。例如，在有股权融资管制法规之前，英国已产生了南海泡沫，南海泡沫是虚拟资本交易关系自发产生后没有得到及时规范的结果，但这也恰好证明了没有制度，交易可以先行存在。在密西西比泡沫之后，尽管法国的政治家们极端反对股票市场和股权融资，但彼雷尔兄弟创立的动产抵押信贷银行还是设法绕开了金融管制，涉足我们现在称之为投资银行的业务。可见，在没有虚拟经济涉足交易的地方，就难以看到虚拟经济的制度，至少对于正式规则来说是如此。

另一方面，我们也必须重视制度对交易行为的反作用。在制度和交易实现互动之后，制度经常成为影响虚拟经济进一步发展，甚至转变发展路径的主要因素。宏观调控制度方面的例子在凯恩斯主义流行之后，已经不胜枚举，而货币主义、供给学派主导下的金融货币政策，也都极大地改变了美国和欧洲金融体系内部的运行轨迹，以及金融体系对实体经济的影响力度和方式。在20世纪中叶之后，监管模式和不同监管模式下的监管规则对虚拟经济系统中各类成员行为的影响也日益显著。

在我看来，虚拟经济领域里的制度规则可以分为三个层次：第一个层次是正式的法律制度，其作用为规范市场主体的行为、市场的基本关系和市场的竞争秩序，这些制度根植于不同的文化，对虚拟经济交易发挥着基础性的作用；第二个层次是在法律的原则指导下，由行政监管机构结合法律原则和行政裁量权拟定的相关监管措施，包括各种规章、指引、意见和劝告；第三个层次是在虚拟经济领域日常交易习惯的基础上，发展起来的所谓“潜规则”。这三个层次的制度之间存在着相辅相成的关系。它们既可以经由强



制性制度变迁（他组织作用）而产生，也可以通过诱致性制度变迁（自组织作用）而演化。

按照复杂性科学的观点，对虚拟经济的运行而言，既定的制度规则能稳定交易主体的预期。在既定的制度框架下，交易主体之间都知道对方会按照什么规则来行动，因为大家都相信对方是理性的。如果确实如此，那这一制度就是适当而稳定的。如果在既定制度框架下，交易主体难以发挥作用，难以将商业机会变为现实，那就说明这一制度需要改变。正是通过这样一个制度环境与市场主体之间的相互影响和作用，造成自组织作用和他组织作用的结合，推动着虚拟经济的发展和演化。

（二）中国金融制度创新的现状和问题

尽管交易先于规则是一般规律，自组织作用通常对虚拟经济的发展起主导作用，但中国由于长期处在传统的计划经济制度下，除了地下金融活动之外，虚拟经济的发展主要是由政府制定的政策和规则来推动的，这也可以被看做是中国的特殊国情。中国国内从1978年恢复商业银行业务开始，正式的制度规则一直在虚拟经济的发展过程中发挥着十分重要的作用。1981年重新开始国债发行，债券市场业务开始逐渐恢复，1984年恢复保险业务，财政融资工具在法规的推动下逐步得到发展，1985年恢复了金融债券的发行，1987年重新发行国家重点建设债券，1988年恢复财政债券、国家建设债券、基本建设债券、短期融资券等品种，1989年恢复特种国债和保值公债，1991年国家投资债券开始发行，1992年发行中央企业债券、住宅建设债券和地方投资公司债券。在各种“恢复”和特许的制度背景下，一方面使国内的债券市场形成雏形；另一方面，也丰富了财政经营的手段，为以后实施主动型的财政政策奠定了基础。当然，由于财政体制的原因，上述债券都可以归入国债范畴；因为它们都直接或者间接地以中央政府信用作为担保。此时作为宏观调控手段的财政政策工具本来有机会得到较快发展，但由于大家对财政赤字的认识尚未统一，所以直至目前，经营财政的理念仍然停留在库底资金管理和国债余额管理的层次上。1990年，国内开始试点发行股票，标志着资本市场体系的初步形成。1997年晚些时候，以中国人民银行为主体，正式提出了主动型的货币政策，与财政政策一起构成了宏观调控的一个基本政策手段。

在政策特许的推动下，使虚拟经济领域的交易活动得到快速发展的同时，金融监管模式也必须积极跟进，以便在规范的基础上发挥虚拟经济对实体经济的推动作用，防范虚拟经济内在的风险。2003年，随着银监会的建立，以中央银行和三大监督管理委员会为主体的金融分业监管框架基本形成，标志着中国金融监管的体系已初步获得了应有的独立性。

在不到两年的实践过程中，国内的分业监管模式创造出了很多新的经验，其中比较突出的是：（1）按照国际化的监管理念，参照国际通行标准，逐步规范金融主体的行为和金融交易，培育金融市场主体的核心能力；（2）按照本土化的理念，尽量避免制度移植过程中的水土不服问题；（3）按照市场化的理念，综合运用法律规范、行政手段和市场功能，防范金融市场的系统风险。此外，金融市场交易规模的扩大和工具的发展，正在促使三个监管机构在分业监管的基础上更多地实现监管合作，解决跨市场交易问题和风险渗透问题。在2004年，监管合作已经在债券市场、货币市场和股票市场中发挥了作用，并且显现出其强大的生命力。

应当看到，中国在构建金融制度方面，仍然存在很多问题。一些基础性的法律需要制定或修订。例如，中国目前只有《信托法》，而没有“信托业法”，只有《投资基金法》，而没有“产业基金法”和“风险投资基金法”；对金融领域一些比较重大的问题，还缺乏相应的法律规范；等等。各监管主体在协同监管的目标方面不尽一致，有时甚至会发生矛盾，如何在监管机构的独立性与其载量权限之间保持平衡，还没有一个明确的办法。最突出的问题是，以市场主体而不是以业务为分界的监管责任划分体制日益暴露出其弊端。上述一些问题，都需要在理论的指导下，找到符合中国国情的解决办法。

我认为，工具创新和制度创新之间是相辅相成的。金融工具创新是在既定的制度下运用金融工程的原理，针对各类投资者的不同偏好，设计出各种新的金融产品和服务，并通过实践在金融市场中逐步扩散和完善。但是金融工具创新在给投资者带来新的投资机会的同时，也会给投机者创造新的投机机会。为此，必须相应地进行制度创新，用法律、行政和经济手段来建立新的体制和机制，以保障投资者的合法权益，防止因过度投机而增大金融风险，而新制度的出现又往往会促使新的金融工具诞生。

（三）推进中国金融制度及其创新的研究是今后的一项重要任务

对金融制度进行科学研究有很多种方法。法学通过观察金融市场交易中各种行为群体的特征，在法学的概念体系中，构建恰当的法律关系（特别是权利义务关系），来表现制度的正义性和效率性；经济学发展出了制度经济学、产权理论和法经济学，来分析和探讨既定法律规则如何改变市场主体的成本—收益结构，进而影响人们的行为；机制设计理论更是在已知交易前景的背景下，讨论通过怎样的机制来激励人们的行为，使之合乎社会的最优目标；金融学将制度看做既定的交易前提，寻求在一定的制度环境中的交易机会，并评价投资效果；管理学运用系统论、运筹学等方法，研究如何经由一定的路径，达到预定的金融交易目标。所有这些学科的研究方法和范式，



都为我们提供了丰富的观察和分析国内金融制度及其创新的各个方面的途径，是进一步界定问题、寻求解决方案的理论基础和指导。

同金融工具的研究一样，金融制度的研究也要有科学的态度和方法。我认为运用虚拟经济的基本研究方法——唯物辩证法指导下的复杂性科学（系统科学发展的高级阶段）方法，就是要综合使用规范研究和实证研究的方法，广泛吸纳心理学、社会学、管理学、数理金融学、行为金融学、不确定性决策技术、计算机模拟等各种先进的理论和方法，既要探讨制度演化的微观基础，也要观察制度变迁的宏观效应。

同时，在研究中要注意区分政策研究和理论研究的功能与目标，用理论研究来从实践中抽象出概念体系和一般规律，用政策研究来发展和检验理论研究的成果。在政策研究上，要反对简单诠释、照搬照抄和庸俗化的倾向，特别要重视研究成果的有效性，增强研究成果的说服力，努力为改善虚拟经济的制度环境作贡献。

中国金融制度的开发和创新方兴未艾，在实践中必然会产生适合中国国情的理论。我相信本书的出版，一定能吸引越来越多的人关心、支持和参与金融制度及其创新的研究和实践，从而规范并促进虚拟经济与实体经济之间的联系，为落实以人为本、全面协调可持续发展的科学发展观作出相应的贡献。

序

在中国经济市场化转型过程中，金融既是一个非常重要、非常复杂的领域，也是一个变革相对滞后的领域。这不仅与金融在现代经济发展和经济转型中的地位和作用有关，而且也与金融业本身的情况有关，同时也是由中国特有的转型实际决定的。虽然国内外对此都比较关注，但是，不要说一般人看上去眼花缭乱，不大熟悉，就是一些专业人士，也不见得能够完全搞得清楚。我们之所以编写《中国金融制度创新报告》和《中国金融工具创新报告》两个系列，旨在描述和再现金融领域发生的一系列变迁，并给予概括的讨论和解析，使大家对之有一个全面、系统的了解和准确、恰当的把握。

大家都清楚，金融业是一个特殊产业，其经营的对象不是一般的物质产品，而是货币及其衍生品，即一些格式化的合约，从事的是一种特殊的服务活动。一方面，它是一个企业，因而，与所有企业一样是一个市场主体，甚至由于其经营对象和经营活动的特点，更需要有一个市场化和自由化的环境和发展；另一方面，由于金融活动在现代经济活动中扮演着类似于人体中血液循环和神经系统的角色，具有牵一发而动全身的作用，更需要加强制度的规范和法律的监管。因而，随着金融的发展与创新，形成了一套特有的监管体系和监管活动，金融创新特别是金融制度创新，实际上就是市场主体和监管主体之间围绕着自由和规范之间的博弈和互动过程。本书着力描述的重点也在这里。只有这样，才能构建一个活而有序、高效协调的金融市场和金融体系。

对金融业的监管和规范是通过一系列的国家法律、政府条例和部门规章体现出来的。因此，本书作者所做的第一件工作就是，按照自己设计的框架，收集、梳理、综合、概括 2005 年出台的 167 件和以前出台的、在该年



发挥着重要作用的 50 多件法规的主要内容，及其在各个金融领域和各种金融活动中的实施情况和作用过程。读了本书，我们至少可以对此有一个全面的了解。不仅如此，在这个基础之上，本报告（2006）与上年的报告（2005）的最大进步在于，上年的报告是本系列的创始，主要完成的工作是综述前几年金融市场监管法规，给出了一个线索和框架，因为是综述，难免描述得多，介绍得多，分析和讨论得少。这一点徐滇庆教授和国内其他学者在评论上年的报告时，已经委婉地指出来了。今年的报告有所不同，由于框架结构大致定型，法规回顾的任务也大量减轻，可以用更多的笔墨分析和评价制度变迁的环境和绩效，所以应该说，今年报告的质量有了很大的提高。当然，这只是质量提高的一个技术原因，另一个更重要的原因是，金融制度在 2005 年经历了较大幅度的震荡变革过程，为我们的概括和分析提供了丰富的资料。

我倾向于站在制度经济学和法律经济学的立场观察 2005 年的金融制度变迁过程。首先来看中央银行体系的完善。中央银行的组织过程在国内可以划分成好几个明显的阶段，第一个阶段是经济转型刚刚起步的时候，中国人民银行既是管制主体，也是银行服务的经营主体，这个阶段实际上不存在标准的中央银行体系，因为中国人民银行不具备运用市场化手段调控宏观经济的地位和能力。第二个阶段是转型经济进展到一定程度、市场力量逐渐强大之后，宏观调控成为政府管理经济的一个必要手段，此时，中国人民银行作为货币政策议案形成的主要机构，开始关注自己作为一个宏观调控主体存在的形式和机制问题。第三个阶段是在财政政策作用的局限性被人们认识到以后，学术界和决策层都对国内货币政策的传导机制进行了反思，对货币政策目标、载体和传导渠道的国情特色进行了研究。这期间，金融监管活动逐步从货币政策执行过程中分离出来，形成独立的体系，监管重点也由机构监管向系统风险监管转变。因为监管和货币政策的分离，我们还发现，监管在为货币政策的顺利传导提供紧的微观约束方面以及在降低系统风险方面，都发挥着不可替代的作用。换言之，中央银行体系开始拥有了自己的市场基础和成长壮大的土壤。

在经济学理论中，有一个著名的定理，即需求能够创造自己的供给。这一点，在 2005 年中国金融制度的变迁中再次得到了有力的证明。有了上述的基础和土壤以后，中央银行体系的制度变迁遭遇了非常强劲的需求力量。第一种需求力量来自用货币政策调控宏观经济波动的传导机制，已如上述。第二种需求力量是经济生活底层，尤其是非国有经济成分对货币政策作用的适应性提高之后，他们普遍发现，作为一种较为温和的调控手段，货币政策在分配行政许可资源方面，寻租的空间比财政政策明显要小一些。这一方面令人满意和想往，另一方面也强化了市场对标准规范的货币政策制度的需

求。第三种需求力量来自国际化进程的推动，贸易和资本流动的规模和结构对国内宏观经济运行发生了巨大的、频率更高的冲击以后，国际资本流动管制制度和人民币汇率形成机制成为中央银行体系不可或缺的一部分，其改革的压力和要求也日益提高。第四种需求力量是国内金融服务供给的结构偏差问题，导致直接融资手段和资本市场必须在体制和政策推动下获得繁荣的机会。因为直接融资市场涉及非常繁多的管制部门，能够全面实施这一制度变革的机构主要是中国人民银行。这样，我们就看到了2005年货币市场的一系列重大改革，包括新市场的开启，外汇、债权工具准入门槛的降低，银行间市场主体的扩展，以及新的金融工具的出现，等等。

正如本报告已经指明的那样，中央银行在货币市场、外汇市场作出的改革只是这些变革的一个方面，在监管领域，证券市场监管移植进了更多的国外制度，准司法权和揭穿公司面纱的引入最为典型。前者是由于新修订的《证券法》赋予证监会四项准司法权，使得证监会在监管市场的过程中，出于监管的需要，可以便利行使对涉及隐私、财产权利和部分人身权的某些拘束；后者是由于新《公司法》引入揭穿公司面纱原则，使得证监会的监管视野可以被扩展到上市公司的股东，尤其是最终控制人（包括董事、监事和高管人员）那里。这就为解决上市公司的治理问题和资金占用问题奠定了法律基础。但是我们必须注意，准司法权在国内和国外是有不同含义的两个权力，在国外，准司法权的确是一种司法权力，在实施司法权力时，行政机关可以按照法律授权，以司法方式保证自己颁布的规章得以落实，且这种实施不受拘束；而在国内，准司法权更像是一种行政权力，虽然准司法权意味着对证券投资人隐私权的部分剥夺，但因为隐私权在国内的保护机制本来就残缺不全和没有到位，因而这项权利变更的实际效果更多地体现为执法权的重新分配：由传统的执法机关部分转移至监管机关，其实施也需要特别谨慎。另一个重要制度创新的成果——揭穿公司面纱原则的引入，在落实过程中还要求一系列监管措施的配套，毕竟那意味着更大的行政权限变更。

银行业监管的一个重要变迁，是资本管制制度更像一个完整的体系，而不是先前那样，更像一个指标系统。管制技术的这种改进，与金融机构治理结构的管制一起，对国内金融业做实利润和成本具有特别重要的影响。保险业的监管目前仍然比较传统，突出的体现是在价格管制方面所做的努力过多，在风险控制方面更注重个体风险和操作风险，对系统风险和利益冲突关注的较少。

2005年金融制度创新还通过一系列法律规范的协调和精细化过程体现出来，本报告讨论的特色也在这里。从法律分析的角度来看，这种讨论和分析也包括多个方面。首先注意了一项法律和制度引入和确立的法理基础，分析了某些具体制度是否符合法理，或者某个具体创新在现有法律范围内能否



解决, 如果无法解决, 就需要寻找新的法律依据, 这导致较高层次的法律制度创新。对于本报告的编著而言, 这也带来了一个机会, 让作者可以从法理上揭示一些主要法律制度之间的关系和冲突, 检查这些制度是否符合法理基础的实践。如, 关于股权分置改革若干制度的分析, 其中非流通股股东向流通股股东支付对价的法理基础, 是发起人等非流通股股东在股份公司公开发行股票时, 对非流通股有“暂不流通”的承诺, 这种承诺已经构成了投资者(流通股股东)的心理预期, 对市场的供求关系进而对流通股的股价产生了决定性的影响, 这也就同时批评了“让利论”和“赠与论”。考察法律冲突的最突出的例子是国有资产管理法规和市场监管法规的冲突, 它们属于同一个位阶, 相互间的涵摄关系含混, 经常导致监管失效或者在国有资产管理问题上出现较大争议。其次是具体法律规定的合理性和有效性。这也是本书讨论最多的方面。既然是按照分析框架和制度功能加以分类和概括, 那么, 其特点就区别于单个制度的讨论, 突出了各项创新制度的配合和协调或者矛盾和冲突。这实际上也为进一步的制度创新指出了方向。再次是有关制度的实施和执行问题, 这里不仅关注了现有法治建设中的一个普遍问题, 即法律法规与实施细则的关系问题, 而且涉及法律实施的环境和条件问题。特别是对实施效果的分析是一个更为重要的问题, 如果是有法不依和执法不严, 也许比没有法律还糟。不过, 这方面的分析还需要加强。应当指出, 我们的法制建设虽有很大进步, 但一个普遍的毛病是只有一般规定, 甚至是宣言和口号, 而无具体细则, 更缺少责任追究和惩罚实施的机制和安排, 使得很多法律只是停留在纸上而无法实施。金融监管方面的法律也许相对稍好一些, 但问题仍然不少。法律界有一句名言: 魔鬼就在细节中。这也许是我们应当努力的方向。特别是对立法和实施效果的分析是一个更为重要的问题, 也是我们普遍忽视的一个大问题, 金融监管可以在这方面率先试验。

从分析方法来看, 法律经济分析特别是法律博弈分析是可以借鉴的一个重要技术手段。一方面, 法律经济学把法律规则处理为激励机制的方法和研究范式, 可以帮助我们更深刻、更及时地反思转型经济中各项法律规则和非正式规则的激励后果, 拿着这些后果同转型经济的目标做比较, 就能够发现制度创新的一些可行的方向和切入点。另一方面, 法律经济学还为我们解决转型经济中权益分配的过程和目标问题提供了观察的参考系统。转型经济过程意味着权利的分配和再分配, 既有产权的初始确定, 也有剩余分配的要求权确定; 既有行政许可授予垄断租金的过程, 也有政府运用权力保护部分国内市场或者新生市场; 权利的分配和重新分配在影响各种主体缔约能力的同时, 也左右了人们的分配格局, 并进一步对人们的行为选择和行为规律产生实质性影响。一个典型的例子是股权分置改革, 这个改革对于非流通股股东来说, 关键是选择在私人交易方面实现控制权溢价, 还是以集中交易方式获

得或者实现控制权溢价，因为证券市场上以国有股为控制性股东的上市公司占有多数，如果把股权分置的政策看做激励股权分置改革大规模推动的机制，我们就会发现，国有股权的代理人对控制权的公允价值实际上并不怎么偏好，他们更倾向于净收益的落实——不管这些净收益来自控制权市场允许代理人获得的在职消费，还是由于控制权市场不发达，导致控制权私人收益全部被代理人享有。只要有净收益，是否推动股权分置仅仅是一个技术和渠道的问题。这样反思的结果是，目前推出的很多股权分置改革的鼓励措施可能存在针对性较差的弊端，也反映了监管层有点急不可奈的心态。

综合 2006 年金融管制制度的变迁结果来看，监管制度和货币政策的传导机制一道，对完善中央银行体系和加强宏观调控地位具有较大的促进作用。中央银行体系和地位的建立和提升，使得国内转型经济获得一个加速的机制和动力，这是值得肯定的地方。但是，问题仍然存在，或者说本质上的问题还没有解决。一个最根本的制度问题是，金融资源的分配绝大多数还是依靠行政手段而非市场方式。这个问题的实质是转型过程中国有产权基础在金融领域里的体现。因为金融资源是由行政手段来分配的，即便是在此基础上有了市场化运行的机制，激励后果也与真正市场经济的要求有很大的不同。第二个严重问题是金融管制强度在国有主体和非国有主体那里有很大的差异，导致不公平竞争。不仅融资服务方面存在实质上的身份歧视，在市场准入方面的身份歧视就更严重。第三个严重问题是监管主体的角色扭曲和市场主体的行为混乱。前者如商业银行不良资产的处置成本由中央银行再贷款承担问题，混淆了所有者和监管者的权利和义务；后者如汇金公司和建银投资的市场功能和法律地位，究竟是股权投资机构或者国有投资公司，还是金融国资委。所有这些都是基本制度问题，需要厘定清楚并加以解决。不然的话，政府和市场的双重扭曲不仅无法避免，而且还会进一步造成更严重的问题。就此而论，本报告的讨论还可以再展开一些。

就本书的结构和内容而言，尽管各个章节对涉及本论题的制度变迁都有比较详细的描述，但增加一章附录仍然是必要的。附录的内容是搞一个本年度金融制度变迁的大事记。

张曙光

2006 年 2 月 6 日于北京

前言

这一辑金融制度创新报告以三条线索总结了2005年我国国内金融制度的变迁路径和跨度。第一条线索是对金融服务施加管制的基本框架。这条线索包括中央银行体系在确定和执行货币政策方面的作为,以及作为最后贷款人对市场主体拥有的监管职能变迁。实际上,在国内,由于监管职能和中央银行体系的对接尚未完全完成,因而对货币市场/外汇市场的管制也构成中央银行制度体系的重要组成部分。第二条线索是风险防控制度。广义上的风险管制包括金融机构的准入/退出制度和金融市场中非金融机构的准入/退出制度、市场风险的防范和化解、机构风险的防范和处置等几个方面。第三条线索是2005年度几个特殊的金融制度评述,主要是指股权分置改革制度等。

在2005年国内金融制度的建设和颁布过程中,中央银行体系的完善显得非常突出。围绕汇率形成机制改革,中央银行顺势解决了外汇市场交易制度的改革,在制度层面上退出了“坐庄”的角色;在外汇市场和货币市场/银行间市场,通过增加交易主体和交易品种,中央银行还提高了这两个十分重要的市场的交易深度,资金源头的成本——市场化的现货收益率已经隐约可见;支付结算体系及其管制制度的建设,有利于进一步显现资金的时间价值,同时保障结算安全:这也构成完善中央银行体系的一个重要方面。但作为中央银行体系的瓶颈,货币供应的内生性、货币政策传导机制的确切性,以及中央银行资产负债的独立性、中央银行资产与财政资产的对接等方面的制度,仍然没有得到更大的突破,影响了中央银行作为宏观调控部门的功能发挥。

监管制度方面,2005年证券监管的重点是股权分置改革,这是国内资本市场的一场革命性的制度飞跃。围绕这一改革,最高人民法院、财政部、