



中国人民大学“211工程”建设成果

# 公司财务政策与 公司治理： 中国的实践

汪昌云 著

 中国人民大学出版社



# 公司财务政策与 公司治理： 中国的实践

汪昌云 著

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务政策与公司治理：中国的实践/汪昌云著.

北京：中国人民大学出版社，2006

ISBN 7-300-07235-6

I. 公…

II. 汪…

III. ①公司-财务管理-研究-中国②公司-企业管理-研究-中国

IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 031657 号

## 公司财务政策与公司治理：中国的实践

汪昌云 著

---

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京新丰印刷厂

开 本 965×1300 毫米 1/16

版 次 2006 年 5 月第 1 版

印 张 24.75 插页 1

印 次 2006 年 5 月第 1 次印刷

字 数 376 000

定 价 35.00 元

---

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

## 内容 简介

本书力图以实证证据揭开我国上市公司财务政策和公司治理的面纱。全书分为4部分。第1部分包括第1章，运用描述性统计方法分析我国上市公司财务特征。第2部分包括第2~4章，阐述公司财务政策的基本理论，包括公司定价原理和方法、完善资本市场下的公司财务政策理论以及非对称信息与公司财务理论的发展；第3部分包括第5~8章，运用实证分析方法研究我国上市公司的核心财务政策：融资政策、资本结构政策、股利政策和风险管理政策。最后一部分包括第9~12章，主要分析和度量我国上市公司治理水平（公司治理评级），系统探索和测度我国上市公司的公司治理溢价。

目前阶段，我国的公司财务理论和相关实证证据多是发达资本市场的“舶来品”。我国上市公司历史较短，资本市场的环境与发达国家迥异，公司的财务政策和公司治理也必然烙上了“中国特色”。

本书的核心特点是运用国际通行的金融研究方法，较深入揭示和分析我国上市公司财务政策与公司治理的现状、特征及其成因。

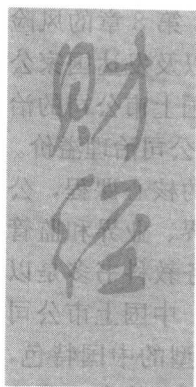


## 作者 简介

汪昌云，1964年4月出生，1982年进入中国人民大学学习，1986年获经济学学士学位；1989年获中国人民大学经济学硕士学位；1999年获伦敦大学博士学位。现任中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师，应用金融系主任。主要兼职有：新加坡国立大学和澳门科技大学客座教授，中国金融学年会常务理事，中国投资学会理事，《金融学季刊》副主编。2004年入选教育部“新世纪人才支持计划”。

主要研究领域包括金融衍生工具、资产定价、金融风险管理和中国资本市场。已在国际一流金融学术期刊发表论文15篇，其中6篇收录于SSCI，9篇收录于ABI/INFORMS，12篇收录在ECOLIT文献库。担任多家国际高水平金融学术期刊评审人。在2005年《Pacific Basin Finance Journal》(美国)的亚太地区最具研究实力金融学家排名中名列第六位。

策划编辑 王克方  
责任编辑 许 丽  
梁 颖  
封面设计 李亚莉  
版式设计 赵星华



## 前言

《公司财务政策与公司治理：中国的实践》是笔者承担的教育部“211工程”项目子课题“公司财务与公司治理”的部分研究成果的总结。本书的核心特点是采用现代计量经济方法来实证分析中国上市公司财务政策和公司治理问题，因此，其方法和结论具有原创性和启发性。

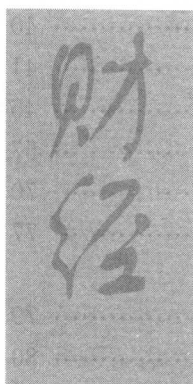
全书共12章。第1章以数据描述中国上市公司特征和总体财务状况，试图使读者对中国上市公司财务决策、股权结构以及公司财务表现有一个概括性了解。第2~3章阐述传统公司财务理论框架，为总体研究奠定基础。第4章分析非对称信息条件下的公司财务理论。第5~8章实证研究中国上市公司股票市场融资政策、资本结构政策、股利政策和风险管理政策。不过，稍感遗憾的是，中国上市公司风险管理刚刚开始，衍生工具市场

尚欠发达，风险管理实践的数据也难以获取，因此，第8章的风险管理政策只能主要分析公司风险管理的原理和方法以及发达国家公司风险管理的实践。第9~12章主要分析和度量中国上市公司的治理水平、治理评级，系统探索和测度中国上市公司的公司治理溢价。

公司财务已经成为中国高校经济和财经类专业的核心课程，公司财务决策和公司治理问题也是近几年来中国学术界、业界和监管层普遍关注的热点问题。但是，目前我们的公司财务教科书多是以国外发达国家公司为样本而得出的理论和实证证据。中国上市公司的历史较短，资本市场环境与发达国家相比具有典型的中国特色，上市公司的财务决策和公司治理必然会深深打上中国的烙印。我国的资本市场尚处在初级阶段，照搬成熟市场的公司财务政策和公司治理手段并非切合实际，有时甚至起到适得其反的效果。因此，探索和分析中国公司财务政策与公司治理处于何种状况，具有什么特征，这些差异对构建针对中国上市公司财务决策、公司治理和资本市场监管政策的公司财务理论具有重要的理论和实际意义。本书的目的就是为建立符合中国实际的公司财务学而进行的一项基础性工作。此外，本书意在抛砖引玉，希望对广泛开展公司财务政策和公司治理的原创性研究起到推动作用。

公司财务与公司治理问题涉及面广、问题复杂。建设符合中国实际的公司财务理论需要金融学界全体同仁的潜心研究和不懈努力。鉴于时间和笔者学识的限制，本书只是笔者在这一方向上所做的一些尝试，因此，遗漏和错误之处在所难免。笔者虚心接受同行专家和诸位读者的指正。在本项研究收官之时，笔者衷心感谢“211工程”项目为本研究提供的资助以及财政金融学院陈雨露教授的指点与关照。中国人民大学财政金融学院的方舜兰、罗丽、常旭鹏、邓冬云、陆丽红同学和新加坡国立大学商学院的Woo Hon Wai、Chee Su Ling同学参加了部分素材收集和数据分析工作，其中的几位同学还参与了部分报告的初稿撰写工作。笔者对他们的艰辛付出一并致谢！

汪昌云



## 目 录

|           |   |
|-----------|---|
| 引 言 ..... | 1 |
|-----------|---|

|                        |   |
|------------------------|---|
| 第 1 章 中国上市公司财务特征 ..... | 7 |
|------------------------|---|

|                    |   |
|--------------------|---|
| 第一节 中国上市公司简史 ..... | 8 |
|--------------------|---|

|                      |    |
|----------------------|----|
| 第二节 中国上市公司资本结构 ..... | 14 |
|----------------------|----|

|                      |    |
|----------------------|----|
| 第三节 中国上市公司股权结构 ..... | 21 |
|----------------------|----|

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 第四节 中国上市公司股权融资<br>结构 ..... | 25 |
|----------------------------|----|

|                      |    |
|----------------------|----|
| 第五节 中国上市公司股利行为 ..... | 29 |
|----------------------|----|

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 第六节 中国上市公司“合并”<br>资产负债结构和公司<br>盈利状况 ..... | 33 |
|-------------------------------------------|----|

|              |    |
|--------------|----|
| 第七节 总结 ..... | 39 |
|--------------|----|



|              |                         |     |
|--------------|-------------------------|-----|
| <b>第 2 章</b> | <b>理想资本市场与公司定价</b>      | 40  |
| 第一节          | 理想资本市场与有效市场             | 41  |
| 第二节          | 风险与收益——现代证券组合理论         | 45  |
| 第三节          | 资本资产定价模型 (CAPM)         | 57  |
| 第四节          | 套利定价理论                  | 70  |
| 第五节          | 总结                      | 77  |
| <b>第 3 章</b> | <b>理想资本市场与公司财务理论</b>    | 79  |
| 第一节          | 资本结构理论 (M&M 理论)         | 80  |
| 第二节          | 股利无关论                   | 86  |
| 第三节          | 期权定价理论与公司债务定价           | 89  |
| 第四节          | 所有权与控制权分离和代理理论          | 97  |
| 第五节          | 公司价值最大化与股东权益最大化         | 103 |
| 第六节          | 总结                      | 105 |
| <b>第 4 章</b> | <b>非对称信息与公司财务政策</b>     | 108 |
| 第一节          | 非对称信息研究概述               | 109 |
| 第二节          | 非对称信息条件下经典经济理论          | 112 |
| 第三节          | 非对称信息与金融理论              | 117 |
| 第四节          | 总结                      | 125 |
| <b>第 5 章</b> | <b>资本市场融资策略</b>         | 126 |
| 第一节          | 首次公开发行 (IPO)            | 128 |
| 第二节          | IPO 折价与 IPO 长期表现        | 133 |
| 第三节          | 中国的 IPO 市场、IPO 折价及其长期表现 | 140 |
| 第四节          | 中国上市公司 IPO 营运绩效及其决定因素   | 144 |
| 第五节          | 总结                      | 159 |
| 附 录          | 中国股票发行上市步骤及核准程序         | 160 |
| <b>第 6 章</b> | <b>公司资本结构政策</b>         | 163 |
| 第一节          | 资本结构理论和实践               | 165 |
| 第二节          | 中国上市公司资本结构特征            | 170 |
| 第三节          | 样本和研究方法                 | 173 |

|               |                                |            |
|---------------|--------------------------------|------------|
| 第四节           | 资本结构与公司绩效的实证证据 .....           | 181        |
| 第五节           | 总结 .....                       | 186        |
| 附 录           | CFO 如何做出资本预算和资本结构<br>决策? ..... | 188        |
| <b>第 7 章</b>  | <b>公司股利政策 .....</b>            | <b>194</b> |
| 第一节           | 公司股利政策理论简要回顾 .....             | 195        |
| 第二节           | 股利政策实证研究 .....                 | 200        |
| 第三节           | 中国上市公司股利政策实证分析 .....           | 203        |
| 第四节           | 总结 .....                       | 240        |
| <b>第 8 章</b>  | <b>风险管理政策与策略 .....</b>         | <b>244</b> |
| 第一节           | 风险及其度量 .....                   | 247        |
| 第二节           | 金融衍生工具与风险管理 .....              | 255        |
| 第三节           | 为什么要管理风险? .....                | 263        |
| 第四节           | 总结 .....                       | 271        |
| 附 录           | 风险管理案例分析 .....                 | 271        |
| <b>第 9 章</b>  | <b>公司治理机制与模式 .....</b>         | <b>274</b> |
| 第一节           | 公司治理概念 .....                   | 275        |
| 第二节           | 公司治理机制 .....                   | 276        |
| 第三节           | 公司治理模式 .....                   | 284        |
| 第四节           | 公司治理模式与中国公司治理 .....            | 294        |
| 第五节           | 总结 .....                       | 297        |
| <b>第 10 章</b> | <b>公司治理与公司价值 .....</b>         | <b>298</b> |
| 第一节           | 公司绩效与公司价值的度量 .....             | 300        |
| 第二节           | 公司治理与公司价值 .....                | 302        |
| 第三节           | 中国上市公司的股权结构与公司价值 .....         | 314        |
| 第四节           | 总结 .....                       | 324        |
| <b>第 11 章</b> | <b>公司治理评级 .....</b>            | <b>326</b> |
| 第一节           | 标准普尔公司治理评级 .....               | 327        |

|               |                                      |            |
|---------------|--------------------------------------|------------|
| 第二节           | 里昂证券公司治理评级 .....                     | 331        |
| 第三节           | 伦敦金融时报公司治理评级 .....                   | 337        |
| 第四节           | 中国的公司治理评级系统 .....                    | 340        |
| 第五节           | 总结 .....                             | 347        |
| 附录一           | 标准普尔 2001 年亚太公司治理评级<br>前 100 名 ..... | 348        |
| 附录二           | CLSA 公司治理评级前 25 名和后 25 名 .....       | 352        |
| <b>第 12 章</b> | <b>公司治理评级、公司价值与公司流动性 .....</b>       | <b>356</b> |
| 第一节           | 样本和主要变量 .....                        | 358        |
| 第二节           | 公司治理评级与公司价值 .....                    | 366        |
| 第三节           | 公司治理评级与公司流动性 .....                   | 372        |
| 第四节           | 进一步的分析 .....                         | 375        |
| 第五节           | 总结 .....                             | 377        |
| 附 录           | 公司治理水平与会计丑闻 .....                    | 377        |
| 参考文献          | .....                                | 380        |



# 财 经

## 引言

在中国，公司财务（corporate finance）有时又称公司金融，其目的是有别于传统的财务与会计。其实，名称上的差异无关紧要，重要的是对公司财务内涵的了解。Wikipedia 大辞典给出了比较完整的公司财务的定义。它指出：“公司财务是关于公司财务决策及达成这些决策所需分析工具的金融学。公司的财务决策包含短期决策和长期决策，其宗旨是确保公司的资本收益超过其资金成本从而提升公司价值。” Ross, Westfield 和 Jordan 在他们著名的全世界商学院流行的《公司财务》教材中将财务管理界定为分析和回答以下三方面问题的金融科学：（1）如何投资或购置长期资产——资本预算决策；（2）如何为投资资产筹资——资本结构决策及融资政策；（3）怎样管理营运现金流——流动资金管理及相关决策。其中

最后的一个问题即是短期财务决策。以上讨论的公司财务的内涵较宽泛。也有学者主张内涵较狭窄的公司财务概念。例如，Zingales (2000) 将“公司财务”定义为“研究企业融资方式 (corporate finance is the study of the way firms are financed) 的学科”。即便是将公司财务等同于公司融资，公司财务也很难脱离资本结构决策、资本预算和公司股利政策而独立存在。资本结构是融资方式的一个后果，融资决策也是必须有适宜的资本预算，即资产购置或投资方向的评判和分析。公司要筹集资金也不可以回避股利分配问题或股票回购，这是股东投资的核心利益所在。

实际上，公司财务可以简单从字面上理解为研究和分析“公司”的金融学，也就是现代公司 (modern corporation) 的财务决策问题。因此，分析和研究公司金融或公司财务问题要对金融前面的定语修饰词“公司”予以特别关注。学术界和业界关于现代“公司”有两个隐含的共识：一是有限责任；另一是所有权、控制权和经营权的分离而引起的公司治理问题。有限责任是指公司的股东对公司债务承担的连带责任不超过其投入的股本额。有限责任的经济学含义是可以将公司定价视为一个执行价格为债务面值的看涨买权 (call option) 的定价问题。这种看涨期权的思路也是 Jensen 和 Meckling (1976) 的资产替代效应 (asset substitution effect) 和迈尔斯 (Myers, 1977) 的投资不足问题，以及后来发展起来的资本结构理论的基本框架。所有权、控制权和经营权的分离使得公司治理问题与公司财务决策和公司定价成为一个有机整体，贯穿现代公司财务学术研究的发展历程。

尽管早期经济学家例如 20 世纪 30 年代 Irving Fisher 和 John Williams 对财务决策和公司定价问题曾有过重要论述，但是，首次运用科学方法对公司财务进行分析的是 Franco Modigliani 和 Merton Miller。<sup>①</sup> 这两位美国经济学家 1958 年在《美国经济评论》中发表了题为“资金成本、公司金融与投资理论” (The Cost of Capital,

<sup>①</sup> 有学者甚至认为 M&M 的资本结构无关论 (定理 1) 是在 Irving Fisher 的两分离定理和 Williams 的“投资价值守恒定律”基础上的简单延伸。特别是后者明确地隐含了在理想资本市场下公司价值与资本结构无关的结果，只不过是采用了套利方法对其进行完美的证明。详见 Mark Rubinstein, 2004, “Great Moments in Financial Economics”, *Journal of Investment Management* 的相关讨论。

Corporation Finance and the Theory of Investment) 的著名论文。在理想资本市场和外生的公司现金流总量的假设条件下,以不存在无风险套利为基本观点,该文证明了公司的价值与融资方式无关这个著名的定理,即大多数金融教科书中所称的“资本结构无关论”或“M&M 定理”。“资本结构无关论”的推导求证过程完美无缺,但是该理论的重要性更体现在它是在此后的几十年中对“M&M”定理基本假设条件逐步放松而形成的整个公司财务学体系。值得一提的是,虽然 M&M 在其 1958 年论文中证明是与资本结构无关,后来在 60 年代又延伸到股利政策无关论,在 M&M 定理同样的假设条件下,推导出公司价值与并购政策无关,与公司风险管理政策及所有其他公司财务政策无关都顺理成章。

自从建立在理想资本市场和外生公司营运决策的假设基础之上的 M&M 定理诞生以来,公司财务的研究大致经历了四个发展阶段。

第一阶段:20 世纪 60 年代—70 年代中期。这一阶段将税收、破产成本、非对称信息和博弈论研究成果引入 M&M 世界,公司财务理论中产生了最佳资本结构、股利信号、控制权市场等理论。但在这一阶段的公司财务理论研究仍然依赖外生营运决策和半强式有效市场的假设。

第二阶段:70 年代下半期—80 年代末期。Jensen 和 Meckling (1976) 首次对代理问题做出了完整分析,奠定了公司治理分析和研究的基础。在此期间另外几篇有影响的论文包括:分析了逆向选择问题可能导致公司价值低估的 Myers (1977);证明了标准债务契约是非对称信息金融市场上的最优激励契约,从而奠定了不完全信息情况下金融契约理论研究基础的 Townsend (1979);证明在长期重复博弈条件下,股东的声誉可以在一定程度上降低股东和债权人间的代理成本的 Diamond (1989);以及 Jensen (1986) 的自由现金流理论。这一阶段公司财务研究的一个显著特点是:半强式有效市场的假设依然保持不变,开始注重公司营运决策和各种合约对财务政策的影响。这一阶段是公司财务理论的“黄金”发展时期。

第三阶段:20 世纪 90 年代。这个研究阶段的典型特征是对有效市场假设的质疑。这些研究主要依赖实证研究方法,得益于大规模的上市公司数据库的建立,例如研究美国股票市场交易数据库 CRSP,会计数据库 Compustat,记录资本市场前瞻性信息的 I/B/E/

S, Thomson 全球 IPO 数据库等。1991 年, Ritter 系统分析了美国公司 IPO 数据, 发现公司在 IPO 后较长的一段时期内的绩效表现偏弱现象, 并指出其中的一个原因是公司股票发行决策与市场状况有关。其他相关的研究也表明公司财务决策不单是筹集资金, 投资于 NPV 为正值的项目, 从而创造股东财富, 而且利用市场的缺乏效率引致的时变资金成本也可能增加股东财富。

第四阶段: 21 世纪初至今。这一发展阶段的特点是开始对财务决策者非理性行为进行研究。此前的公司财务研究都假定行为人在任何时候都是理性的, 他们对未来的事件都能够做出无偏估计, 并以此实现自身效用或目标利益最大化。放松对决策者理性行为的假设意味着公司财务理论偏离了传统的金融理论框架, 这种新的理论分析框架即是行为公司财务理论 (behavioral corporate finance)。Heaton (2002) 基于经理人对于其自身能力和公司前景过分乐观建立了一个简单的经济模型。该模型的有关股票融资和企业并购行为的预测与实际的经济活动比较接近。Baker 和 Wurgler (2002) 也发现公司的债务比率与近期的市净率密切相关, 这说明公司的资本结构政策部分取决于外部市场对于公司股价的理性状态。

纵观公司财务理论的发展历程, 现代公司财务理论的学术前沿包括以下几个方面的热点研究问题:

第一, 资本结构。现代公司财务理论起源于资本结构无关论。资本结构可以说是贯穿公司财务理论发展的一条主线。以上的公司财务理论发展的四个阶段都与资本结构及其孪生兄弟——资本市场融资问题相关。传统的公司财务教科书中反复强调税收、交易成本、财务困境成本如何决定公司财务结构问题, 但大规模的有关公司资本结构和证券发行的实证研究只是近十多年的事情。最近的两篇重要的研究试图填补这一方面的不足。一篇是 Graham (2000) 所作。该文测算出美国公司的平均债务融资的税盾效应大约仅为债务面值的 10%, 这一数字远远低于美国的法定公司所得税率 35% 的水平。另一篇是 Andrade 和 Kaplan (1998) 所作。他们发现美国公司的财务困境成本约为公司价值的 10%~20%, 这一数字明显低于以前的有关估计数字。

第二, 资本市场融资。如何在资本市场融资是资本结构实现的途径。自从将股东权益资本的价值决定问题看成一个看涨期权以来,



融资决策的分析与股东、经理人和债权人之间的代理关系以及非对称信息紧密联系在一起。近期的研究还表明投资银行家、证券分析师及他们与公司经理人之间的互动是公司证券发行尤其是 IPO 发行决策的影响因素之一。这也给 IPO 折价之谜进行了新的诠释。例如, Cliff 和 Denis (2004) 证明证券分析师的知名度和覆盖率在 20 世纪 90 年代以来越来越成为选择承销商的重要决定因素, 并且提供了证券分析知名度高的承销商承销的 IPO 一般都伴随着大幅度的折价, 而不一定是较高的承销费的证据。

第三, 股利与股票回购等支付政策。公司支付政策主要围绕支付多少和以何种形式支付展开。公司给股东的支付形式一般有两种: 股利和股票回购。股票回购由于难以洗清市场操纵之嫌而在很多新兴市场国家依然没有开禁。不过, 从发达国家的经验数据看, 公司支付给股东的具体形式较为复杂, 影响的因素较多。不过, 有一点共识是经理人和股东一般都将股利视作公司的长期责任, 而股票回购则属临时现金支付方式 (Dittmar, 2000)。随着高管人员把股票期权作为解决代理问题的一个有效机制得到普遍推行, 不受现金股利保护的期权价格自然也会影响到公司的股利行为。这将是未来需要进一步研究的一个现实问题。2000 年, 一项由 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny 完成的研究表明, 在法制环境各异的世界各国中, 现金股利行为与投资者制约经理人的制度因素有关。

第四, 公司治理。公司治理问题自 Jensen 和 Meckling (1976) 正式分析代理问题以来颇受关注的公司财务研究领域, 这一问题伴随着本世纪初网络股泡沫的破灭及一连串的公司治理丑闻的公开而变得更热。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (1997) 发现法制和司法制度影响着该国公司的股权结构和资本市场发展状况。学者们特别开始关注欧美发达国家以外市场的公司治理问题。例如, Claessens, Djankov 和 Lang (2000) 实证研究了东南亚上市公司的所有权和控制权的分离问题, 指出大股东与小股东之间的代理问题是东南亚公司治理的突出问题。这是传统代理关系的变形。最近, Morck (2004) 提出了所谓第二类代理问题 (type II agency problem), 以此与传统的代理问题区别开来, 它是指当代理人应该按照自己的意愿去行为时, 却受其他人左右。而第一类代理问题是说当代理人应该按照别人意愿行为时, 却被自己的私人动机所左右。

有的公司中经理的权力过大，比如说最近的 Enron, WorldCom 以及 Hollinger 和 Parmalat 公司的丑闻中，都出现了董事会中的总裁或者董事在日常会议中对 CEO 做出正面评价的现象，但事实上董事会是知道公司的糟糕绩效是由 CEO 的决策导致的。Adams 等（2004）发现越是强权的经理，越为公司的绩效带来大的波动。

第五，多元化政策与内部市场问题。早期的研究发现，公司的投资水平与其当年的营运现金流相关，这说明外部资本市场并不像教科书中所说的那样能有效地筹集企业发展所需资金。换句话说，大公司以组建企业集团形式来调配资金可以给股东带来价值。在 Williamson 的交易成本理论基础上，Stein（1997）证明，在一定的条件下，内部资本市场再分配资源上比外部资本市场更有效。当然，也有学者发现，内部资本市场容易带来低效率的资本分配（如 Graham, Lemmon 和 Wolf, 2002）。

另外，值得注意的是，在上述的热点研究问题中都已经或多或少地包含了行为公司财务决策，即允许行为人（主要是经理人和投资者）有限理性情况下的公司财务决策和公司治理问题。行为公司财务正在发展过程中，尚无定型的框架，但可以肯定，行为公司财务在现代财务理论中越来越占据重要地位，更多的财务政策之谜将会在行为公司财务的研究中找到答案。正如近期的一篇行为公司财务综述文献（Baker, Ruback 和 Wurgler, 2004）中指出的，（行为公司财务）可以解释一系列的融资和投资行为，它只依赖少数的比较接近实际的假设，而且在它走向成熟的过程中存在巨大发展空间。