



CHINA: INNOVATION OF
FINANCIAL INSTITUTION (2005)

中国金融制度 创新报告 (2005)



主 编 / 杨如彦

社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国金融制度 创新报告

(2005)

China: Innovation of Financial Institution(2005)

主 编 杨如彦

社会科学文献出版社

Social Sciences Academic Press(China) ,

图书在版编目(CIP)数据

中国金融制度创新报告(2005)/杨如彦主编. - 北京:
社会科学文献出版社, 2005. 7

ISBN 7-80190-652-7

I. 中... II. 杨... III. 金融体制-经济体制改革-研究报告-中国-2005 IV. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 053016 号

《中国金融制度创新报告》

学术委员会名单

顾问 成思危 全国人大常委会副委员长，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 (以姓氏笔画)

王连洲 中国人民大学信托与基金研究所研究员

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

许承明 南京财经大学金融学院院长、教授

邓 勇 中科院研究生院党委书记、教授

孙 杰 中国证监会基金监管部主任

朱善利 北京大学光华管理学院副院长、博士生导师

张曙光 天则经济研究所学术委员会主席、博士生导师

李 扬 中国社会科学院金融研究所所长、博士生导师

吴 清 中国证监会机构部主任

- 汪寿阳 中科院研究生院管理学院副院长、博士生导师
- 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
- 吴冲锋 上海交通大学管理学院副院长、博士生导师
- 茅于軾 天则经济研究所教授
- 杨 华 中国证监会上市公司监管部主任
- 邹东涛 中国社会科学院研究生院教授、博士生导师
- 杨如彦 中科院研究生院管理学院副教授，北京天则经济研究所特邀研究员
- 陈 平 中山大学岭南学院副院长、教授
- 陈 收 湖南大学校长助理、教授、博士生导师
- 高 鹏 中科院研究生院管理学院副院长、教授
- 高传捷 中国银监会非银行金融机构监管部主任
- 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
- 徐伟宣 中科院政策与管理科学研究所学术委员会主任、博士生导师
- 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
- 盛 洪 天则经济研究所所长、教授
- 谢 平 中央汇金公司总经理、教授
- 程 兵 中科院金融工程与风险管理研究中心副主任、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

《中国金融工具创新报告》出版了两集以后，在有关业界和学术界中产生了较大影响。我 2004 年曾经提出，要加强虚拟经济领域内的制度研究，以便阐明规则和交易之间的互动关系，为虚拟经济的规范发展提供一个更加清晰的蓝图。2005 年，在中国科学院研究生院和北京天则经济研究所联合组织的学术委员会指导下，作为虚拟经济制度研究的一个资料和成果，《中国金融制度创新报告》（2005）即将付梓，我为这一进展感到由衷的高兴。

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此外，虚拟经济的研究还是对最近数十年经济生活新实践的必要理论总结。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做出了反映。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，而又不至于陷于繁琐和庸俗化。

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，因此单靠权力分析、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（Noth 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贷款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。他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,虚拟经济的发展却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。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。另一方面，随着金融市场交易的规模和工具的发展，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裁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。这也正是我在《中国金融工具创新报告》出版两集之后，提议出版《中国金融制度创新报告》的主要原因之一。

(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，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。

其次是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做贡献。

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做出相应的贡献。

2005年3月14日于北京

序 一

张曙光

中国正处于社会的大变动之中，市场化的深入突显出金融体系在社会经济生活中的重要地位和巨大作用。一方面，在现代市场经济条件下，金融体系和金融活动日益复杂多样和变化万千增大了其建构和运作的难度；另一方面，中国的金融发展落后和金融改革迟滞使得矛盾更加尖锐，因而，国人对金融体系的高度重视和密切关注也就非常正常和容易理解。立足于此，我们在三年前策划和编写了《中国金融工具创新报告》（以下简称《工具》），到现在已经编辑出版了两集，对2002年、2003年两个年度的金融工具创新情况和创新过程分别进行了详细的描述和全面的分析，受到了社会各界特别是经济金融界的重视和好评。

然而，任何一个重大的金融创新，都包含着思想理论创新、制度规则创新和技术手段的创新，金融工具创新必须以思想理论创新为指导，以制度创新作保障，但《工具》一书必须集中讨论产品和工具创新，思想理论和制度规则创新只是作为其条件和环境而加以论述的。更为重要的是，在创新的具体内容和目标方面，工具创新和制度创新可以说是既有密切的联系，又有明显的区别。在《工具》（2002）的序言中，我们曾经明确指出，“从法学的角度看，一个金融工具是一组权

利和义务的格式化匹配,从经济学的角度看,金融工具是特定的收益和风险的格式化匹配,在这里,‘格式化’非常重要。所谓‘格式化’,就是标准化和透明化,便于供需双方相互沟通、取得一致、达成合作、完成交易”。所以,工具创新的内容就是如何设计一个个格式化的合约安排,明确交易双方的权利和义务或者成本和收益。这主要是市场主体的任务。必须指出的是,在这样讨论工具创新的时候,我们往往可以忽略监管的地位和作用,而且很多工具创新就是为了逃避法律的管制和政策的限制。与此不同,金融制度创新不仅不能忽视监管的存在,反而要重视监管的地位和作用,规范监管者的职能和行为,提高法律管制和政策限制的效率,从而创造一个既活跃又有序、既规范又有效的金融体系和金融市场。所以,金融制度创新主要包括两个方面的内容:一是组织和机构创新,包括监管者和被监管者,即各个市场主体,诸如商业银行和非银行金融机构以及律师事务所、会计师事务所、信用评级组织等中介服务机构;二是制度规则创新,包括准入和退出以及交易法规、条例,诸如资质资格、风险管理、违规处罚以及公司治理等有关规定。如果没有制度规则方面的创新,有些工具创新就不能发生,即使发生,也难以起到应有的作用。例如,在《工具》(2004)讨论企业债券创新时,如果没有准入制度的创新(放松管制),证券公司债券和商业银行次级债券就不会出现,不仅如此,由于制度创新不相匹配,虽然允许含有多项工具创新内容的01铁路债券以现券买卖、质押式回购和买断式回购方式在银行间市场交易流通,但结果却是有价无市,没有交易。由此可见,制度规则的创新和产品工具的创新是紧密联系在一起的,我们不可能只知其一、不知其二,更不能只管其一、不管其二。因此,在讨论和研究金融工具创新有了两年的积累以后,我们决定编写《中国金融制度创新报告》(以下简称《制度》),并计划每年出版一集。二者可以说是中国金融创新的姊妹篇。有了这



两本书，人们对于中国金融的发展和变迁就会有一个全面深入的了解。

不过，为了避免误解，首先需要对创新做一简单界定。我们这里所讲的创新，包括各种借鉴和移植，甚至主要是借鉴和移植，因为，我们是后来者，一切都从头做起，另起炉灶，既无可能，也无必要。但是，学习借鉴要真正变成自己的东西，为己所用，并且好用和管用，经过移植能够在我们的土地上生根、发芽、开花、结果，就离不开我们自己的创新。否则，就只能是东施效颦，淮桔成枳。

既然是讨论金融制度创新，那么，就免不了运用制度经济学的理论范式和分析方法。大家知道，经过近半个世纪的发展，制度经济学不仅成为现代经济学中非主流学派的主力，而且其本身也是一个多派别的集合，其中，新古典制度经济学可以说是发展最快和成效最大的一个方面。用新古典经济学的方法研究制度，往往会把制度看做一种产出，对其进行供求分析和均衡分析。因为在新古典经济学那里，供给和需求都是当事人根据成本—收益结构先行决策（先于交易）的结果，因而在供给方看来，制度资源的生产与决策人固有的目标有关，这些目标既可以是政绩的显示，也可以来自内省之后的成就感；在需求一面，当事人首先看到制度的缺失阻碍了潜在收益的获得，因而有激励推动制度的生成和变革，如果这个过程是由于响应潜在获利机会而发动和完成的，就被人们看做是制度的自发演进过程。实际上，从另一个方面来看，这同时也可以被看做是制度的需求方首先发送制度需求信号，接着是供需双方就制度资源进行交易，这时，起主要作用的力量是新制度能够创造出巨大的潜在收益，其关键是这种收益在未来如何分配。不同的分配格局，不仅会决定参与人的收益是否能补偿各自的成本，而且会决定它们各自获益的大小，进而决定了人们对制度变迁的基本态度和行为选择。所以，一项新的制度规则出来之前，大家都会进行热闹的讨论。制度经济学在寻找路径进入主流经济学范