

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、生产资料和技术的投入达到有效配置。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的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的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

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中国大陆公民、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的时候，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
和其他集体企业）。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；*：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 ILSV 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	ILSV 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: ILSV, *The Journal of Finance*, 1997; 中国金融年鉴 (2000)

接下来，我们比较中国和 ILSV 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 ILSV 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，ILSV 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，ILSV 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 ILSV 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 ILSV (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

百分比 年	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^⑤。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

^⑤ 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

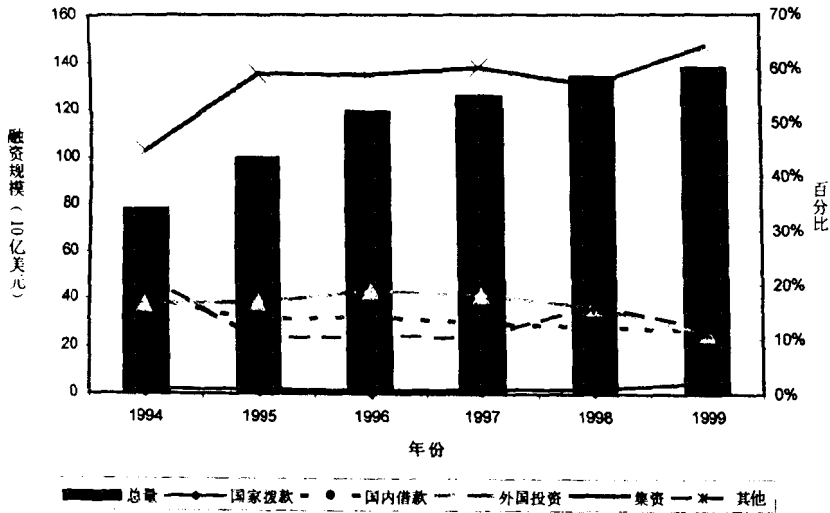


图1 非正规部门的企业融资：规格和来源

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

者被赋予一个单位的消费物品，可以用来投资，然后在 $t + 1$ 时期进行消费，我们将此消费定义为 c_{t+1} ，效用为 $u = \ln c_{t+1}$ 。我们来比较两种机构安排：金融市场（用以交易股票）和银行（用以提供储蓄服务）

显而易见，在金融市场静态均衡状态下，固定资产的均衡价格是一单位，即在静态均衡状态下每一时期的股票价格是相同的。这意味着，既然经济人能够以相同的价格买卖股票，并且可能分得红利，那么投资股票就优于储蓄。因此，每一个人都会利用手中资源去购买股票，这样，股票价格变为一个单位，同时也没有人储蓄。对于消费均衡点，根据经济人是在奇数还是偶数时期变化而变化：对于偶数时期，其消费量 $c_{\text{even}} = 1 + 0.9 = 1.9$ ，效用为 $u_{\text{even}} = 0.64$ ；对于奇数时期， $c_{\text{odd}} = 1 + 0.1 = 1.1$ ，而 $u_{\text{odd}} = 0.10$ 。所有经济人赚的平均效用为 $u_{\text{Market}} = 0.37$

另一方面，存续时间超过两个时期的银行（为了简化，假设银行一直存续下去），能够采取长期策略，使得不同代经济人平均效用最大化，即能够进行跨时期风险的平滑分摊。我们容易证明，通过储蓄，跨时期的“平滑”消费模式是最好的解决方法。在这个例子中，银行从经济人处获得储蓄（即人们出生时获得的），当报酬很高的时候，就在偶数时期存储 0.4 个单位，报酬很低时就在奇数时期拿出这 0.4 单位。这样消费者就完全达到平滑，而且消费量 $c_{\text{bank}} = 1.5$ ， $u_{\text{Bank}} = 0.41$ ， $u_{\text{Market}} = 0.37$ 。

从以上例子中可以看出，经济人通过银行能获取高于通过市场获得的平均效用，其原因在于银行能够将风险均匀、平滑地分摊在不同时期。对固定资产的不确定性回报这种复杂得多的情况，也可以得出类似的结论。实际上，在此情况下，使用平滑分摊风险的方法不仅可以提高平均效用，而且银行均衡是市场均衡的帕累托改善。因此，一个拥有有效银行系统的金融体系可以比金融市场的体系更为优越，因为银行能够更好地跨时期分摊风险和使消费均匀平滑。这要求市场是不完全的，否则经济人将在回报高时利用市场，这将阻碍风险的平滑均匀分摊。因此，长期存在的金融机构例如银行，可以实现跨时期的平滑，只要它们不受制于来自金融市场的强大竞争。

将以上的分析与中国银行系统的表现相结合，我们认为，为了支持经济的全面增长，银行系统的效率对中国来说是非常重要的。当前中国的股票市场仍处于增长初期，市场不完全，信息不对称，政府调控也不得力，因此提高银行体系效率尤具有特别的意义。另一方面，中国整体的经济增长仍然处于高速但增速不稳的阶段，因此风险分摊不仅对稳定经济增长至关重要，而且也能维护社会安定。在这种环境下，银行跨时期风险分摊的角色就显得更为重要了。

4. 信息提供

金融体系的一个最重要功能就是获取和利用信息，从而对资源进行有效配

置在像美国这样以市场为基础的金融体系中，有大量的公司上市交易，由于有广泛的透明度要求，从而有大量的公开信息。除这些可以获取的公开信息外，还有许多金融机构的金融分析师收集的各种来源的信息，包括不公开信息。这些金融分析师所作的收入预测和股票推荐也有助于信息提供。大量检验有效市场的证据表明，大部分信息都能很快地反映在股价中（例如，Fama, 1970, 1991）。另一方面，在以银行为基础的金融体系中，如德国和其他一些欧洲大陆国家，从金融市场上获取的信息相对来说就少得多。比较而言，以市场为基础的金融体系（例如美国）中的金融市场为投资者提供了更多的信息；而在以银行为基础的金融体系（例如德国）中，由于银行和公司之间存在更广泛、更长期的资金关系，中介机构能够比从市场上获取更多的关于其借贷者的信息，这有助于更有效地配置资源。

传统观点认为，所获信息的质量越高，就越有利于配置效率的提高，所以信息越多越好。这个结论的推广就是：以提高信息透明度为目标的更好的会计准则和相关的信息公开措施可以提高福利。这种对更好的会计准则和信息公开的主张，在安然公司倒闭以及其他的一系列会计丑闻发生后，在美国正获得越来越多的支持与认可。然而，在高效的金融市场上获取信息的有效性，并不等于福利有效性。在某些情况下，为了反映信息，证券价格会随隐含信息的任何变化而波动。但是，价格波动本身是有代价的，它给投资者带来因财富不确定的变化而产生的风险。因此，提高信息透明度增加了股票价格的波动程度，这会导致福利损失，尤其是在金融市场活跃的金融体系中。那些根据最新发布的信息而被迫进行交易的人们会面对不必要的风险。在这一点上，在信息公开过程中增加一些不透明因素反倒有助于提高福利。^⑤

这种在有效配置和风险分摊之间的此消彼涨效应（Trade-off）对于金融体系的结构是重要的。尽管会有一些配置上的有利因素，仅仅因为美国股票市场存在更多的价格信息并不足以推导出市场导向的体系就优于以银行导向的体系的结论。在像德国这样的金融体系中，没有几家公司被要求公开报价，因此从挂牌公司那里获取的信息很少。虽然信息缺乏，从有效决策投资的角度来看是不利的，然而从风险分摊的角度来看却是有利的。即使信息有利于有效配置，更多的信息会带来更高的收益仍是缺乏理论根据的。由于投资者承担了许多风险，从而配置的有效性被抵消了。

中国正在致力于完善它的会计准则和提高信息透明度，尤其是对上市公司，这是很重要也很需谨慎才能完成的工作。中国可以从各个国家的经验中吸取教训。然而，在重视会计准则的同时也不应低估建立高效银行体系的重要性，尤其是一个有效的、能够提供资金以及监管公司的银行体系。同时，中国

^⑤ 参见 Hirshleifer (1971)、Grossman 和 Stiglitz (1980)、Dow 和 Gorton (1997)、以及 Allen 和 Gale (2000a, Chapter 7)。

会计行业的现状使得提高市场信息透明度的难度很大。会计改革开始于所颁布的与外商投资相关的会计条例，其以帮助公司吸引外国直接投资为目的。中国公司企业会计标准和 13 条行业条例旨在促进国有企业的会计准则与国际接轨。然而，目前中国会计体系最关键的问题在于缺少独立的职业审计人员，如同法律领域所面临的缺乏职业律师的难题一样。在这样的情况下，参照国际会计准则的会计制度在中国可能会起反作用。会计体系改革中存在的另外一个问题，来源于缺乏有效的司法体系来保护公司财产不被侵占和免于其他的欺诈行为。根据以上所述，我们认为：提高中国银行体系的效率是重要的，它至少在现阶段与提高金融体系的透明度一样重要。

5. 金融危机

金融体系的发展过程总伴随着金融危机的发生。传统观点认为，金融危机会造成严重的后果，一般情况也确是如此，如在美国经济大萧条时期，金融危机就破坏了生产力并降低了社会福利。金融危机甚至有可能发生在完善的金融体系中，典型的例子就是 20 世纪 90 年代的日本。

在 20 世纪之前，银行危机、货币危机以及股票市场的崩溃在欧洲和美国频繁发生。其中由于银行没有足够的流动资金来满足所有的提款需求（包括可预见和不可预见的）而导致的银行恐慌，其所造成的后果往往是相当严重的。因此，长期以来，中央银行的一个主要任务就是消除银行危机并确保金融稳定。在美国，1907 年严重的银行危机所引发的争论促使了联邦储备体系在 1913 年建立。在很大程度上，各国的中央银行在这一方面取得了相当大的成功。例如，英格兰银行在 19 世纪就逐渐变得擅长解决此类问题。英国的最后一次真正的金融危机发生在 1866 年。

然而，随着 20 世纪 70 年代初布雷顿森林体系的崩溃，一种新型的金融危机出现了。Lindgren, Garcia 和 Saal (1996) 研究发现，国际货币基金组织 3/4 的成员受到 1980 年至 1996 年金融危机的影响。他们的研究还没有包括随后发生在 1997 年的亚洲金融危机。在这些危机中，中央银行的干预和政府直接或间接的担保消除了传统意义上的银行危机。但是 Kaminsky 和 Reinhart (1999) 的研究表明，20 世纪 80 年代很多国家实行了金融开放政策，即允许资金的自由流入和流出以及国外投资者和金融机构进入本国市场参与竞争，该政策所产生的负面影响导致了金融和货币双重危机的发生。

中国加入世界贸易组织之后，毫无疑问将在人民币自由兑换以及资本市场和产品市场开放方面承受更大的压力。因此，了解由于金融自由化导致金融危机发生的原因是至关重要的。首先要注意金融自由化带来的危机不仅仅发生在一些新兴市场（如 1994 年的墨西哥危机和 1997 年的亚洲危机），发达国家也

会发生危机，例如 20 世纪 90 年代初的斯堪第那维亚国家金融危机，以及日本在 20 世纪 80 年代末房地产和股票市场价格飙升而到了 90 年代却完全崩溃的“泡沫”危机。Kaminsky 和 Reinhart (1999) 指出，所有危机的一般先兆都是金融自由化以及信用的大规模膨胀，这种做法会导致股票价格的狂升以及不动产价格比一般时期高出很多。到了一定时候，经济泡沫破裂，各类资产市场崩溃。在很多情况下，银行以及其他中介机构对这些市场往往过于涉入，因此当资产市场崩溃后，银行危机也随之发生。在新兴市场，当政府在降低利率以缓减危机和提高利率以保护本国货币两者之间进行选择时，汇率危机往往伴随金融危机发生了，最终导致产出大幅度下降，经济进入衰退期。

Allen 和 Gale (2000c) 基于代理问题提出了一个泡沫和危机理论。不动产和股票市场的很多投资者是从外部获取他们的投资基金的。如果基金的提供者不知道投资的性质，同时投资者负有限责任，这将产生一个经典的风险转移问题 (Jensen 和 Meckling 1976)。风险转移增加了风险投资的回报率，并导致投资者抬高资产价格。资产定价的一个决定性因素是提供给投机性投资的信用规模。通过扩张信用规模的金融自由化能与代理问题相互影响，从而导致资产定价泡沫的出现。那么是什么原因触发了金融和货币体系的双重危机？Chang 和 Velasco (2000, 2001) 在 Diamond 和 Dybvig (1983) 的银行挤兑模型的基础上建立了双重危机模型。Diamond 和 Dybvig (1983) 的模型认为，危机是“太阳黑子”现象，而不是经济总量不确定性的结果^①。另一方面，货币进入经济人效用函数，而且中央银行控制了货币对消费的比率，其结果是：不同的汇率体制对应于不同的货币消费比率。有些体制中，既存在“好”的均衡，其中早期（后期）消费者从短期（长期）资产中获得收益；也存在“坏”的均衡，其中每一个消费者都相信会发生危机，促成了“自我实施”，导致大家都去挤兑。当“坏”均衡发生时，就会产生双重危机。

最新的金融危机有一个很重要的现象，就是金融危机的传播性。最初仅仅影响某个特定地区或部门的小振荡通过银行体系或金融市场传播到其他金融部门，然后就是整个经济体系，甚至（比如通过货币）扩展到其他国家的经济体系。Allen 和 Gale (2000d) 重点研究了因交叉的权益交易而引起的危机传播渠道。不同地区或部门的金融体系通过银行间市场互相交易，当其中一个地区发生了金融危机，其他地区的金融机构也会有所损失，因为它们在危机所在地的权益降低。一旦这种影响足够大，就会在相关地区引起金融危机，危机就传播开了。

既然金融自由化会导致经济泡沫和金融危机，那么一个国家应在什么时候开放金融市场？而且开放的程度该如何把握呢？根据 McKinnon (1991) 和 Dom-

^① 与 1970 年发生的拉丁美洲国家的货币危机一样，Krugman (1979) 认为，危机的发生是由于国家的财政和货币政策的不一致性和不稳定性造成的。与此相反，在最近发生的亚洲危机中，很多经历了危机的国家力图采取合适的宏观经济政策。

busch (1998) 的研究, 此政策成败的关键在于国内金融机构的效率, 而 Fischer (1998) 和 Calvo (1998) 更是将改革金融部门视为自由化的前提。后者的观点是建立在假设金融自由化不会改变国内金融机构效率的基础上, 但是金融自由化政策会影响金融契约的两大重要因素, 即资金供给和资本价格。Alessandria 和 Qian (2002) 运用内生金融中介模型, 证明了一个有效的金融部门不是金融自由化成功的充要条件。这是因为资本项目的开放、资金的自由流动和国外金融机构的竞争可能会改变本国中介机构对企业的监管程度。如果本国银行对企业的监管比较弱 (或比较强), 就会使国民经济的导向转向风险的负净现值 (或安全的正净现值) 的投资项目。进入世界资本市场的决定除了应考虑世界市场条件外, 还应对金融中介机构的监管技术进行仔细的研究, 而不是只考虑封闭的经济中金融部门的效率。

到目前为止, 传统观念认为, 金融危机会对经济造成破坏性影响, 因此我们要尽力阻止危机的发生。然而, 金融危机也能促进福利增长。Allen 和 Gale (1998) 的研究表明, 经济周期导致的银行挤兑实际上能够允许更好的风险分摊从而提高福利。风险分摊实现资源的最优配置。它施加风险给因为流动性的需要而必须提早将资金从银行提出的经济人, 同样也施加风险给保留资金在银行的经济人。当银行资产回报率很低的时候, 这种风险分摊是最优的。

从长期来看, 经过改进的风险分摊机制能够允许在风险资产上进行更大的投资, 以获取更高的预期收益。随着在高回报率项目上的更多投资, 经济增长率也会更高。因此, 中央银行和政府消除挤兑的政策实际上会降低社会福利。例如, 在 19 世纪末期, 美国经历了多次经济危机, 但同时保持了很高的经济增长率。

6. 公司治理

建立在美国企业管理模式上的传统观点认为, 强有力的公司治理结构可以解决上市公司存在的由于所有权和控制权分离所带来的代理问题 (例如, Jensen 和 Meckling, 1976; Fama 和 Jensen, 1983), 由此可以提高企业绩效以及整个经济的分配效率。这一整套公司治理机制, 包括活跃的收购兼并市场、有效的董事会、经理人报酬制度, 以及资本结构中负债的使用等, 都是为了确保管理者依据股东的利益行事。被广泛接受的观点认为, 最有效的公司治理机制是以公司控制权为交易对象的市场。这样的市场不仅使敌意收购成为可能, 同时也对管理者形成了最强有力的外部约束 (例如 Jensen, 1986)。然而, 这个机制也存在很多的问题。首先是 Grossman 和 Hart (1980) 提出的存在于目标企业少数股东中的“搭便车”问题, 这个问题迫使收购方在现行目标价格的基础上付出更高的价格, 以获取控制权。人们提出了很多方法来解决这个问题, 但

都不完善。而在众多参与竞标的收购方中，也存在“搭便车”的问题。一旦一个收购目标被报价，其他的竞标者就会敏锐地察觉到这样一个有吸引力的收购目标，从而加入到获取公司控制权的竞争中来。对于最初的竞标者而言，这意味着他为最先识别目标所花费的成本没有获得相应的补偿。存在于公司收购中的第三个问题是关于目标企业的管理者，他们可能并不称职，但是仍想维持自己的控制权和个人利益。他们能够保护自己的既得利益并且采取一些防御性措施来阻止潜在的收购者，因此要将他们从目标公司中清除出去是十分困难的。所以，我们可以看到，每一种公司治理机制都存在这样或那样的问题。

然而，那种将标准的公司治理机制与企业绩效直接联系起来的观点是不正确的，公司治理与企业业绩无明显关联的例子很多，尤其是在亚洲。事实上，上述机制没有一个能对亚洲国家特别有效。例如，在亚洲最发达的日本，实际上并不存在敌意的收购，也不存在任何重要的公司治理机制。在日本，管理层的报酬要比美国低得多，出于激励目的所持有的股票和股票期权也要少得多。因此，我们相信应该存在一个比较好的替代机制来为良好的公司治理结构提供有效的驱动。日本企业的董事会不如美国有效，运行不够灵活，倾向于由董事会主席控制。举一个具体的例子，我们来比较一下丰田汽车公司和通用汽车公司，两家都是汽车工业领域知名的领先企业。丰田汽车公司在公司治理结构方面的得分很低，但是图 2 表明，它却是过去 25 年来世界上最成功的企业之一。

那么究竟是什么样的公司治理机制使得亚洲企业在如此长的时间里表现得如此之好呢？一般认为，最重要的机制首先是金融机构的集中控股和监督。在日本，对管理者的监督通过主银行系统来完成。这个系统的特征包括银行和它的主要客户企业之间的长期关系，银行对企业债权和股权的持有，以及企业出现财务困难时银行的积极干预。人们普遍认为这种银行与企业的关系确保了银行扮演代理监管人的角色，从而有助于克服管理者和企业之间的代理问题（例如，Hoshi, Kashap 和 Scharfstein，1990）。银行系统在企业出现财务危机的时候好像起到了很重要的作用，但是在企业运转良好时它们所起的作用并不清楚。

标准理论认为亚洲的公司治理结构不如美国。但是如果这一观点是正确的，那么东亚奇迹又是如何发生的呢？这些国家是如何运用这些“无效”的公司治理机制在这么长的时间里取得如此显著的经济上的成功？是公司治理机制不那么重要还是标准理论有误差？我们认为，标准理论有其狭隘之处。例如，Burkart, Panunzi 和 Shleifer（2002）把所有权和控制权的分离程度与不同的法制环境联系在一起，指出在小股东保护机制微弱的国家，家族企业成为所有权结构的主要形式；而在股东保护机制比较完善的国家，专业化管理的企业成为最优形式。Claessens, Djankov 和 Lang（2000）以及 Claessens（2002）等人提供的证据表明，在除中国以外的亚洲国家中，所有权集中程度非常高的家族企业非常普遍，而且这些企业的业绩都不错。在向完善的法律体制过渡的阶段中，家族企业或许是更为优越的。