
1b. 中国金融改革与产权基础设施

(沈联涛 肖耿 王沅¹)

1979 年至今 20 年的改革，中国经济已经成功地构筑了“硬环境”，即物质层面的基础设施，像高速公路、电讯、水利、学校等公用设施。下一步，为了产权及财富更有秩序、有效率地创造与交换，中国迫切需要建立“软环境”，即市场制度层面的产权基础设施。建立产权基础设施的目的是将公共部门与私营部门的产权与责任及各自的任务理清，这是比市场化、鼓励私营企业发展等更深层次的制度改革。只有如此，中国才能有序地、逐渐地解决中国经济面临的问题，而让中国的企业与个人真正跻身于世界经济的竞技场。

九十年代中期，本文作者曾指出，中国经济增长的主要风险与障碍是国有经济产权不清晰而导致国有企业、国有银行、及中央财政合并总体资产与负债失衡，其后果是利润及资产私有化，亏损及负债国有化、社会化。我们提出的改革策略是鼓励私营企业发展，并将国有资产分散重组，出让国家对企业的绝对控制权，让国家成为企业的非控股股东。我们希望重组之后的混合制企业资产升值，而其中的国有资产也就有可能同时升值²。这个改革思路已经在过去十年中被普遍接受并实施。大量国有企业通过出售、重组、上市而改造成民营、混合制、或上市企业。中国的私营企业迅速成长，推动了整体经济的高速增长。中国在新世纪的开端加入世界贸易组织，金融业的改革也取得了显著的成绩，平稳地渡过了亚洲金融风暴。无疑，中国经济在过去十年快速增长的主要动力来自于市场化及鼓励私营企业发展的制度改革。

虽然中国的实体经济从宏观层面看运作良好，但从金融业及微观制度层面来看却十分脆弱，并已经对可持续发展构成一定威胁。新的会计规则和信息披露制度的引进已经暴露出企业与金融机构的种种弊端和低效率表现在银行的不良资产比率。根据官方数据，中国银行资产中大约 20% 是不良资产，超过中国国民生产总值的 30%，但市场估计的不良资产率可能是官方数字的两倍。中国金融业的坏账、公司治理的混乱，民营企业缺乏法律地位与生长空间，及经济犯罪与腐败的问题逐渐成为社会关注的焦点。

作者在央行、银行及资本市场运作和监管部门工作 20 多年，见过世界上许多银行未能保护储户利益及资本市场不能保护投资者利益的案例。大量案例表明，银行不良资产及资本市场的违规行为基本上是国家与私人之间以及私人之间产权不清的表现，而产权不清的根源在于产权基础设施不健全³。金融部门是实质经济体的衍生，金融的不良资产问题是实质经济体内部问题的表现。亚洲金融危机证明金融系统的脆弱会放大实质经济体的问题，最终导致金融危机，摧毁实质经济。因此，解决金融系统的不良资产要求企业和银行同步进行实质性改革，而其前提是建立稳固的产权基础设施。

¹ 所有观点均属作者个人，不代表作者工作单位观点。本文初稿曾经在上海法律与经济研究所北京分部讨论。作者感谢吴敬琏、高西庆、张军、周其仁、梁治平、宁向东、田晓安、刘俏、香港证监会同仁、香港大学同事及北京与国际金融界朋友对本文初稿的评论与讨论。肖耿感谢香港研究基金拨款委员会及大学拨款委员会对其研究的资助（项目编号：HKU7167/98H及AOE/H-05/99）。

² 参考沈联涛与肖耿合着“重新认识产权与经济转轨：中国的经验与机会”，该文发表于中国社会科学出版社 1997 年出版的肖耿论文集《产权与中国的经济改革》275-314 页。

³ 参考沈联涛编著《银行重组：八十年代的经验教训》（英文），1996 年世界银行出版。

一、什么是产权基础设施？

简单地说，产权基础设施包括：产权的界定与正式注册设施，保障合约及公司运作的法律设施（民法与刑法），市场监管体系，政府及政治制度的制衡等等。与资本市场相关的产权基础设施包括以下一些内容：

- 系统的产权登记中心 [如：土地登记、股票登记]
- 可靠的交易平台 [股票交易所，清算、结算和支付系统]
- 受监管的中介机构 [券商、基金、会计、法律和金融中介机构]
- 有足够资讯及知识的市场参与者 [个人、公司、机构]
- 公平合理的交易规则 [准则、标准、规范、规章和法律]
- 独立和透明的司法及监管机构 [法院、证监会、银监会]
- 有效的执法能力及环境 [警察、廉政公署]

另外，信息披露也是产权基础设施的一部分。市场需要正确、及时、易于得到的信息以作出正确的决策和评估风险。信息的质量取决于会计标准，信息披露的透明度，审计的可靠性以及公司治理的水平。良好的信息披露制度能够提高责任感和防范公司经理的不称职或不当行为以及官员的腐败或不称职。

稳固的产权基础设施的根本是透明度与问责制，其中包括以下四个层次的内容：1. 产权的界定：大部分有价值资源的产权需要通过法律手段界定、记录、备案。产权的依法正式确认会花费一些费用，比如，注册费和税，但却减少了执法费用和交易费用，是提高市场运作效率的一个重要机制。这一点虽不言而喻，但往往只有在产权没有依法正式确认的情况下才凸显这一机制的重要性。这可以在还未进入现代化的发展中国家看到。如果没有依法正式确认土地、专利权、著作权、商标及公司股票的产权，经济将如何运行？产权的依法正式确认奠定了各种金融衍生产品及各类派生产权的发展基础，而产权的实际内容还需要通过其它法规及当事人之间的合同来具体界定。2. 产权的保护与执行：已经界定的产权也需要通过独立的司法体系及监管机构有效地、公正地、以可预期的方式进一步微调、确认及落实。3. 尊重法律、产权和合同的信用文化：如果尊重法律、产权和合同就能得到回报（而反之就会受到惩罚），人们就会逐渐培养一种信用文化。因此，信用文化的基石就是产权的界定、保护、与落实。4. 持续改革的平台：政治和立法体系需要逐渐发展使其一方面能保障产权基础设施的逐步建立及持续更新，另一方面又不损害可能还不完善的现有产权基础设施。建立产权基础设施是一个漫长的渐进演化过程，不是简单的、推翻旧制度的革命。因为现实生活中的产权关系已经存在，只是没有清楚地通过正式的法律形式确认及执行。因此，重要的是有一个持续改革的平台，而不是一些理想的政治、法律、社会宣言及条文。

历史学家黄仁宇将中国现代化及建立市场经济的过程形象地总结为一个“立”字的三个部分：顶部的上层架构，底部的基层结构，以及与上下层相联系的法制与财政金融制度。他认为经过接近一个世纪的努力，中国已经成功地构造了上层架构与基层结构，但是还必须建立一个法制与金融的中层管道：

“一个国家希望资金广泛的流通，经理人员与所有权分离，技术上的支持因素如交通通讯全般活用，务必先在法制上创造一个可以在数目上管理的局面。中国过去以文士管制亿万

农民用刑法作张本，于今引用商业习惯，以律师、会计、工程师作前导，注重民法。这是两种完全不同的体系。二十世纪的革命，即显示着整个社会重新构造过程中的艰辛。”¹

产权基础设施正是黄仁宇先生所指的中间管道。一方面，产权基础设施是一个公共产品，必须有国家机器这个上层架构的支持。另一方面，产权基础设施又必须为基层老百姓及企业服务；它还必须相对独立于上下层结构，以保持其中立、稳定、连续、客观、有效率、可操作等性质。更重要的是，产权基础设施的运作原则，需要考虑成本、效益及社会财富的创造，也就是黄仁宇先生再三强调的“可以在数目字上管理”。中国历史上重刑法而轻民法，以致直到最近才开始发展律师、会计等行业来界定、保护产权及解决合同纠纷。

“可以在数目字上管理”就是具备有效、稳固的产权基础设施。

二、产权基础设施不健全的后果

无论什么经济体制，金融系统过度的不良资产就是准财政负担。因为一旦不良资产通过资产管理公司被国家融资，或国家担保偿还，不良资产最终会被国有化、社会化，成为政府及社会的负担。国有银行和国有企业，因为产权不清、法律漏洞或执法不严，非常容易凭借其对国有资产的控制权来谋取私利。国有企业绝大部分贷款来自国有银行，因此国有企业的亏损直接转嫁到国有银行，最终由国家承担。随着时间的推移，金融系统就成为一个“空仓”²，而社会上却出现笑廉不笑贪的现象。即使在成熟的市场经济里，若法律规则界定不明或执法不严，个人也会窃取他人的财产，如上市公司通过对股民的欺诈和操纵市场来获取暴利。如果国家对银行提供担保或间接融资，这种窃取行为最终会成为银行的不良资产及政府的财政负担。

虽然所有的政府都担心银行的不良资产，并想方设法处理银行不良资产，可是政府的努力往往不成功。很多国家试图用资本市场来巩固银行体系，但新兴资本市场不但不能改善公司治理结构，还常常恶化亏损。东欧国家对企业与银行业实行重组及私有化，但私营企业和私营银行同样出坏帐，“最后的晚餐”不断重复。在俄罗斯，企业或国有资产则被“黑帮化”。此外，加强银行业与资本市场的监管只是解决不良资产的必要条件而非充分条件，因为监管必须依赖一系列的产权基础设施，如真实可靠的产权登记与买卖资料、可靠和及时的会计信息、合理的法律与规则、及有效的执法等等。国际与历史经验说明，只有建立一个类似发达经济所拥有的稳固的产权基础设施，经济金融制度才能现代化，政府才能避免接连不断地支付不良资产之类的“最后的晚餐”。

让我们用新制度经济学中租值耗散理论及交易成本理论来分析腐败³。例如，如果树上有不属于任何人的一万元钱，人们一定会争先恐后地去抢。每个人都需要化时间、精力、或金钱去竞争，甚至会自相残杀。每个人成功的概率也会随着竞争的人数下降。最后，如果将所有人的花费相加，会接近或等于一万元。也就是说，如果产权没有界定清楚，公众财产就可能变得一钱不值。腐败有两个组成部分：腐败财富转移（即树上的一万元钱）与腐败的社会成本（即为了得到树上的钱而化的时间、精力、与资源）。要使净国民收入最大

¹ 黄仁宇，《放宽历史的视野》，第3页。

² 日本的金融系统已出现“空仓”情况。在中国，如果只把银行的呆账转到资产管理公司，也只是治表不治本。

³ 本节讨论所用到的有关新制度经济学的理论请参考瑞典经济学家Lars Werin 2003年英文新著《Economic Incentives and Legal System: An Introductory Survey》，作者将经济与法律方面的研究相结合，系统地总结、介绍了新制度经济学领域的主要理论及相关文献。

化，腐败财富的转移与腐败的社会成本就必须最小；如果这两者得以最小化，则交易成本（即经商的隐形成本）下降，市场效率提高。如果没有国有资产，也没有制度阻碍个人合法创造财富，那么腐败财富转移就为零，腐败的社会成本也会趋于零。

在理解了腐败的经济学原理之后，我们就会发现解决腐败问题需要依赖产权基础设施。正如高速公路会方便人与物的流动，产权基础设施则会方便财富的流动及产权的创造与交换，它是制度的高速公路。在金融领域发生的事故，如坏账、腐败、商业欺诈、公司治理状况恶化、操控市场等等，根源都在产权基础设施的不健全，即制度高速公路残缺不全。当制度的高速公路上出现事故时，中国现有体制的第一反应是救人、救车、控制损害程度，然后追究各方面责任，看司机（个人）、车辆（机构）、交通规则（政策及监管条例）、警察（监管机构）等等有无问题。可是两个最根本的因素经常被忽略：公路的质素（产权基础设施）与路灯的亮度（透明度）。

三、产权基础设施与法律

在分析中国银行业的问题时，西方经济学家强调的是不良资产的规模以及冲销不良资产所需的资金及技巧，却忽略了建立相关的产权基础设施的重要性与迫切性，因为他们往往假设良好运作的法律、会计与监管体系已经存在了。实际上，大多数发展中国家的产权基础设施并不存在或极不完整。中国在2000年才在宪法上允许并保护私有产权，而这种观念在欧美几百年前已经是天经地义的了。建立牢固的产权基础设施其实是发展中国家的首要任务与最艰巨的挑战。

产权基础设施提供各种约束机制，包括自我约束、监管约束、以及与其相互补充的市场约束。这些约束同时具有经济及法律的含义。经济和法律就象DNA中的双螺旋，彼此不可分割。但在很长的一段时期，经济学家不理解法学家，法学家也不明白经济学家。法律的责任是界定和保护产权，法学家往往追求如何最完美地解释法律，却很少考虑执法过程中的经济成本与收益。而经济学家则往往假定法律框架已经存在，只考虑经济利益，而认为现有的法律体系不需太多交易成本就可以按经济学家的假设运作。幸亏这种情况正在改变，对经济与法律系统作全面分析的工作已经取得重大进展。比如，瑞典经济学家Lars Werin继承了美国大法官及制度经济学家Richard Posner的思路，对西方发达经济中的法律体系作出系统的经济学分析。他创新地将西方发达经济中的法律归为两类¹：

第一类是以政治为基础的的法规，通过立法体系自上而下制定，注重公平、收入分配、社会效益等政治、社会目标。这类法律与欧洲大陆法系的形式及法律哲学体系相近，将国家、执政党、官僚机构及公众利益置于市民个人利益之上。立法机构通过法律条款明确国家和公民个人的权利，在有纠纷或法律模糊的领域，通过国家官僚机构或修订法律条款来解决争议。这种自上而下的法律体系的天生的弱点是法律的设计者不能够“预见”市场的变化、特殊情形和社会变革，因而不能及时调整法律以适应市场发展。因此，当社会发生变革时，法律条规就会落后于现实，有时不得不通过激烈的政治运动甚至政体变革来改变法律。这类法律与中央集权计划经济国家的法律非常相近，官僚机构的经济决策往往以国家或公众利益为出发点，而忽视个人基本产权。财产权利纠纷往往由作为国家行政机器一部分的法定的机构来解决。

¹ 参考Lars Werin 所著《Economic Incentives and Legal System: An Introductory Survey》。Lars Werin在书中对这两类法规的不同作用作了详细的论述。

第二类是以法官判例为基础的判例法，通过普通法体系自下而上制定。它在西方社会里提供个人的基本产权保障，注重经济效益及财富创造。独立法官和陪审团制度与行政官员的区别在于前者的中立性。公众总认为行政官员在判决民间与政府产权纠纷时一定会偏袒政府，而独立法官就会比较中立，因此法官的判决就会有威力。这类法律与产权基础设施紧密相关，也是目前中国及其它发展中国家最为欠缺的。基于判例的普通法体系的优点在于它注重实效、是凭借经验的体系。市场和社会每天都产生特殊和复杂的情况或案例，相关的成文法也需要客观的解释。所以每当新情况或新知识出现，法官得以根据法律或社会原则来决定如何界定产权及相关的利益及损失。法官的每一次审判决定不断积累就构成了一个经验库，为社会解决冲突以及做出具有社会合法性的判决提供了一个既稳定又不僵化的参考体系。这实际也就是摸着石头过河的法律体系，避免了公众对行政决定的怨气。普通法在持久稳定及实用性上的一个重要的原因是它的透明性和合理性。每位法官都知道他需要清楚了解当前的法律法规以及他的前任在判决类似案件的先例。反对的一方既要提供证据也要提供法律原则供法官做出判决。如果法官做出了错误的判决，被告方也可以上诉到更高级法庭。为防止法官的判决受行政干扰，普通法一般都强调司法独立于行政。

历史上，中国的地方官僚系统从未平等地对待商人。孔夫子的社会等级观将商人放在最低一级，在士、农、工之后。由于中国官僚体系中的行政长官不仅是税赋征收机器，也担当法官的角色，就很难避免利益冲突。他们无法对经济层面的纠纷给与客观、中立、公平的判决，往往会偏向于国家及少数富有阶层。中国传统的司法判定更多依靠道德原则，而较少依靠系统的法官判例及社会效益成本的衡量。

最近几年中国的司法制度在判例法的实践中取得了很大的进展。但照搬法律条文容易，要搞清楚问题症结所在却不易。过去的二十年，中国已从先进的经济体系引进了大量被历史证明良好的法律，如合同法，公司法，证券法及银行法。可是，由于缺少稳健的产权基础设施，有效公平地执法很困难。法官队伍尚未专业化，法官中仍有不少是退伍军人或转业的党政干部，而且案例的判决还受到当地党政官员的直接或间接干涉。

中国的现有官僚体系在维持基本的社会与经济秩序上是有效的，但主要通过行政工具直接界定和执行产权。中国政府在反腐败及打击经济犯罪方面也是积极有力的，但主要是通过政治运动以及行政工具来执行，无法像普通法法官建立的先例那样对社会中个人的行为形成约束。所以罪犯可以期待政治运动过去以及负责官员调动后再重新开始寻租游戏。要使中国的市场经济更有效地运作，一个独立的司法与监管架构（产权基础设施的关键内容）至关重要。

四、产权基础设施的监管功能

产权关系不是资产本身，而是资产涉及方之间达成的一种共识：资产如何被持有、怎样使用和如何交换。产权的意义在于提供稳定合理的规则，以便于财富及资本的创造。产权基础设施的主要功能是界定产权及保护落实产权，这都属于监管的范畴。一般地，人们都假定监管会带来整体效益，可以保护公众利益，并弥补市场失灵，如解决犯罪和污染等问题。但 George Stigler 作为监管理论的先锋提出了“既得利益主导监管”的理论 (regulatory capture)。他认为：监管规则是由那些能够从中得到益处的人提出需求，并由政府和制定规则制度的机构供给，这些机构通过他们的技能和善良的施舍愿望产生影响，并试图不断保护他们的地位，扩大他们的影响范围。

监管的艺术就是同时减少市场和政府（包括监管机构）的失灵和成本。换言之，按科斯理论，政府的作用是通过有效的监管减少总的社会交易成本（包括市场交易成本和监管成本）。官僚机构容易犯“管制过度”和“执法不足”的毛病，对经济及社会都会产生不利的后果。官僚都喜欢拥有管制权，因为这意味着有腐败的机会，能够受益（受贿或滥用权力）。但是，尽管法规的执行对社会公众很重要，执法者（没有权决定政策及豁免违规的人）却往往不愿意执行法规，因为他们的工作不受人欢迎也得不到好处。例如，有裁决权的法官可以因收受原告的贿赂，对被告处以罚款。但执行罚款的人却没有积极性去向被告追讨罚款。

根据香港及新加坡的经验，处理腐败不仅需要类似英国普通法一类的法官判例司法体系，还需要建立一个类似香港廉政公署的一个监测调查机构。而且需要支付法官及政府官员与他们的责任相对应的较高的薪金。对历史上的“原罪”，在适当的时候（产权基础设施大致建立后），也需要进行一次性赦免，就象香港在廉政公署成立时所做的一样。这些，都需要政治决心与相对独立的司法体系。廉政的过程实际上是一个提高透明度的过程。尤其是在对商业交易的监督上，自由媒体会对交易的透明度起很大的促进作用。

五、结论

我们认为，中国应该立即展开与产权基础设施相关的制度建设。如检讨会计业的发展，强化审计纪律和提高信息披露的质量。考虑建立金融案件专门法庭来处理金融部门产权问题的争端（类似香港的不正当市场行为法庭，用于解决市场操纵、内部交易等问题）。考虑设立国家信用查询系统，使机构能够为银行和其它贷款机构提供借款人的信誉状况。研究设立全国各类财产所有权注册中心以提供一个统一的中央注册系统，以便核查担保抵押物品的质量及产权归属。建立公司治理状况的信誉评估机构，让市场对上市公司的治理水平进行评估。对专业资产评估公司实行注册，以提高市场资产评估的技术与质量。

中国的经济增长已经达到一个关键的阶段，目前宏观经济的良好条件非常有利于下一阶段的攻坚战：构筑稳固的产权基础设施，以便市场力量发挥更有效的作用。只有建立产权的基础设施，才能够有效地解决原罪问题。因为只有有法可依，有规可循的前提下，才可能处理那些已经成为既成事实的产权问题，其中包括灰色领域中的产权。否则，新的制度没有建立，而对以前积累的财富也无明确结论，这会大大地阻碍中国生产力的发展，使社会公众感到不平，财富的拥有者也感到不安全。由此会引起更深层次的社会问题：积累的财富不能用于有效投资、资本外逃、群众不满等。

我们重申，中国下一步改革的关键是建立稳固的产权基础设施。如何建立现代化、制度化的产权基础设施是一个重要但又非常复杂的课题，我们希望本文的讨论能够起到抛砖引玉的效果。

（沈联涛和王沅任职香港证监会，肖耿任职香港大学经济金融学院。）