

## 中国公司上市的地理与治理\*

——对证券市场行政治理的再阐释

程金华\*\*

**摘要:**本文是对中国证券市场“行政治理”模式的一个经验研究。通过对1990~2009年间在中国A股证券交易市场所有上市公司的地域来源所做的系统分析,本文认为,中国企业首发上市的年度省籍分布呈现了“集中—平均—再集中”的发展态势。这种发展态势反映了中国证券市场经过不同阶段的调整和改制之后的“去行政化”趋势。尽管在中国证券市场发展的初始,行政治理作为“次优战略”被采用,但是目前,证券市场已经呈现了治理模式的“混搭”状态——行政治理、准行政治理和公司治理同时存在,相互竞争。因此,本文认为,在淡化(地方)政府干预公司上市方面,中国证券市场在过去的二十多年呈现了良性的发展态势。

---

\* 本文系上海市哲学社会科学课题一般项目“分权的两面性及地方经济保护主义的法律治理”(项目编号2009BFX007)的中期成果。作者在写作过程中受益于同华东政法大学国际金融法律学院全体教师的讨论,并得到唐婧、何廷财两位研究生同学在收集相关数据材料上的鼎力协助。此外,研究生陈冲同学对本文文字的润色做出了重大贡献。在此,作者一并表示最真诚的感谢。当然,文中所有一切可能的错误都由作者本人承担责任。

\*\* 华东政法大学国际金融法律学院教授。

关键词:证券市场 行政治理 公司上市

“有了政府,你没法发展[市场];但是,没有政府,你也发展不了。”

——道格拉斯·诺斯<sup>①</sup>

## 一、引论:证券市场的“公司治理”与“行政治理”

在现代市场经济中,无论是微观层面的企业发展还是宏观层面的国家经济建设,都在很大程度上依赖一个有效的证券市场。一些发达资本主义国家的历史经验表明,有效证券市场的形成至少需要若干制度性的基础设施,其中包括法治、独立的监管机构以及有效的信息传播渠道。<sup>②</sup>就法治方面而言,近年来相当流行的“法律与金融”(law and finance)研究流派认为,一国法律制度对(中小)股东利益进行保护的力度同该国证券市场的融资能力呈正相关关系。<sup>③</sup>

然而,中国的证券市场发展道路似乎同上述经验相悖。在中国,一方面,不仅现有上市公司的主体是国有企业,<sup>④</sup>而且代表国家行使国有企业所有权的各级政府在很多的一段时间内掌握着企业上市的名额。<sup>⑤</sup>在理论界,人们把具有“国有企业的主导地位”和“地方政府分享上市配额”这两个显著特征的中国证券市场治理模式称之为“行政治

---

<sup>①</sup> North, Douglas C., “Government and the Cost of Exchange in History,” *Journal of Economic History*, Vol. 44, No. 2, 1984, p. 260.

<sup>②</sup> Zhiwu Chen, “Stock Market in China’s Modernization Process – Its past, present and future prospects,” *Yale School of Management Working Papers*, 2006.

<sup>③</sup> Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny, “Law and Finance,” *The Journal of Public Economy*, Vol. 106, Issue 6, 1998, pp. 1113 – 1155.

<sup>④</sup> 根据夏立军和方轶强的一项研究,在2001~2003年间上市交易的企业中,79%的上市公司被各级政府所控制,其中由各级地方政府和中央政府控制的分别占56%和23%。参见夏立军、方轶强:“政府控制、治理环境与公司价值”,载《经济研究》2005年第5期,第40~51页。

<sup>⑤</sup> 中国证券监督管理委员会在其编撰的《中国资本市场发展报告》(中国金融出版社2008年版,第12~13页)中提到:“在市场创建初期,各方对资本市场的规则、市场参与者的权利和义务的认识不全面,为防止一哄而上及因股票发行引起投资过热,监管机构采取了额度指标管理的审批制度,即将额度指标下达至省级政府或行业主管部门,由其在指标限度内推荐企业,再由中国证监会审批企业发行股票。”

理”(administrative governance)——与之相对应的是“公司治理”(corporate governance)。<sup>⑥</sup>但在另一方面,同公司治理理念看起来相去甚远的中国证券市场治理模式表现还算不错,尤其是相比较其他转型经济体而言。<sup>⑦</sup>

很显然,这种“具有中国特色”的证券市场发展路径,需要一个明确的解释——解释它的本质与实际效果。对它的解释不仅事关如何理解中国证券市场在改革开放年代的发展逻辑,也同最近几年一个更加宽泛的世界性讨论相关:法律制度同资本主义的发展到底有什么样的关联——如果还存在因果关系的话,是一种怎样的因果关系?<sup>⑧</sup>在本文中,我们试图通过经验的分析,对中国证券市场的行政治理做一个尝试性的再阐释。

---

<sup>⑥</sup> Julan Du & Chenggang Xu, “Which Firms went Public in China? A Stud of Financial Market Regulation,” *World Development*, Vol. 37, No. 4, 2009, pp. 812 - 824; David A. Caragliano, “Administrative Governance as Corporate Governance: A Partial Explanation for the Growth of China’s Stock Markets,” 30 *Mich. J. Int’l L.* 1273 (2008 - 2009).

<sup>⑦</sup> Julan Du & Chenggang Xu, “Which Firms went Public in China? A Stud of Financial Market Regulation,” *World Development*, Vol. 37, No. 4, 2009, pp. 812 - 824; [美]柯提斯·米尔霍普和[德]卡塔琳娜·皮斯托:《法律与资本主义——全球公司危机届时的法律制度与经济的关系》,罗培新译,北京大学出版社2010年版,第七章。

<sup>⑧</sup> 关于法治同市场发展的一般性讨论,参见 North, Douglas C., *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, New York: Cambridge University Press, 1990. 关于法治同证券市场发展的讨论,参见 Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny, “Law and Finance,” *The Journal of Public Economy*, Vol. 106, Issue 6, 1998, pp. 1113 - 1155; John C. Coffee, Jr., “The Rise of Dispersed Ownership: the Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control,” *The Yale Law Journal*, Vol. 111, 2001, pp. 1 - 84; [美]柯提斯·米尔霍普、[德]卡塔琳娜·皮斯托:《法律与资本主义——全球公司危机届时的法律制度与经济的关系》,罗培新译,北京大学出版社2010年版。关于法治同中国市场经济发展的一般性讨论,参见 Clarke, Donald, Peter Murrell, and Susan Whiting, “The Role of Law in China’s Economic Development,” in Thomas Rawski & Loren Brandt ed., *China’s Great Economic Transformation*, Cambridge University Press, 2008, pp. 375 - 428. 关于法治同中国证券市场发展的讨论,参见 Zhiwu Chen, “Capital Markets and Legal Development: the China case,” *China Economic Review*, Vol. 14, 2003, pp. 451 - 472.

## 二、理解中国证券市场的行政治理模式:基本理论与方法论

针对上述中国证券市场的独特发展路径,我们在这个小节中首先对行政治理做简单的定义,然后再归纳现有的两种主要解释理论及其方法论。接着,我们指出本文的研究方向和研究方法。

### (一) 定义中国证券市场行政治理模式

在证券市场中,政府的“有形之手”无处不在。<sup>⑨</sup>即便在发达资本主义国家,关于政府对证券市场的监管边界,也是个有争议的问题。比如,在2008年金融危机之后,前世界银行首席经济学家及诺贝尔经济学奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨等人就呼吁“是需要一只有形之手的时候了!”<sup>⑩</sup>因此,并非证券市场中所有的政府行为,都属于“行政治理”的范畴。相反,很多政府行为都属于针对证券市场的必要监管行为。

在本文中,我们视两种特定的政府干预行为为行政治理。其一,在微观的企业经营层面,政府直接控制企业经理层的任免——如此以直接或者间接影响企业的经营,违背了控制权和经营权相分离的公司治理原则。在中国,众多的国有企业普遍是按照这一逻辑来运作的。其二,在证券市场中,企业能否上市不直接由其市场业绩所决定,相反由政府是否给与其上市配额所决定。在中国证券市场发展的早期,典型地体现在地方政府控制了企业上市的绝大部分年度配额。根据中国证监会的解释,企业上市配额制是指“国务院证券委根据国民经济发展需要及证券市场实际情况,先确定当年的发行总额度,然后根据各省级行政区域、行业地位和需要进一步分配总额度。”<sup>⑪</sup>根据这两个标准,表1把现有的上市公司划分为四大类。

---

<sup>⑨</sup> Joseph E. Stiglitz, “The Role of the State in Financial Markets,” *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1993.

<sup>⑩</sup> Joseph E. Stiglitz et al eds., *Time for a Visible Hand: lessons from the 2008 world financial crisis*, Oxford: Oxford University Press, 2010.

<sup>⑪</sup> 中国证券监督管理委员会编:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第13页。

表1 政府干预与上市公司类型

		由政府分派上市配额	
		是	否
政府控制 企业的 经理层	是	第一类上市公司： 地方政府控制上市配额，并把 配额分配给其上市的国有企业	第二类上市公司： 不是通过获得配额而上市的国 有企业
	否	第三类上市公司： 地方政府控制上市配额，并把 配额分配给其上市的非国有 企业	第四类上市公司： 不是通过获得配额而上市的非 国有企业

很显然,表1中的第一类上市公司的治理模型典型地体现了行政治理的内涵。相反,第四类上市公司的绝大部分企业采用了典型的公司治理模式。对于第二、三类上市公司,政府干预的方式不一样也不完全,都介于第一类的典型行政治理和第四类的公司治理模式之间。我们不妨把第二、三类企业认定为采用了“准行政治理模式”。

(二)理解行政治理的现有两种主导观点

我们可以把对中国证券市场行政治理模式的现有理论大致归纳为两种。一种理论以公司治理为规范模型,对中国证券市场发展中存在的过度行政控制表达了深度的担忧。比如,陈志武的系列文章认为,法治的缺乏致使中国证券市场具有不可持续发展性;与之相比,境外的(尤其是香港的)证券市场会逐步替代境内的A股市场成为中国企业最主要的资本募集场所。<sup>⑫</sup>再如,彭冰从中央地方博弈的角度,批评了作为大股东的地方政府对上市国企小股东利益的挤压。<sup>⑬</sup>我们不妨把这种阐释归结为:行政治理是反法治的,有损中国(国有)企业公司治理的形成,并且会从根本上危害中国证券市场的发展。

相反,许成钢、杜巨澜等人的研究认为,在“法律不完备”(incomplete law)的制度环境之下,中国证券市场中的行政治理具有明显的法治替代

<sup>⑫</sup> Zhiwu Chen, "Stock Market in China's Modernization Process: Its past, present and future prospects," Yale School of Management Working Papers, 2006.

<sup>⑬</sup> 彭冰:“中央和地方关系中的上市公司治理”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版),总第45卷第6期,2008年,第75~82页。

效应。<sup>⑭</sup> 并且,他们认为,经验数据表明,地方政府倾向于把绩效良好的国有企业改制上市——地方政府的这种“帮助之手”,有利于克服单一中央监管机构对地方企业不够了解的信息不对称问题。因此,他们认为,中国上市公司的行政治理是有利于中国证券市场发展的。<sup>⑮</sup>

上述两种观点的交锋,在一定程度上也是观察与研究中国证券市场治理模式方法论的交锋。对于第一种“行政治理反对公司治理”的观点而言,研究者大都以(上市)企业的内部治理为主要研究对象,并在价值上把公司治理视为标准模型,<sup>⑯</sup>批判政府有形之手对个体企业发展的(阶段性)负面影响。而且,这种观点多流行于法学研究,并重点回答“中国证券市场治理模式应该怎样变得更理想”这个价值问题。对于第二种“行政治理替代公司治理”的观点而言,研究者大都以中国证券市场的整体发展为主要研究对象,并通常用实证的经验研究来描述和解释中国证券市场发展的事实,<sup>⑰</sup>对中国证券市场发展的“次优战略”抱以同情的赞誉。后一种研究多流行于政治经济学者,并重点回答“中国证券市场治理模式是否已经变得更理想”这个事实问题。

### (三) 本文的尝试:从中国公司上市的地理特征来理解行政治理的动态演化

上述两种从不同角度对行政治理模式的争论,至今并没有标准答案。本文的主要意图在于从中国公司上市的地理特征来研究这个问题,并试图拓宽人们讨论这个话题的视野。

在方法论上,我们更认同上述第二种论点的研究思路,也就是把行政治理放在中国经济转型这个大的语境中去,动态地、历史地、经验地看待中国证券市场的发展和演变。我们采用这种思路的最根本原因是当代中国证券市场建设的“新兴加转轨”这个最大现实。因为这个市场是

<sup>⑭</sup> K. Pistor, & C. Xu, “Incomplete Law,” *Journal of International Law and Politics*, Vol. 35, No. 4, 2003, pp. 931 - 1013.

<sup>⑮</sup> Julian Du, & Chenggang Xu, “Which Firms went Public in China? A Stud of Financial Market Regulation,” *World Development*, Vol. 37, No. 4, 2009, pp. 812 - 824.

<sup>⑯</sup> 当然,对于什么是标准的“公司治理”,即便以公司治理为标杆的学者们之间也有众多争议。

<sup>⑰</sup> 当然,在经验研究中,什么是“事实”,也是由不同标准来衡量的。

新兴的,所以她的发展势必是在缺乏必要制度支持下进行的——尤其地,在证券市场开始试验性建设的1980~1990年代,中国既没有一套相应的经济法律制度体系,也没有一批具有相关执业经验的律师、会计师、投资银行家、监管者和立法者。<sup>⑭</sup>因为当代中国证券市场是转轨的,其建设不是在制度真空中进行的;相反,她要在同“旧制度”及其利益相关者的博弈中发展。因此,对在中国发展一个现代的证券市场而言,“新兴加转轨”所造成的制度约束是加倍的。<sup>⑮</sup>为此,我们或许可以前瞻地期待,在未来的不久,公司治理模式将在中国证券市场落地生根;但是,我们不能苛求公司治理这样一个完全陌生的制度模式在短短的20~30年之内在中国已经发展起来。同时,在研究方法论的考虑上,我们也同意夏立军和方轶强的看法:“中国上市公司的公司治理问题可能与西方国家大大不同,考察中国上市公司的公司治理问题必须对中国上市公司所处的特殊环境进行分析。然而,以往的关于中国上市公司的公司治理问题的研究过多地关注股权结构对公司治理的影响,而忽视了对上市公司背后的政府行为以及公司所处治理环境的分析。”<sup>⑯</sup>

因为这样,回答“中国证券市场治理模式是否已经变得更理想”的意义不亚于回答“中国证券市场治理模式应该怎样变得更理想”的意义。相应地,在本研究中,我们借助过去二十年中国公司上市的地理特征及其演变来回答前一个问题。在这里,公司上市的“地理特征”是指在每个年度,中国证券市场首发上市的企业在省籍分布。我们选择中国公司上市的地理特征作为研究的主要切入点,是因为年度首发上市企业的省籍分布不仅可以很好地衡量(地方)政府控制上市配额的实际效果,而且可以通过收集不同阶段的数据来量化(地方)政府对证券市场施加行政性影响的趋势。

---

<sup>⑭</sup> 严格意义上,为市场经济建设启动的大规模法治建设开始于1992年邓小平的“南巡讲话”之后。同资本市场建设最为相关的《公司法》到1993年才通过;《证券法》到1998年才通过。

<sup>⑮</sup> 参见吴志攀主编:《市场转轨与规则嬗变——WTO条件下中国证券市场法制环境面临的挑战与完善建议》,北京大学出版社2004年版。

<sup>⑯</sup> 夏立军、方轶强:“政府控制、治理环境与公司价值”,载《经济研究》2005年第5期,第40页。

在此,我们有必要简略回顾一下中国证券市场经历的不同发展阶段。<sup>①</sup>从地方政府的参与这个角度而言,她的发展大致可以划分如下几个阶段:第一个阶段是在1978~1992年间,这是“诸侯逐鹿中原”的时代。在这个时期,中国证券市场发展以地方政府试验为中心;证券市场的发展同各地的国企改革和其他方面的经济体制改革捆绑在一起;证券交易的形式和内容没有统一规范。<sup>②</sup>第二个阶段自1993年以后,中央开始不断收回并集中对证券市场进行统一监管的权力。其标志性事件之一是,国务院证券管理委员会和中国证监会在1992年10月成立。规范化也意味着专业化,也意味着中国证券市场的发展同经济体制改革的其他方面开始脱钩。在这个时期,中央政府开始对证券市场实施统一监管,并只保留了两个全国性的股票交易市场——上海证券交易所(以下简称“上交所”)和深圳证券交易所(以下简称“深交所”)。也在同时,中央政府对年度上市的名额实行配额制。第三个阶段进入新世纪之后,中国证券市场发展进入新一轮的调整期——其主要目标是发展更加现代化、体现“三公”(公开、公平和公正)的证券交易市场制度。在20世纪初的前几年,中央证券监管机构大幅度地减少了年度首发上市企业的数量,并最终取消了企业上市的地方配额制,而发展更加专业的公司上市保荐制度。同时,经过调整后的深交所开始发展“中小企业板”以及更为新近的“创业板”。这些新的发展意味着,从地方政府介入全国性证券市场的运作来看,中国的证券市场治理模式——在理论上——实现了部分的“去行政化”。

换句话说,经过几个阶段的调整和发展,中国证券市场的主导治理模式——在理论上至少——已经从典型的行政治理(表格1中的第一类上市公司)向“准行政治理”模式(表格1中的第二类上市公司)转变。在这个转变中,中国证券监管体制发展体现了如下几个特点:(一)从基本上由地方监管,到地方与中央共同监管,再到基本由中央单独监管;(二)由分散监管到集中统一监管;(三)由主要依靠政策、行政指令监管

<sup>①</sup> 参见中国证券监督管理委员会编《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版。

<sup>②</sup> Fang Liufang, "China's Corporatization Experiment," 5 *Duke J. Comp. & Int'l L.* 149 (1994-1995).



到主要依据法律、法规监管。<sup>②</sup>或者说,证券市场的治理模式呈现了理论上的“法治化”趋势。

当然,这种理论上的“去行政化”与“法治化”,需要在经验上得以证实或者证伪。这也是本文的重点所在。在下文中,我们先以经验数据来说明在1990~2009年间中国公司上市的地理特征。然后,我们在总结经验发现的基础上,提炼我们对中国证券市场行政治理的理解,以此回应“行政治理反对公司治理”和“行政治理替代公司治理”的争论。

### 三、中国公司上市的地理特征:1990~2009年

诚如前文所言,本研究以中国证券市场行政治理的主要特征之一——地方政府对企业上市过程的干预——为研究对象。而这种地方政府有形之手的发挥,通常表现为它们在(上市)企业和中央证券监管部门之间扮演了不可或缺的桥梁作用。在操作上,中央政府曾一度把年度的上市配额分配给各地方政府,由地方政府“推荐”属地企业上市。而此类“推荐”在事实上具有“已经审批通过”的效果。在经验上,我们可以通过统计和描述年度首发上市公司的省籍来测量上市配额制的实际效果。这也是本小节的主要任务。

#### (一) 数据概述

我们研究的时间跨度从上交所和深交所成立的1990到2009年年底,其间跨度刚好是整整二十年。<sup>③</sup>在这期间,中央证券监管机构批准境内上市的主要是A股,但也批准了不少企业B股上市交易。但是,B股不在本研究范围之内。我们放弃B股的原因有三个:其一,最根本的原因是,B股在中国证券市场中扮演的角色越来越不重要——被中国企业直接境外上市融资所替代。这体现在,自2000年以来,在中国证券

---

<sup>②</sup> 王超:“中国证券监管体制的立法再造——《证券法》中证券监管体制规定研究”,载吴志攀、白建军主编:《证券市场与法律》,中国政法大学出版社2000年版,第29页。

<sup>③</sup> 上交所和深交所分别成立于1990年11月26日及12月1日。在1990年之前,只有一支至今还在资本市场上公开交易的股票——发行于1986年的“飞乐音响”。

市场上交易的 B 股总数不仅没有增加,反而在减少。<sup>⑤</sup>其二,A 股和 B 股不在一个盘子里交易,所以政府监管力度和博弈方式方法不一样。其三,许多企业的 A 股和 B 股事实上在同一天或者同一年首发上市,所以我们有理由相信这些 A 股和 B 股的上市审批,是“一揽子”进行的——所以在经验研究上,也应当被视为同一个案例。

我们的数据主要来自中国证券监督管理委员会(“中国证监会”)、上交所和深交所公布和统计的上市公司整体数据与个案资料。其中,在上交所的官方网站中,该所公布了“上市 A 股”、“上市 B 股”、“首次发行待上市股票”、“暂停上市公司”和“终止上市公司”的详细名单和个股的描述信息,其中包括了个股的首发上市日期和注册地址。<sup>⑥</sup>同样,在深交所的官方网站中,该所公布了“上市公司列表”、“A 股列表”、“B 股列表”、“中小企业板”和“创业板”的详细名单和个股的描述信息。<sup>⑦</sup>我们主要依据这两个数据来源进行描述与分析,在必要时同中国证监会所公布的材料加以核实。

## (二) 1990 ~ 2009 年中国企业 A 股首发上市概况

在 1990 至 2009 年的二十年间,在上交所和深交所共计首发 A 股股票 1779 只,其中在上交所首发 890 只,在深交所首发 889 只。这些 A 股股票的绝大多数现在依旧分别在沪、深两市进行交易。但是,其中分别有 11 只和 35 只曾在在上交所交易的股票目前被暂停和终止交易;分别有 20 只和 33 只在深交所上市的股票被暂停交易和终止交易。图 1 描述了 1990 ~ 2009 年间沪、深两市年度首发 A 股的数目(包括主板、中小企业板和创业板)。

<sup>⑤</sup> 根据中国证券监督管理委员会的统计,在 2000 ~ 2008 年间,中国境内上市外资股(B 股)的总数分别为 114 家、112 家、111 家、111 家、110 家、109 家、109 家、109 家及 109 家。参见中国证券监督管理委员会编《中国证券监督管理委员会年报 2008》,中国财政经济出版社 2009 年版,第 45 页。

<sup>⑥</sup> 参见上交所官方网站所公布的“上市公司代码列表”: [http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/SSEQueryStockInfoAct? keyword = &reportName = BizCompStockInfoRpt&PRODUCTID = &PRODUCTJP = &PRODUCTNAME = &CURSOR = 1&tab\\_flg = 1](http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/SSEQueryStockInfoAct? keyword = &reportName = BizCompStockInfoRpt&PRODUCTID = &PRODUCTJP = &PRODUCTNAME = &CURSOR = 1&tab_flg = 1), 2010 年 10 月 6 日访问。

<sup>⑦</sup> 参见深交所官方网站所公布的“市场数据”的“股票”信息: <http://www.szse.cn/main/marketdata/jypz/colist/>, 2010 年 10 月 6 日访问。

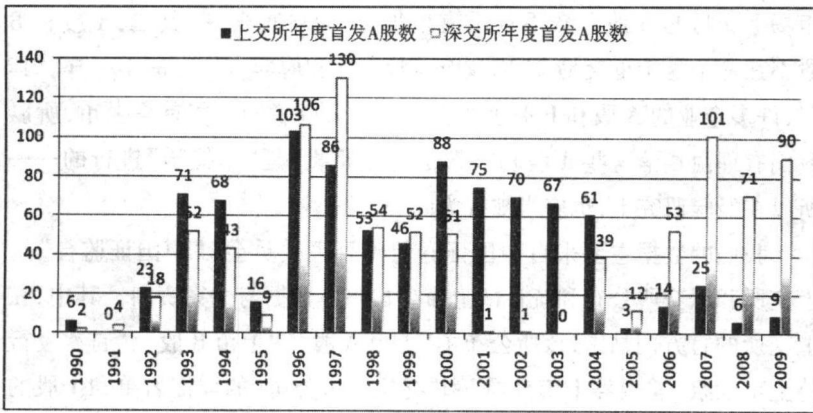


图1 沪、深证券交易所年度首发A股数(1990~2009年)

我们可以从图1很直观地看出来,在中国证券市场的最近二十年的发展,年度首发上市股票数的波动非常大。相比上交所而言,在深交所首发上市股票数目波动更大。在1996~1999年间,在深交所首发的A股数目都比上交所多。但是,在2001~2003年这三年间,深交所进入调整整顿期,股票的首发上市几乎被冻结。在深交所重点发展中小企业板和创业板之后,深交所的首发上市又趋比上交所活跃——在2009年,在深交所首发上市股票数刚好是上交所的10倍。

### (三) 1990~2009年中国企业A股首发上市的省籍分布及其特征

除了了解在过去二十年间中国公司A股首发上市的一般性情况之外,我们更关心这些公司上市的地理特征。相应地,表2(表2至表7见文章后附表)描述了1990~2009年间在沪、深两市A股上市企业的省籍分布。<sup>②</sup>在省籍排序上,表2按照拥有上市公司的总量进行排序,以便一目了然地观察各省拥有上市公司的多寡情况。<sup>③</sup>

<sup>②</sup> 必须指出的是,我们定义的“省籍”是2010年上交所和深交所公布的上市公司的注册地信息。这里存在一定的误差,也就是因为种种原因,部分现在沪、深两市交易股票的上市公司的注册地同其首发上市日的注册地不一致。不过,此类企业为数不多,因此对整体研究不会造成实质性影响。

<sup>③</sup> 表二所体现的重庆拥有上市A股的数量,不包括1997年及以前在沪、深两交易所上市的重庆企业。因为重庆在1997年才成为直辖市,所以我们把此前的上市公司归属地划归为四川省。

我们从表 2 可以看出中国企业 A 股上市省籍分布的一些基本特征。首先,各省级单位拥有注册上市公司的比率非常不均匀。拥有 A 股上市企业最多的省份(广东省)比最少的几个省份(青海、西藏、宁夏)多出 20 多倍。其次,相应地,中国经济最发达省份拥有上市公司的数量远远超出次发达及最不发达的地区。在中国企业上市占据领先地位的前四名省级单位分别是广东、上海、浙江和江苏。总的看来,在这四个地方注册的上市 A 股企业占了中国所有同类企业的 37.9% 左右。

#### (四) 中国公司 A 股首发上市省籍分布的发展趋势(整体分析)

表 2 所表达出来的中国企业 A 股首发上市的省籍分布及其基本特征,符合我们的直观印象。但是,本文更关心的是中国公司上市省籍分布的发展趋势。我们在这里汇报两个指标:一个是自 1990 年以来,每个年度首发上市公司省籍分布离散性变化的趋势;另一个是不同集团省份所拥有上市公司份额总量的发展趋势。下面,我们分别解释这两个指标,并汇报从数据中得出的结果。

为了测量每个年度首发上市公司省籍分布的离散性,我们计算每个省级单位在特定年度拥有首发上市公司数目在该年度全部数目中的百分比,然后计算所有省级单位百分比的标准差。比如,在 2009 年度,中国 A 股首发上市公司数目总数为 99 家,其中注册地在广东省(包括深圳市)的上市公司数目为 24 家,因此,该年度广东省拥有首发上市公司的百分比为 24.2%。以此类推,我们可以计算出所有 31 个省级单位在 2009 年度分别拥有首发 A 股上市公司的百分比。根据这些百分比,我们可以计算出它们的标准方差是 0.054。当然,尽管标准方差可以衡量这些百分比的离散度——因此,可以测量所有省份在拥有年度首发上市公司额度的离散度,但是单独一个年度的标准方差并不能说明什么问题。我们关心的是这种离散度的发展态势。相应地,图 2 描述了 1990 ~ 2009 年间每个年度所有省份拥有当年度首发上市公司百分比的标准方差数值及其发展趋势图。

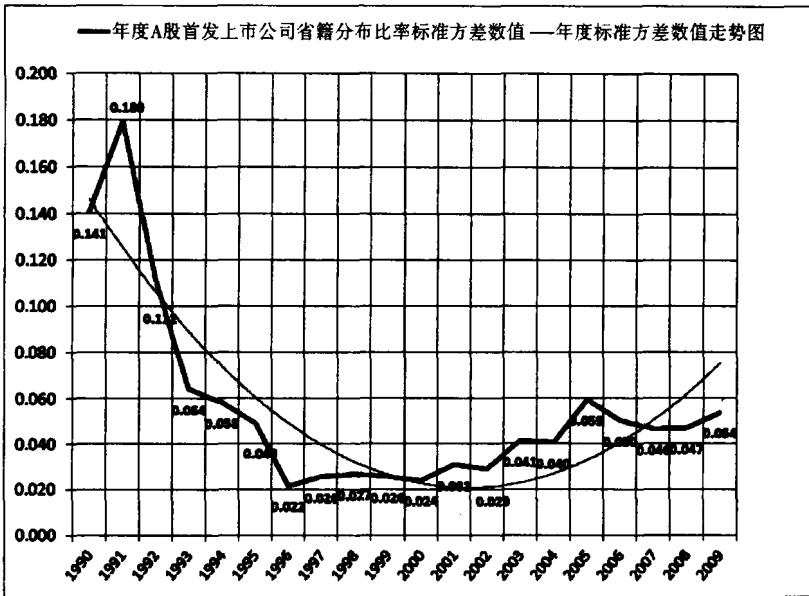


图2 A股首发上市公司省籍分布离散度及其趋势图(1990~2009年)

图2表现了一个非常有意思的趋势图。自1990年中国建立上交所和深交所以来,上市公司的年度省籍分布大体呈现了两个相反的趋势。在1990年代的初期,上市公司的地区分布呈现了差异性减少的态势——在数据上表现为年度标准方差越来越小。然后,到了1990年代末,这个数据维持在谷底若干年。进入新世纪之后,上市公司的省籍分布又呈现为差异性增大的态势——在数据上表现为年度标准方差越来越大。事实上,图中的U型“趋势图”很好地表现了中国上市公司分布“集中—平均—再集中”的发展趋势。

在这样一个的发展趋势中,“集中—平均”以及“平均—再集中”两个不同的发展趋势都意味着一些省份获得了更多的上市份额,而另一些则牺牲了份额。那么,进一步的问题是:哪些省份在这个发展态势中获得了(失去了)更多的年度A股首发上市公司的份额?

表3汇报了四组省级单位的数据:第一组是广东和上海的数据,表达了两个股票交易所所在地上市公司的份额。并且,在1990~2009年间,这两个省级单位拥有A股上市公司的总量在全国分别居第1和第2名。第二组是浙江和江苏的数据,表达了中国民营企业最发达

(但又不具有广东和上海这样地缘优势)的省份的上市公司份额。这两个省份拥有 A 股上市公司的总量在全国分别居第 3 和第 4 位。第三组数据是北京市的数据。我们把北京市单列的原因是,许多上市的中央国有企业在北京注册。在拥有 A 股上市公司的总量上,北京市也刚好排名第 5。这样,前三组五个省市在 1990~2009 年间的上市公司拥有总量几乎占据了中国的半壁江山(45.1%,或者 802/1779)。第四组,我们把余下省级单位放在一组。<sup>③</sup> 为了更加直观地表现这四组数据之间的差异,我们利用图 3 至图 6 来描述这四组省份集团的年度比率分布及其走势。

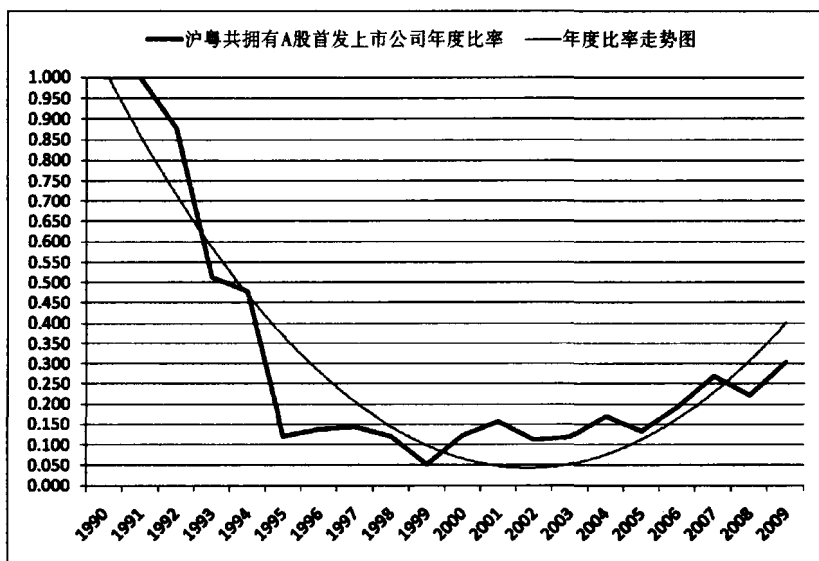


图 3 沪粤两省市共拥有 A 股首发上市公司年度比率及其走势图(1990~2009 年)

<sup>③</sup> 把余下的所有省级单位归为一类的做法,是非常主观的。毕竟,这些“余下省级单位”的内部差异性非常之大。不过,这些差异性并不是我们的主要研究兴趣。

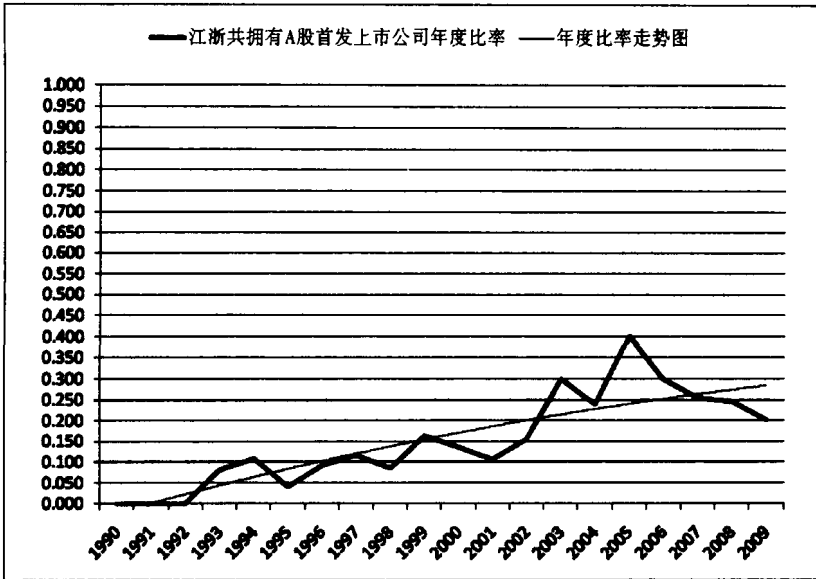


图4 江浙两省共拥有A股首发上市公司  
年度比率及其走势图(1990~2009年)

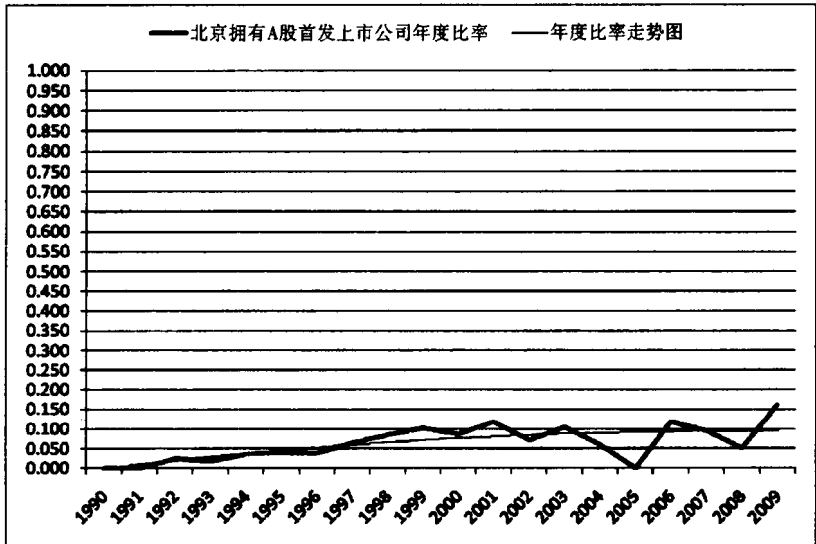


图5 北京市拥有A股首发上市公司  
年度比率及其走势图(1990~2009年)

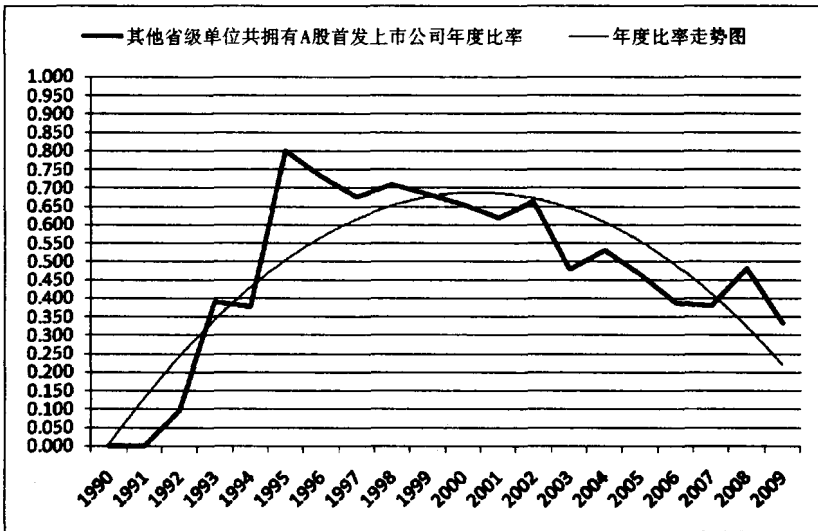


图6 其他省级单位共拥有A股首发上市公司  
年度比率及其走势图(1990-2009年)

从上述这组图中,我们可以一目了然地看出,这四组不同省级单位的组合具有明显的差异。第一组沪粤两省市共拥有A股首发上市公司年度比率可谓是大起大落——其走势同中国整体的走势有点类似。开始,这两个省市拥有所有上市交易的公司;然后,其比率急剧下降(到1999年只有5%左右或者5/98);接着,到2007年及以后恢复到20%以上。相应地,这个组合的比率走势图也表现为U型图。第二组(江浙两省)和第三组(北京市)的表现则越来越稳健,其走势图为上升趋势。<sup>④</sup>就江浙两省而言,在1998年之前,它们共拥有A股首发上市公司的年度比率为10%左右或者以下,而在2003年之后,则保持在20%以上(2005年一度拥有总量的40%)。<sup>⑤</sup>而第四组的其他所有省级单位的组合则表现了同沪粤两省市截然相反的走势——其“倒U型”走势图说明,这些省份的多数是中国公司上市省籍分布从“集中”到“平均”发展的最大受

<sup>④</sup> 但是,在数量发展趋势类似的背后,江浙集团和北京拥有上市公司的类型存在显著的差异。我们将在后文关于交易板块的分析中深入探讨。

<sup>⑤</sup> 凑巧的是,在2005年,浙江和江苏两省分别拥有当年度A股首发上市公司总量的20%(或者3/15)。



益者。在1995~2002的八年间,这些省级单位共拥有A股首发上市公司的年度比率分别是80.0%、73.2%、67.6%、71.0%、68.4%、65.5%、61.8%和66.2%,这段时间平均年度拥有率是69.2%——远远高于它们在1990~2009这二十年间的平均年度比率54.9%。而在同期,中国年度A股首发上市公司的省籍分布也是最平均的一段时间(参看图2)。很显然,这些中国公司上市的地理特征值得深入探讨。

#### 四、交易板块差异性对公司上市地理特征的影响

在对1990~2009年间中国A股市场企业上市的地理特征作了整体性描述以后,我们还得进一步思考的一个问题是:在过去二十年间,在沪、深两交易所上市交易的所有A股的性质并不一样——尽管上交所一直专注于主板市场,深交所在不同时期有不同的关注点,并且已经先后发展出主板、中小企业板和创业板的等不同股票交易板块。很显然,在不同板块上,企业申请上市交易所必须跨越的法律门槛高低不一,政府的监管力度也不一样。因此,我们也有必要把在这些板块上交易的上市公司的省籍分布做区别分析。在这个小节中,我们分别研究主板市场和中小企业板上市企业的地理特征。<sup>③</sup>

##### (一) A股主板市场公司上市的地理特征

我们分析A股主板市场公司上市的地理特征。表四汇报了1990~2009年间主板市场首发上市公司按年度的省籍分布,图7则描述了省籍分布离散趋势。我们很容易发现,主板市场公司上市的地理特征及其走势同所有A股公司上市的几乎一样——呈现U字型图,表达了“集中—平均—再集中”的发展趋势。不过,两者之间也存在细微差别:在2004年以后,主板市场(包括上交所和深交所)A股年度首发上市公司的省籍分布离散程度更大。这部分是因为自21世纪初中国证券市场发展战略调整以来,A股主板市场年度首发股票数总量急剧而持续下降。

---

<sup>③</sup> 对于创业板,因为它是2009年推出的,时间太短,不宜作趋势分析,因此在此不作表述。

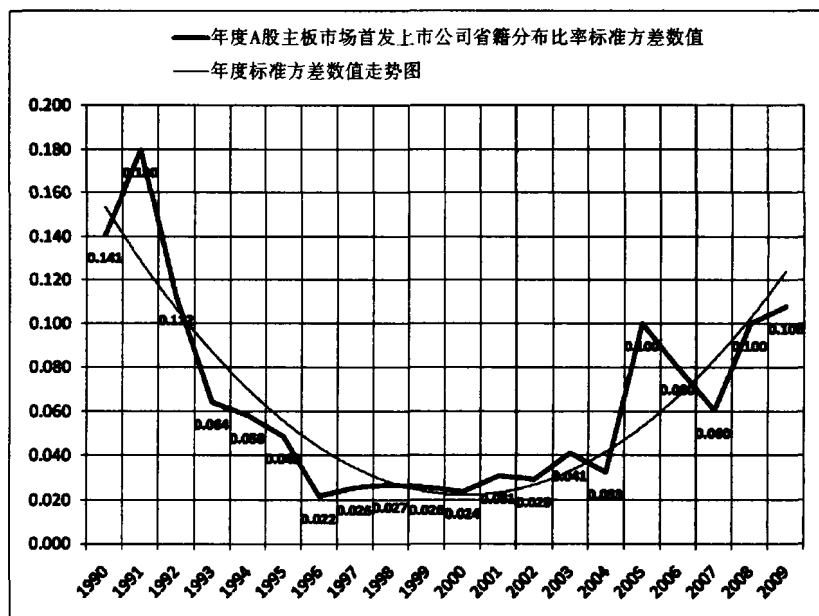


图7 A股主板市场首发上市公司省籍分布离散度趋势图(1990~2009年)

那么,我们的问题还是:在“集中—平均”以及“平均—再集中”两个不同的发展趋势中,哪些省份受益,哪些省份的份额下降了?针对这个问题,我们重复上述工作,把所有中国的省级单位分成四个集团:沪粤、江浙、北京和其他省级单位。

相应地,表五汇报了中国不同省份集团在1990~2009年间拥有主板市场首发上市公司的年度比率。同所有A股市场相比(参见表3),这些省份集团在主板市场上的平均份额并没有太多改变。四个集团的两组平均值都非常靠近:沪粤集团的A股和主板平均值分别是22.7%和21.8%;江浙集团分别是15.2%和11.5%;北京分别是7.2%和7.6%;其他省份集团的分别是54.9%和59.0%。但是,如果我们再比较这些省份集团在1990~2009年间的表现走势,便会发现重大区别。

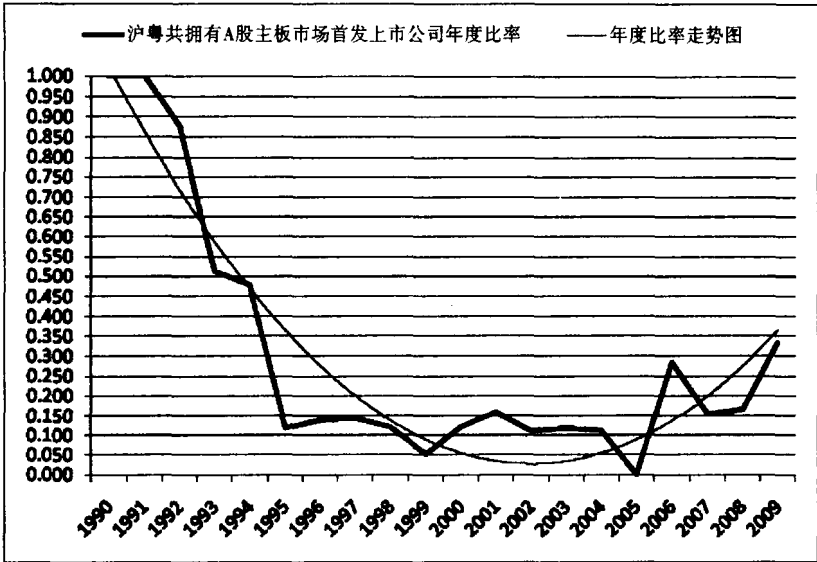


图8 沪粤两省市共拥有主板市场首发上市公司年度比率及其走势图(1990~2009年)

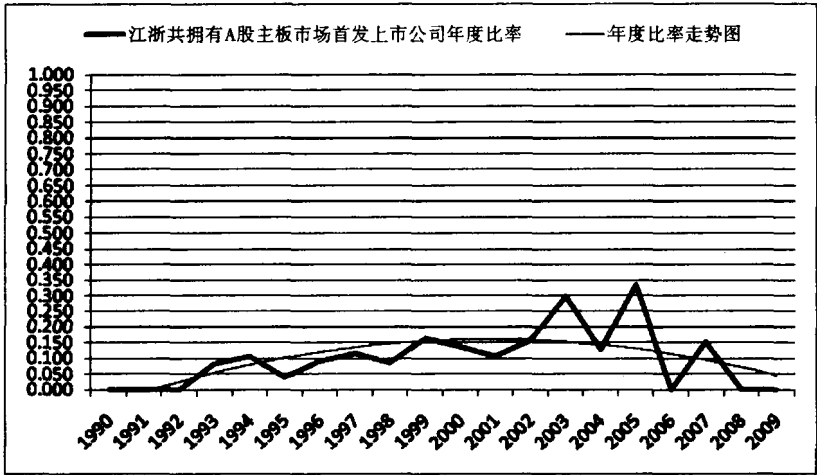


图9 江浙两省共拥有主板市场首发上市公司年度比率及其走势图(1990~2009年)

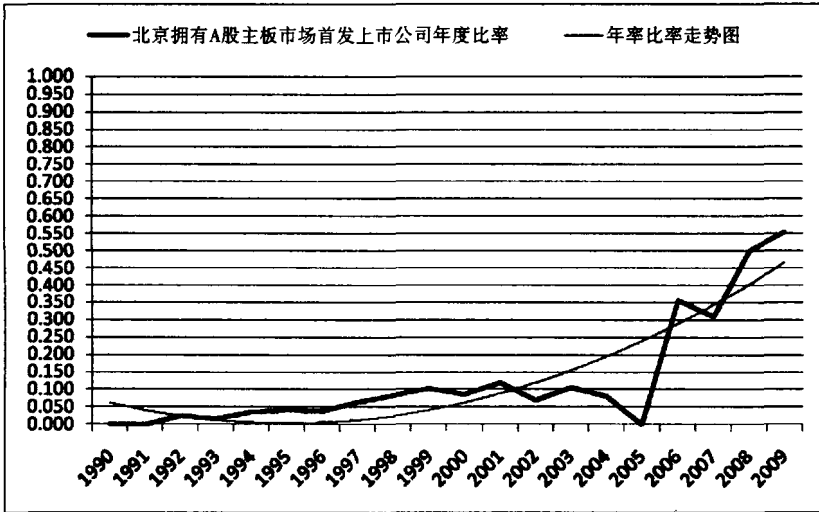


图 10 北京拥有主板市场首发上市公司年度比率及其走势图(1990 ~ 2009 年)

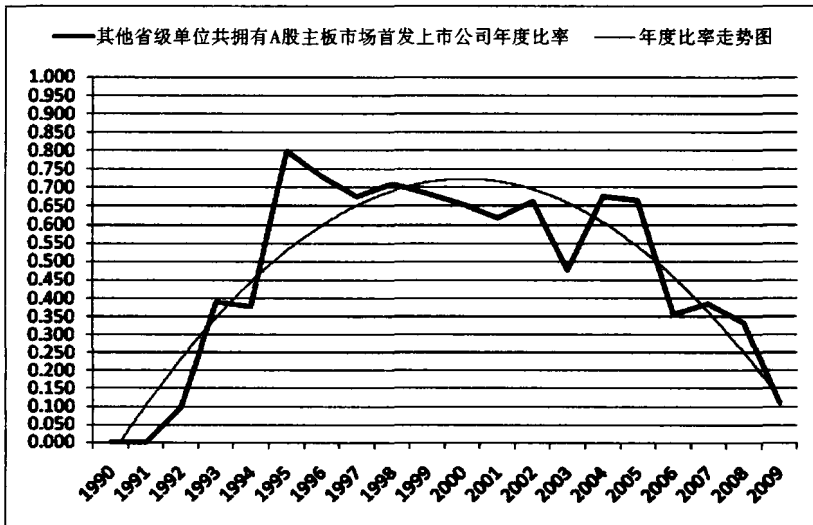


图 11 其他省级单位共拥有主板市场首发上市公司年度比率及其走势图(1990 ~ 2009 年)

我们也分别用四个走势图(图8至图11)来描绘这四个省份集团在主板市场上的表现。同上一组走势图(图3至图5)相比,我们可以发现一个明显差异。那就是江浙集团在主板市场上表现,明显同其A股市场上的整体表现不一样。在整体上,江浙集团在1990~2009年间,表现了一种稳健发展的态势(参见图4);但是在主板市场的表现,江浙集团在最近几年的表现则呈下降趋势。在2008和2009年,中国证监会卡紧了主板上市的门槛,导致这两年分别只有6家和9家公司在主板市场首发上市,而这15家企业没有一家是在江浙两省注册的。

## (二) 中小企业板公司上市的地理特征

上述江浙集团在主板市场上同在A股整体市场上的不同表现,昭示着不同股票交易板块的影响力。为了进一步分析这种交易板块的影响力,我们继续对所有在中小企业板块进行交易的上市公司的地理属性做类似的分析。由于深圳的中小企业板块是2004年才开市的,<sup>④</sup>我们的分析也只有2004年以来的上市公司数据。

表6首先汇报了所有中小企业板块上市公司在其首发年度注册地的省籍分布。从表六可以看出来,在2004~2009年的六年间,并非所有省份都有公司在中小企业板块上市。而且,省份之间的差异性也非常之大。一方面,广东、浙江和江苏三省份所拥有的中小板块上市公司占了中国的半壁江山(达53.1%或者174/328)。另一方面,自开设中小企业板块以来,大部分省份在这个板块上市公司的总数还是个位数——其中,黑龙江、山西、宁夏和青海四个省(自治区)在2004~2009年间没有一家企业在中小企业板块上市。<sup>⑤</sup>

图12接着汇报了在中小企业板块首发上市公司的省籍比率的年度标准方差数值。相对所有A股上市公司(参见图2)和主板上市公司(图7)而言,中小企业板块上市公司年度首发的地域布局有两个特征:其一,省籍分布的离散度更高,或者各省的表现差异更大;以及其二,离散度的发展趋势较为平稳。

<sup>④</sup> 在2004年5月,深交所发布《设立中小企业板块实施方案》。

<sup>⑤</sup> 事实上,在2004~2009年的六年间,黑龙江和宁夏都没有任何一家企业在中国境内首发上市;在同一个时间段,青海的首发上市企业数只有一家(参见表2)。

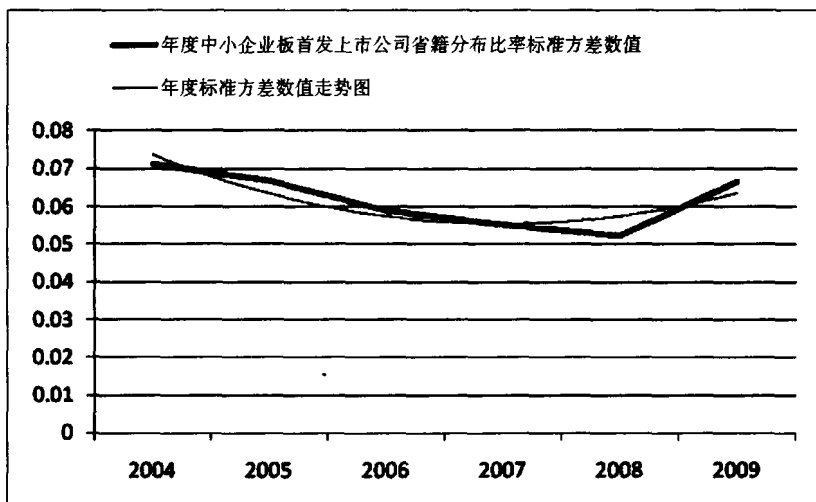


图 12 中小企业板首发上市公司省籍  
分布离散度趋势图(2004 ~ 2009 年)

表 7 接着汇报不同省份集团在中小企业板上的表现。在整体看来,正如我们在前文提到的,沪粤和江浙两个集团在中小企业板上的表现非常突出——来自这四个省市的企业占据了 2004 ~ 2009 年间所有中小企业板上市公司的 57.3% (或者 188/328)。⑤ 其中,江浙集团——如我们所料——在中小企业板块上市交易表现更加突出。这两个省的企业几乎占据了 1/3 (或者 100/328) 之强。不过,因为只有 6 年的数据,不太好分析趋势。

从上述对主板和中小企业板块的分别研究中,我们可以得出结论:中国证券市场的板块属性对上市公司的省籍分布具有明确的影响。而这种影响背后所蕴涵的关于行政治理模式演化的潜在含义,则是我们下一节讨论的核心内容。

⑤ 不过,其中上海市的企业较少在深交所的中小企业板上市。平均看来,在 2004 ~ 2009 年间,只有 4.27% 的中小企业板上市公司来自上海。相比之下,在 1990 ~ 2009 年间,有 10.74% 的 A 股主板上市企业来自上海(参见表 3)。

## 五、讨论与结论:中国证券市场治理模式的“去行政化”与“混搭”潮流

在上文中,我们分别用数据描绘了在1990~2009年间中国各省级单位整个在A股市场以及分别在主板和中小企业板块市场上的表现。在这里,我们接着对上文的分析做个小结,然后把我们的经验发现反馈到关于中国证券市场行政治理的讨论中去。

### (一) 归纳:中国证券市场发展的不同阶段及“去行政化”趋势

在对整个A股市场和主板市场公司上市地理特征的经验分析中,我们发现了大致一直的发展趋势。那就是,在1990~2009年的二十年间,年度首发上市公司的省籍分布呈现“集中—平均—再集中”的发展趋势。在这“集中”、“平均”和“再集中”的不同发展阶段,在证券市场受益的省份也不一样。

在最初的“集中”阶段,绝大部分的上市公司籍贯来自上海和广东本地。在1990~1994年的五年间,年度首发上市公司的注册地来自沪粤两省市的比率分别为100%、100%、87.8%、51.2%和47.7%(参见表3)。在这五年,所有336家在上交所A股上市交易企业中的188家(或者56.0%)都是上海本地企业;而在同时期,在上交所A股上市交易的广东企业只有12家(或者3.6%)。同样在1990~1994年间,所有238家在深交所A股上市交易企业中的128家(或者53.8%)都是广东本地企业;而在同时期,没有一家上海企业在深交所A股市场上市交易。这种来自沪粤两地企业“聚居”于本地交易所的显著现象,很清楚地说明,在上交所和深交所建立以后的好几年之间之内,这两个交易所所提供的企业上市机会仍然在很大程度上是沪、粤两地的“私人产品”(private goods)。

对此,我们不难理解。这两个交易所在1990年代的正式成立,在很大程度上是1980年代以地方试验为中心的中国证券市场发展路径的延续。早期分权式的中国证券市场体系(姑且认为它是一个“体系”)的重要特点是“证券交易所归所在地人民政府监督管理;企业改制设立股份

有限公司,由地方人民政府体改部门(有些地方由人民银行地方分行)批准,股票发行与上市由地方人民政府和证券交易所决定。”<sup>⑥</sup>在这种体制之下,中国的证券市场运作采用最极端的行政治理模式:(地方)政府不仅控制上市配额,而且也直接控制上市(国有)企业的经理层——事实上,企业上市只不过是国企改革的工具。

在1990年代中期到21世纪初,A股市场上出现的上市公司省籍分布的平均化,则是股票上市审批由中央和地方(省级)政府共管的真实写照。由于企业的上市机会是一种重要的经济利益,而且这种利益是由企业属地的地方政府同中央政府博弈产生的,各省级单位所得到的上市配额必然走向平均化。因为不仅在中国,包括在许多发达的资本主义大国,中央政府在全国范围内进行经济利益再分配时,一个最重要的哲学性和操作性顾虑是各地区之间的平等和均匀发展——或者中国先贤所说的“不患寡,患不均”。在上市配额制盛行时代,中国经济最发达的省份在企业上市中作出了牺牲——如果按照市场竞争的逻辑,它们应当会获得更多的上市名额。

在新的世纪里,当地方政府权力逐步退出上市审批过程之后,年度首发上市公司的省籍分布出现了朝“再集中”方向的反弹。而且,获利的正是上海、广东、浙江和江苏这样一些中国经济发展“领头羊”省份。当然,在最近几年,沪粤集团在中国证券市场中的“复兴”和江浙集团的“崛起”,可以有不同的解释:一种解释是,这些富裕省份增强了它们同中国证监会的博弈力量,因此通过内部协调获得了比上一阶段更多的配额;另一种解释是,因为这些富裕的省份有比其他省份更多业绩良好的企业,因此获得了更多的上市额度。如果前一种解释成立,那么只能说明中国证券市场的行政治理不但存在,而且影响力不减当年;如果后一种解释成立,那么只能说明中国证券市场上良性竞争的要素在强化。

根据本文的实证研究,我们有理由相信后一种关于市场竞争强化的解释是更可靠的。理由如下:在最近的几年,相对于主板市场而言,中小企业板和创业板的首发上市明显更为活跃。在2004~2009年的五年

---

<sup>⑥</sup> 王超:“中国证券监管体制的立法再造——《证券法》中证券监管体制规定研究”,载吴志攀、白建军主编:《证券市场与法律》,中国政法大学出版社2000年版,第25页。



间,A股主板市场首发上市企业数分别是62家、3家、14家、26家、6家和9家,年度平均数为20家;在同时期,中小企业板首发上市企业数分别是38家、12家、53家、100家、71家和54家,年度平均数为54.7家。在中小企业板这个首发上市更为活跃的证券市场里,没有一家来自黑龙江、山西、宁夏和青海四个省(自治区)的企业在2004~2009年间在这个板块上市。如果中国证券市场上市审批程序还存在地方(省级)政府的行政影响力,那么这种结果是不可能发生的——中央政府不可能无视如此不平等的现象发生。并且,在2004~2009年间,广东、浙江和江苏三省份所拥有的中小板块上市公司占了中国的半壁江山(达53.1%或者174/328),这符合我们对民营(中小)企业在这些省份相对发达的直观理解。

所以,根据本文的经验分析,我们有理由认为:经过不同阶段的制度调整,中国证券市场发展出现了一定程度的“去行政化”趋势——淡化地方(省级)政府在全国性证券市场上干预上市审批的行政权力。<sup>③</sup>

## (二) 阐释:“去垄断化”与治理模式的“混搭”潮流

通过经验数据来证实中国证券监管体制中“去行政化”的实际效果,并非是本文的终点。我们还认为,这种中国公司上市的地理特征所反映出来的去行政化效果,还隐含着中国证券市场发展的“去垄断化”趋势。

在20世纪90年代初之前,中国的证券交易并没有形成一个统一的全国市场——更不用说一个统一的全国性自由市场。当时,由于地方政府既控制了本地证券市场上市的额度,又控制了上市交易的(国有)企业本身,中国的证券市场是由若干个独立的地方性垄断市场所组成的。这些地方性垄断市场相互独立,而且规模较小。很显然,这种体系对企业的融资没有太多便利之处。直到1990年代中期,上海和广东企业分

---

<sup>③</sup> 当然,在同时,中央政府(主要是中国证监会)也在证券监管收权的同时强化了对中国证券市场的行政干预。但是,诚如我们在前文所提,证券市场需不需要一个强有力的、统一的监管体系,是一个更为复杂、没有标准答案的问题。即便在诸如美国这样的法治成熟国家,证券市场是否需要一个强有力的“监管型政府”(regulatory state)也是一个值得深入探讨的命题。参见爱德华L. 格莱泽、安德烈·施莱弗:“监管型政府的崛起”,载吴敬琏主编:《比较》总第2辑,中信出版社2008年版,第51~73页。

别在上交所和深交所的主导地位,也在很大程度上反应了中国证券市场的(地方)垄断性。

在既后的中央政府和地方政府共同监管时代,中国证券交易的全国性市场初步形成了。只不过,在这个全国性市场中,地方政府表现得像寡头垄断者;上市配额制在本质上是进行市场分割的垄断协议。这种分割的全国性证券交易市场,在一方面的确为地方性企业在全国范围内的融资带来了便利,但在另一方面因为垄断利益的存在而使得上市企业急于改善自身的公司治理结构——更有甚者,作为监管者的地方政府监守自盗,通过控制本地上市公司来侵占证券市场上中小股东的利益。<sup>⑨</sup>

当地方政府的上市配额被最终取消之后,中国证券交易的一个全国统一市场大致完成了。当然,至今,我们还不能说这个市场是自由的统一市场。毕竟,各级政府还控制了大量的国有企业——这些国有企业且于近期形成“国进民退”之势。在主板市场上,即便是在最近几年,国有企业首发上市仍然占据了主导地位。并且,无论是地方性国有企业还是地方性民营企业,企业的跨省流动并非是完全自由的。

但是,在另一方面,一旦全国性证券交易市场不再被分割,即便地方政府支持的上市国有企业依然面临其他上市公司的竞争。毕竟,在一个全国性证券交易市场上,不仅存在作为非国有上市企业(包括地方政府大力支持的非国有企业),也存在大量同属“强势群体”的各地地方国有上市企业。在这样一个证券市场中,治理模式体现了“混搭”潮流——表格一中的四类上市公司同时存在,相互竞争。尽管并不完美,“混搭”治理模式的存在使得行政治理的成本势必更加高昂,并促使其朝公司治理方向演化。

### (三) 总结与前瞻:中国证券市场行政治理的两面性

如此,我们可以对文章最开始提出的问题——“中国证券市场治理模式是否已经变得更理想”——做一个简短的回答。是的,我们确信中国证券市场治理模式已经变得更理想。我们如此确信的理在于,从1990~2009年这二十年间公司上市的地理特征可以看出,中国证券市场

<sup>⑨</sup> 彭冰:“中央和地方关系中的上市公司治理”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版),总第45卷第6期,2008年,第75~82页。

的行政治理模式的主导地位在褪色,企业上市中的地区性竞争在强化。在过去三十年,中国证券市场的治理模式由典型的行政主导发展到目前的“混搭”状态——行政治理、准行政治理和公司治理同时存在,同时竞争。我们也相信,只要一个统一的中央证券监管机构对不同治理模式采取一视同仁的监管态度,这些治理模式的同时竞争势必在未来有利于公司治理模式的胜出。当然,中央证券监管机构能否对这个“混搭”市场进行有效监管、能否一视同仁,则是另一个非常复杂的问题。毕竟,中国的证券市场既是新兴的,也是转轨的——也因此,各种利益和力量的博弈使得一个有效中央统一证券监管体制的建设存在不稳定性。

但是,不管怎样,我们也不应当无视行政治理对中国证券市场发展做出的贡献。相比较其他类型的市场交易,证券市场的公开交易是一种非常典型的“非关系性”合同。<sup>④</sup>换句话说,证券买卖双方在发生交易时,可以完全不用知道对方的信息。也因为这样,作为交易物的证券本身所透露的信息必须完整,证券的价值必须得到保证。也如此,一套有效的第三方合同执行机制非常关键。<sup>⑤</sup>在现代社会中,这套第三方合同执行机制就是法治。但是,在“新兴和转轨”的中国证券市场,这套机制本身并不存在。因此,行政治理作为“次优战略”被采用。<sup>⑥</sup>当我们批评行政治理的低效率时,不应忘记它还有另外一面:当在市场上被交易的产品真正价值无法被第三方合同执行机制所保障时,产品所有人的身份非常重要。对于上市国有企业来说,作为大股东的政府的身份在一定程度上保障了被交易股票的底线价值——相比较私人提供的产品而言,

---

<sup>④</sup> 反过来,现实中发生的很多市场交易是“关系合同”——也就是交易双方在交易前后发生了关系的转变。比如,在技术转让合同中,买方依赖于卖方事后所提供的技术支持服务,因此,同卖方建立一种良好的关系可以降低之后的交易成本。关于“关系合同”的理论,参见 Ian R. Macneil, “Contracts: Adjustment of Long-Term Economic Relations under Classical, Neoclassical, and Relational Contract Law,” *Northwestern University Law Review*, Vol. 72, No. 6, 1978, pp. 854-905; Oliver E. Williamson, “Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, No. 2, 1979, pp. 233-261.

<sup>⑤</sup> Oliver E. Williamson, “Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, No. 2, 1979, pp. 233-261.

<sup>⑥</sup> Julan Du & Chenggang Xu, “Which Firms went Public in China? A Study of Financial Market Regulation,” *World Development*, Vol. 37, No. 4, 2009, pp. 812-824.

政府提供的产品通常不是最好,但通常也不是最坏。相反,私营部门所提供的产品可以非常好,但是糟糕起来也没有底线。在这个意义上讲,在中国证券市场发展伊始,作为次优战略的行政治理在一定意义上是最优选择。

当然,随着中国私营部门的成长和法治的日益成熟,行政治理的“次”优性日益显著——也就是地方政府作为大股东侵占中小股东的利益,并因“集体行动的逻辑”而对中国证券市场的整体发展施加负外部性。<sup>④</sup> 幸运的是,我们的经验研究证实行政治理已经在逐步褪色。如果要对这对这种发展趋势做一个价值判断的话,那就是,我们期待,作为次优战略而被选择的行政治理模式最终既不是反对公司治理,也不是替代公司治理,而是扶植公司治理在中国落地生根。

---

<sup>④</sup> Zhiwu Chen, “*Stock Market in China’s Modernization Process: Its past, present and future prospects*,” Yale School of Management Working Papers, 2006; 彭冰:“中央和地方关系中的上市公司治理”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版),总第45卷第6期,2008年,第75~82页。

表 2 中国企业 A 股首发上市按年度的省籍分布 (1990 ~ 2009 年)

	1990 年		1991 年		1992 年		1993 年		1994 年		1995 年		1996 年		1997 年		1998 年		1999 年		2000 年		2001 年		2002 年		2003 年		2004 年		2005 年		2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		省份小计					
	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比	个数	百分比				
广东	2		4		14		25		25		3		16		21		6		2		2		12		8		4		5		13		2		10		25		14		24		235	13.21%		
上海	6				22		38		28				13		10		7		3		5		3		4		4		4		3		4		3		9		3		6		168	9.44%		
浙江							6		7		8		8		11		4		3		5		10		2		5		8		18		3		9		20		11		11		141	7.93%		
江苏							4		5		1		11		14		5		8		9		9		6		6		12		6		3		11		12		8		9		130	7.31%		
北京							1		2		4		1		8		14		9		10		12		9		5		7		6		6		8		12		4		16		128	7.20%		
山东							5		2		1		17		9		9		5		10		3		7		1		6		1		6		2		8		5		8		3		101	5.68%
四川							9		8		6		14		22		10		3		1		7		2		1		3		1		3				2		6		5		99	5.56%		
湖北							1		4		1		1		12		12		7		6		8		3		1		5		1		5		2		2		3		3		67	3.77%		
湖南							3		3				11		8		2		7		6		2		2		2		2		3		6		2		3		2		4		61	3.43%		
福建							7		2		1		10		7		2		3		3		3		1		4		2		3		3		4		3		6		2		60	3.37%		
辽宁							4		1		2		11		15		6		2		2		7		2		2		2		2		4		1		2		3		1		60	3.37%		
安徽							2		1				5		5		5		1		6		2		6		2		6		4		8		1		1		5		3		2		57	3.20%
河南							1		1		1		3		5		5		6		2		2		2		2		3		1		1		2		3		2		3		43	2.42%		
河北									2				7		5		4		3		2		2		1		3		2		3		1				2		2		1		36	2.02%		
吉林							5		2		1		8		5		2		3		2		2		1		2		1		2		1				1		1		1		35	1.97%		
新疆									1				5		4		1		3		5		2		2		2		2		3		1		2		1		2		2		34	1.91%		
陕西							1		4				6		6		2		2		2		2		2		2		2		1		2				2		2		2		1		33	1.85%
黑龙江							1		4				7		5		4		4		3		1		2		1		2		1		2						3		1		31	1.74%		
山西									1				4		6		4		4		1		1		4		1		1		4		1				3						29	1.63%		
天津							2		1		1		4		4		1		2		1		2		1		5		2		1		3				4		4		1		28	1.57%		
云南							1		2		1		2		3		3		3		3		3		3		2		3		1		3		2		2		3		1		28	1.57%		
广西							1				1		3		3		2		2		2		5		2		2		2		1		1				3		3		1		26	1.46%		
江西							1				1		4		5		3		1		3		2		1		3		2		5		1		1		1		2		1		2		26	1.46%
甘肃									1				5		3		1		1		4		1		1		1		1		2						2		1		1		23	1.29%		
海南							2		1		5				3		4		1		3		2		1		1		1		2								2		1		1		23	1.29%
内蒙古											1		1		3		4		1		1		5		1		1		1		1		1		1		1		1		1		20	1.12%		
贵州									1				2		2		1		1		1		1		1		4				4				1								17	0.96%		
宁夏									1				2		1		3		1		3		1		2		1		1		1		2											11	0.62%	
重庆													2		1		3		2		1		1		1		1		1		2													11	0.62%	
青海												2		3		1																												9	0.51%	
西藏												1		2		2																												9	0.51%	
年度总量	8	4	41	123	111	25	209	216	107	98	139	76	71	67	100	15	67	126	77	99	1779	100%																								

表 3 不同省份集团拥有 A 股首发上市公司的年度比率(1990~2009 年)

	1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	平均
沪粤	1.000	1.000	0.878	0.512	0.477	0.120	0.139	0.144	0.121	0.051	0.122	0.158	0.113	0.119	0.170	0.133	0.194	0.270	0.221	0.303	0.227
江浙	0.000	0.000	0.000	0.081	0.108	0.040	0.091	0.116	0.084	0.163	0.137	0.105	0.155	0.299	0.240	0.400	0.299	0.254	0.247	0.202	0.152
北京	0.000	0.000	0.024	0.016	0.036	0.040	0.038	0.065	0.084	0.102	0.086	0.118	0.070	0.104	0.060	0.000	0.119	0.095	0.052	0.162	0.072
其他	0.000	0.000	0.098	0.390	0.378	0.800	0.732	0.676	0.710	0.684	0.655	0.618	0.662	0.478	0.530	0.467	0.388	0.381	0.481	0.333	0.549

表 4 中国企业 A 股主板市场首发上市公司按年度的省籍分布(1990~2009 年)

	年份																				省份小计	
	1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	个数	百分比
广东	2	4	14	25	25	3	16	21	6	2	12	8	4	5	5	2	1	2	1	2	157	11.10%
上海	6	0	22	38	28		13	10	7	3	5	4	4	3	2	2	3	1	1	1	152	10.74%
北京			1	2	4	1	8	14	9	10	12	9	5	7	5	5	8	3	5	108	7.63%	
江苏				4	5	1	11	14	5	8	9	6	6	12	2	1	3				87	6.15%
四川				9	8	6	14	22	10	3	1	7	2	1	2					1	86	6.08%
山东				5	2	1	17	9	9	5	10	3	7	1	5	1	1	1		1	77	5.44%
浙江				6	7		8	11	4	8	10	2	5	8	6		1				76	5.37%
湖北			1	4	1	1	12	12	7	6	8	3	1	1	4						61	4.31%
辽宁			1	4	1	2	11	15	6	2	7	2	2				1				54	3.82%
湖南				3			11	8	2	7	6	2	2	3	6						50	3.53%
福建				7	2	1	10	7	2	3	3	1	4	2	2		1	1	1		46	3.25%
安徽				2	1		5	5	5	1	6	2	6	4	6		1				44	3.11%
吉林				5	2	1	8	5	2	3	2	2	1	2							33	2.33%
河北					2		7	5	4	3	2	1	3	2	3						32	2.26%
河南				1	1	1	3	5	5	6	2	2	2	3		1					32	2.26%

续表

黑龙江																								31	2.19%	
山西																									29	2.05%
陕西																									29	2.05%
新疆																									27	1.91%
天津																									25	1.77%
广西																									23	1.63%
江西																									23	1.63%
海南																									22	1.55%
云南																									22	1.55%
甘肃																									19	1.34%
内蒙古																									19	1.34%
贵州																									14	0.99%
宁夏																									11	0.78%
青海																									9	0.64%
重庆																									9	0.64%
西藏																									8	0.57%
8	4	41	123	111	25	209	216	107	98	139	76	71	67	62	3	14	26	6	9					1415		

表5 不同省份集团拥有A股主板市场首发上市公司的年度比率(1990~2009年)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	平均
沪粤	1	1	0.878	0.512	0.477	0.120	0.139	0.144	0.121	0.051	0.122	0.158	0.113	0.119	0.113	0.000	0.286	0.154	0.167	0.333	0.218
江浙	0	0	0.000	0.081	0.108	0.040	0.091	0.116	0.084	0.163	0.137	0.105	0.155	0.299	0.129	0.333	0.000	0.154	0.000	0.000	0.115
北京	0	0	0.024	0.016	0.036	0.040	0.038	0.065	0.084	0.102	0.086	0.118	0.070	0.104	0.081	0.000	0.357	0.308	0.500	0.556	0.076
其他	0	0	0.098	0.390	0.378	0.800	0.732	0.676	0.710	0.684	0.655	0.618	0.662	0.478	0.677	0.667	0.357	0.385	0.333	0.111	0.590

表 6 中国企业中小企业板首发上市按年度的省籍分布(2004 ~ 2009 年)

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	省份小计	
							个数	百分比
广东	8	2	8	24	14	18	74	22.56%
浙江	12	3	9	19	11	6	60	18.29%
江苏	4	2	11	9	8	6	40	12.20%
山东	1	1	7	4	8	2	23	7.01%
福建	1		4	2	5	2	14	4.27%
上海	2		1	6	2	3	14	4.27%
安徽	2	1	1	4	3	1	12	3.66%
北京	1		3	4	1	3	12	3.66%
河南	1	1	1	3	2	2	10	3.05%
四川	1			2	6	1	10	3.05%
湖南			2	3	2	2	9	2.74%
新疆			2	1	2	2	7	2.13%
云南	1		2	2	1		6	1.83%
湖北	1			2		2	5	1.52%
辽宁			1	1	3		5	1.52%
河北		1		2		1	4	1.22%
甘肃				2	1		3	0.91%
广西				2		1	3	0.91%
贵州	2	1					3	0.91%
江西			1	2			3	0.91%
陕西				2	1		3	0.91%
吉林				1	1		2	0.61%
天津				2			2	0.61%
海南						1	1	0.30%
内蒙古				1			1	0.30%
西藏						1	1	0.30%
重庆	1						1	0.30%
年度总量	38	12	53	100	71	54	328	100.00%

表 7 不同省份集团拥有中小企业板  
首发上市公司的年度比率(2004 ~ 2009 年)

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	平均
沪粤	0.263	0.167	0.170	0.300	0.225	0.389	0.268
江浙	0.421	0.417	0.377	0.280	0.268	0.222	0.305
北京	0.026	0.000	0.057	0.040	0.014	0.056	0.037
其他	0.289	0.417	0.396	0.380	0.493	0.333	0.390