

# 儒家文化與中國金融發展的滯後

陳志武

到今天為止，中國股市仍然不如賭場，對多數股民來說，股票充其量是一些交易買賣的符號，與背後的上市公司脫節。股票及其交易場所是一個世界，上市公司及其經營又是一個世界。

2007年2月27日是個非凡的日子，上海證交所綜合指數下跌8.8%，當夜帶動全球股市震蕩，從西歐到北美、南美、中東、非洲、亞洲，普遍下跌3%以上。客觀講，中國股票下跌並非全球股市下跌的真正原因，因為中國股市歷來我行我素，跟全球股市無相關性。由於外資不能直接投資A股市場，到目前為止被批准參與A股交易的QFII只有一百億美元，境內老百姓的錢又不能投資境外，中國股市跟國際市場不存在實質性連接。所以，中國股市的波動頂多為已處於緊張狀態的全球資本市場提供一個拋售的藉口，由此產生表面的推波助瀾之效。

雖然客觀講如此，但是其意外效果是，這件事被看成是中國經濟在全球地位的一次證明，另一方面，股市在中國經濟和社會中的地位也凸現出來。本來一直是中國經濟場外戲的證券市場，現在看來不只對中國，而且對世界經濟也有影響。在這種時候，我們自然會問，自1860年代跟工業科技一起進入中國的西方證券技術，到今天是否已真正扎根？股票、債券、基金、金融權證等現代金融技術在中國是否還水土不服？如果還不服，到底缺少哪些土壤或土質？

有一點是肯定的，到今天為止，中國股市仍然不如賭場，對多數股民來說，股票充其量是一些交易買賣的符號，與背後的上市公司脫節。也就是說，股票及其交易場所是一個世界，上市公司及其經營又是一個世界。

例如，2006年4月，天津環球磁卡股份有限公司不能如期公布季報後，股市不僅沒懲罰該公司股票，反而很快讓其股價翻倍。2007年初，證監會通報17家上市公司，譴責其大股東挪用、掏空上市公司資產，等於是說這些大股東從上市公司偷錢；消息一出，這17家公司的股票不僅沒跌，反而都連續幾天漲停板。2007年初，安徽省科苑(集團)股份有限公司公告稱，獲得宿州市政府財政補貼5,500萬元，用於彌補2006年該公司的財務虧損，這一彌補即讓科苑的全年業績轉虧為盈，從而化解了退市風險。

這些當然是天下少有的奇聞。如果連這樣的股市也能長期順利發展，那真的是沒有發展不起來的市場了，也沒必要區分「良性」和「惡性」市場，或「良幣驅趕劣幣」和「劣幣驅趕良幣」的市場了。

\* 作者特別感謝袁為鵬給本文提出的寶貴意見。

在股市非理性繁榮的時候，我們該反思，中國資本市場的發展為甚麼會走到這種離譜的地步？如果把現代銀行以及其他金融證券業都加進來，特別是看到銀行業、保險業、證券業的巨額呆壞賬，我們會發現，金融洋務運動雖然開始於1860年代，但到今天仍然是問題重重。為甚麼中國的金融發展步伐會這麼艱難？在本文中，我們試圖從儒家文化、從歷史機遇的角度來理解這些現象。我們會看到，儒家對家庭家族的經濟交易和感情交流功能的過度強調，把人際交易過度限制在血緣關係的範圍內，以致於血緣關係之外的經濟交易（特別是金融交易）基本沒有發生、發展的機會。這不僅抑制了一般市場的發展，而且抑制了血緣關係之外金融交易所需要的制度架構的發展。結果是，到十九世紀中葉西方證券金融技術傳入時，中國根本不具備這些金融技術所要求的制度架構支持，迫使國人去尋找捷徑。甚至到現在還沒意識到，金融技術和西方制度文化是套餐，要麼就不要，要麼便兩者都要，而不能像在超市購物那樣只挑自己喜歡的。

## 一 金融交易的本質

當然，金融對中國人來說並不陌生，早在商周時期就有貝錢等等，也在宋代發明了紙幣，以致馬可波羅（Marco Polo）在十三世紀來到中國時，對中國人認紙為錢十分驚歎。但是，在中國，金融的概念也差不多到此為止，金融就等於貨幣和簡單借貸。這種片面的理解或局限之所以存在，主要是因為在歷史上，中國除了貨幣類金融以及簡單借貸之外，其他方面基本上是空白。

一般意義上的貨幣當然也是一種金融證券，其特殊性在於貨幣既是用於交換的通貨，又是跨空間、跨時間的價值儲備或價值載體，它幫助實現異地間的價值交換，也讓人們能夠把今天的價值儲存起來，在未來再換回價值。簡單講，貨幣是實現時間、空間價值交換的金融契約，特殊的金融票據。它的發明和發展，特別是現在的電子錢，對市場化以及專業分工的深化，都起到至關重要的催化作用。同時，貨幣能大大提高政府徵稅的效率，便於集權政府的統治，這也許可以解釋貨幣類金融創新在中國歷來持續發達的原因。

但是，金融的內容遠不止這些。一般而言，任何涉及到不同時間、不同事件、不同空間之間的價值交換，都是金融契約交易。市場上的一般性交換以現貨為主體，一手交錢、一手交貨之後，不存在未來誰要付錢給誰的問題。相比之下，一旦交易的內容是今天一方付錢、另一方在未來某個時間（或發生某種事件時）才給以回報性支付，或者交易雙方都是在未來（但在不同時間）給另一方支付價值，那就是金融交易。跟一般現貨交易的差別在於，金融交易以金融合同的形式實現，是契約交易，涉及到未來支付兌現的問題。

比如，張三今天借錢給李四，李四保證一年後歸還，他們所立的借條就是一種金融契約，這是金融交易。王五去保險公司買財產險或汽車險，今天付了錢，未來是否有回報補償，還取決於財產是否遇上天災人禍而蒙受損失、汽車

任何市場上的一般性交換以現貨為主體，一手交錢、一手交貨之後，不存在未來誰要付錢給誰的問題。一旦涉及到不同時間、不同事件、不同空間之間的價值交換，都是金融契約交易。

是否出事，他今天買到的也是一種合同。從銀行借的住房按揭貸款、存放在銀行的儲蓄賬戶、養老基金等等，這些都是金融合同交易。

正因為金融交易涉及到未來支付，金融合同是否能執行、合同保證的支付是否能兌現，交易雙方是否能彼此信任、所提供的信息是否真實，這些對金融交易的發生和發展十分關鍵。這就是為甚麼如果說實物交易中存在假冒偽劣，那麼，金融交易的假冒偽劣和不誠信問題就更上一層樓了，因為欺詐的空間大許多倍。金融交易是純粹的信用交易，如果沒有可靠的文化與強制性契約執行制度的支撐，這種交易就難以發展。

進一步講，像股票、債券、基金、期貨等大眾「證券」也是金融合同，涉及到不同時間之間的價值置換，但跟一般金融合同比，有如下的差別：第一，這些金融合同可以在任何人之間流通，具有普遍的交換價值，其流通性幾乎如同官方貨幣；第二，交易的雙方可能是完全的陌生人，以前不相識，可能將來也不會相識。正因為這兩種特徵，「證券」交易可能帶來的欺詐空間上升到全新的高度，不僅更容易讓一方被騙，而且可以讓成千上萬的大眾受騙。比如，深圳發展銀行的股東上百萬個，他們把自己的錢委託給自己從不相識的深圳發展管理層，如果後者行騙欺詐，受害面積就不是幾個人了。所以，證券對契約執行和權益保護機制的要求遠比一般金融交易為高，這就是為甚麼股市、債市、期貨比銀行業和保險業更需要可靠的法治架構，更需要憲法保護；這也是為甚麼世界上沒有幾個國家能真正發展好證券市場。

為甚麼證券類金融自七百多年前開始在西方發展，而非在中國、印度這樣的傳統社會？無論是東方人還是西方人，人類自古以來就有金融交易的需要。既然有這種生存需要，那為甚麼西方發展出正式、外部化的金融證券市場，而中國卻沒有？

## 二 為甚麼中國歷史上沒有發展出證券金融？

不管從歷史，還是從當今現實的角度看，我們必然要問，為甚麼證券類金融自七百多年前開始在西方發展，而不是在中國、印度這樣的傳統社會？換句話說，無論是東方人還是西方人，人類自古以來就有金融交易的需要，特別是在遠古時期，由於生產能力低下，一個人過了今天難以保證明天還能吃飽穿暖，所以，人人都有跟別人進行金融交易的需要，今天我收入多會給你一些，但今後你收入多、我收入少時，你要給我回報。這種金融交易可以通過非正式契約來實現，也可通過正式金融合同、證券來實現。既然自古就有這種生存需要，那為甚麼西方發展出正式、外部化的金融證券市場，而中國卻沒有呢？

我們可從交易安全、保證金融交易信用的制度架構角度來理解。雖然有人際間金融交易的需要，但如果沒有一種保證契約能夠執行的基礎安排，人們會因為擔心對方未來失信、違約而選擇不參加交易。當然，今天我們熟悉的現代法治和憲政，是保證契約權益的制度架構，但這些都是近現代才發展起來的東西，在遠古未曾出現。在兩、三千年前，不同社會找到了不同的強化交易信用的解決方案，這些不同的解決方案也給後來的金融發展帶來了不同的後果。

在中國，儒家的解決方案是以「三綱五常」為基礎的名分等級秩序以及相配的文化價值體系，其基礎社會單位是基於血緣關係的家庭、家族。也就是說，儒家秩序的「硬性」基礎是自然血緣關係和家庭，「軟性」基礎是「三綱五常」價值

體系。通過把兩者結合在一起，儒家文化的宗旨使家庭、家族成員間的金融交易或說經濟互助能有堅實的信用基礎，將任何成員的違約風險、「不孝」風險降到最低。所謂「孝道」的意義亦在於此。通過強化對後代的儒家文化教育，使家庭、家族成為大家都能信任的金融、物質交易與情感交流中心。儒家文化的目的是增加家庭成員間的經濟交易與感情交易安全，提升一代接一代的生存概率，增加成員的「歸屬感」等精神價值。

用交易成本理論的話來說，在外部市場還不存在或不發達的境況下，跟陌生人或沒有血緣關係的人做交易，交易成本會太高，「失信」會太頻繁；而如果是在家族成員間做交易，特別是在儒家文化體系下，違約風險小，交易成本自然較低。實際上，在外部交易環境不發達、外部交易成本太高的傳統社會裏，家庭子女愈多、家族成員愈眾，家族內部交易所能達到的資源共享和風險分攤效果就會愈好，該族壯大下去的概率亦會愈高。這就是為甚麼在傳統中國家家都喜歡多生子，都喜歡成為望族，而且最好是四世同堂、五世同堂。

儒家的成功之處在於，在農業社會生產能力的局限下，人們的確能在經濟交易和感情交流方面依賴家庭、家族，而且只能靠家庭。在那種境況下，以名分定義的等級制度雖然閹割了人的個性自由和個人權利，但的確能簡化交易結構，降低交易成本。就像印度的種姓等級制度一樣，儒家文化體系讓以農為主的中國社會存在了兩千多年。它最適合農業社會。

但問題也出在這一點上，因為當家庭、家族幾乎是每個人唯一能依賴的經濟互助、感情交流場所的時候，會讓人們相信只有親情、血緣關係才可靠，只跟有血緣關係的人做金融交易、感情互助，即使創辦企業也只在家族內集資。我們說儒家文化抑商，其實這是儒家只認血緣親情、排斥「家」之外經濟交易的社會哲學的一種表現：一般的「商人」跟自己沒有血緣關係，怎麼可以相信他？他想跟我做交易，說明他別有用心！——既然對沒有血緣關係的商人並不信任，不能跟他們做交易，進一步迫使人們更是只能靠「家」。抑商反過來又強化了個人對「家」的依賴，人們便沒有別的路可走。

儒家文化長期主導中國社會必然會有兩種後果。第一，家族之外的外部市場難有發展的機會。市場的特點之一是交易的非人格化，是跟陌生人進行交易，只講價格、質量，而不必認親情。因此，「家」之內的經濟交易功能太強，外部市場就會失去發展的機會，出現此消彼長的情況。第二，由於陌生人間的市場交易、利益交易機會有限，在這樣的社會裏，就沒機會摸索以及發展出一套解決商業糾紛、執行並保護契約權益的制度架構，合同法、商法以及相關司法架構就無生長的土壤，跟不存在血緣關係的人做交易的交易成本就無法降低。

這也能說明為甚麼中國歷代國家法典側重刑法和行政，輕商法和民法，把商事、民事留給民間特別是家族、宗族自己去處理。當利益交易和民事範圍主要以家族、宗族為界線時，生計與其他民事與其說是社會問題，還不如說是家族內的問題，所以中國歷來有詳細的家法宗法，而缺少國家層面的民法內容。

但是，超越家法宗法之外、不認人情的法律體系偏偏又是現代金融所需要的，無論是前面講到的銀行、保險業，還是要求更高的證券交易，其特點均是超越血緣、超越親情的非人格化信用交易，在地理範圍上是跨區域甚至跨國界

在中國，儒家就強化交易信用所提出的解決方案是以「三綱五常」為基礎的名分等級秩序以及相配的文化價值體系，其基礎社會單位是基於血緣關係的家庭、家族。通過強化對後代的儒家文化教育，使家庭、家族成為大家都能信任的金融、物質交易與情感交流中心。

的。所以，過份地依賴「家」來實現經濟交易、感情交流的後果是，人們難以相信血緣之外的關係，市場和商法民法都沒機會發展。

宋朝時期，市場快速發展，部分經濟交易功能逐步從家庭剝離出來，由市場取而代之。這本來可以幫助削弱中國人非血緣不信的傳統，讓人們認識到通過適當的契約機制，即使與陌生人做交易，也可達到足夠的交易安全。實際上，如果能走出血緣家族、跟更廣泛的市場參與者做物質和金融交易，每個人的福利都會更高。因為再大的家族，即使總有四世、五世或更多代人同堂，通過族內隱性金融交易和經濟互助所能實現的資源共享與風險分攤效果，總歸有限，無法跟全社會範圍內的市場交易所能達到的福利水平相比，這些年來金融全球化給世界帶來的好處就證實了這點。

宋朝時期，市場快速發展，部分經濟交易功能逐步從家庭剝離出來，由市場取而代之。但由於那時期的市場發展的確觸動了儒家的家庭功能和結構，導致一場文化討論，宋朝新儒到最後把中國人重新帶回家庭，排斥商業，減弱市場的空間。

不過，由於那時期的市場發展的確觸動了儒家的家庭功能和結構，導致一場文化討論，就像時下正在發生的儒家文化大討論一樣，宋朝新儒到最後把中國人重新帶回家庭，排斥商業，減弱市場的空間。及後，元蒙入侵也中斷了中國市場化的進程。明朝初期繼承了宋時期的海外貿易，發展國內外市場，又一次給中國人推動與陌生人進行交易的機會，當然也能同時促進有關制度架構的發展。但隨着永樂之後的海禁，使中國再次失去現代金融所需的法治架構的發展機會，中國人再次靠家庭家族，靠四世同堂，而不是靠市場交易滿足經濟安全、利益交換、精神安逸的個人需要。血緣、人情再次獲得勝利。

### 三 西方金融的興起

以血緣關係、親情為經濟交易的基礎能降低違約風險、降低交易成本，這是人類社會的共性，在西方社會也如此。只不過，這樣做的代價是過多地把家庭關係跟利益聯在一起，弱化「家」的感情內涵。換句話說，儒家反對言利，所以抑制商業，壓制外部市場化發展，但這樣做的後果是強化了「家」的經濟交易功能，加重了家庭關係中的利益交換本質。跟中國不同的是，西歐較早地認識到經濟交易並不是「非血緣不可」，較早把經濟功能從家族內剝離出來，這間給了西方後來發展證券金融所需要的契約制度架構的機會。

早在二千五百年前的古希臘，海洋貿易和城市化迫使人們走出「家」，淡化「非血緣不可」的傳統觀念。由於海洋貿易需要的資金多、風險又大，雅典商人被迫在家族之外尋找合作投資者，以分攤風險。這種商業組織的基礎是契約，通過正式契約保證各方合夥人的利益和責任。為保證其運作，就需要專門從事解決合約糾紛、財產糾紛的機制，這就產生了對法治的需求。在雅典，手工業生產規模也在逐步增長，與族外人創辦合夥制企業開始盛行。

在公元前200年左右的古羅馬，海上貿易也促進了跨家族商業組織的發展。此外，由於羅馬帝國的財政稅收愈來愈多，收稅工作本身變得愈來愈繁重。結果，帝王乾脆把收稅工作外判給民間貴族，由這些貴族參股組建公司(societates)，股東既有參與公司運營管理的，也有只作股東但不參與經營的，這些局外股東享受一定的有限責任，這即是現代公司制度的起源。

「公司」這種以契約建立的商業組織的誕生有兩方面的重要意義。第一，不僅股東間往往沒有血緣關係，而且多數股東只是被動的投資者，不參與日常經營，日常事務委託給其中一位或幾位股東（或非股東）管理，這就帶出今天我們熟悉的「委託—代理」關係問題，引伸出權力、責任以及其他契約關係問題。羅馬法以及相配的司法制度就是在這樣一種背景下發展的。羅馬法跟中國傳統法律的差別在於，前者是為解決商事、公司、契約、財產等民事問題而發展的，它的前提是承認交易雙方享有同等的權利，執行法律和司法者是沒有直接利益的獨立第三方。羅馬法是所有西方法律的基礎，是自下而上發源於民事的法律。相比之下，中國以往的法律是手持強權的皇帝從上而下頒布、為其統治服務的工具，對民事關係涉及很少，更沒有當事人權利的學說，這種傳統和歷史使後來中國推動金融洋務運動變得異常艱難。

在古羅馬誕生的公司制度的第二個意義同樣重大。公司是由不一定有血緣關係的股東組成，而這種通過契約形成的利益聯盟具有跟家庭和個人同等的法律身份，也就是現在所講的「法人」，可以像自然人那樣獨立簽約，享有各種民事權利和獨立的法律人格。更重要的是，公司跟家庭一樣，都是一種成員間的結盟，只不過，前者是以契約為基礎的結盟，後者以婚約和血緣為基礎。兩者都能正常運作這一事實，間接地削弱了羅馬人對血緣和家庭的迷思，不用再認為經濟交易、金融交易「非血緣不可」，經濟交易的範圍可以走出「家」了。這樣一來，市場的範圍得以拓廣、加深，對支持市場交易特別是信用交易制度的需求也跟着上升。說到底，「公司」就是一系列契約集合而成的法律實體，股東願意出資買股份本身就必須有極強的信用作為前提，公司的成立與存在就是一種高級信用交易的體現。保險市場、借貸市場在古羅馬也有發展，公元150年左右的羅馬法典中就有針對保險交易、借貸交易的條款，金融交易逐漸由市場代替「家」來實現。

不過，在公元五世紀，隨着羅馬帝國的滅亡，羅馬法律體系與金融市場、商業機制一起走進歷史。歐洲進入中世紀後，市場開始退縮，「家」的經濟交易作用重新加強，西方人回歸家族。但是，跟宋朝之後的中國不同，中世紀的西方人並沒有完全回到「非血緣不可」、只認親情的古老傳統，而是由基督教會、各類行會與合會保留了之前市場和家庭的部分功能，在市場和「家」之外提供經濟交易和友情交流。特別是教會，從中世紀初開始，基督教通過「教父」、「洗禮」等安排，讓每個小孩除了血緣父母之外還有「教父母」，「洗禮」即是一個人宗教意義上的再生，標誌着他正式進入上帝的世界，他的「教父母」便是他進入上帝世界的生父母。基督教歷來規定「教父母」跟「血緣父母」不能是同樣的人，這樣，個人除了血緣父母的「家」以外，還有「宗教家」。一個是以血緣建立的「家」，一個是以教緣建立的「家」，這當然擴大了個人的經濟互助空間和精神互助空間，同時也淡化了「非血緣不可」的傳統價值。

換言之，即使在中世紀歐洲，西方人的經濟交易和感情交流並非局限在血緣關係內，教會和其他社會組織在更廣範圍內也提供了金融互助、資源共享、精神支持的功能。在中世紀的西歐，教會、借貸互助會、喪事互助會（burial society）等互助性社會組織具有獨立「法人」的身份和權利，保留了古羅馬「公司」的（隱性或顯性）契約性聯盟性質，在許多方面跟「家」的法律權利雷同。比如，

公司跟家庭一樣，都是一種成員間的結盟，只不過，前者是以契約為基礎的結盟，後者以婚約和血緣為基礎。兩者都能正常運作這一事實，間接地削弱了羅馬人對血緣和家庭的迷思，不用再認為經濟交易、金融交易「非血緣不可」，經濟交易的範圍可以走出「家」了。

教會和互助會可以擁有、買賣財產，有自己的財務賬簿，可以負債，可以起訴別人，也可能被起訴；會員身份可以遺傳，甚至可以買賣轉讓，等等。

如果中國和西方在傳統交易文化上有差別，最大的差別可能就在這裏：在儒家文化的影響下，中國人只相信血緣關係，而西方人從二千多年前就認識到，做信用交易的雙方並非唯血緣關係不可。中國歷來缺乏家族之外社會組織的發展，黑幫、土匪以喝「雞血酒」相約結盟，但這些從來就是非法。在明朝，許多地方修建祠堂，族廟、族產的存在也普遍，民間社會組織開始顯性化，但這些仍然是以家族為主。只是到近代，特別是鴉片戰爭之後，隨着跨地區貿易的進一步興起和城市化的加快，行會、同鄉會才得以蓬勃發展。

正由於教會、各類互助會是基於信仰或其他需要而組成的聯盟，所以，即使在中世紀，西方社會還是保留了超越血緣的法治制度與文化的演變空間。有了這種制度文化的發展，西方人在「家」之外做交易的成本便隨之慢慢降低，超越血緣的利益交換、信用交易和精神互助就有進一步發展的可能。

到十二世紀末，宋朝中國的經濟雖然比西方發達，但是在超越血緣關係的社會組織、契約法律與相關制度文化的發展方面，西方已走在前面。本來，如果中國那時不選擇重歸儒家，而是繼續市場化發展；如果不選擇再次重農，而是繼續城市化；如果元朝不選擇海禁，而是繼續海洋貿易，那麼中國或許有機會發展出超越血緣的法治制度與文化，建立後來的證券金融所需要的制度架構。但是，儒家勝利了，中國人重新以「家」和血緣關係來解決經濟交易與情感交流需要，市場開始萎縮，制度創新和科技創新遂告停止。

但西方走的是另一條路。到十二世紀，西歐已有一千多年發展超越血緣關係的社會組織、契約與相關制度文化的歷史，雖然歐洲仍然處在中世紀的宗教壓制下，但這些制度儲備成為他們深化市場發展的無形資本。威尼斯、羅馬、佛羅倫斯等意大利海岸城邦，由於水運的地理優勢，它們在十二、十三世紀率先重新發展商業，啟動文藝復興，帶領歐洲走出中世紀。

那麼，那些契約與相關制度儲備對西歐有甚麼幫助呢？第一，跨區域貿易的發展必然引申出異地支付的問題，否則在一方堅持「必須先交貨，否則不交錢」而另一方堅持「必須先交錢，否則不交貨」的時候，交易便會無法進行。有了契約保證機制以及超越血緣的文化基礎，商業銀行信用票據就是在那時問世，也是現代銀行的起源，這些金融技術歸功於佛羅倫斯的銀行家。他們的商業匯票跟十九世紀初中國山西票號的作用是一樣的，只不過在時間上早七百年。

第二，商品貿易發展促進西歐走向城市化，使更多人離開自己家族所在地進入城市，遠離血緣關係，自然增加對市場提供保險、借貸等金融產品的需求。到十三世紀後期，人壽年金、人壽保險、嫁妝基金等金融產品再次出現在威尼斯和其他意大利城邦，被中止了近一個世紀的金融業再次崛起。

第三，由於西歐城邦的戰爭開支不斷上升，對長期債券融資的需求大大增加，這時，契約制度機制與信用體系就能發揮作用了。比如，到十三世紀中期，威尼斯、佛羅倫斯和熱那亞這三個城邦已發行太多短期政府債，靠簡單的到期再借、一次接一次地把短期債務續接下去的做法已經難以奏效，它們必須

儒家文化下的中國人只相信血緣關係，而西方人從二千多年前就認識到，做信用交易的雙方並非唯血緣關係不可，而中國歷來缺乏家族之外社會組織的發展。即使在中世紀，西方社會還是保留了超越血緣的法治制度與文化的演變空間。

推出長期債，把利息和本金的支付壓力平攤到未來許多年，逐年支付。換言之，此時的城邦政府必須找到把未來許多年的稅收提前變現的辦法，必須做長期融資。1262年，威尼斯政府是第一個把眾多短期債合到一起，由一隻意大利文稱為“Mons”的長期債券基金持有，然後再把該基金的份額按股份證券的形式分售給投資者，可以在公眾市場上隨便轉手交易。這算是現代資產證券化、股票市場、債券市場及公眾基金的前身。

威尼斯和佛羅倫斯的這些債券基金股份以及人壽年金產品，很快成為西歐人歡迎的投資產品。這些證券化的財富載體逐漸改變西歐人的理財投資結構。到1427年，佛羅倫斯的家庭財富投資結構已發生根本性變化，就在世界其他地方的財富載體基本還是土地、企業產權和少量金銀錢幣的時候，佛羅倫斯富有家庭的財富已有三分之一以政府債券形式存在，剩下的財富一半投資在土地、一半投入實業企業。財富載體的證券金融化程度在人類歷史上從沒有這麼高，對個人、家庭理財而言，這是一種革命性變化，也折射出當時西歐社會的契約制度支持必須相當可靠，信用交易必須足夠可信，否則沒有人願意將這麼多財富投入沒有血緣基礎的證券票據。到十六世紀中葉，意大利、法國、荷蘭、德國已發展出具相當規模的中央政府和地方政府公債市場。

到十六世紀中葉，西歐已有近三個世紀發展證券、銀行、保險金融的經驗，超越血緣的信用交易已不是新鮮事，金融市場逐步代替「家」為個人提供經濟安全、保險、融資以及養老安排，制度支持架構也有進一步發展。那時，正好是哥倫布發現美洲大陸已有半個世紀，英國人看到葡萄牙與西班牙的海洋貿易成功，也開始蠢蠢欲動。為了解決海洋貿易資本大、風險高的問題，英國商人在古羅馬人以及十三世紀威尼斯商人的基礎上，推出更完善的「股份有限責任公司」制度。通過向眾多投資者發行股份，不僅幫助探險創業者融資大量資本，而且以一種高效率的方式把海洋貿易風險分攤到眾多投資者身上。英國的股票交易從此開始，並由此演變出今天我們熟悉的倫敦、紐約等世界資本市場中心。

在其他地方的財富載體基本還是土地、企業產權和少量金銀錢幣時，佛羅倫斯富有家庭的財富已有三分之一以政府債券形式存在，剩下的財富一半投資在土地、一半投入實業企業，這折射出當時西歐社會的契約制度支持必須相當可靠，信用交易必須足夠可信，否則沒有人願意將這麼多財富投入沒有血緣基礎的證券票據。

#### 四 中國近代史上的證券洋務運動

到鴉片戰爭時期，中國的金融業雖亦有所發展，像山西票號、江南各地錢莊與合會等金融業務，都因康熙、乾隆時期逐漸起步的內外貿易而得到推動，但其規模還無法跟同時期的西方相比。更重要的是，正如前面講到的，儒家文化以「家」作為近乎排他性的人際經濟交易的範圍，使中國社會失去了發展超越血緣的契約制度架構以及相配的政治制度的機會，所以，雖然康乾時期市場制度有了進展，但跟已經發展「家」之外的社會制度長達兩千多年的西方還是無法相比。

但是，鴉片戰爭的失敗讓中國人看到跟西方的差距，迫使中國走「富國強兵」之路。在洋務運動中，新式銀行、保險、證券等現代金融技術都被引入中國。以證券為例，薛福成、盛宣懷、張之洞、李鴻章等都意識到要做洋務就必須廣泛融資，要廣泛融資就必須採用股份有限公司制度，發行股票。

「證券」這個詞在1860年代首先出現在中文裏。最初，在上海租界，外國註冊的洋行向當地居民以及外國商人發行股票，例如，旗昌輪船公司(1862年)、滙豐銀行(1865年)。這些公司在租界或境外設立，受外國法律和法院機構的管轄，所以這些證券發行和交易基本上不受到中國本土制度架構的規管。

李鴻章等人主張推動本土並受中國法律管轄的華人公司的發展。但對這些外來的「公司」、「股票」，靠甚麼「水土」或制度來支持呢？中國人歷來在血緣關係之外不相信任何人，要他們把自己辛苦賺到手的錢財投資給別人辦洋務企業，這當然是一個陌生的概念，更不用說去做了。怎麼辦呢？

我們首先要認識到現代「股份有限公司」的三個顯著特徵。第一，它是一個「法人」，是一個由一堆契約構建的法律體。前面講到，沒有契約執行和權益保障制度，這種法律體就沒有意義。由於股票的發行和交易範圍不限於親戚、熟人範圍，而是全社會，所以行政、立法與司法必須相互獨立並互相制約，否則，相關法律和司法便難以在涉及公司、契約、證券權益糾紛中保持中立，社會對契約、證券中規定的權益和權利缺乏信心，信用交易就難以發展。所以，證券權益、契約權益的保障問題，實際上也是一個憲政問題。

第二，投資者的責任有限，亦即，他們的損失最多不超過最初的投資，他們的責任到此為止。這又跟中國的傳統衝突，因為中國只熟悉無限責任。過去的古典書籍中充斥着「老子還不了債，小子還」的故事，子女要償還父母甚至祖父母的債，債務一代代地相傳。有限責任不僅跟中國的文化衝突，而且要達到這一點，社會的法治程度必須足夠高。有限責任是現代公司的基本特徵，沒有有限責任的保證，處於被動地位的外部投資者是不會願意投資的。

第三，現代公司的核心就是所有權和控制權的分離，也就是說，眾多的外部投資者將資金信託給公司管理層，後者對公司資產有實際的支配權。對於只相信血緣親戚的中國人來說，這當然又是一樁陌生的事情，他們怎麼會相信這些陌生人，並由這些陌生人去管理自己的資產？

當然，發展支持證券交易的制度體系不僅涉及到政治改革、制度變革，而且也不是一兩天能完成的事情。在「富國強兵」的壓力下，晚清改革者必須找到某種解決近渴的信用增強機制，以彌補契約制度的缺失，讓老百姓多少願意出資購買陌生人經營的公司股票。這就是「官商合辦」、「官督商辦」洋務公司模式的背景，由政府參股，並由政府作直接或間接的信用保障，當然，出了亂子，政府必須負最後責任。只有這樣，外部持股人才能享受有限責任，他們才有信心投資。

例如，輪船招商局是中國的第一間現代公司，於1872年由李鴻章創立。當時，他從直隸軍費中撥款十三萬五千兩白銀作為政府的投資。個體商人答應出資十萬兩，但實際到位的只有一萬兩。在1873至1883年間，政府提供給輪船招商局的年貸款在八萬兩至一百萬兩之間。

在輪船招商局成立後的十年裏，又有十五家公司上市，主要來自礦業、製造和交通業。他們的股票在上海的街頭和茶館裏交易。由於有關公司的信息缺乏，股票本身又是一種新東西，投資者就無從區分公司好壞。這樣，股票就自然為投機提供了環境，股票只是符號而已。炒股狂熱導致了1882年中國的第一

股票的發行和交易範圍不限於親戚、熟人範圍，而是全社會，所以行政、立法與司法必須相互獨立並互相制約，否則，相關法律和司法便難以在涉及公司、契約、證券權益糾紛中保持中立，社會對契約、證券中規定的權益和權利缺乏信心，信用交易就難以發展。

次股市泡沫。那一年，很多股價上漲超過100%。不過，緊隨1882年股市繁榮的，是1883年的股災。在1883年至1884年間，股價平均下跌超過70%。這次股災的嚴重後果是，為本地股票投機者提供資金的許多錢莊破產，引發上海和其他城市出現一場嚴重的金融危機。

早期的「官商合辦」、「官督商辦」確實給洋務企業提供了部分信用支持，但代價很大，這些公司與其說是商業企業，還不如說是政府官員的「自留地」。在公司虧損時，這些官員會得到政府幫忙；公司盈利時，政府和官員個人又會以不同名目轉走利潤。官府的介入使公司成為腐敗的工具。由於當時既沒有成型的會計制度，更沒有公司法或證券法，信息披露幾乎不存在。所以，自1872年後的幾十年，中國股市不如賭場就不怪了。由於制度尚未形成，在外部股東與內部管理層間的委託—代理關係，在股東與官府之間的利益衝突，都缺乏獨立第三方的保障。

1904年清廷推出《公司律》，也是中國的第一部涉及商事的法律。到民國時期，國家立法、司法和行政相互制衡的權力架構開始出現，從制度設計上，法院至少能阻止行政權力對公司、對外部股東權益的干預。1929年，民國政府修訂了《公司法》並推出《證券交易法》，為股份有限公司以及證券發展進一步鋪路。在法治運作經驗方面，長進也較多，特別是在上海，商事契約以及權益糾紛的當事人可以選擇在民國法院，或租界法院作為仲裁方，這間接迫使民國法院面對競爭，競爭加快了那時期中國律師、司法的成熟。到1930年代，上海具備了相當熟練的律師群體。另一方面，從晚清開始，上海錢業、銀行業、證券業等行業紛紛成立自律公會，通過行規以及准入與處罰機制規範會員行為，增強了各金融業的信譽。

1912到1930年是中國證券業與其他金融業的黃金時期，有超過1,984家現代工業和礦業公司建立，每家都有超過萬圓的股本資金，而總共有4,589萬元的投資；311家現代股份銀行建立。除上海的證券交易場所之外，1930年代北平股票交易所、寧波股票交易所、漢口股票交易所、重慶股票交易所和青島股票交易所先後成立。一個相對有規模的跨地區金融中介網絡才在中國出現。不論是在規模上還是在範圍上，這些發展將中國的工業結構提升到了一個新的水平。後因南京政府大舉介入金融業以及抗日戰爭，那次黃金時期才被中斷。

早期的「官商合辦」、「官督商辦」確實給洋務企業提供了部分信用支持，但代價很大，這些公司與其說是商業企業，還不如說是政府官員的「自留地」。在公司虧損時，這些官員會得到政府幫忙；公司盈利時，政府和官員個人又會以不同名目轉走利潤。官府的介入使公司成為腐敗的工具。

## 五 人民共和國時期的證券發展

1949年中華人民共和國成立之後，雖然在頭兩年試驗過約十隻股票的發行交易，但在1952年，股票交易被關閉，從此放棄已發展了七十餘年的契約執行與保障機制，拋棄了從1860年代到1949年所積累的證券金融經驗、制度實踐和法律進步。此後，沒收私有財產成為大勢所趨。到1958年，中國實行了幾乎完全的國有制，私營企業產值佔全國總產值的比例不足3%。

到文革結束時，國有經濟的低效和虧損已不堪忍受，1978年開始改革開放。在1980年代，在不放棄國有制的前提下，嘗試過包括生產責任制、獎金制

在內的各種營救國有企業的辦法，到80年代末，才不得不重新推出股份有限公司制度，再次檢起現代公司制度和股票市場。那麼，這次的境況跟晚清洋務運動者所面對的有何異同呢？

首先，在晚清改革者引進西方金融技術、開始試驗股份制公司和股票市場的時候，晚清經濟基本是私有制經濟，國有企業很少。所以，他們的目的很單純：推動新工業，振興中華。相比之下，1990年重新推出股份制公司和股票市場時，主要目的是讓國有企業從老百姓手中融資，幫助解決國有企業的財務危機。或者說，讓老百姓為已被證明失敗的公有制模式結賬。所以，從一開始，股市的目的不是給大眾一個參與財富創造的途徑，讓他們更好地規避未來消費與收入風險，而只是分散政府改革代價的工具。股東權利和權益保護問題是事後才想到的。因此，這次股市試驗從一開始就存在十足的利益衝突，國家有太多的利益在其中，必然會影響到國家的立法、司法和行政立場，使國家不能以獨立的規則制訂者和執行者的身份出現在證券市場上。

第二，在1872年，中國沒有三權分立的概念，更沒有司法獨立、市場監管獨立的制度框架。那時才剛剛開放，也沒有多少現代制度學說的知識和理解。在那種背景下，清政府不得不直接出面為股份有限公司提供信用保障。與此相比，到1980年代末，中國已接觸西方一個多世紀，現代社會科學、法律、歷史知識也傳播了一個多世紀，現代政治制度架構也存在，包括立法(全國人大)、行政(國務院)、司法(法院系統)。但是，在憲政制度沒有落實之前，這些制度架構難以發揮真正的作用，人們除了拿政府作為證券的最終信用擔保人之外，沒有別的機構能讓他們對證券投資放心。所以，股民出現虧損時，必然算到政府頭上。

第三，晚清時期沒有壓制私有財產或私有制的官方意識形態。但是，1980年代至今的情況則相反，在官方意識形態仍然以抑制私有制、以勞動價值論為主的制度文化下，保護外部股東權益、解決委託—代理關係的決心當然要打折扣，立法、執法、監管的無力遲緩就不難理解了。

在晚清和現在，出於不同的目的，中國嘗試過發展證券金融市場，兩次都靠政府提供信用支持，才讓人們對證券交易有些信心。但在晚清時期，由於中國過去未能發展出保障超越血緣的信用交易的契約制度架構，所以官府才直接投資。在最近的這一次，政府之所以又成了證券交易的實際擔保人，一方面是由於國有制、國有企業，使政府變成股票發行方，是最大的直接利益相關者，另一方面是由於政治改革落後，憲政實際不存在，讓中國到今天還沒有真正獨立的司法。如果薛福成、盛宣懷、李鴻章、張之洞今天還活着，看到中國證券市場在一百多年後還是如此，他們會有何感觸和高論呢？

## 六 結束語

同是洋務運動時期引進的西方技術，工業製造技術到今天基本在中國水土相服了，而金融技術卻不然，還在艱難地融入中國社會。為甚麼會有這麼不同

晚清改革的時候，國有企業很少。所以，改革者的目的很單純：推動新工業，振興中華。相比之下，1990年重新推出股份制公司和股票市場時，主要目的是讓國有企業從老百姓手中融資，幫助解決國有企業的財務危機。或者說，讓老百姓為已被證明失敗的公有制模式結賬。

的經歷？技術上的原因在於，「硬」技術多是看得見、摸得着，它們的引進不涉及制度，對制度要求不高；相比之下，推出股票、債券、期貨、基金等金融產品容易，但要人們「信得過」金融契約的交易，相信自己不會被別人騙，放心屬於自己的權益總能拿得回來，這就要求有相配的契約制度。這種差距也是以往「中學為體、西學為用」方針的必然結果。

從更深的層面看，我們可以這樣來理解中西金融發展的差別。說到底，為了生存，人們必須互相交易，特別是為了未來生活安全，人際間必須有金融交易，互相配置未來、今天以及不同事件間的收入和消費。大致講，人類有三種途徑實現個人間的金融交易，第一種是在血緣、在「家」之內進行經濟互助交易，第二種是通過像教會等社會互助組織實現，第三是通過金融市場實現各種所需要的風險消費安排。這三種金融交易途徑不必是排他性的，在許多方面可以相互補充，但這三種途徑的邊界到底在哪裏？哪種途徑使用更多或更少？這都取決於每種交易途徑的成本高低，取決於相關制度與文化的內涵。

儒家的選擇在第一種途徑，甚至只側重血緣內的金融交易，排斥市場和非血緣社會互助組織的經濟交易功能。「三綱五常」等價值體系的作用即在此。其結果是，中國人對血緣關係之外的人無法信任，跟陌生人的信用交易極難發展和實現；另一方面，中國的教會和其他民間互助組織不發達，支持市場契約交易的制度也沒機會發展，使通過非血緣社會互助組織、通過市場作信用交易的成本很高，這反過來又迫使中國人非依賴「家」不可。於是，從晚清到現在，中國仍然缺乏市場交易所需要的制度，民間自發互助組織也稀少。

在西方，這三種途徑間的邊界發生過多次轉變。起初，在農業社會裏，「家」也曾經是主要的金融交易途徑。到古希臘、古羅馬時期，市場的作用有所拓寬，「非血緣不可」的傳統開始淡化。到中世紀，市場的地位退縮，但教會等社會互助組織的邊界拓寬，個人生活安全由「家」和社會互助組織兩者來保證。從中世紀末期開始，外部金融市場重新出現並逐步發展，由此演變出來的契約交易制度使陌生人間的市場交易成本大大降低，以至於在今天的美國，未來生活安全主要由金融市場交易來安排好，經濟交易基本已走出家庭，社會組織的經濟交易功能也弱化，「家」和社會組織的功能主要定義在感情和精神交流上。

今天在中國發展金融仍然很艱難，從上面的分析中我們看到，其根本的原因之一在深根於社會的儒家文化，在於「非家不可」、「非血緣不可」的文化，這種價值體系不利於超越血緣關係的制度建設，不利於陌生人間信用的建立，也就不利於證券金融的發展。換言之，在缺乏「家」之外的信用交易制度支持時，中國人不能把金融證券看成可靠的投資工具；在儒家文化只信血緣關係的傳統下，中國人也不會把別人發行的金融證券當成投資工具。所以，股票和其他證券就成了自成一體的投機品，而不是投資品。一旦認識到這些，我們就能看到，在這次新的文化大討論、新的國學熱中，千萬別再重複宋朝的選擇，誤導我們又回縮到儒「家」。市場經濟的深化、憲政改革的推進才是真出路。

「硬」技術多是看得見、摸得着，它們的引進不涉及制度，對制度要求不高；相比之下，推出股票、債券、期貨、基金等金融產品容易，但要人們「信得過」金融契約的交易，就要求有相配的契約制度。