

## 股份制还是股份合作制？\*

——对农村金融机构绩效的比较分析

李广子 曾刚

**内容提要：**作为两种不同的组织模式，股份制和合作制的优劣在学术界长期存在着争议。我国农村金融机构中股份制与股份合作制并存为我们比较这两种模式提供了难得的自然实验机会。利用我国农村商业银行和农村合作银行数据，本文首次对这两类机构的绩效进行了比较，并讨论了导致两类机构绩效存在差别的潜在影响因素。主要发现包括：（1）农商行的绩效优于农合行，考虑到样本初始条件差异后这一结论仍然成立；（2）农商行的内部治理效率总体上优于农合行，而且，内部治理效率对于农村金融机构的绩效具有一定的正面影响。因此，不同组织模式所导致的公司治理效率的差异可能是两类金融机构绩效差别的一个重要原因。本文的研究对我国进一步推进农村金融改革具有重要的参考意义。

**关键词：**股份制 股份合作制 农村商业银行 农村合作银行 绩效

**作者简介：**李广子，中国社会科学院金融研究所银行研究室副主任，副研究员，100028

曾刚，中国社会科学院金融研究所银行研究室主任，研究员，100028

**中图分类号：**F8 **文献标识码：**A **文章编号：**

### 一、引言

随着我国新农村建设的推进，农村金融改革的重要性日益凸显。作为农村金融体系的主体，农村信用社（下文简称“农信社”）改革成为农村金融改革的关键。新中国成立以来，农信社在我国的发展已经有60多年的历史，期间经历过多次改革。最近的一次改革始于2003年，在这一轮改革中，一批符合条件的农信社被组建为农村商业银行（下文简称“农商行”）和农村合作银行（下文简称“农合行”）。其中，农商行采取股份制模式，农合行采取股份合作制模式。截至2012年底，我国共有农商行和农合行337家和147家，农商行和农合行的总资产分别达到6.3万亿和1.3万亿，分别占银行业金融机构133.6万亿总资产的4.7%和1.0%<sup>①</sup>。尽管总体规模较小，但这两类机构已经成为我国金融体系中不可忽视的一部分。

那么，这两类机构的经营绩效如何？是否存在差别？为什么会存在差别？对这些问题进行分析具有重要的理论意义和现实意义。在理论意义上，股份制与合作制的优劣在学术界长期以来存在着巨大争议（谢平，2001）。与股份制相比，一方面，合作制建立在互助与忠诚基础上，实行民主决策，员工对企业具有较高的关心程度和风险意识，企业凝聚力较强。同时，合作制模式下，信息不对称程度较低，有助于降低交易成本和交易风险（Nilsson，2001；贺力平，2002）；另一方面，由于产权不清，合作制成员无法完全承担其行为所产生的后果，由此引发较为严重的激励问题<sup>②</sup>（Nilsson，2001；Borgen，2004）。在这种情况下，两种组织模式究竟孰优孰劣是一个实证层

\* 基金项目：国家自然科学基金青年基金项目“企业集团视角下的上市公司多元化行为研究”（71202133）；2012国家社科基金重大项目“利率市场化改革与利率调控政策研究”（12&ZD086）；中国社会科学院青年科研启动基金B类项目“新型农村金融机构发展与农村金融改革”（1100000074）。

<sup>①</sup> 参见《中国银行业监督管理委员会2012年报》。

<sup>②</sup> 本文在下文中还将对此进行讨论。

面的问题。我国新一轮农信社改革产生了采取不同组织模式的两类新型农村金融机构，即采取股份制的农商行和采取股份合作制的农合行。股份合作制是在合作制的基础上，吸收股份制运作机制的一种企业组织形式，与股份制相比的最大特点在于其具有合作制的属性。两类机构在设立时间、初始条件、所处地域经济发展水平等诸多方面都具有很大的可比性，这为我们对股份制和合作制进行深入比较提供了难得的自然实验机会，对两类机构的绩效及相关问题进行分析有助于我们深入理解两种组织模式的优劣及其背后的逻辑。从现实意义看，近年来，越来越多的农信社通过改制成为农商行或农合行。同时，一些农合行也通过改制成为农商行<sup>①</sup>。本文的研究是对这一系列改革效果的评估，也为上述改革的实施提供了理论支撑；此外，本文的研究对于农村金融机构特别是农信社的进一步改革也具有重要的参考意义。

利用我国农商行和农合行数据，本文首次对这两类机构的绩效进行了比较，并讨论了导致两类机构绩效存在差别的潜在影响因素。主要发现包括：（1）农商行的绩效总体上优于农合行，考虑到样本初始条件后这一结论仍然成立；（2）与农合行相比，农商行的内部治理效率更高，而且，公司治理效率对于农村金融机构的绩效具有一定的正面影响。因此，不同组织模式所导致的公司治理效率的差异可能是两类金融机构绩效差别的一个重要原因。

与已有文献相比，本文的贡献主要有以下四个方面。第一，本文首次利用较为全面的数据对农商行和农合行的绩效进行了分析和比较，丰富了关于中小银行绩效问题的研究文献。作为银行体系的重要组成部分，中小银行在服务中小企业、促进地区经济增长等方面发挥着重要作用（林毅夫和李永军，2001；Berger and Udell, 1995；Stiglitz, 2008）。可能受数据限制，已有关于银行绩效问题的研究多集中于大银行（如 Berger et al., 2005；Lin and Zhang, 2009；杨德勇和曹永霞，2007），基于大样本对中小银行特别是农商行和农合行绩效的经验研究几乎处于空白，本文是对此类文献的一个重要补充；第二，本文首次在实证层面探讨了股份制和股份合作制两种组织模式对绩效的影响。已有文献在制度层面从实证角度探讨企业或银行的绩效问题时，主要集中于所有制性质（如 Sapienza, 2004；李维安和曹廷求，2004），对股份制和合作制对绩效影响的研究多集中于定性分析（例如，谢平，2001；贺力平，2002）。据我们所知，Kontolaimou and Tsekouras (2010) 是主流文献中较少的对此进行研究的实证文献，但这一文献考察的是银行的效率而未涉及财务绩效。本文的证据表明，除所有制性质外，股份制和股份合作制两种组织模式也会对企业（银行）绩效产生重要影响；第三，在探讨股份制和股份合作制对绩效影响的基础上，本文进一步从公司治理角度分析了绩效产生影响的机制，为不同组织模式下的绩效差异提供了可能的解释；第四，本文的研究还丰富和拓展了银行治理领域的文献。已有关于银行治理的文献主要探讨什么样的治理机制是有效的（例如 Prowse, 1997；李维安和曹廷求，2004），而对于治理机制本身受哪些因素影响研究得并不多。本文的研究表明，组织模式是影响银行治理机制的一个重要因素。

## 二、制度背景<sup>②</sup>

我国的农商行和农合行由农信社改制而来，农信社是指经监管部门批准设立、由社员入股组成、实行民主管理、主要为社员提供金融服务的农村合作金融机构。对于合作经济组织的特征，

<sup>①</sup> 时任中国银行业监督管理委员会合作金融机构监管部主任姜丽明于2011年8月2日在答记者问中表示，现有农村合作银行要全部改制为农村商业银行（资料来源：中国银行业监督管理委员会网站）。

<sup>②</sup> 关于农信社改革的详细讨论可参见易棉阳和陈俭（2011）。

易绵阳和陈俭（2011）将其总结为自愿性、民主管理性、互助共济性等三个方面<sup>①</sup>。20世纪20年代，信用合作思想被引入到中国，一些信用合作组织相继成立。新中国成立以来，我国农信社经历了“快速扩张——停滞不前——高速发展”的“之”或“Z”字型发展路径（易绵阳和陈俭，2011）。新中国成立初期，全国开展信用合作运动，在全国范围内实现了信用合作化。在这一阶段，农信社成立时农户自愿入股，服务对象是本社社员，基本上体现了自愿、合作的特点（易绵阳和陈俭，2011）。1958至1978年间，受“左”的思想影响，农村信用合作事业遭受了严重破坏，农信社逐渐失去“自愿”、“合作”的性质，演变成中国人民银行的基层机构。1980年以后，农信社改革朝着恢复合作性和逐步商业化的方向进行。1996年8月，国务院颁发《关于农村金融体制改革的决定》，要求“把农村信用社逐步改为由农民入股、由社员民主管理、主要为入股社员服务的合作性金融组织”。自此，农信社与农业银行实现脱钩，我国开始对农信社按合作制原则规范进行改革。

2003年6月，国务院下发《深化农村信用社改革试点方案》，标志着新一轮农信社改革正式开始。这一轮改革的重点是改革农信社产权机制、法人治理结构、内控机制和内部管理机制，一些符合条件的农信社被改制为农商行和农合行。其中，农商行是由辖内农民、农村工商户、企业法人和其它经济组织共同发起成立的股份制地方性金融机构<sup>②</sup>；农合行是由辖内农民、农村工商户、企业法人和其它经济组织入股组成的股份合作制社区性地方金融机构。所谓的股份合作制是在合作制的基础上，吸收股份制运作机制的一种企业组织形式<sup>③</sup>。其中，合作制是通过资格股体现的，而股份制是通过投资股实现的。根据《农村合作银行管理暂行规定》，在股份合作制下，农合行的自然人股和法人股份分别设定资格股和投资股两种股权。资格股是取得农合行股东资格必须交纳的基础股金，投资股是由股东在基础股金外投资形成的股份。资格股实行一人一票，自然人股东每增加2000元投资股增加一个投票权，法人股东每增加20000元投资股增加一个投票权。农合行的投资股可转让，但不可退股。根据《深化农村信用社改革试点方案》，虽然“股份合作制”只是由“合作制”向“股份制”过渡的一种组织模式<sup>④</sup>，但这一改革的直接结果是使得我国农村金融机构在相当长时间内呈现出股份制、合作制和股份合作制并存的局面，这也为我们比较两种组织模式的优劣提供了难得的自然实验机会。

### 三、样本与研究设计

<sup>①</sup> 对于非营利性是否是合作经济组织的特征，学术界存在一定争议。1844年Rochdale公平开拓者协会提出的七项原则（一人一票、政治和宗教中立、盈余全体分配、从盈余中提取教育费用、按市价销售产品、无负债交易、公平交易）中并未包含非营利性，而1995年国际合作社联盟100周年曼彻斯特会议提出的“合作社七原则”（自愿与开放原则，民主管理、一人一票原则，非营利和社员参与分配原则，自主和不负债原则，教育、培训和信息原则，社际合作原则，社会性原则）中则包含这一点。我国的谢平（2001）提出的四项原则（自愿性、民主管理性、互助共济性、非营利性）中也包含非营利性。易绵阳和陈俭（2011）发现，自19世纪晚期以后，信用社几乎都以盈利为经营目标。他们因此将合作经济组织的特征定义为自愿性、民主管理性、互助共济性，未包括非营利性。详见易绵阳和陈俭（2011）的讨论。本文也认为非营利性不是合作经济组织的特征。营利是合作经济组织实现商业可持续的基础，如果不营利，合作经济组织是不可持续的，更不能为成员提供服务，从而无法实现合作的目的。

<sup>②</sup> 参见《农村商业银行管理暂行规定》。

<sup>③</sup> 参见《农村合作银行管理暂行规定》。

<sup>④</sup> 《深化农村信用社改革试点方案》规定：“按照股权结构多样化、投资主体多元化原则，根据不同地区情况，分别进行不同产权形式的试点。有条件的地区可以进行股份制改造；暂不具备条件的地区，可以比照股份制的原则和做法，实行股份合作制；股份制改造有困难而又适合搞合作制的，也可以进一步完善合作制。”2011年8月2日时任中国银行业监督管理委员会合作金融机构监管部主任姜丽明在答记者问中表示：“全面取消资格股，鼓励符合条件的农村信用社改制组建为农村商业银行。不再组建新的农村合作银行，现有农村合作银行要全部改制为农村商业银行。”可见，依据现有改革方案，“股份合作制”是由“合作制”向“股份制”过渡的一种组织模式。

### （一）样本

本文的样本涵盖我国绝大部分农商行和农合行 2007 至 2009 三年的数据。其中，财务数据来自于与我们长期合作的政府部门和金融机构，公司治理数据由作者从各银行年报及其他公开披露信息中手工搜集得到。样本共包含 213 家农村金融机构，其中，农商行 32 家，农合行 181 家。截至 2009 年底，我国共有农商行 43 家，农合行 196 家，两类金融机构合计 239 家<sup>①</sup>。样本农商行、农合行和机构总数分别占比 74%、93% 和 89%，具有广泛的代表性。

### （二）研究设计

本文首先对两类银行的绩效指标进行单变量比较分析。在此基础上，参照 Berger et al. (2005)、Lin and Zhang (2009) 等的标准方法，采取如下模型对银行绩效指标进行多变量回归分析。

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 NSH + \beta_2' X + \varepsilon$$

其中，因变量 Performance 表示银行绩效。已有文献选取的银行绩效度量指标大同小异，资产利润率 (ROA)、资本利润率 (ROE)<sup>②</sup> 和不良贷款率 (NPL Ratio) 是文献中最为常用的度量指标 (比如, Berger et al., 2000; Beck et al., 2005; Berger et al., 2005; Lin and Zhang, 2009; 李维安和曹廷求, 2004; 等)。参考已有文献, 本文选择资产利润率 (ROA)、资本利润率 (ROE) 和不良贷款率 (NPL Ratio) 作为银行绩效的度量。

核心解释变量 NSH 为反映两类机构类型的虚拟变量。当农村金融机构为农商行时, 该变量取值为 1, 否则取值为 0。X 表示控制变量向量。参照 Berger et al. (2005)、Lin and Zhang (2009) 的做法, 本文将银行总资产规模作为控制变量, 以滞后一期资产规模 (万元) 的对数 (Lag Size) 表示。考虑到改制时间的长短对其绩效可能会产生影响, 本文将农村金融机构的年龄 (Age) 作为控制变量, 以农村金融机构自改制以来所经历的年度数表示。此外, 由于样本银行均为区域性农村金融机构, 本文还农村金融机构所属地区宏观经济变量进行了控制, 包括各银行所在省份相应年度通货膨胀水平 (CPI)、GDP 增长率 (GDP Growth) 和人均 GDP 的对数 (GDP Per Capita) 等。最后, 本文还对年度因素 (Year) 进行控制。

本文样本为非平衡面板数据。我们在分析中利用标准的方法对不同模型进行了比较, 随机效应模型 (random effect model) 总体上略优于基于普通最小二乘法 (OLS) 的混合回归模型和固定效应模型 (fixed effect model)。下文中, 我们将以随机效应模型为基础报告相应的分析结果。

## 四、农商行与农合行绩效比较

### （一）基本结果

表 1 给出了单变量分析结果。由于部分指标不满足正态性, 表 1 同时比较了均值和中位数。

从表 1 可以看到, 农商行各绩效指标总体上要优于农合行。样本农商行的资产利润率 (ROA) 和资本利润率 (ROE) 均值分别为 1.29% 和 20.21%, 而样本农合行的 ROA 和 ROE 均值分别为 1.07% 和 16.70%, 农商行比农合行分别要高 0.22% 和 3.51%, 显著性水平分别低于 5% 和 1%。样本农商行和农合行的平均不良贷款率分别为 2.92% 和 6.48%, 前者比后者低 3.56%, 显著性水平低于 1%。单变量结果表明农商行无论在盈利能力上还是在资产质量上都要好于农合行。分年度情况基本类

<sup>①</sup> 参见《中国银行业监督管理委员会 2009 年报》。

<sup>②</sup> 根据 Rhoades (1998), 当银行的利润较多地来自表外业务时, 由于这些业务会产生收入和费用, 但却不计入银行的资产, 此时, 使用 ROA 指标衡量此类银行的绩效将会产生向上的偏差。而 ROE 指标则能够一定程度上消除这种误差。

似，绩效指标的中位数比较结果也基本类似，不再赘述。

表1 农商行与农合行绩效比较（2007-2009）

类型	变量	全样本		2007		2008		2009	
		N	均值	N	均值	N	均值	N	均值
农商行 (1)	ROA	47	1.29% (1.19%)	12	1.11% (1.11%)	15	1.48% (1.34%)	20	1.26% (1.18%)
	ROE	47	20.21% (20.69%)	12	18.99% (21.07%)	15	22.78% (21.51%)	20	19.00% (18.31%)
	NPL Ratio	65	2.92% (2.39%)	13	3.20% (2.59%)	20	3.35% (2.72%)	32	2.54% (2.24%)
农合行 (2)	ROA	327	1.07% (1.02%)	72	0.90% (0.75%)	99	1.09% (1.02%)	156	1.14% (1.06%)
	ROE	327	16.70% (15.75%)	72	14.71% (12.75%)	99	17.32% (17.01%)	156	17.22% (16.17%)
	NPL Ratio	435	6.48% (4.91%)	100	9.54% (8.39%)	154	6.54% (5.40%)	181	4.74% (3.86%)
差异 (1) - (2)	ROA		<b>0.22%<sup>**</sup></b> <b>(0.17%<sup>*</sup>)</b>		0.21% (0.36%)		<b>0.39%<sup>**</sup></b> <b>(0.32%<sup>*</sup>)</b>		0.13% (0.12%)
	ROE		<b>3.51%<sup>***</sup></b> <b>(4.94%<sup>***</sup>)</b>		<b>4.29%<sup>*</sup></b> <b>(8.32%<sup>**</sup>)</b>		<b>5.46%<sup>**</sup></b> <b>(4.50%<sup>**</sup>)</b>		1.78% (2.14%)
	NPL Ratio		<b>-3.56%<sup>***</sup></b> <b>(-2.52%<sup>***</sup>)</b>		<b>-6.35%<sup>***</sup></b> <b>(-5.80%<sup>***</sup>)</b>		<b>-3.19%<sup>***</sup></b> <b>(-2.68%<sup>***</sup>)</b>		<b>-2.20%<sup>***</sup></b> <b>(-1.63%<sup>***</sup>)</b>

说明：括号内为中位数，\*、\*\*、\*\*\*分别表示均值或中位数在10%、5%、1%显著性水平上异于0（双尾）。比较绩效时，分别采用t统计量和Wilcoxon符号秩统计量检验绩效指标均值和中位数差异是否异于0。下同。

表2给出了多变量回归分析结果。

表2 农商行与农合行绩效回归分析（2007-2009）

	(1) ROA	(2) ROE	(3) NPL Ratio	(4) ROA	(5) ROE	(6) NPL Ratio
<i>NSH</i>	<b>0.003<sup>*</sup></b> <b>(0.001)</b>	<b>0.037<sup>*</sup></b> <b>(0.021)</b>	<b>-0.013<sup>**</sup></b> <b>(0.005)</b>	<b>0.003<sup>*</sup></b> <b>(0.001)</b>	<b>0.036<sup>*</sup></b> <b>(0.020)</b>	<b>-0.017<sup>***</sup></b> <b>(0.006)</b>
<i>Lag Size</i>	0.000 (0.000)	0.001 (0.007)	-0.011 <sup>***</sup> (0.003)	-0.000 (0.000)	0.003 (0.009)	-0.005 (0.003)
<i>Age</i>	-0.000 (0.000)	-0.007 (0.005)	0.003 <sup>**</sup> (0.001)	-0.000 (0.000)	-0.006 (0.005)	0.003 <sup>**</sup> (0.001)
<i>CPI</i>				-0.097 <sup>***</sup> (0.032)	-0.902 <sup>*</sup> (0.530)	-0.065 (0.272)
<i>GDP Growth</i>				-0.020 (0.017)	0.017 (0.247)	-0.207 <sup>**</sup> (0.102)
<i>GDP per capita</i>				0.000 (0.001)	-0.015 (0.014)	-0.023 <sup>***</sup> (0.007)
<i>Intercept</i>	0.008 (0.007)	0.155 <sup>*</sup> (0.089)	0.233 <sup>***</sup> (0.043)	0.015 <sup>*</sup> (0.009)	0.313 <sup>**</sup> (0.139)	0.420 <sup>***</sup> (0.083)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Wald Chi<sup>2</sup></i>	33.76 <sup>***</sup>	14.75 <sup>***</sup>	149.09 <sup>***</sup>	53.91 <sup>***</sup>	19.26 <sup>***</sup>	158.92 <sup>***</sup>
<i>R<sup>2</sup></i>	0.025	0.029	0.177	0.043	0.031	0.187
<i>BPLM</i>	105.21 <sup>***</sup>	72.60 <sup>***</sup>	255.34 <sup>***</sup>	110.38 <sup>***</sup>	73.09 <sup>***</sup>	236.32 <sup>***</sup>
<i>N</i>	374	374	500	374	374	500

说明：Intercept为截距项，R<sup>2</sup>和Wald Chi<sup>2</sup>分别表示随机效应模型总体R<sup>2</sup>和Wald Chi<sup>2</sup>值；BPLM为随机效应模型Breusch and Pagan LM统计量。表中列示的为回归方程中截距项及各变量的回归系数，括号中为标准差。下同。

回归(1)、(2)和(3)仅将资产规模(Lag Size)和银行年龄(Age)作为控制变量。其中,回归(1)和(2)中农商行虚拟变量(NSH)的回归系数为正,显著性水平低于10%,说明农商行的盈利能力在控制资产规模和银行年龄因素之后仍然显著高于农合行。回归系数表明农商行的ROA和ROE平均来说分别比农合行高0.3%和3.7%,经济意义也是显著的。回归(3)中农商行虚拟变量(NSH)的回归系数为负,显著性水平低于5%,说明农商行不良贷款率显著低于农合行。从回归系数来看,农商行不良贷款率平均来说比农合行低1.3%。从控制变量情况来看,回归(3)中资产规模变量回归系数显著为负,银行年龄变量回归系数显著为正,说明资产规模较小、成立时间较长的银行资产质量相对较差。回归(4)、(5)、(6)加入农村金融机构所在省份CPI、GDP增长率(GDP Growth)和人均GDP(GDP Per Capita)等作为控制变量。可以看到,农商行虚拟变量(NSH)的回归系数仍然是显著的,说明在控制宏观经济变量之后,农商行的绩效仍然优于农合行。

## (二) 进一步讨论

如前文所述,我国的农商行和农合行主要是由农村信用社改制而来。国务院2003年6月下发的《深化农村信用社改革试点方案》规定,在农信社改革过程中,“有条件的地区可以进行股份制改造;暂不具备条件的地区,可以比照股份制的原则和做法,实行股份合作制;股份制改造有困难而又适合搞合作制的,也可以进一步完善合作制。”可见,改制为农商行的农信社与改制为农合行的农信社在改制时的初始条件可能存在一定差别。也即,农商行在设立时的初始条件可能优于农合行。因此,直接对农商行和农合行的绩效进行比较会存在选择性偏差。

对于上述问题,从设立条件来看,《农村合作银行管理暂行规定》和《农村商业银行管理暂行规定》中对农合行和农商行的条件分别做了明确规定。具体地,设立农合行要求:(1)有符合规定的章程;(2)发起人不少于1000人;(3)注册资本金不低于2000万元人民币,核心资本充足率达到4%;(4)不良贷款率低于15%;(5)有具备任职专业知识和业务工作经验的高级管理人员;(6)有健全的组织机构和管理制度;(7)有符合要求的营业场所、安全防范措施和与业务有关的其它设施;(8)中国银行业监督管理委员会规定的其它条件。成立农商行的条件为:(1)有符合规定的章程;(2)发起人不少于500人;(3)注册资本金不低于5000万元人民币,资本充足率达到8%;(4)设立前辖内农村信用社总资产10亿元以上,不良贷款率15%以下;(5)有具备任职所需的专业知识和业务工作经验的高级管理人员;(6)有健全的组织机构和管理制度;(7)有符合要求的营业场所、安全防范措施和与业务有关的其它设施;(8)中国银行业监督管理委员会规定的其它条件。可以看到,两类机构在设立条件上仅在发起人人数、资产(注册资本)规模、资本充足率等方面存在不同,在其他方面完全一致。

解决选择性偏差的一种常用办法是配对方法,即选择其他特征相似的两家农商行和农合行作为配对样本,并考察配对银行在绩效上的差异。基于在初始设立条件上的差别,同时由于发起人人数数据无法得到,本文选择资产规模和资本充足率作为主要指标对两类银行进行配对。另外,考虑到地区差异可能会对银行绩效产生一定影响,因此,选择配对样本时还要考虑两家银行所属地区的经济发展水平。由于农商行样本较少,本文以农商行为基准,根据以下条件选择农合行与其构成配对银行<sup>①</sup>:(1)两家银行来自于同一省份或经济发展水平类似的省份<sup>①</sup>;(2)两家银行

<sup>①</sup> 如前文所述,两类机构在设立条件上仅在发起人人数、资产(注册资本)规模、资本充足率等方面存在差异。受数据可得性限制,本文无法获得样本的发起人人数数据。因此,除来自于同一省份之外,本文在确定配对样本

资产规模相差幅度在 30% 以内<sup>②</sup>；(3) 两家银行资本充足率相差幅度在 30% 以内<sup>③</sup>。如果上述后两项条件无法满足，则选择与此条件最为接近的农合行作为配对银行。在进行配对时，最为合理的做法是根据农信社改制之前的数据。遗憾的是，本文数据中未包含农信社改制前的数据。受数据可得性限制，本文以 2009 年数据为基准确定配对样本。根据上述条件，本文最终为 15 家农商行选取了适当的农合行进行配对。在此基础上，本文对配对样本进行回归分析。具体结果见表 3。

表 3 配对银行绩效回归分析 (2007-2009)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROE	NPL Ratio	ROA	ROE	NPL Ratio
<i>NSH</i>	<b>0.005*</b> (0.002)	<b>0.063*</b> (0.035)	<b>-0.023**</b> (0.011)	<b>0.005**</b> (0.002)	<b>0.053**</b> (0.027)	<b>-0.017*</b> (0.010)
<i>Lag Size</i>	0.002 (0.001)	0.042* (0.022)	-0.025*** (0.006)	0.001 (0.001)	0.034 (0.022)	-0.027*** (0.007)
<i>Age</i>	-0.000 (0.001)	-0.011 (0.013)	0.003 (0.002)	-0.000 (0.001)	-0.009 (0.011)	0.003 (0.002)
<i>CPI</i>				-0.077 (0.084)	-0.905 (1.331)	-0.220 (0.218)
<i>GDP Growth</i>				0.002 (0.054)	1.034 (0.882)	-0.480*** (0.154)
<i>GDP per capita</i>				0.003 (0.003)	0.047 (0.036)	-0.006 (0.007)
<i>Intercept</i>	-0.017 (0.023)	-0.421 (0.300)	0.411*** (0.097)	-0.040 (0.036)	-0.904* (0.477)	0.582*** (0.124)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Wald Chi<sup>2</sup></i>	30.33***	17.98***	62.23***	37.67***	24.42***	90.46***
<i>R<sup>2</sup></i>	0.189	0.202	0.234	0.221	0.315	0.233
<i>BPLM</i>	22.80***	19.16***	60.11***	18.19***	17.91***	52.98***
<i>N</i>	72	72	79	72	72	79

表 3 结果与前文基本类似，样本农商行各绩效指标仍然显著好于配对的农合行。可见，样本选择性偏差无法解释两类银行在绩效上的差别。

## 五、什么因素产生了影响

农商行在绩效上为什么优于农合行？这一部分里，本文将从银行治理入手，首先对两类考察农村金融机构在治理效率方面的差异，然后考察治理效率对银行绩效的影响。

### (一) 银行治理效率比较

农商行和农合行最大的区别在于其组织模式的不同，农商行采取的是股份制，而农合行采取的是股份合作制。顾名思义，股份合作制与股份制相比最主要的区别就在于股份合作制中包含的合作制属性。如前文所述，合作制在一定程度上实现了民主管理，提高了企业的凝聚力；同时能够降低信息不对称程度，从而有助于降低交易成本和交易风险。但是与股份制相比，合作制也存

时主要依据资产规模和资本充足率指标。

<sup>①</sup> 由于部分省份只有 1 家农商行或农合行，因此，如果在所在省份找不到合适的农合行进行配对，本文在经济水平相近的其他省份寻找可以配对的农合行。

<sup>②</sup> 参照李广子和刘力 (2010) 的做法，本文选择 30% 作为偏离幅度。为稳健起见，本文还选择了 15%、20%、25%、35% 等进行稳健性测试，结果表明，选择新的偏离幅度时本文的基本结论仍然成立。

<sup>③</sup> 此处是相对比例而非绝对值，指两类银行在资本充足率上差异的相对比例，而不是指两类银行在资本充足率绝对值上相差 30%。

在很大弊端。Borgen (2004) 认为, 由于合作制成员无法承担其自身选择和行为的全部后果, 合作制将会产生严重的激励问题。具体地, Borgen (2004) 将其分为与投资有关的激励问题和与决策有关的激励问题两大类。从投资角度看, 首先, 由于合作制成员投入的资金份额与其从投资中所获得的收益不匹配, 此时, 合作制成员之间以及合作制老成员与新成员之间会产生严重的搭便车行为; 其次, 当合作制成员之间存在不同的风险和收益偏好时, 合作组织的投资很难满足不同成员的偏好, 从而可能会影响到投资的效率。从决策角度看, 首先, 由于有意愿进行监督的合作制成员无法获得监督管理层所带来的全部好处, 因此合作制企业很难对管理层进行有效监督; 其次, 由于每个合作制成员对决策影响有限, 当合作制成员众多、意见分歧较大时, 决策效率会非常低, 决策成本也会非常大。此外, 在我国特定的背景下, 合作制还存在其他一些弊端。首先, 要使民主管理真正得以实施, 行使民主管理的人必须具有行使民主管理的能力。但在实际中, 部分资格股股东的文化素质特别是经营管理素质并不高, 并不具备实施民主管理的能力, 此时, 民主管理通常很难实现; 其次, 受我国传统文化的影响, 很多资格股股东参与和行使民主管理的意识非常淡薄 (权锡鉴和曹洪军, 2000)。

组织模式的差异势必会影响到银行的内部治理。因此, 一个自然的推断是, 股份合作制与股份制相比的内在缺陷将会损害农合行内部治理的效率。可能包括以下几个方面:

第一, 股权结构。根据规定, 股份合作制的资格股股东采取“一人一票制”。对于股东来说, 只要向银行投入基本的股金即可以获得投票权; 如果需要增加投票权, 则需要投入更多的资金。根据《农村合作银行管理暂行规定》, 自然人股东资格股起点金额为人民币 1000 元, 法人股东资格股起点金额为人民币 10000 元。自然人股东每增加 2000 元投资股增加一个投票权, 法人股东每增加 20000 元投资股增加一个投票权。在这种制度安排下, 与股份制相比, 投资者需要付出相对更高的成本才能够获取额外的投票权, 此时, 投资者增加投资的激励相对较小, 股权结构可能更加分散。对于股权集中度与绩效的关系, 理论上存在着较大的争论。一方面, 由于信息不对称, 投资者会存在严重的“搭便车”行为, 此时, 大股东成为一种重要的公司治理机制, 股权集中能够促使有能力同时有动力的投资者对管理者进行监督从而改善绩效 (Shleifer and Vishny, 1986, 1997)。此外, 大股东对公司绩效的正面作用还可能来自于其支持行为 (Friedman et al., 2003); 另一方面, 股权集中又可能会产生大股东的控制权私利 (Zingales, 1994)、掏空行为 (Johnson et al., 2000) 等等。因此, 股权集中度与企业绩效之间的关系更可能是非线性的: 一定程度的股权集中可能会对绩效产生正向影响, 而过度的股权集中则可能会损害绩效。在实证层面, 尽管尚未达成共识, 但仍有较多的文献发现股权集中与企业绩效之间的这种非线性关系 (如 Morck et al., 1988); 另外, 还有一部分文献发现股权集中对企业绩效的正面影响 (如 Gorton and Schmid, 2000)。Gorton and Schmid (1999) 关于澳大利亚合作制银行的研究更是表明, 合作成员的数量与银行绩效显著负相关。因此, 农合行分散的股权结构可能会损害到其治理的效率。

第二, 机构设置。农商行采取的是股份制, 所适用的各项法律制度非常完善, 比如《公司法》、《商业银行法》等等; 与之相反, 目前我国在合作金融方面还缺乏健全的法律予以规范。因此, 与农合行相比, 农商行在内部机构设置方面可能更加规范完整。而且, 由于存在的激励问题, 合作制成员可能没有动力去设置相对完善的公司治理架构, 合作制企业的内部管理因此会相对松散。

第三, 运行效率。由于合作制会产生严重的激励问题, 其结果是合作制成员没有动力在加强企业经营管理和监督管理者方面投入更多的精力, 搭便车行为严重, 决策效率低下, 决策成本高



昂。另外，合作制奉行民主管理。在我国目前特定环境下，很多资格股股东参与和行使民主管理的意识淡薄，也不具备相应的能力。这些特点决定了采取股份合作制的农合行的内部治理机制运行效率会相对较低。与之相反，农商行由于实行股份制则可以避免这些缺陷。

基于以上分析，我们试图从股权结构、机构设置和运行效率等方面对农商行和农合行的治理机制进行比较。参照文献中关于公司治理及银行治理的研究（例如，李维安和曹廷求，2004；等），同时结合数据可得性，本文选取的反映股权结构的指标包括第1大股东持股比例（First）、第2大股东持股比例（Second）、第2至10大股东持股比例（Top 2 to 10）等；反映机构设置的指标包括董事会人数（Director）、独立董事人数（Independent）、独立董事占比（Independent Ratio）、董事会专门委员会数量（Professional Committee）、董事长是否兼任行长（Chair & CEO）、监事会规模（Supervisor）等；反映运行效率的指标包括董事会会议次数（Board Meeting）、董事会议案数（Proposal）和董事会平均议案数（Average Proposal）等。

我们根据银行年报或者信息披露公告等搜集所需信息，通过搜索引擎对每家银行逐一进行搜索。由于信息披露有限，最终得到14家农商行和27家农合行相关数据。我们发现，选择以2009年为对象能够为我们带来最多的样本<sup>①</sup>，因此下文分析以2009年数据为基准。具体结果见表4。

从机构设置情况来看，样本农商行董事会平均规模为13.1人，农合行为11.5人，前者比后者平均多1.6人且在5%的显著性水平上显著。此外，样本农商行董事会中平均独立董事数量为规模为3.5人，而农合行仅为1.0人，前者是后者的3倍多。从表4还可以看到，14家样本农商行中，所有银行均设置了独立董事，而27家样本农合行中有7家没有设置独立董事，占比25.9%。从独立董事占比来看，农商行平均为26%，农合行平均为8.8%，前者是后者的3倍多，差异在1%的显著性水平上显著。可见，与农合行相比，农商行董事会具有更高的独立性。董事会通常会设置若干个专门委员会，比如审计、薪酬、风险、关联交易、战略、提名等。从专门委员会数量来看，样本农商行为5个，而农合行仅为3.6个，前者比后者多1.4个，差异在1%的显著性水平上显著，说明农商行在董事会的机构设置上比农合行更为完善<sup>②</sup>。我们在数据中还发现，在专门委员会的设置上，战略委员会成为董事会中最常缺失的专门委员会。在14家可获取数据的农商行中，有4家没有设置战略委员会，占比28.6%；而在在16家可获取数据的农合行中，有13家没有设置战略委员会，占比81.3%。可以发现，农合行董事会中未设立战略委员会的比例远高于农商行，一定程度上说明农商行更加重视银行的长远战略发展。此外，所有样本银行的董事长均未兼任行长，农商行与农合行在监事会规模上也并无显著差异。

在运行效率上，样本农商行2009年平均召开董事会会议6.8次，显著高于农合行的4.5次；此外，在2009年，样本农商行董事会审议议案数平均为42件，而样本农合行仅为23件，前者比后者多19件，差异在1%的显著性水平上显著。从平均每次董事会审议的议案数量来看，样本农商行为6.4件，比样本农合行的5.1件多1.3件，差异显著性水平低于10%。可以看到，与农合行

<sup>①</sup> 实际上，除反映运行效率的一些指标（比如董事会会议数、董事会议案数、董事会平均议案数等）之外，银行的治理机制在不同年度通常变化很小。

<sup>②</sup> 这里考察的是各家银行董事会专门委员会的名义数量。部分银行董事会中一个专门委员会可以行使多种职能，比如风险和审计委员会，行使风险委员会和审计委员会两个委员会的职能，因此从实际职能来看相当于两个专门委员会。如果按照职能考察专门委员会的实际数量，则样本农商行董事会专门委员会实际数量均值（中位数）为5.2（6），样本农合行董事会专门委员会数量均值（中位数）为4.3（4），两者均值（中位数）差异为0.9（2），均值（中位数）差异在5%（5%）显著性水平上显著。因此，农商行董事会专门委员会实际数量仍显著高于农合行。

相比，农商行召开董事会会议的次数更多，审议的议案数量和平均每次董事会会议审议的议案数量也更多，这种差别一定程度上说明农商行董事会运行效率要高于农合行。

表4 农商行与农合行治理效率比较（2009）

银行	股权结构			机构设置					运行效率			
	第1大股东持股	第2大股东持股	第2至10大股东持股	董事会人数	独立董事人数	独立董事占比	专门委员会数	董事长兼行长	监事会规模	董事会次数	董会议案数	平均议案数量
1	19.7%	9.9%	64.5%	10	2	20.0%	2	否	7	3	15	5
2	10%	9.9%	36.3%	13	3	23.1%	6	否	5	8	45	5.6
3	8.8%	6.5%	15.9%	15	3	20.0%	6	否	7	9	63	7
4	9.6%	9.6%	23.7%	14	5	35.7%	6	否	9	-	-	-
5	9.1%	9.0%	21.0%	13	5	38.5%	5	否	5	8	52	6.5
6	5.8%	5.4%	27.5%	12	2	16.7%	6	否	5	10	47	4.7
7	10%	1.3%	9.7%	13	5	38.5%	5	否	6	8	32	4
8	9.9%	4.0%	30.0%	13	2	15.4%	3	否	9	2	22	11
9	5.6%	4.2%	26.9%	11	2	18.2%	5	否	7	8	45	5.6
10	10.0%	8.0%	28.4%	15	5	33.3%	3	否	9	5	20	4
11	9.7%	4.7%	26.9%	11	2	18.2%	5	否	5	7	48	6.9
12	19.9%	8.0%	42.0%	17	6	35.3%	5	否	9	8	58	7.3
13	8.7%	8.6%	39.3%	11	2	18.2%	5	否	7	6	41	6.8
14	8.4%	4.8%	35.7%	15	5	33.3%	5	否	9	7	58	8.3
均值 (中位数)	10.4% (9.7%)	6.7% (7.3%)	30.6% (28.0%)	13.1 (13)	3.5 (3)	26.0% (21.5%)	5 (5)		7.1 (7)	6.8 (8)	42 (45)	6.4 (6.5)
1	9.6%	9.6%	51.6%	-	-	-	-	否	-	4	8	2
2	9.5%	-	-	9	0	0.0%	4	否	7	4	29	7.3
3	15.0%	10.0%	34.2%	9	-	-	-	-	7	4	17	4.3
4	9.8%	8.4%	42.2%	9	0	0.0%	4	否	7	4	-	-
5	10.1%	-	4.8%	8	0	0.0%	3	否	7	3	5	1.7
6	11.7%	11.7%	44.1%	13	1	7.7%	4	否	7	3	28	9.3
7	2.9%	1.6%	4.6%	9	1	11.1%	2	否	7	2	14	7
8	-	-	-	13	2	15.4%	5	否	7	5	30	6
9	9.9%	5.0%	18.3%	14	1	7.1%	3	否	7	4	20	5
10	-	-	-	12	1	8.3%	-	否	7	3	13	4.3
11	2.9%	-	-	-	1	-	4	否	-	4	14	3.5
12	-	-	-	11	1	9.1%	-	否	7	6	32	5.3
13	-	-	-	11	1	9.1%	-	-	7	5	42	8.4
14	-	-	-	11	2	18.2%	3	否	7	5	22	4.4
15	2.6%	-	-	11	1	9.1%	3	否	9	7	48	6.9
16	-	-	-	11	1	9.1%	-	否	7	4	9	2.3
17	-	-	-	14	2	14.3%	-	否	7	5	-	-
18	4.5%	4.5%	35.5%	17	1	5.9%	4	否	7	4	24	6
19	-	-	-	-	-	-	-	否	-	4	14	3.5
20	2.8%	-	-	-	-	-	-	否	-	11	32	2.9
21	-	-	-	-	-	-	-	否	-	4	18	4.5
22	0.3%	0.3%	3%	11	2	18.2%	4	否	7	5	28	5.6
23	-	-	-	12	1	8.3%	4	否	7	4	33	8.3
24	-	-	-	12	1	8.3%	-	-	7	3	12	4
25	1.4%	1.4%	12.1%	12	1	8.3%	3	否	7	4	11	2.8
26	-	-	-	-	-	-	4	否	-	6	35	5.8
27	-	-	-	-	-	-	4	-	-	6	37	6.2
均值 (中位数)	6.6% (4.5%)	5.8% (5.0%)	25.0% (26.2%)	11.5 (11)	1.0 (1)	8.8% (8.3%)	3.6 (4)		7.1 (7)	4.5 (4)	23 (22)	5.1 (5)
均值差异 (中位数差异)	<b>3.7%**</b> <b>(5.2%*)</b>	0.9% (2.3%)	5.5% (1.7%)	<b>1.6**</b> <b>(2**)</b>	<b>2.5***</b> <b>(2***)</b>	<b>17%***</b> <b>(13.2%***)</b>	<b>1.4***</b> <b>(1***)</b>	0.0	0.0	<b>2.3***</b> <b>(4***)</b>	<b>19.0***</b> <b>(23***)</b>	<b>1.3*</b> <b>(1.5*)</b>

说明：根据银行年报整理，“-”为缺失。

可见，与农合行相比，农商行股权相对集中，内部机构设置更完善，董事会运行效率更高，农商行在内部治理方面总体上优于农合行，即股份制比股份合作制能够带来更高的治理效率。

## （二）银行治理与银行绩效

进一步的问题是，公司治理效率的不同是否会对银行的绩效产生影响？考虑到治理机制与银行绩效之间具有内生性，参考已有文献（例如 Vafeas, 1999；伊志宏等，2011），本文在分析中考察当期治理机制运行数据对银行下一期绩效变化的影响。具体分析模型如下：

$$\Delta Performance = \beta_0 + \beta_1 Governance + \beta_2 X + \varepsilon$$

其中， $\Delta Performance$ 表示下一期银行绩效指标的变化，包括资产利润率变化（ROA Change）、资本利润率变化（ROE Change）和不良贷款率变化（NPL Ratio Change）。Governance为反映公司治理效率的变量，依据表4中存在显著差异的变量，本文分别选取第1大股东持股比例（First）、董事会人数（Director）、独立董事人数（Independent）、独立董事占比（Independent Ratio）、董事会专门委员会数量（Professional Committee）、董事会会议次数（Board Meeting）、董事会议案数量（Proposal）、董事会平均议案数量（Average Proposal等变量<sup>①</sup>。X为控制变量向量，同前文。

受数据可得性限制，本文样本仅包含两类农村金融机构2010上半年数据而没有2010年度数据，因此下文中本文将考察两类样本银行2009年各项治理机制数据对2010年上半年银行各项绩效指标变化的影响。银行治理与银行绩效的分析结果见表5<sup>②</sup>。

表5 银行治理与银行绩效

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	First	Director	Independent Ratio	Professional Committee	Board Meeting	Proposal	Average Proposal
ROA Change	-0.041 (0.032)	0.000 (0.000)	0.004 (0.010)	<b>0.002*</b> <b>(0.001)</b>	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
ROE Change	-0.520 (0.394)	-0.000 (0.007)	0.104 (0.208)	-0.002 (0.020)	-0.002 (0.006)	0.000 (0.001)	0.000 (0.007)
NPL Ratio Change	<b>-0.080*</b> <b>(0.042)</b>	0.000 (0.000)	<b>-0.034*</b> <b>(0.018)</b>	0.000 (0.001)	<b>-0.001*</b> <b>(0.000)</b>	<b>-0.001*</b> <b>(0.000)</b>	-0.001 (0.001)

说明：回归的因变量分别为ROA Change、ROE Change和NPL Ratio Change，回归（1）至（7）中分别以First、Director、Independent Ratio、Professional Committee、Board Meeting、Proposal和Average Proposal作为衡量银行治理效率（Governance）的指标。表中列示的为衡量银行治理效率（Governance）指标的回归系数及其标准差。

从表5可以看到，以资产利润率变化（ROA Change）为因变量时，董事会专门委员会数量（Professional Committee）对其盈利能力具有显著的正向影响。以资本利润率变化（ROE Change）为因变量时，各项治理机制对ROE变化的影响并不明显。以不良贷款率变化（NPL Ratio Change）为因变量时，各项治理机制对不良贷款率变化的影响较为明显。第一大股东持股比例变量（First）、董事会中独立董事占比（Independent Ratio）、董事会会议次数（Board Meeting）和董事会议案数量（Proposal）等变量的回归系数均显著为负，说明良好的治理机制有助于降低不良贷款水平。

上述证据总体表明，农商行的治理效率优于农合行，而治理效率对银行绩效具有正面影响。

<sup>①</sup> 本文还曾尝试构建银行治理指数以替代单个治理指标来反映银行治理效率，但是受数据缺失问题限制，各项治理指标均齐全的银行数量非常少，因此本文无法做到这一点。

<sup>②</sup> 出于节省空间考虑，表5仅列示了衡量银行治理效率（Governance）的指标的回归系数和标准差。

因此，组织模式不同所导致的治理效率的差异可能是农商行与农合行绩效差别的一个重要原因。

## 六、结论

关于股份制与合作制的争论不仅在理论上具有重要意义，也关系到我国农信社改革未来的走向。本文利用我国农商行和农合行数据，首次对这两类机构的绩效和治理机制进行了比较。本文发现，农商行的绩效总体上优于农合行，而且，这一结论在考虑到样本初始条件差异后仍然成立。本文进一步对两种模式对银行绩效为什么会产生不同影响的原因进行了探讨。本文发现，农商行的内部治理效率总体上优于农合行，而且治理效率对农村金融机构的绩效具有正面影响。这意味着，与股份合作制相比，股份制模式有助于形成更为有效的银行治理机制，这也为两类金融机构的绩效差别提供了一种可能的解释。

本文的研究具有较强的政策含义。从农村金融机构改革角度看，截至2012年底，我国银行业金融机构还包括1927家农信社，资产规模达到7.95万亿元。如何对农信社进行改革关系到我国农村金融机构改革的全局。我们认为，商业可持续是农村金融机构改革的必由之路，一个盈利能力不佳、不良资产高企的金融机构是没有生命力的。在这一方面，股份制与合作制相比具有明显的制度优势。因此，后续的农信社改革应该以股份制为方向，通过股份制改造提升农信社的运行效率，最终实现商业可持续。从这个角度来看，当前以股份制为最终目标的改革方向是正确的，政府主管部门应坚定不移地继续推进这一进程。从农村金融机构自身发展来看，本文关于不同银行治理效率的研究表明，农合行在向农商行改制的过程中，应该在完善治理架构、提升公司治理水平方面下功夫，比如建立完善董事会专门委员会制度、提高董事会的独立性和运行效率等等，通过提高治理效率来带动银行整体绩效的提升。当然，这一点对于农信社改革来说同样适用。

## 参考文献

1. 贺力平：《合作金融发展的国际经验及对中国的借鉴意义》，《管理世界》2002年第1期。
2. 李广子、刘力：《上市公司民营化绩效：基于政治观点的检验》，《世界经济》2010年第11期。
3. 李维安、曹廷求：《股权结构、治理机制与城市银行绩效》，《经济研究》2004年第12期。
4. 林毅夫、李永军：《中小金融机构发展与中小企业融资》，《经济研究》2001年第1期。
5. 权锡鉴、曹洪军：《股份合作制的制度缺陷分析》，《中国工业经济》2000年第10期。
6. 谢平：《中国农村信用合作社体制改革的争论》，《金融研究》2001年第1期。
7. 杨德勇、曹永霞：《中国上市银行股权结构与绩效的实证研究》，《金融研究》2007年第5期。
8. 易棉阳、陈俭：《中国农村信用社的发展路径与制度反思》，《中国经济史研究》2011年第2期。
9. 伊志宏、于上尧、姜付秀：《忙碌的董事会：敬业还是低效？》，《财贸经济》2011年第12期。
10. Beck, T., Crivelli, J., and Summerhill, W., State Bank Transformation in Brazil - Choices and Consequences, *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, 2005, pp.2223-2257.
11. Berger, A., Clarke, G., Cull, R., Klapper, L., and Udell, G., Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership, *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, 2005, pp.2179-2221.
12. Berger, A., Davies, S., and Flannery, M., Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who Knows What When? *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.32, 2000, pp.641-667.
13. Berger, A., and Udell, G., Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance, *Journal of Business*, Vol.68, 1995, pp.351-382.
14. Borgen, S., Rethinking Incentive Problems in Cooperative Organizations, *Journal of Socio-Economics*, Vol.33, 2004, pp.383-393.
15. Friedman, E., Johnson, S., and Mitton, T., Propping and Tunneling, *Journal of Comparative Economics*, Vol.31, 2003, pp.732-750.
16. Gorton, G., and Schmid, F., Corporate Governance, Ownership Dispersion and Efficiency: Empirical Evidence from Austrian Cooperative Banking, *Journal of Corporate Finance*, Vol.5, 1999, pp.119-140.
17. Gorton, G., and Schmid, F., Universal Banking and the Performance of German Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol.58, 2000,

- pp.29-80.
18. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., and Shleifer, A., Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol.90, 2000, pp.22-27.
  19. Kontolaimou, A., and Tsekouras, K., Are Cooperatives the Weakest Link in European Banking? A Non-parametric Metafrontier Approach, *Journal of Banking and Finance*, Vol.34, 2010, pp.1946-1957.
  20. Lin, X., and Zhang, Y., Bank Ownership Reform and Bank Performance in China, *Journal of Banking and Finance*, Vol.33, 2009, pp.20-29.
  21. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.293-315.
  22. Nilsson, J., Organizational Principles for Co-operative Firms, *Scandinavian Journal of Management*, Vol.17, 2001, pp.329-356.
  23. Prowse, S., Corporate Control in Commercial Banks, *Journal of Financial Research*, Vol.20, 1997, pp.509-527.
  24. Rhoades, S., The Efficiency Effects of Bank Mergers: An Overview of Case Studies in Nine Mergers, *Journal of Banking and Finance*, Vol.22, 1998, pp.273-291.
  25. Sapienza, P., The Effects of Government Ownership on Bank Lending, *Journal of Financial Economics*, Vol.72, 2004, pp.357-384.
  26. Shleifer, A., and Vishny, R., Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol.94, 1986, pp.461-488.
  27. Shleifer, A., and Vishny, R., A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol.52, 1997, pp.737-783.
  28. Stiglitz, J., China: Towards a New Model of Development, *China Economic Journal*, Vol.1, 2008, pp.33-52.
  29. Vafeas, N., Board Meeting Frequency and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, Vol.53, 1999, pp.113-142.
  30. Zingales, L., The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, *Review of Financial Studies*, Vol.7, 1994, pp.125-148.

## Joint-stock System or Share Cooperative System?

---- A Comparative Study on the Performance of Different Rural Financial Institutions

LI Guangzi, ZENG Gang (Institute of Finance & Banking, CASS, 100028)

**Abstract:** As two different organizational models, debate has existed in academia for a long time on the advantage and disadvantage of joint-stock system and share cooperative system. In China, there exist two types of rural financial institutions: rural commercial bank and rural cooperative bank. The former is based on joint-stock system while the latter is based on share cooperative system, which offers us a natural experiment to compare these two models. Using the data of China's rural commercial banks and rural cooperative banks, this paper investigates the difference in the performance of these two types of institutions and its potential causes for the first time. Major findings include: (1) the performance of rural commercial bank is better than that of rural cooperative bank, which still holds after controlling for selection bias; (2) corporate governance in rural commercial bank is more efficient than that in rural cooperative bank. Besides, corporate governance efficiency is positively correlated with bank's performance. Therefore, differences in corporate governance efficiency in different models may be an important reason for the performance differences in these two types of financial institutions. This study has an important reference value for China's future rural financial reform.

**Key words:** Joint-stock System, Share Cooperative System, Rural commercial bank, rural cooperative bank, Performance