

股市流动性与经济增长

张保林

(浦东发展银行佛山分行 528000)

摘要: 对“股市流动性”这个概念做出了界定;详述了股市流动性影响经济增长的途径为:影响动员储蓄、资源配置、风险管理、信息获取和公司治理与激励;回顾了股市流动性与经济增长的实证研究结论以及二者之间一些尚有争议的问题。

关键词: 股市流动性; 经济增长; 股市发展

第一节、引言

一、股市流动性的定义

流动性是指信用工具或证券能够迅速变为现金而又不遭受损失的能力。而市场流动性却是一个整体的但又难以捉摸和定义的概念,因为股市流动性具有多重性,其定义将取决于人们所强调的方面而各不相同。经济学家对它的表述很多,凯恩斯(Keynes,1930)和希克斯(Hicks,1962)曾经选择市场流动性作为其研究课题,他们认为:市场流动性是指“市场价格将来的波动性”或者“立即执行一笔交易的可能性”。德姆赛茨(Demsetz,1968)从动态的角度分析了金融资产价格形成过程中买卖价差产生的原因,并提出了基于买卖价差的流动性概念。贝格豪特(Bagehot,1971)指出流动的市场:“买卖报价总是存在,同时价差相当小,小额交易可以立即执行而对价格产生较小的影响”。格罗斯曼和米勒(Grossman and Mill,1988)指出:我们可以采用“当前报价和时间下执行交易的能力”来评判市场流动性¹。可见,人们通常从能否交易、交易量及成本和交易时间等角度来认识股市流动性,因而其定义通常有:一是指能够以较低的交易成本进行交易的能力;二是指当流动性的需求者需要交易时,流动性的提供者愿意在较低的交易成本上进行交易的意愿。在金融理论中,股市流动性通常是指:如果交易商在其需要的时候能够较低的交易成本、按照合理的价格水平很快地买进或卖出大量的某种股票,而对其市场价格产生较小影响,那么就可以认为该市场是流动的。因此,从微观来说,股市流动性是指股票迅速变为货币(现实的购买力)而不受损失的能力。但从宏观来说,它是指股市参与者能够迅速进行大量买卖交易,并且不会导致股票价格发生显著波动的这样一种市场运行行为。

二、股市流动性和经济增长关系的思想渊源

经济发展的不同阶段具有不同的金融结构和金融体系,银行和股市对经济增长所发挥的作用也各不相同。随着最近二三十年各国股票市场的迅速发展,世界范围内股市的重要性日益增长并对一国经济的影响和渗透日渐加深,而流动性对于整个股票市场乃至一国的经济增长都至关重要,这使得股市流动性和经济增长关系的研究很有必要。

¹ 以上几种表述均来自:杨之署 吴宁玫 《证券市场流动性研究》《证券市场导报》2000年1月;但德姆赛茨(1968)的观点则

来自:上海交通大学金融证券研究所-国泰君安证券研究所 《上海股票市场流动性与波动性研究》《中国证券报》2001年8月10日第十一版。

从理论上说,金融与经济增长关系的研究始于18世纪末,早期的经济学家主要关注银行等金融中介的发展与经济的关系。汉密尔顿(Hamilton,1781)认为银行是人们所发明的用于促进经济增长的最好的机器。巴奇霍特(Bagehot,1873)和熊彼特(Schumpeter,1911)强调了银行体系在经济增长中的关键作用:金融中介通过识别和筹集生产性投资资金等积极推动技术创新与总要素生产率的提高,从而促进将来的经济增长。尽管从费雪(Fisher,1933)和凯恩斯(Keynes,1936)到弗里德曼和施瓦茨(Friedman and Schwartz,1963)的经济学家对于大萧条的解释多集中在货币经济学领域,然而格利和肖(Gurley and Shaw,1955;1956)、托宾和多德(Tobin and Dolde,1963)和帕特里克(Patrick,1966)等注意到经济金融化的现实特征并从凯恩斯流动性偏好中的非货币性资产出发强调了金融因素对于经济增长的重要作用;但是,戈德史密斯(Goldsmith, 1969)对金融结构与经济增长关系进行了开创性研究,麦金龙(Meckinnon,1973)和肖(Shaw,1973)等经济学家掀起了金融发展理论的浪潮,开辟了金融深化论这个新的研究领域;而且,在八十年代前后的许多经济学家如:坦森德(Townsend,1979)、戴尔蒙德和狄伯威格(Diamond and Dybvig,1983)、戴尔蒙德(Diamond,1984)、格尔和黑尔维格(Gale and Hellwig,1985)、博伊德和布雷斯科特(Boyd and Prescott,1986)²、威廉姆森(Williamson, 1987)³、斯蒂格里茨(Stiglitz,1985)、格林沃德和斯蒂格里茨 (Greenwald and Stiglitz,1989)等认为:金融中介节省了有关的信息成本、改善了特定的市场摩擦,从而提高了资源配置效率并由此促进了经济增长。然而罗默(Romer,1986;1987;1990)及卢卡斯(Lucas,1988)等为代表所开创的内生经济增长理论使得经济学家能够克服传统的新古典经济增长理论的诸多缺陷,从而大大促进了九十年代以来关于金融与经济增长关系的理论与实证研究。格林伍德和约万诺维奇(Greenwood and Jovanovic,1990)、苯茨文奇和史密斯(Bencivenga and Smith,1991)、帕加诺(Pagano,1993)、路茵特尔和克翰(Luintel and Khan,1999)、金和列文(King and Levine,1993a;b)、列文(Levine,1991;1997;1998;2000)以及伯克、列文和洛伊扎(Beck, Levine and, Loayza,2000)等通过理论分析与实证研究表明:通过提供比个人投资者和金融市场更有效的动员储蓄、筛选资金、方便风险管理、改善信息不对称和监督经理与实施公司控制等功能,金融中介促进了经济增长。相反,亚当·斯密(Adams Smith,1819)宣称银行产生了道德腐化,扰乱了经济的平静,甚至损害了国民财富。苯茨文奇和史密斯(Bencivenga and Smith,1991; 1995)以及金和列文(King and Levine,1993a)的模型却表明,金融发展阻碍了经济增长,特别是金融发展改善了资源配置因而改变了储蓄收益,由此也可能降低储蓄率,如果与储蓄和投资有关的外部性足够大,那么金融发展也可能减缓长期的经济增长⁴。姜佩里和帕格洛(Jappelli and Pagano, 1992)也表明,消费信贷或抵押市场的自由化放松了家庭的流动性约束,从而降低了其储蓄率和经济增长率⁵。发展经济学的诸多文献几乎都未提到经济增长中金融体系的作用,发展经济学的先驱包括两位诺贝尔经济学奖得主都忽略甚至怀疑金融体系在经济增长中作用,罗宾逊夫人(Joan Robinson,1952)认为银行只是被动地对经济增长做出反应,卢卡斯(Lucas,1988)也声称经济学家“严重高估”了金融体系的作用。

在实证上,巴奇霍特(Bagehot,1873)、熊彼特(Schumpeter,1911)、卡门(Cameron et al,1967)、戈德史密斯(Goldsmith,1969)和麦金龙(Meckinnon,1973)说明了金融体系何时能影响经济增长。格尔伯(Gelb,1989)、甘里(Ghani,1992)、金和列文(King and Levine,1993a;b)和格雷格瑞和格尤多蒂(Gregorio and Giudotti,1995)通过这些开创性研究表明,在许多跨国家的截面研究中,银行业发展指标同经济增长显著正相关,因而功能发达的金融体系对于持

² 这五篇文章均来自: Levine, Ross, Loayza, Norman, and Beck, Thorsten. "Financial Intermediation and Growth: Causality and Cause." *Journal of Monetary Economics* 46 (2000), p32.

³ Beck, Thorsten, Levine, Ross. and Loayza, Norman "Finance and the Sources of Growth." *Journal of Financial Economics* 58(2000), p262.

⁴ Beck, Thorsten, Levine, Ross. Stock Market, Bank, and Growth: Correlation or Causality. World Bank Working Papers (July) 2001, p1.

⁵ Pagano, Macro. "Financial Markets and Growth: An Overview." *European Economic Review* 37(1993), pp618.

续的经济增长至关重要⁶。而且,金和列文(King and Levine,1993a)还表明,金融中介的水平,是长期经济增长率、资本积累和生产力提高一个很好的预测指标。许多文献成功地表明:物质资本和人力资本之外的某些要素解释了大量存在的人均 GDP 及其增长率的国别差异,然而经济学家并没有相对成功而完善地描述总要素生产率残差的特征,豪和琼斯(Hall and Jones,1999)、哈伯格(Harberger,1998)、克劳(Klenow,1998)及布雷斯科特(Prescott,1998)再次注意到了需要发展一种更高水平的总要素生产力理论⁷。伯克、列文和洛伊扎(Beck, Levine and, Loayza,2000)选用更好的指标和控制了金融中介发展与经济增长有关指标相互决定而出现的同时性偏差,从而表明:更高水平的金融中介产生了更快的经济增长率和总要素生产率增长,但与物质资本积累率或私人部门储蓄率却不具有鲁棒性的关系。

但另一方面,随着股票市场的发展,股市与长期经济增长关系也日益受到经济学家的广泛关注,越来越多的理论文献认为:股市提供的服务促进了经济增长。庞巴维克(Bohm-Bawerk,1891)指出,最具生产力的资本性投资通常要求人们将大量的资金交付于相对较长的实际期限从而延长了支付期,而正是流动性较为完善的资本市场才能维持正常的利率水平,从而保证了充足的长期资本和生产率的提高,并由此促进经济增长。希克斯(Hicks,1969)就指出,技术创新本身并不足以促进经济增长,实施新技术的一个重要前提条件便是存在着流动性的资本市场,因而工业革命必须等待金融革命的到来⁸。哈伯(Harber,1991)采用 19 世纪和 20 世纪早期的数据,分析了资本市场对竞争和工业化的正效应,并得出了与希克斯一致的结论⁹。塞恩鲍尔(Saint-Paul,1992)强调,劳动分工的深化使得用于专业化生产的资源所承担的风险日益提高,但金融市场可以使得经济主体通过分散化的投资组合避免这种风险,而不必通过更为“灵活”的技术来减少风险,并由此提高专业化分工的程度,从而提高生产率并促进了经济增长。列文(Levine,1991)所构建的内生经济增长模型中,股市的出现分散了流动性风险和生产力风险,改变了投资者激励,并通过提高公司效率和用于公司的资源量,从而加速了人力资本增长率和人均产出增长率,并由此改变了稳态的经济增长率。列文和泽尔沃斯(Levine and Zervos,1998)还认为股票市场是刺激实际经济增长的强大动力。苯茨文奇、史密斯和斯塔(Bencivenga, Smith, and Starr,1995;2000)证明了股市活动水平对于经济增长是很重要的,特别是,尽管许多有利可图的投资机会需要长期资本,但储蓄者并不想长期放弃对其储蓄的控制权,流动性的股市使得他们能快捷而低成本地卖出,从而缓解这种压力;而公司也通过发行股票筹集了永久性的资本,并在一定的条件下提高了生产率和稳态的长期经济增长率。戴尔蒙德和维雷奇(Diamond and Verrecchia, 1982)以及詹森和麦菲(Jensen and Murphy, 1990)认为,发达的股市有利于增强公司控制,因为它可以通过经营者努力实现公司价值最大化,使得经营者与所有者利益一致,从而减轻委托-代理问题¹⁰。克莱(Kyle,1984)以及霍姆斯特姆和泰洛尔(Holmström and Tirole,1985)认为:流动性的股市获取公司信息的激励并增强了公司治理¹¹。奥斯菲尔德(Obstfeld,1994)表明:通过国际一体化的股市而进行的风险的国际分担,改善了资源配置并由此促进了经济增长。帕格罗(Pagano,1993)认为金融发展影响经济增长的途径主要有:提

⁶ Levine, Ross and Zervos, Sarra. “Stock Market Development and Long-Run Growth.”

World Bank Working Papers (February) 1996, p4.

⁷ Beck, Thorsten, Levine, Ross and Loayza. “Finance and the Sources of Growth.” Journal of Financial Economics 58(2000), p262

⁸ 迪克生(Dickson,1967)应用金融革命这一术语来指 18 世纪前半叶因果金融市场的迅速发展。参见:

Bencivenga, Valerie R, Bruce D. Smith, and Ross M. Starr. “Equity Markets, Transactions, Cost and Capital Accumulation: An Illustration.” World Bank Economic Review 10(May 1996), footnote 3.

⁹ 张 旭《股票市场与经济发展:金融理论发展的新进展》《经济评论》2001 年第 5 期,第 83 页。

¹⁰ Philip Arestis, Panicos O.Dementriades, and Kul B. Iuintel. “Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market.” Journal of Money, Credit and Banking vol33, No.1 (February 2001), pp18.

¹¹ Levine, Ross and Zervos, Sarra. “Stock Market Development and Long-Run Growth.” World Bank Working Papers (February) 1996, p1.

高储蓄转化为投资的比例；提高社会的资本边际力；影响储蓄率。格林伍德和史密斯 (Greenwood and Smith,1996)表明：大的股票市场能够降低储蓄的动员成本，从而有利于对生技术的投资¹²。此外，某些模型还强调股市减小了银行垄断力量所引起的无效率，而股市的竞争性特点却鼓励了创新活动并促进了经济增长，而银行却采取了过分保守的方式¹³。但是，凯恩斯(1936)就公开质疑容易进入的证券市场的经济价值，他在《通论》中尖锐地指出：随着资本市场组织性的增强，过度投机的风险也将增加。当泡沫居于企业稳定运行的基础上时，投机者就没有破坏性；而当企业成为投机浪潮中的泡沫时，就可能出现严重的状况。当一国的资本形成成为赌博的副产物时，它可能就被误导。人们通常认为赌博不能进入公共利益领域，否则其代价将极其高昂。而股市可能也同样如此。梅耶(Mayer,1988)认为：即使大的股票市场也不是公司融资的重要来源。拜德(Bhide,1993)和斯蒂格里茨(Stiglitz1985;1993)认为：股市流动性并未增加获取公司信息的激励，并强调在改善资源配置和加强公司治理的过程中，股市并没有发挥与银行相同的作用。而且，德弗尔雷克斯和史密斯(Devereux and Smith,1994) 强调，通过国际一体化的股市增大风险分散程度实际上可能降低储蓄率，从而也可能使得经济增长率降低。雪菲尔和萨默斯(Shleifer and Summers,1988)以及莫克、雪菲尔和威希(Morck, Shleifer, and Vishy, 1990 a;b)的分析表明：股市发展使得非生产性公司的接管更为容易从而损害了经济增长¹⁴。辛格(Singh,1997)认为发展中国家的金融自由化及与之相关的股市扩张不是促进而是阻碍了更快的工业化进程和更高的经济增长。阿雷斯和德米雷德斯 (Arestis and Demetriades,1997)认为，股市缺乏效率使其定价和接管机制不能很好地发挥作用，即使发育较为完善的股市也难以对经济增长发挥应有的作用。最后，有些理论强调既不是银行也不是股市，而是银行和股市作为金融体系的不同组成部分，在不同程度上改善了不同的信息并减少了交易成本¹⁵。

列文(Levine,1996)首次从股市规模、流动性及其与国际资本市场的整合性等方面研究了股市发展与经济增长的关系，从而为从股市所具有几个方面的性质出发来研究股市发展与经济增长关系的理论和实证研究开辟了较为规范的新道路。本文旨在根据莫顿(Merton,1995)、列文(Levine,1997)及博迪和莫顿(2000)关于金融功能的观点，对于股市流动性与经济增长关系的研究进行一个较为全面的回顾。作者坚信，了解这些理论对于我国股市改革和经济增长将大有裨益，特别是在 APEC 会议上，作为东道主，中国政府倡议并建立了 APEC 的“金融与发展”研究基金，更令我们为之振奋。

第二节、股市流动性影响经济增长的机理

任何一种制度安排的产生都是由于它给社会带来的收益或它所减少的总成本要大于这项制度安排本身所运行的成本，因为现实经济的运行总是有摩擦的。有关文献表明，金融市场的出现可能有助于改善信息和交易成本所产生的市场摩擦，而信息成本与交易成本的不同种类与组合又导致了不同金融市场的产生。因此，在改善信息和交易成本中，股市的基本功能就是：在不确定的环境中，便利资源在时间和空间上的配置。而流动性作为股市所提供的最基本和最重要的一种服务，也正是通过影响动员储蓄、资源配置、风险管理、信息获取和公司治理与激励等主要途径以影响资本积累、技术创新和企业家创新，从而最终对经济增长产生影响。

一、股市流动性与储蓄动员和资本积累

¹² Levine, Ross and Zervos, Sarra. "Stock Market Development and Long-Run Growth." World Bank Working Papers (February) 1996, p1.

¹³ Beck, Thorsten and Levine, Ross. "Stock Market, Bank, and Growth: Correlation or Causality." World Bank Working Papers (July) 2001,p1.

¹⁴ Levine, Ross and Zervos, Sarra. "Stock Market Development and Long-Run Growth." World Bank Working Papers (February) 1996, p2.

¹⁵ Beck, Thorsten, Levine, Ross. "Stock Market, Bank, and Growth: Correlation or Causality." World Bank Working Papers (July) 2001, pp1.

大量的文献¹⁶表明, 资本积累构成了长期经济增长的源动力, 特别对资本相对稀缺的发展中国家更是如此, 无论是劳动力投入、制度变革、技术进步和生产率提高, 都离不开储蓄动员和资本形成。但是, 将资金从很多分散的储蓄者那里聚集起来的成本将是巨大的, 它需要克服与此相关的交易成本, 并且为了使储蓄者相信投资的合理性而乐于放弃对其储蓄的控制权也需要克服信息不对称。金融体系最重要的作用之一便是降低这些成本, 从而增加资本积累。早期的经济学家主要集中于银行在动员储蓄中的作用, 汉密尔顿(Hamilton, 1781)认为银行是人们所发明的用于促进经济增长的最好的机器。巴奇霍特(Bagehot, 1873, pp3-4)指出, 金融体系能更为有效地汇集个人储蓄从而影响资本积累并极大地影响经济增长, 此外它还能够改善资源配置并促进技术创新; 而麦金龙(Mckinnon, 1973, p13)也阐明了, 为更加有效地动员工程所需的资源, 金融体系在允许采用更好的技术并由此促进经济增长方面发挥了关键性的作用¹⁷。庞巴维克(Bohm-Bawerk, 1891)和希克斯(Hicks, 1969)在它们的资本和经济发展理论中早就强调了长期资本在生产中的显著作用, 而资本市场的重要作用就在于它调和了影响资本投资决策的两种相互冲突的力量: 相对于典型的个人投资者而言, 大多数最具有生产力的资本都是长期性的; 而与此同时, 投资者也希望能够在资产偿还期以前以较低的成本将其转化为消费¹⁸。列文(Levine, 1991)指出股市影响经济增长的途径之一就是, 通过它所提供的流动性服务促进了经济主体分散生产风险, 从而鼓励了风险厌恶者增加对公司的投资, 这与人力资本的外部性无关。但他同时也指出由于该模型中储蓄率固定为 1, 金融市场与储蓄率无关, 这与世界银行(1989)的结论相符合。帕加诺(Pagano, 1993)认为, 股市流动性的增强可以通过减少资源在金融部门的漏损, 从而减少金融媒介过程中所形成的有效储蓄, 由此提高经济增长率。埃亚格瑞和格特勒(Aiyagari and Gertler, 1992)在分析个人出于交易动机或预防性动机的流动性需求时也隐含着, 如果提高股市流动性, 从而股票交易成本的降低, 将会通过证券交易使得个人的消费更为平滑, 从而将会影响个人卖出股票的临界收入水平的高低。因此, 对于特定的收入水平而言, 在其它条件不变的情况下, 卖出股票的临界收入水平的降低显然将增加个人所持有的股票量, 从而也可能将增加长期资本积累规模。但他们同时也指出, 个人收入风险的不可交易使得该模型产生了低水平的无风险利率, 而潜在的均衡的无风险利率又大大低于时间偏好利率。因此, 如果金融中介不能对股票进行重新包装, 无论家庭是直接持有还是间接持有, 在该模型中, 国债作为自我避险的工具都要优于股票。苯茨文奇、史密斯和斯塔(Bencivenga, Smith, and Starr, 1994)认为, 在交易成本不是作为纯租金时, 股市流动性的增强从而交易成本的降低, 一方面将减少股市参与成本所引起的社会资源的浪费, 从而增加资本性投资的净生产率并增加资本存量, 但另一方面它也将增加储蓄总量中用于对现有股票购买的比重, 结果将减少新资本的发行。但如果资本性投资技术的均衡选择并不随着交易成本的减少而增加, 那么第二种效应将会占主导作用, 因而股市流动性的增强未必意味着资本的深化, 正是通过这种渠道股市流动性的提高也可能阻碍经济增长。他们(1995)进一步认为, 在股市流动性的提高不改变资本性生产技术的条件下, 交易技术的提高将使得投资更有效率, 同时均衡收益率也必然上升。如果储蓄收益率是递增的, 那么结果必然引起储蓄率的增加, 这必然提高经济增长率; 假设储蓄率不变时, 所使用的资本性生产技术的流动性越弱即偿还期越长, 交易成本的减少对经济增长的比例影响就越大, 因而随着非流动性资本生产技术的采用, 股市流动性发挥了越来越重要的作用。而当股市流动性的提高从而交易成本的降低不改变资本性生产技术的均衡选择时, 它将引起更高比

¹⁶ 这些文献包括: 亚当·斯密等的古典经济学理论, 哈罗德-多马、罗斯托和刘易斯等的新古典增长模型, 1950s 之后以索洛和丹尼森的经济增长理论, 麦迪逊和钱纳里(1970s)和 IMF 专家(1981-1987)对发展中国家经济增长的研究, 及以罗默和卢卡斯等为代表的内生经济增长理论。来源: 徐良平《金融媒介与经济增长》(博士论文) 2001, 第 74-75 页。

¹⁷ Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* Vol 35 June(1997), pp699-701.

¹⁸ Bencivenga, Valerie R, Bruce D. Smith, and Ross M. Starr. "Secondary Capital Markets, Long-Run Growth, and the Term Structure of Asset Yields." *International Economic Review*, Vol 44, No 3, (August) 2000, pp769-770.

例的储蓄投资用于新资本的发行，从而也促进了更高的资本形成率和更高的经济增长率。但他们也指出，如果储蓄收益率与均衡经济增长率之比随着交易成本的降低而增大，因为由于金融交易技术的提高等因素而导致股市流动性的提高，从而增加了股票流通市场的活动水平，由此减少了储蓄总量中对新资本发行的投入，这种有利于购买正处于生产过程资产的储蓄结构变化，必然会减少资本积累从降低经济增长率。斯瑞和塔菲洛(Sirri and Tafano, 1995)认为，通过创造小额投资工具，家庭能够有机会持有分散化的投资组合、投资于有效率规模的公司并增强资产的流动性，否则它们将必须购买整个公司。因此，通过增强风险分散、流动性和可行的公司规模，储蓄动员改善了资源配置¹⁹。格林伍德和史密斯(Greenwood and Smith, 1996)还表明，规模大、流动性强而有效的股市减少了储蓄动员成本因而使得储蓄动员更为容易，从而方便了投资，股市通过聚集储蓄而扩大了具有可行性的投资项目的规模。由于某些有价值的工程需要注入大量资本并具有规模经济效应，而股市则通过便利动员资源，从而提高了经济效率并促进了经济增长²⁰。

但是，德米居斯孔特和列文(Demirgüç-Kunt and Levine)也表明，股市流动性越强，投资收益率就越高，并由此降低了储蓄率；如果较高的股市流动性对于储蓄的不确定性的影响是模糊不清的，那么由于不确定性越低，预防性储蓄的需求就越低，因此，较高的股市流动性将通过它对不确定性的负面影响而实际上使得储蓄率降低²¹。而且，在实证上，列文和泽尔沃斯(Levine and Zervos, 1998)的截面研究还表明，在考虑了影响回归方程的诸多因素之后，股市交易率和换手率在样本期间的平均值及其初始水平与私人部门储蓄率在统计上却不具有显著的相关关系，但也没有证据表明股市流动性降低了私人部门的储蓄率并阻碍了长期经济增长，这意味着股市流动性与经济增长之间的主要联系渠道可能并不是资本存量的增加。

二、股市流动性与风险管理

股市投资者面临两种最重要、最基础的风险：流动性风险和特异风险，而股市流动性的作用就在于通过证券买卖和组合投资实现这些风险的分散和转移。希克斯(Hicks, 1969)就认为，旨在减少流动性风险而对资本市场的改善是导致 18 世纪英国工业革命最主要的原因。戴尔蒙德和狄伯威格(Diamond and Dybvig, 1983)认为：对高收益项目投资的流动性风险创造了对高流动性、低收益项目投资的激励；证实不同个体是否承受冲击需要付出巨大的信息成本，因而不可能通过签订不确定状态下的保险契约来消除或减少风险，这就为股市流动性提出了客观需要²²。列文(Levine, 1991)认为，股市流动性提高方便了投资者在股市上出售其股份而不是从银行取款，从而减轻了特殊的流动性风险，同时它使得经济主体能够通过投资组合的多元化降低收益率风险，这两种作用都提高了对于流动性弱但生产率更高的项目的投资意愿，如果这些项目具有足够的外部性，股市流动性的提高将导致更高的稳态增长。列文(Levine, 1991)和苯茨文奇、史密斯和斯塔(Bencivenga, Smith, and Starr, 1996)还表明：股市减少了在其中进行交易的资产的风险，因为当储蓄者想改变其投资组合时，股市使得他们得以迅速而低成本地买卖。同时，公司也能够通过发行股份很容易地取得资金。这两者都提高了资金配置效率，从而成为经济增长的重要渠道。因此，更多的储蓄和投资也可以保证甚至促进长期的经济增长²³。股市流动性的提高还能减少与单个项目、企业、行业和国家等

¹⁹ Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* Vol 35 June(1997), pp699.

²⁰ Levine, Ross and Zervos, Sarra. "Stock Market Development and Long-Run Growth." *World Bank Working Papers* (February) 1996, p6.

²¹ Philip Arestis, Panicos O.Dementriades, and Kul B. Iuintel. "Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market." *Journal of Money, Credit and Banking* vol33, No.1 (February 2001), pp18.

²² Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* Vol 35 June (1997), pp692.

²³ Philip Arestis, Panicos O.Dementriades, and Kul B. Iuintel. "Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market." *Journal of Money, Credit and Banking* vol33, No.1 (February 2001),

有关的风险,增强了经济主体对这些特异风险进行套利交易、聚集和分散的能力。塞恩鲍尔(Saint-Paul,1992)认为,公司能通过专业化提高生产力,但这也增加部门需求冲击的风险,假设金融分散化的成本是固定的而技术分散化的成本却与产出成比例,那么股市流动性的提高将通过多元化的组合投资使得这种风险得到有效分散,当存在罗默所说的外部性时,生产率的提高便转化为更高的稳态经济增长率;同时,经济主体总会努力创新以求在竞争中获利,但创新总是存在着风险的,对风险厌恶的投资者来说,持有可能分散风险又具有创新意义的项目的有价证券不但可以减少风险,而且还能够促进旨在提高增长率的创新活动的投资,因而股市流动性的提高也能影响技术变革和经济增长。

德弗尔雷克斯和史密斯(Devereux and Smith,1994)以及奥斯菲尔德(Obstfeld,1994)也表明,通过国际整合的股市更大程度地分散风险使得投资组合由安全但收益低的地方向着收益高的地方移动,因而促进了生产率的提高。然而,这些流动性与风险模型也意味着更强的流动性和国际资本市场整合性可能将影响储蓄率。事实上,更高的收益和更好的风险分担也可能降低储蓄率,以至于由于更强的流动性和国际资本市场整合性而使得总体的经济增长放慢²⁴。预期收益高的项目也趋向于风险相对较高,股市流动性的作用就在于通过更高的风险分散程度将投资转向收益更高的项目。然而理论再次表明,更大程度的风险分散程度降低了经济增长。大多数模型表明流动性增强将提高投资收益率和降低不确定性。但由于收入和替代效应,收益率提高对储蓄率的影响将是模棱两可的;而且不确定性的降低对储蓄率的影响也是模棱两可的。因而储蓄率既可能增大也可能会减小。事实上,在物质资本外生的模型中,流动性的提高也可能使得储蓄率大幅下降,以至于实际上减缓经济增长²⁵。

尽管金融一体化可以在国际范围内提高股市流动性,但奥斯菲尔德(Obstfeld,1994)却表明,在采用等弹性效用函数并且私人资本收益率非递减时,金融市场一体化引起了收益率风险的下降。如果相对风险厌恶程度大于1,它将减小储蓄率从而减缓经济增长和减少经济福利;但如果投资组合转向风险资产,这种效应也会发生高估,从而经济增长率也会提高,此时金融市场一体化所获得潜在的福利收益将非常巨大的²⁶。德弗尔雷克斯和史密斯(Devereux and Smith, 1994)也表明,在一个收入增长率为内生的竞争性的世界经济中,由于人力资本的外部效应,在风险完全分散的均衡状态下,每个国家的经济增长都会降低,而且每个国家的福利也都会低于没有风险分散时的均衡福利。这进一步证实了他们1991年的结论,金融市场一体化减少了收入风险从而降低了经济增长。但他们又指出,当风险只是由技术冲击引起时,金融市场一体化必然增加经济福利,即使它降低了世界的经济增长。

三、股市流动性与信息的获取

诺奖得主乔治·阿克洛夫关于柠檬问题的论述标志着信息不对称理论的诞生。其早期的应用主要是在信贷市场,经济学家分析了银行等金融中介在解决由于信息不对称导致金融市场失灵中的作用。但随着股市的巨大发展,人们越来越关注股市在解决信息不对称过程中的特殊作用。

对企业、经理和市场状况的评估将是很困难而成本高昂的。个别储蓄者可能并没有时间、精力和手段去获取这方面的信息,从而不敢贸然投资。因此,高昂的信息成本往往难以使得资本投向最有价值的投资项目。而股市流动性的重要作用就在于促进信息的获取。戴尔蒙德(Diamond, 1984)、格林伍德和约万诺维奇(Greenwood and Jovanovic, 1990)和威廉姆森

pp18.

²⁴ Levine, Ross and Zervos, Sarra. "Stock Markets, Bank, and Growth." American Economic Review. 88, June (1998), No3, pp537.

²⁵ Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." Journal of Economic Literature Vol 35 June(1997), pp694.

²⁶ Devereux, Michael, and Smith, Gregor W. "International Risk Sharing and Economic Growth." International Economic Review August(1994) Vol.35, No.3., pp548.

(Williamson, 1986)等认为, 股市鼓励了专业化分工, 同时也促进了信息的获得和散播²⁷。并且, 格罗斯曼和斯蒂格利茨(Grossman and Stiglitz, 1980)、克莱(Kyle, 1984)、默顿(Merton, 1987)以及霍姆斯特姆和泰洛尔(Holmström and Tirole, 1993)也表明股市能促进公司信息的获取与传播, 进而影响经济增长。特别是在规模更大、流动性更强的股市中, 市场参与者就会有更大的动力去获取关于公司的信息。股市流动性越强, 经纪人就越容易将已有的信息秘而不宣并从中赚钱, 从而股市流动性的提高增加了获取信息的刺激, 并且从股价信息中获利也将刺激投资者进行研究并加强对公司进行监管。这种公司信息的改善将大大改善资源配置并促进经济增长²⁸。此外, 很多理论强调有效率的二级市场价格可以通过托宾 Q 的机制从而有助于投资者区分好的投资与坏的投资, 而股市流动性的提高又使得信息的变化能更快、更完整地传递到价格中去, 从而有助于增强了股票二级市场的效率, 因而有利于信息的获取与筛选。这显然为投资者和经理人员的投资决策提供信号, 从而有助于资源的有效配置。

但理论上一直存在着对于这个问题的争论。斯蒂格利茨(Stiglitz, 1985)认为, 功能发达的股市能够迅速通过股价变化披露信息, 而投资者就可以通过观察股价的变化来获取这些信息, 而没有必要将更多的个人资源投入公司以获取这些信息, 这就造成了外部投资者的激励下降和搭便车的问题。但是, 如上所述, 股市流动性的提高恰恰又恶化了这个问题。因此, 由于存在这些分歧, 现有的理论并不能将金融市场的功能、信息的获取和长期经济增长联系起来。

四、股市流动性与公司治理

股市在公司治理中发挥着重要的作用。股票的公开交易在两个方面影响着管理激励: 一是管理拙劣的公司可能成为收购接管的目标; 二是根据公司股价的持续表现而提供管理者激励。但是, 关于这种强化联合控制的作用程度仍有很多争议。

许多学者²⁹指出, 流动的证券市场便利了公司接管从而损害资源的有效配置。股市流动性的增强使得接管更为容易, 但它也将使得新的所有者和管理者将财富转移到自己手中, 从而可能恶化资源配置并降低总体福利。而且, 流动性高的股市也增加了敌意接管的概率, 以致资源配置效率的下降³⁰。斯蒂格利茨(Stiglitz, 1985)指出, 尽管股市作为筹集资金的场所可以为企业分担风险, 但它并没有理论上那么强, 而且最终可能会成为投机和冒险的场所。由于过强的流动性削弱了股市抗风险能力, 结果可能有害经济增长。因为流动性过强, 投资者就可以轻易地出售股票, 这就鼓励了其短期行为, 通过退出股市而回避风险, 降低了投资者对公司监督的积极性。因此, 外部投资者在确定公司管理是否有效率时所面临的困难就是, 标准的控制机制——股东会议、接管和用美元投票——在现代资本主义中的有效性最多也只是有限的。詹森和麦菲(Jensen and Murphy, 1990)认为, 流动性较高的股市可能将怂恿投资者的懒惰, 不满意的投资者会发现他们自己可以很容易地卖掉那些并不鼓励参与公司控制的股票, 因此对公司治理具有负面影响, 从而在这一过程中将阻碍经济增长³¹。拜德(Bhide, 1993)认为, 美国保护小投资者的规则缩减了金融中介机构(主要是机构投资者)在公司治理中的作用从而鼓励了其投资组合的短期化和分散化, 结果是越来越多的股票从积极的股东

²⁷ Philip Arestis, Panicos O. Dementriades, and Kul B. Iuintel. "Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market." *Journal of Money, Credit and Banking* vol33, No.1 (February 2001), pp17-18.

²⁸ Levine, Ross and Zervos, Sarra. "Stock Market Development and Long-Run Growth." *World Bank Working Papers* (February) 1996, pp5. Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* Vol 35 June (1997), pp695-6.

²⁹ 他们包括: Andrei Shleifei and Robert W. Vishy (1986); Andrei Shleifei and Lawrence Summers (1988); Randall Morck, Andrei Shleifei and Robert W. Vishy (1990); Amar Bhide (1993).

³⁰ Levine, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* Vol 35 June (1997), pp698.

³¹ Philip Arestis, Panicos O. Dementriades, and Kul B. Iuintel. "Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market." *Journal of Money, Credit and Banking* vol33, No.1 (February 2001), pp18.

转向消极的股东；股东人数的增多与分散虽然有利于提高了流动性并降低公司的融资成本，但也将因为不能获取完全的监督收益而减小了大股东进行内部监督性；全日制交易、投资者的全球分散化和计算机撮合系统进一步降低了交易成本并提高了股市流动性，这虽然有利于造市商的参与和大多数比较富有的个别投资者的长期投资，但积极的大股东却希望不太活跃、不太连续的交易，从而与更好的公司治理相矛盾。

但是，霍姆斯特姆和泰洛尔(Holmström and Tirole,1993)通过分析市场监督的成本与收益表明，公司的产权结构将影响股市的流动性并由此影响市场监督的价值。他们认为，内部人减少长期投资的持股将增加交易活跃的股票和股市流动性，从而增加交易商数量和投机者的监督时间，信息边际价值和流入股市信息量的增加将提高股市的信息内容，这促使公司设计更有效率的管理契约以改善公司治理。因为投资者预期不会从既已实现的收益中恢复过来，从而价格可能包含独特的业绩信息，因而公司将一直进行公开交易并广泛持有，以使得市场流动性和股价信息最大化，但投机者的市场监督成本可能最终还得由促使投资者承担，由于监督成本等于投机者的预期利润，从而维持较强股市流动性的成本也将更为高昂。因此，这使得不可能所有的公司都能上市，也使得不可能未了获取更好的个人股份业绩而让公司全部股票都进行交易。

此外，在金和列文(King and Levine,1993)的模型中，股市流动性还可能影响到企业家的市场选择。他们认为，成功创新的价值就在于企业家所获的垄断利润，即由于生产率的领先所获得利润贴现值。而股市流动性则可能影响到理性投资者的分析，从而也就影响到这种利润的贴现率对企业家的市场评价；同时由于成功的创新活动需要风险得到完全分散，而股市流动性则有利于分散与组合持有这些企业股票的风险。而且，股市流动性的提高还可能意味着金融交易税的降低，减少金融部门的扭曲。这些都将有利于促进经济增长。

五、股市流动性与资源配置

资本的有效配置是指它应该配置到预期收益高的部门并从发展前景不好的部门撤离。许多高收益的工程需要长期资本，但投资者通常不愿长期放弃对其储蓄的控制权。因此，股市流动性的提高将易于具有潜在最高利润项目的长期投资，从而改善资本配置并提高预期的经济增长率。巴其霍特(Bagehot,1873)将资本配置效率的改善作为英国 19 世纪中后期经济增长较快的主要原因。列文(Levine, 1991) 在戴尔蒙德和狄伯威格(Diamond and Dybvig, 1983)分析的基础上另外提出了两点假设，即：假设储蓄率固定为 1，并且在人力资本创造过程中有一种与物质资本有关的外部性；假设在公司整个生产过程中所持有的平均资本量与个人投资无关，但对每个成员的人力资本具有正面影响。从而得出结论，股市流动性的增强通过改善生产力风险和流动性风险管理，提高了公司效率和投资收益率，由此改进资源配置效率并促进了经济增长。这与世界银行(1989)的结论相符合：投资效率（GNP 增量/投资）与金融体系规模之间有一种正相关关系。苯茨文奇、史密斯和斯塔(Bencivenga, Smith, and Starr,1994;1995)得出的结论表明，股市流动性越强，证券交易成本就越低，从而降低了长期投资的障碍。公司通过发行股票等将能筹集并使用长期资本，而储蓄者也通过拥有流动性资产而减少了流动性风险和生产力风险所带来的冲击。如果储蓄者想在项目成熟期以前动用这笔资金，他们就能很容易地售出所持有的公司股份而收回投资；特别是股市流动性的增强减少了效益滑坡的投资风险并减少了长期不支付报酬的项目的成本。而最初的储蓄者并不会丧失在投资项目期限内对其储蓄的控制权，因为他们能快速、低成本而可靠地售出其持有的公司股份。他们(2000)还得出结论，股市流动性的增强从而交易成本的降低必将提高均衡的储蓄收益率，特别是在短期资产的期限结构中，但在弱条件下它也将降低长期资产的收益率；它增加了长期资本的吸引力，从而有利于短期资本的长期持有。但它对于均衡经济增长的影响相当复杂，这将取决于三种力量的权衡：一是它将提高经济的储蓄率，从而促进积极增长；二是它将减少与资产转移有关的资源浪费，从而促进经济增长；三是它也将使得经济向着交

易更为集中的投资替代,从而将投资者的储蓄从资本发行市场吸引到资本流通市场,减少了对新资本的投入,并由此阻碍了经济增长。而投入到生产过程中的长短期资本的替代程度有决定了交易成本的减少在多大程度上引起储蓄从资本发行市场转移到资本流通市场,从而决定了股市流动性的增加是否促进经济增长率的提高。最后,瓦格勒(Wurgler,2000)通过实证研究得出的主要结论,以国内股市相对于 GDP 的规模这一指标所衡量的发达的股市总是与更好的资本配置相联系的,金融发达国家的朝阳产业拥有更多的投资,而夕阳产业的投资也将减少得更多,因而尽管该国的投资量并不增加,但投资的配置将会更为合理。这表明摩擦越小总会越好,世界上流动性最强的金融市场总是那些资本配置效率最高的市场。因为股市流动性越高交易成本就越低,从而使得套利更为有效、更为方便。

第三节、股市流动性与经济增长的实证研究

在实证上,关于股市流动性和经济增长有何种关系及这种关系的强度等问题的研究也存在较为严重的分歧。主流的观点认为股市流动性和经济增长之间具有较强的正相关关系,而另一些观点则认为不然。但即使如此,在相关程度上也有分歧。

阿切和约万诺维奇 (Atje and Jovanovic,1993) 在 GJ 模型 (Greenwood and Jovanovic,1990)的基础上加入“劳动”这一变量,并且根据帕润特和布雷斯科特(Parente and Prescott,1991)的推理增加了企业的就业量约束,同时假设各国都面临着相同的生产能力约束(即充分就业),从而推导出人均实际 GDP 的近似表达式,并利用它对 1970-88 年间 40 个国家的有关数据进行最小二乘法(OLS)回归,结果表明,与银行发展的影响相反,不论是否考虑到滞后经济增长,股市流动性即:交易率(交易总额/名义 GDP)对人均实际 GDP 的影响显著,并且股市流动性每提高 1%都使得人均实际 GDP 增长率提高大约 0.0851%。

但哈里斯(Harris,1997)却认为,阿切和约万诺维奇(1993)使用滞后投资或初始投资以解决内生性问题是不恰当的,因为滞后投资与当期投资并非高度相关从而不能很好地衡量当期投资。因此,他采用当期投资的适当工具变量和两阶段最小二乘法(2SLS)以克服当期投资可能与人均实际 GDP 增长率别联合决定而产生的偏差,并对 1980-91 年间 49 个国家的有关数据进行回归。结果表明:以股市交易率(交易总额/GDP)表示的流动性指标对经济增长的影响并不像阿切和约万诺维奇(1993)认为的那么强,股市流动性并不能促进实际 GDP 增长率提高,即使有也最多只是微弱的。在欠发达国家子样本中所得出的结论与在全部样本中所得出的结论相同,而在发达国家子样本中,股市流动性确实有助于解释实际 GDP 增长率,尽管它在统计上不太显著并且其点估计值不到阿切和约万诺维奇(1993)全部样本的点估计值的一半。

与德米居斯孔特和列文(Demirgüç-Kunt and Levine,1996)和德米居斯孔特和玛克希莫维奇(Demirgüç-Kunt and Maksimovic,1996)不同的是,列文和泽尔沃斯(Levine and Zervos,1996)采用股市总体发展的一个多面指标,从而将个别国家股市功能特征结合起来。他们选用股市发展规模指标,即股市资本化率(流通市值/名义 GDP)、股市发展的流动性指标股市交易率和换手率(股市交易总额/股市市价总值)和与国际资本市场整合性指标即 ICAPM 模型所计算的定价误差,以作为股市总体发展的多面指标;并沿用金和列文(King and Levine,1993 a;b)的方法采用金融深度指标 $Depth(=M_2/GDP)$ 作为控制变量以考察在引入金融深度之后,股市发展是否仍然同经济增长显著相关;选用人均收入初始水平的对数值、政府消费/GDP、初级中学入学率初始水平的对数值、革命与政变次数、通货膨胀率和黑市外汇升贴水作为其它控制变量。这一跨国家的实证研究表明,股市流动性及股市总体发展和它们相应的前定变量都同经济增长呈显著的正相关关系。但它并未对个别国家进行时间系列分析,也没有探讨促进股市更为合理发展的政策研究。

列文和泽尔沃斯(Levine and Zervos,1998)在德米居斯孔特和列文(Demirgüç-Kunt and

Levine 1996)的基础上选用了股市资本化率(流通市值/名义 GDP)作为股市发展规模指标,选用股市交易率和换手率(股市交易总额/股市市价总值)作为股市发展的流动性指标,选用基于市场收益率 12 个月的移动标准差作为股市波动性指标,选用以 ICAPM 和 APT 模型所计算的定价误差作为本国股市与世界资本市场一体化程度的指标,并使用银行债权取代传统的金融深度指标以更为准确地测度金融中介的发展。在此基础上,将 1976-93 间 47 个国家的这些数据与经济增长相应的四种指标分别进行回归,并应用信息调节模型控制了许多其他与经济增长相关的宏观经济变量如:股市流动性、银行发展及人均产出的初始水平、教育状况、革命与政变、政府消费、通货膨胀率及黑市升贴水等,结果发现:股市流动性的两个指标不仅与同时期的人均实际 GDP、人均资本存量增长率及生产率增长率具有很强的正相关关系,而且也都是这三者很好的预测指标,但它们与储蓄率却没有这种关系。此外,股市流动性与经济增长的三个指标之间的回归系数也是很大的,如:股市流动性每增加 1%,样本国家的人均产出就增加 0.8%,在该期间内,由于股市流动性的增加将导致本国的人均 GDP 增长大约 15%。这表明股市流动性主要是通过提高资源配置效率而不是增加资本积累来促进经济增长的。

但伯克和列文(Beck and Levine,2001)认为,列文和泽尔沃斯(1998)将股市流动性的初始指标作为随后 18 年中经济增长的很好的预测指标并未考虑到潜在的同时性偏差,也没有明确地控制特定国家的影响。为此,他们应用了 GMM 技术、另一种信息调节模型和系统板面估计量及其不同变量的计量经济方法。并根据列文、罗伊若与伯克(Levine, Loayza and Beck,2000)所使用的方法改进了传统股市流动性指标的缺陷,用期末与整个期间的缩减指数分别对构成股市流动性的存量与流量指标进行数据处理,再用当期与其滞后一期存量的平均值作为当期的流量值,以消除通货膨胀引起的偏差。从而采用 1976-98 年间 40 个国家每五年的平均的板面数据进行回归,结果表明:在控制了特定国家的影响和潜在的内生性之后,作为股市流动性指标的交易率和银行发展都显著地进入四个经济增长回归方程,因而股市流动性和银行发展对于经济增长具有独立的影响。

阿雷斯特、德米瑾德斯和路茵特尔(Arestis, Demetriades, and Luintel,2001)将 1973:1-1998:1 间美国股市流动性的两个指标:交易率和换手率与经济增长的季度数据进行了时间系列分析,结果发现:交易率和换手率与实际 GDP 之间有一种正相关关系,而股市波动性对股市流动性的两个指标有具有负面影响,并且弱外生性检验表明当使用股市交易总额/GDP 指标时,实际 GDP 和银行发展呈现弱外生性,但当采用换手率指标时,实际 GDP 和银行发展又成为内生变量。而对英国 1976:1-98:1 间的季度数据进行的时间系列分析表明,股市波动性对于股市交易率指标有显著的负作用,而银行发展与股市交易率指标则存在显著的正相关关系。同样,弱外生性检验表明只有股市交易率指标与银行发展存在着一种反作用,然而从股市流动性到产出增长的因果关系却更加显著。

国内学者近年来也对于中国股市流动性与经济增长关系进行了实证研究,并得出了诸多不同的结论。谈儒勇(1999)模仿德米居斯孔特和列文(1996)的做法并结合数据在我国的可获得性提出了股市发展规模指标和流动性的两个指标,对 1994:1-98:4 之间这三个指标及其滞后值和实际 GDP 环比增长率的 20 个季度数据进行回归,结果表明:我国股市交易率和换手率都不显著地进入回归方程,股市流动性对经济增长的作用不仅有限,而且即使存在那么一点点,这种作用也是不利的。因而该结果似乎与哈瑞斯(Harris,1997)的实证结果相吻合,而国外学者的主流观点并不适合我国。同理,王开国(2000)采用类似的方法提出了上市公司数、股市规模指标和流动性的两个指标,对于我国 1993:1-98:4 之间 24 个季度数据的回归结果表明:股市流动性的两个指标也都不显著地进入回归方程,这意味着过去几年间我国股市流动性对于经济增长的作用还相当有限。

穆青等(2001)也选用沪、深交易所 A 股股票的资本化率、股市交易率及换手率和股市

收益波动性（沪市 A 股指数的季度标准差）作为股市发展指标，选用实际 GDP 季度环比增长率、国有单位固定资产投资季度环比增长率和居民银行储蓄率作为经济增长指标，并引入了传统的金融深化指标以测度金融中介的规模，在此基础上，对于各变量 1994:1-99:4 的季度数据分别进行回归，结果表明：股市交易率的提高增加了国有单位固定资产的数量和居民银行储蓄率的下降，从而提高了投资效率、优化了资源配置并提高了全社会的劳动生产率，由此促进了我国经济增长率的提高，但股市换手率的提高并不显著地进入各个回归方程，因而与经济增长的关联度很低。

但是，郑江淮等(2000)采用帕格诺(1993)和缪瑞茵德(1996)的方法将内生经济增长理论框架纳入股市所得出的简单模型中，则着重于从股市对经济增长作用机制的角度来检验，他们对 1993:1-98:4 之间居民储蓄环比增长率和居民储蓄率与股市规模指标、流动性的两个指标、实际利息率、人均收入增长率及城镇居民收入增长率的季度数据进行回归，结果表明：股市流动性的两个指标都不显著地进入以居民储蓄环比增长率和居民储蓄率为因变量的回归方程，这也说明我国股市流动性的提高并不促进居民储蓄的增加和储蓄向投资的转化，从而并不影响经济增长。

第四节、相关的争论

一、计量方法的选择与问题的研究

在金融发展与经济增长关系的研究中，经济学家采用的最多的两种方法便是（跨国家）的截面回归与时间系列分析。

阔翰(Quah,1993)指出：人们断言跨国家回归的前提是存在着稳态的经济增长，但他使用 118 个国家的数据表明，长期经济增长模型的不稳定的。李等(Lee et al,1995)表明，跨国家回归所得出的收敛性检验可能是令人误解的，因为收敛使得回归系数包含了较小的偏差。列文和泽尔沃斯(1996)也承认将跨国家的回归方法用于研究股市发展与经济增长关系至少存在着以下三个问题：在测量上，各国官员对变量的定义、收集和测量并不一致，而且知晓内情者经常发现公布的数据与他们所了解的情况有差异；在统计上，回归分析假设样本国家的人口量相同，而在实际的回归中却并非如此，许多国家的人口差异之大以至于必须对它们进行分别研究；在概念上，也应该谨慎地理解跨国家的回归系数，对很长的时间段进行平均化处理将引起很多变化如：国家政策的改变、经济周期的变化和政府更迭等，因而进行加总将会忽略许多重要事件和跨国家的差异。此外，阿雷斯和德米崔德斯 (1997)也认为：跨国家的截面回归不能很好地解决因果性的问题；它只是针对一个跨国家的变量的“平均效应”；并且在因果性检验中，当可能出现不同国家之间因果性模型的差异时，这种局限更为明显。因而不应该将这些回归系数看作是弹性值并据此预测某种特定的政策变化将引起多大程度的经济增长，但这些回归系数的估计值和有关的 t 统计值却表明了股市发展与经济增长在多大程度上相关。然而不应该因此就抹煞了跨国家比较的优点，阐明跨国家之间股市发展与经济增长的实证规律，将对有关这一关系的各种观点产生影响，并为将来的理论分析与实证研究提供框架，人们更应该谨慎看待的是股市与经济增长所不支持的观点而不是它们所支持的观点。列文和雷诺特(Levine and Renelt,1992)以及路茵特尔和克翰(Luintel and Khan,1999)认为，跨国家的回归模型最多只是粗略地描述了股市和经济增长的关系，但它却省略了许多重要的细节问题，因为每个国家的具体情况各不相同，各国金融发展与经济增长的关系将取决于其具体的制度特征和环境。跨国家回归模型的结论受到广泛的质疑，因而应该谨慎的对待。而且，哈里斯(Harris, 1997)指出，内生性的存在大大减少了股市有关指标的估计效果。因而采用时间系列分析法考察股市发展与经济增长关系具有重要的计量经济优点：它能更好的注重因果性与内生性的问题；更不可能遇到跨国家回归模型的其它局限；它能够更好地洞察这种关系在各国之间的差别，并说明在平均结果中所隐藏的重要细节性问

题³²。

二、因果关系的方向

帕特里克(Patrick,1966)认为,金融发展与经济增长因果关系的方向随着经济发展阶段的不同而变化,它存在着两种可能的方式:一是金融体系的扩张适应了经济增长的需求;二是金融体系的扩张超前于其服务的需求。戈德史密斯(Goldsmith, 1969)认为,经济增长与金融发展指标的正相关反映了一种双向的因果关系,金融市场提高了投资效率从而促进了经济增长。麦金龙(Meckinnon,1973)和肖(Shaw,1973)则认为金融中介主要是提高储蓄与投资水平,但金融发展与经济增长的因果性和投资效率及投资率远未解决。鲁比尼和萨拉伊马丁(Roubini and Sala-i-Martin,1991)认为,要在因果性上取得进展必须要求借助于不受经济增长影响的政策变量,他发现银行准备金率就是这样的一种指标,它代表了金融抑制程度但又不受经济增长影响并与经济增长负相关³³。大多数实证研究都使用了高度加总的金融指标,但却忽略了金融发展与经济增长的因果关系方向将取决于不同国家的具体的金融市场环境。拉詹和津佳莱斯(Rajan and Zingales,1998)通过研究金融发展对企业外部融资成本的影响来研究了金融发展对行业成长的促进作用这一特定机制,从而在金融发展与经济增长的因果关系的研究方向上迈出了重要的一步,并指出该结果不可能通过遗漏的变量、异常点或方向因果关系得到。列文、罗伊扎和伯克(Levine, Loayza, and Beck,2000)采用 GMM 动态模型表明:金融中介的外生发展与经济增长鲁棒性地正相关,这不仅是由于经济增长影响了金融发展,而且也至少部分是由于金融的外生发展影响了经济增长,而且这种影响还相当大。

三、均衡增长路径的收敛性问题

在内生经济增长方面,罗默(Romer,1989)等使用 20-100 多年间的跨国家数据表明,人均产出率存在着惊人的差异;同时经济增长率并不存在着无条件收敛的趋势。罗默(Romer,1986; 1990)和卢卡斯(Lucas,1988)的模型表明,经济主体的决策完全决定了经济的稳态增长率,只有当经济主体的投资决策产生足够高的人力资本积累和技术进步时,才可能有稳态的人均增长。苯茨文奇、史密斯和斯塔(2000)指出,存在唯一重要的均衡增长路径的条件是存在唯一的储蓄收益率和实际经济增长率;如果均衡的储蓄收益率不超过资本与劳动的比例,那么实际的均衡利率将超过经济增长率,但这种均衡条件在实证上却似是而非。

第五节、结束语

总之,理论上对于股市流动性与经济增长关系的论述还有很多分歧,同时我们还发现目前的文献很少探讨股市流动性对企业家创新和信息获取对经济增长的影响。而且,我们并没有讨论金融中介(主要是银行)、其它金融市场所提供的流动性对经济增长的作用机制以及它们对股市流动性与经济增长关系的影响;此外,在资产证券化(主要是银行)、开放式基金的发展和知识经济条件下,股市流动性与经济增长的关系可能还发生了一些前所未有的新变化。这些都将有待于今后的开拓。ⁱ

³² Philip Arestis, Panicos O.Dementriades, and Kul B. Iuintel. "Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market." Journal of Money, Credit and Banking vol33, No.1 (February 2001), pp16-17.

³³ Pagano, Macro. "Financial Markets and Growth: An Overview" European Economic Review 37(1993), p621.

参考文献:

- [1] Arestis, Philip; Demetriades, Panicos O. and Kul B. Iuintel. Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market [J] . Journal of Money, Credit and Banking, 2001-2, 33(1):16-17.
- [2] Arestis, Philip; Demetriades, Panicos O. and Kul B. Iuintel. Financial Development And Economic Growth: Assessing and the Evidence [J] . The Economic Journal, 1997-5,107 :783-799.
- [3] Atje, Raymond, and Boyan, Jovanovic. Stock Market and Development [J] . European Economic Review ,1993-4,37: 632-640.
- [4] Aiyagari, S.Rao. Asset Return With Transaction Costs and Uninsured Individual Risk [J] . Journal of Monetary Economics, 1991,27:311-331.
- [5] Beck, Thorsten, and Levine, Ross. Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality[R]. World Bank Working Papers,2001-7. Downed From World Bank.
- [6] Beck, Thorsten; Levine, Ross. and Loayza, Norman. Finance and the Sources of Growth [J] . Journal of Financial Economics, 2000, 58:261-300.
- [7] Bencivenga, Valerie R; Smith, Bruce D. and Starr Ross M. Equity Markets, Transaction Costs, and Capital Accumulation: An Illustration [R] . Prepared for World Bank Conference on “Stock Markets, Corporate Finance, and Growth.” 1994-1. Downed From World Bank.
- [8] Bencivenga, Valerie R; Smith Bruce D, and Starr Ross M. Transaction Costs, Technological Choice and Endogenous Growth [J] . Journal of Economic Theory ,1995,67:153-177.
- [9] Bencivenga, Valerie R; Bruce D. Smith, and Ross M. Starr. Secondary Capital Markets, Long-Run Growth, and the Term Structure of Asset Yields [J] . International Economic Review, 2000-8,44(3):769-770.
- [10] Bhide, Amar. The Hidden Cost of Stock Market Liquidity [J] . Journal of Financial Economics, 1993,34:31-51.
- [11] Devereux, Michael, and Smith, Gregor W. International Risk Sharing and Economic Growth [J] . International Economic Review, 1994-8,35(3): 535-550.
- [12] Gertler, Mark. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview [J] . Journal of Money, Credit and Banking, 1988-8: 558-588
- [13] Harris, Rechard D. F. Stock Market and Development: Re-assessment [J] . European Economic Review, 1997,41(1): 139-146.
- [14] Holmström, Bengt and Tirole, Jean. Market Liquidity and Performance Monitoring [J] . Journal of Political Economics, 1993, 101(4): 678-709.
- [15] King, Robert G and Levine, Ross. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence [J] . Journal of Monetary Economics, 1993a, 32: 513-542.
- [16] Levine, Ross. Stock Markets, Growth, and Tax Policy[J]. Journal of Finance ,1991-9,46:1445-1465.
- [17] Levine, Ross. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda [J] . Journal of Economic Literature, 1997-6, 35: 699-701.

-
- [18] Levine, Ross and Zervos, Sarra. Stock Market Development and Long-Run Growth [R] . World Bank Working Papers, 1996-2. Downed From WB
- [19] Levine, Ross and Zervos, Sarra. Stock Markets, Banks, and Growth [J] . American Economic Review, 1998-9, 88(3): 536-558.
- [20] Levine, Ross; Loayza, Norman, and Beck, Thorsten. Financial Intermediation and Growth: Causality and Cause [J] . Journal of Monetary Economics , 2000, 46: 31-77.
- [21] Luintel, Kul B and Mosahid, Khan. A Quantitative Reassessment of Finance-Growth Nexus: Evidence from Multivariate VAR [J] . Journal of Development Economics, 1999, 60: 381-405.
- [22] Merton, Robert C. Financial innovation and The Management and Regulation of Financial Institution [J] . Journal of Banking and Finance, 1995, 19: 461-481.
- [23] Pagano, Macro. Financial Markets and Growth: An Overview [J] . European Economic Review, 1993, 37: 613-622.
- [24] Rajan, Raghuram R. and Zingales, Luigi. Financial Dependence and Growth [J] . The American Economic Review, 1998-6, 88(3): 559-586.
- [25] Saint Paul, G. Technology Choice, Financial Markets and Economic Development [J] . European Economic Review, 1992, 36: 763-781.
- [26] Singh, Ajit. Financial Liberalisation, Stock Markets and Economic Development [J] . The Economic Journal, 1997-5, 107: 771-782.
- [27] Stiglitz, Joseph. Credit Markets and The Control of Capital [J] . Monetary, Credit, and Banking, 1985-5, 17(2): 133-152.
- [28] Wurgler, Jeffery. Financial Markets and the Allocation of Capital [J] . Journal of Financial Economics, 2000, 58: 187-214.
- [29] 程明高. 金融发展影响经济增长的机理分析——从信息经济学和交易费用经济学角度的解释 [J] . 财贸经济, 1998, (6).
- [30] 黄达. 从银行不被看好谈起 [N] . 金融时报, 2001, (1).
- [31] 罗美娟. 关于股市与经济增长关系的争论 [J] . 经济学动态, 2001, (6).
- [32] 穆菁, 彭强, 张乃禄. 中国股票市场与经济增长关系的实证研究 [J/OL] . 深圳证券交易所第三届会员研究成果奖 来源: 巨潮咨询网
- [33] 潘英丽. 21 世纪金融业基本功能的重新组合及其演变趋势 [J] . 国际金融研究, 2001, (3).
- [34] 上海交通大学金融证券研究所-国泰君安证券研究所. 上海股票市场流动性与波动性研究 [N] . 中国证券报, 2001-8-10(11).
- [35] 谈儒勇. 中国金融发展和经济增长关系的实证研究 [J] . 经济研究, 1999, (10).
- [36] 谈儒勇. 金融发展理论与中国金融发展 [M] . 中国经济出版社 , 2000, (1).
- [37] 谈儒勇. 金融发展理论在 90 年代的发展 [J] . 中国人民大学学报, 2000, (2).
- [38] 兹维·博迪. 金融学研究的新方法: 功能观点 [N] . 经济学消息报(48), 2000-12-1(3).

-
- [39] 宋小文,龚强. 金融发展与经济增长 [J] .湖北商业高等专科学校学报.1999, (1).
- [40] 王国言. 全球金融体系结构变化的新视角: 功能观点 [J] .财贸经济,2001,(2).
- [41] 王开国. 证券市场与经济发展的理论分析和政策建议 [N] .证券市场导报,2000,(5).
- [42] 郝璟. 金融自由化、金融发展与经济增长 [J] .学海,1999,(4).
- [43] 徐良平. 金融媒介与经济增长 [C] ,2001.
- [44] 杨胜刚. 金融发展与经济增长:观点与当务之急 [J] . 国外财经, 1998,(4).
- [45] 张旭. 股票市场与经济发展:金融理论发展的新进展 [J] . 经济评论,2001,(5).
- [46] 张东祥. 西方金融发展理论的演进几对中国金融发展的启示 [J] . 经济评论,2001,(4).
- [47] 郑江淮,袁国良,胡志乾. 中国转型期股票市场与经济增长关系的实证研究 [J] . 管理世界,2000,(6).

Stock market liquidity and economic growth

Zhang Bao-lin

(SHANGHAI PUDONG DEVELOPMENT BANK CO., LTD. FoShan POSTCODE: 528000)

Abstract: This paper defined the concept of stock market liquidity; it also elaborated the channels about stock market liquidity influencing economic growth: savings mobilization, resource allocation, risk management, Information acquisition, corporation governance and stimulation. It reviewed the empirical conclusions and some disputed questions of stock market liquidity and economic growth.

Keywords: stock market liquidity; economic growth; stock market development

收稿日期: 2002-12-20

基金项目: 西南财经大学中国金融研究中心资助项目

作者简介: 张保林 (1971-), 男 (汉族), 四川德阳, 深圳发展银行佛山分行, 西南财经大学中国金融研究中心博士。