

# 从内生金融发展理论到新制度金融发展理论

——20 世纪 90 年代以来金融发展理论的最新发展

韩国文

**摘要:** 针对 20 世纪 90 年代以来金融发展理论的最新发展,把金融发展理论分为麦金农—肖范式的金融发展理论、内生金融发展理论和新制度金融发展理论;在对金融发展理论的最新进行研究综述的基础上,对新制度金融发展理论的形成和发展进行了总结和展望。

**关键词:** 金融发展理论; 内生金融发展理论; 新制度金融发展理论

**中图分类号:** F830

**文献标识码:** A

## 一、引言

金融体系与经济增长之间的关系一直是一个争论不休并且显然还没有解决的问题。熊彼特(Schumpeter, 1912)首先论证了金融对经济创新与经济发展的重要影响。格利和肖(Gurly and Shaw, 1955)较早地注意到了“金融因素决定经济增长的步伐和型式”。希克斯(Hicks, 1969)则进一步指出真正引发工业革命的是金融系统的创新而不是技术创新。Gurly 和 Shaw (1955), Gerschenkron (1962), Cameron (1967, 1972), Friedman 和 Schwartz (1963), Patrick (1966), Landes (1969), Goldsmith (1969) 开创性地运用历史数据实证说明银行、金融和金融发展在工业化、现代化和经济增长中的重要性。麦金农(Mckinnon, 1973)和肖(Shaw, 1973)的金融抑制理论和金融深化理论以及哥德史密斯(Goldsmith, 1969)的金融结构理论的出现标志着金融发展理论的正式形成,他们的理论对发展中国家的金融改革和金融自由化产生了重要影响。继麦金农和肖之后, Kapur (1976)和 Mathieson (1980), Galbis (1977)和 Fry (1978a, 1978b, 1980)等人基于麦金农—肖的框架,相继提出了一些改进的金融发展模型,对麦金农—肖的理论进行了扩展,形成了金融发展理论的麦金农—肖范式(M-S 范式)<sup>1</sup>。

国内外大多数学者一般都认为金融发展理论主要研究金融发展与经济增长的因果关系,并说明各种金融变量的变化及金融制度变革对经济发展的长期影响,由此得出发展中国家为促进经济增长所应采取的金融发展策略(李江, 2005)。许多学者按照理论发展的时间顺序把金融发展理论划分为三个阶段:第一代金融发展理论—金融深化论、第二代金融发展理论—内生金融发展理论和第三代金融发展理论—法律与金融发展的理论。本文在考察金融发展理论文献的基础上,认为金融发展理论是以金融发展和经济增长之间关系为核心研究金融(自身)发展规律的经济理论,并根据各种金融发展理论所依赖的基础,把金融发展理论划分为 M-S 范式的金融发展理论,内生金融发展理论和新制度金融发展理论。本文对 20 世纪 90 年代以来的金融发展理论特别是 2000 年后的金融发展理论的最新发展进行综述并对其发展前景进行展望。

## 二、交易成本、信息不对称和内生金融发展理论

从 20 世纪 80 年代后期至 21 世纪,随着内生经济增长理论的发展,金融发展理论从三个方面扩展:一是突破 M-S 范式,引入不确定性、信息不对称和监督成本等因素,对金融发展和经济增长的相互关系进行分析;二是从以发展中国家为主要研究对象扩展到所有国家;三是将以金融发展和经济增长的之间的关系为核心的研究扩展到金融市场、金融机构的产生形成以及金融体系的功能及其比较上。

**1. 金融中介和金融市场的内生形成。**Greenwood 和 Jovanovic (1990), Saint-Paul (1992), Zilibotti (1994), Blackburn 和 Hung (1998) 建立了各种各样的模型来解释金融市场和金融中介的内生形成。不过 20 世纪 90 年代金融中介的内生形成模型较多, 因为“早期的金融体系是银行主导型的”(Boot and Thakor, 1997); 这些模型主要从不确定性、信息不对称和交易成本等三方面展开。Benston George (1976) 和 Fama (1980) 提出了金融中介理论中的交易成本思路。Levine (1991) 以及 Dutta 和 Kapur (1998) 则从不确定性的角度研究了金融中介形成的原因。Bencivenga 和 Smith (1991) 提出的具有多种资产的内生增长模型中, 当事人随机的(或不可预料的)流动性需要导致了金融中介的形成。在 Schreft 和 Smith (1993) 模型中, 空间分离和有限沟通导致了金融机构的形成。Allen 和 Gale (1997) 把金融中介视作市场不完全条件下提供跨期平滑作用的制度机制。在 Bacchetta 和 Caminal (1996, 2000) 建立的两阶段模型中, 金融中介因为借贷双方之间的信息不对称而产生。Chater (2001) 认为金融中介产生的原因在于它能降低由于投资收益不确定性而产生的风险。在 Beck, Lundberg 和 Majnoni (2006) 的模型中金融中介因为减轻代理成本和企业家的现金流限制而产生。

在早期的金融发展理论中, “金融市场的发展状况通常被视作是由法规和政府管制等外生因素决定的(Bencivenga & Smith, 1991)。但金融市场的发展及其在金融体系中地位的上升促使人们把金融市场和金融中介放在同一个框架下考察, 以金融中介为参照来阐释金融市场的形成机制。金融市场的内生形成的模型以 Boot 与 Thakor (1997) 和 Greenwood 与 Smith (1997) 的模型为代表。Boot 与 Thakor (1997) 的模型表明在信息获取和信息汇总 (information aggregation) 上的优势导致了金融市场的形成。Greenwood 与 Smith (1997) 指出金融市场和金融中介的运行成本或参与成本导致了金融市场和金融中介的内生形成。

**2. 金融发展和经济增长的相互作用。**这方面的理论建树并不多, 一般是以内生增长理论为基础, 从金融中介、金融市场(主要是股票市场)、整个金融体系、行业成长、企业资本结构和经济增长的关系等多个层面分别运用跨国面板数据或采用时间序列数据进行计量经济分析, 多角度地解释金融发展和经济增长的关系。

在金融中介和经济增长方面的研究以 King 和 Levine (1993a, 1993b) 的研究最有代表性。他们使用 80 个国家 1960—1989 年的数据的实证结果表明金融中介不仅和经济增长有很强正相关性, 而且金融中介发达程度也分别与未来的资本积累率、未来的投资率和未来的经济效率的提高有很强正相关关系。

在金融市场(主要是股票市场)发展和经济增长关系方面的研究较多, Demirgüç-Kunt 和 Levine (1996a) 提出一组包括六个指标的指标体系<sup>2</sup>, 用以反映股票市场发展状况, 通过实证检验发现在人均实际 GDP 较高的国家, 其股票市场发展程度也较高。Levine 和 Zervos (1996) 使用了 41 个国家 1976—1993 年的数据实证检验股票市场和长期经济增长之间的关系, 结果显示股票市场总体发展和长期经济增长之间有很强正相关关系。Atje 和 Jovanovic (1993) 利用 40 个国家的有关数据发现股票市场的发展具有增长效应(对经济活动增长率的影响)和水平效应(对经济活动水平的影响)。Levine 和 Zervos (1998) 在回归模型中加入了一些反映股票市场发展状况的指标而扩展了 King 和 Levine (1993a) 对金融中介和经济增长关系的分析, 利用 47 个国家 1976—1993 年的数据进行实证后得出结论: 银行发展和股票市场流动性不仅都和同时期的经济增长有着很强的正相关关系, 而且都是经济增长的很好的预测指标。Demirgüç-Kunt 和 Maksimovic (1996) 使用 30 个发展中国家和工业化国家的 1980—1991 年数据, 发现在发达的股票市场上, 股票市场的进一步发展会导致股权融资对债务融资的取代。Rajan 和 Zingales (1998) 等通过研究金融发展对企业外部融资成本的影响来研究金融发展对行业成长的促进作用。Leahy 等 (2001) 以 OECD 国家为样本, Klein 和 Olivei (2001) 以发达国家为样本, 而 Spiegel (2001) 只采用 APEC 国家或地区的数据, 对金融发展和经济增长之间的联系进行研究。

还有一些文献采用分析个案的方法来研究金融发展和经济增长的关系。Hansson 和

Jonung (1997) 运用瑞典1830—1991年的历史数据发现银行发展和经济增长的关系是一致的, 但不稳定。Rousseau 和 Wachtel (1998) 运用1870—1929年的数据对美国、英国、加拿大、挪威和瑞典的研究发现金融和经济具有持久的同向变动关系。Bolbol et al. (2005) 利用埃及1974—2002的数据研究了金融系统和全要素生产率(TFP)之间的关系。Rousseau 和 Sylla (2005) 运用美国1790—1850 说明了金融发展对新公司产生和投资有显著影响。Nieuwerburgh等(2006) 运用比利时1830—2000年的布鲁塞尔股票交易所的数据实证检验说明股票市场发展显著地影响经济增长。Carsten Burhop (2006) 运用德国1860—1913年的历史数据证明了在德国早期现代化进程中银行资产影响工业部门的资本形成, 但金融部门并非起主导作用。

以上大多数研究虽然能够得到金融与经济增长的某种平行发展的关系, 但是这些联系缺乏因果关系(世界银行, 1999)。Harris (1997) 发现股票市场增长效应要比Atje和Jovanovic (1993) 所发现的弱得多。Harris (1997), Deidda and Fattouh (2002) 实证研究显示在总收入水平较高的情况下金融发展和经济增长有较高的正相关性, 在总收入水平较低时这种正的相关性较弱且并不显著, 甚至是负的相关。Demetriades 和 Hussein (1996), Xu (2000) 利用发展中国家的时间序列数据的研究显示在经济发展过程中金融并没有主导作用。Hondro-yiannis 等 (2005) 用VAR模型对希腊1986—1999年间银行、股票市场和经济绩效的实证研究显示从长期来看金融对经济增长的促进作用很小。Samy Ben Naceur和 Samir Ghazouani (2006) 运用中东11国最近20年的面板数据计量分析的结果表明银行、股票市场和经济增长不存在显著关系, 在控制股票市场变量后, 银行发展甚至和经济增长负相关。Luca G. Deidda (2006) 建立的模型表明, 金融发展对经济增长的效应是模糊的, 金融发展本身是不可持续的, 在竞争性经济体中金融中介均衡水平是无效率的。

对这一问题的另一研究思路是对发展程度相似的国家进行金融结构的比较, 即银行主导型金融体系与市场主导金融体系的比较。早期如 Alexander Gerschenkron (1962) 对德国和英国的比较, 20 世纪 90 年代以来德国与美国的比较以及日本与美国的比较 (Randa Pozdena and Volbert Alexander, 1992; Allen and Gale, 1995, 2000; et al.)。不过这些研究的结论争论较大, 关于金融结构对经济增长的影响还难以达到共识。

还有一些文献研究金融发展和宏观经济波动之间的关系。Easterly 等(2000), Denizet 等 (2002), Hausmann 和 Gavin (1996), Raddatz (2006) 等研究发现金融发展可以降低宏观经济波动性。Beck, Lundberg和Majnoni (2006) 运用63个国家1960—1997年间的面板数据实证表明金融中介发展对经济增长波动没有显著影响。Bekaert等 (2006) 发现国际、国内资本市场的一体化和股票市场自由化(推动金融发展) 会加剧经济增长的波动性。

**3. 金融结构、金融体系和金融功能。**不同的金融工具结构、金融市场结构、金融机构结构和金融体系结构等对于信息、交易成本和风险的影响是不同的, 研究金融发展和经济增长的关系问题不可避免地会涉及到金融结构和金融体系功能。

银行主导型金融体系优势论者主要从信息、交易成本等角度展开研究。Rajan和Zingales (1998) 指出, 在法律制度与会计标准不完善的国家中, 强有力的银行能够促进企业披露信息, 偿还债务, 促进信用扩张, 从而实现长期经济增长。银行主导型金融体系形成的长期、紧密的银企关系也有助于企业信息流动, 改善资源配置 (Porter, Aoki and Patrick, 1993; Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991)。在银行主导型金融结构下, 银行很努力地收集信息, 却不用马上将获得的信息在公开市场上披露, 加上银行对企业所做的都是长期的承诺 (Stiglitz, 1985, 1993; Boot, Greenbaum and Thakor, 1993), 因此降低了信息不对称程度, 推动了经济的迅速增长。股票市场流动性的提高降低了退出成本, 使所有权更为分散, 造成每个单个股东作为有效监督管理者的激励下降 (Bhide, 1993), 进而妨碍公司控制, 阻碍资源配置, 使长期经济增长放缓(Allen and Gale, 1999, 2005a)。Allen和Santomero (1997, 1998) 将风险化解和参与成本引入到金融中介研究之中, 论证了金融市场的扩大并没有使人们对金融中介的依赖程度降低, 传统中介的重要性降低了, 但新型金融中介得到了

迅速发展。Allen和 Gale (2005a) 对银行主导与市场主导的金融系统做了全面考察, 发现中介主导的国家在推动经济增长中的多数领域同样甚至更加具有效率。

市场主导型金融体系优势论的论述基本上是针对银行强势所产生的问题而言的。Rajan (1992) 认为银行利用为企业融资过程中得到的内部信息获利, 企业要付出更大的成本。特别是在进行新投资或者债务再谈判的情况下, 银行会攫取企业预期未来收益中更大的份额, 以至于企业不愿意从事有创新的、有利可图的风险投资。银行对于低风险高收益的项目有一种天然的偏好。但是低风险项目的收益率一般都很低, 因此银行主导型金融结构可能会损害技术创新和长期经济增长, 特别是生产力的发展 (Weinstein Yafeh, 1998)。银行主导型金融结构在公司治理方面的优势也受到了质疑与攻击 (Black and Moersch, 1998)。Levine (1999) 和Ergungor (2004) 认为普通法国家会形成金融市场主导的金融体系, Ergungor (2003) 实证证明了市场主导的金融体系比银行主导的金融体系的经济增长更快。Rajan和 Zingales (2003) 却认为上世纪初普通法国家并没有比大陆法国家更多地依赖于市场主导的金融体系。Dewatripon和Maskin (1995), Holmstrom (1996), Bolton和Freixas (2000), Bolton 和 Freixas (2000), Baliga 和 Polak (2004) 等建立静态模型对这一问题进行了研究。Cyril Monnet和 Erwan Quintin (2006) 建立了动态的一般均衡模型来解释为什么即使两个经济体的基本经济特征相同而金融结构不用。

有关银行主导型和市场主导型金融系统比较的现有文献存在一个缺点: 即这些比较集中于人均GDP水平相似的一个很窄系列的国家——德日与美英, 而这些国家有一个非常相似的长期增长率, 这就意味着实行何种金融结构关系不大 (Demirgüç-Kunt and Levine, 1999)。Levine (1997) 和其他的学者认为金融安排 (包括合约、市场和银行) 提供了重要的金融服务。不同的金融体系提供这些金融服务的功能不同从而造成了不同国家的经济增长率不同。

Merton和Bodie (1993, 1995) 系统地提出了金融系统功能观<sup>3</sup>, 给出了金融结构比较和金融发展水平衡量的标准。随后的进一步研究大大拓展了金融发展理论的视野。

### 三、法律、文化、社会习俗和新制度金融发展理论

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (LLSV, 1997, 1998, 1999) 开创了法与金融研究的新领域, 在此基础上金融发展理论得到了巨大的发展, 金融发展和经济增长之间关系的研究已经从以前的结构——绩效研究范式过渡到制度——绩效研究范式, 通过这种范式的转换, 经济学家们更关注法律、政治、文化和社会习俗等与金融和经济增长之间的复杂关系, 也更加注重研究金融市场、金融中介以至整个金融系统自身的发展规律, 形成了新制度金融发展理论。

**1. 法与金融发展及经济增长。**LLSV (1997, 1998) 延伸了金融服务的观点, 认为金融是一组合约, 这些合约是通过法律权利及其执行机制来界定的。而功能完善的法律体系有助于金融中介和金融市场的运行。LLSV (1999) 利用世界上最富有的 27 个国家数千家公司的数据实证研究结果表明投资者保护程度高的国家企业价值大。随后 LLSV (2000a, 2000b, 2002, 2004) 分别从代理成本和分红政策、投资者保护和公司治理、投资者保护和公司价值等多个角度研究了法律和金融发展。Levine (2000) 认为通过建立强有力的法律体系并有效地执行法律来保护外部投资者对于提高金融服务水平非常重要。Demirgüç-Kunt 和 Levine (2001) 以不同国家、不同行业和公司层面的数据进行的实证研究发现不同的金融体系在解释不同国家的经济增长率方面并不重要, 强有力地支持了金融服务和法与金融的观点。

Classen 等 (1999) 发现当投资者保护程度低时, 集中所有权反而会提高公司的价值。Johnson 等 (2000) 从公司治理角度研究了投资者保护和金融危机之间的关系。Burkar 等 (2002) 从动态角度论证了随着投资者保护程度的提高, 公司价值也会得到提升。Beck, Demirgüç-Kunt 和 Levine (2004) 用 38 个国家 4 000 多个企业的数据实证研究表明, 在具有法国式法律起源的国家中, 企业获得外部融资的障碍明显高于习惯法国家中的企业。

Beck, Demirgüç-Kunt 和 Maksimovic (2002) 用 44 个样本国家研究了一个国家的金融

制度和法律体制的特性如何影响一国最大工业企业所能达到的规模。Beck, Demirgüç-Kunt 和 Maksimovic (2003) 还研究了企业规模、企业增长所面临的金融与法律制约问题。他们使用来自企业的详细调查数据库 (包括 54 个国家) 调查了企业所报告的制约因素: 不同的金融、法律和腐败问题是否实际影响其增长率。

Mahoney (2001) 从不同的法律传统对私有产权的保护程度不同出发来论述法律起源的重要性, 其计量检验结果表明普通法是通过保护产权和合约权利来促进金融发展的。Claessens 和 Laeven (2002) 认为产权会对企业的资源配置和资产配置产生影响, 他们的实证结果表明, 对私有产权保护程度越高的法律体系, 越能促进金融发展水平的提高。Beck 等人 (2002) 的实证表明法律起源与金融市场的发展之间存在稳定的关系。Menzie D. Chinn, Hiro Ito (2006) 运用 108 个国家 1980—2000 年的面板数据在控制法律发展水平之后对金融开放是否会导致金融发展进行了实证研究, 他们的研究结论和 Aizenman 和 Noy (2004) 相似, 都表明只有在法律发展到一定的水平之后较高的金融开放水平才会引起股票市场的发展, 而银行系统的发展是股票市场发展的前提。

Beck 和 Levine (2003) 把法律制度影响金融发展的机制划分为政治机制和适应机制两种。他们利用银行和股票市场发展的总体数据研究发现, 适应机制要比政治机制更有解释力。Kaplan 和 Strömberg (2003) 的风险资本合同研究也发现了类似的结论。他们通过检验美国和其他 23 个国家或地区的风险投资合同特征的差别 (比如各种控制权、现金流配置权和清算等方面的权利), 说明法律制度本身有一个适应过程, 适应能力越强, 法律就越有利于金融发展。

法与金融理论进行的扩展研究主要涉及两个方面: (1) 法律起源、文化等因素的差异对投资者保护方面的法律、合同实施的效率以及私人产权保护等的影响; (2) 投资者保护方面的法律、合同实施的效率以及私人产权保护对公司治理效率、公司价值、外部融资、资本配置效率以及金融发展总体水平等的影响。Demirgüç-Kunt 和 Levine (2001) 把当时的法和金融理论分为四大类: 法律和金融理论、动态的法律和金融理论、政治和金融理论以及禀赋和金融理论, 现在已经扩展到历史、文化、宗教和社会习俗等各个层面。

**2. 对法与金融发展理论的质疑及其新发展。**与 LLSV 范式的法律起源决定金融发展的观点相反, Coffee (1999) 和 Cheffins (2000) 则分别从不同角度进行研究并得出了金融发展决定法律变革的结论, Cheffins (2000) 以英国为例对“法律是重要的”观点提出反驳, “总体上看也许法律对英国的所有权和控制权体系的形成没有重大的影响”。Roe (1994), Pagano 和 Volpin (2001), Rajan 和 Zingales (2003) 认为法律是第二位的, 政治才是第一位的。他们的研究承认投资者保护是促进金融发展和经济发展的关键, 但并不认为法律的起源是核心的决定因素。与 LLSV 强调的法律通过保护投资者的利益而促进经济增长的观点相反, Mike Burkart 和 Fausto Panunzi (2006) 从微观的角度研究表明较高的投资者保护水平不会减轻反而会放大大股东和中小投资者的利益冲突, 进而影响公司绩效。

Berkowitz, Pistor 和 Richard (2001) 认为法律制度的移植过程比法律制度的起源更为重要, “由于法律是不完备的, 应根据各移植国的国情、习俗不断进行适应和演进”, 研究着眼点主要放在某个国家接受法律制度移植的过程中, 而不是这个法律制度起源自哪个国家。Pistor, Keinan, Kleinheist 和 West (2002) 将过去 200 年中移植了公司法的六个国家, 即西班牙、智利、哥伦比亚 (源自法国法)、以色列、马来西亚 (英国法)、日本 (德国法) 的公司法的演进与其起源国进行了比较分析, 结果显示无论制度移植国的制度源自哪个国家, 都发生了与起源国极其迥异的演进形式。

Palepu (2001) 利用 24 个发展中国家、13 个欧洲国家的数据, 分析了到底发生了“法律上的趋同” (de jure convergence) 还是“事实上的趋同” (de facto convergence)。结果表明, 在地理、语言和贸易等方面有着深刻联系的两个国家之间发生了“法律上的趋同”, 但未发生“事实上的趋同”。Licht, Goldschmidt 和 Schwartz (LGS, 2001) 认为文化而非背后的法律传统能更好地解释国家之间投资者保护的差别, LGS 的结论对法律制度

的重要性提出了质疑。Stulz 和 Williamson (2001) 检验了法律起源和宗教文化对金融发展的影响、结果发现在解释股东权益保护方面法律起源更有解释力,而在解释债权保护方面宗教文化的因素更有解释力,指出不同的宗教对待债权人权利的态度不同,具有天主教传统的国家会有一个相对不发达的信贷市场。

Allen 等人 (2002, 2005b) 利用中国的数据研究发现,如果把中国的企业划分为两个部门——正式部门(由上市公司和国有企业组成)和非正式部门(所有其它企业),正式部门应用的法律规则和金融机制更多,但带来的增长效应相对更低,认为这是非正式部门中声誉和关系等机制在起作用,支撑了该部门相对较高的增长效应。Harry Garretsen 等 (2004) 把社会习俗作为金融发展的一个决定变量来研究正式制度和非正式制度不同的国家金融发展对经济增长的影响,得出社会习俗对股票市场发展影响较大,而对银行信贷影响不大的结论。法律观点只取正式制度分析而不恰当地忽略了非正式制度的影响。

#### 四、总结和展望

从以上 20 世纪 90 年代特别是 21 世纪以来金融发展的研究文献和理论发展的脉络来看,金融发展理论的研究范围已经由发展中国家(或地区)扩展到各种类型的国家(或地区),研究内容从发展中国家如何通过金融深化促进经济增长扩展到金融中介、金融市场如何产生和发展,从发展中国家的金融结构问题扩展到不同金融体系的比较上,从具体的金融机构观扩展到一般的金融功能观,从研究金融发展与经济增长关系这样的显在问题深入到研究金融(自身的)发展规律等潜在问题,进而由仅考虑经济变量扩展到考虑正式制度变量再发展到考虑非正式制度变量以至于历史、文化、宗教和社会习俗等制度背后更深层面的因素<sup>4</sup>,由把制度变量当作外生变量处理发展到把制度视作经济体系的演化博弈的内生过程<sup>5</sup>,研究方法由传统的简单的线性回归发展到更为接近现实的非线性复杂演化方法<sup>6</sup>。总之,金融发展理论已经由早期的以新古典经济学为基础的 M-S 经由以内生增长理论为基础的内生金融发展理论发展到以新制度经济学、新政治经济学为基础的新制度金融发展理论<sup>7</sup>。

#### 参考文献

- [1] F. Allen and D. Gale . Comparing Financial Systems[M]. MIT Press, Cambridge, MA, 2000.
- [2] Beck Thorsten and Levine Ross. Legal Institutions and Financial Development[R]. Working Paper, July,2003.
- [3] S. Claessens and L. Laeven. Financial Development, Property Rights, and Growth[J].Journal of Finance, 58, 2002, 2401-2436.14.
- [4] J. C. Coffee. Privatization on Corporate Governance: The Lesson from Securities Market Failure [R]. Columbia Law School, Working Paper No. 158, 1999.
- [5] Cyril Monnet and Erwan Quintin. Why Do Financial Systems Differ? History Matters [R]. European Central Bank Working Paper series No. 442/February, 2006.
- [6] L. Deidda. Interaction between Economic and Financial Development [J]. Journal of Monetary Economics, 53, 2006, 233-248.
- [7] Harry Garretsen, Robert Lensink and Elmer Sterken. Growth, Financial Development, Societal Norms and Legal Institutions [J]. Journal of International Financial, Markets Institutions and Money, 14, 2006, 165-183.
- [8] S. N. Kaplan and P. Strömberg. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts [J]. Review of Economic Studies, 70, 2003, 281-315.
- [9] R. La Porta , F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. J. Finance. 57, 2002, 1147-1170.
- [10] Levine, Ross. Law, Financial, and Economic Growth [J]. Journal of Financial Intermediation, 1999, 88-35.

- [11] Menzie D. Chinn, Hiro Ito. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions [J]. Journal of Development Economics, 81, 2006, 163-192.
- [12] M. Pagano. and P. Volpin. The Political Economy of Finance [J]. Oxford Review of Economic Policy 17, 2001, 502-519.
- [13] K. Palepu Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Market: A Review of the Empirical Disclosure Literature [J]. Journal of Accounting and Economics, 31, 2001, 405-440.
- [14] Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani. Stock Markets, Banks, and Economic Growth: Empirical Evidence from the MENA Region [J]. Research in International Business and Finance, 27, June, 2006.
- [15] R. M. Stulz and Williamson G. Rohan. Culture Openness, and Finance [R]. Dice Center Working Paper, March, 2001, No. 2001-02.
- [16] 鹤光太郎. 用“内生性法律理论”研究法律制度与经济体系 [R]. 日本产业经济研究所鹤光太郎主页. <http://www.rieti.go.jp/users/tsuru-kotaro/cn/index.html>, 2003.
- [17] 江春. 金融监管与金融发展: 理论框架与实证检验. 金融研究 [J]. 2005.
- [18] 李江. 金融发展学. 北京: 中国金融出版社 [M]. 2005.

## From Endogenous Financial Development Theory to Neo-institutional Financial Development Theory

### ——The Latest Development in the Financial Development Theory from 1990s

Guowen Han

**Abstract:** This paper surveys the financial development literatures from 1960s especially 1990s to recent years and categorizes them into three schools: McKinnon-Shaw paradigm, endogenous financial development theory and Neo-institutional financial development theory. Based on the review of the latest developments in the financial development theory, this paper concludes and expects the Neo-institutional financial development theory.

**Keywords:** financial development Theory; Endogenous Financial development Theory; Neo-institutional Financial Development Theory

收稿日期: 2006-12-20

作者简介: 韩国文, 经济学博士、武汉大学经济与管理学院金融学系副教授。

---

<sup>1</sup>M-S 范式的金融发展理论无疑是新古典经济学范式, 包括以金融自由它为基础的金融自由化理论, M-S 范式的金融发展理论不能处理诸如不确定性、信息不对称和非完全理性问题, 提供的增长模型也不是连续状态的增长模型。所以 M-S 范式的金融发展理论不可能满意地解释金融发展和经济增长关系。与 M-S 范式相对应的是 1990 年代发展起来的(后)凯恩斯主义的金融约束论, 金融约束论不符合下文给出的金融发展理论的定义, 所以本文不准备对它的最新进展进行评述。

<sup>2</sup>具体指标包括: (1) 股市规模指标——市价总值(市价\*发行数量)与 GDP 的比率, 上市公司数量; (2) 股市流动性指标——总成交额与 GDP 的比率, 周转率(总成交额/市价总值); (3) 股市集中度指标——总市值最高的 10 种股票在市价总值中的比重; (4) 股票收益易变性指标——基于市场收益率的 12 个月滚动标准差估计; (5) 股市与世界资本市

---

场一体化程度指标——用各种股票的定价误差的绝对值的平均值来反映股票市场与世界资本市场的一体化程度。定价误差有两种，即 APT（资产定价理论）定价误差和 ICAP（跨期资本定价模型）定价误差，APT 和 ICAPM 定价误差越大，一体化程度越低，从而股票市场发展程度越低；（6）制度发展的指标——利用国际金融公司（IFC）提供的信息，提出了七个规章制度方面的指标：即反映上市公司是否公布市盈率方面的信息，反映会计准则的质量，反映 IFC 所评定的投资者保护方面的法律的质量，反映该国有无证券和交易委员会，反映在外国投资者的股利撤出，反映外国投资者的资本撤出，反映外国投资者的资本撤出和外国人的国内投资方面的限制情况。对上述指标分别赋值，然后取七个规章制度方面的指标值的平均值的算术平均。这个指标对后续研究指标的选取具有很大的影响。

<sup>3</sup> Menton 和 Bodie(1993, 1995)将金融体系的基本功能作为分析和观察金融体系的一种新方法——功能观点，从而于 20 世纪 90 年代中期提出了著名的“金融功能观点”，认为金融具有六大基本功能：清算和支付结算、转移经济资源、管理风险、储备或聚集资源和分割股份、提供信息和解决激励问题。Levene(1997)进一步把金融系统的主要功能概括为：便利交易，套期保值，多样化和分散风险；分配资源；监督经理，发挥合作管理；储蓄的调动；便利货物和服务交易。Allen 和 Gale(2000)把现代金融的功能归纳为价值创造功能、流动性创造、风险分散、价格发现、信息生产和公司治理这六个方面。

<sup>4</sup> 例如 Cyril Monnet 和 Erwan Quintin（2006）认为仅仅用当前的经济结构特征来解释为什么会有两种不同的金融体系结构是不够的，还必须考虑过去的经济结构。Cyril Monnet 和 Erwan Quintin（2006）以德国和美国为例来说明。他们指出历史上德国为进入金融市场设置了许多重要的法律障碍，而同时美国联邦法律却限制银行的发展。因此，在德国银行深度介入公司融资中，而美国公司主要依靠（银行以外的）其他渠道融资。即使后来两国的经济结构不再有太大的差别，但因为美国有较长历史的市场融资传统，对公司来讲金融市场仍然是一种有成本效益的融资方式，重要的是在他们的模型中均衡是唯一的并且是帕累托最优的，在给定每种金融结构的条件下，仅用当前的经济结构来解释金融体系的不同是不够的，而要考虑历史的经济结构。

<sup>5</sup> 日本学者鹤光太郎(2003)发展了提出一个全新的观点——“内生性法律理论(endogenous law theory)”，认为法律制度“并非是不变的、外生性的要素，它以民间行为主体自我约束性的博弈均衡形式内生地生成，并对上述均衡与行为模式加以强化、巩固”。法律制度是在经济体系中“内生性”地生成。

<sup>6</sup> 如 Artea（2001）和 Klein（2005）采用非线性模型对金融发展对经济增长影响进行了研究。其它详细内容可参考韩国文（2006）。

<sup>7</sup> 这方面国内江春（2003, 2004a, 2004b, 2005）已经进行了大量的开创性的研究工作。