

金融结构与经济增长的关系研究综述

田代臣

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 金融结构和经济增长理论综述是研究我国金融结构优化的理论基础。本文主要从金融抑制与金融深化、信息经济学以及法律、文化、社会习俗和新制度金融发展理论等角度讨论了金融结构和经济增长之间的关系。

关键词: 金融结构; 经济增长; 新制度金融发展理论; 要素禀赋

引言

当前我国经济发展面临着六大“两难”问题: 对外, 人民币升值若过快, 则会面临出口恶化、就业困难等问题, 不升值又会面临巨大的国际压力; 出口能增强对经济的拉动力, 但不能再走过去一味扩大出口的老路; 对内, 要提高劳动者的收入, 但企业的成本会增加; 对房地产市场的调控不能半途而废, 但房地产萎缩对经济发展不利; 节能减排需要上调资源价格, 但当前我国存在通货膨胀压力; 扩张性政策退出过早则存在经济二次探底的风险, 退得晚则会加大通胀压力。因此, 在我国经济发展方式转变与经济结构调整是经济学家非常关注的一个焦点问题。在经济结构调整中, 金融结构如何随之调整呢, 这也是学者非常关注的一个问题。金融结构的调整会对一个国家或地区经济增长带来什么样的影响呢? 特别是在此次次贷危机席卷全球, 金融市场动荡对全球经济增长带来损失, 一直被奉为典范的以高度市场化和自由创新为特征的美国金融体系光环逐渐退色的背景下, 有关金融结构优化与经济发展的研究就更显示出重大的理论价值和现实意义。什么是适合经济发展的金融体系, 什么样的金融结构能够适应经济增长的需要, 其结构特征是怎样的, 有没有一般意义上的评价标准, 如何使之优化升级以促进经济增长? 这些问题就成为理论界需要深入研究的重大课题。

实际上, 金融体系和经济发展与经济增长之间的关系, 很早就受到许多学者的关注并对之进行了较为详细的讨论, 学者最早的研究是从金融发展与经济发展关系入手的。因此, 本文先探讨金融发展与经济增长的关系, 再探讨具体的金融结构与经济增长的关系, 最后分析我国学者对金融发展、金融结构与经济增长的关系。

一、国外金融发展与经济增长关系相关研究评述

金融发展与经济发展关系研究由来已久。早期的经济学家如 Schumpeter, Hicks 等都从不同角度说明金融体系, 企业资金可获得性对企业和经济发展会产生重要直接影响。任何一个经济体在各个不同发展阶段的金融体系的基本作用是一致的, 即动员资金、配置资金以及分散风险, 其中能否有效配置资金最为根本, 但是每一个发展阶段的要素禀赋结构、比较优势等以及其所处的政治、法律等制度环境都是重要的外因, 因而一个经济体在一定发展阶段的最优金融结构取决于金融结构中各种金融安排的特性与实体经济的产业和企业特性的相互配合。因此我们以下将会从金融发展与经济增长整体关系, 金融结构与经济增长, 法律、产权等制度环境等方面说明金融发展与经济增长之间的复杂关系, 为金融结构的分析做铺垫。

(一) 金融发展和经济增长关系研究

上世纪七八十年代麦金农等人形成了较为系统的经济金融观, 他们重视货币金融在经济中的作用, 批驳了“货币中性论”, 认为对金融体系的压抑会极大地阻碍经济的发展, 因而主张金融自由化。很多文献深入的证明并广泛的讨论了金融发展在促进生产力提高和提升经济增长水平方面扮演的重要角色(Goldsmith 1969; McKinnon 1973; Shaw 1973; Greenwood and Jovanovich 1990; Bencivenga and Smith 1991)。

1969 年 Goldsmith 首次进行了跨国实证研究,证明金融系统的功能与经济增长之间显著正相关。金融发展可以通过提高资本的边际生产率,或改进资本的分配效率以提高总储蓄率和投资水平,从而促进全要素生产率提高(McKinnon 1973; Shaw 1973)。接下来有了许多的研究,通常都是进一步强化了这种正相关关系(如 Levine, 2005)。然而,在传统的发展理论中,要素的累积被认为是经济增长背后的主要驱动力,资本积累有着递减的规模回报,这极大的制约了金融发展对增长的影响。Romer (1986)率先提出关于内生增长的重要观点和新理论,支持了对金融发展、生产率与增长之间关系的分析,通过研发(R&D)活动获得的内生技术进步,对总生产率产生正的外部性,可以导致资本非递减的回报。因此,新的内生增长理论强化了金融中介在提升生产率中所扮演的角色。Greenwood 和 Jovanovich(1990)发展了内生模型,他们强调金融中介在促进生产率和提升增长方面的两个重要功能:收集和分析投资项目的信息和通过将资金分配给期望回报最高的项目从而提高投资效率。相似的,Bencivenga 和 Smith(1991)关注金融中介在发展过程中的另一个重要功能。他们提出,通过分散风险加强流动性,降低特定风险,金融中介的发展改善了资金的分配效率,对生产率提高有重要贡献。此外,很多文献也研究了通过股票市场实现资产组合多样化、分散风险从而引导经济持续增长的重要性(Levine 1991; Saint-Paul 1992)。因此,所有这些研究都显示金融发展能够通过不同的渠道和生产活动创新的不同方面影响长期增长。

有大量的实证分析为金融与增长之间正的相关性提供了可观的实证研究的支持(King and Levine 1993; Beck, Levine, and Loayza 2000; Levine, Loayza, and Beck 2000)。在最近的文献中,Benhabib 和 Spiegel (2000)研究了金融发展对经济到底通过什么渠道做出贡献,是仅通过生产要素的累积这一传统增长理论所给出的原始渠道,还是主要通过内生增长理论所揭示的由于知识创新和技术创造所造成的生产力改进的渠道?他们的结论显示金融发展与全要素生产率的增长和资本积累之间均为正相关关系。当前的经济理论认为生产率是长期持续经济增长的唯一可靠的引擎。在这种意义上,金融发展对提高生产率的贡献比对要素积累的重要性高。使用 42 个国家 36 个行业的面板数据,Rajan 和 Zingales (1998)发现在金融发展水平高的经济体中,那些天然需要大量外源融资的行业增长相对快。因为这些行业通常是研发密集型,运用先进的技术,发明新技术,因而金融发展可能通过对行业的发展扩张提供金融支持对生产率的提高做出贡献。更近一些,Beck 和 Levine (2002)使用跨行业和跨国面板数据检验了金融结构、产业发展和新企业形成之间的关系。他们发现金融发展、有效的合约执行机制和有效率的法律体系一起,能够促进新企业的形成,提高总生产率的增长。Levin (2005)认为,金融系统刺激了经济增长,因为它们通过创造了可能性投资的潜在信息,在提供金融服务后施加了法人管理,使交易更加方便,管理风险以及动员并集中储蓄。

虽然实证和理论研究呈现出金融发展对经济发展促进作用一边倒的格局,但是也有一些实证研究支持经济发展和金融发展之间的其他关系。Demetriades 和 Hussein (1996)对 16 个发展中国家至少 27 个年度观察值的样本进行研究,发现经济发展对金融有双向因果关系(虽然在国与国之间结果有所变动)。Luintel 和 Khan (1999)对 10 个发展中国家至少 36 年的数据进行分析,也得出双向因果关系的结论。Levine (1997, 2005)的模型表明,更优的资源配置导致的高回报可能压抑储蓄率,从而导致在更有效的金融市场和制度下实际的总体增长率反而降低。Beck, Levine 和 Loayza (2000)也发现金融对增长的影响是通过生产率增长而发生作用。考虑到共时性、遗漏变量和测量误差,金融发展和资本积累之间并没有稳定关系。

总的来说,就像 Levine(1997)总结的那样,理论和实证研究都提供了有力的证据,表明具有更高效率、更好功能的金融体系能通过分散降低风险、动员储蓄、有效的配置资源、监督经理人并行使公司控制权、降低监督成本和促进商品和服务的交换以促进资本积累和生产率的提高。特别地,有效的金融机构和金融市场能减少信息不对称和交易成本带来的市场摩擦,通过一些渠道促进经济增长。具体来说可以 (i) 提供结算业务使商品和劳务的交易更

加便利；(ii) 动员并聚集大量的投资者手中的储蓄；(iii) 搜集和处理关于企业及其可能的投资项目的信息，从而将集中起来的全社会的储蓄投入最有效益的使用；(iv) 对投资实行监控和对企业施加监督；(v) 使流动性多样化从而降低跨期风险。

(二) 金融发展的法律、产权等制度因素与经济增长研究

在影响经济长期增长的基本因素中，制度的差异在这几年引起了相当的重视。金融发展对经济增长关系的研究不仅仅是宏观数量上可以确定的，还要考虑金融产权、政治、法律等相关制度因素。早期 McKinnon (1973) 和 Shaw (1973) 认为，政府对银行的所有权、利率规则、高的银行储备要求、严格的进入约束、对优先部门的强制性信贷分配等过多的行政干预是造成某些国家或地区低的金融储蓄率、高的借款利率、垄断性的银行结构、过少的金融中介以及对优先部门和企业的信贷集中的主要原因，尤其是在发展中国家更是如此。跨部门金融机构的发展能够被一个多样化的国家制度特征，诸如法律的起源(La Porta et al., 1998)，合同权利制度(Djankov, MacLiesh 和 Shleifer, 2007)，财产权利制度(Acemoglu 和 Johnson, 2005)，以及政策的稳定性(Roe 和 Siegel, 2008)等等所解释，一个国家或地区的制度环境对于其金融部门的功能发挥具有重要的影响。下面依次介绍相关研究成果。

1. 法律因素对金融与经济关系的影响

法律对金融体系和运行的保障会影响金融对经济的促进作用。La Porta et al. (1997, 1998) 将各国法律起源的差异看作是解释各国当前金融发展水平差异的历史性的外生因素。遵循他这一基础性的工作，大量文献使用这个变量以分离金融发展的外生部分。Levine (1998, 1999) 使用法律起源作为金融发展的工具变量，发现金融发展与经济增长有正相关关系。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (LLSV, 2000) 通过提供全世界范围内一些国家涉及债权人权利的法律法规的宝贵数据，给针对法律框架对金融发展重要性的实证性讨论提供了新动力。由 LLSV 提出的债权人权利的措施已经被更新，扩展，并且被用于若干研究在大小信贷市场上对债权人权利规定的影响的文献中。在 LLSV 一系列的文献中（特别是，LLSV, 1997a, 1998），作者研究了从经验观点看金融发展的法律决定因素的问题。他们的数据集包括了有关投资者权利以及 48 个国家或地区有关法律规则执行程度的详细资料。LLSV (1997a) 提供证据表明对投资者的保护增加了外部融资的机会并且增加了资本市场的深度和广度，进而促进经济整体增长和发展。LLSV (1998) 研究了不同国家的法律和秩序，这也是对一个国家会计标准质量的衡量。投资者通过对这些国家的法律和秩序的衡量来考虑是否能够在这些国家进行投资。投资者考虑的因素包括：司法体制的效率，贪污腐败，被政府没收的风险，法律和秩序以及被政府推翻合同的可能性。

Jensen 和 Meckling(1976)认识到内部人士可能会为他们自己的私利而利用这些资源。因此，债务和股权应该被理解为由外来投资者以现金流量索赔的合同。因此法律以及它们的执行对于决定证券持有人的权利以及金融体系的功能是十分关键的。法律及其能否被执行体现的是公司的内部人士（例如经理以及控股股东）与外部投资者（如债权人以及股东）之间的利益博弈。从这个角度来看，对债权人更好的保护能够通过低效率的征用技术来增加资本市场的广度和深度（LLSV, 2000）。根据这个思路，Himmelberg et al. (2000) 开发了一个实证模型，在这个实证模型中，更有效率的对投资者的保护减少了集资费用，改进了它的资源配置并且增加了投资和增长。法律制度是最明显的影响金融合同中个人之间相互作用的“游戏规则”。然而，它们并不是唯一的影响因素。Levine et al. (2000) 研究结果表明法律来源也是重要的影响因素。学者把法律来源作为虚拟变量来进行实证分析，发现法律规则的差异至少在一定程度上是由法律来源决定的。

2. 产权对金融与经济关系影响研究

自 1937 年，著名经济学家罗纳德·科斯在《企业的性质》一文中首次提出交易费用理论，认为企业和市场是两种可以相互替代的资源配置机制，就奠定了产权理论在现代经济学研究

中举足轻重的位置。产权理论认为,私有企业产权的人享有剩余利润占有权,产权所有人有较强的激励动机去不断提高企业的效益。产权结构对金融经济发展影响的问题涉及两个方面:一方面是微观主体即企业产权对金融促进经济增长的影响,另一方面是,行使金融功能的机构的产权结构对经济增长的影响。

首先看微观主体即企业产权对金融促进经济增长关系影响的研究。Johnson, McMillan 和 Woodruff (2002) 最早开始研究产权制度与金融对经济发展的作用。如他们所强调的,基于国家总量数据的跨国分析并不能解决这个问题。他们对转型后的五个东欧国家的小型制造企业进行调查发现,产权保护比外部融资的可获得性更重要,因而产权而不是金融是促进经济发展的充分条件。在很多的样本国家,Tressel (2008)发现,金融改革对那些更加依赖于外部金融的工业具有超出比例的好处,但是,在那些微观财产权利缺乏保护的国家,这种差异性积极影响却弱化了。Cull 和 Xu (2005),采用来自中国 18 个城市的私营企业调查发现微观企业的产权的保护较好的地区,金融发展对经济增长的促进作用更大,共同促进转型时期中国的经济增长。但是,他们研究得出的结论与 Johnson, McMillan 和 Woodruff (2002) 结论不同,他们的解释是:中国和转型后的五个东欧国家发展阶段不相同。Cull 和 Xu (2005) 再次研究了这个问题,采用世界银行 2000-2002 年中国企业调查数据。他们证实了 Johnson, McMillan 和 Woodruff (2002) 第一部分的结论,即可靠的产权保护对增长有显著影响。Cull 和 Xu (2005) 将此差别归结于转型经济的进步。在有关转型经济和企业家的一个重要的调查中,McMillan 和 Woodruff (2002) 推测当经济逐步增长时,产权的重要性会逐渐减弱,与此同时市场驱动的机构如金融市场会越来越重要。

其次关于行使金融功能的机构的产权结构对经济增长影响的研究也有很多。国有制在很多国家都比较常见(La Porta, et al, 2002),有些国家甚至完全控制了本国的金融体系。政府主导的金融体系的效率在理论上有争议。一方面,规模经济所导致的自然垄断和银行挤兑所带来的外部性等原因会导致金融市场失灵,因此,有学者认为政府在金融体系中会有正面作用(e.g., Stiglitz and Weiss, 1981, and Greenwald and Stiglitz, 1986)。另一方面,如果政府在金融系统中的影响过大,将很可能导致金融沦为政治的工具。Shleifer (1998), Shleifer 和 Vishny (1998)详细论述了国有金融体制所可能带来的问题,国有制会导致资源配置的恶化。

此外,一些学者认为,是政治动机在解释为什么国家与国家之间制度具有差异是至关重要的(见 Acemoglu et al.,2004)。Rajan and Zingale (2003)假定“政治势力的强度支持金融发展”作为一个可供选择的变量因素可以用来解释在金融发展中时间序列和截面的差异。这个实证预测当一个国家的政治结构剧烈改变时(减少现任工业家和金融家的政治权力)或者当政治结构对于现任经济的发展有利时,金融发展变得更加可能。

研究者们也使用其他历史性的外生的国家特性作为金融与经济增长的工具变量,如居民死亡率、纬度、种族成分、人口的宗教构成和国家独立的年数等(McCraig and Stengos,2005)。综上,可见对金融发展的制度的研究以及制度特征的决定因素的研究是尤其重要的。

(三) 金融发展对企业和家庭发展微观影响研究

经济的增长来自于经济体中每一个微观主体的发展,包括企业和家庭,而金融部门通过融资、价格等机制使资源在微观主体之间得到最优配置。金融机构配置资源的功能由熊彼特(1912)首次提出,他认为银行家能够识别具有把握增长前景能力的企业家,因此能够将资源配置到最好的用途上。如果这种情况属实,发达金融机构就是有效配置资源、应对增长机会冲击的关键要素之一。

Rajan 和 Zingales (1998) 证明在金融业更加发达的国家里,企业越依赖外部金融就发展越快。Love (2003)通过研究 36 个国家 5000 个企业的样本,指出金融发展降低了企业投资对现金持有量的依赖性。而 Laeven (2003)使用 13 个国家 400 个企业的样本,指出金融自由化有利于降低小企业对内部金融融资的依赖性,但是对大企业的融资可能有相反的影响。金

融发展与自由化的影响在经济上也是明显的。Love (2003)指出金融发展低水平的国家与平均水平的国家相比，企业融资约束（由资本的成本计算）要高出一倍，而 Laeven (2003)指出金融自由化对企业融资约束有显著的经济影响——它能使小企业的约束降低 80%。

针对金融对小企业发展的研究有一系列的研究成果。Guiso 等（2004a）发现企业越小，金融发展和增长的联系越强，Guiso 等（2004b）利用意大利的地区性数据，发现地区性金融发展对小企业的增长更加有利。Levine et al. (2006) 证明在高度发达的金融系统中，由于技术原因而拥有更多小企业的行业发展得更快。Aghion et al (2007) 发现在金融发展水平更高的国家中，存在更多的小企业。这些研究表明金融发展对不同规模的企业存在不同的影响，其中对小企业的影响更大。Benfratello et al (2006) 使用意大利的企业数据研究地方性银行发展对企业创新行为的影响，发现其对小企业有更强的正向作用。小企业研发费用和银行发展有显著的关联性，但是和股票市场发展没有关联性。这个结论和前面提到的关于研发项目融资来源的研究结论相一致。在欧洲国家，银行是研发融资的主要来源；在美国，银行是研发融资的重要来源之一（Herrera 和 Minetti, 2007；Berger 和 Udell, 1998），资金的来源随着研发项目规模的变动而变动。Aghion et al (2003) 发现英国企业中，有研发活动但密集度较低的企业比没有研发活动的企业具有更多的债务融资，但是随着企业研发活动的增加，债务融资的比例下降。这种情况是因为企业为了获得更多的控制权而首先选择债务融资而非股权融资。但实际上，债务融资更难，因为研发包括无形资产。

相对大企业来说，金融发展与小企业更加紧密相关。这一假设的理想检验是随机选择不同金融发展水平的市场，对比大企业和小企业的情况。使用这些外生变量进行跨国分析几乎不可能，因为金融发展很可能和创新行为的其它决定性因素有关。例如拥有较好的金融机构的国家可能也拥有更理性的财产权制度。因为似是而非的相关性太多而不能控制，可观察到的任何关于金融和创新之间的关系都可以有不同的解释。

对于金融发展对家庭发展的研究不多。Pitt 和 Khandker (1998)使用孟加拉的几个微型信贷项目的家庭调查数据估计微型信贷对家庭福利的影响，使用“只有那些拥有的土地少于半亩的农民才有资格从孟加拉的微型金融机构借款”这一外生施加的约束，作为一个排除条件去比较在有项目和没有项目的村庄内的有资格和没有资格的农民。他们使用 1800 户家庭的调查数据，研究位于门槛之上和之下的家庭在获得信贷时的不连续性，发现信贷对家庭的消费支出（即表示福利）有显著的正向影响。

（四）金融结构与经济增长关系研究

金融结构的研究始于 20 世纪 50 年代，格利和肖（1960）在《金融理论中的货币》一书中首次提出，金融中介的多样化有益于经济增长，认为不同的金融结构对经济影响不同。在其研究的基础上，很多学者进行了大量的研究，当前理论界有较大影响的观点主要有二：一是以雷蒙德·W·戈德史密斯(1969)为代表的传统金融结构理论，认为“金融结构主要是指各种金融工具和金融机构的形式、性质、相对规模及其作为金融上层建筑与经济基础结构之间的关系”。二是近年来学术界流行的所谓“两分法”，即着眼于一国企业的外源融资——通过金融市场或金融中介融资角度划分不同国家的金融结构，即银行主导型金融结构(以德国、法国、日本为代表)和市场主导型金融结构(以美国、英国为代表)。就第一种观点来说，Goldsmith (1969) 使用 35 个国家 1860-1963 年间金融中介的资产跟 GNP 的比较数据，以及有价证券的净发行额与债券变动额之和跟 GNP 的比较数据，第一次对各国金融发展的差异进行了数量研究和比较研究。研究并揭示了金融深化的内部路径和规律，提出了金融发展与经济发展关系问题的重要性与研究方向。他认为在自由企业经济中不同的金融相关比率产生类型绝然不同的金融结构。他把各种金融现象归纳为三个基本方面：金融工具、金融机构和金融结构。金融工具是指对其它经济单位的债权凭证和所有权凭证；金融机构即金融中介机构，指资产与负债主要由金融工具组成的企业；金融结构是一国现存的金融工具和金融机构

之和。戈德史密斯认为不同类型的金融工具与金融机构的存在、性质以及相对规模体现了该国的金融结构。金融发展是金融结构的变化,通过对一国金融结构的剖析就能掌握该国金融发展水平和金融发展趋势。为了可以进行定量分析,他提出了衡量一国金融结构的 8 个指标,其中最重要的“金融相关比率”(FIR),并认为金融体系越发达,FIR 越高。戈氏指出,银行资产在金融总资产中所占的余额,反映了储蓄向投资转化中,金融中介机构重要性的变迁。戈氏还前瞻性地指出,随着经济的发展,银行资产在全部金融资产中的比重将会下降。尽管如此,这一研究没有考虑那些与经济增长有关的其他因素,因此其结果可能被一些国家在金融与增长方面的特有联系所左右。其次,这一研究没有对金融与增长之间因果关系的方向这一问题提供任何有用信息。

King 和 Levine (1993)对 77 个国家在 1960-1989 年期间的样本做这样一个跨国回归,发现人均 GDP 的增长和几个金融发展和金融结构指标之间存在显著的正向关系。他们的研究主要关注货币指标和度量银行机构的相对重要性与规模的指标,使用金融发展的初始值也证实了他们的结论。随后,Levine 和 Zervos (1998)扩展了这一分析,他们引入度量股票市场发展程度的指标,发现 1976-1994 年间股票市场和银行的发展与人均 GDP 的增长有正的偏相关关系。有趣的是,他们发现在股市的流动性(以交易额与 GDP 之比或者转手率衡量)与经济增长之间也有正的显著的正向关系,而股市规模与经济增长没有稳定关系。尽管如此,实证表明金融与增长的关系不仅统计上是显著的,而且经济上也是明显的。Levine 和 Zervos (1998)发现股市流动性和银行部门发展水平一个标准差的差别,将分别引起每年人均 GDP 增长率 0.8 和 0.7 个百分点的差别,在 18 年样本期间总计将会导致 31%的差别。Rousseau 和 Wachtel (2000)使用 47 个国家 1980 到 1995 年期间的年度数据的差分估计量,发现银行和股票市场发展指标与经济增长间有正向联系。Beck, Levine 和 Loayza (2000), Levine, Loayza 和 Beck (2000)对 74 个国家 1960 到 1995 年期间的五年期平均数据使用差分估计量和系统估计量,并通过对上述的工具变量和计量经济学模型的有效性进行验证的设定检验,发现金融中介发展指标与人均 GDP 的增长之间有显著的正向关系。总的来说金融结构中的股票市场以及银行中介对经济增长有促进作用。

第二种观点的研究主要体现在进入 21 世纪后学者的研究中,详见下文的论述。

(五) 金融结构与经济增长理论研究的最新进展

进入 21 世纪后,学者们的研究开始直接或间接考虑经济发展阶段与金融结构的关系。学者们认为在不同的经济发展阶段,经济增长的动力是不同的:落后经济增长的动力更多的在于资本积累,而在发达国家经济增长的最主要的源泉是生产率的提高(Acemoglu et al, 2003; Young, 1995; Elias, 1992; Christensen, Cummings, and Jorgenson, 1981)。这样,金融体系影响经济增长的渠道在发达经济和发展中经济之间也应该存在差异的。Rioja 和 Valev (2004)用 74 个国家在 1961-1995 年之间的面板数据进行的检验发现,在发达国家,金融体系主要通过促进生产率提高来影响经济增长;而在发展中国家,则主要通过影响资本积累进而影响经济增长。Allen and Gale (2002)强调金融市场和金融中介在评价新产业和新技术方面的机制差异,认为金融市场的交易机制允许投资者拥有多样化的投资选择,而金融中介的有效运行则需要初始投资者与中介对于投资机会具有非常一致的认识。因此,金融中介在技术相对成熟、不确定性低、投资者对投资决策的看法相对一致的环境中具有节约信息成本的优势,但金融市场在投资不确定性高、投资项目可行性的评价存在差异、并且信息成本较低的环境中具有相对优势,因而更有利于促进新技术和新产业的发展。因此,综合上述讨论,如果认为发达经济的生产率提高主要通过技术创新来实现,那么可以推论,在一个以成熟技术和产业为主的经济中,金融中介主导型的金融结构是相对有效的;而对处于技术前沿从而技术创新尤其重要的发达经济来说,市场主导型的金融体系更能促进经济增长。张春(2004)以韩国为例,得出了与 Allen 和 Gale (2002)类似的结论。该文认为,在经济发展的初期,劳

动力密集型产业具有比较优势,影响项目回报率的各种不确定因素较弱,关于项目盈利前景的信息容易获得,此时政府指导下的集中型的金融体制会起到积极作用;随着经济的发展,投资项目的盈利程度受技术创新的影响日益增加,关于投资项目的信息高度分散,此时依赖证券价格信号进行资金配置的市场主导型的金融体系就会更有效率。但是,获取创新性投资项目的信息成本往往高于获取应用成熟技术的投资项目的信息成本。根据 Allen and Gale(2002)的研究结论,我们可以看出即使是金融市场也难以以为技术创新性项目提供融资,而市场和中介都可以为应用成熟技术的项目提供融资。

此外, Rajan and Zingales(2001) 考虑了关系型 (relationship-based) 融资方式与市场型 (market length-based) 融资方式的优劣。认为在契约环境较差、并且资本相对短缺从而价格信号对于资金配置的重要性较小的条件下, 关系型融资方式可以实现对融资者的有力监督, 因而优于市场型融资方式; 在契约环境良好、并且资本相对充裕从而价格信号对于资金配置非常重要的条件下, 关系型融资方式会阻碍有效的价格信号的形成和运用, 从而可能导致严重的资金误配置, 而市场型融资方式则是有效的。但是, 这一讨论没有深入考虑融资者自身的信息不透明程度及其演化, 在美国小企业融资中, 关系型融资方式的重要性体现出了这个因素的重要性。另外, 如果金融结构的差异是重要的, 并且以法律体系为基础的契约环境是外生的, 那么发展有效的金融结构的问题就成为法律、会计制度的改革问题。

就银行主导型和市场主导型与经济增长的关系问题, Amel 和 Zingales (2005) 利用时间误差修正模型和格兰杰检验研究了中国、日本、美国等金融结构与经济增长的关系, 研究发现中国长期经济的增长和银行的发展带动了股市的发展, 而日本是银行和金融市场的发展带动了经济的稳定发展, 美国则是市场和银行都促进经济的发展, 但是市场促进作用要强一些。

当然, 除了上述因素会对金融发展与经济增长之间的关系产生影响之外, 还有很对因素导致了各国金融经济发展的不同。通过上述分析, 我们可以清楚的看到金融与经济增长关系的多样性与复杂性, 这样有助于帮助我们更好的分析金融结构这一特定因素对经济增长的影响, 进而提出更客观合理的优化路径和方法。对于金融结构与经济增长的理论本文将在第 4 章进行详细的探讨。

二、我国金融发展与经济增长关系的研究

中国经济的发展速度令人瞩目, 中国金融体系所有制与金融和经济发展的关系是很多经济学家着迷的话题。引用 Allen et al.(2005)的一句话就是, “中国制造了一个悖论, 因为中国无论是法制建设还是金融体系都不完善, 但是其经济增长速度仍然是很多国家难以望其项背的”。不过 Alwyn Young (2001)认为中国的发展模式不值得效仿, 因为这种模式存在很多扭曲, 尤其是经济的地方保护主义。

(一) 金融体系产权与中国经济增长关系研究

Franklin Allen, Jun Qian 和 Meijun Qian (2005)认为中国金融模式是有效的, 尽管是国家主导, 但同时也存在大量的非正规金融机制。Boyreau-Debray(2008)的研究认为, 国有金融体系被政府用来解决市场失灵问题, 但弊端重重。这些弊端包括: 由于政府干预导致的资源错配和我国内部资本市场的分割。即便中国不从法律上禁止资本的跨区流动, 我们发现中国的资本流动性依旧很低。此外, 在资本的流向上, 政府可能会让资本流向低效领域。因此, 如果政府能减少对金融部门的干预, 那么有利于提高中国经济效率以及增长率。

Liu and Li (2001) 分析了经济增长和固定资产投资四个来源 (国家预算拨款, 国家银行贷款, 自筹贷款资金, 投资和外国投资) 之间的联系。他们发现, 1985 年至 1998 年, 国家银行和自筹资金的增长与省级的产出正相关, 而国家预算拨款只影响可能无法获得非国有资金来源的内陆地区。Aziz and Duenwald (2002) 使用 27 个省在 1988-1997 年期间的

数据，并没有发现证据表明，金融发展（由银行贷款衡量）刺激了各省的经济增长。具体来说，国内信贷在资金快速增长的省份也仅扮演了一个小角色。采用 1990-1999 年期间相同的数据，Boyreau-Debray（2003）认为，由银行部门产生的信贷对增长有消极影响，增加了国有企业部门的负担。陈（2006）表明，中国的增长归功于替代贷款的国家预算拨款，而非贷款扩张。他的调查结果受到 Cheng and Degryse 的质疑。Cheng and Degryse（2006）认为银行业发展刺激了中国的增长。这些研究使用不同的财务指标，以及不同的计量方法，这可能可以解释其形成对比的结果。

（二）金融结构与中国企业发展关系研究

另一些学者的研究集中于对公司或企业数据的实证分析，试图解释中国经历的高增长率，尽管其有着不发达的金融体系和比较单一的金融结构。Ayyagari 等（2007 年）使用了世界银行投资环境调查数据进行研究，其中包括 18 个不同的城市的 2400 个中国企业。这项调查是在 2003 年收集的，包括了 2003 年的资金来源和公司一级的资料（回顾了三年即 2000、2001 和 2002 年）。他们分析了公司的融资方式，并得到：相对较小比率的样本公司使用着正规银行融资，而依赖于非正规金融的公司比率要大得多。而且他们发现资金来源于正规金融体系的公司以几何级的速度增长，而非正式金融并非如此。他们得出的结论，不是非标准的融资机制促进了我国经济增长。Cull 等人（2007 年）使用了来自中国国家统计局，1998-2003 年期间年度会计报告中关于工业企业的数据，以调查贸易信贷是否为我国惊人的增长提供了所需资金，尽管其存在于失灵的金融体系。他们得出这样的结论：金融信贷没有发挥重要作用。

（三）中国学者的研究

彭建刚和李关政（2006）对我国上个世纪 80 年代以来金融发展与二元经济结构的内在关系进行实证分析。分析结果表明，我国金融发展对二元经济结构的转换有显著的影响。其中贷款相关比率越大，二元经济结构性状越强；非国家金融机构的作用越大，二元经济结构性状越弱。为了改变我国的二元经济结构，不能单纯追求金融规模的扩展，应注重调整金融的财政性功能，以引导金融剩余的合理流动；要大力发展非国家金融机构，特别是要大力发展地方中小融机构。对中国整体金融发展与经济增长、金融结构关系做出开创性贡献的是谈儒勇（1999）和史永东（1999）。谈儒勇利用中国的季度数据对我国的金融发展与经济增长之间的关系进行了实证分析。结果表明，代表金融深化指标的 M2 与名义 GDP 的比值与经济增长之间存在显著的负相关关系，而银行存款与经济增长之间存在着显著的正相关关系。史永东（1999）利用我国 1978-1999 年的数据进行 Grange 因果关系检验，发现我国金融发展和经济增长之间存在一种双向因果关系，进而利用 C—D 函数进行线性回归后发现金融发展、金融结构的优化对经济增长具有显著地推动作用。

此后，国内许多学者如谈儒勇（2000）、宾国强（1999）等等，依据金融深化的理论，从货币化进程或利率-储蓄-增长的循环的角度研究了我国金融深化、金融结构优化和经济发展的关系。他们使用计量模型，采用传统的金融深化的指标 $M2/DGP$ 或者真实利率作为解释变量，对经济做出了较好的解释。周业安（2005）讨论了我国金融市场化和渐进式改革对经济增长的影响。

三、文献述评

从上述我们讨论的关于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,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,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。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(市场主导型),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。无论是法律观点还是管制观点,都在很大程度上解释了金融结构的形成与差异,但由于这两种观点都忽略了金融结构与经济活动的性质与要求之间的联系,导致它们在金融结构的动态演化以及金融结构变化的经济意义与作用的解释上又有些力不从心。

在前人研究的基础上,笔者提出本文对金融结构的定义。本文认为金融结构是指一个国家或地区金融体系中直接融资和间接融资的构成比例,即一个国家或地区股票、债券等融资与银行等金融中介的融资构成比例。

现代经济发展是在要素禀赋约束下进行,一定的经济发展阶段和要素禀赋决定了一个国家的经济结构,而金融结构与经济结构是否匹配,也即政府是否推行赶超的发展战略对经济持续稳定增长有很大的影响。因此,本文认为我们有必要在前面学者研究的基础上,进一步探索从要素禀赋约束下银行业结构是否与经济结构相匹配来探讨一个国家或地区经济金融的优化。

参考文献

- [1] 白钦先. 金融结构、金融功能演进与金融发展理论的研究历程[J].经济评论, 2005 (3): 39-46
- [2] 戈德斯密斯. 金融结构和经济发展[M].上海: 上海三联书店, 1994 年第一版
- [3] 林毅夫, 章奇, 刘明兴. 金融结构与经济增长: 以制造业为例[A].北京大学中国经济研究中心内部讨论稿,2002
- [4] 林毅夫, 孙希芳, 姜烨. 经济发展中的最适金融结构理论初探[A].北京大学中国经济研究中心内部讨论稿,2006
- [5] 谭崇台, 别朝霞. 从发展经济学的观点评新增长理论的最新进展[J].经济学动态, 2004(6)
- [6] 谈儒勇. 中国的金融发展与经济增长关系的实证研究 [J].经济研究, 1999 (10)
- [7] 谈儒勇. 金融发展理论与中国金融发展[M]. 北京: 中国经济出版社, 2000
- [8] 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, 2000(4)
- [9] 童晓娅. 金融结构、经济增长与金融发展模式——理论及中国的实践[D].武汉大学博士毕业论文, 2006
- [10] 王广谦. 经济发展中金融的贡献和效率[M].北京: 中国人民大学出版社, 1997
- [11] 王守法. 金融产业与我国经济结构优化[J].中央财经大学学报, 2010 (5)
- [12] 谢平等. 中国的金融深化与金融改革[M].天津:天津人民出版社, 1992
- [13] 张宏霖. 金融发展是否促进了东亚的经济增长[A].美国 75 届美西经济年会演讲稿
- [14] 张杰. 中国金融制度的结构与变迁[M].太原: 山西经济出版社, 1998
- [15] 章奇. 要素禀赋、发展战略与金融结构——国际经验与实证分析[D].北京大学博士论文, 2002
- [16] Demirgüç -Kunt, A. and V. Maksimovic.1996. Stock Market Development and Financing Choices of Firms. World Bank Econ. Rev. 10(2), 341-70.
- [17] Goldsmith, R, 1969.Financial Structure and Economic Development, New Haven: Yale University Press.
- [18] La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W, 1998, Law and Finance, Journal of Political Economy, 106(6), pp. 1113-1155
- [19] Levine, Ross, 1997, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, June 1997, pp. 688-726.
- [20] Levine, Ross, 1998. The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth. Journal of Money,

Credit and Banking, August 30, pp.596-620.

- [21] Levine, Ross, 1999. Law, Finance and Economic Growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8(1/2), pp. 36-67.
- [22] Levine, Ross, 2000a. Napoleon, Bourses, and Growth: With A Focus on Latin American Market Augmenting Government, Eds. Omar Azfar and Charles Cadwell. Washington, D.C.: IRIS.
- [23] Levine, Ross, 2000b. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? University of Minnesota.
- [24] Levine, Ross and Zervos, Sara. 1998. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, June 1998, 88(3), 537-558.
- [25] Levine, Ross; Loayza, Norman; Beck, Thorsten, 2000a. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*.
- [26] Levine, Ross, Loayza, Norman, Beck, Thorsten, 2000b. Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*.
- [27] McKinnon Ronald, 1973. Money and Capital in Economic Development. Washington DC: Brookings institution.
- [28] Rajan, Raghuram G. 1992. Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt, *Journal of Finance*, September 1992, 47(4), pp. 1367-1440.
- [29] Rajan, R. and L. Zingales. 1995. Is There an Optimal Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, vol. 50, pp 1421-1460.
- [30] Shaw, Edward, 1969. Financial Deeping in Economic Development, Oxford, Oxford University Press.
- [31] Shleifer, A. and R. Vishny. 1986. Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *Journal of Finance*, 52, 1343-1366.
- [32] Stiglitz, Joseph E. 1985. Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1985, 17(2), pp. 133-52.

Financial Structure and Economic Growth: A Survey of the Literature

Tian Daichen

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: The financial structure and economic growth theory is the basis for studying China's financial structural optimization. In this paper, we discuss the relationship of the financial structure and economic growth from these aspects: the theory of financial development and inhibition, legal, as well as information economics, culture, social customs and the neo-institutional finance theory.

Keywords: financial structure; economic growth; neo-institutional finance theory; factor endowment

收稿日期: 2011-01-16

作者简介: 田代臣, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 国内金融理论与实践