

荣获第7届“黄达—蒙代尔经济学奖”



金融变革下的 中国企业成长

鞠晓生◎著

CHINESE ENTERPRISES' GROWTH UNDER
FINANCIAL REFORM



破解金融增长领域的“中国之谜”

把握金融体系影响实体经济的作用机制和传导路径

降低企业融资约束，助力中国企业发展



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



金融变革下的 中国企业成长

—— 鞠晓生◎著 ——

CHINESE ENTERPRISES' GROWTH UNDER
FINANCIAL REFORM



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

金融变革下的中国企业成长/鞠晓生著.

北京: 中国经济出版社, 2015. 10

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3972 - 9

I. ①金… II. ①鞠… III. ①金融改革—影响—企业成长—研究—中国 IV. ①F832.1
②F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 233026 号

组稿编辑 崔姜薇
责任编辑 张 博
责任审读 贺 静
责任印制 马小宾
封面设计 任燕飞装帧设计工作室

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京艾普海德印刷有限公司
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 11.75
字 数 186 千字
版 次 2015 年 10 月第 1 版
印 次 2015 年 10 月第 1 次
定 价 48.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

快速发展的中国经济与落后的金融市场体系并存，这一现象被金融—增长领域的文献称为“中国之谜”。基于“法律—正规金融体系—经济增长”的逻辑体系无法解释中国现象，文献开始转向研究非正规金融体系。艾伦等人（Allen 等 2005；2008；2012）认为，当前中国的金融体系中，低效率的银行体系仍占主导地位，中国股市虽然发展快速，但其资源配置效率低，对经济的影响非常有限。他们认为，真正对中国经济增长有贡献的，是由依靠竞争、声誉、关系治理的非正规金融体系。另外，如果摆脱强调配置效率的新古典逻辑，从后凯恩斯理论出发研究金融与经济的关系，我们会发现，中国的正规金融体系更有助于为工业化提供金融支持、促进生产性资本积累，即有生产效率（Lo 等 2011）。理论上的分歧表明，中国的金融模式仍然存在大量的领域需要探索。事实上，金融与经济增长的关系是一个经验问题，我们需要把握的是金融体系如何影响实体经济，其作用机制和传导路径是什么。中国金融体系的快速发展，成为研究金融与实体经济之间的关系的的良好对象，为此，本文从企业融资视角，探索中国的金融体系如何降低企业融资约束，进而对企业的资本积累和创新活动产生影响。这实际上是从微观视角探索金融发展与实体经济的关系。

本书在不确定性环境下使用动态优化方法比较了无融资约束和融资约束条件下企业的投资决定差异，并由此形成后文计量模型的理论基础。在无融资约束条件下，企业的投资量由资本的边际调整成本和边际 q 决定，并且企业投资与企业的融资结构无关，在二次调整成本函数假定下，投资是边际 q 的线性函数；在融资约束条件下，投资由边际调整成本和边际 q 与边际融资成本之比决定，在二次调整成本函数假定下，投资函数是边际 q 和外部融资量的函数。受融资约束时，企业通过统筹现金管理、融资、

投资决策和股利支付策略削弱融资约束所产生的不利影响，内部资金对企业成长尤为重要，对企业的总投资有乘数效应。金融发展通过降低企业的融资成本而影响企业的投资量，并且影响程度可以通过总投资对内部资金的乘数效应显示。

在此基础上，本书分析了中国金融市场的规模、结构和效率在“九五”至“十一五”规划的每一时期对降低企业内部资金的乘数效应进而对企业总资产扩张产生的影响。研究发现，不同的改革阶段对企业成长的影响不同：在1994—2000年实质性改革初期，金融部门的规模、效率和相对结构变化均对企业成长产生正向作用；2001年之后，政府在金融发展策略上倾向于大银行，银行的规模扩张和效率提升显著地促进了企业成长，但金融体系的结构变动对企业成长的影响不大。该结果表明，外部金融中正规金融体系的规模扩张，特别是银行部门的规模扩张，对企业资本的快速积累起了主要作用。

同时，本书检验了金融体系对中国企业创新活动的影响。本书研究发现，企业内部资金是企业研发活动的主要融资来源，当企业内部资金出现波动时，企业通过调整营运资本平滑研发投资，而且这种平滑机制与企业的融资约束程度有关，融资约束越高，营运资本的平滑作用越突出。正规金融体系对不同产权类型企业的研发活动有不同的作用，其中银行贷款是中央国有控股公司创新投资的另一重要融资来源，但它对其他类型企业的贡献不大；股权融资目前还不是中国上市公司创新投资的融资来源。在平滑创新投资波动方面，中央国有控股公司主要依赖于银行贷款，地方国有控股公司和非国有控股公司主要依赖于股权融资。上述研究表明，近年来中国企业创新投资支出的快速增加，主要得益于内部资金的积累，而正规金融所起的作用有限。

本书的研究表明，中国正规金融体系和非正规金融体系对实体经济有积极贡献。通过动员社会储蓄、扩大注资规模促进企业资本积累是正规金融体系促进经济增长所采取的重要机制；内部融资作为企业非正规金融的一种方式，无论对上市公司还是非上市公司的资本积累、创新投资均有关键性作用。本书的研究有助于回答如下问题：为什么中国金融体系相对落后，但企业总资产却能快速增加；为什么中国企业的创新投入能平稳持续地上升，而似乎不受宏观经济波动的影响。

第1章 引言

- 1.1 中国社会融资规模 / 3
- 1.2 中国的金融—经济增长之谜 / 5
- 1.3 金融发展与企业融资约束 / 10
- 1.4 研究方法 / 12
- 1.5 创新和贡献 / 13

第2章 融资约束条件下的企业投资

- 2.1 无融资约束时的投资模型 / 17
- 2.2 受融资约束时企业的最优投资决定 / 20
- 2.3 融资约束下企业的现金管理 / 24
- 2.4 金融发展与企业投资 / 27
- 2.5 本章小结 / 33

第3章 金融体系改革与中国企业总资产增长

- 3.1 金融服务与实体发展需求匹配问题 / 37
- 3.2 关于金融与经济增长的微观实证争论 / 39
- 3.3 金融发展、融资约束与企业内部资金的乘数效应 / 40
 - 3.3.1 融资约束与内部资金的乘数效应 / 41
 - 3.3.2 金融发展、乘数效应与企业总资产变动 / 43
- 3.4 研究设计 / 45
 - 3.4.1 模型设定 / 45

- 3.4.2 上市公司数据 / 48
- 3.4.3 一阶差分 GMM 估计 / 50
- 3.5 结果分析 / 52
 - 3.5.1 金融发展与企业内部资金乘数效应的变化 / 52
 - 3.5.2 中国金融发展的阶段性特征与内部资金的乘数效应变化 / 57
- 3.6 稳健性检验 / 68
- 3.7 本章结论 / 70

第4章 营运资本管理与企业创新可持续性

- 4.1 中国企业的创新投资总支出 / 75
- 4.2 创新活动的融资约束及营运资本管理 / 79
 - 4.2.1 创新活动的融资约束与调整成本 / 79
 - 4.2.2 创新融资波动与营运资本平滑 / 81
- 4.3 研究设计 / 83
 - 4.3.1 融资约束的测度 / 83
 - 4.3.2 检验思想及创新投资模型设定 / 84
 - 4.3.3 数据和指标的描述性统计 / 87
 - 4.3.4 内生性处理 / 91
- 4.4 回归结果 / 93
 - 4.4.1 创新投入与营运资本平滑 / 93
 - 4.4.2 融资约束对营运资本平滑作用的影响 / 96
- 4.5 稳健性检验 / 97
 - 4.5.1 固定资产投资 / 97
 - 4.5.2 欧拉方程投资模型 / 98
 - 4.5.3 变换融资约束指数计算方法 / 98
 - 4.5.4 使用上市公司数据 / 98
- 4.6 本章结论 / 99

第5章 中国企业的创新融资与创新平滑

- 5.1 平滑企业创新投资的波动 / 107
- 5.2 企业创新活动与企业内外部融资 / 110

- 5.2.1 中国企业创新活动现状 / 110
- 5.2.2 融资波动与研发投入平滑 / 112
- 5.3 模型设计 / 113
 - 5.3.1 加入融资渠道的创新投资模型 / 113
 - 5.3.2 融资波动与创新投资平滑 / 116
 - 5.3.3 数据及指标统计描述 / 118
- 5.4 估计结果 / 120
 - 5.4.1 创新的融资渠道与波动的平滑机制 / 120
 - 5.4.2 产权对企业的创新融资渠道和平滑机制的影响 / 124
- 5.5 本章结论 / 128

第6章 金融发展与企业成长的经济含义

- 6.1 金融发展与经济增长 / 133
- 6.2 正规金融与非正规金融 / 135
- 6.3 融资与企业的规模和创新能​​力分布 / 138
- 6.4 金融发展与企业创新培育 / 139
 - 6.4.1 企业创新的外源融资 / 139
 - 6.4.2 市场导向和银行导向的金融体系对创新培育的比较 / 141
 - 6.4.3 中国银行体系改革对企业创新融资的影响 / 144
 - 6.4.4 金融发展与创新小结 / 148
 - 6.4.5 破解中国金融与经济增长之谜 / 149

第7章 结论、政策及进一步研究的问题

- 7.1 结论 / 155
- 7.2 政策建议 / 156
- 7.3 有待进一步研究的问题 / 157

参考文献 / 159

重要术语索引 / 173

致谢 / 175

第 1 章

▪ CHAPTER 1 ▪

引 言

1.1 中国社会融资规模

伴随着中国经济高速发展、金融改革不断深化,中国宏观金融体系的规模、结构、效率也在发生着不同程度的变化。相应地,中国企业的融资结构也由传统的银行贷款等间接融资为主向间接融资和直接融资并存的多元化融资结构演化,而且这种融资结构变化也在逐年加速。表 1.1 反映了 2002—2012 年中国社会融资规模以及融资结构。首先,社会融资规模从 2002 年到 2012 年增长了 7 倍多。其次,融资结构也发生了大的变动,我们看到,信托贷款、企业债券以及股票融资等直接融资在社会总融资中的比重逐步上升:2002 年,上述三种直接融资方式占总融资额的 4.5%,而到了 2006 年这一比例上升至 20.4%;另外,直接融资的融资结构也发生了变化,2005 年企业的债券融资规模为 339 亿元,而到了 2006 年企业债券融资规模迅速扩大到 2310 亿元,扩大了近 7 倍;自 2009 年至今,企业的债券融资规模已经超过股票融资额。社会融资结构的变化,表明中国企业的融资结构伴随着中国金融深化正向多元化迈进。

表 1.1 2002—2012 年中国社会融资规模与融资结构 单位:亿元

年份	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款人民币	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	非金融企业境内股票融资	上市公司股票融资额
2002	20112	18475	731	175	-695	367	628		962
2003	34113	27652	2285	601	2010	499	559		1358
2004	28629	22673	1381	3118	-290	467	673		1511
2005	30008	23544	1415	1961	24	2010	339		1883
2006	42696	31523	1459	2695	825	1500	2310	1536	5594
2007	59663	36323	3864	3371	1702	6701	2284	4333	8680
2008	69802	49041	1947	4262	3144	1064	5523	3324	3852

续表

年份	社会融资 规模	人民币 贷款	外币贷款 人民币	委托 贷款	信托 贷款	未贴现 银行承 兑汇票	企业 债券	非金融企 业境内股 票融资	上市公 司股票 融资额
2009	139104	95942	9265	6780	4364	4606	12367	3350	6125
2010	140191	79451	4855	8748	3865	23346	11063	5786	11972
2011	128286	74715	5712	12962	2034	10271	13658	4377	5814
2012	157606	82033	9164	12840	12890	10499	22498	2385	

资料来源：中国资讯行。

宏观融资结构变化是微观主体融资方式变动的外在表现，而金融市场的深化则不断拓展着微观企业的融资方式和融资空间。在企业层面，易纲、宋旺（2008）发现，在非金融类企业的外部融资中，银行贷款虽占主导地位但其重要性开始下降，而且贷款结构也发生了变化，中长期贷款比重上升；股权融资开始成为企业重要的外部融资渠道；债券融资成为发展最快的外部融资方式。对金融类企业而言，存款一直是其最主要的融资来源；发行金融债券已经成为金融类企业重要的融资渠道。

如何看待中国金融发展与中国经济之间的关系？艾伦等（2012）认为，当前中国的金融体系中，低效率的银行体系仍然占主导地位。由于制度上的不健全，中国股市虽然发展快速，但因其资源配置效率低，它对经济的影响非常有限。在金融增长文献中，中国“落后”的金融体系与高速的经济发展并存，这种现象被称为“中国之谜”，中国也被视为违背金融一增长发展模式的特例。为解释这一现象，很多文献强调非正规金融对中国经济增长的作用。另外，按照后凯恩斯的理论，中国的金融模式虽然缺乏配置效率，但具有生产效率，仍能为中国的工业化提供充足资本，进而加速金融深化。因此，中国的金融体系需要从更广的理论视角进行分析，而不能停留在标准的金融一增长理论上（Lo 等，2011）。

中国金融体系的快速变化成为研究金融与实体经济之间关系的良好对象，理论上的分歧表明，中国的金融模式仍然存在大量的领域需要探索。事实上，金融与经济增长的关系是一个经验问题，我们需要把握的是金融体系如何影响实体经济，其作用机制和传导路径是什么。为此，本书从企业融资角度出发，探索中国的金融体系如何降低企业融资约束，

进而对企业的资本积累和创新活动产生影响。这实际上是从微观视角探索金融发展与实体经济的关系。本书的研究有助于回答为什么中国金融体系相对落后,但企业总资产却能快速增加;为什么中国企业的创新投入能平稳持续地上升,而不受宏观经济波动的影响。本书的研究有助于深入了解中国金融体系对中国经济增长的影响路径,并对下一步的金融改革有指导意义。

1.2 中国的金融—经济增长之谜

有关金融发展与实体经济的关系,文献中有大量的讨论,Levine (2004)就金融发展和经济增长做了详细综述,其结论是:金融部门功能越完善、金融体系越发达的国家,经济发展越快;发达的金融体系能够减弱企业的外部融资约束,有利于企业增长、产业扩张。然而,中国高速增长的经济与资源配置低效、功能范围较窄的不发达的金融体系并存这种现象,似乎与这种主流认识不同(Allen等,2005)。要破解中国的金融—经济增长之谜,首先需要从范围更广的视角看待金融体系,即金融体系不仅应包括银行、股市等正规金融体系,也应包括内部融资、民间借贷、商业信贷等非正规金融体系,并且不能简单地将中国的非正规金融视为正规金融的辅助;其次,需要从微观层面探索金融与实体经济之间的因果关系,即如果金融发展(无论是正规金融还是非正规金融)促进了实体经济增长,那么其作用机制是什么。

艾伦等(2008)将非正规金融及FDI一并纳入中国的金融体系,并对金融体系的各个组成做了详细的分析。在该框架下,中国金融体系主要包括四大部分:一是银行及其他金融中介,包括商业银行(如国有银行、国家持股银行、民营银行和国外银行)、政策性银行、非银行金融中介[如存款性非银行金融中介(如农村信用社)和非存款性非银行金融中介(如金融租赁公司、信托公司等)];二是金融市场,包括股票市场、债券市场、风险投资和房地产;三是非标准金融部分(Non-standard Financial Sector),包括非正规金融中介(Informal Financial Institution)和其他非正规金融中介(如民间借贷中介、地下钱庄等);四是国外投资

部门（如 FDI）。该框架覆盖了正规金融体系和非正规金融体系。^① 艾伦等（2008）认为，银行部门是金融体系的核心，但效率低下；股票市场虽然发展迅速，但其对金融资源的配置作用非常有限而且低效；金融发展中最成功的部分是非正规金融体系，这是推动中国经济迅速增长的真正金融贡献者。

艾伦（2008）对中国金融体系的剖析并没有回答金融体系发展是如何推动经济增长，正如拉詹等（Rajan 等，1998）所批评的，仅仅从宏观层面论述金融与经济增长并不能说明两者之间的因果关系。之后，文献开始分析金融发展对企业投资的影响，从微观视角探索金融对实体经济的影响机制。

当前联系金融发展与企业增长之间关系的重要桥梁是企业的融资约束。直观理解就是，金融发展会更有效率地配置金融资源、分散投资风险、减少企业的外部融资约束、扩大企业投资，因而会提高企业绩效（Levine, 2002）。企业投资和企业融资有密切联系，文献中关于投资的一个基本观点是，企业投资不是由企业的内部财务或企业的市场价值决定的，而是取决于对未来企业盈利的预期。MM 定理所揭示的在完美市场下企业价值与企业的融资决策无关，这在现实中很难获得支持。资本市场上信息不对称、现代企业治理中的代理成本以及经理人的激励问题，使得市场不完美是一种常态，无论在发达的资本市场还是发展中国家落后的资本市场，企业的融资渠道与企业的投资行为都有密切的联系（Fazzari 等，1988）。在信息不对称下，不同渠道的融资成本是有差异的，所以融资工具的使用是有顺序的，即“融资优序”理论（Financing Pecking Order theory），企业的外部融资成本要高于内部融资成本。在信贷市场上，Stiglitz 等（1981）利用信息经济学解释了“信贷配给”，信贷配给意味着企业的债权融资成本要高于企业的内部融资成本；Myers 等（1984）进一步解释了股权融资成本高于企业内部融资成本的原因，提出了内部融资、债权融资和股权融资的融资顺序。基于融资顺序理论，Fazzari 等（1988）首次利用企业固定资产投资对企业内部现金流的敏感度测度了企业融资约束的存在。

① 按照 Allen 等（2008）非正规金融机构是指没有正式合约、不受法律保护的非市场中介的统称。本书非正规金融包括向非正规金融机构融资，也包括企业间的商业信贷（trade credit）和企业内部融资。

除了资本市场的不完美导致企业融资工具的差异外,国家的金融体制、金融发展水平也影响着企业融资方式的选择。文献中曾一度热衷于讨论英、美主导的“市场导向”金融体系模式和德、日主导的“银行主导”模式的对比。在前一种模式下,资本市场在金融资源配置中起到重要的作用,表现在市场导向的金融模式能够提升公司的治理能力,并通过股市可以实现公司兼并,将经理人的努力与企业绩效绑定在一起(Jensen等,1990);同时,股市可以分散投资风险。而“银行主导”模式强调银行在掌握企业信息方面有一定的优势,在银行的配置贷款与提供监督下,资本可以被更好地利用(Diamond,1984);另外银行可以控制流动性风险、管理资本的跨期跨部门流动,因而有助于提高资本配置效率并促进经济增长(Allen等,1999)。La Porta等(1998)以及Levine(2002)认为,融资关系本质是一种契约关系,产权的保护和违约的法律执行,决定了契约的实施方式以及实施效率。从这个角度上来讲,“银行主导”和“市场主导”的金融模式,它们深层次的差异源自两种体系背后的不同法律起源和制度模式。国家间金融体制的不同决定了金融资源配置模式的差异,意味着企业的融资渠道也会有差异。

对发展中国家而言,除了严重的信息不对称和弱的产权保护问题导致高外部融资成本外,政治因素对金融资源配置扭曲所引发的企业融资约束也受到文献关注。Blanchard等(2001)认为,有政府背景的企业更容易获得政府的偏向性对待。Huang(2004)认为,中国信贷配给是遵循“政治融资顺序”(Political Pecking Order Hypothesis),由于政府对金融资本配置的干预,金融资源的配置是基于政治而非经济考虑的,使得具有国有产权属性的企业更容易获得银行贷款,而私有企业很难获得贷款。Steingress等(2008)利用ORAINA提供的2000—2005年中国企业数据,检验并支持了“政治融资顺序”假说。他们发现,银行对私有企业的贷款歧视在不同省份和行业间有变化,东部沿海地区受融资约束弱;北方地区的企业更容易受政治因素影响,与国有企业有竞争的企业更多地依赖内部融资进行投资。

Guariglia等(2011)利用2000—2005年407096家中国企业构成的非平衡面板数据,借助动态模型估计了企业资产增加与企业现金流的关系,发现国有企业的资产增长与企业现金流无关,而私有企业的成长却与企业内部现金流密切相关。Poncet等(2011)进一步利用1998—2005年中国企

业数据进行分析,发现私有企业受到信贷约束,而国有企业不受信贷约束,并且国有企业对私有企业的贷款存在“挤出效应”(Crowding Out),加重了私有企业的融资约束。Li等(2008)发现,与政府关系密切的私有企业(如企业家是党员)更容易获得银行贷款,企业绩效也越好,从而从反面论证了政治因素对金融资源配置的扭曲。上述文献显示,中国的金融资源配置与“政治融资顺序”假说一致。不过也有文献提出了疑义,Lin和Bo(2012)利用中国1999—2008年中国上市公司数据进行分析,发现随着国有企业的公司治理改革,国有属性无助于国有企业获得银行贷款,政治因素对企业融资的影响越来越小。

中国的正规金融市场不仅受信息不对称引发的逆向选择和道德风险的影响,也受政府干预的影响,所以文献中普遍认为正规金融低效率。但是中国经济持续高速发展似乎不受正规金融低效率的影响,这一违背主流认识的现象吸引了很多经济学者的关注。文献中基本形成两大思路,一种思路认为,正规金融无助于中国经济,转而强调非正规金融对中国经济的重要性;另一种思路认为,中国的正规金融体系虽然缺乏配置效率但有生产效率,有助于长期经济增长。

大部分文献沿用第一种思路,所关注的问题是,在正规金融不发达情况下,中国企业是通过何种融资途径获得快速发展的。形成的解释可以划分为两类,一类是强调非正规外部金融的作用;另一类是强调企业内部资金的作用。第一类文献始于艾伦等(2005),他们认为私有企业的快速成长对中国经济持续高增长贡献最大,但是私有企业无法获得与国有企业同等地位的融资待遇。私有企业的快速发展得益于建立在声誉和社会关系上的非正规融资渠道(如商业信贷),非正规金融使得中国民营企业在一定程度上摆脱对正规金融的依赖。这样,在背离主流的金融—增长发展模式下,中国企业获得快速发展。Cull等(2007)利用1998—2003年中国工业企业数据,分析了企业的银行信贷和商业信贷关系。他们发现,国有企业获取了银行贷款后,通过商业信贷将之再放贷给无法获得贷款的私有企业。银行贷款在一次配置中虽然缺乏效率,但通过商业信贷对贷款的二次配置能够纠正部分效率损失,这种模式缓解了无法获取银行贷款的企业的融资约束,促进了企业成长。Ayyagari等(2008)利用2003年世界银行对中国企业投资景气调查数据进行分析,发现国有企业更容易获得银行贷

款。通过贸易信贷 (Trade Credit), 绩效不好的国有企业将银行贷款再分配给绩效良好却无法获得贷款的民营企业, 这种扩大的非正规融资模式帮助民营企业获得外部融资并能快速发展。不过随着正规金融的发展, 这种非正规融资模式逐渐消退。除了商业信贷, 文献中也关注 FDI 对缓解企业融资约束的作用。HeriCourt 等 (2009) 使用 2000—2002 年 1300 家中国国内企业数据进行分析, 证实 FDI 能帮助私有企业克服信贷约束; Poncet 等 (2011) 利用 ORAINA 提供的 1998—2005 年 20000 多家中国企业数据进行分析, 发现 FDI 能缓解私有企业的融资约束、刺激私有企业的投资, 促进企业成长。

除了外部融资渠道, 也有一些文献认为, 企业内部融资或企业内部资产管理对企业成长有重要作用。Guariglia 等 (2008) 利用 407096 家中国企业数据进行分析, 证实中国私有企业之所以能快速发展, 主要得益于企业累计的保留利润, 即企业的内部融资; Hale 等 (2010) 发现, 受融资约束的中国私有企业, 通过有效地存货和应收账款管理, 从而降低对外部融资的需求, 使得短期内实现有效率的投资。在解释中国企业为什么能够持续地进行固定资产投资且投资率高时, Ding 等 (2011) 认为, 企业通过营运资本管理平滑企业投资波动, 可实现较长时期的高投资率。

上述文献或用渐进有效的金融改革或用非正规金融, 如商业信贷、FDI, 或者内部融资来解释中国低效率的金融配置与企业高速发展这一违背主流模式的现象, 结论虽然有差异但这些文献的假定是相同的, 即以 Levine (2004) 所概括的五种金融功能作为金融发展的标准^①。按此标准, 金融发展是指金融部门的某一功能或某几种功能组合的提升。但正如金融功能学派的基本认识 (Merton, 1995; Levine, 1997) 所认为, 金融发展是否有助于实体经济, 关键看金融服务与实体经济是否匹配。这一匹配可以由市场自发达到, 也可以借助政府干预实现。从这一角度看, 由政府主导、不断演化的中国正规金融市场可能不适合用此标准评价, 由此导致中

^① Levine (2005) 从新制度经济学视角论述了金融部门的存在, 认为金融部门的产生源于资本市场存在摩擦, 金融部门的作用是降低金融市场的交易费用, 五种功能有助于降低交易费用: 降低信息成本、对企业管理施加外部约束、分散风险、动员储蓄和促进商品、服务的交易。进一步, 五种功能的提升 (金融市场发展) 能够提高金融资源的分配效率, 促进资本积累和技术进步, 从而推动经济增长。