



经济管理学术文库·金融类

我国资本市场结构的 功能绩效评价及优化研究

Research on the Evaluation and Optimization of the
Functional Performance for the Capital Markets Structure in
China

邵国华 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·金融类

我国资本市场结构的 功能绩效评价及优化研究

Research on the Evaluation and Optimization of the Functional
Performance for the Capital Markets Structure in China

邵国华/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

我国资本市场结构的功能绩效评价及优化研究/邵国华著. —北京: 经济管理出版社, 2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 4795 - 0

I. ①我… II. ①邵… III. ①资本市场—市场结构—研究—中国 IV. ①F823. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 308319 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 宋 娜

责任印制: 黄章平

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 11

字 数: 181 千字

版 次: 2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4795 - 0

定 价: 88.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

摘 要

改革开放以来,随着我国经济的快速发展,我国资本市场迅速崛起,尤其是进入 21 世纪后,我国资本市场的规模日益扩大、功能不断增强、结构日渐完善,但各主要子市场结构是否合理值得探讨。因此,从资本市场结构的绩效视角考察资本资源配置是否达到“帕累托最优”状态应当是我国理论界和实务工作者关注和探讨的重点问题。

本书以我国资本市场中的股票市场、债券市场和基金市场为研究对象,通过对我国资本市场的结构及功能发展变迁进行分析,借鉴国内外资本市场功能效率理论,运用资本市场结构的功能绩效评价相关模型,选取我国资本市场结构和经济发展的历史数据进行实证计量分析,通过它们之间的相关关系比较,考察我国资本市场的结构对促进经济增长、优化资源配置、体制完善、社会进步等功能的表现。在此基础上,借鉴发达国家较为成熟的资本市场建设经验,结合我国具体国情,提出构建结构合理、规模适度、功能完备、运作规范的我国资本市场体系的对策建议。希冀本书能为我国资本市场的政府主管部门发展资本市场及优化其结构提供理论依据和决策参考。

本书共包括六章:

第一章,主要介绍本书的选题背景、国内外相关研究文献综述、研究范畴、研究思路和研究方法等内容。

第二章,通过国内外对资本市场功能的理论述评,回顾我国资本市场结构的功能变迁与发展历程,探讨我国资本市场的不足。

第三章,梳理和甄选了关于考察和评价资本市场及其结构功能绩效的理论和模型,为下一步进行实证计量分析提供理论和技术支撑。

第四章,选取我国资本市场总体及其结构和经济发展的具体数据,运



用相关模型进行实证计量分析。例如,用哈罗德—多马经济增长模型和宏观变量对债券回报的回归分析法来考察债券市场功能绩效;用现代证券组合模型、单因素整体绩效评估模型、基于 APT 的多因素基金绩效评价模型和基金的选股与择时能力模型来考察基金市场功能绩效;用 C-D 函数模型和 AK 模型来考察资本市场中各子市场对经济增长的不同影响。运用 1992~2011 年间经济数据对各模型进行回归分析,结果表明债券市场和制度因素对经济增长具有一定的促进作用,但是股票市场和基金市场没有发挥其应有的作用。

第五章,在上述实证分析的基础上,剖析影响我国资本市场及其结构功能绩效的因素。

第六章,借鉴发达国家成熟的资本市场运作经验和资本市场结构,提出了我国资本市场结构优化的目标,探讨了我国资本市场的规范运作及监管对策。

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题的背景	1
第二节 本书相关研究文献综述	2
一、国外相关研究述评	3
二、国内相关研究述评	14
第三节 研究的范畴、思路、方法和内容结构	18
一、研究基本范畴的界定	18
二、本书研究的思路及方法	18
三、本书研究的内容结构	20
第四节 研究的困难及创新之处	21
一、本书研究的重点和难点	21
二、本书的基本观点及创新之处	21
第二章 我国资本市场功能及结构发展现状的总体分析	22
第一节 资本市场功能的总体理论分析	22
一、马克思关于资本市场功能的论述	22
二、西方学者对资本市场的功能研究	24
三、国内关于资本市场的功能研究	27
第二节 我国资本市场功能发展现状及存在不足的总体分析	30
一、我国资本市场功能发展现状	30
二、资本市场法律法规的发展现状	32
三、我国资本市场功能表现的不足	33



第三节 我国资本市场结构的发展现状	37
一、股票市场的发展现状	37
二、债券市场的发展现状	40
三、基金市场的发展现状	41
第四节 我国资本市场结构的功能现状	44
一、股票市场的功能现状	44
二、债券市场的功能现状	51
三、基金市场的功能现状	55
第三章 我国资本市场结构的功能绩效评价理论基础	57
第一节 资本市场总体功能绩效评价的理论概述	57
一、资本市场有效性假说	57
二、资本市场有效性假说检验	58
第二节 我国股票市场功能绩效评价的理论模型	63
一、股票市场影响经济增长的消费需求	
机制——股票的财富效应	63
二、股票市场影响经济增长的投资需求	
机制——托宾 Q 理论	64
第三节 我国债券市场功能绩效评价的理论模型	65
一、宏观变量对债券回报的回归分析法分析	65
二、哈罗德—多马经济增长模型	67
第四节 我国基金市场功能绩效评价的理论模型	69
一、现代证券组合模型	69
二、单因素整体绩效评估模型	71
三、基于 APT 的多因素基金绩效评价模型	74
四、基金的选股与择时能力	76
第四章 我国资本市场结构的功能绩效实证计量分析	79
第一节 我国资本市场总体功能绩效实证计量分析	79
一、C-D 函数扩展模型的实证计量分析	79
二、AK 模型的实证计量分析	83
第二节 我国股票市场的功能绩效实证计量分析	87



一、股票市场和经济增长的相关性分析	87
二、股票市场的 Fama 弱有效性实证分析	96
第三节 我国债券市场功能绩效实证计量分析	99
第四节 我国基金市场功能绩效实证计量分析	102
一、基金规模与经济增长的相关性分析	102
二、基金风险、收益、选股和择时能力的实证计量分析	104
第五章 影响我国资本市场结构的功能绩效因素分析	112
第一节 影响我国资本市场功能绩效总体性因素分析	112
一、信息披露机制不完善	112
二、证券品种结构比例失调	113
三、资本市场层次结构缺损	115
四、资本市场规范化水平低	116
五、市场演化的制度性缺失	117
第二节 影响我国股票市场的功能绩效波动的因素分析	118
一、股票市场内部结构失衡	118
二、投资者构成比例失衡	119
三、股票发行制度缺陷	120
四、监管机制不完善	121
五、市场操纵盛行	121
第三节 影响我国债券市场功能绩效因素分析	122
一、债券市场的制度性缺陷	122
二、我国债券市场发展尚处于初级阶段	123
三、投资者结构不合理	123
四、债券市场的投资者定位错误	123
五、机构投资者趋同, 类型相对单一	125
六、债券市场分割, 债券结构失衡和监管失效	125
第四节 影响我国基金市场功能绩效因素分析	126
一、基金投资行为存在显著的“羊群效应”	126
二、投资范围有限, 资产管理能力不高	127
三、基金内部治理结构不甚合理	127
四、监督机构监管不力	128



第六章 我国资本市场结构的优化目标与对策	129
第一节 国际成熟资本市场结构	129
一、美国资本市场结构	129
二、英国资本市场结构	132
第二节 我国资本市场功能目标	136
一、资源优化配置	137
二、资金分割	137
三、风险管理	137
四、价格信号	138
五、激励机制	138
六、经济增长	139
七、体制改革	139
第三节 我国资本市场结构优化的目标及评价指标	140
一、我国资本市场结构优化的目标	140
二、我国资本市场结构优化的评价指标	142
第四节 我国资本市场结构的优化对策	143
一、我国资本市场结构的国际比较	144
二、优化我国资本市场结构的对策	146
第五节 我国资本市场的监管	150
一、完善资本市场法律法规	150
二、加强行业的自律管理	152
三、强化市场参与主体的内部监督	154
四、发挥外部监督机制的作用	154
参考文献	156
后 记	167

第一章 导论

第一节 选题的背景

随着 20 世纪 70 年代末中国经济改革开放战略的启动,我国资本市场经过 30 多年的孕育和培植,从无到有,从小到大,从区域到全国,得到了飞速发展,在很多方面走过了一些发达市场经济国家几十年,甚至上百年走过的历程。在政府和各方面力量的共同推动下,我国资本市场规模不断壮大,制度不断完善,证券服务机构和投资者不断成熟,已成为我国经济快速发展的助推器和可持续发展的保障。

30 多年来,我国资本市场在募集资金、国企改革等方面发挥了巨大作用,但在价值发现、资源配置、分散风险、财富效应与投资效应等方面的作用并不明显,具体表现在:第一,“晴雨表”功能缺失。证券价格背离内在价值,证券市场走势与宏观经济运行之间的关联性不强。第二,投资功能缺失。表现是证券投资收益不呈“正态分布”,大部分投资者不能获得平均的期望利润,且收益和风险不对称,投资者不能获得相应的“风险溢价”。第三,公司治理功能缺失。资本市场对上市公司和其他证券机构缺乏应有的约束功能,上市公司偏好“股权融资”,企业法人总是最大限度地扩大企业规模,他们并不在乎投资与收益的关系,甚至在项目的净现值小于零的情况下也进行投资。第四,投机现象严重。投资大都不关心来自上市公司的红利分配,偏好“股权分红”,希望从中获得超常的资本得利,当投资者预期一旦得不到实现,股票价格就大幅度波动。第



五,融资功能过度发挥,但无投资效应。资本市场的投资效应指其证券价格高于价值时的投资动机,而我国上市公司和基金公司等在任何时候都具有投资冲动,资本市场的投资效应得不到体现。第六,证券市场价格不遵循“随机游走”规律,或者说市场往往被操纵。表现是一方面某些投资者凭借资本、信息优势可以操纵市场,能够以较低的风险获得较高的收益;另一方面,大部分投资者却要承担较高的市场风险。

从外部环境来说,在2008年美国次贷危机引爆的国际金融危机阴霾尚未散去和世界经济增长放缓的形势下,我国经济的持续、快速、健康发展面临着严峻的考验和挑战。作为具有国民经济“晴雨表”之称的资本市场能否充分发挥其功能将关系到国民经济能否平稳健康运行,而资本市场整体的功能绩效又与其结构中各子市场的功能绩效息息相关。

近些年来,国内理论界虽然出版了不少有关资本市场的论著,但绝大多数都是着重描述和介绍西方的证券市场;或者是着重于投资技巧、市场操作的论述。正如张亦春教授所言:“有些号称金融市场理论方面的书甚至通篇都是股票交易的过程和方法,而缺少对金融市场理论的形成、演变和发展的理论研究。”理论的缺乏必然带来实践中的诸多问题。如政策制定者及市场监管者不能从宏观经济全局的角度来认识资本市场的重要性,不能很好地把握资本市场与国民经济其他部门的关系,因而在制定政策和对资本市场进行监督管理时,经常是“头痛医头、脚痛医脚”,顾此失彼,缺乏长远考虑,甚至有时迫于民情舆论,乃至屈从利益集团的压力,做出对国民经济和资本市场长远发展不利的决定。由此,本书依据产业组织理论的经典分析框架——SCP (Structure Conduct Performance) 分析范式,从系统全局的视角探讨我国资本市场的结构、功能、绩效及结构优化问题,希冀一方面能成为我国资本市场理论发展和完善的有益探讨,另一方面能为防范我国金融风险、促进我国资本市场健康发展和保障我国经济平稳增长提供理论参考和实践指导。

第二节 本书相关研究文献综述

国内外从宏观层面对资本市场结构的功能绩效综合研究不多,但对资



本结构和资本市场研究的文献比较多,可是相当零杂,而且对资本市场的认识也存在较大差异。把资本市场相关研究和文献归纳起来主要可分为以下三类:一类是信息经济学与资本市场理论,主要分析各经济主体利用经济信息进行的决策行为;另一类是现代公司资本结构理论,主要研究如何通过优化企业的资本结构,从而完善企业的治理结构,提高企业的经营绩效,为资本市场的发展和创新提供动力;还有一类是风险—收益与资本资产定价模型,主要研究资本市场投资活动中的风险与收益问题,及投资者对风险与收益进行分析与评估的各种方法。

一、国外相关研究述评

(一) 关于储蓄向投资转化的效率学说

马克思认为资本不是物,而是能够带来剩余价值的价值,是推动商品经济发展、解放社会生产力的重要手段;庞巴维克(E. V. Bohm - bawerk, 1889)在《资本实证论》中发展了资本与利息理论,并认为资本是能够产生利息的本钱;威廉·配第(William Petty, 1672)在其《政治算术》中把资本等同于流通中的货币;亚当·斯密(Adam Smith, 1776)在《国民财富的性质和原因的研究》中用“积蓄”(Stock)和资本(Capital)解释资本概念;萨伊(Say, 1803)在其《政治经济学概论》中将资本理解为产业装备的物品和价值;而马尔萨斯(T. R. Malthus, 1820)在其《政治经济学原理》中认为资本只不过是积累的财富中被用来在未来财富的生产与分配中谋取利润的特殊部分。这些不同的论述,可以归为三类:第一类是将资本当作一种生产要素物质形态来研究,我们称其为技术概念;第二类是当作一种生产要素价值形态来研究,我们称其为金融概念;第三类是当作一种社会关系来研究,我们称其为政治概念。

一般而言,资本形成效率对经济效率产生直接影响。这种影响具体体现在两个方面,即资本的集合作用和资本对经济活动内在的效率要求。一方面,社会经济发展是各种资源与各种技术结合的结果,在此过程中,资本作为纽带,将各种生产要素集合到一起,是生产结合不可缺少的媒介;另一方面,资本的人格主体追求利润最大化的动机演变成在资本运用过程中的效率要求。从某种意义上讲,只要资本形成效率高就能带来经济的高增长和高效益。

关于增加资本的意义,马克思曾指出:“生产逐年扩大是由于两个原



因：第一，由于投入生产的资本不断扩大；第二，由于使用的效率不断提高。”^① 资本的追加投入和生产效率提高本质上是一样的，即增加劳动量来增加社会财富，提高生产效率是用较少的劳动获得较多的财富，实际上是另一种增加劳动投入的方式。

哈罗德—多马模型是现代经济增长理论中一个颇有影响的模型，该模型极力强调了资本对于经济增长的意义。在模型 $G = S/K$ 中，由于资本产出比率 K 假定为固定不变化，因而经济增长率 G 就只受制于储蓄 S ，而在储蓄全部转化为投资的模型假设条件下，储蓄率等于投资率，从而也就等于资本形成率。

在发展经济中，早期的经济学家们都强调资本对发展中国家的重要性，并指出：发展中国家往往由于两个循环导致这些国家的“贫困恶性循环”，一个循环是低下的收入形成低下的资本形成率；另一个循环是低下的人均收入导致购买力不足，在资本需求方面形成制约资本增长。因此，资本不足是经济发展的“瓶颈”，并强调资本形成是经济落后国家的中心问题。

罗斯托 (W. W. Rostow) 在其《从起飞进入持续增长的经济学》中提出：一个国家的经济起飞必须具备的一个最重要的条件是将净投资率提高到 10% 以上。

刘易斯 (W. A. Lewis, 1955) 在《经济增长理论》中指出：“辛勤劳动与资本形成是经济增长的一个绝妙公式，没有辛勤劳动的资本形成也会产生巨大的增长，而没有资本形成的辛勤劳动对发展做出的贡献则微不足道。”

对于发达国家而言，资本形成对经济增长的重要性是间接体现的。在这方面，E. F. 丹尼森 (E. F. Denson)、西蒙·库兹涅茨 (Simon Kuznets) 以不同的分析方法得出了相类似的结论：资本形成不再是经济增长的主要源泉，知识进步才是经济增长最大的和最基本的原因。丹尼森^②根据其首创的多因素分析法，以 1929 ~ 1960 年美国经济增长为样本，测算各种因素的贡献率。结论是：劳动投入的贡献率是 38.7%，知识进步的贡献率是 27%，而资本存量的扩大只有 14.7%，而且知识因素的权重有进一步

① 马克思，恩格斯. 马克思恩格斯全集 [M]. 北京：人民出版社，1973.

② [美] 丹尼森. 美国经济增长的原因，1929 ~ 1960 年 [M]. 华盛顿：布鲁金斯研究所，1974.



提高的趋势。但金融对技术的进步的作用是不可低估的。发达国家通过创业风险投资机制的形成,为知识和技术创新及其转化,营造了一个良好的外部环境。新知识、新技术与金融的结合极大地激发了创新浪潮,金融成为创新不可或缺的重要条件。所以金融对于经济增长的贡献相当一部分是间接体现的。

(二) 金融结构和功能学说

格利和肖 (Gurley and Shaw, 1960)^① 从专业化和劳动分工的角度考察了金融在经济中的作用。他们认为:①货币的出现促进了生产—消费过程中的分工。以货币为媒介的交易替代物物交换的过程在技术上称为“货币化”。货币的出现所导致的间接交换,消除了物物交换在时间和空间上的限制,扩大了市场的范围,从而有利于经济增长。②债务、金融资产和金融机构的出现促进了储蓄—投资过程中的分工。根据收入—产出账户上经济单位(或部门)的收支情况,可以把整个经济划分为盈余单位(或部门)、平衡单位(或部门)和赤字单位(或部门)。在整个储蓄—投资过程中,盈余单位是储蓄者,赤字单位是投资者,而金融的作用就是把储蓄者的储蓄转化为投资者的投资,从而提高全社会的生产性投资水平。另外,在实际生产中,由于投资具有不可分割性,投资者仅仅依靠自我融资往往无法进行投资,即一次性的大量投资超出了单个经济单位的资金能力。他还必须依靠外部融资,即只有通过调动其他盈余单位的储蓄才能进行投资,而这有赖于金融中介。格利和肖的另一突出贡献是区分“内部货币”(Inside Money)和“外部货币”(Outside Money)。在政府购买商品和劳务时或在进行转移支付时发行的货币称为“外部货币”,因为对私人部门来说,它是外部债务,即私人部门外部(即政府)的债务。在政府购买私人证券时发行的货币称为“内部货币”,因为对私人部门来说,它是内部债务,即私人部门内部的债务。简言之,外部货币是私人部门的债权,内部货币同时是私人部门的债权和债务。在现代经济中,大部分货币是内部货币。

帕特里克(Patrick, 1966)发表的《欠发达国家的金融发展与经济增长》一文中指出,在金融发展和经济增长的关系上,有两种研究方法:

^① [美] 格利、肖. 金融理论中的货币 [M]. 贝多广译. 上海: 上海三联书店, 上海人民出版社, 1988.



一种是“需求追随”(Demand - Following)方法,它强调的是金融服务的需求一方,随着经济的增长,经济主体会产生对金融服务的需求,作为对这种需求的反应,金融体系不断发展。也就是说,经济主体对金融服务的需求,导致了金融机构、金融资产与负债和相关金融服务的产生。另一种是“供给领先”(Supply - Leading)方法,它强调的是金融服务的供给一方,金融机构、金融资产与负债和相关金融服务的供给先于需求。鉴于理论界对后一种方法的相对忽视,帕特里克认为应该把这两种方法结合起来,并且指出,在实践中,需求追随现象和供给领先之间存在着一个最优顺序问题,即在经济发展的早期阶段,供给领先型金融居主导地位,而随着经济的发展,需求追随型金融逐渐居主导地位;不仅如此,最优顺序问题也可能在部门内和部门间存在。接下来,帕特里克着重考察了金融发展和经济增长的关系。他的出发点或参考点是金融资产与负债存量 and 实际产出之间有着很强的正相关关系。帕特里克指出,金融体系对资本存量的影响体现在三个方面:第一,提高了既定数量的有形财富或资本的配置效率,因为金融中介促使其所有权和构成发生变化。第二,提高了新资本的配置效率,因为金融中介促使新资本从生产性较低的用途转向生产性较高的用途。第三,加快了资本积累的速度,因为金融中介促使人们更加愿意储蓄、投资和工作。

希克斯^①考察了金融对工业革命的刺激作用。他认为,工业革命不是技术创新的结果,或者至少可以说,不是技术创新的直接结果,因为工业革命早期使用的技术创新大多发生在工业革命之前。相反,新技术的应用,需要大量的投资于特定项目和高非流动性的长期资本。在缺乏金融市场的情况下,这是办不到的。这样,技术创新本身不足以刺激增长;新技术的应用还需要流动性强的资本市场的存在。所以,工业革命只有在金融革命发生(即18世纪上半叶英国金融市场的飞速发展)之后,才有可能发生。

戈德史密斯(Goldsmith)开创了有关金融发展与经济增长关系的实证研究之先河。他使用金融中介体的资产价格与GNP的比率作为一国金融发展指标,他在1969年出版的《金融结构与金融发展》一书中,通过检验35个国家在103年间(1860~1963年)的数据,对金融结构与金融

① [英] 约翰·希克斯. 价值与资本 [M]. 薛蕃康译. 北京: 商务印书馆, 1983.



发展作了横向的国际比较和纵向的历史比较,发现金融发展与经济增长一般是同时发生的。随着时间的推移,越来越多的证据表明金融因素与经济发展之间具有较强的联系。在戈德史密斯看来,“金融理论的职责就在于找出决定一国金融结构、金融工具存量和金融交易流量的主要经济因素,并阐明这些因素怎样通过相互作用而促成经济发展”。但“比较研究金融的结构与发展,首先要弄清楚并描述各个国家之间或各个国家集团之间在现存金融结构或金融发展过程中存在的差异;其次还要探索和说明金融发展与经济增长之间的关系”。为此,他提出了金融结构与经济发展的概念。此外,戈德史密斯看出,金融发展与经济发展之间存在着密切的关系。然而他却未能就二者之间的因果关系得出明确的结论,他在书中写道:“我们无法弄清这种联系究竟意味着什么,到底是金融因素促进了经济的发展呢?抑或金融发展是由其他因素引起的经济增长的一种反映呢?”戈德史密斯认为,“金融机构对经济增长的效用必须从总量以及储蓄与投资的分配这两个方面进行探讨”。金融中介机构是金融系统中开展业务活动的主体,其资产主要由金融工具组成。按这种标准划分,主要的金融中介机构可以划分为两大类:货币发行机构和非货币发行机构。货币发行机构专门从事货币发行任务。非货币发行机构又可以进一步细分为储蓄机构、保险组织及其他各种中介机构,如融资公司、投资公司、二级金融中介机构、开发银行、投资银行、证券经纪商等。在不同的国家,不同金融机构的重要性很不相同。即使在同一个国家,在金融发展的不同阶段,金融机构在整个金融机构体系中的地位和作用也有很大的差别。戈德史密斯的研究结论显示:金融机构的数量在每个国家的实际运行中呈现出增加的趋势;同时,发达国家的金融机构种类和规模一般比不发达国家要多一些。这一结论直观地显示出:随着经济的发展,金融系统对经济生活的渗透程度逐渐提高。他认为,金融机构的存在与发展可以有效地增加储蓄和投资总量。同时,金融机构的介入还能有效地将既定的资金分配给收益率较高的投资项目,从而使平均的投资效率得以提高。

(三) 金融深化和发展学说

罗纳德·麦金农(R. I. McKinnon, 1973)在其先后出版的《经济发展中的货币与资本》及《经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制》两本专著中对发展中国家金融压制不利于经济发展和增长的现实提出了金融市场化或自由化的理论与政策。在麦金农看来,新古典经济



增长理论的货币性分析是建立在如下假设条件上的：①资本市场是完善的，并且以低成本运行，存在一种单一的实际利率拉平所有实际资产和金融资产（货币除外）的收益。这意味着名义利率能准确地反映预期的通货膨胀。②企业具有不变的规模报酬，投入和产出是完全可分的，所有企业均可获得相同的技术，并面对市场上相同的价格。③货币的交易需求和一个为资本积累服务的完善的实质资本和有息凭证市场，使得货币对资本积累本身没有直接的作用。④货币只是法定的价值符号，通货和存款之间没有本质的差别。依据前面这四个假设所建立起来的货币需求函数和总生产函数公式可以推导出货币和实际资本之间的替代效应。由于这种关系，新古典理论认为：当一国资本积累明显，而政府又没有常规的手段去增加公共盈余的能力时，政府只有增大货币发行，通过通货膨胀来减少实际利率。这样，一方面，通过公共收入的增加而增加公共投资来提高实际资本积累；另一方面，根据替代效应，人们会减少货币持有量，增加实际资本持有量。但麦金农认为新古典经济增长理论不适合于发展中国家。麦金农继承和发展了戈德史密斯的观点，认为在发展中国家缺乏有组织的金融以及政府用以替代金融过程的手段。新古典理论的假设条件在发展中国家几乎都不成立。为此，他在对实际利率如何影响储蓄、投资和经济增长的分析时首先做出三点假设：①所有经济单位都是自我融资，相互之间不发生借贷关系。②投资金额不可细分，投资者在投资前必须先积累较大量资金。③政府不通过税收支出和货币发行手段来直接参与资本积累过程。假设①和假设②意味着现实经济中很多有生产条件的厂商将无力扩大投资。假设③意味着政府只能通过影响实际收益率来影响投资。基于上述假设，麦金农认为，新古典理论中的货币与资本的替代关系就不再存在了。人们想要投资，就必须积累货币。期望投资水平越高，货币的持有量也越大。因此，货币与资本之间实际上存在着互补的关系。在这种情况下，政府就可以持有提高利率持有货币的实际收益率，就能增加实际货币持有量，进而增加投资。

麦金农认为，由于发展中国家的经济往往是处于割裂的状态，大量的经济单位互相隔绝，各自面对的是不同的生产要素价格、产品价格、技术条件和资本报酬率。同时，大批的小企业被排斥在有组织的资金市场之外，它们只能先通过一定时期的内部融资，才有可能进行投资。由于以实物形式进行内部积累比货币形式成本高，所以内部积累是以货币形式进行