



金融学前沿译丛

FINANCIAL STRUCTURE AND ECONOMIC GROWTH

A Cross-Country Comparison of Banks,
Markets and Development

金融结构和经济增长： 银行、市场和发展的跨国比较

埃斯里·德米尔古克-肯特 Asli Demirgüç-Kunt

罗斯·莱文 Ross Levine

/编

黄纯纯/译

周业安/校

 中国人民大学出版社

■ 金融学前沿译丛

FINANCIAL STRUCTURE AND ECONOMIC GROWTH

A Cross-Country Comparison of Banks,
Markets and Development

金融结构和经济增长： 银行、市场和发展的跨国比较

埃斯里·德米尔古克-肯特 Asli Demirgüç-Kunt

罗斯·莱文 Ross Levine

/编

黄纯纯/译

周业安/校

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融结构和经济增长：银行、市场和发展的跨国比较/肯特，莱文编；黄纯纯译.

北京：中国人民大学出版社，2006

(金融学前沿译丛)

ISBN 7-300-07593-2

I. 金…

II. ①肯…②莱…③黄…

III. 金融-经济结构-关系-经济增长-研究

IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 105505 号

金融学前沿译丛

金融结构和经济增长：银行、市场和发展的跨国比较

埃斯里·德米尔古克-肯特 编

罗斯·莱文

黄纯纯 译

周业安 校

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北三河市新世纪印务有限公司

规 格 150 mm×230 mm 16 开本

版 次 2006 年 11 月第 1 版

印 张 27.75 插页 2

印 次 2006 年 11 月第 1 次印刷

字 数 433 000

定 价 38.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

内容提要

本书是由全球著名的经济学家T.贝克、埃斯里·德米尔古克-肯特和罗斯·莱文所领导的研究小组专门针对全球金融发展和经济增长问题所作的系列研究报告集。书中，该研究小组首次构建了一个全面的、系统的各国金融发展数据库，向人们展示了150个国家和地区金融市场和金融机构的规模、效率和业务活动等各方面的信息，以及各国的政治、经济和社会环境的很多数据，这是迄今为止学术界有关这方面研究的最全面、最权威的金融发展数据库。该研究小组进一步在其数据库基础上进行了科学的研究，不仅建立了对各国金融发展进行评估的新的指标体系和方法，并且否定了许多传统的、流行的认识。该书特别指出，正是金融的总体发展水平，而不是金融结构，促进了经济增长，并且，政治和法律制度的差异也会影响到金融发展与经济增长之间的关系。所以，作者建议政策制定者少关注金融结构，而多关注法律、监管、推进市场和银行运行的政策改革，认为这样可能能够获得更大的回报。本书把金融发展研究推向了一个新的高度。

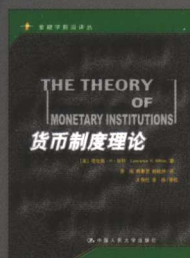
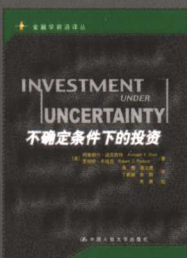
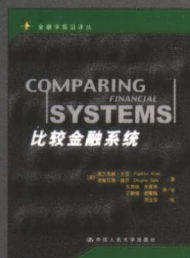
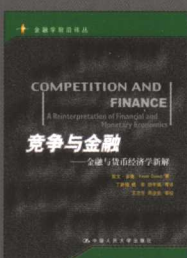
主要作者简介

罗斯·莱文，1987年获美国加利福尼亚大学洛杉矶分校经济学博士学位，2001年至今在明尼苏达大学卡尔森商学院金融系任科提斯·L·卡尔森金融学首席教授，曾任美联储经济学家、世界银行首席经济学家、弗吉尼亚大学经济学系教授。主要研究领域为国际金融、金融监管和发展经济学，曾在《美国经济评论》、《金融学》、《金融经济学》、《经济文献杂志》和《经济学期刊》等杂志上发表多篇极有影响的学术论文。

埃斯里·德米尔古克-肯特，1990年获俄亥俄州立大学经济学博士学位，任世界银行经济学家和项目主管，主要研究领域为国际金融、金融机构、金融市场和公司金融，曾在《金融学》、《金融经济学》等杂志上发表多篇有影响的学术论文。

索尔森·贝克是世界银行发展研究组金融小组的高级金融经济学家。他已经发表的论文讨论了金融发展与结构对经济增长的影响、金融发展的决定因素，以及国际贸易与金融发展之间的关系。他最近的研究关注的是银行业集中和竞争的后果、金融服务进入、中小企业面临的成长障碍等。他在孟加拉共和国、玻利维亚、巴西、喀麦隆、几内亚、肯尼亚、马达加斯加、莫桑比克、俄罗斯、卢旺达、乌干达这些国家从事过项目管理与研究工作。他从维吉尼亚大学获得经济学博士学位，从德国的蒂宾根大学获得文学硕士学位，并在堪萨斯大学与哥斯达黎加大学学习过。

金融学前沿译丛



“金融学前沿译丛”总序

无论是对研究者还是对实践者，金融领域都是一处最值得冒险的乐园。诺贝尔经济学奖不断眷顾着这个领域的佼佼者；政府、企业和居民都已经认识到，金融系统构成了整个经济体系的中心。穷国的百姓们逐渐接受着超出传统的储蓄思维以外的投资知识，股票、债券不再是发达资本主义国家的专利，跟随经济全球化的步伐，不发达国家的居民开始和发达国家的居民一同选择明星公司的金融产品，并成为这些公司的所有者。不过，金融产品的复杂性和金融市场固有的投机性并不仅仅带来刺激，当自己的财富在较短时间内像水蒸气一样蒸发时，金融就仿佛和撒旦紧密结合在一起了。直到今天人们还在议论着密西西比事件、郁金香事件、南海泡沫等，20 世纪 30 年代的大危机更是很

多人心头挥之不去的阴影。

如果在这样一个世界里，各种金融产品的收益可以通过概率估计出来，同时，通过历史数据的收集和处理，可以推断一种金融产品的收益方差和标准差，那么投资者就可以通过精确的数学工具来计算满足自己要求的投资组合，实现同等风险下的收益最大化或同等收益下的风险最小化。果真如此，投资者就可以在不确定的世界里从事类似确定条件下的决策，这样，就可以避免金融市场上的泡沫和金融系统的危机。20世纪50年代，一些代表性的学者从理论上和经验实证上分别注意到了投资者理性决策的重要性。首先，阿罗（Arrow）通过对保险和风险的研究，特别是通过对一般均衡框架中或有证券的研究发现：只要针对未来的每一种潜在的可能性设计出相应的应对条款，那么就能构造出一种“阿罗证券”来确保总体经济的一般均衡。不过，阿罗也注意到，投资者理性决策依赖一定的信息条件，如果该条件得不到满足，金融产品的合同安排就可能不完全，比如，在保险业会出现“道德风险”问题。这些观点对后来的金融理论的发展产生了巨大影响。

其次，哈里·马克威茨（H. Markowitz）在20世纪50年代借助于统计技术发展出了均值方差模型，并被广泛用于实际的资产组合决策。马克威茨的思路可以追溯到伯努里（Bernoulli, 1738）和费雪（Fisher, 1930）等人，前者考察了概率与博彩问题，也就是不确定下的决策，后者考察了利息理论。这些早期的理论为后来的金融产品估价技术及金融工程学科的开拓打下了坚实的基础。不过，正是马克威茨第一次系统地用数理统计的语言描述了金融市场上投资者的可能行为。尽管当时他的研究并没有成为金融经济学的模型基础，但在华尔街却广为流行，成为众多投资者投资决策的技术依据。

最后，莫迪利亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）也在20世纪50年代开始关注金融市场上的证券供给问题，他们采取了标准的微观经济学的均衡分析方法，在假定金融市场完全竞争的前提下，试图通过公司的融资成本—收益决策来推导出证券供给曲线，不过，现在人们已经很少关心这个目的，主要原因是他们的结论因为“MM定理”闻名于世，其背后的证券供给曲线反而被忽视了。MM定理说明：在给定若干假定条件下，公司的资本结构选择并不能给公司创造价值。这一结论奠定了现代公司金融理论的框架，因为该定理为复杂的公司金融活动分析创

造了一个基本构架，相当于经济学中完全竞争市场的作用。

继承前面诸人的成果，夏普 (Sharpe)、林特纳 (Lintner) 等人于 20 世纪 60 年代在马克威茨工作的基础上发展出了资本资产定价模型，罗斯 (Ross) 等人又进一步发展出了套利定价模型，奠定了研究资本市场价格的理论框架。法马 (Fama) 等人在 20 世纪 70 年代提出了有效资本市场假说，并给出了金融市场价格运动规律的经验实证研究思路。布莱克 (Black)、斯科尔斯 (Scholes) 和莫顿 (Merton) 等人于 20 世纪 70 年代在 MM 定理和资本资产定价模型的基础上发展出了金融产品的定价模型，并被广泛应用于实务，从而导致了金融产品的大量创新。

另一方面，阿罗早期的研究重新受到重视，20 世纪 70—80 年代，大量的博弈论和信息经济学模型被用于分析金融市场，如罗斯 (S. Ross)、格罗斯曼 (S. Grossman)、普雷思克特 (E. Prescott)、斯蒂格利茨 (J. Stiglitz)、利兰 (H. Leland)、布雷纳 (M. Brennan)、杰森 (M. Jensen)、哈特 (O. Hart)、哈里森 (M. Harrison)、克瑞普斯 (D. Kreps)、布哈塔期瑞 (S. Bhattacharya) 等人。这些学者把金融产品看作是契约，如果当事人的信息不对称，就可能导致契约的不完全，从而出现逆向选择和道德风险问题，此即金融市场资源配置的低效率。如果要提高资源配置效率，就必须采取有效的治理机制、恰当的证券设计及充分的信息披露，而这些正成为金融系统中日益重要的制度架构。

经过近 40 年的开拓，现代金融理论才真正成型，它不仅形成了以契约为基础的金融经济学，而且在公司和各种金融中介的金融活动、金融市场的价格运动、市场微观结构、金融系统的演变及金融监管等诸多方面都有专门的理论，从而构成了一个较完善的理论体系和研究方法体系。

不过，随着金融产品的多元化和金融系统的复杂化，学者们逐步发现，20 世纪 80 年代以前的金融理论仅仅考虑定价、套利、均衡、合同等问题，这是不够的。比如，有效资本市场假说的核心是完美套利，但现实世界中套利是不完美的，这就预示着作为理论基础的完全资本市场假定缺乏理论预见力；资本资产定价模型、代理理论模型等虽然比较精致，但缺乏足够的数据库支持；以现值为基础的证券估价模型缺乏理论意义，扩展到不确定条件和多个时期也是如此；当事人的风险偏好假定不

现实，越来越多的实验经济学研究结果证明了这一点；股权溢价之谜、市场效率异常等得不到合理解释，期限结构、波动理论等也是如此；金融市场的制度基础没有得到充分的重视，制度如何影响价格还不清楚等等。

正因为过去的理论有诸多局限，从20世纪80年代开始，金融学家进行了广泛的新探索，这一探索分两条线索展开：一方面，在过去的金融理论模型中嵌入制度等因素，着重研究金融契约的性质和边界、金融契约选择与产品设计、金融契约的治理与金融系统演化、法律和习俗等制度因素对金融活动的影响等。另一方面，一些金融学家基于卡尼曼(D. Kahneman)等人发展的非线性效用理论，开始引入心理学关于人的行为的一些观点，来解释金融产品交易的异常现象，比如有限套利、噪音交易、从众心理、泡沫等，这些理论形成了现代金融理论中的行为学派，又称为“行为金融”。

从目前的理论发展看，两条线索互相竞争，互相促进，共同发展，基于信息不完全、不对称和一般均衡理论的模型在解释金融市场异常方面有明显不足；但行为金融还不能有效地应用于金融产品定价，并且现有理论模型本身缺乏更广泛的经验证据支持。双方正处于争论阶段，构成现代金融理论发展过程的主旋律。

很明显，现代金融理论从20世纪50年代开始逐步摆脱了过去那种纯货币理论的状态，确立了资产定价在金融学中的核心地位，如同一般均衡理论在经济学中的地位一样，它像一顶皇冠，吸引着无数的追求者。所谓现代金融理论其实就是用标准的主流经济学的原理和方法精确刻画金融活动的产物。而20世纪80年代以后，经过经济学家的不懈努力，金融产品和金融系统的复杂性日益受到关注，金融理论开始走出资产定价技术这一狭窄范畴，越来越多的人开始从金融活动参与者的行为本身来解释纷繁复杂的金融现象。行为的多元化导致金融产品和金融系统的多元化，也导致金融理论的多元化。现代金融理论的核心从资产定价转向参与者行为，这可以看作是向经济学本来面目的复归。

当现代金融理论日新月异的时候，国内的金融学研究尚处于启蒙阶段，几个明显的特征可以支持这一判断：首先，从教学上看，货币银行学仍是金融专业最核心的课程，而且还是经济类专业的基础课程，如果按照课程体系的逻辑去理解，这有点本末倒置、不伦不类。从国际化角

度看,金融工程学开始试点,但很多人仅仅把金融工程学理解为纯技术的科学,忽视了它背后的经济学理论,这种把金融学等同于数学的看法实际上是对现代金融理论新发展的片面理解。其次,从研究层次看,对国外研究成果模仿者居多,对现存问题描述性讨论较多,缺乏自身对现象背后的内在逻辑的理解。实际上,金融问题和任何经济问题一样,都有其社会制度背景,如果忽略这种背景知识,盲目地和国际接轨,只能给人以隔靴搔痒的感觉。最后,从出版物看,金融读物的出版可能是经济类读物的出版中最繁荣的一块,但这些金融读物大多是对金融现象的描述分析,缺乏强有力的理论逻辑和科学的研究方法。国内著作的现状与国外译著引进的落后局面有关。迄今为止,很多出版社相继推出了各种金融学名著译丛,但所选名著大多代表20世纪80年代前的理论成果,并且这些著作大多是针对本科生的教科书,对于最新的理论名著和探索性的著作则介绍得很少。

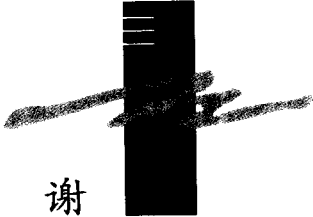
金融活动没有国界,但对金融活动的理解一定是有文化和制度内涵的。中国的金融市场要得以繁荣,仅仅依靠一些缺乏理论和经验证据的政策辩论是毫无意义的,并且还可能误导决策者和普通投资者。如果要形成正确的金融活动决策,就需要掌握科学的研究方法,这就要求中国的学者必须对国外研究成果有较全面的掌握,而不能各取所需,一叶障目。也只有全面了解现代金融理论前沿的进展情况,才能真正实现学者之教书育人和传播知识的功能。正是对中国金融研究现状的担忧,使得我们下决心把国外一些最新的研究成果介绍进来,一方面能够使国内的研究者,特别是青年研究者较全面地了解现代金融学的进展;另一方面,也可借此机会和众多同仁切磋心得,共同提高国内的金融研究水平。

基于以上的想法,中国人民大学经济学院西方经济学教研室、北京奥尔多投资研究中心和中国人民大学出版社共同组织翻译了这套“金融学前沿译丛”。这套译丛不仅包括《不确定条件下的投资》、《资产定价》这类纯技术著作,也包括比较制度分析在金融领域中的运用,如《比较金融系统》;还包括最新的行为金融著作《并非有效的市场——行为金融学导论》。同时,我们也关注到金融中的传统课题——货币,不过新的研究更加重视政治对货币政策和经济周期的影响,所以我们选译了《货币制度理论》。这些译著中,有些未必是经典著作,但它们至少能够

从研究层次上拓宽我们的视野，比如《金融创新》一书，该书运用熊彼特（Schumpeter）的理论系统研究了金融创新活动，这也是迄今理论界对金融创新活动的一个较好的理论解释。当然，我们将继续从国外现有的研究成果中遴选出比较独到的作品呈献给读者，也希望得到同仁们更多的批评指正。

执行主编 周业安 唐寿宁 马学亮

2003年4月



致 谢

很多人促成了这本书。我们特别要对杰勒德·卡普罗 (Gerard Caprio) 的聪慧领导和支持表示感激。我们也对乔·斯蒂格利茨 (Joe Stiglitz) 和保罗·科利尔 (Paul Collier) 在研究的关键阶段的指导表示感谢。

索尔森·贝克 (Thorsten Beck) 花了两年多的时间构建了数据库，并对我们的论文提出了意见，使之成为一本有价值的合著。很多同事通过讨论和评论给予了我们帮助：弗兰克林·艾伦 (Franklin Allen)、约翰·博伊德 (John Boyd)、张春 (Chun Chang)、斯蒂金·克拉森斯 (Stijn Claessens)、奥格斯托·德·拉·托尔 (Augusto De La Torre)、卡维德特·迪奈茨 (Cevdet Denizer)、布伦特·维尔特金 (Bulent



Gultekin)、詹姆斯·汉森 (James Hanson)、帕特里克·霍纳汉 (Patrick Honohan)、恩里科·佩罗特 (Enrico Perotti)、古勒莫·佩里 (Guillermo Perry)、雷弗·雷金 (Raghu Rajan)、莱曼·森彼特 (Lemma Senbat)、安德鲁·沈 (Andrew Sheng)、玛丽·雪莉 (Mary Shrley)、迪米特里·维塔斯 (Dimitri Vittas) 和约翰·威廉姆森 (John Williamson)。2000 年 2 月 10 日—11 日世界银行召开了关于金融结构和经济增长的会议，与会者提供了很多有价值的意见。十分感谢本书作者们的贡献。

汪波 (Bo Wang) 和史安青 (Anging Shi) 提供了有价值的研究协助。帕勒伊科·K·吉尔 (Paramjit K. Gill) 阅读了很多手稿的版本。我们也向停下他们的工作来协助完成手稿的波莉·米恩斯 (Polly Means) 和卡雷·拉布雷 (Kari Labrie) 致意。

我们也感谢我们的家人，在完成本书的过程中，他们让我们感到工作就是休闲。

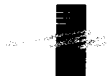
目 录

I 导 论

1 金融结构和经济增长：前景和研究	
埃斯里·德米尔古克-肯特和罗斯·莱文	3
1.1 动机和范围	3
1.2 金融系统的度量和演进	5
1.3 金融发展、结构和增长	7
1.4 金融结构和绩效：国别研究	9
1.5 研究	10

II 金融结构的度量和决定因素

2 金融结构数据库	
索尔森·贝克、埃斯里·德米尔古克-肯特和 罗斯·莱文	17



2.1	导言	17
2.2	金融中介的规模和活动	19
2.3	商业银行的效率和市场结构	24
2.4	其他金融机构	27
2.5	股票和债券市场发展	30
2.6	结论	33
附录 2.1	资料来源	33
3	银行导向型和市场导向型金融系统：跨国比较	
	埃斯里·德米尔古克-肯特和罗斯·莱文	83
3.1	导言	83
3.2	不同人均收入组中金融系统的差异	85
3.3	金融结构：比较和定义	100
3.4	法律、管制、税收和宏观经济对金融结构的决定作用	121
3.5	结论	129
附录 3.1	金融系统的长期演进	130

III 金融结构和经济增长的跨国比较

4	金融结构确实对经济增长起作用吗？基于公司金融角度	
	雷内·舒尔茨	141
4.1	导言	141
4.2	完美市场和金融结构	144
4.3	企业家融资	148
4.4	监控已有的企业	154
4.5	金融结构对增长的影响	166
4.6	结论	170
5	金融结构和经济发展：企业、产业以及国家和地区的证据	
	索尔森·贝克、埃斯里·德米尔古克-肯特、罗斯·莱文和沃伊斯拉·马克斯诺维奇	180

5.1	导论	180
5.2	数据	185
5.3	多国增长横截面回归	194
5.4	产业层次的结果	201
5.5	企业层次结果	209
5.6	结论	217
6	金融结构和银行盈利性	
	埃斯里·德米尔古克-肯特和	
	哈里·休伊曾加	227
6.1	导言	227
6.2	数据	229
6.3	经验证据	234
6.4	结论	241
	附录 6.1 变量定义和来源	241
7	总体公司融资决策的国际证据	
	伊恩·德莫维茨、杰克·格伦和	
	阿纳斯·马达弗恩	246
7.1	导言	246
7.2	关于国际初级市场发行数据的证据	248
7.3	融资选择的决定因素	258
7.4	结论	270
	附录 7.1 数据来源	271

IV 金融结构和经济绩效：国别研究

8	智利的金融结构：宏观经济发展和微观经济效应	
	弗朗西斯科·加里格和诺曼·罗扎	277
8.1	导言	277
8.2	宏观经济发展（1960—1997）	281
8.3	微观经济证据	296
8.4	结论	310
	附录 8.1 数据来源和定义	312

9	银行导向和市场导向经济中的企业融资选择	
	瑟吉尔·施穆克勒和	
	艾斯特班·维斯皮罗尼	320
9.1	导言	320
9.2	银行导向型和市场导向型系统	322
9.3	数据和方法	323
9.4	经验结论	328
9.5	阿根廷案例	337
9.6	结论	342
	附录 9.1 各国可获得的企业数量和期间	343
10	企业集团、金融自由化和增长：印度尼西亚案例	
	安迪·崔、谢里登·蒂特曼和	
	K·C·约翰·卫	346
10.1	导言	346
10.2	数据来源	349
10.3	样本描述	350
10.4	企业集团和单独企业的股票收益	354
10.5	企业集团和独立企业的分析家报告和 估价	359
10.6	分析家报告、集团成员和市场效率	363
10.7	存在集团因素吗？	371
10.8	集团关联、财务杠杆和增长	372
10.9	结论	373
	索引	376