

谈儒勇 ■ 著

金融发展的微观动因 及效应：理论与证据

Micro — causes and effects of
Financial Development:
Theory and Evidence



中国财政经济出版社

金融发展的微观动因及效应： 理论与证据

Micro - causes and effects of Financial Development:
Theory and Evidence

谈儒勇 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融发展的微观动因及效应：理论与证据/谈儒勇著. —北京：中国财政经济出版社，2004.9

ISBN 7-5005-7590-4

I. 金… II. 谈… III. 金融事业—经济发展—研究
IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 094670 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京市朝教印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 8.25 印张 194 000 字

2004 年 10 月第 1 版 2004 年 10 月北京第 1 次印刷

定价：18.00 元

ISBN 7-5005-7590-4/F·6649

(图书出现印装问题，本社负责调换)

前言

一、本书的研究背景

金融与实体经济的关系早已为人们所认识，并且已有很多学者（主要是国外学者）对此做了比较深入和系统的研究，得出了许多富有启发性的结论，提出了许多具有针对性的政策建议。由此开创了一个全新的理论——金融发展理论，^①并且随着研究的深入与细化，这一理论的体系日臻完善，内容也渐趋丰富。

金融与企业、个人的关系也早已为人们所认识，但遗憾的是，相关研究却显得相对滞后，时至今日，有关这种关系的研究依然比较零散，缺乏系统性与严谨性。这或许是因为与从宏观层面研究金融相比，从微观层面研究金融的不可控因素更多，难以得出比较一致的看法或结论；或者从微观层面研究金融需要精确把握有关行为主体的心理与行为特征，这无疑增加了研究的难度。于是，我们不难理解以下这种看似奇怪的现象：在现实世界中，金融与企业的关系被展示得可谓淋漓尽致，而相应的理论却显得较为薄弱，跟不上形势的发展。尤其在当下的我国，这种理

^① 关于金融发展理论的最新综述，参阅拙文（谈儒勇，2004c）。

论与现实相脱节的奇特现象更是见惯不惊。

现实呼唤理论的发展与跟进。可以预计，今后金融发展理论的一个重要拓展方向将是研究金融与各种微观主体的关系，即研究以下两方面内容：

(1) 微观主体（主要是非金融类主体）在金融发展过程中发挥着哪些具体作用，或金融的发展是为了满足哪些微观主体的哪些需要（或动机）？

(2) 金融发展之后会对微观主体产生何种影响，这种影响的传导机制是什么？

显然，这意味着金融发展理论的主要研究层次将从宏观转入微观，并为现有的金融发展理论奠定一定的微观基础。正是在这个意义上，本书针对金融发展的微观动因与微观效应所做的尝试性研究可以说具有一定的开拓性，可能会引领金融发展理论朝此方向发展下去。

开拓性意味着我们的研究具有极大的挑战性，从而决定了我们的研究是非常初步的，对很多问题的认识不够深入与全面，对有些问题甚至存有误解，但这些丝毫不能成为阻碍我们行动的理由。并且，所幸的是，处在转轨期的我国，其金融改革与企业改革正如火如荼地进行，它们相互牵制、相互配合，为我们的研究提供了很多鲜活生动的案例及大量的珍贵素材，使主要针对我国的本书研究具有较坚实的现实基础。

本书是在作者的博士后研究工作报告《金融发展与企业成长》（2001年在南京大学完成）的基础上经过加工、完善而形成的。先后得到了南京大学、华泰证券有限责任公司、上海财经大学以及上海市高等学校青年科学基金的资助，在此谨向这些单位表示诚挚的谢意。

二、本书的结构与内容安排

全书共由三部分构成。第一部分主要是理论分析，包括第一章至第三章。

第一章“金融发展的微观动因：供给角度的考察”从金融服务的提供者（金融主体）的角度来考察金融发展的动因，即考察金融的发展归因于有关金融主体的何种动机。在这一章，我们首先从技术进步、范围经济、规模经济、制度环境的变化等方面对金融发展的因素做了一番概述。然后依次详细考察了金融机构的发展动因与金融市场的发展动因，并且在每种情况下，只重点考察了可能存在的众多动因中的一个，也就是说，我们的研究带有明显的局部性。

第二章“金融发展的微观动因：需求角度的考察”从金融服务的需求者（非金融企业和个人）的角度来考察金融发展的动因，即考察企业和个人在经济活动中会由于什么原因而滋生出对某种金融服务的需求，导致提供这种金融服务的金融机构（或市场）开始出现，或者原先的机构（或市场）开始提供这种服务，即金融得到发展。简言之，就是考察金融的发展是为了满足金融服务需要方的哪些需要。在这一章我们采取和在第一章大体相同的研究路线，首先从外因、内因等方面对金融发展的因素作了一番概述。然后依次详细考察了金融机构的发展动因与金融市场的发展动因，为此，我们依次以间接融资与直接融资为例。这是因为，间接融资经常与金融机构（如银行）相联系，而直接融资经常与金融市场（如证券市场）相联系，尽管在现实中并没有如此简单的对应关系。

第三章“金融发展的微观效应：一个简易的分析框架”通过

一个简易的图形框架来考察金融发展的微观效应，即考察金融的存在与发展对于企业有何影响。该框架受到凯恩斯的启发，虽然简单，但比较管用。借助它，我们可以在吸收前人研究成果的基础上较为系统深入地考察金融发展的微观效应，这种效应主要体现在：

(1) 为企业提供了更多数量的资金，使其投资机会集（对企业有利的并且可被企业捕捉的所有投资项目的集合）变大；

(2) 降低了企业的融资成本或提高了企业的融资效率；

(3) 提高了企业的资本边际效率。

以上三个方面归于一处，就是使企业的投资净收益增加，而投资净收益的增加即意味着企业成长速度的加快。这样，我们基本完成了对金融发展微观效应的理论考察。

本书的第二部分是经验研究，包括第四章至第七章。其中第四章至第六章构成一个整体，主要从外部融资的角度来验证金融发展与企业成长之间有没有关系及有何关系。为企业提供融资支持是金融的一项最基本职能，也是其得以存在的前提。通过研究金融的融资支持力度（以单个企业通过金融而获得的外部融资量来度量）与企业成长速度之间的关系，就可以考察出金融的发展（一般会导致金融对企业的融资支持力度增大）是否真的对企业成长起作用。我们的验证结果表明，外部融资量与企业成长速度的关系是复杂而不明确的，视企业可资利用（或所在地）的金融发达程度而定：如果金融较为发达，那么外部融资量越多的企业成长速度可能越快；如果金融不够发达，那么外部融资量越多的企业成长速度反而可能越慢。而第三章的理论研究并没有表明这一点，显示了理论与实证研究的结果的不一致性，我们会在书中对此加以解释。

第四章“经验研究的预备知识”包括四个方面的内容：

(1) 对“企业外部融资”这一概念进行明确的界定。外部融资包括：债务融资和外部权益融资。不同类型企业在债务融资上表现出了惊人的相似性，而在外部权益融资上表现出了显著的差异性。

(2) 在此基础上，以我国电子信息企业为例，从实证上剖析企业的哪些特征因素会对外部融资的规模和结构产生较为重要的影响。

(3) 从理论上分析企业外部融资的数量与其实际的成长速度之间可能存在的关系，我们为此建立了一个简单的数学模型，试图通过它来论证这种关系的不明确性或状态依存性 (contingency)。

(4) 为了从实证上检验上述复杂而多变的关系，我们要选取两个不同的呈分割状态的地区，这两个地区的金融发达程度差异足够大，以致在这两个地区，融资与成长的关系会截然不同。通过数据比较发现，现阶段我国城乡金融差距非常大，便于我们的实证研究。

第五章“经验证据之一：外部融资与我国电子信息行业中上市公司的成长”选取位于我国城市、电子信息行业中于1995年之前（包括1995年）上市的38家企业为样本，分别以企业在1997~1999这三年主营业务收入、总资产和利润总额的年均增长率为被解释变量，以企业在1996年底的外部融资数量和结构以及一些控制变量为解释变量，从实证上考察初始外部融资是否会对企业以后的成长起作用以及起什么作用。结果在一定程度上证实了“在我国城市，外部融资越多的企业成长速度越快”。

第六章“经验证据之二：外部融资与我国乡村企业的成长”以1993~1997年我国各地（29个省、自治区、直辖市）乡村企业（又叫乡村两级集体所有制企业或乡、村合作经济组织办企

业)的整体发展情况为例,分别以各地乡村企业的总资产、总营业收入和总净利润的年均增长率为被解释变量,以总银行借款占总资产的百分比(年平均数,用来度量外部融资)及其他一些变量(作为控制变量)为解释变量,从实证上考察外部融资是否会对企业同期的成长起作用以及起什么作用。结果在一定程度上证实了“在我国农村,外部融资越多的企业成长速度反而越慢”。

第七章“经验证据之三:我国金融与微观经济主体的良性互动”以我国经济生活中的一些具体例子来进一步说明金融与微观主体(企业和个人)之间可能存在的关系。我们的目的在于论证金融与微观主体之间具有一种互动关系:微观主体由于外部环境或自身条件的变化,会产生出对有关金融服务的需求,如果这种需求的强度足够大,就会引致出有关金融服务的供给,金融于是得到发展,此乃微观主体对金融的引领,或者说,金融追随着微观主体的需要;金融服务新生出来后,微观主体的选择空间变大,会对其经营活动从而经营绩效产生影响,此乃金融对微观主体的促进。由于不同种类的微观主体所能得到的金融服务可能不同,或不同种类的金融服务的适用对象可能不同,所以在论证前需要对不同的微观主体与不同的金融进行配对。本章选取了“国有企业与国有商业银行、股市”、“民营企业与民营银行”、“中小型高科技企业与风险投资基金、创业板”、“农户与小额扶贫信贷”这四组微观主体与金融的搭配,作为论证的实例。

本书的第三部分是政策建议,即第八章。根据前面的研究,金融的发展,特别是较大幅度的发展(导致金融发达程度足以使融资与成长之间呈现一种正向关系),对微观主体的经营绩效有着不可忽视的有益影响。所以在眼下的我国,迫切需要大力甚至超常规发展金融,特别是要以前所未有的姿态重视并花大力气解

决城乡金融分割问题，为微观主体的经营活动塑造较宽松的融资环境，同时为微观主体提供新型的金融服务或更高效的金融服务。在本章，我们尝试就我国农村金融（包括正规金融和非正规金融）的发展、金融体制的改革（确立全能体制）、证券投资基金的功能定位、风险投资基金的融投资效率等问题展开分析。

目 录

第一章 金融发展的微观动因：供给角度的考察 ·····	(1)
第一节 概述·····	(1)
第二节 机构的发展：以存款货币银行为例·····	(14)
第三节 市场的发展：以证券市场为例·····	(25)
第四节 小结·····	(32)
附 录 命题 1.1 的证明·····	(34)
第二章 金融发展的微观动因：需求角度的考察 ·····	(36)
第一节 概述·····	(36)
第二节 机构的发展：以间接融资为例·····	(46)
第三节 市场的发展：以直接融资为例·····	(52)
第四节 小结·····	(55)
第三章 金融发展的微观效应：一个简易的分析框架 ·····	(58)
第一节 概述·····	(58)
第二节 框架及其构成要素·····	(59)
第三节 框架的应用·····	(60)
第四节 小结·····	(73)

第四章 经验研究的预备知识	(76)
第一节 概述	(76)
第二节 企业外部融资的界定	(77)
第三节 企业外部融资的内在影响因素：以我国 电子信息行业中的上市公司为例	(83)
第四节 外部融资与企业成长关系的文献回顾与 理论分析	(91)
第五节 我国城乡金融发展的对比	(100)
第六节 小结	(102)
第五章 经验证据之一：外部融资与我国电子信息行 业中上市公司的成长	(104)
第一节 概述	(104)
第二节 样本和变量选取	(105)
第三节 回归结果及其分析	(108)
第四节 结论和政策建议	(116)
第六章 经验证据之二：外部融资与我国乡村企业的 成长	(119)
第一节 概述	(119)
第二节 样本和变量选取	(120)
第三节 回归结果及其分析	(123)
第四节 结论和政策建议	(129)

第七章 经验证据之三：我国金融与微观经济主体的**良性互动**..... (131)

第一节 概述..... (131)

第二节 国有企业与国有商业银行、股市..... (132)

第三节 民营企业与民营银行..... (139)

第四节 中小型高科技企业与风险投资基金、创
业板..... (149)

第五节 农户与小额扶贫信贷..... (165)

第六节 小结..... (176)

第八章 政策建议..... (178)

第一节 概述..... (178)

第二节 超常规、创造性地发展农村金融，缩小
城乡金融的差距..... (179)第三节 逐步确立全能体制，为银行业的发展拓
宽空间..... (191)第四节 重新定位证券投资基金功能，通过基金
发展为股市注入新资金..... (206)第五节 提高风险投资基金的融投资效率，为高
科技企业成长提供必要的资金支持..... (217)

第六节 小结..... (227)

第九章 结论..... (229)**参考文献**..... (236)**后 记**..... (249)

第一章 金融发展的微观动因： 供给角度的考察

第一节 概 述

与卷帙浩繁的有关金融发展效应的理论与实证研究文献相比，有关金融发展动因的研究文献要少得多，数得着的有：格林伍德和约万诺维奇（Greenwood and Jovanovic, 1990）、格林伍德和史密斯（Greenwood and Smith, 1997）以及莱文（Levine, 1993）等人的相关研究。^① 而且在笔者看来，目前有关金融发展动因的研究大多停留在宏观层次上，表现在：立足于宏观经济运行情况，将金融部门的运行与发展纳入到整个经济体系中，关注金融部门与其他经济部门的互动、互相制约关系。而相对缺少微观角度的研究，其原因是：在一个特定的经济体中，微观主体的数量非常多，个体间的差异非常大，很难通过观察与研究少数微观主体的行为就能得出所期望的一般性结论，或者说，少数样本并不具有代表性。

尽管现实世界的复杂多样性给微观动因研究特别是其中的经验

^① 所列举的文献作者们在各自的模型中引入了固定的进入费或固定的交易成本，借以说明金融部门是如何随着人均收入和人均财富的增加而发展的。

研究带来了不可低估的困难，更可能使这方面的理论研究与现实发生偏差，但我们仍希望在此方面做些研究，企图为已有的宏观层次研究奠定一定的微观基础，部分地弥补现有文献的不足，并在微观层次上为我国眼下的金融改革与发展提供理论支持与指导。

本章尝试从供给角度来研究金融发展的微观动因。主要研究经济生活中哪些因素的出现或变化会从生产（金融服务的提供）方面致使有关经济主体——主要是各类金融机构和提供各类金融服务或为这种服务的提供提供便利的个人，本书统称他们为“金融中介体（financial intermediaries）”——改善金融服务（提高效率）、开发新的产品或工具、开展全新的金融业务（所有这些都是金融发展的题中应有之义）。至于需求角度的研究，则留待第二章进行。

在本节，我们准备立足于金融中介体自身的生产情况，泛泛地就金融发展的微观动因做些说明，以便读者对影响金融服务供给的各个因素有一概括性认识。然后以此为基础，在第二节、第三节中分别以某个具体因素为切入点，建立具有较坚实微观基础的理论模型，用以解释存款货币银行和证券市场这两个金融体系最重要组成部分的发展动因。

概括地讲，对单个金融中介体而言，引致其发展（从供给方面看，体现为原有产品供给数量的增加或供给效率的提高，或新产品供给的出现）的因素主要有以下一些：

一、技术进步

我们生活在科学技术日新月异、知识经济形态渐趋明显的时代。科技的发展带给人们的影响是双方面的：一方面人们的生活质量指数可以得到提高，工作环境也可以得到改善；另一方面人们面临着更大的生存竞争压力，需要不断调整自身，努力学习，

以便跟上科技进步的步伐。对于组织的影响也是一样的：那些寻求技术进步并能迅速、高效将科技成果转化为现实生产力的组织必将活得越来越好，而那些在科技上不思进取的组织必将为时代所淘汰。但总的来说，技术进步对于人类是有益的（即第一方面的影响要显著大于第二方面的影响），否则技术进步的动力将不复存在。既然如此，我们在下文中将关注第一方面的影响。

业核心竞争力的一个重要要素。较先进的技术可以满足有关交易主体对于金融服务的高效、安全、快捷的需要。金融企业基于先进技术而推出优质服务便成了企业盈利的一种重要模式，也成了其增强自身竞争力的一个重要法宝。如各类银行卡之所以被越来越多的人接受并成了银行的一个重要收入来源，就是因为使用银行卡进行交易的费用低廉^①且非常安全（比怀揣大量现金要安全得多），而这显然要归功于信息技术的发展使分散在各处的POS机和ATM机有机地联系在一起，以及信息技术的发展使商家和银行购置与运作这些机器不需付出过高的代价。又如，网络技术的发展与普及使通过网络进行交易的费用大为降低，从而使银行和券商有足够的激励去推出网上银行业务和网上证券业务。再如，我国的一些银行加入了SWIFT（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication，环球同业银行金融电信协会），使用SWIFT系统。该系统的使用使银行的结算速度大大提高，费用大大节约[同样多的内容，SWIFT的费用只有TELEX（电传）的18%左右，只有CABLE（电报）的2.5%左右^②]，银行（特别是国际结算业务量较大的银行）的发展得到有力保证。

（二）信息获取、处理、维护与分配等费用

众所周知，信息在获取、处理、维护与分配等过程中会不可避免地发生一些费用，为了叙述的方便，我们把它们统称为信息费用。信息费用和交易费用是一对虽有所不同但又有所交叉的概

① 2004年发生在深圳、上海等地的部分商家罢刷银行卡风波从一个侧面表明，刷卡手续费的低廉是银行卡存在与发展的基础。

② 参见：<http://www.texindex.com.cn/fj/trade/n2.asp?id=1009&name=SWIFT%BD%E9%C9%DC#SWIFT>介绍。