



金融发展与 公司投资效率研究

Financial Development and Investment Efficiency

刘广瑞 著

 中国金融出版社

绍兴文理学院出版基金资助项目

金融发展与公司投资效率研究

刘广瑞 著

 中国金融出版社

责任编辑：王素娟

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

金融发展与公司投资效率研究 (Jinrong Fazhan yu Gongsì Touzi Xiaolü Yanjiu) / 刘广瑞著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7761 - 8

I. ①金… II. ①刘… III. ①金融事业—经济发展—关系—上市公司—投资效率—研究—中国 IV. ①F832②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 304796 号



出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 13.5

字数 232 千

版次 2015 年 1 月第 1 版

印次 2015 年 1 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7761 - 8/F. 7321

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 言

金融发展与实体经济之间的关系问题是一个世界性的命题。金融发展如何为实体经济服务，两者如何共同发展等问题正成为研究经济发展的主题。近年来，全球金融危机爆发，引起了人们对金融发展理论的反思。金融发展理论认为金融业的发展促进了经济增长，金融发展与经济增长之间呈正相关关系，高比例的信贷有助于加速经济增长；又有学者认为金融过度自由化伤害了实体经济，引发了金融危机。因此，金融发展与经济增长关系的微观机制就成为回答二者之间关系的关键。金融发展促进经济增长的微观机制是金融发展通过解决信息不对称和代理问题，减轻公司面临的融资约束，降低市场交易的成本，提高公司投资的效率，从而推动经济的发展。

以前的研究认为地区金融发展水平的提高能减轻公司的融资约束，降低公司投资对内部现金流的依赖性，制约公司的过度投资行为。但是以往的研究还有一些空白地带有待于进一步探究：一是有些调节金融发展与公司投资效率之间关系的因素被忽视了；二是金融发展影响公司投资效率的中介效应没有被考虑；三是国内学者的研究使用的是股权分置改革前的数据，独立研究金融发展与投资过度或金融发展与投资不足的关系，分别用信息不对称理论和代理理论来解释。与以前研究不同，本书采用股权分置改革后的数据，通过实证分析，从终极控制人的视角来研究金融发展与投资效率的问题，将有助于提高公司投资效率，进一步拓展公司投资效率理论，这不仅具有重大的学术价值，而且还具有非常重要的现实意义。本书的研究目的：探索金融发展影响公司投资效率的微观机制问题，明确定义金融发展与公司投资效率的关系，阐明金融发展影响公司投资效率的机制，建立投资预期固定效应模型，通过改进的模型来研究金融发展与公司投资效率的关系，发现金融发展影响公司投资效率的间接效应和内部影响因素，旨在给政府和金融监管部门提供科学决策的依据。

本书以研究问题为创新导向，采用创新点写作模式来组织各个论证章节。首先，通过对国内外文献的发展动态分析归纳出不完美市场下三大派别的企业投资理论，即信息不对称下公司投资效率理论、代理理论下公司投资效率理论和信息不对称与代理冲突双重影响下公司投资效率理论；其次，在结合中国的

金融发展和投资决策的制度背景下，通过理论分析金融发展与公司投资效率的关系来拓展三大派别的企业投资理论，建立金融发展与公司投资效率的理论分析框架；再次，分别论证信息不对称下金融发展与公司投资效率的关系、代理理论下金融发展与公司投资效率的关系、信息不对称与代理冲突双重影响下金融发展与公司投资效率的关系三个科学问题；最后，得到一些创新的结论。本书的主要研究内容具体如下：

第一，信息不对称下金融发展与公司投资效率的关系问题，首先提出一个判断融资约束的新方法，然后确定融资约束公司的样本，最后运用 Baron 和 Kenny 的中介效应检验方法及温忠麟、张雷和侯杰泰的检验中介效应实用方法来研究金融发展影响公司投资效率的中介效应，实证检验金融发展与公司投资效率的直接效应和中介效应。

第二，代理理论下金融发展与公司投资效率的关系问题，以我国 2007—2011 年的 A 股股权分置改革后的上市公司为样本，采用多元回归分析方法，在分别考虑债务融资、股权融资以及同时进行债务融资和股权融资三种情况下，研究金融发展、股权代理成本与过度投资的关系问题。首先确定过度投资公司样本，通过 Richardson 模型来估计残差，计算自由现金流量，如果残差和自由现金流量同时大于零，那么就确定为过度投资的公司。随后，分别在三种融资方式状况下，以估计的残差为因变量，对股权代理成本和金融发展主要解释变量以及若干控制变量进行回归，以考察股权代理成本和金融发展对公司过度投资的影响。

第三，信息不对称与代理冲突双重影响下金融发展与公司投资效率的关系问题，投资不足与过度投资是投资效率的两个方面，是一个周期性交替的动态过程。运用股权分置改革后的面板数据，从终极控制人的视角，结合考虑代理问题的类型，综合运用信息不对称与代理理论来研究金融发展与投资效率的关系。首先改进了 Richardson 预期投资模型，证明了投资预期固定效应模型是估计预期投资的最佳模型。然后采用固定效应模型来研究不同终极控制人控制的上市公司中金融发展与公司投资效率关系的问题。

本书的研究结论如下：

第一，揭示了信息不对称下金融发展影响公司投资不足的机制，发现了金融发展影响公司投资不足的中介变量和传导机制，进一步深化和拓展了信息不对称下金融发展与公司投资效率的理论，充实了信息不对称下投资效率理论框架。

信息不对称下公司投资效率理论认为，在信息不对称下，由于股东与债权

人之间的冲突引发资产替代、道德风险与逆向选择现象或者由于现有股东与潜在股东之间的冲突引发逆向选择现象，都会导致外部融资成本大于内部融资成本。这些现象都会引起公司融资约束，从而导致公司投资不足。当从金融发展的角度来研究公司内部资金和投资决策之间的联系时，本书通过理论推演，初步构建了信息不对称下金融发展对公司投资效率影响的理论框架。本书实证检验了金融发展对公司投资不足的影响，发现了金融发展通过中介变量——股权融资、债务融资和融资结构来缓解融资约束，股权融资和融资结构存在部分中介效应，债务融资存在完全的中介效应，金融发展对公司投资效率有间接影响的效应。本书发现了金融发展影响公司投资的传导机制，揭示了金融发展缓解公司投资不足的微观机制。这些发现也进一步深化和拓展了信息不对称下金融发展与公司投资效率的理论，充实了信息不对称下公司投资效率的理论框架。

第二，发现代理理论下金融发展在股权代理成本与公司过度投资的关系中起到了调节作用，进一步拓展了代理理论下金融发展与公司投资效率理论，充实了代理理论下公司投资效率的理论框架。

Jensen (1986) 的自由现金流量过度投资的理论认为自由现金流量存在代理成本，公司拥有过多自由现金流量会导致过度投资。而代理理论下金融发展与公司投资效率理论认为，随着金融发展水平的提高，自由现金流量与公司过度投资的正相关关系减弱。当引入股权代理成本因素来研究金融发展与公司过度投资时，本书发现金融发展在股权代理成本与公司过度投资的关系中起到了调节作用，进一步发现在不同融资方式中两类股权代理成本与过度投资的关系以及金融发展的调节效应。在原有的理论框架基础上，本书发现金融发展和股权代理成本两个因素也影响公司过度投资。因此，在金融发展、自由现金流量、股权代理成本与公司过度投资之间存在因果关系，本书的发现突破了原有的理论框架，充实了代理理论下公司投资效率的理论框架。

第三，发现信息不对称与代理冲突双重影响下金融发展与公司投资效率的关系——在不同终极控制人的上市公司中金融发展与公司投资效率的关系不同，进一步丰富和拓展了信息不对称与代理冲突双重影响下金融发展与公司投资效率的理论，充实了信息不对称和代理冲突双重影响下公司投资效率的理论框架。

本书发现对于不同终极控制人控制的公司，金融发展对投资效率的影响不同。金融发展能显著改善企业集团和控股公司控制的公司投资效率；能抑制政府其他部门机构控制的公司过度投资；对地方国资委控制的公司过度投资有轻度缓解作用；对中央国资委控制和私有产权控制的公司过度投资没有影响。金

融发展对中央国资委控制和政府其他部门机构控制的两类上市公司的投资不足有轻微的缓解作用；而对地方国资委控制的公司投资不足没有影响。

本书的学术贡献主要体现在以下三个方面：

第一，发现了金融发展影响公司投资不足的中介变量和传导机制，揭示了融资约束下金融发展影响公司投资效率的机制。其创新点的学术价值在于深化了在新市场加转轨经济中金融发展与公司投资效率关系的研究，探求了金融发展缓解公司资本投资的机制，发现了金融发展影响公司投资不足的路径，揭示了金融发展缓解公司投资不足的微观机制，充实了信息不对称下投资效率理论框架。

第二，发现金融发展在股权代理成本与过度投资的关系中起到了调节作用，揭示了代理理论下金融发展影响公司过度投资的规律。其创新点的研究有助于理解金融发展、股权代理成本与公司投资效率之间的关系，充实了代理理论下投资效率理论框架。在中国制度背景下引入股权代理成本因素来研究金融发展与微观企业投资活动之间的内在联系，拓展了 Jensen（1986）自由现金流量过度投资理论，有助于理解宏观金融发展与微观金融活动之间的内在规律。

第三，发现金融发展影响了不同终极控制人控制的上市公司投资效率。其创新点的研究有助于理解在不同终极控制人下的金融发展与公司投资效率之间的关系，充实了信息不对称和代理冲突双重影响下投资效率理论框架。在新加转轨的市场经济下，考虑中国制度背景，从终极控制人视角来研究金融发展与微观企业投资活动之间的内在联系，拓展了信息不对称和代理冲突双重影响下公司投资效率的理论，有助于理解宏观金融发展与微观金融活动之间的内在规律。

目 录

导论	1
第一章 理论基础与文献回顾	14
第一节 理论基础	14
第二节 文献回顾	23
第二章 制度背景与理论分析	38
第一节 我国金融发展与投资的制度背景	38
第二节 金融发展与公司投资效率的理论分析	47
第三章 信息不对称影响下金融发展与投资不足的实证分析	65
第一节 文献回顾与问题的提出	65
第二节 研究假设	66
第三节 研究设计	69
第四节 实证结果分析与讨论	78
第五节 研究结论	95
第四章 代理冲突影响下金融发展与过度投资的实证分析	98
第一节 文献回顾与问题的提出	98
第二节 研究假设	100
第三节 研究设计	103
第四节 实证结果分析与讨论	109
第五节 研究结论	137
第五章 “双重影响”下金融发展与公司投资效率的实证分析	140
第一节 文献回顾与问题的提出	140
第二节 研究假设	142

第三节 研究设计·····	144
第四节 实证结果分析与讨论·····	147
第五节 研究结论·····	174
第六章 结论与建议·····	178
附 录·····	192
附录 A: 每年地区金融发展的指数·····	192
附录 B: 攻读博士学位期间的科研情况·····	193
参考文献·····	194

导 论

一、研究背景与问题

2008年9月美国次级房屋信贷危机的爆发，迅速蔓延并引发了全球金融危机，而且向实体经济渗透，使全球经济陷入危机。为应对国际金融危机冲击，2008年年底国务院出台四万亿元投资的经济刺激计划来拉动内需，争取在金融危机中较快复苏，促进我国经济平稳较快增长。在金融危机中金融的过度发展阻碍了实体经济的发展，但是，金融发展理论^①认为金融发展^②促进了实体经济增长，金融发展与经济增长之间呈正相关关系，金融发展通过改善投资效率和储蓄转化效率来促进经济增长。因此，金融发展与经济增长关系的理论不能合理地解释金融危机中金融发展与经济增长的关系，同时也不能很好地解释金融发展与投资效率的关系。投资是拉动中国经济增长的三大引擎之一，近几年来，我国采用积极财政政策并通过加大基础设施的投资来实现经济高速增长，宏观层面的高投资率虽然带来经济的高速增长，但从微观层面来看，重复建设投资和低效率投资等问题大量存在（易纲、林明，2003）。在宏观高投资率的积极财政政策下，如何改善微观企业的投资效率问题关系到宏观投资率的提高与经济的可持续增长^③。金融发展能改变储蓄率，促使更高比例的储

① 戈德史密斯的金融发展理论认为金融发展是金融结构的变化，金融结构指各种金融工具与金融机构的相对规模，金融结构比例的提高能促进经济发展。麦金农-肖的金融发展理论认为发展中经济存在特有的金融抑制现象，金融自由化能提高金融和经济的效率。现代的内生金融发展理论认为金融体系中的金融中介体和金融市场是内生形成的，内生的金融中介体与金融市场共同影响经济增长。

② 不同金融发展理论下的金融发展的含义是不相同的。戈德史密斯的金融发展理论认为金融发展是金融结构的变化；麦金农-肖的金融发展理论认为金融发展是金融市场化或金融自由化；内生金融发展理论认为金融发展是内生的金融中介体与金融市场共同的发展。

③ 2008年美国次贷危机的爆发引发国际金融危机的蔓延，为应对全球金融危机引起的经济萧条，我国出台四万亿元投资经济刺激计划来拉动内需，四万亿元投资经济刺激计划为中国经济率先从经济中复苏起了较大的作用，但是长期作用不明显（卫梦星，2012）。因此，在宏观高投资率的积极财政政策下，提高微观企业的投资效率是问题的关键。

蓄转化为投资，降低整个社会的闲散资金量，扩大投资，促进经济增长^①。但是金融自由化的过度膨胀影响世界实体经济的发展，引发了金融危机，这也影响我国实体经济的发展。金融发展与实体经济之间的关系问题是一个世界性的命题，金融发展如何为实体经济服务，两者如何共同发展等问题将成为研究经济发展的主题。而我国“十二五”规划要求“发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长，优化投资结构，完善投资体制机制，提高投资质量和效益，有效拉动经济增长”。如何通过提高资本投资效率来实现经济增长是政府追求的目标之一，而企业是微观经济结构的主体，提高企业投资效率是实现经济增长的根本保证，那么，金融发展与公司投资效率关系是一个迫切需要解决的问题。因此，研究企业的投资效率可以促进整体的投资效率的提升，并最终推动我国经济持续与健康发展。

在完美的资本市场中，莫迪利安尼和米勒（1958）证明了投资决策和融资决策是独立的。在过去的几十年里，经验证据表明，这些决策是相互依存的。在不完善的资本市场中，公司的主要利益相关者之间存在信息不对称，这导致公司的外部融资成本高于内部融资成本（Hubbard, 1997），进而影响到公司投资决策。金融发展理论认为，金融发展既有导致利率上升会提升储蓄率的作用，也有导致储蓄率下降的作用。金融发展能使更高比例的储蓄转化为投资，从而促进经济增长（Pagano, 1993）。目前有大量文献从宏观和中观的视角来研究金融发展影响国家和地区的投资行为，但从微观的视角来研究金融发展影响公司投资行为的文献还比较少。金融发展是影响公司外部融资成本的重要因素，但少有文献揭示金融发展影响公司投资的机制，金融发展影响公司投资效率的理论和经验研究都有待发展，本书将从微观的视角来研究金融发展与公司投资效率的关系。

在完美市场下企业投资理论有 Clark（1917）加速器投资理论、Modigliani 和 Miller（1958）投融资无关论、Duesenberry（1958）流动性投资理论、Jorgensen（1963）新古典投资理论和 Tobin（1969）Q 投资理论。在不完美市场下企业投资理论的文献发展为三大派别：一是以信息不对称为理论基础的公司投资不足理论。Jensen 和 Meckling（1976），Myers（1977），Myers 和 Majluf（1984）发展信息不对称在投资决策中的作用的概念框架。基于信息不对称理论，Fazzari、Hubbard 和 Petersen（1988）研究公司投资和融资约束的关系，首次发现公司投资—现金流敏感性之间的正相关关系，从此开始了公司现金流

^① 详见 Romer（1986）、Lucas（1988）和 Rebelo（1991）等论述内生经济增长理论的文章。

与公司投资之间关系的一系列研究。后续研究以公司规模衡量融资约束程度研究公司现金流与公司投资之间的关系（Gertle 和 Gilchrist, 1993; Harris、Schiantarelli 和 Siregar, 1994; Athey 和 Laumas, 1994）。二是以代理理论为基础的公司过度投资理论。Jensen（1986）介绍了所谓的过度投资的问题，作为他的自由现金流理论的一个基本证据。Richardson（2006）验证了自由现金流与过度投资的关系，从而在解释企业投资与内部创造的现金流二者关系的基础上为过度投资的代理问题提供了理论证据。Jensen 的自由现金流量过度投资理论在实证研究中被国内外学者广泛运用。三是综合考虑信息不对称与代理理论来研究公司投资效率。Vogit（1994）用两个理论来综合研究影响公司投资效率的根本原因。Pindado（2004）和连玉君、程建（2007）也综合运用了委托代理理论和信息不对称理论研究投资效率问题。关于综合考虑信息不对称理论与代理理论对投资效率的影响的研究，目前还没有形成一致的理论观点。本书在上述理论发展的基础上，从微观的视角来研究金融发展与公司资本投资效率的问题。

在 Modigliani 和 Miller 的概念框架下，如果市场完美，公司的内部融资成本和外部融资成本没有差异，公司投资决策与融资决策不相关，公司投资决策完全取决于投资机会和资金成本等实质要素，在以公司价值最大化为目标的假设下，只要投资项目的净现值大于零，公司就应该投资。由于在现实中市场存在信息不对称和交易成本等摩擦力，市场并不完美。在信息不对称下，公司的内部融资成本和外部融资成本存在显著差异；同时，由于代理问题的存在，管理者通过控制自由现金流量的过度投资来谋求自身效用最大化，因此，信息不对称和代理问题直接影响公司的投资决策，进一步影响投资效率。以前的研究是从融资约束的角度来研究投资不足问题；从代理成本的角度研究投资过度问题。以前的公司投资效率研究，主要是单独或综合考虑资金使用成本、公司投资机会与代理成本因素，目前公司投资理论有了新进展：一是在影响公司投资的传统因素上，引入金融因素，二是当公司面临金融约束时，货币政策对公司投资的影响可能是不对称的（冯巍、方向阳，1998）。

Rajan 和 Zingales（1998）在理论上解释了金融发展与公司资本投资效率的关系：他认为金融发展能够降低信息不对称的程度和缓解代理问题，减轻公司面临的财务约束，降低市场交易的成本，提高公司资本投资效率。在实证研究方面：国内外学者都认为金融发展能通过缓解公司融资约束来解决投资不足的问题（Ndikumana, 2005; 陈邦强、张宗益, 2006; 沈红波、寇宏和张川, 2010; 朱红军、何贤杰和陈信元, 2006）。也有一些学者认为金融发展能制约

过度投资行为（强志娟，2010；杨华军、胡奕明，2007）。

金融发展影响企业资本投资效率的理论观点并不一致：金融发展能促进储蓄转化为投资，从而促进企业投资效率的提高（Greenwood、Jovanovic，1989；Levine，1997）。但有学者认为在新兴市场国家中的金融体系对资本投资效率的改善极其有限（沈坤荣、孙文杰，2004）。

基于上述背景，本书提出了金融发展与公司投资效率之间的关系问题，在我国新兴资本市场中，鉴于我国公司股权集中的特殊制度环境，因此，本书结合公司终极控制人的特征来研究金融发展与公司投资效率之间的关系。以前的公司投资效率研究没有考虑到金融发展对实体经济的影响，研究的结论未能发挥指导实体经济发展的作用。因为公司的外部融资成本受到金融市场的影响，金融的发展必然会影响公司投资决策，公司投资决策与融资决策在一定程度上是相关的。公司以投资项目的净现值最大化为标准来进行决策投资，但在现实中，终极控制人的私利、税收、信息不对称、委托代理问题、政府、法律和制度的干预与影响以及管理者的非理性行为等市场摩擦力使得市场不完美，在我国转型经济不完美市场中，市场摩擦力更大。研究我国上市公司投资效率的问题必须考虑市场摩擦力；同时，在中国经济转型时期，制度的干预对我国的经济及公司投资影响较大。因此，结合我国制度背景来研究上市公司投资效率的问题，才能切实解决上市公司投资效率的问题。本书从金融发展的微观视角，以代理成本和信息不对称理论为理论基础，结合公司终极控制人的特征来研究金融发展与公司投资效率的关系。

二、研究目的和意义

金融发展理论认为金融发展是通过改善投资效率来促进经济增长的，但金融发展如何影响公司投资效率的机制还有待于进一步研究，本书通过理论与实证分析，揭示金融发展影响公司投资效率的规律，阐明金融发展影响公司投资效率的机制。微观企业的投资效率不仅是宏观经济增长的基础，而且也是企业价值创造与成长的基础，因此，金融发展与公司投资效率关系的研究具有重要的理论和现实意义。

（一）研究的理论意义

投资决策是公司重要的财务决策之一。在不完美市场中，公司投资效率的重要性及与融资决策之间的紧密关系，一直是学者们研究的前沿话题，因此，本书研究的理论意义具体体现在四个方面：第一，有利于揭示金融发展促进经济增长的微观机制。以前的金融发展理论主要运用于宏观和中观经济的投资领

域研究，本书把金融发展理论拓展到微观投资领域。第二，运用金融发展理论和企业投资理论来进行交叉学科研究。金融发展是公司融资的外部环境，金融中介体和金融市场都对企业的融资决策产生影响，同时也影响了企业的投资决策，这使得金融发展与投资决策在理论上存在必然的联系，因此，公司投融资决策和金融发展之间存在相互的作用。本书认为：研究金融发展与资本投资效率的关系必须采用学科交叉的理论和方法来进行，否则难以揭示它们之间的规律。本书的研究能拓展金融发展和企业投融资决策的交叉学科理论。第三，进一步拓展企业投资效率的理论，本书研究发现金融因素和融资因素同时影响了资本投资效率，并提供理论与实证的证据。第四，本书的实证研究结果能为公司资本投资效率的理论提供现实的证据。

（二）研究的现实意义

在宏观投资效率问题与微观公司投资效率问题之间搭起了一座桥梁，找到一条解决经济高速增长下的公司非效率投资问题的途径，最终能解决宏观高投资率下的公司低效率投资问题。在宏观上，有利于构建金融发展与实体经济相互协调发展的微观基础，防范金融的过度自由化影响实体经济的可持续发展，给政府和金融监管部门提供决策的依据。在微观上，有利于完善公司所有权结构与公司治理结构，给证监会等国家管理部门提供决策依据；为公司投资决策提供科学依据，治理公司非投资效率，提升公司创造价值能力，推动公司可持续增长，最终推动我国经济持续与健康发展。

（三）研究的目的

本书的研究目的：探索金融发展影响公司投资效率的微观机制问题，明确金融发展与公司投资效率的关系，揭示金融发展影响公司投资效率的规律，阐明金融发展影响公司投资效率的机制，建立投资预期固定效应模型，通过改进的模型来研究金融发展与公司投资效率的关系，发现金融发展影响公司投资效率的间接效应和内部影响因素，旨在给政府和金融监管部门提供决策的依据。具体如下：一是以信息不对称理论为理论基础，运用融资约束下投资不足理论来分析金融发展与公司投资不足的关系，探究融资约束下金融发展影响公司投资效率的中介效应；二是以代理理论为理论基础，运用自由现金流量过度投资理论来研究金融发展与过度投资的关系，探求金融发展影响公司过度投资的规律；三是以信息不对称和代理理论双重影响公司投资效率理论为理论基础，运用过度投资和投资不足统一分析概念框架来分析金融发展与不同终极控制人控制的上市公司投资效率的关系，揭示金融发展影响公司投资效率的规律。

三、相关概念的界定

(一) 金融发展定义的界定

金融发展的定义目前在国内外学术界还没有统一界定,最初的定义是美国经济学家格利和肖(Gurley和Shaw,1960),他们认为金融发展就是金融资产的增多和金融机构的设立。进而,Goldsmith(1969)认为金融发展就是金融结构的变化,而金融结构是金融工具和金融机构的总和,并提出了一系列衡量金融结构的指标(金融相关比率)。Mckinnon和Shaw(1973)扩展了金融发展的内涵,提出“金融抑制论”和“金融深化论”,把金融发展的概念等同于“金融深化”和“金融自由化”。针对发展中国家的金融抑制问题而提出金融自由化的观点,这也标志着金融发展理论的形成。20世纪90年代以后,金融发展理论突破前人研究的经济发展与金融发展关系的框架,得出了新的金融发展理论,即内生金融发展理论。基于内生金融发展理论,Levine(2002)认为金融体系具有提供信息、监督企业和公司治理、风险管理、动员储蓄和便利交易五大功能,金融发展就是金融工具、金融市场和金融中介机构改善交易者之间的信息不对称,降低签订与执行契约的交易成本,不断改善金融五大功能的一种动态过程。

国内学者对金融发展的定义大致可分为四种:

一是从金融结构论视角来定义金融发展。基于Goldsmith(1969)的金融发展观点,学者们认为金融发展是金融资产的发展、金融机构的发展以及金融市场的发展(韩廷春,2002)。谈儒勇(2000)也认为金融发展是广义的金融结构的演变。

二是从金融效率的视角来定义金融发展。沈坤荣(2004)认为金融发展是指金融中介体和金融市场的发展,使更高比例的储蓄转化为投资,提高资金使用效率和资本配置效率,促进经济增长。其他学者也认为金融发展是在金融增长的基础上,调整与优化金融结构,不断优化金融体系效率的动态过程。

三是从金融抑制论视角来定义金融发展。基于Mckinnon和Shaw(1973)的金融深化观点,学者们认为,在新兴市场的发展中国家,普遍存在金融抑制问题。周立(2003)认为金融发展是一个国家或地区的金融深化,黄金老(2001)则认为金融发展就是金融自由化^①或金融市场化。金融市场化是我国

^① 黄金老:《金融自由化与金融脆弱性》,北京,中国城市出版社,2001。

经济学家根据我国金融发展现状所使用的概念（王少国，2005）^①。持相同观点学者有樊纲^②等（2003）、周业安（2005）、刘毅和申洪（2002）。

四是从金融功能论的视角来定义金融发展。学者们认为，金融发展是重新组合金融功能的制度结构，是金融功能的扩展与提升，最终提高金融体系效率的过程（白钦先、谭庆华，2004）。

总结中外学者对金融发展的定义，笔者发现，金融发展的定义主要从金融结构、金融深化、金融自由化、金融市场化、金融效率、金融功能及内生增长理论这几个视角来考察，金融发展影响了经济增长的各个方面，金融发展的定义逐渐从宏观视角拓展到对微观基础的重视。由于中国是正处于经济转轨时期的发展中国家，目前我国的金融体系属于银行主导型金融体系，金融改革的目标是金融深化和金融市场化，企业融资能力的提高依赖国家的金融市场化程度（周业安，2005）。因此，本书认为在目前中国制度背景下，从金融抑制论视角来定义金融发展最适合我国现阶段金融发展的现状，对于转轨经济的国家来说，金融深化和发展的过程实际上是金融市场化的过程，因此，本书也把金融发展等同为金融市场化。本书金融发展的定义主要是基于 Mckinnon 和 Shaw（1973）的金融深化理论，以及黄金老（2001）、周业安（2005）和樊纲（2003）等的理论观点，在我国计划经济向市场经济转轨的过程中，金融体制也处于转轨阶段，金融发展的过程实际上是金融市场化过程，金融市场化主要集中在金融价格市场化、金融业务经营市场化、市场准入自由化和资本流动自由化这几个方面。本书采用樊纲、王小鲁和朱恒鹏（2011）的金融业市场化指数来衡量金融发展程度^③。

（二）公司投资的界定

公司投资是指公司进行实物性资产投资的活动，不包括存货投资，主要指固定资产投资、无形资产投资和长期股权投资。本书所指的公司投资区别于通常所讲的证券投资，公司从事购买股票、债券等有偿证券的金融投资活动称为证券投资。公司投资是资本总支出中用于增加或维持资本的部分。公司总投资

① 王少国认为金融市场化过程等同为金融的渐进自由化，把金融市场化作为中国金融发展实践的代名词，具体的论述见王少国：《金融发展在二元经济结构转换中的金融贡献》，北京，中国经济出版社，2005。

② 详见樊纲、王小鲁、张立文等学者发表的经济研究论文：《中国各地区市场化相对进程报告》。

③ 樊纲、王小鲁和朱恒鹏（2011）在《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 报告》中报告了 2007—2009 年的各省、自治区、直辖市的市场化进展状况。樊纲等所著《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 报告》，2011 年 12 月出版，中国市场化指数每两年更新一次，最新的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2013 报告》在 2013 年 12 月出版。

包括净投资和重置投资，净投资是用于增加或减少的投资量，重置投资是用于维持原有资本存量的完整投资。本书研究的公司投资是指净投资。采用 Richardson (2006) 的方法，公司总投资等于资本支出、兼并和研发投资之和减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金，将公司总投资支出分为资本维持支出和新增项目投资两部分。

(三) 公司投资效率的界定

在以往企业投资理论的研究中，企业投资效率的概念可分为三类：

一是从管理学的角度来考虑投资效率。认为投资效率是指企业投资所取得的有效成果与所消耗或占用的投入额之间的比率，也就是公司投资活动所得与所费、产出与投入的比例关系（王成秋，2006）。这种观点认为公司财务学所理解的企业投资行为其实等价于经济学中的生产行为，微观企业的投资效率就是生产效率或生产率。他把全要素生产率理解为静态效率，把全要素生产率增长率理解为动态效率。

二是从财务学的角度来考虑投资效率。从净现金流为正还是为负的角度来界定，界定投资效率为假定不存在逆向选择或代理成本，公司承担了所有且仅为正净现值的项目，因而非效率投资包括公司放弃了净现值为正的投资机会（投资不足）和承担了净现值为负的投资项目（过度投资）。公司投资效率的概念和公司非投资效率的概念实际上等同起来（Morgado 和 Pindado, 2003）。

三是借鉴经济学的方法从资源配置的角度来分析。在经济活动中，效率是指经济资源的配置效率，即在所拥有的经济资源和社会技术水平既定的条件下，如何才能使资源实现最佳的配置效果，也就是说，如何才能使资源配置更接近于帕累托最优状态。本书所说的投资效率也是指投资活动怎样才能使资源的配置更接近于帕累托最优状态^①，这种状态在实际中一般表现为能够或者有助于使企业实现价值最大化的状态，而企业在这种状态下的投资活动就是高效率的，这种状态下的投资水平就是一个最佳的投资水平，高于或低于这个水平的投资活动都是非效率投资。Richardson (2006) 主要研究投资效率的问题，他参考 Strong 和 Meyer (1990) 的分类方法将总投资分解为维持资产正常运转所需的支出和新项目的投资，进一步将新项目的投资分解为 NVP（净现值）为正的新项目的投资和非正常（或预期）投资，即正常投资和非正常投资，并分析了投资过度或投资不足。

^① 资源配置是一种状态，在不使任何人境况变坏的情况下，不可能再使某些人的处境变好。