



同济大学经济与教育研究论丛

融资约束差异 对投资行为及效果的影响研究

——以中国工业部门私营与国有企业为例

◎ 孙卓 著



同济大学出版社
TONGJI UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

融资约束差异对投资行为及效果的影响研究 / 孙卓著. — 上海: 同济大学出版社, 2020. 9

ISBN 978-7-5608-7679-5

I. ①融… II. ①孙… III. ①企业融资—影响—投资行为—研究—中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 005753 号

同济大学经济与教育研究论丛 冯晓 主编

融资约束差异对投资行为及效果的影响研究

——以中国工业部门私营与国有企业为例

孙卓 著

责任编辑 李小敏 助理编辑 夏涵容 责任校对 徐春莲 封面设计 潘向葵

出版发行 同济大学出版社 www.tongjipress.com.cn

(地址:上海市四平路 1239 号 邮编:200092 电话:021-65985622)

经 销 全国各地新华书店

印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司

开 本 710 mm×960 mm 1/16

印 张 9

字 数 180 000

版 次 2020 年 9 月第 1 版 2020 年 9 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5608-7679-5

定 价 59.00 元

本书若有印装质量问题, 请向本社发行部调换 版权所有 侵权必究

丛书序

亚里士多德如是说,幸福(εὐδαιμονία)是人类活动的最终目的。当有人问“你幸福吗”,别不以为然,因为这是一个有关人生意义的哲学问题。对于大多数入世的人来说,幸福需要有物质基础,而物质的稀缺性又使“你幸福吗”成为了一个经济学的核心问题。

由于和人们的生活密切相关,所以源于古希腊的早期经济学,经过古典主义、新古典主义、凯恩斯主义、新凯恩斯主义以及新兴古典主义等发展阶段,其不断完善理论和日益广泛的应用受到了公众愈来愈多的关注。与此同时,一系列伴随经济增长而产生的问题也愈来愈具有挑战性。

经济发展一方面取决于生产要素的配置和配置效率,另一方面取决于收入的分配和使用。两者既涉及经济过程,也涉及经济制度,构成了经济学研究的重要内涵。此外,经济能否持续发展取决于生产要素的可支配程度。较之不可再生的自然资源以及物化的生产资料,人力资本具有可积累、可再生的特点。因此,可持续的经济发展不可避免地要通过可持续的人力资本积累来支撑。作为人力资本生产的重要途径,教育成为经济学研究的外延,其必然性和重要性不言而喻。

基于以上考虑,同济大学经济与教育研究所围绕经济运行和经济增长的规律性问题,同时着眼于经济与教育的互动关系,开展了一系列实证经济学研究和跨经济学、教育学领域的理论与经验分析。以数年来工作为基础,我们希望通过出版本丛书将研究成果系统地公布于众,抛砖引玉,和学界同行开展交流,既提高自身研究水平,也为经济学和教育学领域的学术发展尽微薄之力。

冯 晓

2013年7月14日于同济大学

前 言

在实物资本的积累过程中,金融体系为投资者提供融资服务。一个功能完善的金融体系应该能够有效地调节货币资本供需,以较低的交易成本向市场参与者提供稀缺信号,同时也能够在一定程度上制约低效率投资。然而,目前中国金融体系尚处在市场化进程中,具体体现在:直至近几年,央行仍通过法定存贷款利率干预金融过程;金融市场由少数大型国有商业银行所主导,缺乏竞争;国有经济部门的投、融资行为和政府的经济政策意图不无关系;私营经济部门在融资过程中往往面临和产权制度有关的“价格歧视”。由于两类企业受到不同融资条件的约束,其投资行为难免会出现扭曲,影响资源配置效率。

针对上述问题,本书采用理论推导和经验验证相结合的方法,分析中国现行金融体系内企业融资约束差异的形成机制以及私营与国有企业投资行为的特点,并以此为基础,研究融资约束差异对不同所有制企业投资规模与效果的影响,从实证经济学角度说明中国金融改革的必要性。

本书研究路径如下:①从评述金融发展、投资行为和融资约束等文献入手,梳理金融发展、融资约束、企业投资之间的关系;②回顾中国金融体系的发展历程和特点,构建金融机构信贷决策模型,分析私营与国有企业融资约束差异的形成原因;③考虑私营与国有企业各自的经营目标,在新古典主义综合理论框架内构建工业企业投资决策模型,分析影响企业投资的主要因素;④构建包含两类企业融资约束差异等因素的部门投资模型,以股份制商业银行相对规模作为反映金融发展水平和企业融资约束差异程度的代理变量,通过线性回归分析量化融资约束差异对工业部门投资规模的影响;⑤构建包含私营与国有两种所有制企业的部门生产函数,定量分析两类企业的资本边际产出以及融资约束差异对投资效果及产出规模的影响;⑥选取工业部门私营与国有企业为代表性案例,分析、比较二者投融资行为及经营成果,以验证本书的研究结论。

通过在新古典主义综合理论框架内定性、定量分析中国金融体系和工业部门的行为,本书得出以下结论:①中国金融市场存在分割现象,不同所有制企业的融

资约束有差异；②较之国有企业，私营企业的投资行为对资金成本更为敏感；③国有企业的融资成本较低，且具有部分政策性功能，因此投资行为更具扩张性；④私营企业的资本边际产出高于国有企业，但融资约束差异限制了私营企业的投资规模；⑤促进金融发展、减少私营与国有企业间融资约束差异，有利于扩大投资规模，提高投资经济效果，释放国民经济增长潜力。

基于上述研究，本书提出如下原则性建议：其一，积极推进中国金融体制改革，更大程度地发挥市场对金融资源配置的调节作用；其二，建立、健全企业贷款担保机制，降低融资风险，为私营企业营造更好的融资环境；其三，为了突破现行体制下的融资瓶颈，私营企业应着眼于提升自身的资金筹措能力及运营能力。

目 录

丛书序
前言

第 1 章 引言	001
1.1 研究背景	001
1.2 研究意义与创新之处	003
1.3 研究思路与研究内容	004
第 2 章 文献综述	007
2.1 金融发展对经济增长影响的研究	007
2.2 投资行为研究	016
2.3 金融发展、融资约束与投资关系的研究	021
第 3 章 企业融资约束差异形成机制的研究	026
3.1 中国金融体系现状与存在的问题	026
3.2 企业融资约束差异的形成机制	035
第 4 章 私营与国有企业投资决策分析	041
4.1 数理模型构建与分析	041
4.2 计量模型构建	047
4.3 数据描述	048
4.4 回归分析	053
第 5 章 融资约束差异对企业投资规模的影响	060
5.1 数理模型构建与分析	060
5.2 计量模型构建与回归分析	061
第 6 章 融资约束差异对企业投资效果及产出规模的影响	071
6.1 工业部门生产函数模型设定	071

6.2	数据描述	072
6.3	回归分析及生产函数估计	087
6.4	私营与国有企业投资效果比较	091
6.5	融资约束差异对工业部门产出规模的影响	093
第7章	案例分析	094
7.1	概况	094
7.2	企业融资情况	095
7.3	企业投资情况	099
7.4	企业经营情况	102
第8章	结论与建议	109
8.1	结论	109
8.2	建议	110
	后记	116
	参考文献	118
附录 A	金融业人力资本均值相关数据	131
附录 B	商业银行资产数据	132
B.1	商业银行构成	132
B.2	大型商业银行资产数据	132
B.3	股份制商业银行资产数据	133

第 1 章

引 言

1.1 研究背景

根据宏观经济学原理,收入与产品的使用是否匹配,关系到国民经济能否平稳运行,甚至也会影响经济增长的路径。在经典的新古典主义综合(neoclassic synthesis)模型中,收入与产品使用的匹配条件被简化为 IS 曲线(IS curve; Hicks, 1937; Hansen, 1949, 1951, 1953),国民收入和利率起着调节储蓄和投资行为的作用,平衡资本供给与需求;在常用的新兴古典主义(newclassicism)增长模型(Lucas, 1988; Barro, 1989)中,收入与产品使用的匹配条件是由家庭部门根据其偏好及资本边际产出,通过选择最优的消费和储蓄路径来满足的。

然而在现实中,从货币资本供给到实物资本需求之间既存在一个货币资本供给与需求的协调环节,也存在一个货币资本向实物资本转换的企业融、投资环节。在前一个环节中,调节货币资本的供需的往往是名义利率;在后一个环节中,资本的名义利率和实际利率均对企业的融、投资决策产生影响,而家庭部门并不直接参与企业融、投资决策,尤其是企业投资决策。显然,大多数宏观经济模型为了简化分析对象,对经济现实做了简化处理,把在协调货币资本供需和企业融资过程中发挥关键作用的金融体系(financial system)视为一个无摩擦的转换环节。

金融体系在货币资本向实物资本转换过程中起着不可缺少的中介作用。如果将金融体系视作一个无摩擦的环节,则必须满足以下条件:①通过储蓄所积累的货币性财产可以被完全地用于以投资为目的的融资,即货币性资本可以无损耗转换为生产性实物资本(存货无变动);②金融体系能够为货币性资本的供应和需求者提供真实的稀缺信号,调节供需,且不发生额外交易成本(transaction cost);③金融体系能够促成资本配置的优化。当然,现实中的金融体系若能以较低的交易成本为企业的投资活动提供资金和融资服务,并用价格信号等反映资金的稀缺程度,

引导企业高效使用资金和实物资本,则该金融体系就已经具备了完善或基本完善的功能。

中国现行的金融体系尚不能完全满足上述要求,具体表现为:①央行调整法定存款准备金率对金融机构的放贷规模并无显著影响(褚玉静,2015),这说明金融体系内存在“过剩”放贷能力,自身效率偏低。②法定贷款利率的变化对金融机构放贷规模和企业投资规模均无显著影响(褚玉静,2015),这说明利率既不反映资金的真实稀缺程度,也未真正发挥调节供需的作用;中国金融体系内存在有别于竞争性市场的其他协调机制(宁彦军,2011)。③对于不同所有制经济存在不同的金融安排(安强身,2010),私营企业(private enterprises^①,PEs)生产效率^②和净资产收益率较高(图 1-1),但融资门槛高(曾会生,2012);国有企业(state-owned enterprises,SOEs)部门内存在投资过度 and 低效率问题(盛明泉,2010;Liu and Siu,2012),但融资成本较低;这说明在中国的金融体制内存在与企业财产所有制相关的“价格歧视”,私营与国有企业之间存在融资约束差异(financial constraint differences)。

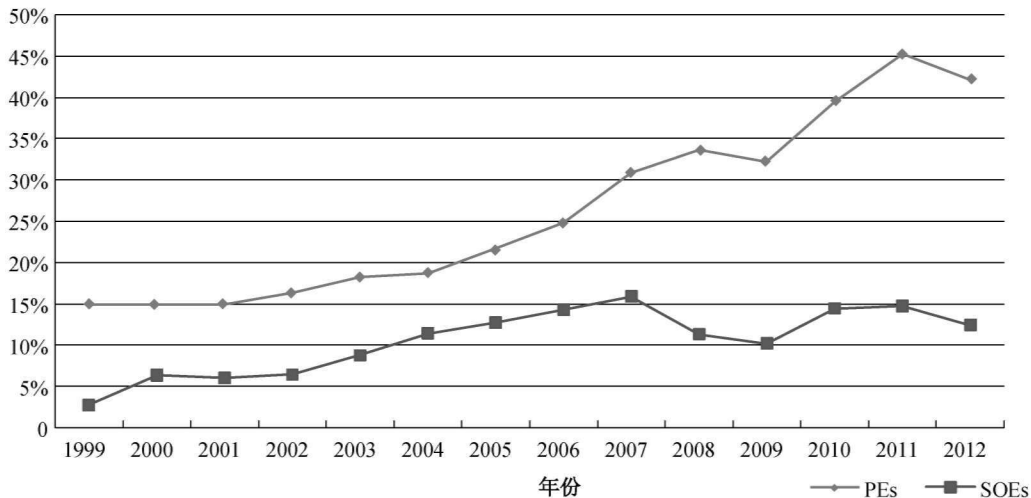


图 1-1 私营与国有工业企业净资产收益率

① 现有文献中,学者们将 private enterprises 翻译为“民营企业”或“私营企业”,用来定义中国国内非国有、非外资的经济主体,本书将其统一称为“私营企业”。同时,书中“国有企业”是指国有独资及国有控股企业。

② 王争(2008)、郝书辰(2012)、范建双(2015)选取不同的研究期间,从投入—产出角度比较私营企业与国有企业生产效率,研究结果均表明私营企业的生产效率更高。

上述现象有别于经济理论假定,具有不成熟市场特殊性的金融体系低效率、利率“失灵”现象,以及和混合经济体制不无关系的融资约束差异现象,本书计划在实证经济学的框架内,结合中国现实,重点研究以下问题:

(1) 在中国现行金融体系内,私营和国有企业的融资约束差异是如何形成的,其关键影响因素是什么?

(2) 在外生的融资约束条件下,私营和国有企业的投资行为受哪些因素的影响,两者之间有什么本质性的差别?

(3) 私营和国有企业面临不同的融资约束,对工业部门的投资总规模以及对部门内不同所有制企业的投资效果会产生什么影响?

(4) 能否通过不同所有制企业的实际财务数据和相关信息,验证融资约束差异会对企业的融资、投资及其效果产生怎样的影响?

根据经济理论推导以及从经验分析中获得验证的结果,本书围绕如何提高金融体系效率以及企业部门的投资效果,对推进中国金融体系改革和市场化进程提出自己的看法;同时,结合制度性约束条件,对如何加强企业尤其是私营企业的自身资金筹集及运营能力提出建议。

1.2 研究意义与创新之处

对融资约束如何影响投资行为的研究大多聚焦于微观经济、企业经济或企业管理领域(Fazzari, 1988; Kashyap, 1994; Chapman, 1996; Hu and Schianterelli, 1998; 汪强, 2008; Poncet, 2010)。就融资条件本身,有学者考虑中国产权制度和金融结构特点,分别研究私营与国有企业所面临的差异化约束(何光辉, 2012; 成力为, 2013);就投资的效果,也有学者从宏观角度分析投资对经济运行和增长的影响(Herrerias and Orts, 2009; Conway, 2010; Arndt, 2013)。但是将微观和宏观两个层面相叠加,既分析中国金融体系内融资约束差异生成原因以及融资约束差异对不同所有制企业投资行为的影响,又分析融资约束差异对工业部门投资规模以及投资效率影响的实证经济学研究尚不多见。

和以上研究相比,本书的特点之一是:根据中国金融体系的现状、产权制度以及与此有关的工业部门混合经济特点,在微观层面上分析:①私营和国有企业所面临的融资约束差异的生成机制及其关键影响因素;②在不同融资约束条件下私营和国有企业各自的投资行为。在宏观及部门经济层面上分析:③融资约束差异对

工业部门投资规模的影响；④融资约束差异对体现在非同质实物资本边际产出上的私营和国有工业部门投资效果。上述工作中的①和②为后继工作③和④奠定微观基础，使本书的微观经济学研究和宏观经济学研究前后衔接，融为一体。

本书的特点之二是：将中国混合经济的制度性特点纳入分析框架、构建模型，并用基于中国现实的计量分析结果来验证模型以及经济理论。

本书的特点之三是：在实证经济学研究的基础上，采用管理学研究方法，选取不同所有制性质的企业作为代表进行案例分析，验证并充实实证研究结果。通过本书研究，笔者希望能够对充实和细化有关融资约束和投资行为的经济理论起到积极作用。

本书的研究和研究结果具有现实意义。经过上一个周期的高速增长，中国经济进入了转型调整期。之前的高增长带来了收入增长效果，同时也使成本压力明显上升，局部性产能过剩问题愈加突显。产能过剩现象的背后是生产效率偏低，原因在于：内生创新动力不足阻碍了全要素生产率的提升；要素配置不合理限制了国民经济生产潜力的发挥。后者与私营和国有企业融资约束差异以及投资行为扭曲不无关系。本书研究中国现行金融体系内融资约束差异的形成原因，对消除融资约束差异、改变扭曲的投资行为和推进金融改革具有参考价值。消除或减少融资约束差异后，私营企业的投资规模随融资环境改善会有所扩大，国有企业的投资规模因融资成本上升可能有所收缩；两种相向的作用如何影响工业部门总投资，进而影响中国国民经济总产出？本书定量测度融资约束差异对工业部门投资规模、效果以及国民经济潜在生产能力的影响，对如何在时间维度上安排金融改革有一定参考意义。

本书可能在以下两个方面取得一定突破：①研究方法：构建中国工业部门投资行为模型，找到定性、定量均能反映金融发展水平以及融资约束差异的代理变量，并通过企业投融资案例分析细化和充实实证研究内容；②研究结果：金融改革显然有助于改善工业部门内部的资源配置效果，但中、短期内究竟会对投资总规模和国民经济总产出有什么影响，目前尚无定论，而本书将对此做出回答。

1.3 研究思路与研究内容

针对中国现行金融体系中私营和国有企业所面临的融资约束差异，本书采用理论推导和经验验证相结合的方法，首先重点分析中国现行金融体系内企业融资约束差异的形成机制，以及在外生融资约束条件下私营和国有企业投资行为各自

的特点;在此基础上,进一步研究融资约束差异对包含不同所有制企业的工业部门投资规模与效果的影响,对此给出实证经济学解释,以期为中国金融改革提供理论支持。上述主要研究工作和技术路线如图 1-2 所示。

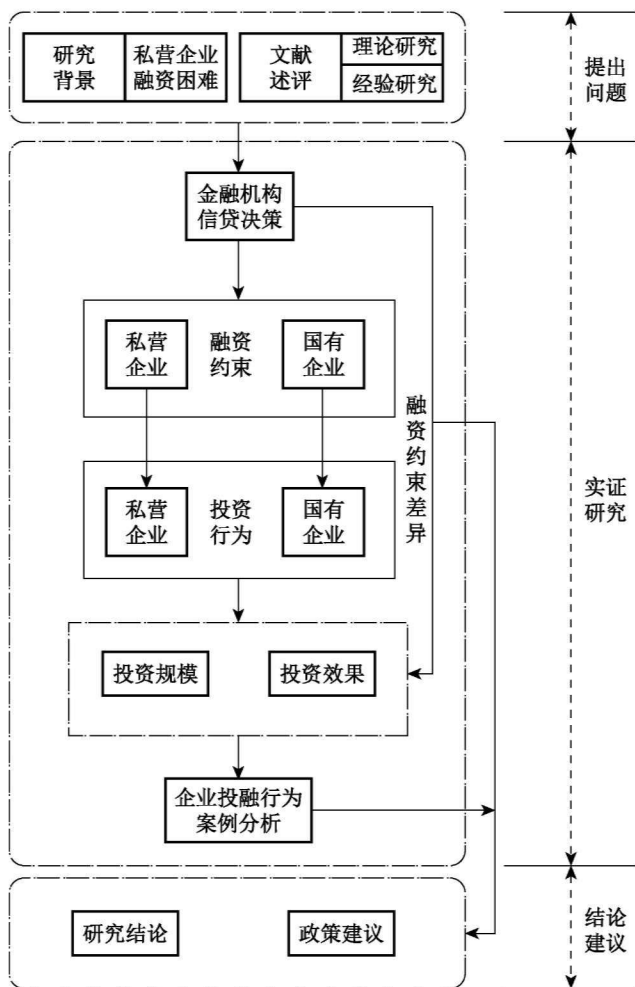


图 1-2 技术路线图

本书的具体研究内容可概括如下:

第 1 章简要说明研究背景、研究意义和研究中可能的创新,并提出研究思路,明确工作重点。

第 2 章回顾金融发展、投资行为等相关理论和经验分析成果,通过文献评述梳

理金融发展、融资约束与投资行为之间的关系,探讨现有他人研究对本书的启示以及进一步深入、细化研究的可能性。

第3章从中国金融体系的现状出发,设定金融机构以获得营业收入为目标,并根据其业务对象和特点构建金融机构信贷决策模型,从中导出金融体系内针对私营和国有企业差异化融资约束的生成原因以及主要影响因素。

第4章考虑中国混合经济的特点,设定不同所有制企业的经营目标,采用动态优化的方法,分别构建私营和国有企业在外生融资约束条件下的生产以及投资决策数理模型,并选取相应的统计数据对此进行经验验证。

金融机构信贷决策模型(第3章)和企业投资决策模型(第4章)为下一步分析工业部门投资行为以及投资效果奠定了微观基础。

第5章通过建立包括私营和国有两类企业的部门投资行为模型,定性和定量分析融资约束差异及其变化对中国工业企业投资规模的影响。

第6章通过构建工业部门生产函数,用回归分析方法估计全要素生产率和要素产出弹性,进而采用静态比较分析,测算两类不同所有制企业的资本边际产出;同时,利用部门生产函数估算融资约束差异对工业增加值的影响。

第7章选取美的电器与格力电器两家上市公司作为研究对象,进行案例分析,通过比较典型企业的投融资行为及其影响,充实并补充实证研究结果。

第8章总结研究结果,并就如何推进中国金融体系的市场化、建立健全企业融资担保制度,以及提高企业自身融资能力提出建议。

第 2 章

文献综述

2.1 金融发展对经济增长影响的研究

在经济循环中,功效流和资金流将经济个体或部门联系在一起。其中,金融机构(financial institution)与金融市场(financial market)在经济循环中发挥的作用至关重要。长期以来,学者们(Bagehot,1873;Schumpeter,1911;Goldsmith,1969;McKinnon,1973;Shaw,1973)对金融发展以及金融发展对经济运行的影响开展了大量研究。

2.1.1 相关理论

金融市场、金融机构都是在一定的体系内产生、运作和发展的。关于如何界定金融体系,学者的观点主要分为两种:一种观点认为金融体系是一种提供金融服务的市场与机构的集合(Buckle and Thompson,1998;Allen and Gale,2001);另一种观点认为金融体系涵盖的范围更大,如国际货币基金组织(International Monetary Fund,IMF)在其出版的《金融稳健指标编制指南》中指出,金融体系由金融机构、金融市场、维护和规范各组成部分活动的管理机构及规章制度等构成。本书在提及“金融体系”和“金融(体系)发展”时,依据的是第二种广义的定义。

有关金融体系在经济运行和增长中所发挥作用的研究由来已久,以亚里士多德(Aristotle)为代表的古希腊学者,中世纪晚期英国的重商主义(Mercantilism)、法国的柯尔贝尔主义(Colbertism)、德国的官房主义(Cameralism)和以亚当·斯密(Adam Smith)为代表的古典经济学均对此有论述(Brue and Grant,2007)。

近代著名经济学家熊彼特(Joseph A. Schumpeter)指出:功能良好的银行通过向最有机会创新成功的企业家提供资金,从而促进技术创新(Schumpeter,1912);货币主义代表人物弗里德曼(Milton Friedman)认为,货币资本如同劳动力

与实物资本,也是一种生产要素(Friedman,1959)。近几十年来,学者们(Boyd and Prescott,1986;Greenwood and Jovanovic,1990;Merton and Bodie,1992,2005;Eakins and Mishkin,2012;Zver’Kov,2014)试图从不同角度论述金融发展与经济增长的关系。

随着经济高速发展,实体经济对金融产品与服务的需求不断增加,金融创新持续深化,金融体系的功能也日渐丰富起来。由于投资回报的不确定性,行为主体会选择低风险的流动性风险,因此金融机构可通过汇集储蓄并将资金投向高收益项目,实现资产流动与资源配置(Bencivenga and Smith,1991)。Levine(1991)构建了包含证券市场的内生经济增长模型,并以此说明,证券市场交易促进经济增长的方式包括:①在不破坏企业生产过程的情况下促进企业所有权转移;②提高代理商证券组合的多样性。King and Levine(1993b)认为,金融体系的功能体现在:①评价潜在的企业家;②动员储蓄并为有前景的企业提供资金,在分散风险的同时提高生产效率。Greenwood and Smith(1995)认为,金融创新是金融发展的体现,专业化提高意味着交易增多,金融安排会降低交易成本,从而提高专业化水平。Acemoglu and Zilibotti(1997)指出,在金融体系中,代理商(agent)可以对多样化风险项目进行组合,以此促成储蓄向高收益项目转移。Dutta and Kapur(1998)认为,金融机构可以提高货币资本的流动性,缓解流动性稀缺对经济行为的约束。Rajan and Zingales(1998)认为,发展良好的金融中介和市场有助于解决道德风险和逆向选择问题,降低企业外部融资成本;若企业对外部资金依赖性较强,则金融发展及外部融资成本的降低有利于该企业发展。Laeven(2015)指出:金融机构为了筛选更有潜质的企业,将进行金融创新并逐渐提高识别效率;如果筛选过程失效,那么技术创新和经济增长都将停止。

Merton and Bodie(1995)较为系统地总结了金融体系的基本功能,包括:①通过创新交付方式降低交易成本,促进专业化分工;②聚集资源并向企业分配资金;③实现资源在时间、空间、行业间的转移和配置;④降低管理风险;⑤提供价格信息;⑥缓解信息不对称问题(information asymmetry problem)和委托代理问题(principal-agent problem)。同时,Merton and Bodie(1995)也提出:金融体系的最基本功能是在不确定环境下跨时空地配置金融资源;无论在什么样的社会制度中,金融体系都应具备这一基本功能。

在此基础上,Levine(1997,2005)认为,金融体系可以从以下几个方面影响经济增长:①事前(ex ante)生成可能的投资和资本分配的信息;②提供资金后,监督投资并且改善公司治理;③为风险的交易、分散和管理提供便利;④动员储蓄;⑤便

于商品和服务的交换。

参照 Levine(2005)的观点,以下对金融体系的功能做一个简要的概括:

(1) 集合财富并使之流通。个人与企业在经济活动中获得盈余,并将盈余以存款、金融资产等形式存放于金融机构,同时获取合理收益;金融机构将个人与企业零散的资金集合为存款,将其转移到创造资本的实体经济。金融体系在这个过程中扮演中介的角色,将资金的供给方和需求方连接起来,实现资源跨时间、跨空间、跨部门的整合与分配。

(2) 提供交易信息。进行投资决策前,投资主体需要掌握相关企业、经理人、市场情况等重要信息,并且尽可能保证信息的完整、真实与有效性。但一般来讲,投资主体并不具备搜集并处理这些信息的能力,同时难以负担评价信息的高昂成本,这阻碍了资本流动。而具有专业识别能力的金融机构可以以较低的信息成本,改善投资机会的事前评估,并且提升信息的有效性,使投资者能够自行决策并对价格信号作出合理判断,进而实现资源的合理配置。

(3) 影响公司治理。提供资金后,资金供给方会监督和影响企业如何运用资金,并监管经理人追求企业价值最大化,缓解信息不对称和委托代理问题,提高公司治理水平。比如,股东通过直接对重大经营决策事项投票,以及选举董事会成员间接表达所有者意愿并监督管理决策实施;债务合同可以降低企业内部人的监督成本、缓解管理松懈问题,进而提高企业的公司治理水平并优化企业资源配置效率。

(4) 控制风险。金融体系通过调整资源再分配为经济活动参与者提供管理风险的手段,并且通过监管金融市场与机构的行为控制金融风险,帮助其缓解金融风险。金融市场中,高收益与高风险相伴而生,金融机构可通过持有风险项目多元化投资组合,实现资金在不同回报水平的项目中再分配来实现风险分散。除了横向风险分散,持续经营的金融机构会以永续的视角通过投资实现跨期风险分担,即在繁荣时期提供较低的回报,在萧条时期提供较高的收益。

(5) 方便交易。便于识别的支付手段(如货币、支票等)可以为商品、服务交易提供便利。随着经济发展,专业分工愈加细致,日益专业化分工意味着交换过程更加频繁,金融体系将通过降低交易成本为专业化提供方便。品种众多的金融产品与服务为商品交易提供更为丰富的结算和清算手段,金融体系通过执行个人、企业和政府转移资金的指令完成支付并使资金在空间中的转移,使交易更方便、快捷。

2.1.2 相关经验分析

在理论探索的基础上,学者们通过分析金融体系对经济运行的影响机制,建立模型,并选取现实数据来验证金融发展与经济增长的关系。就经济增长而言,学者们多采用人均 GDP 增速作为评价指标;衡量金融发展水平的方法则相对多元化。以下,本书通过回顾有关检验金融发展理论的文献,重点关注衡量金融发展的方法与指标。

1. 面板数据分析

Goldsmith(1969)认为,金融结构的变化体现了金融发展,金融相关比率(金融资产/GDP)可以反映国家金融发展水平。通过选取全球 35 个代表性国家作为研究对象,分析 1860—1963 年相关数据,Goldsmith(1969)证实了经济增长与金融发展速度存在正相关关系。

在 King and Levine(1993a)发展了金融发展度量方法并使用大样本数据检验两者关系以后,相关文献(多是在验证金融发展与经济增长的关系)层出不穷。King and Levine(1993b)以金融功能角度为切入点,搜集 1960—1989 年 77 个发展中国家与发达国家的相关数据,并沿用 King and Levine(1993a)的方法设计了衡量金融发展水平的四个指标:①DEPTH 指标(金融机构流动性负债/GDP)反映金融机构规模;②BANK 指标(商业银行国内资产/商业银行与中央银行国内资产总额)反映金融效率;③PRIVATE 指标(私营企业贷款额/全国总贷款额);④PRIV/Y 指标(私营企业贷款额/GDP)描述私营部门信贷份额,同时也间接体现资金在公共部门或国有企业的资源配置。对经济增长,则采用人均实际 GDP 增长率、人均实物资本增长率与全要素增长率来描述。经回归分析发现,金融发展与经济增长之间呈正向相关关系,并在一定程度上验证了金融发展与经济增长的因果关系。Zervos and Levine(1999)选取 1976—1993 年 49 个国家股票市场为研究对象,以市价总值比率(上市公司股票总市值/GDP)、股票周转率(上市公司股票交易额/总市值)、交易价值(上市公司股票交易额/GDP)等指标衡量金融发展水平,证实了这些国家的股票市场流动性指标与经济增长间正相关。

关于金融机构规模、效率情况与经济增长之间的关系亦有大量文献存在。Levine(2000)沿用 King and Levine(1993b)的思路,分别定义了衡量金融发展水平的流动负债指标(银行与非金融银行机构的付息负债/GDP)、商业银行指标(商业银行资产/商业银行与中央银行资产之和)以及私营信贷指标(私营部门贷款额/GDP),并采用动态面板 GMM 估计方法对 71 个国家 1960—1995 年数据进行跨国