

# 金融发展与资本配置效率研究进展及启示

林 琳

(东南大学 经济管理学院,江苏 南京 210096)

**摘 要** 围绕金融自由化、FDI 冲击及信贷资金配置等与中国经济密切相关的 3 个问题,介绍了近期国内外文献关于金融发展与资本配置效率研究的进展及争论,指出在我国金融发展过程中应稳妥推进金融自由化进程,改变对于 FDI 的偏好,积极发展非国有商业银行并加强信贷政策与产业政策及区域政策的协调配合。

**关键词** 资本配置效率;金融发展;金融自由化;信贷资金配置

中图分类号:F832 文献标识码:A 文章编号:1671-4970(2011)03-0060-05

经济发展时刻面临着资源约束,如何利用和配置资源是经济学研究的一个重要问题。对于发展中国家而言,短缺和非均衡是经济运行的常态,部门和地区之间既存在增长速度的不平衡,也存在要素配置的不平衡,因此研究资本等要素的配置效率,把握其中的规律,对于促进经济快速协调可持续发展具有重要意义。正是基于这一原因,资本配置效率研究受到了学术界越来越多的关注。

金融发展对资本配置效率的影响是资本配置效率相关研究中争论较多、发展较快的领域。根据金融功能论,动员储蓄并转化为有效投资,从而促进资本积累只是金融促进经济增长的一个方面,对资本进行跨时期、跨地域配置,从而提高投资效率是金融促进经济增长的另一个重要方面。Levine 指出完善的金融体系可以有效动员储蓄、加强风险管理、识别投资机会、监督公司治理,从而通过优化资本配置推动经济的长期增长<sup>[1]</sup>。相关的经验研究也表明,金融体系较为发达的国家和地区,其资本配置效率也处于较高水平。笔者将围绕金融自由化、FDI 冲击及信贷资金配置等与中国经济密切相关的 3 个问题,介绍近期国内外文献关于金融发展与资本配置效率研究的进展及争论。

## 一、金融自由化与资本配置效率

对于发展中国家而言,金融发展实质上是从金融压抑逐步向金融自由化转变的过程。一般认为,金融自由化可以带来数量和质量两方面的效应,数量效应表现为更高的储蓄和投资水平,而质量效应

表现为更高的资本配置效率。自 20 世纪 80 年代末以来,金融自由化的质量效应一直是金融发展理论研究的重要内容。Cho 对 1972 至 1984 年间韩国 68 个制造业行业借款成本的差异进行了实证研究,发现 1981 年以后韩国各行业间的借款成本差异明显缩小,这种变化说明金融自由化政策促进了信贷资金配置效率的提高<sup>[2]</sup>。Jaramillo 等运用 C-D 生产函数对厄瓜多尔的资本配置效率进行了实证分析,研究表明厄瓜多尔的金融自由化政策使信贷资源更多地流向了高效率的厂商<sup>[3]</sup>。Guha-Khasnobi 等指出 1992 年印度新经济政策的突出特点是金融行业的自由化,他们通过比较新经济政策实行前 3 年和后 6 年的资本配置效率对印度金融自由化的资本配置效应进行了实证检验,发现金融自由化政策促进了印度资本配置效率的改善<sup>[4]</sup>。Chari 等对约旦、韩国、泰国和马来西亚 4 国公司层面数据的实证研究表明,资本账户的自由化有助于资本配置效率的提高<sup>[5]</sup>。Galindo 等构建了一个衡量总体资本配置效率的直观指标,选取 20 世纪 90 年代 12 个新兴国家公司层面的数据进行了实证研究,发现金融自由化对资本配置效率具有显著为正的影晌<sup>[6]</sup>。Abiad 等用托宾 Q 离散值表示资本的预期边际收益,认为托宾 Q 离差变小表明资本向预期收益率较高的项目流动。他们对 5 个新兴市场国家公司层面数据的研究表明,金融自由化促进了股票和信贷市场的发展,推动了资本流向预期收益率较高的项目,从而提高了资本的配置效率<sup>[7]</sup>。

国内学者对这一问题的研究起步较晚。近年

来 随着我国金融自由化政策效果初步显现,一些国内学者开始利用公司和行业层面数据对我国金融自由化与资本配置效率问题进行实证分析。方军雄借鉴 Wurgler 资本配置效率模型对 1997 至 2003 年间我国工业 37 个行业的数据进行了实证研究,发现市场化进程改善了行业层面的资本配置效率<sup>[8]</sup>。范学俊选取 1992 至 2005 年间上市公司层面的季度数据,检验了金融自由化政策对以托宾 Q 作为衡量指标的资本配置效率的影响,指出金融自由化政策对于提高我国的资本配置效率有积极影响,但就整体而言,金融体系对我国资本配置效率的贡献仍极为有限<sup>[9]</sup>。应千伟等采用 2001 至 2007 年间我国上市公司年度数据检验了 2004 年利率改革对微观资本配置效率的影响,研究结果表明,2004 年以来我国上市公司的微观资本配置效率在短期内不升反降,且在金融发展水平较低的地区下降得更为明显,这主要源于贷款利率上限取消在短期内导致的逆向选择效应<sup>[10]</sup>。

## 二、FDI、金融发展与东道国资本配置效率

外商直接投资(FDI)可以通过“钱纳里缺口”等机制促进东道国经济增长,这是许多国家尤其是发展中国家着力引进 FDI 的意图所在。作为国际资本流动形式之一,FDI 区别于证券投资、贷款融资的关键在于它不经由金融体系进入东道国,而是采取“绿地投资”或并购等方式直接对东道国投资。在资本配置过程中,FDI 究竟是弥补了东道国金融市场的不足还是抑制了东道国的金融发展是近期研究的一个热点问题。

一些学者认为,FDI 可以弥补东道国金融市场的缺陷,从而提高东道国的资本配置总体效率。Hausmann R 等指出,如果东道国金融市场不完善或者缺乏效率,外国投资者就会倾向于采取直接投资的方式进入,此时 FDI 流入实质上是对东道国不完善金融市场的有益补充,有利于提高资本配置的总体效率<sup>[11]</sup>。罗长远认为,中国金融市场的诸多缺陷,使得金融资源的需求方和供给方之间存在着巨大的信息不对称,而 FDI 的进入可以在一定程度上解决这一问题<sup>[12]</sup>。FDI 凭借较好的投资敏感度和决策能力、识别判断商业机会、享受政策优惠,大量进入最有潜力和最能赢利的产业,因此,在资本配置过程中发挥了“信号”作用。FDI 进入后对合作伙伴的搜寻过程,从某种意义上来说就是对不同国内企业进行“甄别”的过程,因此银行通常愿意将信贷资金投放给中外合资、合作企业或者与 FDI 有合作关系的国内企业。李稻葵和梅松也认为 FDI 可以克服制

度不健全导致的政府与企业之间的双重道德风险,从而在一定程度上改善了资本的配置效率<sup>[13]</sup>。赵奇伟认为 FDI 流入不仅直接有利于东道国总体资本配置效率的提高,而且还可以通过与东道国金融发展的交互作用对资本配置效率产生积极影响<sup>[14]</sup>。他的实证研究表明,FDI 与金融发展对东道国资本配置效率的影响彼此加强:金融发展水平越高,FDI 对资本配置效率的促进作用就越明显;而随着 FDI 规模的增加,金融发展水平对资本配置效率的积极作用也得到了强化。

另一些学者则持相反的观点,认为 FDI 可能妨碍东道国金融市场的正常运行,抑制其资本配置功能的发挥。Yasheng H 认为,相对于国有企业而言,中国的私营企业在市场机会和产权保护等方面常常受到歧视,因此很多私营企业被排除在大型国有银行主导的信贷市场之外。在这种不公平的环境下,私营企业主不得不向外国投资者寻求资本支持,因此,FDI 可能是东道国银行信贷的直接替代,抑制了东道国的金融发展。此外,FDI 大量进入最有潜力和最能赢利的产业(政策不许进入的除外),因此可能与当地金融机构贷款形成恶性竞争<sup>[15]</sup>。Harrison 等认为,由于 FDI 在中国面临着原材料、中间品的流动资金信贷需求问题且过度依赖当地融资,因此 FDI 与东道国私营企业在金融市场上形成了竞争关系。同时我国金融资源配置市场化步伐的加快,FDI 逐步成为引导金融体系资金流向的“市场信号”,导致未同外商合资、合作的私营企业更加难以从正规金融市场上及时获取发展资金,这进一步强化了私营企业的融资约束问题,进而降低了金融发展对东道国资本配置效率的促进作用<sup>[16-17]</sup>。罗长远和赵红军认为中国的资本市场发展滞后,未能将规模巨大但十分分散的国内资本有效整合起来,因此国内资本在与 FDI 竞争投资环境的过程中处于不利位置,结果出现了 FDI 持续涌入而国内资本却投资不旺的怪现象<sup>[18]</sup>。李青原等认为,FDI 一方面发挥了资本配置的功能,部分弥补了国内金融部门的低效,但同时也凭借较好的投资敏感度、决策能力、先进技术和管理机制挤占了国内金融体系的投资空间,抑制了金融体系资本配置功能的提升<sup>[19]</sup>。他们对 1999 至 2006 年间我国 28 个地区 27 个工业行业数据的实证研究表明,FDI 与金融发展显著改善了地区资本配置效率,但两者间的竞争和挤出效应妨碍了个体功能的有效发挥,这一问题在上海等经济较发达地区尤其突出。

## 三、银行体系信贷资金配置效率

在现代信用经济条件下,信贷资金在经济发展

中发挥着重要作用,其配置效率高低在很大程度上决定着整个经济的运行。鉴于银行信贷在我国经济中的重要地位,国内学者对我国信贷资金配置效率问题的研究更为深入和全面。近期对这一问题的研究主要集中于以下3个方面。

### 1. 银行产权与信贷资金配置效率

银行产权是影响信贷配置效率的一个重要因素。早期文献认为国有银行制度有利于战略部门融资,而银行自身作为战略部门也需要政府的直接控制,但进一步的研究发现银行股权国有化虽然可以在一定程度上弥补信贷市场失灵,但也导致了资金分配方式行政化、银行和企业预算软约束等一系列问题,对信贷资金的配置效率产生了较大的负面影响。20世纪80年代以来,中国开始重构银行体系,政府支持银行体系发展,同时又通过国有产权来直接控制它,并以贷款规模和利率控制等手段干预信贷配置,以促进体制内的经济增长、支付改革成本<sup>[20]</sup>。这一银行产权结构特征对我国信贷资金的配置效率究竟产生了何种影响引起了众多国内学者的关注。潘文卿和张伟对1978至2002年间28个省区数据的实证研究表明,银行信贷对我国资本配置效率变化的解释能力较弱,国有银行信贷行为抑制了资本配置效率的提高,而非国有银行金融机构的信贷与投资行为对资本配置效率的提升有较大的促进作用<sup>[21]</sup>。米运生和程昆认为,商业银行所有权安排是影响信贷资金配置的重要变量,他们选取16家资产规模最大的商业银行的数据对1990年以来我国信贷配置效率进行了实证分析,结果表明,银行国有产权比重过高使信贷配置效率未能达到最佳状态<sup>[22]</sup>。于震等认为,我国金融资源配置权过度集中于国有银行,创造产值和就业的部门无法获得金融资源,而不创造产值的部门又占有过多的金融资源。国有银行的所有制歧视造成贷款的主要对象是大中型国有企业,国有银行的放款行为还要受到政府多重目标的影响,国内贷款大多被配置到边际资本产出较低的企业或部门<sup>[23]</sup>。

### 2. 企业特征与信贷资金配置效率

信贷资金配置效率与企业特征直接相关。国内外文献从各种不同角度探讨了企业特征对信贷资金配置效率的影响,形成了一个较为完整的研究系列。Robert等把全要素生产率的增长率作为资本配置效率的一个指标,采用内生增长模型对1960至1989年间80个国家的跨国数据进行了计量分析,发现以私有部门信贷比例等指标为标志的金融发展可以通过选择高质量企业与优良项目来提高生产效率,从而促进经济的长期增长<sup>[24]</sup>。徐进前认为,以国有商

业行为为主体的间接融资体系决定了资金向大城市、大企业集中,县域地区中小企业融资困难问题较为突出,县域经济发展的融资需求得不到满足,加剧了城乡二元结构的调整难度<sup>[25]</sup>。罗彩云对不同规模企业的信贷资金配置效率进行了分类研究,指出对中型企业而言,东部、中部和西部地区信贷资金配置效率依次递减,而对于小企业来说,顺序变为东部、西部和中部<sup>[26]</sup>。卓凯对不同所有制企业的信贷资金配置效率进行了比较研究,发现1981至1999年间我国银行信贷配置是扭曲、低效的,信贷资金较多流向对效率较低的国有企业,而民营企业只分配到较少的信贷资金<sup>[27]</sup>。中国人民银行营业管理部课题组对2000年以来北京市金融机构信贷资金在26个主要行业的配置效率进行实证分析,发现信贷资金配置效率与北京城市特点、当前产业结构调整状况、行业利润率以及价值创造能力总体上呈现出较高的相关性,但也存在着对一些行业的投入过度集中或对其发展趋势不够敏感等问题<sup>[28]</sup>。

### 3. 信贷资金配置效率的区域差异

作为一个发展中的大国,区域经济不平衡是当前我国经济的一个显著特点,信贷资金配置效率的区域差异研究对协调区域经济增长有着重要的意义。纪天平对我国西部地区信贷资金配置效率进行了研究,认为西部地区长期以来受经济发展环境和金融市场发展程度的制约,信贷资金总量不足、来源少、缺口大、供求矛盾突出。银行作为西部地区最主要的资金配置主体,并未实现聚集、分配资金和优化资金配置的功能。国有商业银行的“所有制歧视”导致贷款需求缺乏约束,降低了资金的配置效率<sup>[29]</sup>。王义秋对东北老工业基地信贷资金配置效率进行了研究,他以帕加诺内生增长模型为基础,通过分析存贷比、信贷资产质量及贷款对GDP投入产出弹性3个指标,发现东北老工业基地信贷资金配置效率处于较低水平<sup>[30]</sup>。米运生、谭莹通过分析产出增长率变化对资本增长率变化的影响对我国1994至2005年间的信贷资金配置效率进行了实证研究,发现我国宏观经济严重依赖银行信贷,但是信贷资金的配置效率却差强人意。区域层面的信贷资金配置效率并无实质性差异,而省际层面的信贷资金配置效率差异则非常显著<sup>[31]</sup>。

## 四、对我国金融发展的启示

资本配置效率是衡量金融机制运行效率的一个重要指标,如何改善金融体系的资本配置功能,使金融发展更好地为经济社会发展服务是我国金融改革面临的主要问题之一。基于这一原因,越来越多的

学者开始尝试衡量并解释金融发展诸因素对资本配置效率的影响。虽然已有研究在许多方面都未能达成共识,但却给我们提供了不少有益的启示。根据前文综述,并基于我国现实,笔者认为在我国金融改革的进程中,以下几点值得关注。

### 1. 积极稳妥推进金融自由化进程,改善金融体系的资本配置功能

20世纪70年代以来众多发展中国家的经验表明,金融自由化具有较为显著的质量效应,金融自由化政策促进了资本配置效率的提高。改革开放以来,我国开始了渐进式的金融自由化改革,金融机构准入和退出的自由度不断增强,利率市场化改革取得实质性进展,商业银行信贷管制已经基本解除,这些政策对于提高我国的资本配置效率产生了积极的影响。因此,我们应当继续在保持金融业安全稳定运行的前提下稳步推进金融自由化政策,消除金融抑制,增强金融活力,进一步改善金融体系的资本配置功能。

### 2. 改变对于 FDI 的偏好,依靠国内金融体系发展提高我国的资本配置效率

中国经济在过去若干年的发展中逐渐摆脱了资金稀缺的约束,已跻身世界上最大的资本输出国之一。但是,当前中国每年吸引的 FDI 仍保持在 600 亿美元左右,约占国内生产总值的 3%。这种偏好 FDI 的政策实际上代表了对传统经济发展体制的改善,有利于经济效率的提高。但是也必须看到,这种对外资的偏好是一种次优的制度安排,因为它毕竟要给外资让利。因此,要克服 FDI 偏好带来的种种缺陷,最根本的还是要依靠国内金融改革和发展提升金融体系的资本配置功能。

### 3. 大力发展非国有商业银行,加强信贷政策与产业政策及区域政策的协调配合

长期以来,我国国有企业获得的贷款占银行体系贷款总量的 80% 以上,而非国有经济虽然创造了 60% 以上的国民生产总值,却只能获得银行贷款的 20%。国有银行信贷向国有企业倾斜,信贷结构与所有制结构严重失衡是导致信贷资金配置效率低下的重要原因,因此必须促进非国有银行机构的健康发展,使其在信贷市场上占有更大的规模。同时,加强银行信贷对民营企业、中小企业和县域地区企业的支持力度,加强信贷政策与产业政策、区域政策以及其他经济政策的协调配合,将有利于提高信贷资金的配置效率,进而促进我国经济的健康快速发展。

#### 参考文献:

[1] LEVINE R. Financial development and economic growth: views

and agenda[J]. Journal of Economic Literature, 1997, 35(2): 688-726.

[2] CHO Y. The effect of financial liberalization on the efficiency of credit allocation: some evidence for Korea[J]. Journal of Development Economics, 1988(7): 29-35.

[3] JARAMILLO F, SCHIANTARELLI F, WEISS A. The effect of financial liberalization on the allocation of credit: panel data evidence for Ecuador[R]. Washington D. C.: The World Bank, WPS 1092, 1992.

[4] GUHA-KHASNOBI B, BHADURI S N. A hallmark of India's new economic policy: deregulation and liberalization of the financial sector[J]. Journal of Asian Economics, 2000(11): 77-85.

[5] CHARI A, HENRY P B. The invisible hand in emerging markets: discerning or indiscriminate? [R]. Michigan: University of Michigan Business School, 2002.

[6] GALINDO A, Schiantarelli F. Does financial liberalization improve the allocation of investment? micro evidence from developing countries[R]. Boston: Boston University, 2005.

[7] ABIAD A, OOMES N, UEDA K. The quality effect: does financial liberalization improve the Allocation of Capital? [J]. Journal of Development Economics, 2008(87): 270-282.

[8] 方军雄. 市场化进程与资本配置效率的改善[J]. 经济研究, 2006(5): 50-61.

[9] 范学俊. 金融政策与资本配置效率[J]. 数量经济与技术经济研究, 2008(2): 3-15.

[10] 应千伟, 连玉君, 陆军. 贷款利率改革与微观资本配置效率[J]. 经济学家, 2010(1): 76-85.

[11] HAUSMANN R, FERNANDEZ E. Is foreign direct investment a safer form of financing[J]. Emerging Markets Review, 2001(2): 34-49.

[12] 罗长远. FDI 与国内资本: 挤出还是挤入[J]. 经济学, 2007(2): 381-400.

[13] 李稻葵, 梅松. 中国经济为何偏好 FDI? [J]. 国际经济评论, 2007(1): 15-16.

[14] 赵奇伟. 金融发展、外商直接投资与资本配置效率[J]. 财经问题研究, 2010(9): 47-51.

[15] YASHENG H. Selling China: foreign direct investment during the reform Era[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

[16] HARRISON A, MCMILLAN M. Does direct foreign investment affect domestic credit constraints? [J]. Journal of International Economics, 2003(61): 73-100.

[17] LUO C. FDI: A visible hand[R]. Shanghai: Fudan University Working paper, 2007.

[18] 罗长远, 赵红军. 外国直接投资、国内资本与投资者甄别机制[J]. 经济研究, 2003(9): 49-57.

[19] 李青原, 赵奇伟, 李江冰, 等. 外商直接投资、金融发展与地区资本配置效率: 来自省级工业行业数据的证据[J]. 金融研究, 2010(3): 80-97.

[20] 张杰. 何种金融制度安排更有利于转轨中的储蓄动员

与金融支持[J].金融研究,1998(12):14-21.

[21]潘文卿,张伟.中国资本配置效率与金融发展相异性研究[J].管理世界,2003(1):16-23.

[22]米运生,程昆.信贷资本配置效率与产权结构——基于中国商业银行的实证分析[J].金融论坛,2007(5):14-18.

[23]于震,刘淼,赵振权.中国金融发展与资本配置效率关联性研究[J].当代经济研究,2009(6):48-51.

[24]ROBERT G King, LEVINE R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence [J]. Journal of Monetary Economics, 1993, 32(3): 513-542.

[25]徐进前.非均衡条件下信贷资源配置选择[J].财经经济,2003(12):42-44.

[26]罗彩云.中国银行业市场化对信贷资金区域配置的影响[J].广东金融学院学报,2004(6):38-42.

[27]卓凯.金融深化与经济效率负相关:基于信贷配置扭曲的解释[J].财经理论与实践,2005(1):35-38.

[28]中国人民银行营业管理部课题组.北京市金融机构信贷资金配置效率研究——对26个主要行业贷款情况的实证分析[J].金融研究,2005(2):69-81.

[29]纪天平.我国西部信贷资金配置效益研究[J].成都理工大学学报:社会科学版,2004(4):68-71.

[30]王义秋,朱强.东北老工业基地信贷资金配置效率问题研究[J].黑龙江对外经贸,2006(1):11-16.

[31]米运生,谭莹.中国信贷资本配置效率的空间差异:基于四大区域及省际面板数据的实证分析[J].财经理论与实践,2007(5):31-37.

(上接第40页)

工真正融入城市社会,提高经济社会地位。在此基础上才有可能形成有助于流动儿童学业发展的价值观,加大经济、文化资本投入,帮助其子女获得学业成就。城乡分割户籍制度严重制约着流动儿童受教育权利,也造成了我国城乡教育差距日益拉大。由于城市教育资源与条件均优于农村,城市理应承担支援农村教育的责任。首先,城市义务教育工作应将流动儿童的入学纳入普九工作的规划、评估及监测中。唯有如此才能将流动儿童教育主流化。其次,城市公办学校还应积极探索符合流动儿童需要的教育教学方法<sup>[11]</sup>,在注重平等性的同时兼顾特殊性。为克服流动儿童在学业上受到的不平等影响,各类非政府公共组织可广泛挖掘社区资源,为流动儿童提供服务。街居组织可以积极培养社区内大学生、退休教师及其他社会成员成为义工或志愿者,广泛开展义工活动、志愿者活动,帮助流动儿童融入城市社会,克服学业困难<sup>[12]</sup>。

参考文献:

[1]高德胜. 城镇化与差生的形成[J]. 外国中小学教育, 1999(4):29-32.

[2]张人杰. 国外教育社会学基本文选[M]. 上海:华东师范大学出版社, 2009.

[3]周序. 文化资本与学业成绩:农民工家庭文化资本对子女学业成绩的影响[J]. 国家教育行政学院院报, 2007(2):73-77.

[4]余秀兰. 中国教育的城乡差异:一种文化再生产现象的分析[M]. 北京:教育科学出版社, 2004.

[5]风笑天. 农村外出打工青年的婚姻与家庭:一个值得重视的研究领域[J]. 人口研究, 2006(1):57-60.

[6]王毅杰, 刘海健. 家庭背景与流动儿童的留城意愿[J]. 南方人口, 2008(4):38-43.

[7]P·布尔迪厄. 文化资本与社会炼金术:布尔迪厄访谈录[M]. 包亚明,译. 上海:上海人民出版社, 1997.

[8]P·布尔迪厄, J·C 帕斯隆. 再生产[M]. 邢克超,译. 北京:商务印书馆, 2002.

[9]王毅杰, 史秋霞. 参照群体下流动儿童的身份意识及成因[J]. 南京工业大学学报, 2008(3):53-57.

[10]史晓浩, 王毅杰. 流动儿童社会化后果及其原因探析[J]. 河海大学学报:哲学社会科学版, 2007(3):28-31.

[11]修路遥, 高燕. 试析民工子弟学校教师的特点及其影响[J]. 河海大学学报:哲学社会科学版, 2007(3):32-35.

[12]周海玲. 论流动儿童教育公平化的策略:文化资本的视角[J]. 教育理论与实践, 2008(9):23-26.

· 简讯 ·

## 河海大学尉天骄教授当选江苏省 写作学会会长

江苏省写作学会第七届代表大会暨学术年会于2011年8月18日至19日在盐城召开。

会议听取了第六届理事会工作报告,完成了换届工作,选举产生了江苏省写作学会第七届理事会。中国写作学会副会长、河海大学尉天骄教授当选新一届江苏省写作学会会长,南京大学康尔教授等11人为副会长,南京师范大学沈国芳教授为秘书长。

(本刊编辑部 供稿)