

金融发展负向经济增长效应的制度约束： 基于文献的评论

周 丹^{a, b}

(浙江财经大学 a. 金融学院; b. 中国金融研究院 浙江 杭州 310018)

摘要: 直观的金融感受可能会与事实的“金融-经济”效应相违背。金融发展与经济增长的非线性关联如何产生,它受哪些因素的影响?文章对金融发展和“金融-增长”关联的文献,从制度互补与约束的角度进行了评论和梳理。研究发现,制度对产权和交易主体权益的保护,是金融功能得以实现的重要保障;信用制度作为一种非正式的制度安排,其能保证交易顺利、缓解融资约束和保障经济增长;金融发展需要效率与公平兼顾,中小企业需要有针对性的制度设计支持;准确度量金融发展是金融发展研究的方法核心,利用制度互补和新的计量方法,经验分析能准确、动态的衡量“金融-增长”关联的制度依赖。

关键词: 金融发展; 经济增长; 制度约束; 文献评论

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2017)02-0027-15

一、引言

从对现实的观察中人们发现,经济越发达,金融资源就会越集中,金融发展的规模也就相应越大。这种直观的感受和人们对金融与经济的初步认识是一致的,即认为金融发展是经济增长的动力和核心,金融和经济之间呈现为正向相关的互动关系。但十分遗憾的是,金融自发的也会脱离实体经济的束缚,呈现非理性的发展与繁荣。而此时,金融发展所发挥的金融功能会区别于理论假说,表现为经济影响的负效应,最终扭曲了金融和经济的原有关系。

我国当前的金融改革过程中,金融发展的非理性倾向较为明显。比如投机炒作的氛围浓厚;资本进入金融业过快、过度;地方金融规划不理性、不科学;互联网金融与民间金融缺乏有效监管等。从国际的角度看,经验和教训也异常深刻、明显。次贷和国际金融危机教育我们,如果处理不好金融与经济的关系问题,一味任由金融衍生发展,而缺乏制度约束和政策监管,那么经济运行的机制与基础就会受到侵蚀,损害长期的经济发展。

金融作为生产性的服务行业,充分利用制度政策来规范其有序发展,自然是合理且必要的。事实上,与金融发展互补互洽的制度环境,正是“金融-增长”正向关联,金融实现可持续发展的条件与保障(Levine, 2004)^[1]。金融改革,除了自身直接汲取经验和教训以外,从他国的实践和理论研究中也能学习、总结经验共识,丰富决策的参考。本文对金融发展和“金融-增长”关联的文献进行了评论与梳理,从制度互补和制

收稿日期: 2016-12-06

基金项目: 浙江省哲学社会科学重点研究基地——浙江财经大学政府管制与公共政策研究中心课题
“金融效率非线性增长效应机制及政府监管政策研究”(15JDCG05YB)

作者简介: 周 丹(1978-),男,湖北武汉人,金融学博士(后),副教授,研究方向为金融发展与金融风险
管理。

度约束的角度,为金融发展策略提供制度设计的借鉴,以及进行深入研究的思路与方向。

二、金融发展与经济增长的非线性关联

关于金融发展与经济增长已有大量的理论与实证研究,从跨国比较、时间序列、面板数据到企业层面的分析。虽然理论上并没有明确的预测结论,但大量的经验证据仍表明,金融发展与经济增长间存在着正向且长期的相关关系。

(一)“金融-增长”的正向关联

虽然存在许多关于金融-增长正向关联的研究结论,但是关于“金融-增长”关联的理论观点却仍然存有明显的分歧。主流观点认为,金融(中介)发展能够将资源配置到技术和效率更高的企业中,提高了资源的配置效益,增强了经济的发展能力,最终实现了经济增长(Levine,1999;Levine & Zervos,1998;Beck,Levine & Loayza,2000)^{[2][3][4]}。Ang(2008)等认为,金融发展会领先和促进经济增长^[5]。

从理论上解释,金融(中介)能增加信用供给,增加投资,减少个人和企业的流动性约束(McKinnon,1973;Shaw,1973;Bencivenga & Smith,1991;Saint-Paul,1992)^{[6][7][8][9]};通过筛选和监督借款人,而将金融资源配置到效益、技术更好的项目中,提高生产率,进而可以促进经济增长(Goldsmith,1969;Greenwood & Jovanovic,1990)^{[10][11]}。Levine(1997)认为金融系统能够降低信息和交易的成本,有利长期的经济增长。他把金融功能抽象为五个方面,即“收集投资与信用信息、影响公司治理、提供风险管理、动员储蓄和方便交易”。这些功能的实现最终都有利于投资决策及投资行为的达成,直接或间接的促进了经济增长。

具体来看,金融发展及其金融功能的实现,增强了企业以致国家的经济增长潜力;通过筛选和监督投资,增强了投资效率,提高了资本边际生产率;而金融功能与必要信用制度的结合,又保证了融资与贷款的质量水平。

对企业而言,金融发展降低了企业及其所属行业的外部融资成本。而之所以能降低外部融资成本,是在于金融发展会采纳更严谨的会计准则及信息披露规则,影响和施行更规范的公司治理制度(Rajan & Zingales,1999;Benfratello et al.2008)^{[12][13]}。

总体来说,金融部门越发达,就能越动员更多的储蓄,形成金融资源,并转化为对实体经济的投资。金融发展破除了“低收入陷阱”,缓解了企业或个人的流动性窘境,鼓励其投资更高生产率的行业(Bencivenga & Smith,1991;Saint-Paul,1992;Levine,1992)^{[8][9][14]}。King & Levine(1993)的研究假设认为,金融市场和金融中介的发展程度是经济增长的决定性因素之一^[15]。而此后大量涌现的实证研究,为其提供了广泛且多角度的经验证据(Beck & Levine,2004;Hassan et al.,2011;Kendall,2012)^{[16][17][18]}。

(二)“金融-增长”的负向关联

大部分理论研究都支持金融发展的正向经济功能,因而提出金融发展负向经济影响的理论,其观点及贡献反而更显学术价值。Blackburn & Hung(1998)的理论模型就描述了“金融-经济”间存在有双向的因果关系^[19]。持“金融-增长”负向关联的核心观点,认为金融发展(特别是银行发展)通过资源分配会提高储蓄回报,因此可能导致储蓄率的降低,而当储蓄与投资之间的外部效应也十分明显时,那么金融发展的结果,就可能形成对长期经济增长效应的阻碍(Beck & Levine,2004)。

实证研究中,也不乏实证结果证明:金融和经济增长的相关关系并不明显,甚至出现负向关联的情况。如Ram(1999)的研究就认为,“金融-增长”的关联是不确定的^[20]。因为在经济体间,存在着巨大的特质结构差异,如果考虑了这些特质结构差异的影响,那么金融发展对经济增长的影响,实际可能微不足道,甚至还可能构成负面影响。Khan & Senhadji(2003)的研究更指出,当应用面板和时序数据研究某些亚洲的经济体时,金融发展(银行发展)的影响会变得并不显著^[21]。他们给出了三个理由:(1)银行发展与经济增长之间可能存在非线性的相关关系;(2)金融发展相对经济增长,其实际变化非常缓慢,解释能力当然也就有限;(3)金融发展的度量指标也不足以精确地衡量金融市场的变化,特别是结构性的变化特征。Arestis et al.(2001)从银行间接融资与股市直接融资相互替代的角度给出了另一种解释,他们认为当企业从股市中获得

了更多融资时,那么银行信贷就会相应地减少,随着金融发展,资本市场渐趋成熟,银行发展受到挤压和冲击,由此造成银行发展与经济成长的结果之间关系并没有那么紧密,相关性也变得并不显著^[22]。

Levine(2002)对于银行发展可能会阻碍经济增长给出了三个方面的解释^[23]:其一,当银行对企业具有巨大影响力,乃至影响到其投资或债务决策时,银行发展便会侵蚀企业利润,阻碍中小企业成长;其二,银行信贷本质就偏向于审慎,因而其对企业的风险项目、对于企业创新,可能较难给予有力支持;其三,由于信息不透明,银行和关系企业可能结为利益共同体,为自身权益而损害了其他投资人和债权人的正当合法利益(Black & Moersch,1998)^[24]。

同样,单纯的股市发展也可能形成对经济增长的阻碍作用。Stiglitz(1985)认为,股市的流动性并不能提供企业信息或加强公司治理^[25]。Bhide(1993)更进一步强调,股市的高流动性还会减少投资者监督、约束公司经营的激励^[26]。Devereux & Smith(1994)证明,资本市场的风险管理和风险分散功能,及其对金融中介机构的替代,实际可能导致储蓄率的降低,从而让经济增长放缓^[27]。De Long et al.(1989)从行为金融学的角度指出,资本市场的过度投机机会增加市场的噪声交易,噪声交易会降低资源配置的效率^[28]。而当资本市场中的兼并收购纯粹由资本力量来主导时,资本市场的资源配置功能也将被扭曲,有损经济增长机制的形成(Summers,1988)^[29]。Mayer(1988)更直接指出,如果股票市场的证券发行不能直接有利于企业投资的形成,那么资本市场发展就不会促成最终的经济增长^[30]。

(三)“金融-增长”的非线性关联

最近的研究发现(Rioja & Valev,2004a;2004b;Coricelli et al.,2008;Law et al.,2013)^{[31][32][33][34]},金融发展对经济增长的影响在某些经济状况下仍具有不确定性,其关系呈现出非线性的变化(赵振全等,2007;Cecchetti & Kharroubi,2012),但众多研究并未形成较一致的结论^{[35][36]}。

Law et al.(2013)通过跨国比较和门限回归发现,只有当制度质量达到一定的门限标准时,金融发展才会对经济增长产生正向、显著的影响,而在此之前金融发展的增加影响并不存在。Arcand, Berkes, & Panizza(2015)等的研究则发现,金融发展的增长影响对发展中国家作用最大,对高收入国家则会弱化、不显著,甚至转成负向。他们还测算了这一倒U型变化的临界条件,临界条件显然指向了经济发展的高收入阶段^[37]。

如何解释非线性的倒U型变化,文献提供的解释是:第一,对于金融发展的度量比较粗糙,较难描绘金融业务的“非中介”化发展,较难捕捉金融效率提升所形成的经济影响(Demirgüç - Kunt & Huizinga,2010)^[38];第二,金融发展的增长机制是通过资源配置来提高整体生产率,接近生产前沿线的经济体其生产率已相对较难提高,因此增长效应会变得不明显(Aghion et al.,2005)^[39];第三,非线性是由于信用供给的主要对象不同,从中获取的贷款收益及其增速存在着差异。如发展中的经济体信用供给主要以企业为对象,高收入经济体则以个人家庭作为贷款的主要贷款对象(Beck et al.,2014)^[40];第四,高收入经济体的金融体系相对实体经济显得“过大”,它们获取高额的“信息租”收益的同时,也与实体经济形成竞争关系,争夺发展所需的人力及其他“稀缺资源”(Philippon,2012;Bolton et al.,2011)^{[41][42]};第五,由于“过大”的金融体系往往会获得额外和更多的安全补贴,因此它们倾向于更大的风险承担,扭曲了金融发展的增长影响,乃至危及其自身的金融安全。

这些解释通过跨国比较,从各国不同制度环境的角度,比较了不同经济发展阶段的金融发展差异,为“金融-增长”的非线性关联描绘了经济发展与金融功能演进的关系结构变化图,拓宽了人们对金融发展观的局限认识。

三、金融发展门槛增长效应的制度门槛

从对“金融-增长”关联的研究当中可以看到,不管是金融正向经济功能,还是负向功能,其功能实现都需要经济金融条件的支持。而之所以存在有不同的“金融-增长”效应,背后的原因可能正反映了制度条件的影响及其所发生的变化(Levine,2004)^[1]。

如Rousseau & Wachtel(2002)的研究发现,对于经历高通货膨胀的经济体,金融发展的功能会弱化,金

融对经济的支持会随之减弱^[43]。Minier(2003)则发现,当市场资本化率的水平还相对较低时,资本市场发展也不能对经济增长发挥明显的支撑^[44]。Rioja & Valev(2004)利用74个国家或地区的数据进行了检验,这些经济体间的金融、经济的差异变化,显著证明了“制度是必要条件”的理论假设。因此关于金融功能的实现已基本形成理论共识,即一个国家或地区如果需要通过金融来促进经济增长,就必须要有制度环境来作为基本保障。而由此,针对怎样的制度条件才会达成预计的政策目标?金融发展会怎样具体影响和改变经济主体的行为决策?金融发展对经济增长的作用机制究竟如何?这些问题都已成为“金融-增长”关联深入分析的研究焦点。

(一) 金融自由化与金融去管制的影响

金融去管制,放松对价格、利率、汇率和资本的管制,实现金融的自由化。虽然较符合市场、自由经济的思想精髓,但对于大多数国家来说,特别是后发的、发展中国家,金融自由化却并不会必然导致经济增长。金融自由化对于“金融-增长”正向关系的影响需要有成熟、完善的制度体系(或经济传统)作为保障,否则快速的金融去管制反而必然会带来投资过热,热钱产生,特定情况下甚至导致银行风险和金融危机的爆发(Demirgüç - Kunt & Detragiache 2010; Tornell et al. 2004; Henry 2000)^{[45][46][47]}。

Dehejia & Lleras - Muney(2007)对美国1900-1940年间的银行制度改革进行了对比分析^[48]。在这期间,美国各州陆续放松了州层面对银行开设分支机构的限制,并推出了存款保险制度。40年间这两项制度改革的经济成效却截然不同,放开设立分支机构限制加速了农业机械化和制造业增长;而存款保险制度则因为金融扩张导致了风险贷款数量的增加^①,实际带给工农业增长以负面的影响。

He(2011)用金融自由化改革替代金融发展,发现金融改革与经济增长之间也存在着倒U型的变化关系^[49]。他给出的解释是:金融改革对经济增长的影响是通过改变企业和居民间的产权分布来得以实现。放松金融管制给予了个私企业以更大的创新激励,随着(中国)渐进金融改革的逐步深入,企业的产权份额(相对居民)逐渐提高,经济实现增长。企业被激发的创新、创业精神成为经济增长的原因及动力源泉(李宏彬等 2009)^[50]。但对于负向经济增长效应的形成,He(2011)的研究并未给出具体解释,而只将其归因于边际效应的下降。对金融自由化政策的经济影响机制和影响渠道也未做出进一步的理论分析。

从研究结果可以看到,金融自由化和去管制通常并不必然导致经济增长,相反在缺乏有效监管的条件下,短期大规模创造的货币与金融资产还极易诱发信用风险,实际损害长期经济增长。

(二) 关于法律规范、执法效率与制度质量水平的影响

La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer & Vishny(1997, 1998, 简称为LLSV)作为有代表性的论述,完整考察了法律规范(起源)对股东和债权人的保护及对金融发展的约束^{[51][52]}。LLSV(1997)认为,法律制度体系能决定金融发展,并进而影响经济增长。当一国拥有能保护其股东权益的法律制度体系时,其也会获得更有效、更具价值的资本市场发展,其中上市公司数量更多,且更具公司治理能力。

Beck et al.(2000)的研究利用法律规范、执法效率和信息披露作为金融发展的工具变量,通过实证也证明了,法律制度及其执行力能更有效推动金融中介发展,加速长期的经济增长。而且当制度对股权、债权能够进行较好保护,制度的执行力更强,会计信息披露制度更完善,金融中介发展的规模也倾向越大^[53]。

如果制度无效,增加的信用供给并不能保证被投放到有效率的生产项目上,金融发展的择优机制会在某种程度上遭受限制(Jappelli et al. 2005; Moretti 2014)^{[54][55]}。Law et al.(2013)^[34]的研究证明,金融发展会因为受制度质量的影响而发生增长效应的非线性变化。但他们的研究与已有文献不同,他们将“非线性”归因于一国制度质量的门槛效应,这一效应还主要发生于经济发展时期,与处于接近生产前沿面的经济发达情形根本不同。

可见制度对产权和交易主体权益的保护,以及包括它的执行力度是金融得以健康发展的关键,同时也是金融功能是否能得以实现的制度保障。

① 因为存款保险制度降低了银行放贷的成本,银行贷款量增加,风险贷款的处置成本降低,由此引发了银行等中介机构的道德风险。

(三) 货币、金融危机和信用制度环境

货币和金融危机显然会损害经济增长和金融发展,破坏二者之间的互动关联关系。但值得一提的是,货币乃至金融危机本身可能就与金融发展的缺陷紧密相关,Kaminsky & Reinhart(1998)发现一国货币或金融危机的产生恰恰是由金融自由化的发展所致^[56]。而 Bonfiglioli & Mendicino(2004)表明,一国金融体系越开放、制度越健全,其所可能遭受的风险冲击危害就会相对越小^[57]。

Hansen & Sulla(2013)通过对拉美各国信贷增长(2004-2011年)的考察,发现信用增长如果缺乏金融资源基础(存款规模),其结果往往会损害经济增长机制(择优与资本形成);信用正缺口(相对GDP)形成并偏离其长期趋势,金融发展脆弱性,为危机爆发埋藏了不确定性风险^[58]。Hahn et al.(2012)也观察到,金融机构对非存款性资金的大规模使用和依赖会成为银行危机的先导^[59]。

与法律规范等正式制度不同,信用制度环境作为一种非正式的制度安排,其能对正式制度形成某种替代,在正式制度不完善、不成熟时,起到保证交易(契约)进行(North,1994)^[60],缓解融资约束和保障经济增长的重要作用。特别是信用环境常常和货币、金融危机紧密相连,当危机未发生或还处于潜伏状态时,信用制度环境本身就成为联系危机与可持续发展之间的制度“纽带”。完善健全的信用制度会影响银行等金融机构的信贷决策,改变金融发展的深度以及投融资决策的效率,从而也构成了约束“金融-增长”关联的重要外部制度之一。

(四) 市场和经济条件的制约

市场条件的影响,会对企业生产率和金融风险承担造成实质性的影响(Agostino & Trivieri,2010; Loutsikina & Strahan,2013; Ahmed & Mmolainyane,2014; 林毅夫、徐立新,2012; 杨天宇、钟宇平,2013)^{[61][62][63][64][65]}。我们将其分成三个方面分别进行阐述:

1. 银行竞争和金融集中度对“金融-增长”关系的影响

银行市场结构的传统观点支持新古典经济学的基本逻辑,即认为竞争有利于效率提高,使经济主体能从中受益(Pagano,1993; Guzman,2000)^{[66][67]}。但传统观点又已受到了许多质疑,一方面的研究认为,金融集中度更高,或银行竞争少一些,银行会获得自主性更大的差别定价权,为了与企业构建长期合作关系,高集中度下的银行会让中小与新建企业获取初始成本很低的贷款支持,这为企业成长更为有利(Petersen & Rajan,1995; Agostino & Trivieri,2010)^[68]。并且,银行竞争程度越高,银行的客户信息会更为分散,对客户的筛选效率反而会因此而降低,贷款遭遇逆向选择和道德风险的概率也会相应增加(Shaffer,1998; Marquez,2002)^{[69][70]};而另一派观点却认为,银行竞争和金融集中度对“金融-增长”的影响具有不确定性的后果,因为正面影响(更多的信贷供给)和负面效应(更低的信贷质量)都同时实际存在(Cetorelli & Peretto,2000; Hauswald & Marquez,2006)^{[71][72]},最终的影响结果要取决于经济发展和制度质量的不同而形成的外部、差异化约束(Ahmed & Mmolainyane,2014)^[63]。

2. 金融结构的适应性演变(Boyd & Smith,1998; Aghion et al.,2005; Lin, Sun & Jiang,2009; 林毅夫、徐立新,2012)^{[73][74]}

金融结构的研究已不再局限于直接融资与间接融资间的优劣比较,金融结构的内涵已获得了扩展,不但包括融资模式的演变,而且还包括对金融机构市场结构(银行业结构)、商业模式、竞争程度和相关监管政策的具体考察;从原来静态的看待金融结构,转变为动态、内生的把握金融结构演进的政策逻辑。这一系列研究认为:与经济发展阶段相对应,存在着与之适应的金融结构形式,这一金融结构能更加有效的实现金融功能。根据要素禀赋结构和产业结构的改变,最优或最适的金融结构可以作为独立经济变量进行监控,进行必要的适时调整(林毅夫、姜烨,2006; 罗文波,2010)^{[75][76]}。

3. 经济条件对“金融-增长”关联的制约

(1) 经济发展水平不同,会决定“金融-增长”关联的作用性质,如 Deidda & Fattouh(2002)和 Hassan et al.(2011)的研究指出,经济发展水平高的高收入国家会面临正向的“金融-增长”关联,而中低收入国家则通常都仍然会处于“金融-增长”负向关联的窘境^[77]。Yilmazkuday(2011)甚至还具体测算了这种关联效应

正负转折的临界点,当人均收入高于 665 美元时(以 1995 年美元为价格基准),经济发展会从金融发展的进程中受益;而当收入超过 1636 美元,金融发展的正向功能便逐渐弱化,以至发生负向的“金融-增长”关联^[78]。

(2) 通货膨胀水平会制约“金融-增长”的正向变化关系,因通货膨胀增加了相对价格变化,不利于长期投资,进而损害经济发展(Rousseau & Wachtel, 2002; Rousseau & Yilmazkuday, 2009; Yilmazkuday, 2011)^{[43][78][79]},但也有研究认为通货膨胀并不会形成对“金融-增长”关系的实质影响(Herwartz & Walle, 2014)^[111]。

(3) 政府规模应与经济发展(水平)实现反向变化^①,即政府开支应随经济发展水平的提高而逐步缩小其规模,否则政府规模并不会对金融和经济的良性互动(Yilmazkuday 2011)^[78]。

(4) 外贸开放程度对于发展中的经济体意义重大,更利于其获取原材料、技术及外部市场;但对已拥有较大国内市场的发达经济体来说,外贸和开放的金融体系往往更易受到外部冲击,外贸开放程度本身对“金融-增长”效应的影响已不再具有决定性的作用(Yilmazkuday 2011)^[78]。

(五) 金融发展与制度环境对企业成长的影响

Tressel(2003)强调在一个经济的发展初期,金融支持至关重要,如果缺乏适当的金融资源配置,那该经济的“金融-增长”关系就很难形成;而如果多种形式的金融发展能够出现并相互补充,那“金融-增长”的关联互动就将更为显著^[80]。

在转型升级的初期,创新往往从中小企业获得突破口(Acemoglu et al. 2002; Beck et al 2005)用金融发展和法律约束对不同规模的企业进行了制度约束效应的差异比较^{[81][82]}。研究证实了,金融发展及其法律、制度质量会更有利于中小企业融资,从而为中小企业创新构造更为有利的制度环境与条件。从理论上解释,金融发展、法律规范和制度腐败会影响、制约企业的成长,但这一制约效果会因受制约企业的规模大小不同而形成差异。小企业通常更易受到金融约束,但反过来,小企业也从金融发展和制度创新中获益更多。这就意味着,金融发展的过程,既需要效率也需要公平,尤其是对金融资源的普惠与机会的均等。

在制度设计上,有时能显著制约企业发展的制度(体系),实际和企业自身的感受并非完全一致。如真正制约企业发展的制度特征有:(1) 业务办理难、业务办理效率低下;(2) 需要“特殊关系”才能获取金融支持;(3) 交易中的贿赂与回扣;(4) 抵(质)押品的要求;(5) 制约企业成长的金融环境:高利率水平和银行系统缺乏流动性。而被企业自身感受为制度约束,但实际制约效果却并不显著的制度政策有:(1) 较难获得长期的银行贷款;(2) 法院裁判和司法执行的效率较低;(3) 交易中的额外收费与乱收费。

Beck et al. (2005) 等研究区别于传统金融发展研究的特点是:它们从企业层面以及企业规模的视角,对制度功能做了基于广泛微观数据的实证检验,这既提供了较为可信的实证依据,同时也为解决中小企业融资约束提供了制度决策的参考。

(六) 金融发展负效应的微观基础与信用制度对法制的替代效应

金融发展负效应的微观基础存在于:(1) 信用制度对银行资产组合的影响;(2) 信用环境对中小企业商业信用替代效应的影响;(3) 信用环境差异对大型、垄断企业影子银行行为的影响。理论观点详述如下:

首先,研究表明信用环境和金融发展的差异会影响金融机构的放贷行为。Qian & Strahan(2007)对银行贷款契约的研究表明,债权保护较强的国家,银行贷款具有相对较长的期限及更低的利率^[83]。Bae & Goyal(2009)的研究则相反的指出,债权执行较差的国家,银行会相对缩减贷款数量、缩短贷款期限并提高贷款利率^[84]。Haas et al. (2010)的研究也证明,债权保护较好的地区,银行会更多地发放抵押贷款^[85]。刘凤委等(2009)的研究发现,在信任度较高的地区,企业可以采取低成本的商业信用模式,在交易中花费较少的预付款和营销费用^[86]。钱先航、曹春方(2013)则是直接针对我国证明了信用环境会影响银行的贷款组合,信用环境越好,信用贷款、个人贷款和短期贷款会发放的更多。对信用环境较差的地区来说,银行更会要求提供

① 理论的解释,是政府投资挤出了私人部门有效率的经济活动。

担保,金融约束的显著性明显更强^[87]。

其次,在信用条件的约束下,金融发展会促进商业信用的繁荣。对于受金融约束的企业而言,商业信用成为了替代融资的来源。Allen et al. (2005) 认为,民间借贷、商业信用作为中国民营企业的替代融资来源,弥补了中国法律体系和金融发展的不足,推动了中国经济的高速增长^[88]。Ge & Qiu (2007); Cull et al. (2009); 陆正飞、杨德明 (2011) 的研究也都证明了商业信用的融资功能^{[89][90][91]}。但正如江伟、曾业勤 (2013) 所指出的,商业信用作为银行信用的替代融资来源可能还有争议,但其根本原因在于对不同类型企业应该分别进行理论检验^[92]。

而王永钦等 (2015) 的研究则强调,金融发展欠发达和投资机会缺乏会促使很多非金融企业去从事实质性的金融中介活动(即将从银行获得的借款再放贷给其他企业)^[93]。而这些将银行信用转为商业信用的企业不同于受融资约束的中小企业,而多是国有或大型、上市企业(Shin & Zhao, 2013)^[94]。国有企业(或大型企业)相对于民营企业(或中小企业),会更多地、深入参与影子银行活动;成长型的公司则相对的会较少参与到纯转贷的业务当中。

最后,Beck (2014) 也提出,金融发展负效应的微观基础在于信用供给对象的不同^[95]。如发展中经济体,信用供给对象主要是企业;高收入和发达经济体,则以个人、家庭作为主要的信贷支持对象。两者间贷款收益及其增速的差异导致了金融发展的负效应及金融效率的变化。

四、发展中和转轨经济体的金融抑制与法制环境制约

发展中经济体表现出了更多的金融发展差异,其金融发展水平相对薄弱,面对的制度环境尚不成熟和稳定,因而相应的法制环境也深刻区别于发达经济体所具备的法制传统。对于LLSV的法律起源外生的观点及其研究范式,不少学者也提出了质疑(Cheffins, 1999; Coffee, 1999; Pistor et al. 2000 等)。

Cheffins (2001) 认为,市场中投资者所形成的自律监管实际可以成为法律制度保护的某种替代。而实际上在20世纪前期的大部分时间里,英国的司法制度并未形成对中小投资者的有效保护,这和LLSV强调的法律对所有权和控制权的影响并不一致^[96]。Coffee (1999) 指出,法律的变革总是滞后于金融发展过程,对于金融发展的需求,法制改革常是因应作出,而非相反。19世纪的美国金融发展也表明,即使缺乏相关的法律约束,上市公司也往往会约束自身以保障中小股东的利益^[97]。在Coffee (1999) 看来,私人领域的自律监管能够部分替代立法与法律的功能,在金融市场领域达到分散股权,保护中小股东利益的作用。

Pistor et al. (2000) 强调,执法效率比书面的法律条文更能有效解决金融(市场)发展的缺陷;对于发展中的经济体或者处于体制转轨的金融发展来说,法律制度的适应性^①常常比法律起源和法律制度本身更加重要的多^[98]。作为影响和制约制度规范的法制体系,“法与金融”领域的研究者越来越倾向于认为,法律、制度、规范是内生于金融与经济的发展,它们是经济主体自我约束的博弈结果,是对经济行为模式的强化和巩固。让法律制度顺应经济主体的自主行为,这一改革模式往往会获得更优的制度政策效果(曾康霖、余保福, 2005)^[99]。

(一) 发展中经济体的金融抑制与法制环境制约

金融功能的核心是将稀缺的金融资源进行有效率的资源配置,将各项生产要素进行组合,并投入到效率、效益更高的生产项目当中。金融发展要实现正向的经济增长作用,需要通过金融要素(配置)来调动新思想、新技术,促使富于创新的企业家精神能够得以不断涌现。然而,对于转轨和发展中的金融体制来说,法律制度的供给却常常和金融抑制现象同时并存。不断增长的法律制度体系却未能必然实现金融与经济关系的健康、成熟、稳定发展;甚至也未能最终达到解除金融抑制、实现经济增长的根本目的(卢峰、姚洋, 2004; 黄韬, 2013)^{[100][101]}。从法制角度分析,可概括为三个方面:

① 指学习和移植的法律制度需要适应引进国的国情,否则移植的法律制度并不会像起源国的原有法律一样,起到原本应有的制度规范作用。

1. 对法律制度的回应不足 金融抑制导致创新不足

对于金融法律制度的供给 需要有相应的金融立法需求。然而金融立法不能盲目移植 需要积极适应经济、金融主体的权利诉求,以消除金融抑制 加强金融深化和满足核心金融功能的实现。历史和实践表明,对财产权利的保护是法律制度发展的前提和基础,维护经济主体的自由选择权、公民财产权和自律监管权,是解除企业家融资权利限制,形成政府、企业良性互动,和鼓励经济创新的前置条件(杨旭,2012;武志,2014)^{[102][103]}。

2. 执法不公引致金融排斥

在形成制度约束的法制环境中,法律条文常常与现实的金融执法相差巨大。实际起作用的金融制度常常以“隐性规则”存在,法律条文反而被束之高阁、形同虚设。这些有违法律和契约精神的金融执法同时也很容易催生“选择性执法”和“运动式执法”的执法不公。执法不公恶化了原本的金融生态,更加剧了对民营经济和中小企业的金融排斥(黄嵩,2007)^[104]。而执法公正、金融包容恰恰也是形成良好制度环境,给经济增长释放创新活力的根本保障。

3. 司法不独立导致金融发展分割

司法体系最大的价值在于维护金融法律、制度的公正,但发展中经济体的司法体系缺乏独立性,这一方面使得法律制度对金融主体财产权利和契约自由的承诺受到威胁,另一方面也导致地方政府通过影响和干预司法,形成金融市场分割的发展局面(陈刚、李树,2013)^[105]。由于企业投资、借贷,金融要素的异地资源配置,都受到了重重阻碍,因此这在加大地区金融发展差异的同时,也损失了发展效率和对创新活动的有力支持。

(二) 金融制度的转轨与司法体制的改革

针对金融抑制,发展中经济体在进行制度和司法改革的进程中,不应只看重法律条文的完整、完备,也更应加强对执法效率、执法公正以及对制度需求回馈的政策落实(江春、李安安,2016)^[106]。法律条文(法律传统)虽然影响金融发展,但金融制度乃至金融立法对经济发展和国情的适应性才更凸显司法改革的价值(曾康霖、余保福,2005)。

改变金融抑制政策,确保对财产和契约自由权利的保护;制定标准、放宽行业准入,并强化对司法独立的政体改革,这是解除金融发展制度及法制约束的必由之路(白江,2014)^[107]。

五、金融发展经济增长效应的实证方法——制度约束的视角

对于“金融-增长”关联,和金融功能经济增长效应的研究,大多采用了经验分析的研究方法,其中获得的理论进展也相对更多。对这些实证方法进行梳理和比较,能窥见金融发展研究的思路及其所存在的问题。

在金融发展的研究中,最难解决的是对金融功能的准确度量,即如何客观衡量“收集信用信息,影响公司治理,便利风险管理,动员储蓄和方便交易”等金融功能的实现。而这一问题贯穿了实证研究方法演变的始终。

(一) 跨国的比较

经济增长为何会形成巨大差距?金融发展(含金融中介和金融市场发展)是否影响和导致了经济增长?为解答这些问题,“金融和增长”研究较早且较普遍的采用了跨国比较的研究方法(Goldsmith,1969)。但较早的研究并没有系统控制影响经济增长的其他因素,没有强调金融发展对生产率以及资本积累的影响,因而在方法上无法有效识别金融发展与经济增长的因果作用关系。而自 King & Levine(1993)的研究后,实证模型中逐步加入了更多的控制变量(即公式(1)或公式(2)中的 X 所代表),替代“人均收入、教育、政策稳定性、汇率、贸易、财政和货币政策”等因素的影响(也称条件信息集)。而 Levine & Zervos(1998)的研究将股票市场加入了对金融发展的衡量,引起了后续研究对债券市场和非银行金融机构的关注。La Porta et al.(2002)则利用商业银行公共产权比例这一指标,加强了对金融发展功能实现的度量^[108]。

$$G(i) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon \quad (1)$$

$$G(j)_{it} = \alpha + \beta F(i)_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(二) 工具变量的使用

由于金融发展指标的内生性,因而实证的计量方法就更多利用了工具变量法,以实现模型参数的准确估计。La Porta et al. (1998) 和 Levine, Loayza & Beck (2000) 利用法律起源的差异作为金融发展的工具变量,而通货膨胀(Beck 2008),有计划的信用投放(Paravisini 2008),存款、人口密度、金融机构密度等,在适当条件下也都被用作实证模型回归的工具变量(Kendall 2012) ^{[109][110]}。

(三) 面板数据模型、时间序列模型和典型案例的研究

自 Levine, Loayza & Beck (2000) 的研究,动态面板模型也开始应用于“金融-增长”的研究。由于动态面板模型同时利用了截面与时序变量的信息,较大程度克服了遗漏变量问题,并且提供了解决内生性问题的新方法和新工具(利用 Arellano & Bover, 1995 的系统估计法),因而相比传统模型,在数据充分的基础上动态面板模型提供了更为准确的参数估计。为估计金融和增长的因果关系影响,时序模型也被应用得越来越广泛,VAR(Arestis & Demetriades, 1997)、VECM 和 ARDL 等模型是被应用得最广泛的典型代表之一(Cecchetti & Kharroubi 2013; Kiprop et al. 2015)。

Jayaratne & Strahan (1996) 和 Dehejia & Lleras - Muney (2007) 则有代表性的利用了制度变迁的自然实验,从制度约束的角度阐释了金融发展影响经济增长的渠道和机制。而由此,双重差分法、三重差分法,以及处理效应模型也逐步被引入到对金融发展政策效应的研究当中(Berkowitz et al. 2014)。

(四) 制度互补方法和函数参数估计方法

针对制度环境的外部约束和影响, Amable (2000)、Aoki (2001)、Boyer (2005) 和 Gagliardi (2009) 等将制度环境变量和金融发展结合起来,提出了制度互补的研究方法。他们的观点是,如果制度有效,那么制度对金融发展的影响绝不仅是边际或外在的作用,它会强化在制度条件下金融发展的功能实现。相比单独的制度或金融发展,特定制度约束下的金融发展应该具有更显著的经济增长效应。因而利用制度互补的思路,金融发展研究能实证检验制度政策的效应大小及其作用性质。

相比构造交乘项来检验制度变量的边际影响, Cai et al. (2000) 和 Herwartz & Xu (2009, 2014) 利用半参数法,来计算原模型参数(即控制了制度变量的金融发展模型)基于制度条件(ω)的核密度估计值 $\hat{\beta}_1(\omega)$,这将制度的影响转化为了依观察值和时间而变的“变量”。根据估计值 $\hat{\beta}_1(\omega)$ 是否随 ω 变化而落入95%的置信区间之外,实证模型即可判断“金融-增长”关联是否对制度条件存在依赖,以及依赖关系的变化范围^①^[111]。

六、结论

无论是经济增长理论还是金融发展理论,主流的研究观点均认为,金融要素是经济发展驱动力的重要一环,金融发展对经济增长意义重大。但周期性的金融危机和各国“金融-增长”关联的巨大差异,也让人们对金融发展的功能于谨慎中不禁产生质疑。对文献的梳理我们可以看到,金融影响经济,在促进作用的同时也潜藏着负向的影响机制,随经济发展水平的提高,正负作用间的力量对比还会发生根本转变。

用金融发展来解释经济增长,研究金融发展(含效率发展)的经济增长机制,就必须关注金融效率和金融功能的变化。Koetter & Wedow (2010) 的研究指出,金融发展的经济增长效应更加依赖于金融发展的“质量渠道”,而非“规模渠道”,度量金融发展的主要指标(私人部门信用/GDP)并不能准确度量金融效率发展的变化^[112]。而金融效率正是“金融-增长”关联性质的决定性因素。

金融效率和金融功能的变化,起制约作用的不仅只是新古典分析的“边际效用递减”,而还受制度环境是否互补、互洽的制度约束:(1)金融去管制并不必然带来经济增长,短期大规模的信用创造还极易诱发金融风险,损害长期的经济增长;(2)制度对产权和交易主体权益的保护,是金融功能得以实现的重要保障;

① 落入95%的置信区间之外,说明“金融-增长”的长期效应存在对制度条件的依赖关系。

(3) 货币和金融危机内在与金融发展紧密相连,信用制度作为一种非正式的制度安排,其能保证交易的进行、缓解融资约束和保障经济增长;(4) 金融市场结构和经济条件对“金融-增长”关联具有不确定性的影响,会受到经济发展水平和制度质量^①差异的约束,最适金融结构则可以发挥经济的相对优势,从而带动了金融资源配置效率的提升;(5) 金融发展过程既需要效率也要兼顾公平,中小企业是创新的来源,它们也更容易从金融发展的过程中受益,因此有针对性的金融制度设计是必要且必须的;(6) 金融发展负效应的微观基础在于信用制度环境会对银行资产组合、企业商业信用替代和影子银行行为都会造成实质性的影响;(7) 对发展中的经济体来说,法律起源外生的观点可能并不正确,改变金融抑制,确保财产和契约自由的权利,以司法独立来确保对金融发展制度和法制约束的解除。

在研究方法上,准确度量金融发展,客观衡量金融功能及判断金融与增长间的因果关系,始终是金融发展研究方法演变的核心。利用制度互补的思路和方法,采用半参数估计,经验分析能够更细微、动态的判断“金融-增长”关联对制度环境和制度条件的依赖。

参考文献:

- [1] Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence [J]. NBER Working Paper 2004(10766): 1-116.
- [2] Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda [J]. Journal of Economic Literature, 1999, 5(3): 413-433.
- [3] Levine R., S. Zervos. Stock Markets, Banks, and Economic Growth [J]. American Economic Review, 1998, 88(88): 537-58.
- [4] Beck, T., R. Levine, N. Loayza. Financial Intermediary Development and Growth: Causes and Causality [J]. Journal of Monetary Economics 2000(46): 31-77.
- [5] Ang J. A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth [J]. Journal of Economic Surveys 2008, 22(3): 536-576.
- [6] McKinnon R. Money and Capital in Economic Development [M]. Washington: Brookings Institution, 1973.
- [7] Shaw E. Financial Deepening in Economic Development [M]. London: Oxford University Press, 1973.
- [8] Bencivenga, V., B. Smith. Financial Intermediation and Economic Growth [J]. Review of Economic Studies, 1991, 58(2): 195-209.
- [9] Saint-Paul, G. Technological Choice, Financial Markets and Economic Development [J]. European Economic Review, 1992, 36(4): 763-781.
- [10] Goldsmith R. Financial Structure and Economic Development [M]. New Haven: Yale University press, 1969.
- [11] Greenwood J., B. Jovanovic. Financial Development, Growth and Distribution of Income [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(5): 1076-1107.
- [12] Rajan R., L. Zingales. Financial Dependence and Growth [J]. Social Science Electronic Publishing, 1999, 88(3): 559-586.
- [13] Benfratello, et al. Banks and Innovation: Microeconomic Evidence on Italian Firms [J]. Journal of Financial Economics 2008, 90(2): 197-217.
- [14] Levine R. Financial Intermediary Services and Growth [J]. Journal of the Japanese & International Economies, 1992, 6(4): 383-405.
- [15] King R. G., R. Levine. Finance, Entrepreneurship and Growth [J]. Journal of Monetary Economics, 1993, 32(3): 513-542.
- [16] Beck, T., R. Levine. Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence [J]. SSRN Electronic Journal 2004,

^① 体现在金融监管政策的有效性上。

- 28(3): 423 – 442.
- [17] Hassan M. K. ,et al. Financial development and economic growth: New evidence from panel data [J]. The Quarterly Review of Economics and Finance 2011(51): 88 – 104.
- [18] Kendall J. Local Financial Development and Growth [J]. Journal of Banking & Finance 2012 36(5): 1548 – 1562.
- [19] Blackburn ,K ,V. Hung. A Theory of Growth ,Financial Development and Trade [J]. Economica ,1998 ,65 (257): 107 – 124.
- [20] Ram ,R. Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence [J]. Journal of Development Studies ,1999 35(4): 164 – 174.
- [21] Khan ,M. S. ,A. S. Senhadji. Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence [J]. Journal of African Economies 2003 ,12(suppl 2): 89 – 110.
- [22] Arestis ,P. ,P. O. Demetriades ,K. B. Luintel. Financial Development and Growth: The Role of Stock Markets [J]. Journal of Money Credit & Banking 2001 33(1): 16 – 41.
- [23] Levine ,R. Bank – Based or Market – Based Financial Systems: Which is Better? [J]. Journal of Intermediation 2002(11): 398 – 428.
- [24] Black S. ,and M. Moersch. Financial Structure Investment and Economic Growth in OECD Countries [M]. in “Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo – American Models” ,Eds: Stanley W. Black and Mathias Moersch ,New York: North – Holland Press ,1998: 157 – 174.
- [25] Joseph E. Stiglitz. Credit Markets and the Control of Capital [J]. Journal of Money ,Credit and Banking ,1985 ,17(2): 133 – 152.
- [26] Bhide A. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity [J]. Journal of Financial Economics ,1993 34(1): 31 – 51.
- [27] Devereux ,M. B. ,G. W. Smith. International Risk Sharing and Economic Growth [J]. International Economic Review ,1994 35(3): 535 – 550.
- [28] De Long J. B. ,A. Shleifer ,L. H. Summers ,and R. J. Waldmann. The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading [J]. The Journal of Finance ,1989 44(3): 681 – 696.
- [29] Summers ,L. H. Relative Wages ,Efficiency Wages ,and Keynesian Unemployment [J]. The American Economic Review ,1988 78(2): 383 – 388.
- [30] Mayer ,C. New Issues in Corporate Finance [J]. European Economic Review ,1988 32(5): 1167 – 1183.
- [31] Rioja ,F. ,N. Valev. Does One Size Fit All?: a Reexamination of the Finance and Growth Relationship [J]. SSRN Electronic Journal 2004 74(2): 429 – 447.
- [32] Rioja ,F. ,N. Valev. Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development [J]. Economic Inquiry 2004 42(1): 127 – 140.
- [33] Coricelli ,F. ,B. Jazbec ,J. Masten. Sources and Obstacles for Growth in Transition Countries: The Role of Credit [C]. Money ,Crises and Transition Essays in Honor of Guillermo A. Calvo ,MIT Press 2008: 327 – 348.
- [34] Law ,S. Hook ,W. N. W. Azman – Saini ,Mansor H. Ibrahim. Institutional Quality Thresholds and the Finance – Growth Nexus [J]. Journal of Banking & Finance 2013(37): 5373 – 5381.
- [35] 赵振全 ,于震 ,杨东亮. 金融发展与经济增长的非线性关联研究——基于门限模型的实证检验 [J]. 数量经济技术经济研究 2007 24(7): 54 – 62.
- [36] Cecchetti ,S. G. ,E. Kharroubi. Reassessing the Impact of Finance on Growth [J]. BIS Working Papers 2012 (381): 1 – 17.
- [37] Arcand ,J. L. ,E. Berkes ,U. Panizza. Too Much Finance? [J]. Journal of Economic Growth 2015 20(2): 105 – 148.

- [38] Demirgüç - Kunt A. ,H. Huizinga. Are Banks Too Big to Fail or Too Big to Save? International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads [J]. SSRN Electronic Journal 2010 37(5360) : 875 – 894.
- [39] Aghion P. , et al. The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence [J]. The Quarterly Journal of Economics 2005 120(2) : 173 – 222.
- [40] Beck T. ,H. Degryse ,C. Kneer. Is More Finance Better? Disentangling Intermediation and Size Effects of Financial Systems [J]. Journal of Financial Stability 2014 10(1) : 50 – 64.
- [41] Philippon T. Finance vs. Wal – Mart: Why are Financial Services so Expensive? [EB/OL]. Rethinking Finance <http://www.russellsage.org> 2012 – 2 – 2.
- [42] Bolton P. ,H. Chen ,N. Wang. A Unified Theory of Tobin's q ,Corporate Investment ,Financing ,and Risk Management [J]. Journal of Finance 2011 66(5) : 1545 – 1578.
- [43] Rousseau P. L. ,P. Wachtel. Inflation Thresholds and the Finance – Growth Nexus [J]. Journal of International Money & Finance 2002 21(6) : 777 – 793.
- [44] Minier J. A. Are Small Stock Markets Different? [J]. Journal of Monetary Economics 2003 50(7) : 1593 – 1602.
- [45] Demirgüç - Kunt A. ,E. Detragiache. Financial Liberalization and Financial Fragility [J]. Social Science Electronic Publishing 2010 98(1917) : 4259 – 4299(41) .
- [46] Tornell A. ,F. Westermann ,L. Martinez. Liberalization ,Growth and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World [J]. Brookings Papers on Economic Activity 2003 15(2) : 1 – 112.
- [47] Henry P. B. Stock Market Liberalization ,Economic Reform ,and Emerging Market Equity Prices [J]. Journal of Finance 2000 55(2) : 529 – 564.
- [48] Dehejia R. ,A. Lleras – Mune. Financial Development and Pathways of Growth: State Branching and Deposit Insurance Laws in the United States ,1900 – 1940 [J]. The Journal of Law & Economics 2007 50(2) : 239 – 272.
- [49] He Qichun. Financial Deregulation and Economic Growth: An Inverted – U Causal Relationship [EB/OL]. <https://www.researchgate.net> 2011 – 6 – 1.
- [50] 李宏彬 ,李杏 ,姚先国 ,张海峰 ,张俊森. 企业家的创业与创新精神对中国经济增长的影响 [J]. 经济研究 2009(10) : 99 – 108.
- [51] La Porta R. ,F. Lopez – De – Silanes ,A. Shleifer ,R. W. Vishny. Legal Determinants of External Finance [J]. Journal of Finance 1997 52(3) : 1131 – 1150.
- [52] La Porta R. ,F. Lopez – De – Silanes ,A. Shleifer ,R. W. Vishny. Law and Finance [J]. Social Science Electronic Publishing 1998 106(6) : 1113 – 1155.
- [53] Beck T. ,R. Levine ,N. Loayza. Financial Intermediary Development and Growth: Causes and Causality [J]. Journal of Monetary Economics 2000(46) : 31 – 77.
- [54] Jappelli T. , et al. Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets [J]. Journal of Money , Credit and Banking 2005 37(2) : 223 – 244.
- [55] Moretti L. Local Financial Development ,Socio – institutional Environment ,and Firm Productivity: Evidence from Italy [J]. European Journal of Political Economy 2014(35) : 38 – 51.
- [56] Kaminsky G. ,C. Reinhart. Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now [J]. American Economic Review 1998 88(2) : 444 – 449.
- [57] Bonfiglioli A. ,C. Mendicino. Financial Liberalization ,Bank Crises and Growth: Assessing the Links [J]. SSRN Electronic Journal 2004(567) : 1 – 28.
- [58] Hansen N. ,O. Sulla. Credit Growth in Latin America: Financial Development or Credit Boom? [J]. IMF

- Working Paper 2013(106): 1 – 48.
- [59] Hahm J., H. Shin, K. Shin. Non – Core Bank Liabilities and Financial Vulnerability [J]. Journal of Money Credit & Banking 2012 45(1): 3 – 36.
- [60] North D. C. Institutions Matter [J]. Economic History 1994 39(4): 527 – 540.
- [61] Agostino M., F. Trivieri. Is Banking Competition Beneficial to SMEs? An Empirical Study Based on Italian Data [J]. Small Business Economics 2010 35(3): 335 – 355.
- [62] Loutskina E., Strahan P. E. Financial Integration, Housing and Economic Volatility [J]. Journal of Financial Economics 2014(9): 9.
- [63] Ahmed A. D., Kelesego K. Mmolainyane. Financial Integration, Capital Market Development and Economic Performance: Empirical Evidence from Botswana [J]. Economic Modelling 2014(42): 1 – 14.
- [64] 林毅夫, 徐立新. 金融结构与经济发展相关性的最新研究进展 [J]. 金融监管研究 2012(3): 4 – 20.
- [65] 杨天宇, 钟宇平. 中国银行业的集中度、竞争度与银行风险 [J]. 金融研究 2013(1): 122 – 134.
- [66] Pagano M. Financial Markets and Growth: An Overview [J]. European Economic Review 1993 37(2 – 3): 613 – 622.
- [67] Guzman M. Bank Structure, Capital Accumulation and Growth: a Simple Macroeconomic Model [J]. Economic Theory 2000 16(2): 421 – 455.
- [68] Petersen M., R. Rajan. The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships [J]. Quarterly Journal of Economics 1995 110(3): 407 – 43.
- [69] Shaffer S. The Winner's Curse in Banking [J]. Journal of Financial Intermediation 1998 7(4): 359 – 392.
- [70] Marquez R. Competition, Adverse Selection, and Information Dispersion in the Banking Industry [J]. Review of Financial Studies 2002 15(3): 901 – 926.
- [71] Cetorelli N., P. Peretto. Oligopoly Banking and Capital Accumulation [J]. FRB of Chicago Working Paper, 2000(19): 1 – 39.
- [72] Hauswald R., R. Marquez. Competition and Strategic Information Acquisition in Credit Markets [J]. Review of Financial Studies 2006 19(3): 967 – 1000.
- [73] Boyd J. Y., B. Smith. The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development [J]. Economic Theory 1998 12(3): 519 – 560.
- [74] Lin J., X. Sun, Y. Jiang. Toward a Theory of Optimal Financial Structure [C]. World Bank Policy Research Working Paper Series 2009: 5038.
- [75] 林毅夫, 姜烨. 经济结构、银行业结构与经济发展——基于分省面板数据的实证分析 [J]. 金融研究, 2006(1): 7 – 22.
- [76] 罗文波. 金融结构深化、适度市场规模与最优经济增长——基于资本形成动态博弈路径的理论分析与经验证据 [J]. 南开经济研究 2010(2): 98 – 116.
- [77] Deidda L., B. Fattouh. Non – linearity Between Finance and Growth [J]. Economics Letters 2002 74(3): 339 – 345.
- [78] Yilmazkuday H. Thresholds in the Finance – Growth Nexus: A Cross – Country Analysis [J]. World Bank Economic Review 2011 25(2): 278 – 295.
- [79] Rousseau P., H. Yilmazkuday. Inflation, Financial Development, and Growth: A Trilateral Analysis [J]. Economic Systems 2009 33(4): 310 – 324.
- [80] Tresselt, T. Dual Financial Systems and Inequalities in Economic Development [J]. Journal of Economic Growth 2003 8(2): 223 – 57.
- [81] Acemoglu D., et al. Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World In-

- come Distribution [J]. Quarterly Journal of Economics 2002(117) : 1231 – 1294.
- [82] Beck T. ,Demirgüç – Kunt A. ,Maksimovic V. Financial and Legal Constraint to Growth: Does Size Matter? [J]. Journal of Finance 2005 7(2) : 137 – 177.
- [83] Qian J. P. E. Strahan. How Law and Institution Shape Financial Contracts: the Case of Bank Loans [J]. Journal of Finance 2007(62) : 2803 – 2834.
- [84] Bae K. H. ,V. K. Goyal. Creditor Rights ,Enforcement and Bank Loans [J]. Journal of Finance 2009(64) : 823 – 860.
- [85] Hass R. D. ,D. Ferreira A. Taci. What Determines the Composition of Banks' Loan Portfolios? Evidence from Transition Countries [J]. Journal of Banking and Finance 2010(34) : 388 – 398.
- [86] 刘凤委,李琳,薛云奎. 信任、交易成本与商业信用模式 [J]. 经济研究 2009(8) : 60 – 72.
- [87] 钱先航,曹春方. 信用环境影响银行贷款组合吗——基于城市商业银行的实证研究 [J]. 金融研究 2013 (4) : 57 – 70.
- [88] Allen F. J. Qian M. Qian. Law ,Finance and Economic Growth in China [J]. Journal of Financial Economics , 2005 77(1) : 57 – 116.
- [89] Ge Y. J. Qiu. Financial Development ,Bank Discrimination and Trade Credit [J]. Journal of Banking and Finance 2007(31) : 513 – 530.
- [90] Cull R. ,L. C. Xu T. Zhu. Formal Finance and Trade Credit during China' s Transition [J]. Journal of Financial Intermediation 2009 18(2) : 173 – 192.
- [91] 陆正飞,杨德明. 商业信用: 替代性融资 还是买方市场 [J]. 管理世界 2011(4) : 6 – 14.
- [92] 江伟,曾业勤. 金融发展、产权性质与商业信用的信号传递作用 [J]. 金融研究 2013(6) : 89 – 103.
- [93] 王永钦,刘紫寒,李嫦,杜巨澜. 识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据 [J]. 管理世界 2015(12) : 24 – 40.
- [94] Shin H. S. ,L. Zhao. Firms as Surrogate Intermediaries: Evidence from Émerging E économies [J]. Princeton Working Paper 2013 (2) 1 – 44.
- [95] Beck T. Finance and Growth: Too Much of a Good Thing? [J]. Revue D Economie Du Developpement 2014 , 22(HS02) .
- [96] Cheffins B. R. Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom [J]. The Journal of Legal Studies 2001 30(2) : 459 – 484.
- [97] Coffee J. C. Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure [J]. Journal of Corporation Law 1999(25) : 1 – 39.
- [98] Pistor K. M. Raiser S. Gelfer. Law and Finance in Transition Economies [J]. Economics of Transition 2000 , 8(2) : 325 – 368.
- [99] 曾康霖,余保福. 法律与金融发展 [J]. 经济学动态 2005(6) : 72 – 77.
- [100] 卢峰,姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长 [J]. 中国社会科学 2004(1) : 42 – 55.
- [101] 黄韬. “金融抑制”的法律镜像及其变革——中国金融市场现实问题的制度思考 [J]. 财经科学 2013 (8) : 1 – 10.
- [102] 杨旭. 中国渐进改革中的金融控制 [M]. 北京: 经济科学出版社 2012.
- [103] 武志. 中国经济转轨中的金融发展 [M]. 北京: 科学出版社 2014.
- [104] 黄嵩. 金融与经济增长——来自中国的解释 [M]. 北京: 中国发展出版社 2007.
- [105] 陈刚,李树. 司法独立与市场分割——以法官异地交流为实验的研究 [J]. 经济研究 2013(9) : 30 – 42.
- [106] 江春,李安安. 法治、金融发展与企业家精神 [J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版) 2016(3) : 90 – 97.
- [107] 白江. 金融抑制、金融法治和经济增长 [J]. 学术月刊 2014(7) : 69 – 78.

- [108] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. Government Ownership of Commercial Banks [J]. *Journal of Finance* 2002(57): 265–301.
- [109] Levine, R., N. Loayza, T. Beck. Financial Intermediation and Economic Growth: Causality and Causes [J]. *Journal of Monetary Economics* 2000(46): 31–77.
- [110] Paravisini, D. Local Bank Financial Constraints and Firm Access to External Finance [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(5): 2161–2193.
- [111] Herwartz, H., Walle, Y. M. Determinants of the Link Between Financial and Economic Development: Evidence from a Functional Coefficient Model [J]. *Economic Modelling* 2014(37): 417–427.
- [112] Koetter, M., M. Wedow. Finance and Growth in a Bank-based Economy: Is it Quantity or Quality that Matters? [J]. *Journal of International Money and Finance* 2010(29): 1529–1545.

The Institutional Constraints on the Negative Economic Growth Effect in Financial Development: Based on Literature Review

ZHOU Dan^{a, b}

(a. School of Finance; b. Financial Research Institute of China Zhejiang University of Finance and Economic, Hangzhou Zhejiang 310018, China)

Abstract: The intuitive financial feeling may runs contrary to the facts of “finance and economic” effect. How to produce the nonlinear correlation between financial development and economic growth, and influenced by what factors? From the perspective of institution complement and constraint, this paper gives its comments and combs out the associated literatures about financial development and “finance and growth”. The study found that, the protection of the property rights and the trading main body’s rights and interests is the important guarantee to realize financial functions; credit system, as a kind of informal institutional arrangement, which can guarantee transaction smoothly, ease the financing constraints, and ensure economic growth; financial development needs both efficiency and fairness, SMEs need supports from specific institutional design; the financial development’s accurate measure is the core and methods of the financial development research, by using the complementary system and a new measurement method, the empirical studies could accurately and dynamically analyze the institutional dependence of the “finance and growth” relation.

Key words: financial development; economic growth; institutional constraints; literature review

(责任编辑: 张秋虹)