

经济发展中的最优金融结构理论初探*

林毅夫 孙希芳 姜 烨

内容提要: 处于一定发展阶段的经济体的要素禀赋结构决定了该经济体的最优产业结构、具有自生能力的企业的规模特征和风险特性, 从而形成对金融服务的特定需求。另一方面, 各种金融制度安排在动员储蓄、配置资金和分散风险方面各有优势和劣势。因此, 各个经济发展阶段的最优金融结构需要与相应阶段实体经济对金融服务的需求相适应, 以有效地实现金融体系的基本功能, 促进实体经济发展。

关键词: 金融结构 比较优势 最优金融结构

一、引言

无须赘言, 金融体系在现代经济中的地位日益重要。在现实中, 世界各国的金融体系结构存在巨大差异。如何理解这些差异及其与经济发展之间的关系, 不仅是一个颇有争议的学术论题, 而且具有很强的政策含义。有大量的文献围绕银行和金融市场在金融体系中的相对重要性及其对经济发展的影响展开争论, 也有不少文章讨论各种不同的银行业结构的优劣, 但是相关研究并未达成一致的看法。本文将提出并论证/ 经济发展中的最优金融结构0理论假说, 为探讨金融结构与经济发展之间的相互关系提供一个新的视角。

现有文献着重从分析各种金融制度安排的特性出发, 讨论不同金融结构对于经济发展的可能影响。然而, 不同的金融制度安排在动员储蓄、分散风险和配置资金方面的机制与方式各有优势和劣势, 单方面讨论金融体系的特性往往难以确定何种金融结构更有利于经济发展。为了分析金融结构与经济发展之间的关系, 需要从金融体系和实体经济的特性两个方面入手。处于不同经济发展阶段的经济体具有不同的要素禀赋结构, 并由此内生决定了与其相适应的最优产业结构, 而处于不同产业的企业具有不同的规模特征、风险特性和融资需求, 因此, 处于不同经济发展阶段的实体经济对于金融服务的需求存在系统性差异。只有金融体系的结构与实体经济的最优产业结构相互匹配, 才能有效地发挥金融体系的基本功能, 促进实体经济的发展。因此, 在经济发展过程中的每个阶段, 都存在与其最优产业结构相适应的最优金融结构。如果金融体系的实际结构背离了其最优路径, 则会降低金融体系的效率, 抑制实体经济的发展, 甚至可能引发系统性的金融风险。

本文下面的内容包括四部分: 第二部分界定金融结构的含义, 并对相关文献做一简要评述; 第三部分详细阐述最优金融结构理论假说; 第四部分讨论最优金融结构理论所隐含的政策含义; 最后一部分对全文进行总结。

二、金融结构与经济发展: 相关文献

(一) 本文关于金融结构的界定

* 林毅夫, 世界银行; 孙希芳, 韩国首尔国立大学, 电子信箱: sunnyxfs@hotmail.com; 姜烨: 中国工商银行总行。作者感谢教育部人文社会科学重点研究基地重大项目/ 经济发展中的金融结构研究0(项目批准号: 04JJD790001)的资助。同时, 作者感谢审稿人的修改意见, 但文责自负。

本文将金融结构定义为金融体系内部各种不同的金融制度安排的比例和相对构成。¹ 金融结构可以从不同的角度考察,从金融活动是否需要通过金融中介,可以考察金融市场与金融中介的比例构成;从金融交易的期限长短,可以将金融体系分为货币市场与资本市场;从金融活动是否受到政府金融监管部门的监管,可以区分为正规金融与非正规金融;就银行业结构本身,可以分析银行业的竞争程度和不同规模的银行的分布。

本文着重讨论金融结构的两个重要方面:金融市场与银行在金融体系中的相对重要性,以及银行业中不同规模的银行的分布。作为现代金融体系的主要制度安排,金融市场与金融中介在动员储蓄、配置资金和分散风险方面的机制非常不同,因此二者在金融体系中的相对重要性对于金融体系发挥其基本功能会产生重要的影响。同时,不同规模的银行在信息生产方式和风险分散能力方面存在显著差异,银行业中不同规模的银行的分布会直接影响银行部门的经济绩效。

(二) 金融结构与经济发展: 相关文献

11 金融市场主导型与银行主导型

关于金融市场与银行在金融体系中的相对重要性及其与经济发展之间的关系,现有实证研究发现了一个基本事实²: 一个国家或地区的人均收入水平越高,在其金融体系中金融市场更为活跃(Demirgüç-Kunt and Levine, 2001; 林毅夫等, 2006)。已有研究着眼于探讨上述相关性是否体现了金融结构演化与实体经济发展之间的因果关系,即“市场主导型还是银行主导型”的金融结构更有利于实体经济的发展。³ 银行主导型金融结构的倡导者认为,银行等金融中介在信息搜集和处理方面具有优势,而金融市场在事先的信息搜集、事后监督融资者方面的激励机制较弱,难以有效地克服金融交易中的各种信息不对称问题⁴,因此具有银行主导型金融结构的金融体系应该更有利于资源配置和经济发展。而支持市场主导型金融结构的研究,则强调银行主导型金融结构可能存在的弊端,认为在这种结构下,银行等金融中介对企业的影响力较大,对企业发展会带来负面效应;另外,银行具有天生的谨慎倾向性,使得具有银行主导型金融结构的金融体系不利于企业创新和增长;而且,金融市场能够提供更为丰富灵活的风险管理工具,可以根据实际情况设计不同的金融风险产品,而金融中介只能提供比较基本的风险管理服务。持“金融功能观”的学者则认为,金融体系所提供的整体功能才是最重要的,而金融中介与金融市场在金融体系中的构成只是一个次要的问题(Merton, 1995; Merton and Bodie, 1995)。另外,一些研究从金融体系与法律制度的关系出发⁵,也否定关于银行主导型与市场主导型金融结构的争论的重要性,认为金融体系提供的整体功能是最重要的因素,而运行良好的法律体系有利于金融中介和金融市场功能的发挥。因此,区分各国在相关法律系统的效率方面的差异比区分银行主导型与市场主导型金融结构更有意义。相关的实证研

¹ 本文对“金融结构”的定义与现有文献有所不同。在已有文献中,“金融结构”一词的含义是金融市场与金融中介在金融体系中的相对重要性;本文对“金融结构”的定义则包含更广的范围。

² 关于金融体系与经济发展相互关系的另一个基本事实是: 一个国家(或地区)的人均收入水平越高,其金融体系的发展水平(通常用金融体系相对于实体经济的规模来度量)越高。

³ 在文献中,将金融结构区分为市场主导型(market-based)和银行主导型(bank-based)两种类型是常见的做法。但是,笔者并没有找到关于这两种金融结构类型的比较准确的定义。文献中约定俗成的做法是,用英国和美国的金融体系结构作为市场主导型金融结构的代表,而以德国和日本的金融结构作为银行主导型金融结构的代表。但是,现在日本的股票市场是世界上最为发达的金融市场之一,英国和美国的银行体系也是非常发达的。放在一个更广的世界范围内来考虑金融结构与经济发展的问题,目前德国、日本与英国、美国的金融结构的差异只是“大同而小异”,低收入国家与高收入国家之间的金融结构的差异则更为突出[参见 Demirgüç-Kunt and Levine(2001)中的数据和图,以及林毅夫等(2006)图4]。因此,考虑金融结构与经济发展之间的关系,需要重视处于不同经济发展阶段的国家在金融结构方面的差异。

⁴ 关于金融市场主导型与银行主导型金融结构的更为详细的文献综述,请参见 Levine(2005)。

⁵ 相关研究如 Grossman and Hart(1980)、Stiglitz(1985)、Bhide(1993)、Shleifer and Vishny(1997)、Allen and Gale(2000)等。

⁶ 这类观点的研究以 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(LLSV, 1997, 1998)为代表。

究则倾向于支持上述/ 金融功能观⁰和/ 金融法律观⁰, 即在控制了金融发展水平后, 银行主导型或市场主导型金融结构的差异对于经济增长没有显著的影响(Levine, 2002; Beck and Levine, 2002; Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 2002)。

21 银行业结构与经济发展

关于银行业内部结构, 现有文献重点考察银行业的竞争程度对银行行为和银行体系绩效的影响。有的研究(如 Petersen and Rajan, 1995) 强调, 垄断性银行在搜集信息、对借款者进行筛选和监督方面有更强的激励, 并且更易与借款者形成长期关系, 从而会使更多的投资项目得到信贷支持; 竞争性的银行业由于信息溢出效应和搭便车行为的存在而不能对投资项目进行有效的筛选, 会降低资金配置效率。基于传统产业组织理论的研究则认为, 垄断性银行可能会过度抽取企业租金、向储蓄者支付较低的利率、更易导致信贷配给, 因而会对经济产生消极影响。因此银行业的竞争程度对经济的整体影响取决于正负两个方面影响的大小。这方面的实证研究得出了非常不同的结果, 有的研究发现较低的银行业集中度有利于新企业的创立和经济增长(Jayaratne and Strahan, 1996; Cefarelli and Strahan, 2006); 有的研究则发现, 较高的银行业集中度有利于新企业的成长, 但银行业的竞争对成熟的企业成长有利(Petersen and Rajan, 1995; Jackson and Thomas, 1995)。

31 简要评论

关于金融市场主导型与银行主导型金融结构的实证研究结果与本节开头提到的基本事实之间存在不一致: 如果金融结构不是影响经济增长的重要因素, 只有金融发展水平是重要的, 那么, 金融结构的变迁为什么会随着人均收入水平的提高而呈现直接融资和大银行更为重要的明显趋势? 关于银行业结构的研究集中于银行业的竞争程度, 银行业中不同规模银行的分布对经济发展的影响则未得到重视。而不同的发展阶段的企业有不同的规模分布, 小企业难于从大银行中获得金融服务是一个普遍存在的事实。上述两部分文献讨论的是金融结构的不同侧面及其与经济的关系, 但有趣的是, 这两部分文献之间并没有比较密切的联系。然而, 这些文献的研究视角是相似的, 即都是从不同金融制度安排的特性出发来讨论金融结构对于经济发展的影响。笔者理解, 文献采取这一研究视角的原因在于, 其关注的问题是金融结构对于实体经济的可能影响。然而, 如果将这一问题与金融结构变迁的决定机制分割开来考察, 恐怕难以对这个问题做出恰当的回答。

已经有一些研究考察金融结构及其变迁的决定机制。Rajan and Zingales(2003) 用利益集团理论来解释处于相同经济发展阶段的国家在金融结构方面的差异。有的研究则强调法律因素对金融结构的影响, 认为金融市场的运行更加依赖于相关法律对投资者的保护程度和法律实施的有效性, 因此在法律环境较差的经济中, 以银行为主导的金融体系具有比较优势(LLSV, 1997, 1998; Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, 2003)。然而, 具有相同法律起源但处于不同经济发展阶段的国家, 其金融发展水平和金融结构会存在重大差异, 而且同一个国家在不同的经济发展阶段的金融结构也在演变。因此, 我们需要考察金融结构及其变迁的内生性, 全面分析金融结构与经济发展之间的关系。

本文认为, 实体经济结构特征随着发展阶段的变化是导致金融结构呈现上述趋势的最为根本性的原因。处于不同经济发展阶段的国家具有不同的要素禀赋结构, 这决定了其实体经济的最优产业结构是不同的, 而不同产业中的企业具有不同的规模和风险特性、融资需求和信息特征。因此, 处于不同经济发展阶段的实体经济, 对于金融服务的需求存在系统性差异。另一方面, 不同的金融制度安排在克服金融交易中的信息不对称、降低交易成本和分散风险方面各有优势与劣势。只有金融体系的构成与实体经济结构相互匹配, 才能有效地发挥金融体系在动员储蓄、配置资金和分散风险方面的功能, 因此, 在经济发展过程中的每个阶段, 都存在与其最优产业结构相适应的最优金融结构。一个国家存在的政治、法律、文化等因素会制约或促进金融结构随着实体经济的发展而演变的具体过程, 但不会根本改变这种趋势。

三、经济发展中的最优金融结构

(一) 各种金融制度安排的特性

每种金融制度安排都规定了金融交易各方的权利和责任,这种规定同时也决定了资金供给者和需求者所要承担的风险以及相关的金融交易费用。本节主要讨论各种金融安排的特性。

11 银行与金融市场

股票市场的股权融资是现代金融体系中直接金融安排的主要形式。企业作为资金需求者发行股票直接向资金供给者募集资金,资金供给者成为企业的股东,按其股权的比例分享企业的利润,其投资回报是不固定的。当企业破产时,企业只有在偿还各种债务后才能向股东分配所剩余的资产。从这个意义上讲,资金供给者投资股票需要承担相当大的风险。因此,资金供给者只有在预期投资回报率足够高时,才愿意进行股权投资。但是,企业的每笔融资可以划分成许多小额的股票,从而可以将风险分散于众多的投资者。同时,资金供给者可以选择多样化的投资组合,以降低其投资风险。

在公开发行股票进行直接融资的企业中,除了少数股东出任董事会成员或者担任公司经理人员外,拥有绝大多数股权的股东不参与经营,在所有者和经营者之间存在信息不对称和激励不相容的问题。为了降低信息不对称,各国的金融监管部门一般都会要求股票发行者由具有社会公信力的机构审计,在股票发行前以及发行后定期进行信息披露¹。这种披露需要支付相当高的固定费用,所以,对于资金需求企业而言,在股市上进行融资具有很大的规模经济,有利于资金需求规模大的企业的融资。资金需求规模小的企业如果在股市上进行融资,单位资金的成本会非常高。

企业公开发行股票进行融资的一个好处是,允许资金供给者对于企业投资项目有不同的信息和看法,因此,风险较高的新技术项目更易通过金融市场获得所需要的资金(Allen and Gale, 1999)。另外,股票投资者所获得的回报不是固定的,短期内股票回报率的降低不会导致企业面临被投资者要求破产的危险。

银行作为金融交易的中介则以存款方式向资金供给者筹集资金,再将筹到的资金贷放给融资企业,从而实现储蓄的动员和配置。银行必须按期向储户还本付息,银行对贷款企业同样要求到期还本付息。由于投资风险较低,储蓄利率通常会低于股票的平均投资回报率。

专业化的金融中介在获取并处理企业融资者的相关信息、对融资者进行事先筛选和事后监督等方面能够发挥规模优势,降低信息成本(Boyd and Prescott, 1986; Diamond, 1984; Allen 1990)。与分散的最终资金供给者相比,在与融资者进行金融交易方面,银行等金融中介拥有信息优势和更强的谈判力量,不仅可以通过金融契约保护投资权益,而且能够随时对融资企业进行监督,从而能够更有效地实施相应的控制权。银行等金融中介也具有一定的降低投资风险的机制。通过动员储蓄而

¹ 除了信息披露外,金融市场还发展了相应的机制,使得资金供给者能够对融资者实施一定的监督,在一定程度上可以降低交易双方的信息不对称程度,有利于金融交易的进行。这些机制主要包括大股东的直接监督、小股东/用脚投票⁰、收购威胁等。法律赋予股东对企业的控制权,股东通常通过股东大会及其选出的董事会行使这种权利,选择企业管理者,对企业的重大决策进行表决,并通过董事会监督企业管理者。由于搭便车问题的存在,这种控制权的有效性取决于企业股权的分散程度。大股东有较强的激励去搜集信息、并具有较强的控制权对企业管理者进行有效的监督(Shleifer and Vishny, 1986, 1997)。但是,股权集中也会产生相应的弊端,尤其是大股东可能会利用对企业的控制权侵犯小股东和其他利益相关者的权益(Zingales, 1994)。股票、债券等直接融资工具在二级市场上的流通不仅是解决资金供给者流动性需求的方式,也提供了股东监督管理者的机制。小股东/用脚投票⁰以及相应的股价涨落也会促使公司管理者关心股东的利益。股权市场上的收购威胁也是一种可能的企业治理机制(Manne 1965; Scharfstein 1988; Jensen 1988)。然而,这些机制的作用是有限的,在企业收购中,收购者与被收购者之间常常存在信息不对称,潜在收购者的存在可能导致搭便车行为,这使得收购威胁作为一种企业治理机制的有效性是有限的。另外,高度的市场流动性可能导致投资者的短视行为从而损害资源配置的效率(Bhude, 1993)。

拥有较大资产规模的金融中介,能够通过投资组合的分散化来降低投资风险和流动性风险(Diamond, 1984; Diamond and Dybvig, 1983)。但是,由于银行等金融中介与资金需求者之间也存在信息不对称问题、银行内部存在复杂的委托代理关系,而且,银行需要通过资产与负债的期限和风险的转换来提供金融服务,其分散风险的能力是有限的。因此,银行在投资方面的风险态度会比较谨慎。

对于借款企业而言,向银行等金融机构融资不需要向社会公开企业信息,交易的直接对象只是一家或几家银行,其融资的交易费用会大大下降。而且,企业向银行贷款的利息成本通常会低于股票融资的资金成本。但是,企业向银行贷款必须到期还本付息,否则可能被迫破产,因此企业利用银行贷款的破产风险较大,投资风险较高的项目往往难以获得银行贷款。并且,从贷款申请到贷款的使用与偿还都会受到金融中介的筛选与监督,对借款者拥有信息优势的银行可能具有一定的垄断力,对借款企业的经营行为和利润流有过度的控制(Rajan, 1992),从而对借款企业产生负面激励。

21 大银行与中小银行

大量的实证研究发现,¹ 银行业中存在一种基于规模的专业化分工,即大银行主要向大企业提供贷款,而小银行主要给小企业贷款。² 这表明,大银行与小银行提供的金融服务存在系统性差异。因此,在研究金融结构时,不仅需要讨论金融市场与银行等金融中介的特性,还要进一步分析银行业内部不同规模的银行的特性。

银行需要通过资产组合来分散风险,资产规模较小的中小银行难以提供大额贷款,否则会难以有效地分散资产风险;大银行的资产规模较大,向资金需求规模较大的大型企业提供信贷和其他金融服务的能力较强。同时,银行在审批每笔贷款时所需要的信息和处理成本不因贷款规模的大小而有太大的差异,因此大银行更愿意为大企业的项目提供贷款。

大银行主要给大企业融资、小银行给小企业融资的专业化还与大、小银行在克服信息不对称以降低贷款风险的方式和能力方面的差异有关。这种差异源自银行内部复杂的委托代理关系。银行所有者和管理者之间、银行的高层管理者与基层职员之间都存在委托代理关系,这些关系所造成的激励问题在大银行内部更为严重。银行信贷决策所依赖的信息可以分为两类:/硬0信息,即企业财务报表等客观的、易于观察、传递和验证的信息;/软0信息,即关于企业家的经营能力、个人品质、企业所在的市场环境等因素的信息。这些/软0信息往往只能通过贷款者与借款者的密切接触、保持长期或广泛的业务关系来获取,难以向其他人传递,难以由信息生产者之外的人予以验证(Pertersen, 2004)。大企业一般都具有完整的经过审计的财务报表,具有一定的成长历史和信用记录,拥有一定规模的可抵押资产,银行向大企业提供贷款所需要的信息相对容易获得,抵押要求也较易得到满足。但是,中小企业常常缺乏完整的、经过审计的财务报表,信用记录较短,缺乏可用于抵押的资产,难以向银行提供关于企业的/硬0信息,银行对中小企业的贷款决策常常只能依赖于其/软0信息。在大银行中,复杂的组织结构使得信息生产者与贷款决策者往往是分离的,/软0信息的生产者难以向银行的贷款决策者传递自己收集到的信息,因此其收集/软0信息的努力难以得到高层管理者的认可和回报,因而大银行的职员收集客户/软0信息的激励就会很弱;而诸如借款企业的

¹ 这方面的实证研究很多。关于小企业融资的文献,如 Nakamura(1994), Berger and Udell (1995, 1998), Jayaratne and Wolken (1999), 发现小企业贷款在大银行的资产中所占的比重低于小银行的相应比例。有些研究考察美国银行并购对小企业融资的影响,发现并购以后的银行常常会降低对小企业的贷款,如 Berger, Saunders, Scalise, and Udell (1998), Peek and Rosengren (1998), Strahan and Weston (1998) 等。

² 如 Jayaratne and Wolken(1999) 的实证分析发现,在美国,资产规模小于 1 亿美元的小型银行对中小企业的贷款占其对全部工商企业贷款的比例为 961.7%;资产规模在 3 亿) 10 亿美元之间的银行的上述比例是 631.29%;资产规模在 10 亿) 50 亿美元之间的银行的上述比例是 371.8%;而资产规模大于 50 亿美元的大型银行的上述比例为 161.9%。

财务报表、抵押品的价值等/硬0信息则易于观察、易于由信息生产者向贷款决策者传递,大银行职员收集客户/硬0信息的激励就会较强(Stein, 2002)。所以大银行更适合向信息相对透明、易于提供/硬0信息的大企业贷款,而在依赖/软0信息的中小企业融资方面缺乏信息优势。而在小银行中,银行内部的信息传递链条很短,信息的生产者往往就是贷款决策的制定者,信息生产者收集潜在借款者/软0信息的努力易于得到回报,因此更有激励去收集这类信息。而且小银行一般是区域性的,便于同临近区域内的中小企业建立长期的银企关系¹,因此,小银行在高度依赖/软0信息的中小企业融资中具有比较优势。²

(二) 融资者的特性

如上节所述,各种金融安排在提供金融服务方面各有优势和不足。理解各种金融结构与经济发展的关系,我们还需要考察融资者的特性。企业是经济中的主要融资者,企业的融资需求和对融资方式的选择是影响金融交易的主要变量,而企业规模和企业的风险特征则是决定企业融资方式和金融安排选择的两个基本因素。

11 企业规模

企业规模之所以重要,是因为企业融资中存在一定的规模经济。企业进行融资必须支付交易成本,如信息披露成本、谈判成本、签约成本、契约执行成本等,其中大部分交易成本具有固定成本性质,因此企业融资中存在一定的规模经济。相对于大企业,中小企业的融资规模比较小,单位融资的交易成本会相对较高。而且,不同融资方式中的规模经济也存在差异。实证研究表明,在企业留存收益、通过金融中介融资、债券融资和股票融资等各种融资方式中,使用留存收益进行投资的交易成本最低;通过中介融资的交易成本较低,从而规模经济较小;公开发行债券和股票融资的交易成本非常高,因而具有明显的规模经济;公开发行股票融资的交易成本高于债券融资。”这种交易成本的差异与相应的法律规定有关,但最主要的还是反映了不同融资方式中交易各方的信息不对称的程度和特性。由于信息透明程度不同,不同规模的企业利用同一种融资方式所需要支付的交易成本可能会不同。大企业通常具有完整的、经过审计的财务报表,信息相对透明,在市场上具有一定的声誉,因此公开发行股票或债券时,资金供求双方信息不对称的程度较小,因而交易成本会相对较低。而中小企业常常缺乏完整的、经过审计的财务报表,信用记录较短,信息更为不透明,如果公开发行债券或股票进行融资,其信息不对称问题会格外突出,交易成本将会非常高。除非有很高的预期收益率,否则中小企业难以通过金融市场进行直接融资,尤其难以公开发行股票融资。即使在美国等金融体系发达的经济中,中小企业也主要依赖银行(尤其是小银行)获取外部融资(Berger and Udell, 1998)。

21 企业的风险特征

在宏观经济环境给定的情况下,根据风险产生的根源,一个企业(或投资项目)所具有的风险由三类风险因素构成:技术创新风险、产品创新风险和企业家风险。/技术创新风险0是指与企业的技术创新活动相关的风险。技术创新风险的高低在很大程度上取决于企业所处产业的技术特征。如

¹ 参见 Petersen and Rajan (1994) 关于这种银企关系对中小企业融资的重要性的讨论。

² 与上述讨论一致,实证研究发现,大银行与小银行的贷款决策方式存在系统性差异,大银行主要依靠企业财务报表等标准化数量信息作出贷款决策,而小银行更多地依赖由银行职员通过人际交往和其他途径获得的关于借款者的定性信息制定贷款决策(Cole 等, 2004; Berger 等, 2005)。

³ Lee, Lockhead, Ritter, and Zhao (1996) 对 1990—1994 年期间美国上市公司进行债券融资和股票融资的直接成本的研究发现,公开发行股票和债券融资的成本非常高,而且具有明显的规模经济,同时股票融资的直接成本大大高于债券融资。Kaserer and Kraft (2003) 对 1993—1998 年间德国资本市场 117 例 IPO 的发行成本的实证研究发现,总发行成本占发行收入的平均比例高达 71.77%,其中承销费用占发行额的 51.01%。Chen and Ritter (2000) 对 1985—1998 年美国 IPO 和再次发行(SEO)中的承销成本的研究也发现,新股发行和 SEO 中都存在明显的规模经济。

果一个企业处在一个新兴产业的技术前沿,则需要进行大量的技术研发投资,而技术研发活动的内在高风险性使得这些企业必然具有很高的风险;而如果一个企业处在一个成熟的产业,利用的是相对成熟的技术,研发投资密度较低,则该企业的技术创新风险会比较低。企业的/产品创新风险⁰是指企业提供的产品能否、或在多大程度上为市场接受的可能性。企业产品创新风险的高低不仅取决于企业的营销策略、市场竞争状况,而且与企业的产业技术特征有关。对于一个处于新兴产业的企业,即使其技术研发成功,设计、生产出来的新产品能否为市场接受仍存在很大的不确定性;而对于一个处于成熟产业的企业,市场对该类产品的需求已经得到检验,一个企业只要在成本上有竞争力,生产出来的产品就容易被市场接受。¹ /企业家风险⁰是指企业家经营能力高低的不确定性。对不同企业来说,三类风险的构成有很大的差别,有的企业的技术创新风险和/产品创新风险很高,有的企业的风险则主要来自企业家风险。

融资者的风险特征是影响金融交易中信息不对称程度及其解决方式的核心因素之一。如果一个企业的主要风险来自企业家风险,则资金供给者可以通过对企业 and 企业家相关历史信息的搜集来降低信息不对称的程度,并通过一定的契约安排和治理机制加强对企业管理者的监督和控制来降低投资风险。对于这类风险,金融市场和金融中介都发展了相应的机制,如金融市场中的收购威胁和金融中介对融资者的事先筛选和事后监督。在这些可能的制度安排中,到底以何种安排为主,则决定于其交易费用的高低和企业贷款规模的大小。但如果一个企业不仅具有企业家风险,而且有很高的技术创新风险,则资金供给者通过对相关历史信息的搜集来识别风险的成本将会非常高,因此,除非资金供给者或者相应的金融机构熟悉融资企业所在产业的技术和市场情况,否则金融交易双方的信息不对称程度会很高,资金供给者也难以通过对企业家的监督来降低投资风险。对于这类风险的承担,在很大程度上需要通过金融市场的风险分散机制来解决。⁰

(三) 要素禀赋结构与最优金融结构

金融体系的基本职能在于动员储蓄、配置资金。一个有效的金融体系同时应该降低、甚至避免系统性风险。从经济发展的角度来看,能否有效地配置资金是其中最为核心的方面。在任何给定时间点,金融体系只有将有限的资金配置给经济中最有竞争力的产业中经营效率最高的企业,所能创造的经济剩余才会最多,资金的回报率也才会最高,给定社会的偏好结构和收入水平,金融体系所能动员的下期储蓄才会最多。所以,从经济发展的角度看,金融体系动员储蓄的有效性取决于其资金配置是否有效。同样,只有把资金配置到经济体中最有竞争力、利润率最高的产业和企业,经济体的系统性风险才会最小,所以金融体系的稳定性也取决于其资金配置效率的高低。那么,怎样的金融结构才会最有效地实现金融体系的基本职能?

11 要素禀赋结构、最优产业结构与融资者的特性

一个经济体的要素禀赋结构决定着其最具竞争力的产业、技术结构,而且产业结构和技术水平的升级也依赖于该经济中要素禀赋结构的提升(Hechshire and Ohlin, 1991; Ohlin, 1967; Lin, 2009;

¹ 技术创新风险和/产品创新风险的区分,对于研究处于世界产业技术前沿的发达国家金融体系至关重要。风险资本主要支持处于技术研发阶段的企业对研发资金的需求,风险资本家经常由成功的技术专家组成,他们在该领域的知识和经验使其能够对技术发展的方向和研发成功的概率做出较好判断,从而可以降低资金供给者所面对的企业技术创新风险。在技术研发成功后,企业在新产品生产、销售、扩张阶段所需的资金,则由类似纳斯达克的二级市场来提供,以分散企业在这个阶段所具有的/产品创新风险⁰。这种划分对研究远离世界产业和技术前沿的发展中国家的金融体系则不太重要。对于发展中国家来说,技术创新风险和/产品创新风险具有同质性,其大小在很大程度上取决于企业所采用的技术和所进入的产业是否符合该国要素禀赋结构所决定的比较优势。

⁰ 20世纪70年代纳斯达克市场在美国的出现与之后的迅速扩张,以及同时期风险投资在美国的发展,都不是偶然现象,也不是政府人为设立的制度安排,而是在场外交易市场基础上演化而来,是解决科技型中小企业融资问题的内生制度安排。

Lin and Zhang 2009)¹。从企业层面看,一个企业的盈利能力不仅取决于企业家的经营管理能力,更首要的因素在于企业是否具有自生能力⁰。而一个企业是否具有自生能力的关键在于,该企业所在的产业及其技术选择是否符合本国的要素禀赋结构所决定的比较优势。在自由、竞争的市场中,生产要素的相对价格主要决定于本国的要素禀赋结构,一个企业要降低生产成本、提高经营利润,其产业、技术选择应当与整个经济的要素禀赋结构的特性相一致。而处于不同产业的企业具有不同的规模和风险特征,因此,一国所处的经济发展阶段和相应的要素禀赋结构是影响该国企业融资特征的决定性因素。

对于发展中国家来说,其要素禀赋结构的共同特征是资本相对短缺而劳动力相对丰富,因此具有比较优势的产业是资金投入较少、劳动力投入较多的劳动密集型产业,以及资金密集型产业中劳动相对密集的产业区段。”放在世界总体经济发展的背景中考察,符合发展中国家比较优势的绝大多数产业,不管是生产可贸易产品的产业,还是提供不可贸易产品的产业,都存在于、或曾经存在于某个或某些发达国家。因此,发展中国家最有竞争力的产业、产品和技术是相对成熟的,发展中国家的企业可以通过技术引进或模仿来实现技术进步和产业升级⁴,因而其技术本身不存在是否能够研发成功的风险,生产的产品也不存在市场对此类产品是否接受的风险。⁵所以,相对于发达国家的企业而言,发展中国家企业的技术创新风险和 product 创新风险较低,其主要的风险来自企业家风险。另一方面,劳动密集型产业中的企业一般规模较小⁴,其资金需求规模相对较小、信息相对不透明。因此,发展中国家的金融体系应当以能够有效地克服企业家风险,可以用较低的交易成本为劳动密集型中小企业的发展提供金融服务的金融安排为主体。

对于现代的发达经济来说,其要素禀赋结构的特征是资本相对丰富、劳动力相对短缺,因此,发达经济在生产可贸易产品的资本密集型产业(或产业区段)和需要大量研发投入的高新技术产业具有比较优势。虽然其产业结构中既有相对成熟的产业,也有高新技术产业,但无论在哪个产业,发达国家的技术都是领先于世界水平的,其技术进步和产业、产品结构的提升只能通过企业的新产

¹ 二战后,日本经济的迅速崛起主要得益于该国能够不断地遵循经济的比较优势,学习并吸收国外的先进技术而提升产业结构。20世纪50年代,在大部分工业设施被战争摧毁、失业率很高的日本,以纺织业为代表的劳动密集型产业成为日本经济腾飞的起点。进入60年代后,随着劳动力短缺逐渐出现、工资不断上升,日本失去了在劳动密集型产业的比较优势,于是资本密集型的重化工业成为日本经济的主导产业。在70年代石油危机发生以后,资源贫乏的日本经济逐步从资源消耗大的重化工业转向资本密集、产业链条较长的汽车制造业。进入80年代以后,日本人均收入水平已经进入世界经济强国的行列,研发密度高的电子产业也成为其经济的主导产业。在日本经济快速发展的过程中,日本政府的产业政策起到了一定的促进作用,但根本原因在于其产业结构的提升遵循了其要素禀赋结构所决定的比较优势。关于日本经济的产业发展路径,请见 Ozawa(2005)。

⁰ / 自生能力0这个概念由林毅夫(2003)正式提出,其含义为,在一个开放、竞争的市场中,一个具有正常管理的企业在没有政府或其他外力的扶持或保护的情况下,可以获得市场上可以接受的正常利润率。0在企业都具有/自生能力0的前提下可以推论,如果一个企业在竞争的市场中并未获得市场可以接受的正常利润率,则一定是由于缺乏正常的管理。

[»] 即使对于自然资源丰富的发展中国家来说,本文的分析仍然适用。除了来自资本丰富国家的跨国公司外,资本短缺的发展中国家在开发自然资源时所采用的技术仍然会是劳动力较为密集的,其它产业更是如此。所以,在经济发展的早期阶段,即使是自然资源丰富的发展中国家,本国企业仍然会以规模较小的劳动密集型企业为主。

⁴ 在日本和亚洲四小龙等东亚经济的起飞过程中,引进、模仿并吸收国外的先进技术是最为关键的因素之一(Ozawa, 2005, 2006)。

⁵ Ozawa(2005)认为,日本经济之所以能够在几十年时间内实现产业结构的迅速升级,并提高人均收入水平,主要原因之一是日本经济很好地利用了英国和美国等发达经济所提供的/产业发展路线图0,同时美国市场的需求则为日本产业的升级提供了发展空间。

⁴ Kumar et al(2002)提供了较为直接的证据,该文利用15个欧洲国家的非农产业的数据来考察企业规模的决定因素。他们发现,在物质资本更为密集的产业中,企业规模会比较大;而且,资本密集型产业中的企业规模受法律体系效率等制度因素的影响较小。Tybout(2000)提供了间接的证据,文章分析了各国制造业部门的劳动力在不同规模的企业间的分布情况,发现劳动力在小企业的就业份额与各国人均收入水平负相关;而且,在同一国家内部,随着人均收入水平的提高,劳动力在小企业中的就业份额也呈下降趋势。日本在上世纪50、60年代发展劳动密集型产业时,其企业也主要是中小型企业(Ozawa, 2005)。

品、新技术研发活动实现。因此,发达经济中具有自生能力的企业不仅具有企业家风险,而且具有很高的技术创新风险和产品创新风险。而且,处在资本密集型产业中的企业一般具有较大的资金需求规模。¹ 因此,处于世界产业技术前沿的发达经济的金融体系应当以能够有效地分散风险、并具有为大型企业提供融资服务能力的金融安排为主体。

21 适应于产业结构的最优金融结构

如前所述,一个经济体的要素禀赋结构决定着其最具竞争力的产业、技术结构和具有自生能力的企业的特征。另一方面,不同的金融制度安排在资金动员规模、克服或缓解信息不对称、节约交易成本、分散风险方面具有各自的优势和劣势。因此,要有效地实现金融体系的基本职能,促进经济发展,处在一定发展阶段的经济体应当具有与其要素禀赋结构所决定的最优产业结构相适应的/最优金融结构0,即金融体系中各种金融制度安排的比例构成及其相互关系需要与该经济体的要素禀赋结构所内生决定的产业、技术结构和企业的特性相互匹配,以支持具有比较优势的产业和具有自生能力的企业的建立和成长。从横向比较看,发达经济与发展中经济的最优金融结构将会不同²;从纵向发展来看,一个经济体的最优金融结构是动态的,随着要素禀赋结构的提升,实体经济的最优产业和技术结构会发生变迁,经济中的企业规模和风险特性会发生变化,从而其最优金融结构也会相应演变。

在现代的发达经济中,虽有大量的中小企业,但在国民经济中居于主导地位的是资金需求量大、资本密集型企业、具有很高的技术创新风险和产品创新风险的创新型企业。有效的金融体系需要适应这些企业的风险特征和资金需求特征,才能实现资金的有效配置,促进技术创新,推动经济发展。可以初步判断,有效的金融体系应当包括能够为大企业提供短期大规模融资服务的大银行,和能够有效分散技术创新风险和产品创新风险的股票市场,既包括为具有一定的经营历史、具有一定市场占有率的大企业服务的主板市场和债券市场,也应包括为具有高成长性、高风险的创新性中小企业提供融资服务的风险投资和二板市场,这些金融安排在金融体系中应该占有主体地位。当然,发达经济中仍然有在国内生产总值中占比重不大、然而数量众多、提供很多就业机会的劳动密集型中小企业³,金融体系中也需要有大量能为其服务的中小银行和其它中小金融机构。这些中小金融机构数量虽大,但资金总量在整个金融体系中的比重却相对较小。

在发展中国家,劳动密集型产业具有比较优势,而劳动密集型产业中的企业一般规模较小,资金需求量不大,其产品市场和所用技术都比较成熟,企业风险主要来自企业家风险。由于中小企业信息相对不透明,融资规模比较小,通过金融市场进行融资的固定交易成本很高。这些劳动密集型中小企业通常没有非常高的收益率,一般难以通过公开发行人股票和债券获得资金。⁴ 而银行等金融中介可以通过搜集融资企业和企业家的历史和现实信息,来识别企业家风险、筛选借款者,并对

¹ Scherer(1971)归纳了关于大企业在二战前后美国经济中的地位的相关研究。尽管这些研究对具体数据的估计有一定争议,但一个基本的趋势是,这期间大企业在美国经济中的地位呈上升趋势。1929年,在制造业的全部资产中,非公司化企业资产所占的比重大约10%;在1962年,这一数据只有11.8%。1947年,美国最大的100家制造业企业的增加值在全部制造业增加值中的比重为23%,1963年该数据为33%。上述变化的一个重要原因是资本密集型产业在美国经济中的地位上升。比如,1958年,美国前10大制造业企业集中在钢铁、石油化工和汽车制造业。

² 当然,在现实中,一国金融结构的形成不仅取决于实体经济对金融服务的需求,而且受到法律、政治、金融管制等因素的影响。处在相同发展阶段的国家在其金融结构的具体形式和特定的比例构成方面不会是完全一致的。下文关于发达经济和发展中经济的金融结构的讨论只是对于最优金融结构基本趋势的判断。

³ 例如,在提供不可贸易产品和服务的餐饮、零售、维修、装修、建筑等产业中的中小企业。

⁴ 符合发展中国家比较优势的成熟行业一般为竞争性产业,企业通常不会有超额利润。而发达国家的创新型企业,规模可能不大,产品和技术如果创新成功,则会有专利保护,可以赚取垄断利润,并且可能会有全世界的市场。因此,这些企业虽然风险很大,但如果成功,回报率会很高,因而有可能以股票融资。

企业家进行监督,从而缓解中小企业融资中的信息不对称问题。前面的分析表明,区域性的中小银行在为信息相对不透明的劳动密集型中小企业提供融资服务方面具有比较优势。因此,区域性中小银行应当成为发展中国家金融体系的主要组成部分。另外,各种非正规金融单位也可以通过某些人缘、地缘关系获得当地中小企业及其企业家的信息、降低交易成本,因此发展中国家应当允许非正规金融交易方式在一定范围内存在。当然,在发展中国家,在诸如交通、通讯和资本密集产业中劳动力相对密集的产业区段,也会存在需要一定资金投入的规模较大的项目和企业,由于区域性中小银行的资金提供能力有限,所以,具有大规模资金动员能力的大银行和金融市场也需要存在,但不应成为发展中国家金融体系的主体。

随着经济的发展、资本的积累和要素禀赋结构的提升,一国的主导产业和技术会越来越趋向于资本密集型,并越来越接近于世界产业和技术的前沿,资金需求规模会越来越大,企业的技术创新风险和产品创新风险会越来越高。因此,在发展过程中,一个国家的最优金融结构也会相应演进,逐渐从能够有效地克服企业家风险、可以用较低的交易成本为劳动密集型中小企业的发展提供金融服务的地区性银行为主体,发展成以能够有效地分散风险、并具有为大型企业提供融资服务能力的大银行、股票市场、公司债券市场为主体。¹

四、经济发展战略:最优金融结构理论的政策含义

处于一定经济发展阶段的经济体的最优金融结构内生决定于该阶段的最优产业、技术结构,而该阶段的最优产业、技术结构内生决定于该阶段的要素禀赋结构。如果一国的金融结构与其最优产业结构相适应,则会促进具有比较优势的产业和具有自生能力的企业的成长,创造更多的经济剩余,推动资本积累,从而有利于要素禀赋结构、产业结构的提升和经济发展。然而,在现实中,国内政策、法律、文化以及国际环境等各种因素会影响一国金融结构的演化,可能使得该国金融结构偏离其最优路径。这一节主要讨论最优金融结构理论对于发展中国家经济发展战略的政策含义。

作为现代社会最重要的制度安排之一,政府在本国经济发展和金融体系的形成和演变过程中具有特殊的位置。如果政府遵循要素禀赋结构所内生决定的比较优势来制定产业技术发展战略,则会尊重市场机制在资源配置中的基础性作用,以形成反映要素稀缺程度和社会偏好结构的价格体系,使微观经济主体自主选择适宜的技术、产品和产业(Lin, 2009; Lin and Zhang, 2009),实体经济对金融服务的需求则会诱发相应的金融制度安排的创新和发展(Lin, 1989),与要素禀赋结构所决定的最优产业结构相适应的最优金融结构就会形成。在促进最优金融结构的形成方面,政府不是完全被动的,金融制度的有效运行需要政府制定并维护适应市场要求的法律和规则,并对金融市场的运行和金融机构的行为进行合理的监管。

如果政府追求实体经济的赶超性发展,其产业、技术选择违背该经济的要素禀赋结构所决定的比较优势,则需要扭曲经济中的各种制度安排而为赶超型发展战略服务(Lin, 2009; Lin and Li, 2009),对金融体系的行政干预和扭曲就会难以避免。在 20 世纪 50 年代至 70 年代,中国计划体制

¹ 本文提出的最优金融结构理论为英美的金融结构以市场为主导、而德日的金融结构以银行为主导的争论提供了一个新的视角。自工业革命以来一直到 20 世纪初,英国是世界上最发达的国家,美国则自 20 世纪初取代英国成为世界上最发达的国家,英、美的主导产业和技术先后处于世界产业技术的最前沿,适合其产业、技术的金融安排为能大量动员资金、并分散风险的股市直接融资,所以,英、美的金融体系具有市场主导的特征。德国、日本的人均收入则在 20 世纪 80 年代以后才达到美国的水平(Maddison 2006),在相当长的时间内,其主导产业处于世界产业、技术链的内部,相对于处于最前沿的国家,其企业的技术创新风险和产品创新风险较低,所以,企业的融资也相对侧重于银行融资。当然,随着德日经济的发展,其产业和技术越来越接近甚至领先于世界的前沿,所以股票市场的重要性也会越来越高,与最发达国家金融结构的差异会越来越小,而与本国过去的金融结构的差异性会越来越大。

的运行与金融体系的演变路径就是一个典型的例证。在 20 世纪 50 年代的中国, 要素禀赋结构的基本特征是资本极端稀缺、劳动力丰富, 但政府却忽视本国要素禀赋结构的基本现实, 开始推行重工业优先发展战略。为了动员稀缺的资本支持重工业的发展, 政府人为扭曲各种产品价格和包括资金、外汇在内的要素价格, 用国家计划和行政手段取代市场进行资源配置, 并对企业实行国有化、对农业实行人民公社化管理, 从而形成了三位一体的高度集中的计划体制(林毅夫等, 1999)。期间, 银行等金融机构或者被并入中国人民银行, 或者隶属于财政部, 形成了“大财政、小金融”的格局和中国人民银行独家垄断的金融结构, 并在银行内部实行统收统支的信贷资金管理制度, 严重窒息了金融体系的发展。

曾在发展中国家的政策实践中产生重要影响的“金融深化理论”(McKinnon, 1973; Shaw, 1973)认为落后国家存在严重的“金融抑制”现象, 并分析了这些现象对实体经济发展的制约作用, 但他们没有解释产生这些现象的原因是什么。实际上, 各种“金融抑制”现象大都根源于这些国家隐性或显性地推行的某种经济赶超战略。为了实现经济赶超的目标, 利率控制、汇率管制、银行业垄断、限制金融市场竞争等典型的“金融抑制”型政策和体制就会出现。基于消除金融抑制、促进金融深化的重要性, 不少学者提出了金融自由化的改革主张。但是, 如果不改变赶超战略这种产生金融抑制的根本原因, 仅仅改变作为内生变量的金融政策, 实行金融自由化是不能达到预期目的的。而且, 即使政府决定放弃赶超战略, 其原有的许多企业是没有自生能力的, 如果不首先设法解决这个问题, 单纯的金融自由化可能导致赶超产业中没有自生能力的企业破产, 经济中的产业链条断裂, 造成大量失业和社会不稳定; 如果继续维持没有自生能力的企业生存, 则需要国内银行的扶持或大量的财政补贴, 使得银行的呆坏账比例升高, 加剧金融体系的系统性风险。因此, 消除金融抑制现象决不是单纯的金融自由化改革就能解决的。

另外, 发展有效的金融体系不仅要求政府放弃经济发展的赶超战略、逐步消除“金融抑制”性政策, 还要防止在金融发展方面的“赶超”, 即不顾本国的经济发展阶段而盲目追求“金融深化”, 片面地模仿发达经济的金融结构。如前所述, 落后经济与发达经济的要素禀赋结构存在巨大差异, 经济中具有自生能力的企业具有非常不同的规模特征和风险特征, 落后经济的最优金融结构与发达经济的最优金融结构迥然不同。在发达经济中有效的金融结构在落后经济中可能难以发挥作用, 忽视本国实体经济发展要求的制度引进往往难以成功, 甚至会导致本国金融结构的人为扭曲和资源配置的低效率, 乃至引发金融危机。

五、结 论

本文在现有文献的基础上, 提出并论证了“最优金融结构理论”。已有文献分析了各种金融制度安排在资金动员、克服信息不对称及分散风险方面的相对优势和劣势。但是, 单从金融安排本身无法评价不同金融结构的优劣。本文认为, 一国经济在一定发展阶段的要素禀赋结构决定着该阶段具有比较优势的产业和技术结构的性质, 以及具有自生能力的企业的规模特征和风险特性, 从而形成对金融服务的特定需求, 这是决定金融结构的根本性因素。与实体经济对金融服务的需求相适应的金融结构才是最优的, 才能有效地发挥金融体系动员资金、配置资金和降低系统性风险的功能, 促进实体经济的发展。处于不同发展阶段的经济体具有不同的要素禀赋结构和相应的最优产业结构, 因此, 不存在适用于所有经济发展阶段和所有经济体的最优金融结构, 每个经济体在一定发展阶段都有各自的最优金融结构。这种内生的最优金融结构是客观的, 也是动态的, 随着该国经济的要素禀赋结构和产业技术结构的提升、企业规模和风险特性的变化而演变。

文献中关于金融结构与经济增长之间关系的理论争论忽视了实体经济对于金融结构的内在要求, 而实证研究结果与金融结构的演变趋势之间存在的“不一致”也根源于此。根据最优金融结构理

论,评价一国的金融结构是否有效的标准,不是该国金融结构与发达经济金融结构是否一致,而是本国金融结构是否与本国在现阶段的要素禀赋结构所决定的实体经济结构相适应。不存在适用于所有经济体的/最优金融结构,所以离开实体经济的特性来评价市场主导型与银行主导型金融结构的优劣,自然不会有一致性的结论。法律环境、政治制度乃至文化、宗教因素都会对金融结构的形成产生一定的影响,但是,实体经济对于金融服务的需求特性应该是决定各个发展阶段的金融结构及其动态变化的根本性因素。

当然,本文对于最优金融结构理论的探讨还是极为初步的,某些方面会存在各种疏漏和偏差。特别是,本文强调各种金融制度安排的比较优势和劣势,但没有仔细讨论不同金融制度安排之间可能存在的互补性关系。本文只是在已有研究成果的基础上提出并论证了最优金融结构的理论假说,要将其发展成为完善的理论,还需要大量的理论研究和实证研究¹。笔者希望,本文提供的分析框架能够为学术界研究金融发展与经济增长的关系,为政府思考相关的金融政策提供一个新的视角。

参考文献

- 林毅夫、蔡 昶、李周, 1999: 5 中国的奇迹: 发展战略与经济改革6, 上海三联书店和上海人民出版社。
- 林毅夫、孙希芳, 2008: 5 银行业结构与经济发展6, 5 经济研究6 第9期。
- 林毅夫、孙希芳、姜烨, 2006: 5 经济发展中的最优金融结构理论初探6, 北京大学中国经济研究中心讨论稿, No. C2006013。
- Allen, F., 1990, / The Market for Information and the Origin of Financial Intermediaries0, Journal of Financial Intermediation, 1: 3) 30.
- Allen, F. and D. Gale, 1999, / Diversity of Opinion and Financing of New Technologies0, Journal of Financial Intermediation, 8: 68) 89.
- Allen, F. and D. Gale, 2000, Comparing Financial Systems, Cambridge, MA: MIT Press.
- Beck, T. and R. Levine, 2002, / Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Marke2 or Bank2Based System Matter?0 Journal of Financial Economics, 64: 147) 180.
- Beck, T., A. Demirg 2Kunt and R. Levine, 2003, / Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?0 Journal of Comparative Economics, 31: 653) 674.
- Berger, Allen N., and Gregory F. Udell, 1995, / Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance0, Journal of Business, 68: 351) 382.
- Berger, Allen N., and Gregory F. Udell, 1998, / The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle0, Journal of Banking & Finance, 22: 613) 673.
- Berger, Allen N., Anthony Saunders, Joseph M. Scalise, and Gregory F. Udell, 1998, / The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending0, Journal of Financial Economics, 50: 187) 229.
- Berger, A. N., N.H. Miller, M.A. Petersen, R. G. Rajan, and J. C. Stein, 2005, / Does Fund ion Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of large and Small Banks0, Journal of Financial Economics, 76: 237) 269.
- Bhale, A., 1993, / The Hidden Costs of Stock Market Liquidity0, Journal of Financial Economics, 34: 1) 51.
- Boyd, J. H. and E. C. Prescott, 1986, / Financial Intermediar2Coalitions0, Journal of Economic Theory, 38: 211) 232.
- Brickley, J. A., and J. S. Link, and C. W. Smith Jr., 2003, / Boundaries of the Firm: Evidence from the Banking Industry0, Journal of Financial Economics, 70: 351) 383.
- Cetorelli, N. and P. E. Strahan, 2006, / Finance as a Barrier to Entry: Bank Competition and Industry Structure in Local U.S. Markets0, Journal of Finance, 1: 437) 461.
- Chen, H. C. and J. R. Ritter, 2000, / The Seven Percent Solution0, Journal of Finance, 55: 1105) 31.
- Cole, R. A., L. G. Goldberg, And L. J. White, 2004, / Cookie Cutter vs. Character: The Micro Structure of Small Business Lending by Large and Small Banks0, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 39: 227) 251.
- Demirg 2Kunt, A. and R. Levine, 2001, Financial Structure and Economic Growth: A Cross2Country Comparison of Banks, Markets, and Development, Cambridge, MA: MIT Press.

¹ 林毅夫和孙希芳(2008)尝试对中国银行业结构与经济增长之间的关系进行实证检验。其研究发现,在中国现阶段,中小银行的市场份额的上升有助于促进经济增长。因此与本文对发展中国家最优金融结构的理论推论相一致。

- Demirgüç-Kunt, A. and V. Maksimovic, 2002, / Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data, *Journal of Financial Economics*, 65: 337) 363.
- Diamond, D. W., 1984, / Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, 51: 393) 414.
- Diamond, D. W. and P. H. Dybvig, 1983, / Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, 91: 401) 4.
- Grossman, S. J. and O. Hart, 1980, / Takeover Bids, the FreeRider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, 11: 42) 64.
- Heckscher, E. F and Ohlin, B., 1991, *Heckscher-Ohlin Trade Theory*, translated, edited and introduced by Harry Flam and M. June Flanders, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Jackson J. and A. Thomas, 1995, / Bank Structure and New Business Creation: Lessons from an Earlier Time, *Regional Science and Urban Economics*, 25: 323) 353.
- Jayaratne, J. and J. Wolken, 1999, / How Important Are Small Banks to Small Business Lending? New Evidence from a Survey of Small Firms, *Journal of Banking and Finance*, 23: 427) 458.
- Jensen, M., 1988, / Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 2: 21) 48.
- Kaserer, C. and M. Kraft, 2003, / How Issue Size, Risk, and Complexity are Influencing External Financing Costs: German IPOs Analyzed from an Economies of Scale Perspective, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30: 479) 512.
- Kumar, Krishna B., Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, 2002, / What Determines Firm Size, working paper.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, 1997, / Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52: 1131) 1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, 1998, / Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106: 1113) 1155.
- Lee, I., S. Lochhead, J. Ritter and Q. Zhao, 1996, / The Costs of Raising Capital, *Journal of Financial Research*, 19: 59) 74.
- Levine, R., 2005, / Finance and Growth: Theory and Evidence. In Philippe Aghion and Steven Durlauf, eds. *Handbook of Economic Growth*, The Netherlands: Elsevier Science.
- Levine, R., 2002, / Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 11: 398) 428.
- Lin, Justin Yifu, 1989, / An Economic Theory of Institutional Change: Induced and Imposed Change, *Cato Journal*, 9: 1) 33.
- Lin, Justin Yifu, 2003, / Development Strategy, Viability, and Convergence. *Economic Development and Cultural Change*, 41: 277) 308.
- Lin, Justin Yifu, 2009, *Economic Development and Transition: Thought, Strategy, and Viability*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lin, Justin Yifu and Feiyue Li, 2009, / Development Strategy, Viability, and Economic Distortions in Developing Countries, *World Bank: Policy Research Working Paper No. 4906*.
- Lin, Justin Yifu and Pengfei Zhang, 2009, / Industrial Structure, Appropriate Technology, and Economic Development in Less-developed countries, *World Bank: Policy Research Working Paper, No. 4905*.
- Maddison, Angus, 2006, *The World Economy*, Paris, France: Development Centre of OECD.
- Manne, H., 1969, / Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 73: 110) 131.
- McKinnon, R. I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Merton, R. C., 1995, / A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial Management*, 24: 23) 41.
- Merton, R. C. and Z. Bodie, 1995, / A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, In: *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Eds: D. B. Crane, et al., Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Nakamura, L., 1994, / Small Borrowers and the Survival of the Small Bank: Is Mouse Bank Mighty or Mickey? *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review*, No. 2Dec: 3) 15.
- Ohlin, B., 1967, *Interregional and International Trade*, Revised edition. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Ozawa, Terutomo, 2005, *Institutions, Industrial Upgrading and Economic Performance in Japan: The - Flying-Geese Paradigm of Catchup Growth*, Cheltenham: Elgar.
- Ozawa, Terutomo, 2006, / Asia's Labor-driven Economic Development, Flying-Geese Style. *UNU-WIDER research paper*, NO. 2006P59.
- Petersen, M. A. and R. G. Rajan, 1994, / The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data, *Journal of Finance*, 49: 3) 37.
- Petersen, M. A., and R. G. Rajan, 1995, / The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationship, *Quarterly Journal of Economics*, CX: 407) 43.
- Petersen, M. A., 2004, / Information: Hard and Soft, working paper.
- Peek, J. and Rosengren, E. S., 1998, / Bank Consolidation and Small Business Lending: It's Not Just Bank Size that Matters, *Journal of*

Banking and Finance, 22: 799) 819.

Rajan, R. G. , 1992, / Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt, Journal of Finance, 47: 1367) 1400.

Rajan, R. G. and L. Zingales, 2003, / The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century, Journal of Financial Economics, 69: 5) 50.

Scharfstein, D. , 1988, / The Disciplinary Role of Takeovers, Review of Economic Studies, 55:185) 199.

Shaw, A. S. , 1973, Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press.

Schere, F.M. , 1971, Industrial Market Structure and Economic Performance, Chicago: Rand McNally and Company.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1986, / Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy, 94: 461) 488.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1997, / A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, 52: 737) 783.

Stiglitz, J. E. , 1985, / Credit Markets and the Control of Capital, Journal of Money, Credit and Banking, 17: 133) 152.

Strahan, P. E. and J. P. , Weston, 1998, / Small Business Lending and the Changing Structure of the Banking Industry, Journal of Banking and Finance, 22: 821) 845.

Stein, J. C. , 2002, / Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms, Journal of Finance, LVII: 1891) 1921.

Tybout, James R. , 2000, / Manufacturing Firms in Developing Countries: How Well Do They Do, and Why? Journal of Economic Literature, 38:11) 4.

Zingales, L. , 1994, / The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, Review of Financial Studies, 7: 125) 148.

Toward A Theory of Optimal Financial Structure in Economic Development

Justin Yifu Lin
(World Bank)

Sun Xifang
(Seoul National University)

Jiang Ye
(Industrial and Commercial Bank of China)

Abstract: The factor endowments of an economy at each stage of its development determine the optimal industrial structure in the real sector, which in turn constitutes the main determinant of the size distribution and risk features of viable enterprises at that stage. Meanwhile, each institutional arrangement in the financial system has both advantages and disadvantages in mobilizing savings, allocating capital, and diversifying risks when facilitating financial transactions. Therefore, there exists endogenously determined optimal financial structure for the economy at each stage of development.

Key Words: Financial Structure; Comparative Advantage; Optimal Financial Structure

JEL Classification: G00, O16, O43

(责任编辑:王 诚)(校对:芝 山)