

多维视角下金融与企业发展关系的审视

贺守海

内容提要: 该文回顾了国际、国内经济学家就金融发展对于经济增长和企业发展的作用, 主要表现为金融业对企业发展的六大核心功能——配置资源、分散风险、清算和结算支付、储备资源和分割所有权、信息服务和激励机制。这些功能可以有效促进企业成长。同时指出: 金融对企业发展也有危害性, 主要是虚拟资本与实体经济所脱节造成的。但金融对经济的发展促进作用仍是主要的。

关键词: 金融功能 金融危机 企业成长

中图分类号: F83

文献标识码: A

文章编号: 1009-2382(2009)03-0045-04

一、已有文献的简要回顾

围绕金融与实体经济之间的关系, 学者们进行了长期的论战。古典学派的经济学家多是货币中性与信用媒介论者, 他们倾向于认为货币对实体经济而言不过是一层面纱, 其数量只影响物价水平而不影响实际经济活动。Robinson(1952)认为金融市场只是跟随经济增长而增长。Lucas(1988)称经济学家过分强调了金融因素在经济增长中的作用。此外, 针对金融危机的时而爆发以及泡沫经济的危害, 许多学者也分析了金融对实体经济的不利影响。不过长期以来, 大多数学者还是更加关注金融发展对实体经济所产生的正面作用。

20世纪90年代以后, 金融发展和经济增长关系的研究取得飞速发展。Merton(1995)和Levine(1997)等人分析了金融系统的基本功能。Greenwood和Jovanovic(1990), Bencivenga和Smith(1991), King和Levine(1993b), DeLa Fuente(1994)等则通过采用建立内生增长模型方式分析了金融对经济增长的影响。在实证研究方面, King和Levine(1993)、Levine和Zervos(1998)以及Levine(1999)等的研究都表明一国金融发展水平对经济增长有促进作用。不过, Rajan和Zingales(1998)以及Love(2003)指出, 仅从宏观层面考察金融发展与经济增长的关系难以有效解决二者间的因果关系, 不能揭示金融发展促进经济发展的微观机理。此后, 关于金融与实体经济关系的研究逐渐转移深入到微观层面, 越来越多的经济学家开始关注金融对企业成长的影响。

Rajan和Zingales(1998)以及Claessens和Laeven(2003)基于跨国数据研究了金融发展对一国依赖外部融资的行业成长性的影响, 其研究显示, 在金融市场较发达的国家, 那些依赖外部融资的行业成长性更好, 说明金融发展能降低企业的外部融资成本, 从而促进企业成长。Demirgüç-Kunt等(1998)使用企业层次的数据检验金融发展是否会对企业的外部融资便利程度产生影响, 结果显示, 金融发展指标的估计系数显著为正, 表明金融发展使更多的企业通过外部融资实现了对最大可能增长率的超越。King和Levine(1993b)就金融、企业家才能和经济增长建立了一个一般均衡分析框架, 模型的含义是明确的, 更好的金融制度提高了成功创新的概率, 因而加速了企业成长。Beck、Demirgüç-Kunt和Maksimovic(2003)考察了金融发展对企业扩张的影响, 他们认为发达的金融体系不仅能为企业扩张提供充裕的资金, 还能有效地监督和防止内部人对企业资源的滥用, 有助于企业的低成本扩张。Beck等(2006)的实证研究支持了上述结论, 通过44国最大工业企业的数据库检验, 他们的研究表明企业规模与金融发展水平显著正相关。

国内, 江伟和李斌(2006)考察了我国各地区金融发展水平对上市公司债务融资决策的影响, 结论表明, 各地区金融发展水平对企业长短期债务融资水平均有显著影响。马宏(2007)通过一个金融发展与企业融资约束和投资的模型, 对我国部分制造业上市公司1999~2003年的投资水平进行了实证研究, 结果发现融资约束在我国上市公司中普遍存在, 但不同公司所受约束程度不同, 金融发展有助于降低企业的

融资约束水平,从而鼓励投资,促进企业成长。

尽管由于理论假设过于严格、研究方法与数据方面的缺陷与不足,我们很难推论在现实世界中金融发展必然会带来经济增长,但现有的大量文献或多或少地倾向于支持“金融对实体经济是重要的”以及“金融对企业成长是重要的”论断。对于致力于提高金融发展水平的政府而言,政策的作用效果可能放在一个较长的时期来看会更加显著,而不能急于求成。

二、金融对企业发展的作用:历史视角的证据

回顾经济发展史,迄今已经历了三次大的技术革命浪潮。在每次浪潮中,都伴随着大批新兴大企业的成长与崛起,从中我们也可窥见金融在其中所发挥的历史作用。

1. 第一次科技革命。在18世纪前,绝大多数制造企业都是资本有限、工人没有受过教育的小企业。工业革命改变了这一点。它以机器大工业代替工场手工业,工厂这一新的组织形式代替了以家庭为单位的手工作坊,极大地扩张了企业规模并提高了企业效率。

工业革命前,英国金融市场在诸多方面取得了广泛发展。各种金融机构,如特许公司、合伙银行等都开始在英国出现,个人储蓄业务开始发展起来。伦敦证券市场形成,1710年私人证券交易的数量已达每年1100万英镑的规模。各种金融创新不断出现:借据可转让,票据贴现,股票交易等。这些新的金融工具满足了英国投资者进行产业与技术创新的资本需求。到19世纪20年代,“银行信用成为支撑工业大厦的支柱”。^①

Hicks(1969)认为金融市场提供了人们自由转换资产的场所,同时又把人们分散的积蓄积聚起来投入长期的投资项目,这种机制促进了技术和发明的创新,从而引发了英国的工业革命。无论如何,金融在工业革命中至少通过两个方面对企业发展做出了重要贡献:一是促进了资本的集聚和集中,为企业扩张准备了条件;二是对科技发明提供了资金支持,从而支撑和激励了技术的市场化与企业发展。

2. 第二次科技革命。第二次科技革命在新能源利用、新机器和新产品的创制等方面都取得了重大

成就。在此过程中,企业规模迅速扩张,一大批大企业形成和发展起来。以美国为例,1892年卡内基公司控制了全美钢产量的1/4,1901年该公司与其他几家公司合并成为美国钢铁公司,资产超过10亿美元。1878年美孚石油公司已控制了美国产油量的90%—95%,后来又集中了40多家公司的股权,进一步强化了垄断地位。1915年成立的杜邦公司是美国当时最重要的化工垄断企业之一。

在此次技术革命浪潮中,金融对这些大的托拉斯企业的扩张起着不可替代的作用。从银行的作用看,随着工业化的深入,工业资本越来越依靠银行提供,银行就借此介入工业企业,导致工业资本与银行资本融合成长,形成垄断的金融资本。另外,从企业组织形式看,股份公司作为现代大企业的基本组织形式,而资本市场则是股份公司的互补性制度安排。没有资本市场的依托,现代意义上的公司制企业是不可能出现的。在第二次产业革命中,资本市场至少从两个方面促进了现代大企业的发展:一是资本市场的发展为企业组织形式的变革奠定了基础,股份制的出现促进了所有权与经营权的分离,管理层级制也得以有效建立;二是资本市场为大规模的企业融资提供了来源,促进了现代大企业的发展。

3. 第三次科技革命。20世纪40年代以来,在原子能、计算机、微电子等领域取得重大突破,标志着新的三次科技革命的到来。第三次技术革命推动了一大批高科技企业迅速崛起为所在领域的翘楚,这一点在美国最为典型。

过去30年中,在世界范围内,几乎所有的高科技产业都无一例外在美国本土首先兴起,时至今日美国仍然主导着高科技产业的发展。1971年的英特尔公司,1980年的苹果公司到1986年的微软和甲骨文公司上市,奠定了美国计算机行业的世界霸主地位;1990年的思科公司和1996朗讯公司的上市,推动了美国通讯行业的迅猛发展;1996年时代华纳公司和雅虎公司,1997年亚马逊公司和2004年Google公司上市使得美国成为网络科技行业的领军人物。这样的例子在半导体和生物制药等行业也比比皆是。美国得以几十年能在包括高科技产业等经济领域保持巨大优势的一个重要原因,是依靠一个以资本市场为核心的把技术与资本有效结合的机制。以硅谷和

^① H. J. 哈巴克克、M. M. 波斯坦主编:《剑桥欧洲经济史》第六卷,经济科学出版社2002年版,第290页。

华尔街为代表,美国形成了以科技产业、风险投资和资本市场联动的一整套发现和筛选机制。资本市场将美国的知识技术与资本有效地结合起来,推动了高科技产业的飞速发展与企业成长。

三、金融对企业发展的作用:功能视角

Merton 和 Bodie (1995) 从资源配置这一基本功能出发,界定了金融所发挥的六大核心功能:配置资源;管理风险;清算和结算支付;为储备资源和在不同企业分割所有权提供机制;提供价格信息,协调不同部门的决策;提供激励机制。金融功能观的提出深化了对金融的认识,也为从金融功能角度探究金融对企业成长的作用拓展了新的思路。

1. 金融的资源配置功能与企业成长。金融系统的首要功能是引导资源的配置,成熟的金融系统总是倾向于把资源配置到最有前途的企业的企业中去。金融体系对企业的筛选和甄别主要通过银行与资本市场来进行。在成熟的金融体系中,通过有效地甄别和筛选,那些具有发展前途的企业有希望分配到充足的资金,从而得以快速成长。

银行对企业的甄别主要通过以下途径:凭借在搜集和处理信息上的规模优势掌握大量企业信息并进行甄别;通过与企业保持长期关系获得更多内部消息;通过抵押贷款方式甄别企业;通过企业自有资本信号甄别企业。资本市场的资源配置功能主要体现在两个方面:一是增量配置功能,通过调整新股发行和配股结构将增量资金引导向高收益、高成长的企业中去;二是存量配置功能,通过上市公司的购并重组,对现有资本进行优胜劣汰的重新组合。对于规模较大的上市公司,企业的好坏与发展潜力通常可借助股票价格涨跌来甄别。当然这取决于股市的有效性,股市越有效,股价的变化越能充分反映企业基本面的优劣状况。对于非上市的小企业,发达国家的风险资本体系也对其发展潜力提供了某种甄别途径。

2. 金融的风险分散功能与企业成长。通过资本市场的发展能有效地降低流动性风险,流动性的资本市场使储户可以持有普通股、债券等不同类型的资产,并可以方便快捷地卖出。同时,资本市场将这些流动性资产转换为生产企业所需要的长期投资。可见资本市场的发展有利于期限更长、收益更高的项目得到投资,有利于改善资本配置,从而也有助于企业发展得到更好的资金支持。

除了降低流动性风险,金融系统还可以减轻与项目、厂商、产业、地区等相联系的风险,这种风险分散功能通过改变资源的配置作用于企业发展与经济增长。一般来说,高回报的项目要比低回报项目风险更大,而储户往往不喜欢风险,这样有利于风险分散的金融市场就会诱导资金流向更高期望回报的项目。此外,金融系统的风险分散功能也会对企业技术进步产生影响。对于创新项目的分散投资决策将降低风险并提高在创新活动上的投资,有利于风险分散的金融系统可以加快企业的技术进步,从而有助于企业的快速成长。

3. 金融的公司治理功能与企业成长。治理问题的提出是伴随着公司制企业的崛起而产生的。哈特指出:只要存在代理成本和不完备合约,公司治理就必然在一个组织中产生。在不完备合约的情况下,治理结构作为决策机制,将直接影响公司的资源配置与发展。在企业的成长过程中,金融所参与的公司治理具有十分重要的意义。

在美、英为代表的国家,外部市场在公司治理中发挥主导作用,这些国家的公司治理模式有时被归为外部监控型的模式。资本市场的公司治理机制主要包括:股东投票机制;并购接管机制,即用脚投票;通过股票期权等股权激励机制激励管理层努力工作。以日、德等国为代表,还有一部分国家的公司治理模式可被称为内部监控模式,在这种模式下,法人股东、银行、内部经理人员的流动对公司治理起着主导作用。这些国家的公司股权一般比较集中,相互持股与法人持股比较明显,主银行、银团贷款、系列贷款、经理会等制度相互配合,使得内部监督机制发挥更大作用。

四、金融对企业发展的危害:金融危机的视角

金融危机并不是经济发展中的新事物,然而危机产生的巨大破坏却给人们金融的看法产生了极大影响。危机的爆发使人们更多地看到金融的负面因素,促使人们反思危机的根源并积极寻求预防和应对的良策。

金融危机从根本上来说源于虚拟经济与实体经济的脱节,这种脱节带来的矛盾积累到一定程度就会借助危机的爆发来实现自我释放。马克思早在《资本论》中就对虚拟经济进行了精辟分析,他指出:虚拟资本是在借贷资本和银行信用制度的基础上产生

的,包括股票、债券、不动产抵押单等,虚拟资本本身并不具有价值,但是它却可以通过循环运动产生利润。^①虚拟经济与实体经济之间存在密切联系,虚拟经济由实体经济产生,同时又依附于实体经济。脱离了实体经济的支撑,又缺乏必要的管制措施,虚拟经济就会逐渐演变成投机经济,最后必然会导致投机泡沫破裂而引发危机。

表1 西方世界主要金融危机回顾

年份	危机事件
1637	荷兰郁金香投机狂热引发的危机
1720	英国南海公司倒闭给伦敦金融业造成巨大影响
1793	英国“运河热”引发的危机
1836	美英“铁路热”引发的危机
1929	席卷西方各国的经济大萧条
1987	黑色星期一美国股市暴跌
1990s初	日本“泡沫经济”破裂引发金融危机
2000	美国互联网泡沫破裂引发危机

资料来源:卡萝塔著:《技术革命与金融资本》,中国人民大学出版社2007年版,第86页;夏炎德著:《欧美经济史》,三联出版社1991年版,第650页。

回顾欧美历史上主要的金融危机(见表1),从中可以发现一些规律性因素。金融危机带有一定的周期性,而且往往伴随着大量投机泡沫的破裂而爆发。可以利用金融资本与生产资本的关系来描述金融的双面作用与危机的爆发。金融资本与生产资本的相处周期可以简单地划分为“蜜月期”、“脱轨期”、“破裂期”三个阶段。在蜜月期,金融资本与生产资本实现了良好的结合,金融通过恰当地为生产提供服务,实现了经济和企业的快速发展。在此之后,步入“脱轨期”,金融资本的投机本性逐步暴露,为了提高盈利与生产资本逐步脱轨,在脱离实体经济发展的领域,金融资本的投机泡沫日益生成并不断膨胀。进入“破裂期”,任何引发经济恐慌的因素都可能会导致泡沫破裂而引发危机。

危机的发生不可避免地会对企业产生诸多不利影响:那些缺乏风险抵御能力同时经营又不够稳健的金融机构将会首当其冲受到危机的侵袭与淘汰;证券市场波动与股价的暴跌将使公司市值显著缩

水,被收购的风险增加;众多企业的资金供应链将面临严重考验,融资难度加大;市场预期、财富效应等将会导致企业的需求萎缩;对于外源性的金融危机,出口比重大的企业将会受到较大影响。

五、结 语

金融危机的爆发提醒我们必须要注意金融风险的防范,加强金融机构的监管,规范金融衍生品的创新与交易,警惕投机泡沫的产生。危机对企业的不利影响是否可以抵消前面分析的金融对企业的正面作用呢?经济发展史的研究表明:金融对经济的促进作用不论是从历史考察还是从理论分析来看仍是主要的,金融危机的出现是对前期经济发展中所累积矛盾的一种破坏性消解。随着矛盾的释放与新的调节措施的出现,金融作用的积极一面又会占主导地位地显现出来。

参考文献:

- [英]约翰·希克斯著:《经济史理论》,商务印书馆1987年版。
 - [美]兹维·博迪、罗伯特·C·莫顿著:《金融学》,中国人民大学出版社2000年版。
 - 李斌、江伟:《金融发展、金融约束与企业成长》,《南开经济研究》2006年第3期。
 - Robinson, J. The Generation of the General Theory. In: the Rate Interest, and Other Essays[M]. London: Macmillan, 1952.
 - Lucas, R.E. On the Mechanics of Economic Development [J]. Journal of Monetary Economics, 1988, vol.22.
 - Schumpeter, J.A. The Theory of Economic Development [M]. Cambridge: Harvard University Press, 1911.
 - King, Robert G. and Levine, Ross. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence [J]. Journal of Monetary Economics, December 1993(b), 32(3): 513~42.
 - Rajan, R., L.Zingales. Financial Dependence and Growth [J]. American Economic Review, 1998, Vol.12.
 - Beck, Thorsten & Demirgüç-Kunt, Asli and Vojislav Maksimovic. The Influence of Financial and Legal Institutions on Firm Size [J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30: 2995-3015.
- 作者简介:贺守海,厦门大学经济研究所博士生(厦门361005)。

[责任编辑:张震]

^① 马克思著:《资本论》第三卷,人民出版社1963年版,第527-541页。