第39卷 第4期 财经研究 Vol.39 No.4
2013年4月 Journal of Finance and Economics Apr.2013

金融自由化改善了投资配置效率吗？

钟 娟，魏彦杰，沙文兵
（安徽财经大学 国际经济贸易学院，安徽 蚌埠 233030）

摘 要：文章采用1997—2011年中国上市公司年报数据，通过定义投资配置效率指数考察中国金融自由化和金融发展对企业间投资配置的影响。研究结果显示：(1)中国金融自由化对投资配置效率有正向作用，促使投资更多地配置到高边际产出企业，而金融发展对投资配置效率没有显著作用。(2)中国金融自由化指数包含的7个分类指标都对投资配置效率有正向作用，其中最重要的政策影响来自监管和信贷。(3)中国金融自由化改善投资配置体现为拉大企业间投资水平的差距。

关键词：投资配置效率；金融自由化；金融发展
中图分类号：F832.48 **文献标识码**：A **文章编号**：1001-9952(2013)04-0016-11

一、引 言

McKinnon(1973)和Shaw(1973)认为金融自由化对经济增长产生正向作用。不过，由于金融自由化影响经济增长的途径并未完全得到澄清，McKinnon和Shaw的观点受到质疑。近年来的研究发现，金融自由化可以缓解企业的外部融资约束(Laeven，2003；Koo和Maeng，2005；张军等，2008)。但该结论只能说明金融自由化会降低企业投资对内部资金的依赖程度，却无法证实金融自由化能提升投资在企业间配置的效率，而后一个问题对理解金融自由化的经济增长效应非常重要。因为低效率的投资配置会降低资金使用的边际产出并增加贷款违约风险，进而破坏金融系统稳定。由此，自然而现实的问题是，中国金融自由化程度的加深是否改善了企业间投资配置效率？探讨这个问题不仅能够为相关研究提供来自中国的经验证据，而且可以为金融决策部门未来的政策选择提供参考。

二、相关研究回顾

金融自由化政策的实施能提高金融系统运行的市场化程度。但是，关于

收稿日期：2012-10-25
基金项目：国家社会科学基金项目(11CJL035)
作者简介：钟 娟(1980—)，女，河南南阳人，安徽财经大学国际经济贸易学院讲师，博士；
魏彦杰(1973—)，男，河南平顶山人，安徽财经大学国际经济贸易学院副教授，博士；
沙文兵(1973—)，男，安徽无为人，安徽财经大学国际经济贸易学院副教授，博士。

这种“市场化机制”是否有助于改善投资配置却存在争议。Stadler(1992)发现金融自由化导致更高的资本成本,从而抑制了某些行业的投资;Schwarz(1992)则认为某些指令性信贷可以促进特定部门的投资增长,保证在国民经济各部门间维持合理的投资比例。许多经验证据表明金融自由化能优化投资在不同类型企业间的配置效率。Jaramillo 等(1992)使用厄瓜多尔企业数据证明实施金融自由化后银行信贷会更多地流向纯技术效率较高的企业;Siregar(1994)对印度尼西亚企业的研究也有类似结论。然而,由于早期研究中缺乏对投资配置效率的准确定义,相关研究结论缺乏稳健性,如 Chari 和 Henry(2002)就发现相反的证据。Wurgler(2000)修正了这一缺陷,将投资配置效率表示为行业投资额对行业增加值的弹性。Galindo 等(2007)继续修正了 Wurgler 的方法,以企业边际产出差异作为衡量投资配置效率的标准。这一方法显然更准确,即企业间的异质性导致投资水平发生变化,使用边际产出也更符合柯布—道格拉斯生产函数的原理。他们对 12 个发展中国家的研究也证明金融自由化对投资配置效率有正向作用。

不过,现有研究也存在不足:(1)缺乏金融自由化与金融发展的比较。金融发展反映经济货币化程度,也可能对投资配置产生影响。同时,许多发展中国家的金融自由化并没有带来预期的经济增长,反而引起剧烈的宏观经济波动(Kaminsky 和 Reinhart,1999;Kose 等,2003;Bonglioli,2008)。因此,如果两类金融因素对投资配置的有利作用没有差别,最好的政策选择是推进金融发展而非金融自由化。(2)已有文献没有解释金融自由化影响投资配置的形式。如果金融自由化影响投资在企业间的分配,那么这种影响是否加剧了企业资金供求中的优胜劣汰,并最终导致企业间投资水平离散程度发生改变。解答这个问题不仅有助于更全面地理解金融自由化影响投资配置的机制,而且能更好地揭示金融自由化的潜在风险。鉴于此,我们在后文中参考 Galindo 等(2007)定义投资配置效率的方法,并在模型中加入金融发展指标,通过比较两类金融因素的作用效果和形式,得出更稳健和更全面的结论。

三、变量测定与计量模型

(一)变量测定

1. 中国金融自由化指数。国际上有关金融自由化测定方法的研究已经比较成熟,通常做法是使用金融政策的变化,包括资本和经常项目的自由化、国内金融领域的自由化、证券市场的自由化以及金融体系的法规建设与监管四个方面。从国内文献看,易文斐和丁丹(2007)包含 8 个指标的分类方法基本遵循这种思路,只是增加了更低准备金要求指标,本研究则去除了这一指标,因为与主要工业化国家准备金率固定化和下降的趋势不同,2007 年后中国的准备金率波动较大,数量调控被频繁使用,这与 Abiad 和 Mody(2003)、Abiad 等(2009)的分

类方法类似,他们也没有使用准备金率来判别发展中国家的金融自由化程度。

我们最终选择7个指标衡量中国金融自由化进程:利率自由化(Inter)、信贷管制的放松(Credit)、进入壁垒的降低(Entry)、金融机构国有化比率的降低(Priv)、审慎性金融监管的加强(Super)、证券市场的开放(Secur)和国际金融自由化(Intl)。根据《中国金融年鉴》(大事记),参考易文斐和丁丹(2007)的研究,对1978－2009年每一次重大政策变化进行酌情赋值,并采用累积式赋值方法,以保证金融自由化指数体现政策变化后的自由化累积程度,同时根据事件对自由化发展的推动程度酌情调整增加值的大小,即一般性事件为0.5,重大事件或一般政策法规实施为1,重大政策法规实施为2,允许合并赋值,若发生与自由化相悖的事件或政策,则赋值为负数。

使用主成分分析法对上述赋值进行分析,方差分解和碎石图均表明,除第1个因子外其他因子的重要性都非常小,因此选取第1个主成分因子作为金融自由化指数基本可以反映全部指标的信息。由于金融自由化指数和7个指标的Z标准化值在时间序列上存在负值,我们采用Min-max标准化方法 $x^{*}=(x-\min)/(\max-\min)$ 将结果映射到[0,1]区间,该方法比Ang(2010)取基期为100,向上平移自由化指数的方法更合理。中国1978－2009年金融自由化指数如图1所示。

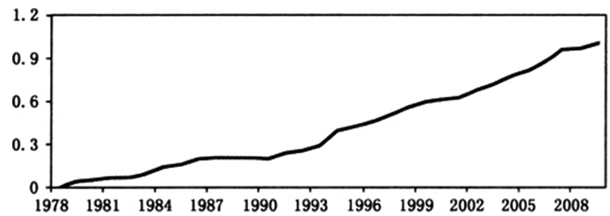

图1　中国金融自由化指数(1978－2009)

2. 投资配置效率指数。Galindo等(2007)提出基于资本边际产出的投资配置效率指数,它包括收入和利润两种形式,并认为收入形式更合理。一方面销售收入可以更真实地反映企业收益状况,另一方面发展中国家的企业大多对边际收入更为敏感。不过,Galindo等(2007)假设企业i的t+1期收入 $S_{i,t+1}$ 来自年初资本 $K_{i,t+1}$,由此资本收入率 $S_{i,t+1}/K_{i,t+1}$ 反映t期投资 $I_{i,t}$ 的边际产出。我们认为该假设过于严格,本文则将t期投资的边际产出表示为t+1期收入与平均资本的比值,即 $S_{i,t+1}/\overline{K}_{i,t+1}$,其中平均资本 $\overline{K}_{i,t+1}$ 等于t+1期年初资本与年末资本的平均数。由此,投资配置效率指数公式如下:

$$EI_{J,t}=\left(\sum_{i=1}^{n}\frac{S_{i,t+1}}{\overline{K}_{i,t+1}}\times I_{i,t}\right)\Big/\left(\sum_{i=1}^{n}\frac{S_{i,t+1}}{\overline{K}_{i,t+1}}\times\frac{K_{i,t}}{K_t^T}\times I_t^T\right) \tag{1}$$

其中,企业i(i=1,2,…,n)属于某个行业J(J=1,2,…,m),$I_{i,t}$、$K_{i,t}$为企业i在期间t的投资额和期初资本额;I_t^T、K_t^T 为某个行业J中所有企业在期间t的投资额累积值和期初资本累积值。

3. 其他变量测定方法。其他变量测定方法见表1。需要说明的是:(1)选取与全部行业平均水平相比较的方法,是为了更准确地表明某一行业超越全

部行业平均水平的幅度,同时该方法也可以最大限度地消除价格变动的影响。(2)在会计报表中,资本K为累积值,并且考虑了折旧,由于上述变量的计算方法为比值,因此不再考虑资本K经济意义的贬值(即价格变动)或存量问题。(3)由于行业内存在净利润亏损的企业,部分$(CF/\overline{K})_{J,t}$为负值。考虑到投资配置效率指数的有效性依赖于大样本(Galindo 等,2007),我们并未采用从全样本中剔除亏损企业的方法来消除负值问题,而是利用Min-max标准化方法对$(CF/\overline{K})_{J,t}$进行了处理。

表1 变量测定方法

变量	含义	测定方法	注释
$EFN_{J,t-1}$	外部资金需求	$(F/K)_{J,t-1}/\overline{(F/K)}_{t-1}$	t-1期行业资本筹资率除以全部行业平均资本筹资率,其中资本定义为年初资本
$IIL_{J,t}$	投资水平	$(I/K)_{J,t}/\overline{(I/K)}_{t}$	t期行业资本投资率除以全部行业平均资本投资率,其中资本定义为年初资本
$SK_{J,t}$	资本收入水平	$(S/\overline{K})_{J,t}/\overline{(S/\overline{K})}_{t}$	t期行业资本收入率除以全部行业平均资本收入率,其中资本定义为年初与年末资本的平均数
$CFK_{J,t}$	资本现金流水平	$(CF/\overline{K})_{J,t}/\overline{(CF/\overline{K})}_{t}$	t期行业资本净利率除以全部行业平均资本净利率,其中资本定义为年初与年末资本的平均数
FD_t	金融发展	$(PC/GDP)_t$ $(DC/GDP)_t$ $(M2/GDP)_t$	选取中国私营部门信贷额与GDP的比值(PC/GDP)、中国国内信贷额与GDP的比值(DC/GDP)、中国M2与GDP的比值(M2/GDP)

注:金融发展数据来源于世界银行WDI数据库。

(二)计量模型

假设行业J包含企业i(i=1,2,…,n),投资配置效率$EI_{J,t}$表示投资$I_{i,t}$对资本边际产出的偏好程度。如果更多投资流入高资本收入率企业,则$EI_{J,t}>1$;反之,则$EI_{J,t}<1$。那么,哪些因素决定了行业J内总投资I_t^T的分配状况?首先,外部力量(外部资金需求,即金融依赖)是重要因素。Almeida和Wolfenzon(2005)认为,外部资金供给者会从较低生产率企业中抽离资金,而增加高生产率企业的外部资金供给。由此,金融依赖程度的提高可以改善投资配置。其次,内部力量(企业投资决策)也是重要因素。Zabojnik(2008)认为,在金融市场不完全的状态下,金融摩擦的增大会刺激低生产率企业过度投资。因此,较高的总投资水平反而容易导致投资配置不当。我们由此选择行业J(J=1,2,…,m)的外部资金需求(EFN)和投资水平(IIL)作为计量模型1的解释变量,其中EFN滞后一期。模型1表述为:$EI_{J,t}=\alpha_0+\alpha_1 EI_{J,t-1}+\alpha_2 EFN_{J,t-1}+\alpha_3 IIL_{J,t}+\varepsilon_{J,t}$,其中,$EI_{J,t}$为行业J在年份t的投资配置效率,行业J包含企业i(i=1,2,…,n),$EI_{J,t-1}$反映投资配置效率的滞后效应,$\varepsilon_{J,t}$为误差项。按照理论假设,外部资金需求($EFN_{J,t-1}$)系数预计为正,即金融依赖水平对投资配置效率有正向作用;投资水平($IIL_{J,t}$)系数预计为负,即过高的行业投资水平会降低投资配置效率。

考虑到欧拉投资方程表明资本收入率和资本现金流比率影响企业投资水

平，我们将该关系近似地扩展到行业层面，假设行业投资水平 $IIL_{J,t}$ 取决于行业资本收入水平 $SK_{J,t}$ 和行业资本现金流水平 $CFK_{J,t}$，并表示为计量模型2：$EI_{J,t}=\beta_0+\beta_1 EI_{J,t-1}+\beta_2 EFN_{J,t-1}+\beta_3 SK_{J,t}+\beta_4 CFK_{J,t}+\beta_5 FLI_{t-1}+\beta_6 FDt+\varepsilon_{J,t}$。

（三）数据说明

我们采用沪深证券市场1997－2011年上市公司年报（合并报表）数据验证上述模型，数据来源于国泰安经济金融研究数据库。投资、资本和收入等要素定义如表2所示。样本筛选过程如下：(1)由于同时拥有A、B股的公司在合并报表下有相同数据，因此将全样本中重复项删除。(2)去除金融保险业上市公司样本。(3)去除营业总收入小于或等于零的样本。(4)去除资本小于或等于零的样本。(5)由于t＋1期资本收入率 $S_{i,t+1}/\overline{K}_{i,t+1}$ 是衡量投资配置的关键变量，为减轻异常值的影响，对该指标最大和最小的1％观察值进行Winsorize处理。我们最终得到包含14 863个总样本观察值。随后，将全样本按照行业大类和会计年度进行归类，测定相关变量。中国上市公司投资配置效率指数 $EI_{J,t}$ 和中国金融自由化指数 FLI_{t-1} 的测定方法如前文所示。

表2　要素定义

要素	含义	注释
投资I	投资活动现金流出	采用现金流量表中的“投资活动现金流出”
资本K	非流动资产	使用资产负债表中的“非流动资产”（不包含“递延所得税资产”）
筹资F	筹资活动现金流入	采用现金流量表中的“筹资活动现金流入”
收入S	营业总收入	数据来自上市公司利润表
现金流CF	净利润	即税后利润，数据来自上市公司利润表

（四）变量的描述性统计

将总样本按照行业大类和会计年度进行归类，测定相关变量。由此，我们获得横截面为行业大类、时间跨度为1999－2010年的面板数据。由于被解释变量（投资配置效率指数）需要反映投资在企业间的分布状况，我们去除1999－2010年至少一个年份企业数小于2的行业大类，并按照计量模型的要求构建包含50个行业大类、期间为2000－2010年的平衡面板。表3为各变量的描述性统计结果。

表3　各变量的描述性统计（N＝50，T＝11，NT＝550）

变量	均值	标准差	最小值	最大值	变量	均值	标准差	最小值	最大值
$EI_{J,t}$	1.075	0.234	0.356	2.771	Intl.	0.705	0.150	0.594	1.000
$EI_{J,t-1}$	1.071	0.226	0.356	2.771	$FD_t(1)$	1.149	0.072	1.037	1.272
FLI_{t-1}	0.785	0.144	0.592	1.000	$FD_t(2)$	1.327	0.109	1.193	1.519
Inter	0.771	0.198	0.483	1.000	$FD_t(3)$	1.538	0.121	1.337	1.778
Entry	0.815	0.114	0.655	1.000	$EFN_{J,t-1}$	1.132	0.618	0.000	4.026
Credit	0.909	0.069	0.857	1.000	$IIL_{J,t}$	1.089	0.517	0.112	5.575
Priv	0.762	0.203	0.462	1.000	$SK_{J,t}$	1.196	0.867	0.134	6.404
Super	0.696	0.202	0.414	1.000	$CFK_{J,t}$	1.001	0.091	0.000	1.313
Secur	0.867	0.122	0.692	1.000					

注：金融发展指标 FD_t 的PC/GDP、DC/GDP、M2/GDP分别对应括号内的1、2、3。

四、实证分析

我们采用系统 GMM 方法对计量模型进行估计,假设除了滞后被解释变量外的所有解释变量都为外生变量。考虑到投资配置效率指数 $EI_{J,t}$ 的有效性取决于行业大类 J 中包含的企业个数,个数越多指数的有效性越强;同时,某个行业大类包含的企业个数越多,该行业 $EI_{J,t}$ 的代表性也越高。在全样本中,行业大类间确实存在明显的企业个数差异。因此,回归中也加入了权重值。权重的测定方法为每个行业大类 1999－2010 年年均企业个数的平方根(Galindo 等,2007),权重值的区间范围为[1.708,9.522]。Sargan 检验和 AR(2)检验结果表明,工具变量选择是合理的,不存在过度识别问题。

(一)计量模型的估计结果

模型 1 说明影响投资配置效率 $EI_{J,t}$ 的因素是来自企业内部还是外部,模型 2 则侧重说明金融因素在投资配置中的作用,其中,FLI_{t-1} 使用滞后一期的中国金融自由化指数,中国金融发展指标 FD_t 则使用私营部门信贷与 GDP 的比值(PC/GDP)。实证结果见表 4。

表 4 的(1)栏检验外部资金需求 $EFN_{J,t-1}$ 和行业投资水平 $IIL_{J,t}$ 对投资配置效率 $EI_{J,t}$ 的影响。结果显示,$EFN_{J,t-1}$ 系数显著为正,说明金融依赖的增加改善了投资在上市公司间配置的效率;$IIL_{J,t}$ 系数显著为负,说明当某行业投资水平超越全部行业平均水平的幅度增大时,该行业投资配置效率反而下降。

表 4 的(2)栏考察金融自由化和金融发展对投资配置效率的影响。无论单独加入金融自由化或金融发展还是同时加入两类金融因素,中国金融自由化指数 FLI_{t-1} 都对投资配置效率有显著正向作用,而金融发展 FD_t(PC/GDP)的系数为负但不显著。这说明如果缺乏金融自由化的配合,单纯的信贷增长并不会改善中国企业间的投资配置效率。Abiad 等(2008)使用印度、约旦、韩国、马来西亚和泰国企业数据的研究也有类似结论,他们发现金融自由化促使投资更多地流向预期收益较高的企业,而金融发展没有这种作用。此外,外部资金需求 $EFN_{J,t-1}$ 对投资配置效率的正向作用在模型 2 中也未发生明显变化。

表 4　计量模型实证分析结果

	(1)			(2)		
$EI_{J,t-1}$	0.397^{***} (5.77)	0.425^{***} (4.59)	0.410^{***} (6.03)	0.364^{***} (7.93)	0.403^{***} (9.18)	0.367^{***} (8.55)
FLI_{t-1}				0.173^{**} (2.05)		0.172^{**} (2.08)
FD_t(PC/GDP)					−0.061(−0.51)	−0.075(−0.59)
$EFN_{J,t-1}$	0.054^{*} (1.73)		0.085^{*} (1.94)	0.136^{***} (3.70)	0.095^{**} (2.38)	0.138^{***} (3.73)
$IIL_{J,t}$		-0.124^{**} (−2.06)	-0.139^{**} (−1.99)			
$SK_{J,t}$				-0.169^{***} (−2.60)	-0.096^{*} (−1.81)	-0.172^{***} (−2.62)
$CFK_{J,t}$				0.394^{**} (2.14)	0.374^{**} (2.00)	0.389^{**} (2.18)
常数项	0.593^{***} (6.78)	0.761^{***} (8.37)	0.761^{***} (8.88)	0.208(1.18)	0.350^{*} (1.73)	0.299(1.39)
AR(2) P 值	0.401	0.545	0.611	0.616	0.451	0.611
Sargan χ^2(d)	21.66(16)	17.52(16)	15.78(16)	25.89(24)	32.64(24)	26.04(24)
Sargan P 值	0.198	0.352	0.468	0.359	0.112	0.351
样本量	550	550	550	550	550	550

注:***、** 和 * 分别代表 1%、5%和 10%的显著性水平,下同。

针对计量模型 1 和模型 2 的回归结果都显示上期效率 $EI_{J,t-1}$ 正向影响本期效率 $EI_{J,t}$，投资配置效率存在较强的动态效应；另外，一个有趣的现象是行业资本收入水平 $SK_{J,t}$ 和资本现金流水平 $CFK_{J,t}$ 对投资配置效率 $EI_{J,t}$ 有截然相反的影响，$SK_{J,t}$ 与 $EI_{J,t}$ 显著负相关，$CFK_{J,t}$ 与 $EI_{J,t}$ 则显著正相关。

（二）稳健性检验

我们选择两种方法检验计量模型 2 的稳健性。第一，使用中国国内信贷与 GDP 的比值（DC/GDP）、M2 与 GDP 的比值（M2/GDP）分别替代私营部门信贷与 GDP 的比值（PC/GDP），而金融自由化指数 FLI_{t-1} 保持不变。第二，使用金融自由化指数的 7 个指标分别替代 FLI_{t-1}，而金融发展指标仍为 PC/GDP。第一种方法的回归结果如表 5 的（3）栏所示。结果表明，即使采用新指标衡量中国金融发展水平，FD_t 与投资配置效率 $EI_{J,t}$ 之间仍没有显著的相关关系，而其他变量的回归结果和显著性与表 4 的（2）栏相比保持了较好的稳定性。第二种方法的回归结果如表 5 的（4）栏所示。结果显示，中国金融自由化的 7 种特定类型均对投资配置效率 $EI_{J,t}$ 有正向作用，其中最重要的政策影响来自监管和信贷，其次是竞争、所有权、利率和证券，外汇政策的影响相对较小。与表 4 的（2）栏相比，其他变量的回归系数和显著性都没有发生明显变化。

表 5　计量模型稳健性检验

	(3)		(4)						
	DC/GDP	M2/GDP	Inter.	Entry	Credit	Priv.	Super.	Secur.	Intl.
$EI_{J,t-1}$	0.378***	0.377***	0.358***	0.377***	0.388***	0.358***	0.353***	0.367***	0.398***
	(9.15)	(8.84)	(7.82)	(9.24)	(9.50)	(7.89)	(7.49)	(8.61)	(9.27)
FLI_{t-1}	0.174**	0.160*	0.143**	0.169**	0.218	0.144**	0.262**	0.121**	0.090
	(2.06)	(1.67)	(2.19)	(1.85)	(1.47)	(2.28)	(2.44)	(2.07)	(1.36)
FDt	−0.015	0.018	−0.057	−0.091	−0.021	−0.056	−0.165	−0.089	−0.066
	(−0.21)	(0.22)	(−0.45)	(−0.72)	(−0.17)	(−0.44)	(−1.13)	(−0.70)	(−0.52)
$SK_{J,t}$	−0.171***	−0.170***	−0.181**	−0.154***	−0.129***	−0.183**	−0.191***	−0.172***	−0.152***
	(−2.67)	(−2.70)	(−2.54)	(−2.68)	(−2.88)	(−2.53)	(−2.62)	(−2.60)	(−2.82)
$CFK_{J,t}$	0.391**	0.398**	0.401**	0.384**	0.366**	0.400**	0.417**	0.389**	0.386**
	(2.21)	(2.17)	(2.22)	(2.15)	(2.09)	(2.21)	(2.30)	(2.18)	(2.17)
$EFN_{J,t-1}$	0.137***	0.136***	0.145***	0.127***	0.113***	0.146***	0.151***	0.138***	0.124***
	(3.89)	(3.91)	(3.51)	(3.77)	(4.00)	(3.56)	(3.61)	(3.79)	(3.94)
常数项	0.218	0.175	0.304	0.300	0.151	0.305	0.304	0.366*	0.321
	(1.14)	(0.81)	(1.42)	(1.41)	(0.61)	(1.41)	(1.41)	(1.71)	(1.52)
AR(2) P 值	0.583	0.587	0.624	0.572	0.556	0.640	0.658	0.610	0.520
Sarganχ^2(d)	27.26	27.26	23.90	28.62	30.02	23.00	20.97	26.10	32.66
	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)
Sargan P 值	0.292	0.292	0.467	0.235	0.184	0.520	0.640	0.348	0.111
样本量	550	550	550	550	550	550	550	550	550

五、中国金融自由化影响投资配置的表现形式

（一）理论假设

虽然上文结果显示中国金融自由化能改善投资配置，但更重要的问题是：这种促使投资择优分配的作用对企业间投资水平的相对变化产生何种影响？Wang 和 Wen（2009）研究了美国企业的投资行为，发现随着金融自由化程度的加深，企业投资决策对特质性生产率冲击变得更加敏感，低生产率企业会采取更保守的投资策略，只有高生产率企业才会增加资本投资。本文实证结果

也显示出相似的原理：由于金融自由化指数对投资配置效率有正向影响，FLI_{t-1}的增加将导致$EI_{J,t}$同向变动，观察投资配置效率公式可以发现，这意味着金融自由化程度的加深将拉大不同资本收入率企业投资水平的差距。

为了验证金融自由化是否具有这种效应，我们设计了一种测定企业间投资水平离散程度的方法：设 $X_{i,t}=I_{i,t}-(K_{i,t}/K_t^T)\times I_t^T$，即企业 i 实际投资额偏离理论投资额（按资本比例应分配的投资额）的幅度，其中 i(i=1,2,…,n)为某个行业大类 J(J=1,2,…,m)中的企业，$I_{i,t}$和I_t^T 按照 1999 年为基期的投资价格指数进行折算。在行业 J 中，$X_{i,t}$总是一组围绕均值零上下波动的变量。由此，企业间投资水平的离散程度可以用变量 $X_{i,t}$的方差来衡量。设 $IV_{J,t}=\log(Var(X_{i,t}))$，其中 $IV_{J,t}$即为企业间投资水平的离散程度。由此，我们提出假设：中国金融自由化进程会对不同生产率企业的投资决策产生不同影响，从而拉大企业间投资水平的差距，即 FLI_{t-1}与 $IV_{J,t}$之间存在正相关关系。

为了增强实证的可靠性，我们选择两组样本进行回归：(1)与估计模型 1 和模型 2 时采用的面板数据一致，仍使用上文中全样本计算 $IV_{J,t}$。(2)考虑到退市、新上市或资产重组企业会出现异常的投资值，从全样本中选出1999—2010 年有连续会计数据且行业大类从未发生改变的企业，再去掉至少一个年份企业数小于 2 的行业大类，确定了 46 个行业大类，再分别计算 $IV_{J,t}$。

（二）验证结果

表 6 的(5)栏和(6)栏分别使用两组样本检验上述假设。由于估计误差项存在一阶自相关、个体间误差项存在异方差，我们选用可行的广义最小二乘法(FGLS)，同时也采用稳健性标准误(Driscoll-Kraay standard errors)的固定效应模型(FE)，以便进行比较。表 6 中的估计结果支持了本文假设，即 FLI_{t-1}对 $IV_{J,t}$有显著正向作用的推断，采用两组样本的回归结果非常一致，说明中国金融自由化拉大了企业间投资水平的差距，这符合 Wang 和 Wen (2009)的观点以及投资配置效率公式所显示的原理。而回归结果显示金融发展 FD_t(PC/GDP)与 $IV_{J,t}$之间没有显著的相关关系。

表 6　中国金融自由化对企业间投资水平离散程度的影响

	(5)		(6)	
	FGLS	FE	FGLS	FE
FLI_{t-1}	1.447*** (10.85)	1.470*** (6.77)	1.369*** (8.24)	1.434*** (5.14)
FD_t(PC/GDP)	0.116(0.44)	−0.128(−0.28)	0.147(0.45)	−0.188(−0.31)
常数项	15.439*** (46.93)	15.676*** (23.89)	15.345*** (37.45)	15.679*** (18.67)
Wald 检验	117.75(0.000)		67.95(0.000)	
R-squared		0.162		0.133
样本量	550	550	506	506

注：Wald 检验包括卡方值和括号内的 p 值。

根据上述结论并结合 Abiad 等(2008)的研究，我们发现金融自由化对投资配置的影响与金融发展有明显区别（见表 7）。

表 7　两类金融因素影响投资配置的特点

<table>
<tr><th colspan="3">相关文献结论</th><th>金融发展</th><th>金融自由化</th></tr>
<tr><td>优化投资配置</td><td colspan="2">Abiad 等(2008)提出一个理论假设:金融自由化促使投资更多地流向预期收益率较高的企业</td><td>?</td><td>?</td></tr>
<tr><td>优化资本配置</td><td colspan="2">从该理论假设出发,Abiad 等(2008)发现金融自由化会降低企业间预期收益的离散程度,金融发展没有这种作用</td><td>—</td><td>√</td></tr>
<tr><th colspan="3">本文实证结果</th><th>金融发展</th><th>金融自由化</th></tr>
<tr><td rowspan="2">优化投资配置</td><td>效果</td><td>金融自由化促使投资更多地配置给高资本收入率企业,金融发展没有这种作用</td><td>—</td><td>√</td></tr>
<tr><td>形式</td><td>金融自由化增大企业间投资水平的离散程度,金融发展没有这种作用</td><td>—</td><td>√</td></tr>
</table>

注:"√"表示有积极作用,"—"表示没有积极作用,"?"表示尚待验证的理论假设。

六、结论与政策建议

本文考察了中国金融自由化对投资配置效率的影响,结果显示:(1)影响投资配置效率的因素来自企业外部和内部两方面。第一,金融依赖程度的增加能改善投资在中国上市公司间的配置效率;第二,某一行业投资水平超越全部行业平均水平的幅度越大,该行业的投资配置效率反而越低。(2)中国金融自由化对投资配置效率有显著的正向作用,促使投资更多地配置到高边际产出企业,而金融发展对投资配置效率没有显著作用。(3)中国金融自由化的 7 个分类指标都对投资配置效率有正向作用,其中最重要的政策影响来自监管和信贷。(4)中国金融自由化改善投资配置的形式体现为拉大企业间投资水平的差距,而金融发展与企业间投资水平离散程度之间没有显著的相关关系。

本文结论的政策含义在于:(1)在改善投资配置效率方面,中国金融发展并不能替代金融自由化。虽然金融发展能够给企业提供更充裕的外部资金,但是如果缺少资金供求市场化机制,单纯的信贷增长反而容易导致投资配置不当。(2)从优化投资配置的效果看,审慎性金融监管的加强和信贷管制的放松具有较强的政策作用,未来的金融改革应该着重在这两方面取得突破。(3)衡量金融改革效果的标准不能只局限于缓解企业的外部融资约束,虽然金融依赖程度的提高有助于改善投资配置效率,但是对行业过度投资进行适当约束也应该成为金融改革的重要目标。(4)金融自由化的市场化机制决定了它将拉大不同生产率企业间投资水平的差距。因此,如果相关决策部门试图在金融自由化进程中兼顾特定部门的投资增长、总投资水平的稳定以及减缓资本流动对企业的冲击,金融改革必须有相应的配套政策。

主要参考文献:

[1]易文斐,丁丹.中国金融自由化指数的设计和分析[J].经济科学,2007,(3):66－75.

[2]张军,易文斐,丁丹.中国的金融改革是否缓解了企业的融资约束?[J].中国金融评论,2008,(1):31－55.

[3]庄晓玖.中国金融市场化指数的构建[J].金融研究,2007,(11):180－190.

[4]Abiad A,Detragiache E,Tressel T.A new database of financial reforms[R].International Money and Finance working paper No.266,2009.

[5]Abiad A,Oomes N,Ueda K.The quality effect:Does financial liberalization improve the allocation of capital?[J].Journal of Development Economics,2008,87(2):270－282.

[6]Almeida H, Wolfenzon D. The effect of external finance on the equilibrium allocation of capital[J].Journal of Financial Economics, 2005,75(1):133－164.

[7]Galindo A,Schiantarelli F,Weiss A.Does financial liberalization improve the allocation of investment? Micro evidence from developing countries[J]. Journal of Development E-

conomics,2007,83 (2):562—587.
[8]Koo J,Maeng K.The effect of financial liberalization on firms' investments in Korea[J].Journal of Asian Economics,2005, 16(2):281—297.
[9]Laeven L.Does financial liberalization reduce financing constraints? [J].Financial Management,2003,32(1):5—34.
[10]Wang P,Wen Y.Financial development and economic volatility:A unified explanation [R].Federal Reserve Bank of St. Louis,Working Papers No.2009-022c,2009.
[11]Wurgler J.Financial markets and the allocation of capital[J].Journal of Financial Economics,2000,58(1—2):187—214.
[12]Zabojnik J.Costly external finance and investment efficiency in a market equilibrium model[R].QED Working Paper No.1160,2008.

Does Financial Liberalization Improve the Efficiency of Investment Allocation?

ZHONG Juan,WEI Yan-jie,SHA Wen-bing

(*School of International Trade and Economics*,*Anhui University of Finance and Economics*,*Bengbu* 233030,*China*)

Abstract: Based on the annual report data of listed companies in China from 1997 to 2011,this paper studies the effects of financial liberalization and financial development in China on the allocation of investment among enterprises by the definition of an index concerning the efficiency of investment allocation. It shows as follows:firstly,in China,financial liberalization has a positive effect on the efficiency of investment allocation,and is contributive to the allocation of investment to enterprises with high marginal product, while financial development has no significant effect on the efficiency of investment allocation; secondly,all seven sub-indexes of Chinese financial liberalization have positive effects on the efficiency of investment allocation

(下转第 37 页)

Financial Supervision Systems, Organizational Cost Efficiency and the Mediating Effect of Opportunism

XU Hui, LI Jian

(*School of Management and Economics*, *Beijing Institute of Technology*, *Beijing* 100081, *China*)

Abstract: By the introduction of financial opportunistic behavior as a typical characteristic variable during transition period, this paper constructs an analytical model of mediating effect and makes a theoretical and empirical study of the relationship between supervision systems and organizational efficiency. It comes to the following conclusions: firstly, opportunism has the significant mediating effect on the relationship between financial supervision and organizational efficiency and the routs and levels of this mediating effect of opportunistic behavior with various types differ, thereby leading to different efficiency performance; secondly, the supply of supervision systems and the interaction among different systems have significant effects on opportunism and efficiency. In addition, empirical study also shows that measures such as expanding the autonomy of financial institutions, strengthening market supervision, promoting state-owned shares reduction and deepening the reform of corporate governance are conducive to the improvement of organizational efficiency; the supply of supervision systems should pay attention to not only the direct effect on organizational efficiency, but also the governance role in organizational opportunistic behavior.

Key words: supervision system; cost efficiency; opportunism; mediating effect　　(责任编辑　喜　雯)

(上接第 25 页)

and regulation and credit have the most important policy effects; thirdly, the positive effect of Chinese financial liberalization on the allocation of investment is embodied in the enlargement of the gap among corporate investment levels.

Key words: the efficiency of investment allocation; financial liberalization; financial development　　(责任编辑　喜　雯)