

转型期股票市场发展与经济增长关系的实证研究

(内容提要)

郑江淮 袁国良 胡志乾

本文对我国股票市场发展与经济增长相互作用的关系建立了一个解释框架，在此基础上就股票市场经济增长作用和股票市场本身发展提出相应的假说和检验模型。然后从宏观上检验股票市场发展是否存在对经济增长的作用机制；从微观上检验上市公司成长的外部融资依赖状况和上市公司绩效与股本结构的关系，以揭示通过扩大股票市场规模和调整上市公司股本结构来发展股票市场，是否存在合理的微观基础。得出的结论是：

(1) 虽然我国股票市场目前的规模对经济增长的作用效果不明确，但是股票市场的发展与储蓄之间显著的正相关关系表明存在股票市场经济增长的作用机制。而且进一步改善上市公司股权结构和治理结构的效率，能够创造出股票市场进一步发展的需求，股票市场经济增长的贡献将不断显现和逐步提高。

(2) 就股票市场的发展和规范来说，调整上市公司股权结构，适当降低国有股比重，提高法人股比重，逐步扩大流通股规模，发挥法人股与流通股与流通股对上市公司的检查监督的功能。提高所收集和检查的企业信息的真实程度，可以使股票市场变得有效率。

(3) 股票市场的发展不仅与经济增长存在相关关系，而且更关键的是与经济体制的持续转型有关。经济转型的表现之一，就是金融市场结构中股票市场的规模不断扩大，企业预算约束逐步硬化。同时上市公司融资结构中外源融资，尤其是股权融资的比例越来越高，股票市场的发展越来越依赖于上市公司结构性调整和经营质量的改善。在经济总量增长的同时，这种转型是保证股票市场高效率的前提，也是股票市场能够对经济增长发挥正面作用的前提。

转型期股票市场发展与经济增长关系的实证研究¹

郑江淮 袁国良 胡志乾²

一、导言

我国股票市场经过十余年的发展，已经有了一定的规模，在国民经济发展与结构调整中也起到了非常积极的作用（见附表 1）。当然，股票市场的产生与发展必须依赖于经济增长和经济体制的市场化进程，这期间平均 8% 以上的经济增长率和卓有成效的经济体制改革为股票市场的快速发展提供了坚实的基础。今后一个时期，我国经济将继续保持较高速度的增长，也将继续为证券市场提供广阔的发展空间。从附表 2 可以看出，以 1998 年为基期，即便保守地假定股票市值占 GDP 比例每年仅增加 1 个百分点，如果未来我国经济以 7% 的速度增长，那么到 2020 年总市值将达到 16 万亿元以上，是 1998 年底的 8 倍以上。如果假定 GDP 以 6% 的速度增长，2020 年的市值也将达 13 万亿元以上。如果股票市值占 GDP 比例按每年 2 个百分点的速度递增，GDP 按 7% 的速度递增，那么 2020 年的股票总市值将达到 24 万亿元以上，是目前的 12 倍！足可见经济快速增长为证券市场提供的巨大空间（见附表 2）。

从我国股票市场形成与发展的历史事实来看，股票市场之所以能形成于 80 年代中后期“预算软约束”的投融资体制和“投资饥渴”的短缺经济之中，应归因于股票市场的筹资功能。在当前有效需求不足的经济条件下，也需要股票市场的进一步发展。以吸引更多的储蓄资金，增加投资需求，拉动经济增长。

在这种背景下，检验股票市场与经济增长的关系引起了理论界的普遍关注。有部分学者对在短缺状态下我国股票市场对经济增长的作用，以及在需求约束状态下我国股票市场能否起到增加投资的作用表示怀疑。谈儒勇（1999）通过计量检验发现，反映我国股票市场发展（1994 年第 1 季度 - 1998 年第 4 季度）状况的三个指标市价总值/GDP、成交金额/GDP 和成交金额/市价总值都不显著地进入增长回归模型中，指出了我国股票市场发展对经济增长的作用相当有限。林义相（1999）从股票市场产生和发展的制度前提的角度，指出我国股票市场的产生和发展与国有企业改革息息相关，以股份制改革为特征的经济体制第二次制度创新客观地决定了我国股票市场功能定位在为国有企业和国有经济筹集资金。然而简单地定位于为国有企业和国有经济筹集资金，使股票市场对国有企业改革和国有经济发展的作用越来越有限，股票市场本身进一步健康发展受到了限制。

因此究竟如何看待我国股票市场发展对经济增长的作用，尤其是如何看待股票市场在推动需求约束型经济增长中的作用，就显得相当重要。我们认为，检验股票市场与经济增长的关系，可以从宏观和微观两

¹ 本文是中国经济改革研究基金会国民经济研究所 1999 年度《资本市场发展与企业治理结构变革》系列招标课题的子课题研究成果。在写作过程中得到了许多同学与朋友的帮助，在此要感谢陆宇峰在计量检验及其解释上给予的指导，感谢周枫、高玉泽、李树华、顾颀、扬锐、谈儒勇、檀向球和王修祥在数据收集与整理上提供的支持与帮助。在写作过程中还多次与南京大学沈坤荣教授进行了讨论与交流，在此一起表示感谢。

² 郑江淮：经济学博士，中国社科院工业经济研究所博士后流动站；袁国良：经济学博士，海通证券有限公司研究所；胡志乾：中国人民大学经济学院经济学博士研究生。联系电话：010-60534760，191-3568177（郑江淮）

个角度来进行。在宏观上，可以通过股票市场与储蓄的关系判断其对经济增长的作用；在微观上，可以通过股票市场是否促进了企业治理结构的改善和经营效率的提高来作出判断。鉴于此，本文首先对股票市场发展与经济增长相互作用的关系作进一步的理论分析，就股票市场对经济增长作用和股票市场本身发展提出相应的假说和检验模型。然后从宏观上检验股票市场发展是否存在对经济增长的作用机制；从微观上检验上市公司成长的外部融资依赖状况和上市公司绩效与股本结构的关系，以揭示通过扩大股票市场规模和调整上市公司股本结构来发展股票市场，是否存在合理的微观基础。最后对我国股票市场进一步发展的制度基础和目前发展股票市场的政策作出分析和评价。

二、我国股票市场发展与经济增长关系的理论分析和假说

关于股票市场与经济增长的相互作用，西方 80 年代后期兴起的以信息经济学作为分析工具的金融发展理论建立了大量的理论模型和计量模型。在理论模型中，大部分模型在将金融发展视为外生的情况下，分析金融发展对经济增长的作用。Levine (1997) 在一篇金融发展理论综述中，将金融市场与金融中介体对经济增长的影响方式归纳为三个方面：即促进储蓄转化为投资、提高资本配置效率和改变储蓄率。另一部分模型则将金融发展看作内生性变量，分析金融市场和金融中介体形成与发展程度的决定过程。在理论建模的基础上，King 和 Levine (1993)、Levine 和 Zervos (1998)、Rajan 和 Zingales (1998)、La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (1996)、Fry (1997) 以及 Singh (1997) 等学者分别对发达国家与发展中国家金融发展与经济增长的相关性，以及各国金融市场与金融结构的决定和差异，尤其是法律制度对金融发展的影响进行了检验和比较。这些理论模型和计量检验为分析我国股票市场与经济增长关系提供了有力的指导。

考虑到我国股票市场形成与发展有特殊的经济转型的背景，我们在分析时首先借鉴 Boyd 和 Smith (1996) 模型，并且假定：

(1) 国有企业的生产函数为规模报酬不变、密集型生产函数 $f(k_t, 1)$ ，其中

$$f(0) \geq 0, f'(k) > 0 > f''(k), k \geq 0, k_t = K_t / L_t, K_t \text{ 为资本数量, } L_t \text{ 为劳动力数量。}$$

(2) 股票市场中的企业经营行为是可观察的，股票市场价格能够反映企业经营绩效，出资者只需通过股票价格信息监督企业。相比之下，债务融资中的企业经营行为是不可观察的，出资者要付出状态证实成本 (cost of state verification)，才能消除信息不对称。出资者付出的状态证实成本是固定的，如果企业诚实履行合约，出资者不用付出状态证实成本。

(3) 股票市场产生的初始状态是经济发展的早期阶段。在早期阶段，企业只有内源融资与间接融资两种融资方式。

(4) 在经济发展早期阶段和短缺经济中，资本有较高的边际产出，资本与劳动力的相对价格较高，因而出资者的相对状态证实成本 (= 状态证实成本 / 资本与劳动力相对价格) 较低，因此出资者倾向于债务融资方式。

(5) 经济增长符合新古典经济增长模型的特征。

在这些假定前提下，对我国股票市场的形成和发展过程可以作这样解释：在 80 年代中后期，我国宏观经济处于短缺状态，资本投资机会较多，资本的边际产出较高。同时经济发展处于工业化早期阶段，资本与劳动力相对价格较高。这两个因素导致国有出资者对企业的相对状态证实成本低于资本的边际产出。而对于企业经营者来说，由于企业破产的可能性极小和行政任命制度，企业经营者几乎没有破产成本的威胁，也愿意从国有出资者手中借得资金。以上因素使得患有“投资饥渴症”的国有企业能够源源不断地从国有出资者那里获得资金。

但是随着经济体制改革的推进，转换国有企业经营机制和硬化预算约束的要求越来越高，措施越来越多，国有企业从国有出资者手中获取贷款变得困难起来，尤其是在银行不良资产蕴含着的金融风险逐步增加的情况下更是如此。与此同时，我国经济发展阶段逐步升级，资本的边际产出越过了递增阶段，进入递减阶段。资本与劳动力的相对价格下降，使得国有出资者的相对状态证实成本上升，对国有企业贷款变得谨慎起来。在企业层面上，经济运行的“短缺缺口”逐步缩小，市场竞争日趋激烈，企业经营者面临的破产成本也逐步加大。因此国有企业与国有出资者之间的债务融资成本增加。

相比之下，由于股票市场自身具有的监督功能和上文关于股票市场价格能反映企业绩效的假定，所以股票市场出资者对企业的相对状态证实成本低于债务融资。而且在股权融资中即使企业破产，企业经营者也不承担破产成本，因此产生了通过股票市场为国有企业融资的需求，股票市场随之产生。

股票市场一旦产生，就会改变资本配置结构与配置效率，引发对经济增长的作用机制。因此，我们可以作出以下关于股票市场与经济增长关系的假说：

H1：由于资本的边际产出进入递减阶段和国有出资者的相对状态证实成本上升，国有出资者的资金收益率出现下降趋势。在居民储蓄者是理性的情况下，随着股票市场产生与发展，居民储蓄率或居民储蓄增长率将出现下降趋势。而居民储蓄增长率的变动又增加了流入股票市场的资本，使股票市场规模扩大，进而可能对经济增长产生积极影响。

上文对企业经营行为在股票市场是可观察的而在债务融资中是不可观察的假定，依据的是不同融资方式中出资者对企业信息，尤其是企业经营者行为信息的识别方式不同。企业的价值取决于经营者决策及其在决策时所获得经营信息的真实程度。出资者对经营者行为信息的识别实际上也是出资者对企业经营真实信息的识别和检查。在债务融资中通常是一个或少数几个出资者对经营者行为信息进行检查，而在股权融资中对经营者行为信息检查的出资者要多得多，在概率上后者对经营者行为信息识别的真实程度要高于前者。这种真实程度在股票市场上就表现为股票价格能够反映企业绩效。然而后者在识别中的搭便车行为却使得无人有动力花费成本去收集信息，股票市场因存在为出资者观察不到的信息而成为不完全市场。但是，正是没有人去收集信息，或者不知情者没有能力根据股价进行判断，才有人愿意花费成本去收集信息，然后高价将信息卖掉，从而形成一个信息市场（Allen, 1993, Grossman, Stiglitz, 1980），结果仍然是出资者能够获取真实信息，股价能够反映企业绩效。出资者之所以这样做，是因为满足了激励相容条件。

然而我国上市公司特殊的股权结构使得这个条件难以得到满足，而且难以在各类出资者之间实现激励相容。原因是各类出资者的利益函数不一致。具体说，由于“没有人格化的产权主体”造成的委托代理问题，国有股股东不能有效地检查和监督经营者行为，更不可能充当信息中介，为其他股东创造一个信息市场，提供真实信息。这在一定程度上加大了股票市场的信息不对称，限制了股票市场的发展。而法人股与流通股各自都拥有相对独立的利益，虽然相互之间不一定会形成激励相容，但是两者都会有动力去收集企业的真实信息，当然动力的大小取决于所占总股本的比重。因此，三类股东不同的检查监督行为对企业绩效会产生不同的影响。在此基础上，我们作出一个关于股票市场与企业绩效的假说：

H2：国有股股东因特殊代理问题不仅不能有效地检查监督经营者行为，而且通过行政方式干预公司治理，会对企业绩效产生负面影响。但在预算软约束没有根本消除的前提下，国有股股东仍能通过行政关系或其他特殊关系获得更多的债务融资和其他形式的股权融资，对企业绩效产生正面影响，因此国有股对企业绩效的影响是不确定的。法人股与流通股的股东有激励去收集企业真实信息，有动力检查监督经营者行为，会对企业绩效产生正面影响。

三、对股票市场与经济增长关系的计量检验

股票市场内生于经济增长过程，又内生地作用于经济增长。因此对两者相互作用关系的检验可以在内生性经济增长模型中进行。Pagano(1993) 和 Murinde (1996) 在内生增长理论框架中纳入股票市场的用，得出一个简单的模型： $g = A\phi s - \delta$ ，其中 g 为经济增长率， ϕ 是总储蓄中转化为投资的比例³， s 是居民储蓄率， δ 是资本折旧率， A 是资本的边际社会生产率。在此基础上，得出与股票市场对经济增长作用的三个机制相对应的计量检验方程：(1) $\phi_t = \eta_0 + \eta_1 stock_t + \mu$ ，(2) $A_t = \lambda_0 + \lambda_1 (K/Y)_t + \varepsilon$ 和 (3)

$s_t = \beta_0 + \beta_1 R_t + \zeta$ ，和一个增长回归方程 $g_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K/Y)_t + \alpha_2 \ln(stock)_t + \alpha_3 R_t + \nu$ ⁴。鉴于我国股票市场（1993 年第 1 季度至 1998 年第 4 季度）指标与经济增长指标（季节调整后的季度 GDP 环比增长率）回归不显著（谈儒勇，1999），本文着重于股票市场对经济增长作用机制的检验。

由于缺乏资本存量及其增长率的数据，无法在股票市场发展与资本存量增长率、以及根据资本存量增长率和 GDP 增长率计算出来的全要素生产率之间关系进行回归，所以本文只就股票市场发展与居民储蓄变动进行回归分析，以验证假说 1。结合上文理论分析与增长回归方程，我们将用来检验股票市场发展与储蓄关系的检验模型界定为：

$$s_t = \alpha_0 + \alpha_i STOCK_{t1} + \alpha_j SAVE_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$s_t^h = \beta_0 + \beta_i STOCK_{t1} + \beta_j SAVE_t + \nu_t \quad (2)$$

其中 s_t 是居民储蓄率， s_t^h 是居民储蓄环比增长率， $STOCK_t$ 是反映股票市场发展程度的指标， $SAVE_t$ 是影响居民储蓄变化的其他经济变量，本文选择了实际利率、人均收入增长率和城镇居民收入增长率⁵。所有变量的相关矩阵如表 1 所示。从表 1 中我们发现实际利率与(市价总值/GDP)相关系数(0.6988)较高，而与储蓄指标的相关系数较低，与收入增长指标的相关系数也较低。这意味着股票市场规模的扩大能够有效促进储蓄向投资的转化。

表 1 相关矩阵（1993 年第 1 季度至 1998 年第 4 季度）

	储蓄环比增长率	储蓄率	市价总值/GDP	成交金额/GDP	市价总值/成交金额	实际利率	人均收入增长率	城镇居民收入增长率
储蓄环比增长率	1.000	0.999	0.708	0.955	0.932	0.273	0.999	0.999
储蓄率		1.000	0.710	0.955	0.931	0.275	0.999	0.999
市价总值/GDP			1.000	0.802	0.653	0.699	0.709	0.708
成交金额/GDP				1.000	0.968	0.419	0.956	0.956
市价总值/成交金额					1.000	0.289	0.934	0.934
实际利率						1.000	0.281	0.279
人均收入增长率							1.000	0.999
城镇居民收入增长率								1.000

运用 OLS 方法，就我国股票市场发展对经济增长作用机制的回归结果如表 2 和表 3 所示。从表 2、3

³ 经济均衡的等式是 $\phi S = I$ ，其中 $(1 - \phi)$ 是以佣金、手续费流入证券经纪人和交易商的“漏损”，又被视为股票市场的 X-非效率（Murinde, 1996）。

⁴ $stock_t$ 是股票市场指标，可以用市价总值/GDP、成交金额/GDP 和市价总值/成交金额表示， K/Y 是资本与产出比。 R 是实际利率。

⁵ 基于我国证券公司主要设在大中城市的现实，流入股票市场的资金主要来源于城镇居民收入，因此城镇居民收入增长率可以作为控制变量。

中可以看出,居民储蓄环比增长率和储蓄率分别与市价总值/GDP 有显著性正向关系,这意味着我国股票市场已具备了将居民储蓄转化为投资的功能,或者说我国股票市场规模的扩大得到了居民储蓄的支持;而与市价总值/成交金额、成交金额/GDP 关系不显著,这反映了股票市场的流动性与居民储蓄变动关系不明显。从表 2、3 中还可以发现一些有意义的现象,如表 2 中回归方程(2)与回归方程(6)所示,在加入城镇居民收入增长率这个控制变量时,居民储蓄环比增长率与股票市场规模关系显著,而在加入人均收入增长率这个控制变量时,二者关系不显著。这意味着推动股票市场发展的动力主要来自于城镇居民储蓄,这与目前我国股票交易网点基本上都设在的县、市以上城市,农村居民的股票投资受到交易限制的现实相吻合。

表 2 居民储蓄环比增长率与股票市场发展 (1993 - 1998 年季度数据)

解释变量	被解释变量: 季节调整的居民储蓄环比增长率					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	-0.037 (-0.728)	-0.042 (0368)	0.036 (0.999)	0.044 (1.296)	0.070** (2.300)	0.075** (2.752)
实际利息率	-0.007** (-20313)	-0.007** (-2.545)	-0.004 (-1.403)	-0.008 (-1.222)	-0.003 (-1.739)	-0.003 (-1.587)
人均收入增长率	0.481*** (143.00)		0.486*** (55.74)		0.493*** (82.21)	
城镇居民收入增长率		0.511*** (160.36)		0.517*** (65.42)		0.525*** (90.57)
市价总值/GDP	0.106 (0.169)	1.121 (1.845)				
成交金额/GDP			-0.014 (-0133)	-0.022 (-0.229)		
成交金额/市价总值					-0.078 (-1.496)	-0.081 (-1.700)
R ²	0.9996	0.9997	0.9996	0.9996	0.9996	0.9997
Adj - R ²	0.9996	0.9997	0.9995	0.9996	0.9996	0.9996
DW 检验值	1.870	2.165	2.233	2.571	2.237	2.735
样本数	20	20	20	20	20	20

注:括号内数字是 t 检验值。***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。数据来源于《中国人民银行统计季报 1996.1-199.3》。

检验结果同时显示,居民储蓄变动与实际利息率的负向关系只有在居民储蓄与股票市场规模指标关系显著时才显著。这个现象可以解释为:只有在股票市场的规模扩大使居民的储蓄资产有可能获得更高的投资回报时,居民才会切实减少储蓄。另一方面也有可能是实际利息率上升导致企业债务融资成本上市,企业更愿意通过股票市场融资。而居民在预期到通过股权融资的企业经营绩效会较好,同时企业债务融资成本上升会影响企业预期利润,进而导致银行贷款预期收益降低时,居民就会降低储蓄,转向股票市场。

总之,通过居民储蓄变动与股票市场发展关系的回归分析,验证了上文假说 1 的观点。接下来的问题是,既然我国股票市场对经济增长的作用机制已经具备,为什么对经济增长作用不明显?这个问题我们试图在下文对上市公司绩效与股权结构关系、和上市公司成长的外部融资依赖的实证分析中得到回答。

表 3 居民储蓄率与股票市场发展 (1993 - 1998 年季度数据)

被解释变量: 季节调整的居民储蓄率	
-------------------	--

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	-0.146 (-1.343)	-0.175 (-1.571)	0.057 (0.632)	0.074 (0.8444)	0.156 [*] (2.037)	0.170 ^{**} (2.346)
实际利息率	-0.017 ^{**} (-2.349)	-0.016 ^{**} (-2.525)	-0.007 (-1.036)	-0.005 (-0.832)	-0.006 (-1.124)	-0.004 (-0.911)
人均收入增长率	1.078 ^{***} (133.94)		1.087 ^{***} (49.64)		1.110 ^{***} (73.25)	
城镇居民收入增长率		1.146 ^{***} (146.59)		1.159 ^{***} (52.10)		1.181 ^{***} (77.70)
市价总值/GDP	0.350 [*] (1.992)	0.384 ^{**} (2.391)				
成交金额/GDP			0.025 (0.093)	-0.007 (0.9779)		
成交金额/市价总值					-0.189 (-1.433)	-0.195 (-1.561)
R ²	0.9996	0.9997	0.9995	0.9996	0.9996	0.9996
Adj - R ²	0.9995	0.9996	0.9994	0.9995	0.9995	0.9995
DW 检验值	2.089	2.366	2.563	2.813	2.601	2.989
样本数	20	20	20	20	20	20

注：括号内数字是 t 检验值。***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。数据来源于《中国人民银行统计季报 1996.1-199.3》。

四、对股票市场的供给效率 上市公司绩效与成长的计量检验

对于股票市场的供给效率，林义相（1999）认为，既然股票市场供给的主要目的是筹集资金，那么改革上市公司的经营机制就往往被忽视。既然发展股票市场是为国有企业筹集资金，那么就要在筹集资金的同时确保国有经济的控制地位，由此产生了占总股本 2/3 的国有股和法人股不可流通。这不仅决定了股票市场流动性差，而且使出资者，尤其是非国有股股东难以有效地检查企业内部信息和通过控制权市场监督经营者行为。这种效率状况必将在公司绩效与公司成长得到体现。本文对股票市场供给效率的分析主要是上市公司素质和上市公司成长及其相关因素的分析。

我们首先对上市公司股权结构对公司绩效的影响进行回归分析。所选取的样本是 1998 年所有上市公司，数据来源于巨灵证券资讯公司上市公司多维统计分析系统，其中有有效观测值的是 774 家上市公司。在此基础上又将样本分为有国有股的上市公司 512 家和无国有股的上市公司 263 家，二者绩效与股权结构的回归方程由式（3）表示：

$$R_i = \alpha_0 + \alpha_1 EQIT_i + \alpha_2 EQIT_i^2 + \alpha_3 CON_i + \varepsilon \quad (3)$$

其中 R_i 是公司绩效指标，本文选取资产利润率（ ROA_i ）， $EQIT_i$ 和 $EQIT_i^2$ 是上市公司国有股、法人股和流通股的份额及其二次方值，这种指标选取是出于股东在持有股份数量达到一定程度时行为会发生转折这个假设⁶， CON_i 是控制变量，本文选取反映上市公司发展能力的指标，如主营收入增长率，和反映上市公

⁶ 而这个假设又基于 Morck、Shleifer 和 Vishny(1988) 和 Hadlock(1998) 的经验研究，这些研究发现内部人持股数量和经营者与股东之间利益一致程度呈非线性关系。对经营者来说，在持股比例较低时经营者往往会作出过度投资的决策，而持股比例较高时又投资不足。

司财务结构的指标，如负债与资产比。⁷

表 4 有国家股的上市公司股权结构与公司绩效 (1998 年)

解释变量	被解释变量：资产利润率 (ROA)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	0.141*** (13.32)	0.144*** (10.33)	0.151*** (19.11)	0.152*** (19.17)	0.137*** (12.81)	0.112*** (6.782)
国家股 比重	0.016 (10.55)	-0.006 (-0.105)	—	—	—	—
国家股 比重 ²	—	0.027 (0.381)	—	—	—	—
法人股 比重	—	—	-0.037* (-1.907)	-0.110** (-1.974)	—	—
法人股 比重 ²	—	—	—	0.146 (1.394)	—	—
流通股 比重	—	—	—	—	0.039 (1.545)	0.201** (2.280)
流通股 比重 ²	—	—	—	—	—	-0.253* (-1.919)
负债与 资产比	-0.248*** (-15.30)	-0.248*** (-15.30)	-0.249*** (-15.45)	-0.246*** (-15.16)	-0.250*** (-15.50)	-0.246*** (-15.06)
可决系数	0.320	0.320	0.323	0.326	0.322	0.327
调整后的可决系数	0.318	0.316	0.321	0.322	0.319	0.323
F-检验值	119.75	79.75	121.61	81.87	120.69	82.11
D-W检验值	1.995	1.997	1.995	2.007	1.971	1.976
样本数	512	512	512	512	512	512

注：括号内数字是 t 检验值。***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

回归结果如表 4 和表 5 所示。从表 4 中可看出，在有国有股的上市公司国有股的份额与公司绩效相关性不明显，法人股的份额与公司绩效有显著的线性负向关系，但与公司绩效的二次回归不显著，综合来看，法人股份额在 0 - 37% 之间与公司绩效呈负向关系。这种负向关系与这种现象有一定关系，即公司在上市时为使股本规模达到一定要求而设置法人股有关，这种情况下法人股不是主要大股东，或者对完善加强公司治理结构不起作用或不关心，而流通股的份额与公司绩效的一元二次回归却能通过，这意味着流通股的份额与公司绩效有一种倒 U 型的关系，而且流通股股份额在 40.85% 时与公司绩效从正向关系转向负向关系。这是因为，在流通股股份额较小时，虽然小股东缺乏监督约束经理层的动力和手段，甚至小股东权益明显地受到损害，但由于存在着一个或几个大股东，无论大股东是国有股还是法人股，都会采取有利于公司经营的行为和措施。而在流通股股份额较大时，又因为缺乏明确的大股东，和缺乏小股东有效的“用手投票”机制和法律保护，只能“用脚投票”这种现象在股票市场上较为普遍，这与 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (1996, 1997) 对小股东权益保护法律的研究结论完全一致。更有意义的是从表 5 中可以发现，在无国有股的上市公司中，只有法人股份额与公司绩效的二次回归显著地通过，而且持有 31% 以上的法人股才与公司绩效呈正向关系。这是因为在上市公司中法人股股东在获得 31% 以上股权时，通常是公司的主要大股东。总体上看，法人股股东的行为与 Morck, Shleifer 和 Vishny (1988) 论述的内部股股东行为是一致的。

⁷ Xu 和 Wang (1999) 对中国上市公司股权结构与公司绩效相关性的分析，选取的是 1993 - 1995 年的样本数据，而且以交易所为分类标准，分别用上海证交所与深圳证交所上市公司的数据进行回归。本文在此基础上作进一步的检验。

总之，从上市公司股权结构对公司绩效的影响来看，只有法人股和流通股在极其有限的范围内能够与公司利益相容，并通过一定的方式检查监督公司经营活动。但是这部分股东的检查监督能否通过股票价格反映出来，为更多的出资者提供决策依据是值得怀疑的。也就是说，受目前股权结构的影响，利用股票市场为国有企业筹集资金存在着障碍。由此产生的问题是我国上市公司成长对外部融资的依赖是股权融资，还是债务融资。对此，我们就上市公司成长指标和上市公司融资结构指标再作进一步回归分析。

表 5 无国家股的上市公司股权结构与公司绩效 (1998 年)

解释变量	被解释变量：资产利润率 (ROA)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	0.1211*** (7.706)	0.1388*** (7.370)	0.1387*** (10.697)	0.1358*** (7.1039)
法人股 比重	0.0318 (1.599)	-0.083 (-1.778)	—	—
法人股 比重 ²	—	0.134 ⁺ (1.696)	—	—
流通股 比重	—	—	0.0066 (0.2418)	0.0217 (0.2767)
流通股 比重 ²	—	—	—	-0.0165 (-0.2054)
主营收入 增长率	0.0261*** (4.4145)	0.0268*** (4.5337)	0.0260*** (4.3634)	0.0259*** (4.3201)
负债与 资产比	-0.2343*** (-10.131)	-0.2345*** (-10.176)	-0.2426*** (-10.690)	-0.2423*** (-10.640)
R ²	0.3383	0.3457	0.3319	0.3321
Adj-R ²	0.3307	0.3355	0.3243	0.3217
F-检验值	44.15	34.07	42.91	32.07
D-W检验值	1.579	1.571	1.591	1.589
样本数	263	263	263	263

注：括号内数字是 t 检验值。***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

一般而言，企业的外部融资需求取决于企业内部现金流量相对于投资机会的大小。内部现金流量和投资机会又内生于企业绩效和成长状况。如果企业有较高的市场需求，就能够产生较多的内部现金流，满足投资需求。反之，就需要从外部融资。Demircuc-Kunt 和 Maksimovic (1998) 根据财务管理中“销售收入百分比”方法，将企业成长与外部融资需求关系界定为：

$$(\text{外部融资需求})_t = g_t \times (\text{资产})_t - (1 - g_t) \times (\text{收益})_t \times b_t \quad (4)$$

g_t 是企业成长指标， b_t 是用于再投资的留存收益比例。本文选择企业“最大可持续增长率”作为上市公司成长指标。最大可持续增长率是在假定 $b_t = 1$ 下，用股东权益的帐面价值代替总资产计算出来的，等于 $ROE_t / (1 - ROE_t)$ ，这个指标反映了企业在没有分红，并通过长短期债务来维持不变的债务资产比的情况下获得的最大可能的增长。由于“销售收入百分比”方法假定销售收入利润率、销售收入与资产比不变，这意味着所增加的投资全部用于销售收入增长，而且销售收入的增长又体现在利润增长上。因此，在选择解释变量时，我们加入了净固定资产与总资产比、利润总额与总资产比和总投资与总资产比。本文选取了 1998 年 886 家上市公司（其中有效观测值有 711 个）进行回归分析，结果如表 6 所示。

表 6 上市公司成长与融资结构 (1998 年)

解释变量

被解释变量	股权融资 / 上一期总资产	长期负债 / 上一期总资产	净固定资 产/总资 产	利润总额 / 总资产	总投资 / 总资产	R ²	F检验值	DW检验值
公司 增长率	-0.032*** (-4.905)	0.122*** (12.53)	-0.003 (-0.419)	1.719*** (45.44)	0.034*** (2.931)	0.762	452.3	1.961

括号内数字是 t 检验值。***表示在 1% 水平上显著。股权融资包括股本和资本公积，样本数是 711 家上市公司。

从回归结果中，可以看出我国成长较快的上市公司的外部融资需求更多地依赖于债务融资，股权融资越小的公司，其成长越依赖于债务融资。这种情况之所以会产生，还是因为上市公司主要是国有企业，与银行的预算软约束关系还没有根本消除。相反由于上市的国有企业绩效和成长潜力在总体上比非上市的国有企业强，在有效需求不足的情况下，银行更愿意给上市的国有企业贷款，所以上市公司的内在依赖有外在支持。这样结合股权结构与公司绩效关系的检验，可以说上文假说 2 能够成立。

五、结论和进一步研究方向

从以上分析我们可以得到几个简单的结论：

1、虽然我国股票市场目前的规模对经济增长的作用效果不明确，但是股票市场的发展与储蓄之间显著的正相关关系表明存在股票市场对经济增长的作用机制。而且进一步改善上市公司股权结构和治理结构的效率，能够创造出对股票市场进一步发展的需求，股票市场对经济增长的贡献将不断显现和逐步提高。

2、就股票市场的发展和规范来说，调整上市公司股权结构，适当降低国有股比重，提高法人股比重，逐步扩大流通股规模，发挥法人股与流通股对上市公司的检查监督的功能。提高所收集和检查的企业信息的真实程度，可以使股票市场变得有效率。

3、股票市场的发展不仅与经济增长存在相关关系，而且更关键的是与经济体制的持续转型有关。经济转型的表现之一，就是金融市场结构中股票市场的规模不断扩大，企业预算约束逐步硬化。同时上市公司融资结构中外源融资，尤其是股权融资的比例越来越高，股票市场的发展越来越依赖于上市公司结构性调整和经营质量的改善。在经济总量增长的同时，这种转型是保证股票市场高效率的前提，也是股票市场能够对经济增长发挥正面作用的前提。

4、本文在分析时没有考虑法律规范和政策等制度变量对股票市场产生与发展的影响。事实上我国股市是一个较典型的政策市，作为一个新兴的快速发展的市场，相对而言还不成熟不规范。由于缺乏相关的法律，因此只能依靠政策来调整。而政策具有很大的随意性和不确定性，市场很难预测，所以对股市产生很大的影响。而且受长期计划经济的影响，证券市场的参与者和监管者在观念上都还没有完全市场化。这些不规范、不稳定的制度性因素对投资者正确预期产生消极的影响。因此，对股票市场对经济增长作用的制度结构还需要作进一步研究。

附表 1 1990-1998 年 GDP 值和沪深交易所市场统计情况 单位：亿元、家、%

年份	1991	1990	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
GDP	21663	18598	26652	34561	46670	57495	66851	73453	79182	82054
上市公司	14	13	53	183	291	323	530	745	852	976
市价总额	109	12	1048	3522	3691	3474	9842	17529	19500	26471
市价总额/GDP	0.5%	0.06%	4%	10.2%	7.9%	6%	14.7%	24%	25%	32%

数据来源于中国证监会编《中国证券期货统计年鉴 1999》。

附表 2 1999-2020 年我国股票市场的发展趋势

年份	股票市值占 GDP比例	股票市价总值（亿元） （GDP每年增长7%）	股票市价总值（亿元） （GDP每年增长6%）
2000	27%	24477	24022
2005	32%	40688	38099
2010	37%	65983	58952
2015	42%	105051	89552
2020	47%	164879	134107

参考文献：

- 王开国，1999，《中国证券市场跨世纪发展思考》，上海财经大学出版社。
- 林义相，1999，证券市场的第三次制度创新与国有企业改革，经济研究，第10期。
- 谈儒勇，1999。中国金融发展和经济增长关系的实证研究，经济研究，第10期。
- 何旭强，2000，《融资体制演进过程中的证券市场》，上海财经大学出版社。
- 袁国良、郑江淮，胡志乾，2000，我国上市公司融资偏好与融资能力的实证研究，载于《金融发展与企业改革》，樊纲主编，

经济科学出版社

- Allen, Franklin, 1993, Stock markets and resource allocation, in Mayer, Colin, and Vives, Xavier, ed., *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge University Press
- Bonser-Neal, Catherine, and Dewenter, Kathryn L., 1999, Does financial market development stimulate savings? evidence from emerging stock markets, *Contemporary Economic Policy*, 17, 370-380
- Boyd, John, and Smith, Bruce, 1996, The coevolution of the real and financial sectors in the growth process, *The World Bank Economic Review*, 10:371-396
- Demirguc-Kunt, Asli, and Maksimovic, Vojislav, 1998, Law, finance, and firm growth, *Journal of Finance*, 53, 2107-2137
- Fry, Maxwell, 1997, In favor of financial liberalization, *Economic Journal*, 107:754-770
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, 1996, Law and finance, *NBER*, W5661.
- Hadlock, Charles J., 1998, Ownership, liquidity, and investment, *RAND, Journal of Economics*, 29, 487-508.
- Levine, Ross, and Zervos, Sara, 1998, Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review*, 88, 537-558
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W., 1988, Management ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315
- Murinde, Victor, 1996, Financial markets and endogenous growth, in Hermes, Niels, and Lensink, Robert ed. *Financial development and economic growth: theory and experience*, Routledge.
- Pagano, Marco, 1993, Financial markets and growth, *European Economics Review*, 37, 613-632
- Rajan, Raghuram, and Zingales, Luigi, 1998, Financial development and growth, *American Economic Review*, 88:559-586
- Singh, Ajit, 1997, Financial liberalization, stock markets and economic development, *Economic Journal*, 107:771-782
- Xiaonian, Xu and Yan Wang, 1999, Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies, *China Economic Review*, 10, 75-98