

股权资本结构变动与宏观经济增长实证检验*

—基于中国“国进民退”隐忧的思考

何 燕 曹国华

[摘 要]本文构建一个包含“股权资本结构”的经济增长模型,基于2002~2007年的省区面板数据实证检验股权资本结构对经济增长的影响。结果发现,地区层面差异显著,东部地区股权资本结构与经济增长之间存在强相关关系,中、西部地区的作用效果并不明显;不同股权资本结构作用于经济增长存在差异,流通股的经济增长作用明显,非流通股的作用不显著。通过进一步检验发现:2005年股权分置改革的结果是资本市场资源配置功能被“扭曲”了,其对经济增长的效率起反面作用;长期上看,未来推进股权资本结构优化并发挥其对经济增长的推动作用具有现实必然性和必要性。

关键词: 股权资本结构 经济增长 股权分置改革

JEL 分类号: G32 O47

一、问题的提出

易纲(1996)通过对中国金融资产分析和国际比较认为,中国金融资产结构畸形引致的一连串经济问题:中国国有企业资产负债比率高、银行呆帐比率高、企业间拖欠,并指出逐步开放资本市场,增加直接融资比例,将有助于改变中国的金融资产结构。随着我国多层次金融市场的发展,金融将不断“脱媒”(唐旭,2006)。易纲和宋旺(2008)最新研究表明,在金融改革过程中,金融资产结构有了明显改善,但仍然需要继续完善货币市场和资本市场,以促进金融资产结构调整。金融资产结构作为经济结构内容的重要组成部分,其是否恰当直接影响到宏观经济的稳定以及金融深化进程的快慢,同时,金融资产结构变化也是经济和金融改革是否取得显著成效的重要考察手段,区域股权资本作为金融结构的重要表现形式^①,其变化对经济增长的影响又如何呢?基于上述理由,我们认为有必要进行理论的考释以及借助经验统计数据进行实证检验。本研究将利用2002~2007年的省级面板数据,将其划分为东、中和西三大区域,并区分流通和非流通股两块考察其对经济增长的影响,以2005年的股权分制改革改革为例,结果却发现改革效果并不如预期那么明显。因此,我国的股权改革需要将宏观金融体制改革、国有企业改革和政府体制改革纳入同一个分析框架中进行,才有可能充分发挥金融对区域经济增长的重要作用。

20世纪90年代中期以后,由于美国股市飘升所产生的财富效应在短期内极大地拉动了其国内需求,并推动了经济快速发展,由此股票市场与经济增长的关系就备受广泛关注(李冻菊,2006)。在股票市场的发展与经济增长之间的关系问题上,至今为止,经济学界在理论和实证上都存在着分歧(李广众,2002)。有研究证实股票市场与经济增长正相关,股票市场的发展能显著地促进经济增长 (Atje and Jovanovich,1993),并且人均实际GDP较高的国家,股票市场发育程度也较高

* 何燕,重庆大学经济与工商管理学院,博士研究生;曹国华,重庆大学经济与工商管理学院,博士生导师。

^① 按照国际货币基金组织(IMF)的定义,金融资产包括通货和存款、非股票证券、贷款、股票和其他股权、保险准备金、货币黄金和特别提款权、金融衍生产品和其他应收应付账款;而Goldsmith(1969)则把全部金融资产分作债权和股权两类,其中债权包括对金融机构的债权和对非金融机构的债权。

(Demirguc-Kunt and Levine, 1996a)。基于中国样本的考察,大量理论和实证研究支持股票市场对中国经济增长具有正向促进作用(郑江淮等,2000;殷醒民和谢洁,2001;刘柯杰,2003)。也有部分研究得出不一致的结论,比如冉茂盛和张卫国(2002)研究表明我国股票市场与经济增长之间具有较微弱的正相关关系,股票市场对经济增长的影响远未达到理想的程度(田俊刚,2005);而此类研究的共同特点是将中国视为整体进行研究,事实上从股票市场的参与方来看包括中央和地方政府、公司和居民,各自持有股权的动机及交易行为有明显差异,对经济的影响也不尽一致。工业化国家,由于公司股权融资比重低,股票市场的发展对经济增长并不重要(Mayer, 1988)。但是,Atje and Jovanovich(1993)指出,如果一个国家不利用股票市场作为加快经济发展的手段是很大的损失。因此,随着经济的发展,股票市场和股权资本市场便发展起来(罗美娟,2001),成为未来经济增长的主要推动力量。现有研究中,罕有研究讨论不同微观主体持股对经济的影响,由此,地方政府法人股的研究就显得尤为必要,学术意义和现实实践指导意义都将十分重要。

改革开放30年,民营经济发展是中国经济增长奇迹形成的重要原因之一。2004年正值“郎顾之争”引发“国企改革大讨论”风波时,恰是“国退民进”的高峰,各地区国有资产比例基本都在下降。2007年后,国际金融海啸又将此问题引进“国进民退”^①的大讨论,依据大多数经济学家的意识指引:经济危机本应是深化体制性改革的良好契机,通过产业结构调整以吸引更多的社会资本,但实践做法及其运行的表现并非那么如意。政府大规模的经济刺激计划过程,是政府动员向市场投放资源的过程,最大的受益者是国有企业,土地、资本等资源都在流向国有经济。“再国有化”不仅是当前的问题,而且是自2004年以来一直在进行中的长期趋势(冀志罡,2009)^②。回顾曾经经历过的两次“国进民退”:第一次是在20世纪40年代的抗战期间^③,第二次是在20世纪50年代的“过渡时期”^④,其后果却是权力与财富过分集中,导致民穷国乱。因此,学界为“国进民退”担忧是有历史依据的^⑤。马建堂(2009)和赵启正(2010)^⑥通过列举统计数据考察,得出总体上不存在“国进民退”现象的结论^⑦,但是却难以找出让人信服的证据。本研究希望能从股权结构视角探求“国进民退”的存在性,并从多个视角对股权结构与经济增长的关系进行解释。长期以来,中国股票市场表现出

① “国进民退”大致遵循三种方式:一是以宏观调控的名义,对国有项目于民营项目区别对待,间接达成国企扩张、民营企业萎缩的效果(如“铁本”);第二种方式是国有巨头携巨额银行资金,在信贷紧缩、普遍吃紧的环境下,趁机收购民营竞争对手(2008年表现得尤为显著);第三种方式是政令收购整合(例如煤、石油等资源及钢铁行业)。

② 参见:<http://www.xincaijing.com/item/Print.asp?m=1&ID=1411>。

③ “七七事变”后,国民政府成立中央、中国、交通、农民四大银行的联合办事处(四联总处),对金融实行国家垄断;通过资源委员会控制战争资源,对经济实行全面干预;到1939年,国营工业的中心地位正式列入国策。战后,国民政府接收大批敌伪产业,“国进民退”已成定局。到1948年,民营工业资本仅为战前1936年的78.6%,国家及官僚资本增至战前的2.8倍。这场“国进民退”的后果:大批民营工厂倒闭,工人失业,物价飞涨,税收锐减,通胀失控。虽曾推行“国营事业民营化”试图补救,但为时已晚。

④ 在国民经济恢复时期,国家为促进不同所有制的企业发展,1950年政务院针对当时私营工商业遇到的困难,实行国家委托加工、订货和收购,优先保证有关国计民生的行业发展,使私营经济处于国家计划领导之下。1952年12月,全国60多家金融企业率先实现全行业公私合营,成立统一的公私合营银行。1953年毛泽东提出“过渡时期总路线”,决定提前发动社会主义革命。1954年《宪法》规定:国家对资本主义工商业采取利用、限制和改造的政策,逐步掌握经济命脉后,开始全面推行“对资改造”。1956年底全行业公私合营完成,“文革”中全部公私合营企业被收归国有。第二次“国进民退”比第一次更加彻底,国家掌控全国财富资源后,发动了“大跃进”,造成饿死数千万人的大饥荒,经济全面滑坡;国内党内矛盾的日益激化,又酿成历时十年的“文革”,最终将国民经济拖到崩溃的边缘。

⑤ 参见:章立凡(2009)与民争利、赢家通吃非长治久安之道;国营未尽高效,民富才能国强,独大未必为公。《财经》,第18期。

⑥ 赵启正指出:改革开放30年来,国有经济、非公经济均得到快速发展,在很特殊的2009年,并不是“国进民退”。

⑦ 参见:<http://www.sasac.gov.cn/n1180/n1271/n20515/n2697190/6888949.html>,“国进民退争论背后:改革再次寻求共识”。

的典型矛盾是:股权分置^①造成上市公司股权结构有失合理和规范,流通股和非流通股的利益高度不一致,股票市场作用于经济增长的传导机制受阻。修世宇和马琳(2007)指出股权分置改革有助于完善公司治理,降低资金成本,提高国有资产使用效率;通过“国有股减持”^②、“大小非解禁”^③等一系列的股权分置改革措施,国有股获得了流通权并逐步降低国有股权比例;同时引进其他大股东,国有上市企业国有股“一股独大”问题正逐步得到解决。在中国这个特殊的经济体中,国有经济和私有经济股权配置对经济增长影响截然不同(何燕,2010),关注我国股权结构对经济增长的影响十分必要,这对研究中国股市发展尤其是金融改革具有积极意义。

在上述研究目标的设计下,本文不同于以往研究的地方是:第一,多视角细分股权资本结构,并考察各自变量对经济增长的影响;第二,将股权结构内生于经济增长模型,建立理论分析框架,并通过经验检验揭示其作用机理;第三,从股权结构视角进行实证分析评价股权分置改革的效果,用以消除“国进民退”的隐忧。内容安排如下:第一部分,问题的提出;第二部分,股票市场发展及股权结构与经济增长的已有文献评述;第三部分,构建理论基础并介绍研究方法;第四部分,对模型数据来源和指标构建进行描述;第五部分,实证结果进行分析和解释;第六部分,简短结论及政策建议。

二、文献回顾及述评

西方经济学家关注股票市场与经济增长的关系是从研究金融发展与经济增长相互关系开始的。金融发展对经济增长的作用探究一直是经济学界和金融学界的关注焦点,各种研究从不同视角(国家、地区、产业甚至企业)展开论述。总体来看,理论和实证研究都支持金融发展促进经济增长(Greenwood and Jovanovic, 1990; Bencivenga and Smith, 1991; King and Levine, 1993; Rajan and Zingales, 1998; Levine et al., 2000; Beck et al., 2000; Benhabib and Spiegel, 2000),甚至还有大量文献证明金融发展和经济增长之间存在因果关系(Berthelemy and Varoudakis, 1996; Rousseau and Wachtel, 1998; Luintel and Khan, 1999; Arestis et al., 2001; Carlderan and Liu, 2003; Christopoulos and Tsionas, 2004)。随着新兴工业国资本市场的兴起,资本市场作为金融系统的重要组成部分对经济发展的作用开始受到学术界的重视(万寿桥和李小胜, 2004),比如,强调资本市场在优化资源

^①股权分置进程大体可分为三个阶段:第一阶段:股权分置问题的形成。中国证券市场在设立之初,对国有股流通问题总体上采取搁置的办法,在事实上形成了股权分置的格局。第二阶段:通过国有股变现解决国企改革和发展资金需求的尝试,开始触动股权分置问题。1998年下半年到1999年上半年,为解决推进国有企业改革发展的资金需求和完善社会保障机制,开始进行国有股减持的探索性尝试。由于实施方案与市场预期存在差距,试点很快被停止。2001年6月12日,国务院颁布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》也是该思路的延续,同样由于市场效果不理想,于当年10月22日宣布暂停。第三阶段:作为推进资本市场改革开放和稳定发展的一项制度性变革,解决股权分置问题正式被提上日程。2004年1月31日,国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《若干意见》),明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。

^②1998年下半年到1999年上半年,政府为了解决推进国有企业改革发展的资金需求和完善社会保障机制开始进行国有股减持的探索性尝试。国有股减持主要有以下几个阶段:第一,自发探索阶段:1994年4月,珠海恒通集团收购棱光实业35.5%的股权。第二,政策准备阶段:1999年9月22日,中国共产党第十五届四中全会通过《关于国有企业改革和发展若干问题的决定》,明确提出“在不影响国家控股的前提下,适当减持部分国有股”。第三,试点过渡阶段:1999年12月2日国有股配售试点启动。第四,正式实施阶段:2001年6月12日,国务院正式发布《减持国有股筹资社会保障资金管理暂行办法》,办法的核心是第五条,即新发、增发股票时,应按融资额的10%出售国有股。最受争议的是第六条,即“减持国有股原则上采取市场定价方式”,把高价减持和首发、增发“捆绑”起来。第五,紧急暂停阶段:2001年10月22日,证监会紧急叫停《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》第五条规定:国有股减持主要采取国有股存量发行的方式。凡国家拥有股份的股份有限公司(包括在境外上市的公司)向公共投资者首次发行和增发股票时,均应按融资额的10%出售国有股;股份有限公司设立未满3年的,拟出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会持有,并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。国有股存量出售收入,全部上缴全国社会保障基金。

^③从2005年5月开始我国的股权分置改革已经进行了三年。《上市公司股权分置改革管理办法》规定:“小非”(股份占总股本小于5%的股份)股改进行一年后可上市流通,“大非”(股份占总股本大于5%的股份)股改进行一年后转让股份不允许超过5%,股改进行两年后股份转让不允许超过10%。

有效配置和提供流动性对经济增长产生促进作用 (Jensen and Murphy, 1990; Levine, 1991; Bencivenga et al., 1996), 以及其他作用途径: 风险分散 (Saint-Paul, 1992; Devereaux and Smith, 1994; Obstfeld, 1994); 信息获取 (Grossman and Stiglitz, 1980; Kyle, 1984; Holmstrom and Tirole, 1993); 企业控制 (Diamond and Verrecchia, 1982; Jensen and Murphy, 1990), 这些都有助于经济的增长。由此来看, 资本市场作为经济增长的“催化剂”已是不争的事实, 并且其作用渠道众多, 这也可以解释当今世界各国都在追求金融对经济增长的拉动作用 (陈刚等, 2006)。

随着经济增长理论的发展和虚拟经济实践的快速向前推进, 股票市场与经济增长的关系自然也就成了经济增长理论研究的重要课题, 其目的是要揭示未来股票市场的发展前景和经济增长的潜力。较早对比问题关注并研究是: Pagano (1993) 和 Murinde (1996) 在内生经济增长理论框架中纳入股票市场的作用, 自此以后股票市场与经济增长关系研究的大量文献快速增多 (Demirguc-Kunt and Levine, 1996b)。通过跨国比较, 实证研究结论主要集中为两方面: “促进论” (Kunt and Levine, 1996; Levine and Zervos, 1998) 和“阻碍论” (Devereux and Smith, 1994; Bencivenga and Smith, 1991; Harris, 1997)。由于不同的国家不同的发展阶段和发展水平, 金融结构和股票市场融资能力存在很大差异, 他们在经济发展中所起的作用也不同 (罗美娟, 2001)。因此, 对于不同国家与地区的实际情况, 应该做具体的分析。

由于中国证券市场发展比较晚, 国内学者对股票市场的研究主要是, 借鉴国外的理论成果并结合中国股票市场发展实际进行实证研究。对中国个案的研究结论可概括为两类: 一类是存在显著的积极作用 (周正庆, 1999; 刘柯杰, 2003); 另一类是有限作用、不确定性甚至负效应 (谈儒勇, 1999; 胡宗义和宁光荣, 2004; 梁琪和腾建州, 2005; 李冻菊, 2006)。究其原因主要有: 股票市场在国民经济中的地位 (王开国, 1999) 和股票市场功能定位不明确 (林义相, 1999), 股票市场的货币政策传导功能 (唐齐鸣和李春涛, 2000) 未发挥, 金融发展停留于规模增长 (李广众, 2002)。与股票市场联系紧密的是股权资本市场, 一次次的国际金融危机引起了学者对股权资本与经济增长的高度关注, 原因是股权资本可以通过降低交易成本、促进投资和就业等途径促进经济增长, 对发展中国家来说股权资本是否比债券更利于促进经济增长并没有得到系统的实证检验 (Sharma, 1986)。2009年3月1日起实施的《股权出资登记管理办法》, 一定程度上说明了如何发挥股权资本对经济增长的作用开始受到重视。针对过去而言, 中国对国外股权资本有着高需求, 原因可能是同国内股权资本相比, 国外股权资本更具有充分的流动性 (胡立法, 2008)。为检验股权资本对我国经济增长的影响, 何燕 (2010) 把股权资本作为一种特殊要素引入内生经济增长模型, 结果发现, 股权资本对经济增长的贡献并不显著, 股权资本市场完善对宏观经济发展依然重要, 需要股权结构的不断优化; 随着金融体制改革的深入以及市场经济制度的完善, 股权资本的积极效应会逐渐显现。

在对股票市场与经济增长关系的研究过程中, 由于研究视角不同, 存在激烈争议, 并且股权资本作用于经济增长也具有不确定性, 学者开始从股权结构方面寻找原因。微观金融和公司治理研究中的股权结构是指, 股份公司总股本中不同性质的股份所占的比例及其相互关系, 包括股权属性和股权集中度。国外的研究主要集中于讨论公司治理与企业绩效之间的相关关系 (Jensen and Meckling, 1976; Grossman and Hart, 1980; Shleifer and Vishny, 1986), 源于对中国独特股权结构的关注, 股权结构和公司治理及公司绩效之间的相互关系研究众多 (Xu and Wang, 1997, 1999; Chen, 2001; 施东晖, 2000; Tian, 2001; Sun et al., 2002; 宾国强和舒元, 2003; 张宗益和宋增基, 2003; 徐莉萍等, 2006; 杨德勇和曹永霞, 2007; 廖理等, 2008)。上述研究共同之处是, 指出了股权结构对公司绩效的影响表现出明显的行业差异, 因行业而发生改变 (陈远志和梁彤纓, 2006), 当然也有学者对股权分置改革的成果进行评价 (陈明贺, 2007)。

综合上述文献,发现关于中国上市公司股权结构及安排与宏观经济增长关系的理论实证方面的研究几乎还是一个空白区域,地区股权结构对经济增长影响的文献欠缺。不同的股权结构安排对中国经济的影响究竟如何?不同股权结构对宏观经济增长的影响如何刻画?股权结构在多大程度上影响宏观经济增长?国有股控股的国有企业对中国经济的贡献如何量化?股权分置改革如何影响股权结构的变化?股权分置改革的效果如何?股权分置改革后的股票市场是否促进了中国经济的发展?以上疑问即成为本文选题的背景以及下文将要研究并解答的困惑。

三、理论模型与计量方法

(一)理论基础

1999年以后,国家出台了一系列地区性经济发展战略——西部大开发、振兴东北老工业基地和中部崛起等,这些战略显示出,中央政府以推行梯度发展战略来达到区域协调以推动经济持续发展目标的实现。学术研究和实践都表明,各地区经济差异较大,差异性的存在是必然结果,因此,如何尽快缩小地区间发展差异成为经济稳定发展的重要课题。考虑到资本积累以及资本市场在现代社会经济增长中的重要作用,本文以股权资本为研究出发点,在考察主导要素(劳动力和资本形成等)对经济增长的影响基础上,对区域股权资本安排和结构变迁对区域经济增长的影响进行探讨,试图从优化地区股权资本结构的角度来缩小地区经济间的这种差异。

根据柯布-道格拉斯生产函数,资本、劳动力投入和技术进步是影响经济增长的关键因素,其他因素也不容忽视。Demsetz(1983)和 Myeong-Hyeen Cho(1998)指出任何股权结构变量都可能是经济系统的内生变量。因此,借鉴其分析思路我们在C-D函数基础上将股权结构作为一个独立的要素内生于生产函数,以检验股权资本对经济增长的影响。模型设定为:

$$Y[i,t]=A[i,t]L[i,t]^aK[i,t]^bS[i,t]^c \quad (1)$$

其中, i 表示地区, t 表示年份; $Y(i,t)$ 代表地区生产总值,单位:亿元; $A(i,t)$ 表示技术进步; $L(i,t)$ 表示劳动力投入总量,用全社会总从业人数表示,单位:万人; $S(i,t)$ 为股权资本投入总数,单位:亿股; a 、 b 、 c 分别表示各个要素投入产出的弹性系数。接着,在公式(1)基础上做进一步的扩展,将股权资本结构内生于经济增长模型中,其中: $S_1[i,t], \dots, S_n[i,t]$ 分别表示第一至第 n 种股权形式; c_1, \dots, c_m 分别表示第一至第 n 种股权形式的边际产出弹性系数。用方程表示如下:

$$Y[i,t]=A[i,t]L[i,t]^aK[i,t]^bS_1[i,t]^{c_1} \cdots S_n[i,t]^{c_n} \quad (2)$$

式(2)两边取对数,可以得到计量模型所依据的线性表达形式:

$$\ln Y[i,t]=\ln A[i,t]+a\ln L[i,t]+b\ln K[i,t]+c_1\ln S_1[i,t]+\cdots+c_n\ln S_n[i,t] \quad (3)$$

(二)计量方法

由于本文数据是2002~2007年的31个省、自治区和直辖市的面板数据结构,即在一定时间跨度内对相同的个体每年进行重复测量得到的数据,允许各横截面之间存在一定的相关性(Wooldridge, 2002)。考虑到中国各省、自治区和直辖市之间的数据不可能相互独立,我们决定建立面板数据模型,并使用Eviews6.0软件进行估计。面板数据模型一般式为:

$$y_{i,t}=C+\alpha_i+\gamma_t+X_{i,t}'\beta+\varepsilon_{i,t}, i=1, \dots, N, T=1, \dots, T \quad (4)$$

其中, y 表示被解释变量, X 为 K 维解释变量向量, i 表示横截面数据, t 表示时间序列数据(在本文中 $i=1, 2, \dots, 31, t=2002, 2003, \dots, 2007$), β 为回归系数向量;截距项为 $C+\alpha_i+\gamma_t$,其中 C 为常数, α_i 度量个体间的差异, γ_t 度量时间上的差异;随机误差项 $\varepsilon_{i,t}$ 代表模型中被忽略的随横截面和时间而变化的因素的影响。

三种基本模型(Anderson and Hsiao, 1982)如下:

1. 普通混合回归模型。假设截距 α_i 和 γ_t 不随时间 t 和个体 i 变化,模型(4)可变为:

$$y_{i,t} = C + \alpha + X_{i,t}'\beta + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

2. 固定效应模型(FE)。这类模型假设截距 α_i, γ_t 随时间 t 和个体 i 变化,但认为 α_i 或 γ_t 与解释变量 $X_{i,t}$ 相关,具体可分为如下三种情况。(a)个体固定效应模型。即截距项 α_i 在个体 i 上变化,而 γ_t 在时间上无变化。(b)时期固定效应模型。即截距项 α_i 在个体 i 上无变化,而 γ_t 在时间上变化。(c)个体和时期固定效应模型。即截距项 α_i 在个体 i 上变化,且 γ_t 在时间上变化。

3. 随机效应模型(RE)。假设 $\alpha_i \sim N(0, \sigma_c), \gamma_t \sim N(0, \sigma_u), \varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_e), \alpha_i, \gamma_t, \varepsilon_{it}$ 互不相关,即各自分别不存在截面自相关、时间自相关和混和自相关, α_i 或 γ_t 与解释变量 $X_{i,t}$ 不相关。令 $v_{it} = \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$, 记为:

$$y_{i,t} = C + X_{i,t}'\beta + v_{i,t} \quad (6)$$

对于上述三种回归模型的选择,借助 F 检验方法进行判断和选择(Wooldridge, 2002)。固定效应检验(F 检验),包括个体固定效应检验、时期固定效应检验以及个体和时期固定效应检验。

个体固定效应检验。原假设为: $\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N = 0$, 即各个体之间的截距项无变化。如果原假设成立, F 统计量服从 F 分布:

$$F = \frac{(RRSS - URSS)/(N-1)}{URSS/(NT-N-K)} \sim F(N-1, NT-N-K)$$

其中: $RRSS$ 是模型(5)中的残差平方和, $URSS$ 是个体固定效应模型中的残差平方和。当 F 大于临界值时, 拒绝原假设, 即认为存在个体固定效应。

时期固定效应检验。原假设为: $\gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_T = 0$, 即认为各时期之间的截距项无变化。构造 F 统计量, 此时 $URSS$ 是时期固定模型的残差平方和。当 F 大于临界值时, 拒绝原假设, 即认为存在时期固定效应。

个体和时期固定效应检验。原假设为: $\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N = 0, \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_T = 0$, 即认为各时期之间的截距项无变化。仍然构造 F 统计量, $URSS$ 现在是回归模型(4)中的残差平方和。当 F 大于临界值时, 拒绝原假设, 即认为存在个体和时期固定效应。由于无法建立时期固定效应模型, 因此本文不在此检验。

其次, 随机效应检验(LM 检验)。LM 检验的原假设为: 不存在随机效应, 即 $\sigma_c^2 = 0$ 。构造统计量:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{T\bar{e}'\bar{e}}{e'e} - 1 \right]^2$$

其中, e 表示模型(5)的回归残差。在原假设下, LM 服从自由度为 1 的 χ^2 分布。如果 LM 大于临界值, 则拒绝原假设, 即认为存在随机效应。Hausman 检验: 根据固定效应检验和随机效应检验结果可知, 可能会出现既可建立固定效应模型, 也可建立随机效应模型的情况。到底哪种模型更合适, 可通过 Hausman 检验来分析。Hausman 检验的原假设为: 应该建立随机效应模型; 对立假设为: 应该建立固定效应模型。构造统计量:

$$W = [b - \hat{\beta}]' Var(b - \hat{\beta}) [b - \hat{\beta}]$$

其中, b 是 β 的广义最小二乘估计, $\hat{\beta}$ 是时期固定效应模型中 β 的最小二乘估计。在原假设下, W 服从 $\chi^2(K)$ 分布。如果 W 大于临界值, 则拒绝原假设, 应该建立固定效应模型, 否则应建立随机效应模型。

四、变量定义及数据说明

(一) 变量定义、数据来源

考虑到数据的可得性以及结果的可比性和关注重点, 本文实证检验样本选择 2002~2007 年

31个省市,数据类型是面板数据,研究股权结构对经济增长的影响,并以2004年为分界线,考察股权分置改革的效果。因为2001年股权分置改革由于实施方案与市场预期存在差距,试点很快被停止,此后中国股市进入了“全流通”的争论与猜疑,直至2004年作为推进资本市场改革开放和稳定发展的一项制度性变革,解决股权分置问题正式被提上日程。数据来源:中国资讯行、《中国统计年鉴》、《新中国五十年统计资料汇编》、分省统计年鉴、国家统计局、《中经网统计数据库》、《CEIC中国经济数据库》等。

根据前述理论模型及计量模型设置,选择技术进步(*Technology*),资本(*Capital*),劳动力(*Labor*),股权结构(*Share_{i,t}*)为解释变量;经济增长(*GDP*)为被解释变量进行实证分析,考察股权资本结构变化对我国区域经济增长的影响。考虑到其他因素也会影响经济增长,有必要在计量模型中加入相应控制变量来反映。因此,借鉴已有研究一般做法加入财政支出(*Expenditure*),外商直接投资(*FDI*),对外贸易(*Trade*),人均GDP(*GDPper*)作为控制变量。相关变量的定义和说明如下:

GDP:地区生产总值增长率作为经济增长的代理变量。在已有的大量文献中,大多选择实际GDP或其对数作为经济增长的代理变量;为缩小估计误差,本研究采用经济增长率表示。地区经济增长率等于经济增长总指数减去100%,公式表示为:

$$GDP_{i,t} = \text{经济增长总指数} - 100\% \quad (7)$$

Technology:即全要素生产率TFP(total factor productivity),由于TFP的内涵及测算方法目前仍然存在广泛争议(Kerlugerman,1999;Salim,1999;Hulton,2000;张军,2002;易纲等,2003;Everaert and Simone,2003;郭庆旺等,2004a、2004b、2005等),本文根据研究目标采用朱承亮等(2009)的测算数据,用每年平均经济增长技术效率考察技术进步对经济增长的影响。

Capital:资本投入变量,用国内资本形成总额占GDP比重来考察资本形成对经济增长的影响。*Capital_{i,t}*表示第*i*个省在第*t*年内的国内资本形成总额占GDP的比重。测算公式表示为:

$$Capital_{i,t} = \frac{\text{国内实际资本形成总额}}{\text{实际GDP}} \times 100\% \quad (8)$$

Labor:劳动力投入。用全社会从业人员总数表示劳动力投入(周晓艳等,2009;何燕,2010),由于本研究侧重于股权结构对经济增长的影响,劳动力投入采用绝对数形式(单位:万人)。

S':股权结构,我国的股权结构划分为流通股和非流通股。

易纲、宋旺(2008)指出我国各类金融资产以及金融资产总量在不断增长,而从这些数字本身我们很难对各种金融资产的规模有一个直观的印象,因此采用各种金融资产占国民总收入度量金融上层结构与经济基础的相对规模。具体做法是,采用Demirgüç-Kunt and Levin(2001)的方法,将上期和当期的实际金融资产加总再除以2倍的当期实际国民总收入。借鉴其思路,由于本研究的股权资本没有流量和存量之分,相对简单的处理是用各种股权占股份总数的比重表示股权结构:

其中,非流通股包括:国家股,发起法人股,外资法人股,募集法人股,内部职工股和其他(转配股等);流通股包括:A股,B股和H股。用*S'_{ij,t}*表示第*i*个省或直辖市在第*t*年内第*j*种股权所占的比重。用公式表示为:

$$S'_{ij,t} = \frac{S_{ij,t}}{S_{total,t}} \times 100\% \quad (9)$$

Expenditure:财政支出。大量实证研究表明,财政支出对经济增长具有正向拉动作用(马栓友,2000;欧阳志刚,2004),本文用财政支出占GDP的比重反映财政支出对经济增长的影响。*Expenditure_{i,t}*表示第*i*个省或直辖市在第*t*年内的财政支出总额占实际GDP的比重。公式表示为:

$$Expenditure_{i,t} = \frac{\text{财政支出总}}{\text{实际GDP}} \times 100\% \quad (10)$$

FDI:外商直接投资。由于大多数发展中国家都对外商直接投资(*FDI*)存在着明显的偏好(黄亚

生,2004),中国也不例外。同其他吸收 *FDI* 的主权国家相比,中国税收政策更加自由化导致了 *FDI* 流入大规模增加(Dean,1988)。大量研究也都表明 *FDI* 促进发展中国家经济增长(Bornschieer et al., 1978),Dees(1998)、姚洋(1998)及沈坤荣和耿强(2001)等的实证研究也都支持 *FDI* 促进我国经济增长的结论。本文用外商直接投资占 GDP 比重表示我国 *FDI* 流入对经济增长的影响,本文分别用年平均汇率转化为人民币计价并转化为实际值,原因是《CEIC 中国经济数据库》中 *FDI* 均以美元计价。因此, $FDI_{i,t}$ 第 *i* 个省或直辖市在第 *t* 年内的外商直接投资占 GDP 的比重。用公式可表示为:

$$FDI_{i,t} = \frac{\text{实际 } FDI}{\text{实际 } GDP} \times 100\% \quad (11)$$

Trade: 对外贸易。已有研究已指出对外贸易对经济增长的重要性(李文,1997;贾金全,1998),借鉴 Levine(1997)的思路引入对外贸易作为控制变量,用出口总值占 GDP 的比重来衡量对外贸易对经济增长的影响。由于《中国统计年鉴》中,出口贸易均以美元计价,因此分别用年平均汇率转化为人民币计价。 $Trade_{i,t}$ 第 *i* 个省或直辖市在第 *t* 年内的对外贸易占 GDP 的比重。公式表示为:

$$Trade_{i,t} = \frac{\text{出口总额}}{\text{实际 } GDP} \times 100\% \quad (12)$$

GDPper: 人均 GDP。借鉴 King and Levine(1993)的做法,选择人均 GDP 来考察各地区经济增长质量,用实际人均 GDP 表示地区收入差距以控制经济增长质量差异的影响,采用绝对数(单位:元)。

CPI: 消费者价格指数。此前张志柏等(2001)指出物价波动通常是由实体经济引起的,中国的 GDP 偏移率与通货膨胀率具有显著的正相关关系,并且这种相关关系比较稳定(石柱鲜等,2004)。为考察物价变动对经济增长的影响,本文用 $CPI_{i,t}$ 表示第 *i* 个省或直辖市在第 *t* 年末的 *CPI* 指数;该变量也将在稳健性检验部分运用到,文中各货币计量变量的实际值也都是通过名义值平减当年的消费者价格指数(*CPI*)而得。

(二)变量统计性描述

表 1 描述了各变量的总体特征。从中可以发现,国有股在非流通股和总股本中占有绝对高的比重,国家股占总股本最大值达 70.1%,中位数也 21%,标准差达到 15.1^①。其他股权资本结构指标,如发起人股也是标准差小于中位数,募集法人股比重最高省份达到 22.9%,最低的省份仅为 0%,标准差为 4.1;增长率方面最高的省份年度增长率达到 23.8%,最低的省份年度增长率 8.2%。2002 年 11 月,党的十六大报告确定民营经济与其他所有制经济享受同等劳动待遇;2005 年 2 月,国务院发出《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》,意味着自计划经济时代沿袭下来的歧视非公有制经济的政策取向开始转向多种所有制经济并存的政策形成,非公有制经济主体成为新市场经济的竞争主体。随着民营企业融资运作意识的提升,通过参与国有企业改组改造、多方位的产业投资、收购兼并、发行债券、上市等多渠道融资,民营企业开始成为资本市场上的新生力量,比如 A 股和 H 股市场上的流通股比例逐渐增大,最大值分别达到 68.4%和 35.0%。在传统要素中,资本、劳动力等变量对经济增长的贡献作用已有大量研究,并且已达成一般性的共识,但是非传统要素却存在争议,本研究中的股权资本也是新加入变量,对符号的预期还得取得实证的证实。

^① 国家股和国有法人股统称为国有股,国有股指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份,包括以公司现有国有资产折算成的股份。由于我国大部分股份制企业都是由原有大中型企业改制而来,因此国有股在公司股权中占有较大的比重。通过改制,多种经济成分可以并存于同一企业,国家则通过控股方式,用较少的资金控制更多的资源,巩固了公有主体地位。

表 1 变量定义与统计性描述

变量符号	变量	最大值	最小值	均值	中位数	标准差	预期符号 ^a
<i>GDP(GR)</i>	国内生产总值	23.8	8.2	12.6	12.3	2.1	
<i>Technology</i>	技术进步	0.7	0.6	0.66	0.65	0.04	+
<i>Capital</i>	资本形成总额	82.9	32.3	50.8	48.3	10.8	±?
<i>Labor</i>	从业人员总数	5773.0	129.0	2163.2	1883.0	1490.8	+
<i>Expenditure</i>	财政支出	83.2	8.04	18.2	15.4	12.0	+
<i>FDI</i>	外商直接投资	7.98	0	2.5	1.6	2.1	+
<i>Trade</i>	对外贸易	91.9	2.9	18.1	6.8	21.8	+
<i>GDPper</i>	人均 GDP	64309.1	3184.8	15186.9	11601.4	11201.8	+
<i>CPI</i>	消费物价指数	106.6	98.2	102.1	101.7	1.9	±?
<i>S'_{state}</i>	国家股	70.1	0	23.3	21.0	15.1	-
<i>S'_{legd}</i>	发起法人股	45	0.4	17.7	16.6	10.5	±?
<i>S'_{wlegd}</i>	外资法人股	9.2	0	0.7	0.1	1.6	±?
<i>S'_{mlegd}</i>	募集法人股	22.9	0	4.5	3.6	4.1	±?
<i>S'_{staff}</i>	内部职工股	2	0	0.2	0	0.3	±?
<i>S'_{other}</i>	其他(转配股等)	59.4	0	13.6	12.1	12.1	-
<i>S'_A</i>	A 股	68.4	5.6	37.7	36.9	9.6	+
<i>S'_B</i>	B 股	7.5	0	1.8	1.3	2.0	+
<i>S'_H</i>	H 股	35.0	0	2.9	0	5.0	+

注:a “+”号表示正的影响,“-”号表示负的影响,“±?”号表示影响具有不确定性。

五、实证结果及解释

(一)全样本回归分析

根据陈述云和刘带春(2006)以及何燕(2010)假定金融资本和经济增长之间存在一种线性的影响关系,借鉴他们的做法,假设股权资本和经济增长之间存在一种线性关系。计量模型表示为:

$$GDP[GR]_{i,t} = \alpha + \beta_1 Technology_{i,t} + \beta_2 Capital_{i,t} + \beta_3 Labor_{i,t} + \beta_4 S'_n[i,t] + \beta_5 Expenditure_{i,t} + \beta_6 FDI_{i,t} + \beta_7 Trade_{i,t} + \beta_8 GDPper_{i,t} + \beta_9 CPI_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (13)$$

为了克服样本数据不足的问题,本文采用了面板数据(panel data)的分析方法。在面板数据模型中有关模型设定的问题非常关键,如果模型设定不正确,将造成较大的偏差。因此在建立面板数据模型时,首先必须检验所研究的问题应使用那种类型的面板数据模型,具体到本文所研究的问题,则要对下面两个假设进行检验:

假设 1:截距项 δ 和斜率 α, β, γ 在不同的行业样本点和时间上都相同,即:

$$\ln Y_{h,\hat{u}} = \delta + \alpha \ln K_{h,\hat{u}} + \beta \ln L_{h,\hat{u}} + \gamma \ln K_{f,\hat{u}} + \nu_{\hat{u}} \quad (14)$$

假设 2:斜率 α, β, γ 在不同的行业样本点和时间上都相同,但截距项 δ 不同,即:

$$\ln Y_{h,\hat{u}} = \delta_i + \alpha_i \ln K_{h,\hat{u}} + \beta_i \ln L_{h,\hat{u}} + \gamma_i \ln K_{f,\hat{u}} + \nu_{\hat{u}} \quad (15)$$

其中, $i=1, 2, \dots, 31; t=2002, 2003, \dots, T$ 。如果通过检验接受了假设 1,则没有必要对假设 2 进行进一步的检验;如果拒绝了假设 1,则应对假设 2 进行检验,如果假设 1 和假设 2 都被拒绝,那么最终应该采用下面的式子进行回归:

$$\ln Y_{h,\hat{u}} = \delta_i + \alpha_i \ln K_{h,\hat{u}} + \beta_i \ln L_{h,\hat{u}} + \gamma_i \ln K_{f,\hat{u}} + \nu_{\hat{u}} \quad (16)$$

本文采用常用的协方差分析方法进行检验,该方法利用 Hendry“一般到特殊”的建模思想,用无约束模型和有约束模型的回归残差平方和之比构造 F 统计量,通过 F 检验完成面板数据模型的

设定。通常情况下,面板数据估计方法有固定效应和随机效应模型,方法的选择需通过设定检验来确定。依据是 $cov(\delta_i, \varepsilon_{it})$ 是否显著等于零。如果 $cov(\delta_i, \varepsilon_{it})$ 显著等于零,则应用随机效应模型;反之则选择固定效应模型。对此,可以通过 BP 拉格朗日乘数检验和 Hausman 检验等相关方法来完成,本文通过 Hausman 检验确定选择固定效应模型进行回归分析;使用 Eviews6.0 对计量模型(16)进行 Hausman 检验,结果显示应该选择固定效应模型^①。借鉴 Rioja and Valev(2004)等人的做法,在实证过程中分两个步骤进行:利用全国模型考察股权结构在不同时间段对经济增长的影响效应;利用地区模型来考察股权结构对经济增长存在的区域效应。由于技术进步变量的引入使得全样本模型回归结果极不显著^②,因此,下述所有方程均剔除技术进步变量对方程进行回归。

表 2 股权结构与经济增长关系 OLS 回归结果

变量符号	方程 1 ^b (全样本)	方程 2 (非流通股)	方程 3 (流通股)
C(常数项)	4.289 (0.734)	8.481 (0.687)	-5.868 (-0.447)
<i>Capital</i>	0.127*** (5.692)	0.109*** (5.236)	0.120*** (5.533)
<i>Labor</i>	0.001 (1.189)	0.001 (0.638)	0.001 (1.259)
<i>Expenditure</i>	0.111** (2.386)	0.109** (2.310)	0.105** (2.133)
<i>FDI</i>	0.042 (0.405)	0.009 (0.089)	0.039 (0.376)
<i>Trade</i>	-0.011 (-0.412)	-0.032 (-1.265)	-0.005 (-0.194)
<i>GDPper</i>	-0.0006 (-1.297)	-0.0001 (-0.210)	-0.0006 (0.194)
<i>CPI</i>	0.0003 (0.003)	-0.011 (-0.095)	0.061 (0.492)
<i>S'_{state}</i>	-0.015 (-0.929)	-0.018 (1.156)	—
<i>S'_{flegal}</i>	-0.059*** (-3.807)	-0.059*** (-4.069)	—
<i>S'_{wlegal}</i>	0.018 (0.166)	-0.037 (-0.367)	—
<i>S'_{mlegal}</i>	-0.142*** (-3.604)	-0.133*** (-3.387)	—
<i>S'_{stff}</i>	-0.138 (-0.455)	-0.113 (-0.381)	—
<i>S'_{other}</i>	-0.042** (-2.505)	-0.046*** (-3.093)	—
<i>S'_A</i>	0.019 (0.611)	—	0.059** (2.154)
<i>S'_B</i>	0.115 (0.821)	—	0.087 (0.596)
<i>S'_H</i>	0.112* (2.147)	—	0.126** (2.427)
Adj R-Square	0.819	0.818	0.797
D.-W.	1.902	1.836	1.842
observations	186	186	186

注:b“***”, “**”, “*”分别表示 10%,5%和 1%水平下通过显著性检验,括号内为 t 统计量,下表 3、4 和 5 同。

① 由于篇幅限制,设定检验过程和内容从略。

② 在我们实证检验过程中,由于加入所有变量变得不显著,鉴于篇幅限制,在此不列举。

根据股票持有者的差异,我国股权资本结构可分为国家股、法人股、个人股,三者在权利和义务上基本相同。不同的是,国家股投资资金来自国家,不可转让;法人股投资资金来自企事业单位,必须经中国人民银行批准后可以转让;个人股投资资金来自个人,可以自由上市流通;前两者主要是投资的功能,最后一种则融合了“投资”与“投机”的双效功能。因此,本文后面还根据股票是否能流动将股权资本结构区分为流通股和非流通股。其中非流通股包括:国家股,发起法人股,外资法人股,募集法人股,内部职工股,其他(转配股等);流通股包括:A股,B股,H股。表2分别报告基于全样本回归的流通股和非流通股对经济增长的影响及参数结果。在估计过程中我们发现:模型选择检验时,三个模型中以线性 OLS 回归模型适宜,原假设的 F 检验和 LM 检验统计量对应的概率值均低于 5%,显示样本数据倾向于采用面板数据模型中的固定效应模型或随机效应模型。对于固定效应模型或随机效应模型的选择,以随机效应估计量为基准原假设的 Hausman 检验在股权资本结构实证模型中其统计量分别为 123.32、105.28 和 118.98,对应的概率值显示数据支持 FE(固定效应)模型,表 2 中以经济增长为被解释变量的模型中的系数均为固定效应模型的系数估计值。

实证结果中的方程 1,在所选取的控制变量中,资本投入和财政支出对经济增长具有显著的正向拉动效应,其余变量对经济增长作用的结果在统计上并不显著,这与我国省区经济增长主要依靠资本规模累积及扩张性财政政策的刺激和拉动的事实吻合。由于我国比较优势正在弱化(梁俊伟,2006),因而劳动力投入作用于经济增长的动力在逐渐减少,这可以作为解释省区层面劳动力作用不显著的重要依据。物价波动对经济增长的影响系数为正,但是系数不显著,从此角度可以理解为,本文的结果不能支持物价波动会阻碍经济增长,换句话说物价波动在一定范围内是可以接受的。但是,高通货膨胀率通常伴随着较高的不确定性并损害长期经济增长(国家统计局课题组,2005;王景山、张屹山,2005),这里的结果蕴涵的政策含义是,地区层面在关注增长的同时也不可轻视物价稳定。而宏观经济学所揭示的物价和产出关系在省区不成立,这里可以部分做出解释:为增长而竞争(张军,2010),为增长而挖空主导要素的作用空间,增长不可持续。

虽然早期的实证研究揭示了净出口与经济增长并非强度相关(尹翔硕等,1997;赖明勇等,1998),出口贸易对整体经济增长推动作用不强(杨全发等,1998;彭福伟,1999;张小济,1999)。但是,随着经济体制改革的深入和经济全球化,大量文献已经证明对外贸易是影响经济增长的重要因素,对此,林毅夫和李永军(2003)给出了合理解释,通过分析传统衡量对外贸易对经济增长贡献方法的局限性,认为传统方法倾向于低估对外贸易对经济增长的贡献,并从总需求(消费需求和投资需求)方面重新估计中国对外贸易对经济增长的贡献度,实证结果表明,中国对外贸易是经济增长的重要推动力。这与本文结果不符。尽管实证结果显示贸易对经济增长的负影响并不显著,但是也不能支持贸易会促进经济增长的结论。大量研究也表明,FDI 对东道国经济增长的积极作用(Lipsey and Weiss,1981,1984;Blomstrom et al.,1994;Borensztein et al.,1998;Choe,2003)。本文的实证结果显示,虽然 FDI 对经济增长的影响系数为正,但是并不显著,这里的结果不支持主流观点。可能的原因是,FDI 流入对宏观经济增长的影响因样本不同而出现显著差异(Agosin et al.,2000;Carkovic and Levine,2002),或者是本文加入股权资本结构变量,股权资本变量的加入很可能削弱了其他变量的影响,同时股权资本结构变量的影响会被强化,或者放大。

通过方程 1 和方程 3 的结果分析股权资本结构对经济增长的影响,由方程 1 可以得出如下结论:(1)非流通股对经济增长影响为负,流通股对经济增长具有正向促进作用,此结果与周正庆(1999)认为股票市场发展有利于拓展直接融资渠道,发展和壮大国有经济的结论是一致的。(2)非流通股中发起法人股,募集法人股以及其他(转配股等)对经济增长的影响显著,而且均为负向阻碍作用,这与非流通股回归结果(方程 2)相同。(3)流通股中,A股,B股和 H 股的符号都为正,但

仅有 H 股的系数显著,表现为正向促进作用,这可能与转型时期股市肩负的多重功能以及股市运行更多受到政策的影响有关。(4)若只考察流通股对经济增长的影响(方程 3),A 股和 H 股对经济增长的正向拉动系数均显著。

以上结果表明,增强股票的流动性有益于促进经济增长,理由是股票流动一般可以通过两条途径影响经济增长:“储蓄动员及资本积累”和“资源配置”(张宝林,2002)。在我国当前的股权结构中,非流通股在总股本总占有绝对高的比重,其中,国有股在非流通股中又占绝对优势的比重,实证分析从统计上暗示着国有控股对经济增长的阻碍作用,这实质是要求进行股权结构改革。流通股对经济增长的促进作用不显著可能的原因是:各方参与者,包括上市公司、机构投资者和个人投资者等普遍存在寄希望于政府政策在股市下跌时来救市的心理,更多是一种投机,省区经济增长中并未发挥股票市场的投融资功能。作为一种直接金融媒介,一旦股市不能有效发挥其资源配置、管理风险和强化公司治理等功能,则必然阻碍经济增长。因此,加强非流通股的流动性是当前股权分置改革的重要方向。在公司股权结构设计上,应该继续减持国有股的比例,按照股权适度集中和一定的竞争股权并存的原则,建立合理的股权结构,促进资源的有效配置。

(二)区域回归分析

考虑到某些区域特征可能存在对增长效率的影响,如技术水平、产出总量、经济体制以及初始金融发展水平等(King and Levine, 1993),接下来分别建立东部、中部和西部三个区域模型,结果参见表 3。首先,从控制变量对增长的影响来看,资本投入能显著促进东部地区经济增长,但西部经济增长的促进作用较小且不显著。其次,物价水平变化对西部地区的经济增长影响显著。再次,资本和劳动力投入对中部地区经济增长具有显著的负作用,东部与西部地区的劳动力都不显著。原因很可能是:改革开放初期,向东部地区的投资倾斜以及后来东部地区形成的累积优势使得东部地区在经济增长过程中形成对资本要素的较高利用率机制,进入新世纪西部地区劳动力向东部流动加速,东部地区经济发展逐渐依赖于资本投入和资本积累,以及东西劳动力配置效率并为明显提高,中部却被架空,资本缺失使得劳动力贡献作用并未真正发挥。同时,随着国内资金和 FDI 在东部地区的聚集,形成对劳动力的巨大需求,中西部劳动力大量涌向东部地区,导致中西部地区资本利用率和资本要素回报率普遍较低,严重阻碍着中西部地区经济的发展。中部地区资本对经济增长表现为显著负向影响的可能原因还有:中部地区大多是农业大省,粮食产量约占中国粮食总产量的 40%;由于中部地区主要发展第一产业,对资本要求的需求较低。综上,各控制变量对经济增长的影响具有显著的区域差异。因此,未来在东部地区迅速发展的同时,进一步加大中西部地区的政策扶持力度,加速“西部大开发”和“中部崛起”进程,提高各种要素的使用效率是十分必要的。

接着,着重分析 FDI 流入对经济增长的影响。FDI 对经济增长影响具有明显的区域差异已经得到证实(张天顶,2004;贺文华,2009)。例如,东部发达地区和西部落后地区之间 GDP 增长率的差异,大约有 90%是由外商投资引起的(魏后凯,2002),武剑(2002)的研究中却认为外国直接投资的区域分布不能有效地揭示各地区经济的不平衡状况,国内投资特别是投资效率的显著差别才是造成区域经济差距长期存在的主要因素。由于外商直接投资西进和西部集聚存在众多障碍,而且已有研究的缜密分析使得问题更清晰(魏后凯,2003;商务部和中国社会科学院联合课题组,2005)。从这个角度来理解,中、西部地区还实现“追赶”和可持续发展,主要还得依靠国内资本,而具有民间和国有双重性的股权资本积累未尝不是次优的选择。经济发展的涵义包括经济增长、结构优化和质量效益提高。近年来,我国经济的高速增长主要体现在规模方面,在固定资产投资、进出口贸易等方面的增长尤为快速。实证结果显示人均 GDP 对经济增长呈现出负向影响,这说明经济增长质量不高,粗放式经济增长方式严重阻碍经济的可持续发展和经济增长质量的提升。因此,应该转变经济发展方式,加快结构调整,加大改革力度、促进股权资本市场改革,提高经济发展的质量和效益。再次,其他变量诸如对外贸易(Trade)、外商直接投资(FDI)和全社会资本形成总额

表 3 分地区 OLS 回归估计结果

变量符号	方程 4 (东部)	方程 5 (中部)	方程 6 (西部)
C(常数项)	42.658 (1.977)	60.757 (0.286)	-24.963 (-1.457)
<i>Capital</i>	0.115** (2.367)	-0.005* (-1.785)	0.010 (0.272)
<i>Labor</i>	-0.001 (-1.050)	-0.067* (-1.793)	0.004 (1.329)
<i>Expenditure</i>	-0.204 (-0.938)	2.584 (1.519)	0.066 (1.615)
<i>FDI</i>	0.023 (0.193)	0.117 (0.129)	-0.056 (-0.254)
<i>Trade</i>	-0.029 (-0.914)	1.952 (0.351)	0.004 (0.051)
<i>GDPper</i>	-0.0004 (0.058)	-0.650 (-0.609)	-0.0005 (-0.212)
<i>CPI</i>	-0.334 (-1.740)	0.459 (0.260)	0.279* (1.739)
S'_{state}	0.051 (1.509)	3.537** (2.537)	-0.005 (-0.174)
S'_{flegal}	0.007 (0.276)	-0.230 (-0.123)	-0.050** (-2.384)
S'_{wlegal}	-0.282 (-0.966)	0.132 (0.277)	-0.002 (-0.015)
S'_{mlegal}	-0.161** (-2.554)	-4.175 (-1.260)	-0.066 (-0.719)
S'_{staff}	0.534** (2.907)	0.003 (0.0412)	0.299 (0.576)
S'_{other}	0.022 (0.620)	0.001 (0.473)	-0.011 (-0.455)
S'_A	0.096 (1.376)	0.921** (2.537)	0.011 (0.185)
S'_B	0.244 (1.473)	0.642 (0.181)	0.399 (0.602)
S'_H	0.132 (1.507)	0.363 (0.601)	0.599** (2.475)
Adj R-Square	0.889	0.852	0.799
D.-W.	2.313	2.072	2.824
observations	66	60	60

(*Capital*)的回归系数符号不确定且不显著,可能的解释是,外商直接投资、对外贸易和资本投入可能存在时滞效应,不能显著影响当期地区实体经济资本配置效率。同时,国有企业改革力度(S'_{state})回归系数也不显著,意味着如果非国有化的企业没有真正转变成具有良好治理结构的竞争性企业,那么单纯非国有化并不能保证该地区实体经济资本配置效率的提高,实体经济与虚拟经济的融合之路还很长。资本市场和股权融资在区域经济增长过程中的作用一旦成分发挥,区域协调发展目标实现就不再是一种可能,给定时间表并将股权资本结构改革提上日程也将是未来实现省区经济和全国经济平稳增长的重要出路和选择。

从股权资本结构对增长的影响来看,东部地区的外资法人股和募集法人股对经济增长的影响为负,其余股权资本和结构变化对经济增长都表现出正向促进作用。分地区来看:(1)东部地区,募集法人股对经济增长有显著负的阻碍作用,内部职工股正向影响也显著(5%置信水平显著为 0.534),

如果考虑到流通股系数的非显著性,本文认为股市发展及股权资本结构变化并没有对东部地区经济增长产生明显的促进作用。(2)中部地区,国家股和A股显示出明显的正效应,发起法人股和募集法人股对经济增长产生负效应,其余股权结构对经济增长的影响均不显著。(3)西部地区,非流通股中除内部职工股外,其余股权均显示出对经济增长的负面影响,发起法人股系数显著,流通股对经济增长的积极影响明显,H股系数显著,在5%置信水平下系数显著为0.599。综合来看,股权资本对经济增长的影响受到各种机制、政策所左右,其结构优化显得尤其重要,正如Laffont and Tirole(1986)和Scharfstein(1988)指出,资本市场具有激励性工具和收购机制功能进而对经济增长产生积极作用不一致,这恰好表明资本市场的不完善性使得股权资本的经济增长效应难以发挥。反过来,实现区域经济协调增长、股权资本配置效率提升和股权资本市场完善将具有十分重要的现实意义。

上述实证结果表明,我国股权资本结构的资源配置效率具有明显的区域性差异^①。而本文所重点关注的国有股权资本对经济增长的影响在区域层面并不都表现为负,具体来看:(1)国家股对中部地区经济增长有着明显的正向促进作用,因而在“中部崛起”的过程中应该发挥其国民经济支柱的重要作用。(2)国有股权对西部地区的负面影响较大,应对其实施政策倾斜并逐步提高金融发展水平,促使西部省份顺利承接国际、国内产业转移的良好机遇,进而促进区域经济的协调发展。(3)东部地区金融发展除了具有资本积累功能之外,资源配置效率提升功能已经开始发挥,但是由于当前我国股权结构紊乱,资源配置功能的扭曲以及金融体制的不成熟使得股票市场与股权资本市场没有发挥其应有的作用,长期来看两大市场化进程改革的加快十分必要。本研究结论与胡宗义和宁光荣(2004)采用AK模型研究资本市场和经济增长的关系的结果是一致的,还发现资本市场对经济增长贡献最大的是中长期信贷市场,股票市场和债券市场并未发挥应有的作用。可能原因是,我国股市“为国有大中型企业服务”的畸形定位所造成的股市不规范以及流通股市场规模较小,结构不合理等。因此,为发挥股权资本的经济增长拉动作用,需要积极稳妥地推进国有股、法人股流通,实行国有大中型商业银行股份制改造。

(三)股权分置改革效果检验

表4报告了分阶段的实证结果,阶段划分的理由是:2004年,沪深交易所和中国结算公司联合发布的《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》规定,自2005年1月1日起上市公司非流通股股份转让必须在证券交易所进行,由上证所、深交所和中国证券登记结算公司集中统一办理,严禁进行场外非法股票交易活动。在此之前,非流通股转让只能通过协议转让或司法拍卖方式进行。2005年我国股权分置改革继续深入,政策层面上已经隐含着让上市公司不能流通的股票走向市场,可以视为股权分置改革进入实质性的变革。因此,本文以2004年为分界点,分别分析非流通股市场的规范运作对经济增长产生的影响,评价股权分置改革效果。分时段回归分析结果见表4。

结果发现:一方面,股权分置改革效果显著,我国的经济增长效率可以通过资本市场有效的反应出来。另一方面,由于我国资本市场资源配置功能是扭曲的,对经济增长的效率起反面作用。因此,应该继续加强股权分置改革力度并完善我国资本市场,使之朝着有益于国民经济健康发展的方向迈进。具体分析如下:表4中的方程(7)给出2002~2004年段的回归结果,经济增长的动力来源于财政支出,股权资本结构中的非流通股和流通股对经济增长的影响并不显著,可能的原因是我国大部分股票都不能流通,减弱股票市场的流动性。除此之外,我国股票市场不规范,并不能有效配置资源,长期以来的扭曲并未形成股票市场作用于经济增长的内生机制。表4的方程(8)报告了2005~2007年的回归结果:非流通股中发起法人股,募集法人股以及其他(转配股等)以及流通

^① Rioja and Valev(2004),De Gregorio and Guidotti(1995)以及Odedokun(1996)也发现金融的配置效率在不同的国家和地区存在差异,他们认为金融的配置效率与地区的金融发展水平和金融体制的成熟度存在一定的正向联系。

表 4 分时段 OLS 回归估计结果

变量符号	方程 7 (2002~2004)	方程 8 (2005~2007)
C (常数项)	-27.643 (-1.044)	31.358 (0.958)
$Capital$	0.183 (3.830)	0.056 (0.877)
$Labor$	-0.002 (-0.617)	-0.001 (-0.447)
$Expenditure$	0.154*** (2.773)	0.009 (0.076)
FDI	0.100 (0.677)	0.083 (0.369)
$Trade$	-0.012 (-0.278)	0.199 (1.840)
$GDPper$	0.001 (1.506)	-0.001 (-1.868)
CPI	0.270 (1.285)	-0.098 (-0.370)
S'_{state}	-0.061 (-0.483)	-0.020 (-0.595)
S'_{flegal}	-0.035 (-1.418)	-0.086** (-3.451)
S'_{wlegal}	0.125 (0.300)	-0.075 (-0.488)
S'_{mlegal}	-0.294 (-1.283)	-0.141** (-2.501)
S'_{stuff}	0.119 (0.220)	-2.395 (-1.276)
S'_{other}	-0.053 (-0.400)	-0.076*** (-2.737)
S'_A	0.209 (0.819)	-0.098** (-2.186)
S'_B	0.119 (0.352)	-0.366 (-0.975)
S'_H	0.360 (1.105)	0.046 (0.618)
Adj R-Square	0.928	0.905
D.-W.	3.358	2.298
observations	93	93

股中的 A 股均显示为对经济增长的阻碍作用。可能原因是我国正处于转轨阶段,股权资本各种传导机制尚不健全,不能有效反映股票市场作用于经济增长的真实性。鉴于股权分置改革进行的时间较短,使得实证样本受到限制,得出的结论可能难以反映真实效果,具体问题有待进一步的探究。

在控制股市流动性和区域性差异的情况下,本文把影响区域经济增长的重要变量(资本、劳动力、贸易、外商直接投资和价格波动等)作为条件信息集,采用面板固定效应模型估计方法对 2002~2007 年间 31 个省市股权资本市场及其结构与区域经济增长之间的关系进行了研究。结果发现:股权资本流动性、股权结构变化对经济增长影响存在显著的区域差异。白钦先和张志文(2008)已经研究证实,股票市场规模发展和波动性扩大对经济增长具有显著的负面影响,金融发展对中国经济增长的作用机制主要是通过促进投资规模扩张,进而驱动经济增长。而本文实证结果发现,资本对经济增长的显著作用,二者有异曲同工之处。如果区域经济增长对固定资产投资拉动和财政刺激的路径依赖得不到修正,区域协调和可持续发展目标将难以实现,优化股权结构、发

挥股权资本对区域经济增长的拉动作用是长久之计。

六、结论

本文将股权资本结构内生于经济增长模型,选择2002~2007年的面板数据检验我国股权结构对经济增长的影响,并对股权分置改革的效果进行评价。结果表明:非流通股阻碍区域经济增长,流通股能促进经济增长;由于大多数股权资本结构系数不具有显著性,一定程度上表明当前股权资本结构对经济增长的作用尚未发挥;考察股权结构对经济影响的区域差异性,发现非流通股以及总股本中占绝对地位的国有股权对经济增长并不都表现为负面影响;改革股权资本结构,实现流通股与非流通股的多元化并形成与区域经济相匹配的竞争型股权结构,才能最终实现我国股权资本市场发展效率;基于“国进民退”的考释,国有企业并不需要极为分散的股权结构,股权结构在一定程度上上的集中是必要的;股权分置改革后我国的经济增长效率可以通过资本市场有效的反应出来,股权分置改革是有效的。

从我国股票市场形成与发展的历史来看,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(郑江淮等,2000)。由于受金融发展水平和金融体制的约束,我国股票市场的资源配置功能扭曲,股票市场和股权资本市场并不能良好的反应经济增长状况。此外,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(林义相,1999)。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,扩宽投资需求,拉动经济增长。因此,应该加快股票市场的发展,使其能发挥其“晴雨表”功能。

基于上述研究,提出以下政策建议:(1)加快非流通股的上市。在我国目前的股权结构中,非流通股在总股本总占有绝对的比重,非流通股上市可以提高股票的流动性,促进经济增长。(2)规范股权结构,逐步形成有利于我国股票市场的健康发展的政策和机制。(3)深化股权分置改革,具体思路是使公司的控股股东的持股数下降,改变国有股“一股独大”的局面,从而有助于改善公司的治理环境,从而提高公司绩效并促进区域经济增长。(4)加快股票市场的发展。由于国有股、法人股不能上市流通等因素导致中国股市的流动性差,其对经济增长的作用暂时还未能发挥出来。(5)鼓励民营经济的发展,消除“国进民退”的忧虑。股票的流动性增强对经济增长的促进效应明显,民营经济的流动性较高,可以优化资源配置。因此,加强非流通股的流动性,是当前股权分置改革的重要方向;在公司股权结构设计上,应该继续减持国有股的比例,按照股权适度集中和一定的竞争股权并存的原则,建立合理的股权结构,促进资源的有效配置和实现区域经济协调增长目标。

参考文献

- 白钦先、张志文(2008):《金融发展与经济增长:中国的经验研究》,《南方经济》,第9期。
- 宾国强、舒元(2003):《股权分割、公司业绩与投资者保护》,《管理世界》,第5期。
- 陈明贺(2007):《股权分置改革及股权结构对公司绩效影响的实证研究——基于面板数据的分析》,《南方经济》,第2期。
- 陈刚、尹希果、潘杨(2006):《中国的金融发展、分税制改革与经济增长》,《金融研究》,第2期。
- 陈述云、刘带春(2006):《金融发展与经济增长关系:来自西部贵州的实证》,《统计研究》,第9期。
- 陈远志、梁彤纓(2006):《行业特征、股权结构与公司绩效的实证分析》,《系统工程》,第2期。
- 贺文华(2009):《FDI与经济增长区域差异:基于中国省际面板数据的研究》,《经济前沿》,第Z1期。
- 何燕(2010):《股权资本与区域经济增长的内生性实证检验——来自中国31个省市2002~2007年Panel的证据》,《广东金融学院学报》,第2期。

- 胡宗义、宁光荣(2004):《资本市场对我国经济增长贡献的研究》,《湖南大学学报(社会科学版)》,第2期。
- 李广众(2002):《银行、股票市场与长期经济增长:中国的经验研究与国际比较》,《世界经济》,第9期。
- 李冻菊(2006):《股票市场发展与经济增长的关系研究——源自计量经济学的解释》,《金融研究》,第9期。
- 廖理、沈洪波、酆金梁(2008):《股权分置改革与上市公司治理的实证研究》,《中国工业经济》,第5期。
- 梁俊伟(2006):《劳动力比较优势、贸易利益与经济增长——基于中国的数据》,《经济科学》,第4期。
- 梁琪、滕建州(2005):《股票市场、银行与经济增长:中国的实证分析》,《金融研究》,第10期。
- 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。
- 刘柯杰(2003):《中国股票市场促进经济增长研究》,复旦大学。
- 罗美娟(2001):《关于股票市场与经济增长关系的争论》,《经济学动态》,第6期。
- 马拴友(2000):《政府规模与经济增长:兼论中国财政的最优规模》,《世界经济》,第11期。
- 欧阳志刚(2004):《我国政府支出对经济增长贡献的经验研究》,《数量经济技术经济研究》,第5期。
- 冉茂盛、张卫国(2002):《中国股票市场与经济增长关系的实证分析》,《重庆大学学报(自然科学版)》,第11期。
- 谈孺勇(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。
- 唐旭(2006):《金融脱媒与多层次金融市场》,《新金融》,第Z1期。
- 田利辉(2005):《国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论》,《经济研究》,第10期。
- 田俊刚(2004):《中国股票市场若干要素与经济增长关系的实证研究》,江西财经大学。
- 万寿桥、李小胜(2004):《中国资本市场与经济增长关系的脉冲响应分析》,《财经研究》,第6期。
- 魏后凯(2002):《外商直接投资对中国区域经济增长的影响》,《经济研究》,第4期。
- 修世宇、马琳(2007):《股权分置改革有助于完善公司治理,降低资金成本,提高国有资产使用效率》,《经济研究参考》,第18期。
- 徐莉萍、辛宇、陈工孟(2006):《股权集中度和股权制衡及其对公司绩效的影响》,《经济研究》,第1期。
- 杨德勇、曹永霞(2007):《中国上市银行股权结构与绩效的实证研究》,《金融研究》,第5期。
- 易纲、宋旺(2008):《中国金融资产结构演进:1991~2007》,《经济研究》,第8期。
- 易纲(1996):《中国金融资产结构分析及政策含义》,《经济研究》,第12期。
- 殷醒民、谢洁(2001):《中国股票市场与经济增长关系的实证研究》,《复旦学报(社会科学版)》,第4期。
- 张宝林(2002):《股市流动性与经济增长》,西南财经大学。
- 张军(2002):《资本形成、工业化与经济增长:中国的转轨特征》,《经济研究》,第6期。
- 张天顶(2004):《外商直接投资、传导机制和中国经济增长》,《数量经济技术经济研究》,第10期。
- 张志柏、俞自由、解振鸿(2001):《物价、经济增长与货币政策》,《财经研究》,第3期。
- 张宗益、宋增基(2003):《上市公司股权结构与公司绩效实证研究》,《数量经济技术经济研究》,第1期。
- 郑江淮、袁国良、胡志乾(2000):《中国转型期股票市场发展与经济增长关系的实证研究》,《管理世界》,第6期。
- 周晓艳、高春亮、李钧鹏(2009):《我国长三角地区经济增长因素的实证分析》,《数量经济技术经济研究》,第3期。
- Anderson, T. and C. Hsiao(1982):“Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data”, *Journal of Econometrics*, 18, 47-82.
- Arestis, P., P. Demetriades and K. Luintel (2001):“Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, 16-41.
- Atje, R. and B. Jovanovic (1993): “Stock Markets and Development”, *European Economic Review*, 37, 632-640.
- Beck, T., R. Levine and N. Loayza (2000):“Finance and the Sources of Growth”, *Journal of Financial Economics*, 58, 261-300.
- Bencivenga, V. and B. Smith (1991): “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *Review of Economic Studies*, 58, 195-209.
- Bencivenga, V., B. Smith and R. Starr (1996):“Equity Markets, Transaction Costs, and Capital Accumulation: An Illustration”, *World Bank Economic Review*, 10, 241-265.
- Benhabib, J. and M. Spiegel (2000):“The Role of Financial Development in Growth and Investment”, *Journal of Economic Growth*, 5, 341-360.
- Berthelemy, J. C. and A. Varoudakis (1996):“Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development”, *Oxford Economic Papers*, 48, 300-328.
- Bornschiefer, V., C. Christopher and R. Richard (1978): “Cross-National Evidence of the Effects of Foreign Investment and Aid on Economic Growth and Inequality: A Survey of Findings and a Reanalysis?” *American Journal of Sociology*, 84, 651-683.
- Calderon, C. and L. Liu (2003):“The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth”, *Journal of Development Economics*, 72, 321-334.
- Chen, J. (2001): “Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence from Chinese Listed Companies”, *Economic Planning*, 34, 53-72.
- Christopoulos, D. and E. Tsionas (2004):“Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests”, *Journal of Development Economics*, 73, 55-74.
- Demircug-Kunt, A. and R. Levine (1996a): “Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts”, *World Bank Economic Review*, 10, 241-265.

- Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (1996b): "Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview", *World Bank Economic Review*, 10, 223-239.
- Demsetz, H. (1983): "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law & Economics*, 26, 375-90.
- Devereux, M. and G. Smith (1994): "International Risk Sharing and Economic Growth", *International Economic Review*, 35, 535-550.
- Diamond, D. and R. Verrecchia (1982): "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices", *Journal of Finance*, 37, 275-287.
- Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990): "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *The Journal of Political Economy*, 98, 1076-1107.
- Grossman, S. and O. Hart (1980): "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Grossman, S. and J. Stiglitz (1980): "Stockholder Unanimity in Making Production and Financial Decisions", *Quarterly Journal of Economics*, 94, 543-566
- Harris, R. (1997): "Stock Market and Development: A Re-assessment", *European Economic Review*, 41, 139-146.
- Holmstrom, B. and J. Tirole (1993): "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.
- Jensen M. and W. Meckling (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. and K. Murphy (1990): "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- King, R. and R. Levine (1993): "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-737.
- Kyle, A. (1984): "Market Structure, Information, Future Markets, and Price Formation", in Story, G., A. Schmitz and A. Sarris (eds.) *International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation, Market Structure, and Price Instability*, Boulder and London: Westview Press.
- Levine, R. (1991): "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance*, 46, 1445-1465.
- Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000): "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77.
- Levine, R. and S. Zervos (1998): "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88, 537-558.
- Luintel, K. and M. Khan (1999): "A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence From A Multivariate VAR", *Journal of Development Economics*, 60, 381-405.
- Mayer, C. (1988): "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, 32, 1167-1183.
- Murinde, V. (1996): "Financial Markets and Endogenous Growth: An Econometric Analysis for Pacific Basin Countries", in: Niels Hermes and Robert Lensink (eds.) *Financial Development and Economic Growth*, London and New York: Routledge.
- Obstfeld, M. (1994): "International Capital Mobility in the 1990s", *CEPR Discussion Papers*, 902.
- Pagano, M. (1993): "Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, 37, 613-622.
- Rajan, R. and L. Zingales (1996): "Financial Dependence and Growth", *NBER Working Papers*, No.W5758.
- Rousseau, P. and P. Wachtel (1998): "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries", *Journal of Money Credit and Banking*, 30, 657-678.
- Saint-Paul, G. (1992): "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, 36, 763-781
- Sharma, B. (1986): "Foreign Capital and Economic Growth of Developing Countries: Debt vs. Equity", *Studies in Comparative International Development (SCID)*, New York: Springer Press.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1986): "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Sun, Q., W. Tong and J. Tong (2002): "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? —Evidence from China's Privatization Experience", *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, 1-27.
- Tian, L. (2001): "Government Shareholding and the Value of China's Modern Firms", *William Davidson Institute Working paper*, 395, University of Michigan Business School.
- Wooldridge, J. (2002): *Econometric Analysis of Cross-section and Panel Data*, Cambridge: MIT Press.
- Xu, X. and Y. Wang (1997): "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm's Performance", working paper.
- Xu, X. and Y. Wang (2001): "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies", *China Economic Review*, 10, 75-98.

(责任编辑:周莉萍)