

拉古拉姆·拉詹对金融理论与实践的贡献*

——科睿唯安“引文桂冠”经济学奖得主学术贡献评介

李小林 沈春明 江春

摘要:拉古拉姆·拉詹是金融学领域极具影响力的经济学家,在公司金融、银行业发展、经济制度以及国际金融等领域都做出了卓越贡献。本文主要从四方面介绍其成就:首先,围绕宏观金融市场和微观个体企业,从企业与贷款人的关系、公司治理和资本结构对企业发展影响的视角出发,介绍他在企业融资原理研究方面的贡献。其次,围绕银行信贷、流动性创造和银行政策等内容,从银行与企业发展之间的联系出发,介绍他在研究银行业发展对企业融资影响方面的贡献。第三,围绕金融市场改革,从制度对经济增长影响的角度出发,介绍他通过设计新的方法刻画和研究制度对企业发展及经济增长的影响。最后,围绕跨国援助、汇率波动和贸易信贷方面,从国际经济发展面临的现实问题出发,介绍他在国际经济政策制定时引入现代模型和汇率评估技术以及提高援助有效性方面所做的贡献。拉詹的研究拓宽了金融理论和实践的分析范畴,极大地推动了金融学的发展。

关键词:拉古拉姆·拉詹 企业融资 银行业 经济制度 国际金融

一、引言

拉古拉姆·拉詹(Raghuram G. Rajan)为印度裔经济学家、芝加哥大学布斯商学院金融学教授。拉詹1963年出生于印度中央邦博帕尔市,1985年获印度理工学院电气工程学士学位,1987年获印度艾哈迈达巴德管理学院工商管理硕士学位,1991年获美国麻省理工学院斯隆管理学院博士学位。博士毕业后,拉詹开始执教于芝加哥大学布斯商学院,先后担任金融学助理教授、副教授,并于1995年晋升为教授。自2003年起,拉詹先后担任过国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任、印度金融行业改革委员会主席、印度总理经济顾问以及印度政府财政部首席经济顾问。2013—2016年,拉詹担任印度储备银行行长,并成为国际清算银行副主席。2016年至今,再度担任芝加哥大学布斯商学院金融学教授。

拉詹先后发表了几十篇享誉国际的论文,内容涵盖融资周期、担保债务、银行流动性创造、主权债务、企业资本结构等一系列对政策实践和企业发展具有重要指导意义的理论,为我们了解金融机构、现代公司的运作以及各国金融部门发展的原因和效果做出了开创性的贡献。由于在分析企业融资决策方面做出了巨大贡献,拉詹入选2017年度科睿唯安“引文桂冠”(Citation Laureates)名录。

本文将从企业融资原理、银行业与企业融资、经济制度与企业发展以及国际金融与企业跨国融资

* 李小林,中国海洋大学经济学院,邮政编码:266100,电子邮箱:smileman2004@126.com;沈春明(通讯作者),武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子邮箱:scm.2003@tsinghua.org.cn;江春,武汉大学经济发展研究中心,邮政编码:430072,电子邮箱:jiachun@whu.edu.cn。基金项目:国家社会科学基金一般项目“‘稳增长’和‘防风险’双目标下财政政策与货币政策跨周期协调机制研究”(22BJL018)。感谢匿名审稿人的宝贵建议,文责自负。

四方面,分类梳理拉詹的主要学术成果与核心研究观点,借以理解其对金融理论与实践的突出贡献。

在企业融资原理方面,拉詹的研究可以帮助我们理解如何缓解中小企业的融资约束,特别是一国金融体系发展如何通过缓解融资约束进而促进经济增长。此外,拉詹通过研究企业管理者权利及其变化,解释了公司组织结构的变化以及公司所有权和融资方式的变化。

在银行业发展领域,拉詹试图解释银行在提供流动性方面究竟发挥着怎样的作用,为什么这种作用会放大宏观经济波动,以及为什么货币政策的变化对银行贷款会有如此重大的影响。此外,他还研究了银行家之间的利益冲突问题,发现市场能够自行解决部分利益冲突问题。

在经济制度领域,拉詹的研究对于更好地理解经济制度的演化成因及其经济效应做出了较大贡献。他特别注重政治活动和政府行为对企业融资发展的影响。特别地,他提供了一种新的方法来精确刻画制度对经济增长的影响,且发现该效应在发达经济体中以及依赖外部融资的行业中相对明显,这一发现有助于理解“国家金融体系对经济增长的影响”的内在逻辑。

此外,在国际金融领域,拉詹强调资本账户自由化和贸易信贷在企业融资过程中发挥的重要作用。他与合作者的研究发现较好地解释了企业通过使用贸易信贷在市场中获取超额利润这一重要方式。另外,他带领团队帮助一些主要经济体降低国际收支失衡,通过引入现代模型和汇率评估技术探讨国际货币基金组织与成员国在政策制定上的协调与均衡。同时,拉詹的研究为理解和提高跨国援助有效性做出了一定贡献。

拉詹的研究成果不仅是他个人的成功,也是他和其他学者共同努力的结果。他曾与道格拉斯·戴蒙德(Douglas Diamond)合作,就银行及其与宏观经济现象的相互联系进行研究。他与米切尔·彼得森(Mitchell Petersen)共同研究中小企业融资约束,并和路易吉·津加莱斯(Luigi Zingales)一起探究了人力资本和企业管理者权力对企业发展的作用,以及金融制度对经济增长的影响。本文将主要介绍拉詹在上述领域的开创性工作,借以理解其对公司发展、国际贸易与国家经济发展等方面的突出贡献。

二、企业融资原理研究

(一)金融发展与企业融资

开放的金融市场能有效地从社会中吸收闲散资金,形成市场化资金配置的体制机制。同时,由于资本具有“趋利”属性,倾向于流向经济效益较高的部门。特别地,资本的自由流动不仅有利于发挥其规模效益,而且能及时满足商品生产和商品流通变化的需要,从而有效促进全社会生产要素的合理配置。已有大量研究表明,金融发展和经济增长之间具有相关性。然而,从现实数据中所观察到的相关性并不必然意味着因果关系的成立。因此,在《经济依赖与增长》(Rajan & Zingales, 1998a)一文中,拉詹与津加莱斯考察了金融发展是否有助于促进经济增长,研究表明,在金融体系欠发达的经济体中,经营性现金流充裕的行业增长较快,而在金融市场发达的经济体中,高外部融资依赖行业的投资强度较高,说明金融发展能在一定程度上促进经济增长。

此外,在《金融体系、产业结构与增长》(Rajan & Zingales, 2001)一文中,拉詹与津加莱斯进一步探究了金融发展如何影响产业发展。一方面,金融发展有助于帮助缺乏实物抵押资产的企业获得融资;另一方面,会计、法律和监管基础设施的改善对维持金融体系稳定和公平市场至关重要。

(二)担保债务与企业融资

自20世纪以来,美国公司发行有担保债券的数量急剧下降。早在1900年,美国担保债券占债券发行总额的比重为98.5%。而截至21世纪初,这一比重已低于5%。在《担保债务的下降》(Benmelech, Kumar & Rajan, 2020a)一文中,拉詹等通过对美国实际债务数据进行分析发现,无形资产占比不断增加,有形资产占比不断下降,会减少企业的抵押资产,这是导致20世纪后半叶担保债务下降的重要原因之一。而且,担保债务比率具有逆周期特征,即担保债务比率在经济和金融繁荣时期下降,而在经济衰退时期呈上升态势。特别地,在《担保信贷利差和担保债务的发行》(Benmelech,

Kumar & Rajan, 2020b)一文中,拉詹等指出,对于被评为非投资级的公司以及在困难时期几乎缺乏融资来源的公司而言,担保债券发行的可能性与债券利差呈正相关,即当公司面临的外部融资条件收紧时,其债券发行的担保要求会随之提高。

(三)信贷市场与企业融资

现实中,中小企业通常无法以合理成本获取融资。信息不对称和代理成本等市场摩擦可在一定程度上解释资本为何并不总是流向具有盈利投资机会的企业。基于该主题,较多学者考察了债权人如何通过提供企业信息并将其用于信贷决策以(部分)克服金融摩擦。特别地,当信息生产中存在规模经济时,与金融机构有密切关联的企业的融资成本通常较低,其资本可得性也较高。在《借贷关系的好处:来自小企业数据的证据》(Petersen & Rajan, 1994)一文中,拉詹与彼得森从企业与债权人关系强度的角度估计了银企关系对信贷可得性与信贷价格的影响,发现集中借贷以及建立银企关联有助于促进企业融资,而且银企关联对贷款价格能够产生显著影响,但银企关系的持续时间对信贷价格的影响则不明显。

当金融市场竞争加剧时,企业与金融机构之间建立稳定的关系会给企业带来好处吗?在《信贷市场竞争对借贷关系的影响》(Petersen & Rajan, 1995)一文中,拉詹与彼得森基于美国小企业样本分析发现,在竞争性金融体系中,小企业的信贷可得性较低。具体而言,当金融市场竞争程度较低时,债权人为融资约束型企业(小企业)提供资本支持所获得的边际利润较大,因而小企业的信贷可得性较高。而当金融市场竞争程度较高时,小企业的信贷融资规模较小。

(四)融资周期理论的提出

在《质押性、行业流动性和融资周期》(Diamond, Hu & Rajan, 2020a)一文中,拉詹与戴蒙德等提出了融资周期理论,其中债权人对现金流(质押性)控制权的重要性随行业流动性变化而变化。当企业预期未来流动性较高时,市场将会允许其承担更多债务。然而,预期流动性较高及其所形成的高额债务也会在较大程度上限制企业增强质押性的动机,且该效应在经济低迷时期尤为明显。需要指出的是,融资周期的变化不仅会影响企业的融资类型,而且借款人能够承担的债务规模限制也有所变化。同时,企业融资类型的不同会在较大程度上影响金融机构的资本结构。在《流动性、质押性和贷款的性质》(Diamond, Hu & Rajan, 2022)一文中,拉詹与戴蒙德等通过构建规范的理论模型,试图解释贷款的性质是否以及如何随着贷款环境变化而变化。特别地,当企业具有较高的预期流动性时,意味着企业未来会有较高的质押能力,由此会提高企业的债务融资能力。

(五)企业资本结构与融资能力

企业融资问题的核心在于资本结构。企业自身的特征不仅能决定其融资能力,还会影响其融资方式和渠道。对于创新型中小企业而言,其生命周期转变主要体现在差异化特征方面,即企业家能够生产独特的产品和服务,且该差异化性质对其价值发展至关重要,同时企业在创新过程中也会承担相应风险。在《金融公司》(Rajan, 2012)一文中,拉詹指出,企业的初始结构变化(即企业家对资产的所有权向控制权转变)会对企业家的激励机制及其创新能力产生显著影响。

与此同时,当企业的投资决策既定时,在信息环境完全透明、无交易摩擦、无政府管制的经济环境下,公司资本结构并不会对其价值产生影响。然而,在《债务、民间传说和金融结构的跨国差异》(Rajan & Zingales, 1998b)一文中,拉詹与津加莱斯研究发现:首先,改变资本结构可能会影响企业及其投资者支付的税收,从而影响企业价值;其次,资本结构将影响与企业破产或筹资相关的成本;再次,资本结构会影响企业投资决策。此外,该研究还表明,融资依赖型行业的增长与高质量的会计准则的相关性大于其与银行体系之间的相关性。该结果间接说明,对市场进行有效的监管能够在一定程度上替代企业与金融机构之间的关联性,且该结果在发达经济体中尤为明显。特别地,在金融市场相对透明的经济体中,银行业发展对融资依赖行业的增长影响不显著。因此,虽然不完善的金融体系可能限制经济增长,但强大的银行体系和银企关联并不是企业获取竞争优势的重要来源。

(六) 研究评述

从拉詹的上述研究中可以总结出如下重要结论:第一,金融发展有助于降低企业外部融资成本,特别是会缓解外部融资依赖高以及缺乏实物抵押品企业的融资约束。第二,金融市场的发展以及无形资产占比的提高能在一定程度上放松企业债务的担保要求,但担保债务所占比例依然存在逆周期性特征。第三,企业集中借贷与银企关联能够增强企业的融资能力,但信贷市场竞争程度增加会削弱这种关联的隐性福利。第四,企业融资能力受预期流动性的影响,同时债权人对现金流控制权的重要性随行业流动性的变化而变化。

三、银行业发展对企业融资的影响研究

银行业发展对一国经济社会的发展至关重要。因此,拉詹从银行信贷、流动性创造以及银行经营对公司融资的影响等方面进行了深入研究。

(一) 银行信贷

现实中,一些企业即使具备从银行获得信贷的条件,但仍会放弃银行的债务融资。对此,在《内部人与局外人:知情债务与公平债务之间的选择》(Rajan,1992)一文中,拉詹从银行对企业所有者的监督和控制角度研究了债务期限、债务来源和优先级与银行债务的收益和成本之间的关系,发现银行债务成本具有一定的内生性,公司会在银行债务和非银行债务间进行权衡。这是因为,由于企业投资决策和盈余分配受银行监控、干预,因而会对公司的激励机制造成扭曲。

在实际经营中,银行的信贷政策并非保持不变。尽管借款人有正的净现值项目,银行对其提供的信贷政策也会发生变化,这与利润最大化相关理论相悖。对此,在《为什么银行信贷政策波动:理论与证据》(Rajan,1994)一文中,拉詹假设银行管理层具有理性人特征,通过对1990年初新英格兰银行在房地产贷款方面的调控进行理论与实证分析发现,当借款部门受到不利冲击的概率较小时,银行会采取宽松的信贷政策,由此会导致企业部门过度投资。而在借款人财务状况严重恶化后,银行会收紧信贷供应,从而造成企业投资减少并引发资金配置失衡。在《银行理论中的货币》(Diamond & Rajan,2006)一文中,拉詹与戴蒙德进一步发现,当不考虑包含货币的模型时,银行提供的贷款主要用于借款企业的债务偿还,这会导致企业生产延迟、银行不良贷款率加剧等后果。而在模型中引入货币后,以货币支付的活期存款会使银行面临因货币价值波动而引发的风险,导致银行实际存款负担增加,进而缩减对企业的贷款。也就是说,无论是否考虑流动性总供给约束,银行贷款和货币之间均存在相关性。

(二) 银行流动性创造

在《银行作为流动性提供者:对借贷与存款并存的解释》(Kashyap,Rajan & Stein,2002)一文中,拉詹等将筹集外部融资的流动成本以及持有流动资产的存货成本两个市场摩擦纳入统一的分析框架,研究发现,存贷款业务是按需提供流动性的不同表现形式,均要求银行持有大量流动资产,且两者之间存在协同效应。关于银行流动性创造的原因与动机,在《银行资本理论》(Diamond & Rajan,2000)一文中,拉詹与戴蒙德分析指出,正是由于存款具有脆弱性且容易引发挤兑行为,因而促使银行进行流动性创造。虽然银行增加资本会减少其陷入财务困境的可能性,但会在一定程度上抑制银行的流动性创造。最优资本结构应有助于优化银行流动性创造,而且,最优资本结构应权衡三种效应:吸收租金、缓冲冲击及改变融资。在《流动性风险、流动性创造与金融脆弱性》(Diamond & Rajan,2001b)一文中,拉詹与戴蒙德将非流动性金融资产的概念与贷款人拥有的能力相结合进行研究发现,银行资产结构的脆弱性会促使其创造流动性,从而满足存款人提取存款的需要,以及借款人免受存款人流动性需求的影响。

准备金对流动性会产生怎样的影响?在《流动性,到处都是流动性,没有可用的流动性》(Acharya & Rajan,2022)一文中,拉詹等研究了银行流动性受美联储储备积累的影响,认为中央银行资产负债表扩张不仅有赖于商业银行提供资金,还会增加商业银行负债,甚至可能造成商业银行流动性紧张。

当商业银行行使对中央银行的流动性索取权,甚至进一步囤积准备金时,流动性需求会超过可用准备金,从而会加剧流动性压力,而这会进一步削弱中央银行资产负债表扩张对经济活动的积极效应。换言之,由于流动性冲击前的储备供给会影响冲击后的储备需求,因而在压力情形下,央行资产负债表的扩张不仅不会有效降低市场上的流动性溢价和私人融资成本,反而可能导致金融系统更加脆弱以及对流动性过度依赖。

此外,在《银行救助和总流动性》(Diamond & Rajan, 2002)一文中,拉詹与戴蒙德认为,过度的流动性需求不仅会增加银行破产的可能性,而且会加剧系统性风险。政府对银行进行资本重组或为其债务提供保障时,其救助的顺序会对进一步的救助产生“涟漪”效应。而一旦政府减少救助资本注入,系统性风险会进一步加剧。此外,政府救助会影响社会总流动性的使用,因此,只有目标明确的救助计划才有助于银行系统的恢复。当银行采用活期存款为非流动性资产融资时,银行会面临挤兑风险。政府为了避免银行倒闭而进行的直接救助会破坏存款的约束作用。关于中央银行是否应改变利率以应对流动性不足的问题,在《流动性不足的银行、金融稳定和利率政策》(Diamond & Rajan, 2012)一文中,拉詹与戴蒙德通过构建包含家庭、银行和政府的结构化模型进行研究发现,银行更需要受冲击后的利率干预,但低利率预期可能导致社会出现过度的短期杠杆进而激励公众持有过度的非流动性资产。

(三) 银行经营

不完全契约理论认为,由于经济主体的有限理性、信息不完全性及交易不确定性,经济主体之间签订的合约往往具有不完备性。该理论的核心观点在于,在一个不完全契约的经济环境下,代理人的事前激励由其对实物资产的控制或授权程度所决定。在《职能遵循组织形式吗?来自大银行和小银行贷款实践的证据》(Berger, Miller, Petersen, Rajan & Stein, 2005)一文中,拉詹与彼得森等采用美国小型企业财务调查数据为样本进行研究发现,大银行主要向具有良好会计记录的大型企业提供贷款,而小银行则向经营绩效较差的企业提供贷款,从而支持了小银行在软信息信贷中具有比较优势的推断。在《从不完全契约的角度看商业银行的过去和未来》(Rajan, 1998)一文中,拉詹还发现,银行之所以存在,正是由于契约的不完全性使其能够使得各种非契约机制发挥作用。

在《土地与信贷:20世纪初美国银行业政治经济学研究》(Rajan & Ramcharan, 2011)一文中,拉詹等还分析了20世纪初美国县域土地分配对银行结构的影响。研究发现,土地分配与农业财富以及利益分配密切相关,其中,地方选区的性质对美国银行业的发展进程具有实质性影响,即农田分布集中的县,其人均银行数量显著减少,企业信贷成本增加、融资能力下降。特别地,土地利益集团具有通过限制金融发展来约束借款人融资渠道的动机,由此使得不同地区银行的发展产生巨大差距。

无论是在发达国家还是新兴经济体,对商业银行权力范围等制度效率问题的研究一直备受学者关注。在《对扩大银行权力的经济学研究》(Rajan, 2002)一文中,拉詹将银行权力扩大到承销背景下展开研究,提出金融业具有能使规模效应增加以及金融服务具备自然垄断的特点。因此,金融业监管与其他竞争性行业的监管方式应存在明显差异,政府对银行监管应持谨慎态度。随着经济发展模式的转变,银行所扮演的角色发生了巨大变化。为此,在《银行业和银行监管目标的演变》(Diamond, Kashyap & Rajan, 2017)一文中,拉詹与戴蒙德等归纳出了四项银行业监管创新:一是提高资本要求;二是实施流动性监管;三是建立新的监管机构来负责监管金融体系的稳定性;四是鼓励大型银行进行“压力测试”。

(四) 银行业危机与企业融资困境

关于金融中介作用的丧失是否会导致资产流动性降低并致使其折价出售的问题,在《地方财政能力和资产价值:来自银行倒闭的证据》(Rajan & Ramcharan, 2016)一文中,拉詹等采用1930—1934年间国家银行大量倒闭的相关数据集进行研究发现,地方金融中介能力的丧失和金融资产价格下跌容易诱发金融资产折价出售,导致银行进一步倒闭和资产价格通货紧缩。大萧条时期的经验

证据进一步证实,金融中介能力的丧失会对经济发展造成破坏性影响。

如果银行业危机外生地阻碍了企业实际活动,那么在危机期间,对外部资金依赖程度较高的企业会受到更大程度的负面冲击,即银行业危机对企业融资具有负面影响。因此,健全银行业支持实体经济的体制机制、优化配置各类要素以消除银行危机的潜在威胁,对实体企业融资以及长期健康发展至关重要。在《银行业危机的真正影响》(Ariccia, Detragiache & Rajan, 2008)一文中,拉詹等采用1980—2000年间41个国家的面板数据对银行业危机的实际成本进行分析发现,非预期不利冲击会导致银行困境,而一旦企业缺乏替代银行信贷的融资来源,那么银行业危机的出现将会造成企业融资约束,进而抑制企业生产经营行为并影响企业健康发展,从而通过银行贷款渠道加剧对宏观经济的不利冲击,使市场伴随企业经济活动的收缩和银行困境而加速萧条。

银行业危机为何会产生?在《银行、短期债务和金融危机:理论、政策含义和应用》(Diamond & Rajan, 2001a)一文中,拉詹与戴蒙德提出危机是由银行的僵化和脆弱所致的观点。在对亚洲金融危机以及日本银行危机的研究中,他们将挤兑的损失作为资本清算的部分损失纳入银行的关系资本和金融能力(承诺支付的能力)的损失,强调资本具有缓冲存款刚性的作用,保护银行免受不确定性的影响。并且指出,尽管金融机构或国家的短期借款与危机敏感性之间存在联系,但银行或国家必须借入短期资金为非流动性资产融资,这会加大危机爆发的可能性。避免未来危机的有效举措是保持机构的稳定性,取消对银行履行职能的需要则是实现金融体系稳定的重要举措。

关于银行业危机后果的研究,在《流动性短缺与银行业危机》(Diamond & Rajan, 2005)一文中,拉詹与戴蒙德基于借款人产生项目现金流的外生延迟视角,探讨了银行资产流动性短缺所引发的金融危机。特别地,银行破产会通过流动性的实际负面溢出效应传递至其他金融机构。在传染源研究方面,源于存款人恐慌或银行间的契约关系,银行破产会加剧总体流动性短缺,推动破产的蔓延和加大金融体系风险。在《对甩卖、流动性不足和信贷冻结的恐惧》(Diamond & Rajan, 2011)一文中,拉詹与戴蒙德发现,流动性低的银行机构的偿付能力难以得到有效保证,或者银行持有流动性较低的资产难以被转移至企业部门,从而使得信贷无法自由流动,造成企业融资困境。

(五) 研究评述

从拉詹的上述研究中可以总结出以下重要结论:第一,公司的投融资决策和盈余分配受银行监管和干预的影响,由此产生的信贷成本会促使其在银行债务和非银行债务间进行权衡。第二,银行结构的脆弱性使其致力于创造流动性,满足存款人提取存款的需求并使得借款人免受存款人流动性需求影响,即贷款人承诺收集贷款的机制创造了流动性。银行资本的增加会减小企业陷入财务困境的可能性,降低金融危机发生的概率。第三,不同规模的银行会向其特定偏好的企业提供贷款,而且地区银行数量会影响企业信贷成本和信贷融资能力。第四,银行危机的出现会对企业融资造成负面影响,并且抑制企业的生产经营行为。

四、经济制度对公司发展的影响研究

什么样的金融体系有助于经济发展,在不同时期如何采取不同宏观政策促进发展,以及印度等亚洲发展中国家如何通过健全制度体系促进公司发展等问题,拉詹从制度经济学理论的角度做出了详细的阐释。

(一) 金融发展对企业发展的影响

拉詹在金融发展领域的研究主要侧重于政治因素,即金融发展不仅受需求因素影响,政治活动对于金融发展的影响也不容忽视。在《大逆转:20世纪金融发展的政治》(Rajan & Zingales, 2003)一文中,拉詹与津加莱斯提出了金融发展的利益集团理论,该理论表明,虽然金融发展可以带来诸多好处,但金融市场过度发展和竞争会对企业产生不利影响。相反,贸易开放可以通过增加更多外部融资机会和提供更公平、透明的融资环境进而有效促进公司发展。因此,一个经济体允许跨境贸易和资本流动将会在一定程度上弱化金融市场竞争带来的不利影响。在该项研究中,他们通过使用贸易

开放作为本国开放水平的外生变量,使用银行业发展、公司股权融资、股权市值与上市公司数量四种指标联合刻画金融发展,发现贸易开放会通过金融发展促进新公司增加股权融资。

拉詹与津加莱斯为金融发展理论的研究补充了一个新的事实:在跨境资本自由流动的情况下,贸易开放与金融市场发展密切相关;而且,利益集团的政治活动与各国金融发展的驱动因素基本一致。他们还进一步发现,贸易开放会缓解利益集团政治活动对金融发展的阻碍,并为此提出了相应的政策建议:一方面,政府倾向于采取高效、有竞争力的行业政策(而非低效、寻租的行业政策)能够为发挥金融发展的积极作用提供条件支撑;另一方面,公众对促进经济稳定的政策所具有的隐性成本认识同样会促进金融发展。

已有学者对2008年全球金融危机的成因进行了系统性的分析。从直接原因看,金融危机是由于美国房地产价格下跌波及金融市场,导致金融机构持有的大量次贷支持证券出现大幅缩水,而其根源是在当前的国际货币体系和经济结构下所形成的全球经济金融结构失衡,以及建立在这个失衡基础上的华尔街投行模式的制度性缺陷。为什么美国房地产市场的波动会影响如此广泛且造成极其严重的后果?在《断层线:全球经济潜在的危机》(Rajan, 2011)一书中,拉詹将其归因于美国收入不平等、放松信贷所造成的政治压力以及不同金融体系间的冲突,但无论政府采取扩张性的刺激政策,还是加强对金融体系的监管,均未触及其所提出的“断层线”。

大规模的经济动荡会影响经济体系中的微观公司主体,并产生不可预估的影响。作为少数在金融危机前已经预测其将发生的经济学家,在《金融发展是否让世界变得更危险?》(Rajan, 2006)一文中,拉詹对危机发生前金融市场无休止地扩张所带来的潜在风险做出了准确、科学的预测。特别地,金融市场发展会伴随一系列中介机构的出现,它们的规模和风险偏好可能随着周期波动而不断扩大。这些中介机构不仅会加剧实际波动,而且会使其暴露于极端风险中,并进而加大这种风险发生的可能性。在《信贷危机:关于原因和补救措施的猜想》(Diamond & Rajan, 2009)一文中,拉詹与戴蒙德梳理了金融危机的内在本质及政府应如何进行合理监管以应对未来的危机。研究发现,金融危机本质上是金融产品无休止扩张以及银行管理层由于业绩压力而从事的异常冒险行为。同时,流动性不足是金融危机的重要后果之一,而央行向商业银行提供担保贷款、政府拍卖非流动性资产以及政府购买行为能够在一定程度上缓解由金融危机导致银行“惜贷”而产生的流动性不足问题。

如何实施有效金融监管以预防金融危机的爆发?在《重新思考资本监管》(Kashyap, Rajan & Stein, 2008)一文中,拉詹等提出,银行的治理问题和过度的短期杠杆是金融危机演化的核心。任何为了防止金融危机再次发生的监管措施均无法解决治理问题,同时也难以降低银行的杠杆率。直接的监管干预会使得金融机构绕过监管措施以实现“监管套利”,从而引发经济增长停滞。此外,在《信贷危机与周期性监管》(Rajan, 2009)一文中,拉詹提出了周期性监管概念,并且指出,一旦经济复苏,政府放松管制能够增加较多经济价值。但需要指出的是,放松管制也将导致政府逐渐弱化管制能力。因此,周期性监管可有效降低政府在监管政策不确定性中所带来的监管成本。

(二)国家发展模式对公司发展的影响

无论是发达国家抑或是发展中国家都遵循着不同的发展模式。拉詹对于印度等发展中国家发展模式的研究不仅为国家发展对微观企业的影响提供了重要微观证据,也为政策制定者如何通过国家制度发展进而促进本国企业发展提供了政策启示。

与其他快速增长的亚洲经济体相比,印度遵循了其独有的发展路径和模式。虽然服务业的重要性已被广泛关注,但印度更加注重技能密集型制造业的发展。其中,一些独特的模式在20世纪80年代经济改革开始之前已形成,且源于印度独立后采取的特殊政策。在《印度的发展模式》(Kochhar, Kumar, Rajan, Subramanian & Tokatlidis, 2006)一文中,拉詹等研究发现,印度拥有工业或服务行业工作技能的毕业生数量相对有限,且由于以出口为导向的服务业企业对技术工人的需求较大,因此,技术工人的工资一直呈现快速增长态势。考虑到劳动密集型企业具有极端竞争特征,因此,提高

稀缺资源的可得性能够有效促进企业的有序运营与健康发展。

此外,在《中国现代化的增长模式》(Prasad & Rajan, 2006)一文中,拉詹等还对中国经济发展模式及其取得的巨大成功做出了科学、详尽的总结。

(三) 银行监管政策对企业发展的影响

1933年的格拉斯—斯蒂格尔法案禁止商业银行直接通过证券交易承销、持有或交易公司证券。在《格拉斯—斯蒂格尔法案是否合理? 1933年以前美国环球银行的经验研究》(Kroszner & Rajan, 1994)一文中,拉詹等使用法案出台之前从事投资银行业务的商业银行数据,并通过构建债券质量的衡量标准以及通过不同债券的状态构建债券绩效的衡量标准评估传统的利益冲突论,即利益冲突会导致商业银行欺骗公众投资于低质量债券。在实证分析中,他们并未发现银行有欺骗公共证券市场的经验证据,由此认为,公开市场和评级机构意识到关联公司的潜在冲突,会对关联公司承销的信息密集型证券施加“次品市场”折扣。进一步地,在《组织结构与信誉:格拉斯—斯蒂格尔法案出台前商业银行证券活动的证据》(Kroszner & Rajan, 1997)一文中,拉詹等分析了法案出台前投资银行业务的两种方式:银行内部的证券部门和拥有董事会的独立法人分支机构。并且,对部门承销的公司与关联公司进行研究发现,如果公众认为承销商存在利益冲突,就会削弱承销商证明其所承销证券质量的能力,由此会降低承销证券的价格。从这一角度而言,公众对银行利益冲突的评价是银行决定其内部结构的重要因素。

印度在2007年引入信用评级技术,尽管评分较低的贷款与拖欠行为之间存在显著的相关性,但各家银行在新旧客户的贷款审批中应用该项评分技术的比例存在较大差异。基于此,在《关系困境:为什么银行在采用新技术的速度上存在差异?》(Mishra, Prabhala & Rajan, 2022)一文中,拉詹等指出,不同于新型私有银行,印度传统国有银行在组织结构和管理实践上的黏性更高,因而这些银行仅在新客户中逐步开展信用评级技术的应用,而对老客户的贷款审批则更多依赖于其贷款审批机构的自由裁量权。因此,组织结构和流程的形成性经历是解释不同银行对于新技术反应速度的重要组织特征之一。

关于增强银行等金融机构发挥委托监督者作用的研究,在《契约和抵押品作为监督的激励》(Rajan & Winton, 1995)一文中,拉詹等认为,贷款合同中的贷款契约条款会提高合同的灵活性和效率,契约的控制权与贷款的有效期限密切相关,抵押品的变化应与借款人的财务困境呈正相关关系,抵押品价值的高低在较大程度上决定了贷款的优先权。因此,契约和抵押品可以作为契约手段对贷方进行监督。

(四) 主权债务对经济发展的影响

国际借贷理论强调,一国可以实现更好的风险分担(在发生经济或自然灾害的情况下,可通过借贷平滑消费以降低风险)以及利用国际储备为经济增长提供资本支持,但政府的行为在其中发挥着重要作用。如果政府存在短视行为,其可能会借入较多的现期债务并加剧未来债务违约的风险,因此不利于经济平稳健康发展。拉詹的研究丰富了政府行为和主权债务的动态分析视角。在《主权债务、政府短视和金融部门》(Acharya & Rajan, 2013)一文中,拉詹等通过构建动态随机一般均衡模型分析发现,短视的政府会寻求声誉,并承诺偿还债务。特别地,当债务较低时,它们不会选择违约从而失去进入债务市场的机会,而是会进一步减少支出。此外,具有短视属性的政府,其税收的扭曲程度较高,由此会增加国内金融部门对未来政府债务违约的脆弱性。

进一步地,在《主权债务何时令人厌恶? 政府压制、增长陷阱和增长促进理论》(Acharya, Rajan & Shim, 2022)一文中,拉詹等基于修正后的模型发现,政府短视行为可以增加一个国家获得外部借贷的机会,而国家获得借款可以延长政府债务的有效期限。在储蓄率较高的国家中,政府债务期限的延长有助于减少征税,从而提升增长动力。在储蓄率较低的国家中,政府可能会采取更多的管制政策来提高其债务能力。由此可见,主权债务是一把“双刃剑”,当经济落后且储蓄率较低时,获得债务可能会导致增长陷阱,甚至经济将会进一步恶化。

(五) 研究评述

拉詹关于经济制度的研究具有非常重要的理论与实践价值。第一,在金融发展方面,促进了学术界对金融发展政治因素的理论研究,为金融危机及后续的金融监管问题提供了许多富有启示意义的结论。第二,在国家发展模式方面,针对发展中国家在经济发展中所采用的不同模式进行了分析,并提出了科学有效的政策建议。第三,在银行政策方面,证明了公众对银行利益冲突的看法是银行决定其内部结构的重要因素,同时也为支持格拉斯—斯蒂格尔法案提供了理论依据。第四,在主权债务方面,基于政府短视视角,不仅在理论上构建出标准的动态一般均衡分析框架,而且为阐释主权债务对经济增长的影响提供了新的研究视角。

五、国际金融与企业跨国融资研究

国际资本流动是一把双刃剑。流入新兴经济体的国际资本可缓解东道国企业的融资约束,促进经济发展,并通过使居民的消费平滑化而提高居民福利。然而,资本流入也可能导致新兴经济体货币供给增长和信贷扩张,扰乱货币政策,加剧金融系统脆弱性,扭曲资产价格。拉詹针对国际金融方面的一系列研究对于企业融资及全球金融稳定发展具有重要意义。

(一) 国际援助与企业发展

在实际经济和金融数据中不难发现,国际援助资金的流入与被援助国家经济增长以及企业绩效之间并不存在显著的相关关系,同时也没有证据表明国际援助会在更优的政策背景或者特定地理环境下更为有效,抑或是某种形式的国际援助比其他形式的效果更明显。在《援助与增长》(Rajan & Subramanian, 2008)一文中,拉詹等指出,为了让国际援助更好地发挥作用,必须重新考虑如何提供援助、向谁提供援助、以何种形式提供援助以及在何种条件下提供援助等问题,并提出了如下问题:国际援助的哪些方面抵消了资源转移的增长促进效应?厘清该问题对于提高国际援助效率、促进各国企业发展至关重要。

拉詹较早地开始思考为何缺乏充分的证据表明国际援助能够显著促进贫穷国家的经济增长,并探讨国际援助可能对经济增长产生不利影响的渠道和潜在路径,从而敦促发达国家以正确的方式增加援助预算,进而帮助发展中国家实现经济的稳定发展。在《援助会影响治理吗?》(Rajan & Subramanian, 2007)、《援助、荷兰病和制造业增长》(Rajan & Subramanian, 2011)等论文中,拉詹等将国际援助与经济增长联系起来,并重点分析了国际援助对受援国制造业发展的影响。研究发现,国际援助流入对受援国的竞争力具有不利影响,且主要反映在出口行业增长率上,究其原因在于,国际援助会致使受援国实际汇率升值,进而导致国际援助对受援国经济发展并未发挥实质性作用。另外,国际援助会通过限制制造业企业的发展进而对经济增长产生不利影响。这是因为,国际援助的流入虽能为企业发展提供外部资金来源,但却降低了政府对企业的征税以及争取与其合作的需求,由此导致政府治理能力下降,进而对经济增长产生不利影响。

(二) 汇率与跨国资本流动

无论是由输出国推动还是由接受国拉动,国际资本流动均在一定程度上影响着金融脆弱性,同时也会导致参与国企业面临不同的投融资问题。在《宽松流动性的溢出效应及其对多边主义的影响》(Diamond, Hu & Rajan, 2020b)一文中,拉詹与戴蒙德等指出,资金输出国的宽松货币政策会引发接受国预期汇率升值,且由于公司资产的流动性预期增加,接受国公司倾向于采取加杠杆举措进行应对。而一旦输出国的货币政策收紧,接受国的汇率会迅速出现贬值态势,即便是在不考虑可抵押性资产变化的情况下,接受国偿债能力也将急剧下降,从而导致资金流入突然停止进而引发财务困境。为应对这一情形,接受国政府往往会通过外汇市场干预以平滑汇率波动。此后,在《美元短缺和危机》(Rajan & Tokatlidis, 2004)一文中,拉詹等研究发现,国际金融机构在帮助预防和解决危机方面能够发挥重要作用。

为防范化解外部冲击所引发的系统性风险,政府还应在合适条件下积极推动资本账户自由化,

并以此促进宏观经济和金融市场的发展。在《资本账户自由化的务实方法》(Prasad & Rajan, 2008)一文中,拉詹等研究发现,资本账户自由化能够对政府治理和制度完善发挥重要作用。然而,在资本账户自由化的进程中,外国资本大幅流入会引发实际汇率高估并进而导致竞争力损失。拉詹等认为,制度效益存在门槛效应,只有当制度基础超过门槛条件,社会福利才会得到增加。因此,发达经济体利用外资能够有效促进经济增长,低收入国家中却无法实现较好的效果。为此,拉詹等研究认为,新兴经济体的政策制定者不应简单考虑是否要实现资本账户自由化,而应重点考虑资本账户自由化进程的速度和范围。特别地,政府应注重本国经济制度是否完善、经济制度与资本账户自由化进程的速度和范围是否匹配。

随着资本账户自由化的不断推进,国际间的资本流动规模和流动频率也呈快速增加态势,但是资本的流向却与传统经济模型的预测相反。在新古典主义模型中,资本应从资本与劳动比率较高的富裕国家流向资本与劳动比率较低的贫穷国家。然而,资本不仅没有按照新古典主义模型所预测的那样从富国流向穷国,反而在2008年以前一直是从贫穷国家流向富裕国家。在《全球失衡或者为什么穷人资助富人》(Rajan, 2008)一文中,拉詹研究发现,只有当金融体系发展到一定程度时,外国资本才能有效促进本国经济主体的有序运营与健康发展。另外,需要注意的是,国际资本流动的规模和频率不断加大对资本流动的有效管理也提出了更高要求。各国需深入研判和正确把握国际资本流动格局的变动趋势,建立完善的跨境资本流动管理制度,加强政策互信和货币政策合作,维护全球金融市场稳定发展。

(三) 贸易信贷

国际贸易融资是在国际贸易中融资机构对贸易参与方提供的资金融通服务,是国际贸易发展不可或缺的润滑剂,对国民经济发展发挥着至关重要的作用。在《贸易信用:理论与证据》(Petersen & Rajan, 1997)一文中,拉詹与彼得森研究发现,在无法从金融机构获得信贷的情形下,企业会更多使用贸易信贷从事生产经营活动。进一步地,在《贸易信贷合同》(Klapper, Laeven & Rajan, 2012)一文中,拉詹等采用了近三万份贸易信贷合同的新型数据集进行研究发现,规模较大和信用较高的购买方能够从规模较小的供应商获得期限较长的合同,而预付款所带来的优惠主要落在风险较大的购买方,这与市场力量所形成的效果具有一致性。该结果的潜在原因可概述为:信贷可能是小规模供应商向大规模买家保证质量的一种手段,尽管贸易信贷的期限能在一定程度上反映买方对供应商的相对讨价还价能力,但贸易信贷折扣仍然会倾向于风险较大的买方,从而减少供应商信贷组合的整体风险,并实现担保和风险的最佳组合。

(四) 研究评述

从拉詹的研究中可总结出以下重要结论:第一,国际援助流入对一些国家的竞争力具有不利影响,它会导致汇率高估,并影响相关企业的融资方式,限制制造业企业的发展。第二,稳定国际资本流动与汇率对于企业融资以及国际经济发展至关重要。第三,国际贸易信贷不仅是国际经济合作的重要内容之一,而且是国际间企业投融资的主要方式。

六、总结与启示

本文从公司融资原理、银行业发展对企业融资的影响、经济制度对企业发展的影响以及国际金融与企业跨国融资四个方面,梳理了拉詹在金融理论和实践研究中取得的成果及突出贡献。拉詹研究的最大特点就是理论和实践紧密结合,这使得他在金融学理论、实践和工作领域都做出了卓越贡献。在理论研究方面,拉詹为企业融资原理提供了深刻的见解和崭新的分析思路,通过构建规范的理论模型解释了企业贷款规模和成本的变化以及债务融资能力,分析了银行业、经济制度以及国际资本流动在企业融资过程中发挥的作用,并进一步采用实际经济和金融数据揭示了一系列发展特征事实。特别地,拉詹实证研究了企业与其债权人之间的关系如何影响企业资金的可用性及其成本、公司不同等级的管理者权力分化如何影响企业价值、除信贷融资以外的其他融资对企业发展的

影响、跨国援助与企业发展和经济增长之间是否存在相关关系、银行融资成本以及银行流动性等各国政府都关心的话题。不管是发达国家还是发展中国家,均可以在其研究框架和结论中寻求到有所裨益的政策依据。

从拉詹的研究方法和思路中还可以看到,通过大量真实的数据分析以及对传统理论缺陷的深刻反思,可以产生许多新的经济学发现,而把经济学发现转变成严谨的经济学研究成果则需要对实证证据的严谨把握以及对理论模型的深入推演。拉詹正是借此在看似传统的公司金融、银行业、经济制度和国际金融领域不断寻找新的灵感,并通过严谨的理论推导和实证分析,推进相关经济学理论不断进步。

拉詹研究的问题颇具前瞻性。他在著作《从资本家手中拯救资本主义》(Rajan & Zingales, 2004)以及论文《金融发展是否让世界变得更危险?》(Rajan, 2006)中,详细分析了制度对经济增长的影响以及金融市场存在的问题,并提出“灾难可能迫在眉睫”。而2008年全球金融危机的爆发充分证明了他的先见之明。在随后所发表的《断层线:隐藏的裂痕如何仍然威胁着世界经济》(Rajan, 2011)一书中,他再度剖析了全球金融危机爆发的根源,并强烈呼吁要从危机中正确地汲取教训以确保全球经济的恢复和长远健康发展。尽管拉詹的研究成果丰硕,但其始终将现实问题作为理论研究的导向,其独到的学术见解为各国金融部门发展和企业融资决策提供了有益启示,其敏锐的学术洞察力给广大经济学研究者深刻启发,即真正有价值的研究工作应该是努力发现、解释和解决现实生活中的问题和困境。

参考文献:

- Acharya, V. V. & R. G. Rajan(2013), “Sovereign debt, government myopia, and the financial sector”, *Review of Financial Studies* 26(6):1526—1560.
- Acharya, V. V. & R. G. Rajan(2022), “Liquidity, liquidity everywhere, not a drop to use—Why flooding banks with central bank reserves may not expand liquidity”, NBER Working Paper, No. 29680.
- Acharya, V. V., R. G. Rajan & J. Shim(2022), “When is sovereign debt odious? A theory of government repression, growth traps, and growth boosts”, NBER Working Paper, No. 30296.
- Benmelech, E., N. Kumar & R. G. Rajan(2020a), “The decline of secured debt”, NBER Working Paper, No. 26637.
- Benmelech, E., N. Kumar & R. G. Rajan(2020b), “Secured credit spreads and the issuance of secured debt”, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, No. 2020—14.
- Berger, A. N., N. H. Miller, M. A. Petersen, R. G. Rajan & J. C. Stein(2005), “Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks”, *Journal of Financial Economics* 76(2):237—269.
- Dell’Ariccia G., E. Detragiache & R. G. Rajan(2008), “The real effect of banking crises”, *Journal of Financial Intermediation* 17(1):89—112.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2000), “A theory of bank capital”, *Journal of Finance* 55(6): 2431—2465.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2001a), “Banks, short-term debt and financial crises: Theory, policy implications and applications”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 54(1):37—71.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2001b), “Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking”, *Journal of Political Economy* 109(2):287—327.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2002), “Bank bailouts and aggregate liquidity”, *American Economic Review* 92(2):38—41.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2005), “Liquidity shortages and banking crises”, *Journal of Finance* 60(2):615—647.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2006), “Money in a theory of banking”, *American Economic Review* 96(1):30—53.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2009), “The credit crisis: Conjectures about causes and remedies”, *American Economic Review* 99(2):606—610.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2011), “Fear of fire sales, illiquidity seeking, and credit freezes”, *Quarterly Journal of Economics* 126(2):557—591.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2012), “Illiquid banks, financial stability, and interest rate policy”, *Journal of Political Economy* 120(3):552—591.
- Diamond, D. W., A. K. Kashyap & R. G. Rajan(2017), “Banking and the evolving objectives of bank regulation”,

- Journal of Political Economy* 125(6):1812—1825.
- Diamond, D. W. , Y. Hu & R. G. Rajan(2020a), “Pledgeability, industry liquidity, and financing cycles”, *Journal of Finance* 75(1):419—461.
- Diamond, D. W. , Y. Hu & R. G. Rajan(2020b), “The spillovers from easy liquidity and the implications for multilateralism”, *IMF Economic Review* 68(1):4—34.
- Diamond, D. W. , Y. Hu & R. G. Rajan(2022), “Liquidity, pledgeability, and the nature of lending”, *Journal of Financial Economics* 143(3):1275—1294.
- Kashyap, A. K. , R. G. Rajan & J. C. Stein(2002), “Banks as liquidity providers: An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking”, *Journal of Finance* 57(1):33—73.
- Kashyap, A. K. , R. G. Rajan & J. C. Stein(2008), “Rethinking capital regulation”, in: *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Klapper, L. , L. Laeven & R. G. Rajan(2012), “Trade credit contracts”, *Review of Financial Studies* 25(3):838—867.
- Kochhar, K. , U. Kumar, R. Rajan, A. Subramanian & I. Tokatlidis(2006), “India’s pattern of development: What happened, what follows?”, *Journal of Monetary Economics* 53(5): 981—1019.
- Kroszner, R. S. & R. G. Rajan(1994), “Is the Glass-Steagall Act justified? A study of the US experience with universal banking before 1933”, *American Economic Review* 84(4):810—832.
- Kroszner, R. S. & R. G. Rajan(1997), “Organization structure and credibility: Evidence from commercial bank securities activities before the Glass-Steagall Act”, *Journal of Monetary Economics* 39(3):475—516.
- Mishra, P. , N. Prabhala & R. G. Rajan(2022), “The relationship dilemma: Why do banks differ in the pace at which they adopt new technology?”, *Review of Financial Studies* 35(7):3418—3466.
- Petersen, M. A. & R. G. Rajan(1994), “The benefits of lending relationships: Evidence from small business data”, *Journal of Finance* 49(1):3—37.
- Petersen, M. A. & R. G. Rajan(1995), “The effect of credit market competition on lending relationships”, *Quarterly Journal of Economics* 110(2):407—443.
- Petersen, M. A. & R. G. Rajan(1997), “Trade credit: Theories and evidence”, *Review of Financial Studies* 10(3): 661—691.
- Prasad, E. S. & R. G. Rajan(2006), “Modernizing China’s growth paradigm”, *American Economic Review* 96(2): 331—336.
- Prasad, E. S. & R. G. Rajan(2008), “A pragmatic approach to capital account liberalization”, *Journal of Economic Perspectives* 22(3):149—172.
- Rajan, R. G. (1992), “Insiders and outsiders: The choice between informed and arm’s-length debt”, *Journal of Finance* 47(4):1367—1400.
- Rajan, R. G. (1994), “Why bank credit policies fluctuate: A theory and some evidence”, *Quarterly Journal of Economics* 109(2):399—441.
- Rajan, R. G. (1998), “The past and future of commercial banking viewed through an incomplete contract lens”, *Journal of Money, Credit and Banking* 30(3):524—550.
- Rajan, R. G. (2002), “An investigation into the economics of extending bank powers”, *Journal of Emerging Market Finance* 1(2):125—156.
- Rajan, R. G. (2006), “Has finance made the world riskier?”, *European Financial Management* 12(4):499—533.
- Rajan, R. G. (2008), “Global imbalances or why are the poor financing the rich?”, *De Economist* 156(1):3—24.
- Rajan, R. G. (2009), “The credit crisis and cycle-proof regulation”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 91(5): 397—402.
- Rajan, R. G. (2011), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
- Rajan, R. G. (2012), “Presidential address: The corporation in finance”, *Journal of Finance* 67(4):1173—1217.
- Rajan, R. G. & R. Ramcharan(2011), “Land and credit: A study of the political economy of banking in the United States in the early 20th century”, *Journal of Finance* 66(6):1895—1931.
- Rajan, R. G. & R. Ramcharan(2016), “Local financial capacity and asset values: Evidence from bank failures”, *Journal of Financial Economics* 120(2):229—251.

- Rajan, R. G. & A. Subramanian(2007), “Does aid affect governance”, *American Economic Review* 97(2):322—327.
- Rajan, R. G. & A. Subramanian(2008), “Aid and growth: What does the cross-country evidence really show?”, *Review of Economics and Statistics* 90(4):643—665.
- Rajan, R. G. & A. Subramanian(2011), “Aid, Dutch disease, and manufacturing growth”, *Journal of Development Economics* 94(1):106—118.
- Rajan, R. G. & I. Tokatlidis(2004), “Dollar shortages and crises”, NBER Working Paper, No. 10845.
- Rajan, R. G. & A. Winton(1995), “Covenants and collateral as incentives to monitor”, *Journal of Finance* 50(4):1113—1146.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(1998a), “Financial dependence and growth”, *American Economic Review* 88(3):559—586.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(1998b), “Debt, folklore, and cross-country differences in financial structure”, *Journal of Applied Corporate Finance* 10(4):102—107.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(2001), “Financial systems, industrial structure, and growth”, *Oxford Review of Economic Policy* 17(4):467—482.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(2003), “The Great Reversals: The politics of financial development in the twentieth century”, *Journal of Financial Economics* 69(1):5—50.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(2004). *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Princeton University Press.

Raghuram G. Rajan’s Contributions to Financial Theory and Practices

LI Xiaolin¹ SHEN Chunming² JIANG Chun²

(1. Ocean University of China, Qingdao, China;

2. Wuhan University, Wuhan, China)

Abstract: Raghuram G. Rajan is an influential economist in the field of finance who has made outstanding contributions to corporate finance, banking, economic institutions and international finance. This paper mainly introduces his achievements from four aspects. Firstly, based on the macro financial market and micro individual enterprises, from the perspective of the relationship between enterprises and lenders, corporate governance level and the impact of capital structure on the development of enterprises, this paper introduces his contribution to the research on the principle of corporate financing. Secondly, based on the contents of bank credit, liquidity creation and bank policies, and starting from the connection between banks and corporate development, this paper introduces his contribution to research on the effect of bank financing on corporate financing and the development of banking industry. Thirdly, centering on the reform of financial market and starting from the perspective of the influence of institutions on economic growth, this paper introduces his research on the influence of institutions on enterprise development and economic growth through developing new methods. Finally, focusing on transnational aid, exchange rate fluctuations and trade credit, and starting from the practical problems of international economic development, this paper introduces his contribution to introducing modern models and exchange rate evaluation techniques into international economic policy making and the improvement of aid effectiveness. Rajan’s research fundamentally expanded the analytical scope of financial theory and practice and greatly promoted the development of finance.

Keywords: Raghuram G. Rajan; Corporate Finance; Banking; Economic Institutions; International Finance

(责任编辑:李仁贵)

(校对:刘洪愧)