

法与金融：理论假说及对中国的启示

皮天雷

（西南财经大学中国金融研究中心，成都，610074）

内容摘要：本文从法律起源何以能解释金融发展的几个假说入手，分析了法律对社会经济结果的影响机制。通过设定金融发展与社会产出、及制度因素的一般模型，以及对模型的实证回归，检测了各个影响变量对金融发展的作用大小，为解决中国金融发展与制度建设问题，提供了有益的思路。

关键词：LISV 金融监管 法律起源

最近的研究表明，不同的法律起源导致了不同的社会经济结果。具体来说，在金融发展方面，以英国为代表的普通法国家的金融发展水平比以法国为代表的民法国家的发展水平更高；在经济增长方面，前者的平均增长率也高于后者。是什么原因导致了这些社会经济结果的显著差异呢？理论界先后提出了：质量高低说、稳定预期说、适应性假说和司法独立假说。不同的法律起源之所以导致不同的社会经济结果，是因为不同的法律体制的适应能力和对私有产权的保护程度不同

一、为什么法律起源是重要的：几个假说

1 质量高低说

为什么法律起源能够解释金融发展？经济学家首先想到的是法律质量和执法质量的高低。所谓法律质量的高低，就是法律体系对投资者的保护程度的高低。所谓执法质量的高低，就是司法系统的效率、法治的水平、腐败程度以及国家对司法的干预程度等。

在传统金融理论中，证券是指能够给所有者带来现金流的一种有价凭证。例如，债券赋予其所有者固定的、承诺的利息支付；而股权赋予所有者得到股息的权利。但是现代金融理论认为，这只是问题的表象，证券的本质特征是：

它们给所有者带来的权利（Hart, 1995）。证券所附带的这些权利是所有者获得收入的保障，如果这些权利无法实现，证券所承诺的收益就很难实现。

但是证券天然获得的内在权利是不完整的，因为这些权利依赖于证券发行地区的法律体制和法律规则。同样的证券，在不同的司法体系下拥有的权利是不同的，实现这些权利的程度也是不同的。因此，不同的司法体系对投资者的保护程度不同，对金融发展的促进作用也存在差异。

LLSV (1998) 在其奠基性文章中，设计了若干指标来衡量不同法律体制对投资者保护程度的高低和执法质量的高低，检验了法律规则对保护投资者的保护程度在 49 个国家是如何不同的，这些法律的实施质量是如何变化的，以及这些指标和法律起源的关系。

（1）法律对投资者的保护程度。

作者先后比较了不同法系中公司法对股东权利和债权人权利的保护程度，设计了 6 个指标来衡量对股东的保护程度，也设计了 4 个指标来衡量对债权人的保护程度。把这些指标得分和法律起源相对照，有两个主要的发现：

第一、在多个维度上，普通法国家的法律体系对股东的保护程度最高，普通法国家的平均对抗经理的权利指标得分最高（4.00）；

第二、在广泛的维度上，法国民法国家对股东的法律保护程度最弱，法国民法国家的平均对抗经理的权利指标得分最低（2.33）。法国民法国家和普通法国家之间的差距是巨大的并且统计上是显著的。

作者也设计了 4 个指标来衡量债权人的权利，结果同样表明普通法国家对债权人的保护程度最高，法国民法最低。这表明股东在差别很大的法律环境中经营，其中，普通法国家对股东的法律保护程度最强，法国民法国家最弱，这一结果独立于各国的人均收入。

（2）法律执行的质量。

理论上说，一个良好的法律执行机制能够弥补法律规则的不足，因为积极并且运行良好的法院能够干涉和保护投资者免受管理层的侵害。作者设计了 5 个指标来衡量法律的执行质量。另外，作者还评价了一个国家的会计标准的质量。会计体系在公司治理中起到关键的作用。因为投资者要想知道他们所投资的公司的状况，会计标准需要公司披露一些关键财务信息。

当把这些指标得分和法律起源相对照后发现：

在法律执行方面，北欧国家的执法质量最高。德国民法国家紧随其后，普通法国家落后于前两者但是高于法国民法国家。在会计质量方面，北欧国家得分最高，普通法国家居第二位，统计上显著高于德国民法国家，法国民法国家的会计质量最低。

总结上面的研究发现：

世界上各个国家的法律差别很大，作为股东或者债权人，不同的法律管辖赋予他们不同的权利束。那些法律起源于普通法传统的国家比那些法律起源于民法传统的国家对投资者的保护程度更高，特别是比法国民法传统。在法律的实施方面，德国民法和北欧民法国家的法律实施的质量最高，普通法国家的法律实施的质量也很高，而法国民法国家的实施质量最低。

（3）评价

LISV 的研究成果得到了学术界的热烈响应，同时也得到了一些学者的反驳，但是他们的研究方法和研究视角对该领域的研究产生了广泛的影响。他们综合运用法学、计量经济学和金融学的方法，研究法律起源和金融发展的关系，解释金融发展水平在各国的差异，进行了开创性的研究。他们从保护投资者的角度考察法律起源和金融发展的关系，引起了很多学者对以下两个领域的关注：

第一、法律起源与经济增长，一方面，金融发展文献表明金融发展和经济增长正相关；另一方面，不同法律体系对投资者的保护程度不同，那么这种差异必然会在经济增长方面有所体现。因此，法律起源与经济增长的关系成为学者关注的焦点之一；

第二、法律制度在政府与私人博弈中的作用。在政府与公民博弈中，不同的法律制度对政府和公民赋予了不同的优先权。无论从法律演化史上看还是从具体的法律程序上，英国普通法的传统更多地强调公民的权利不受政府侵犯，而法国民法传统上更多地强调国家秩序而不是个人权利。因此，法律起源所代表的法律制度对我们理解国家与经济增长、国家与个人权利的关系提供了新的视角。

2 稳定预期说

另一个可能性是法规的平均质量是相似的，但是普通法提供了更多的稳定性和可预期性。普通法传统包含了两个重要特征——尊重先前的判例和上诉法院可以改变下级法院的司法结论——这导致更多可预期的结果（Manne, 1997）。名义上，民法传统缺乏这些特征。立法者不像普通法中的法院，并不受先前判例的制约。稳定预期对经济增长和金融发展都是非常重要的，一项制度或法规，只有增加投资环境的确定性、促使投资者形成稳定预期，才能使投资者拥有较长期的投资规划，增加投资。但是，由于预期很难

衡量,学者还没找到很好的指标和工具来分析预期,因此经济学家对这个观点目前还缺乏深入的研究。

3 适应性假说

适应性假说认为:(1)法律传统的差异在于适应变化了的商业环境的调整能力;(2)法律体系快速调整去最小化经济中契约需求和法律体系能力之间的缺口能够更有效地促进金融发展,而那些更加刚性的法律传统、坚硬的法律规则会阻碍金融发展。一些学者使用历史比较和跨国回归来评价这两个渠道的有效性。他们发现法律起源对金融发展非常重要是因为法律传统在适应变化了的经济条件的调整能力上存在差异(BDL, 2003b)。

4 司法独立性假说

根据哈耶克(Hayek, 1960)的论述,我们把司法独立定义为:法律的制定和法律的实施相分离、法官的判决不受当事人或其他机构的影响,并且政府法律和政策的制定受制于法院的违宪审查。司法独立程度高低是普通法传统和民法传统中重要区别之一^①。经验研究表明司法独立对经济增长、政治经济自由和金融发展存在正面影响。

二、模型框架^②

根据现代金融发展理论,我们设定如下金融发展函数:

$$F = f(Y, I) \quad (5-1)$$

其中 F 代表金融发展水平, Y 代表经济产出, I 代表制度因素。对方程(5-1)式取全微分,可以得到:

$$dF = \frac{\partial f}{\partial Y} dY + \frac{\partial f}{\partial I} dI \quad (5-2)$$

根据法律制度安排与金融发展理论,影响金融发展的制度因素主要有产权制度(P)、法律制度(L)、监管制度(R)、政治制度(S)和社会文化(C)等五个方面,因此制度是这五个变量的函数:

$$I = h(P, L, R, S, C) \quad (5-3)$$

同样,对(5-3)式取全微分,可以得到:

$$dI = \frac{\partial I}{\partial P} dP + \frac{\partial I}{\partial L} dL + \frac{\partial I}{\partial R} dR + \frac{\partial I}{\partial S} dS + \frac{\partial I}{\partial C} dC \quad (5-4)$$

将(5-4)式代入(5-2)式,进一步整理可得到下式:

$$dF = \frac{\partial f}{\partial Y} dY + \frac{\partial f}{\partial P} dP + \frac{\partial f}{\partial L} dL + \frac{\partial f}{\partial R} dR + \frac{\partial f}{\partial S} dS + \frac{\partial f}{\partial C} dC \quad (5-5)$$

在(5-5)式中分别利用 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 和 β_6 代替表示产出、产权、法律、监管、政治以及文化的边际金融发展水平,因此可以得到以下金融发展模型:

$$dF = \beta_0 + \beta_1 dY + \beta_2 dP + \beta_3 dL + \beta_4 dR + \beta_5 dS + \beta_6 dC + \mu \quad (5-6)$$

如果不考虑其他因素,利用模型(5-6),可以得到本文的基本计量模型:

$$dF = \beta_0 + \beta_1 dY + \beta_2 dP + \beta_3 dL + \beta_4 dR + \beta_5 dS + \beta_6 dC + \mu \quad (5-7)$$

^① 司法独立和经济增长有什么关系呢?司法独立对经济增长的促进作用可被区分为以下三种类型:(1)公民之间的冲突;(2)政府与公民之间的冲突;(3)政府分支之间的冲突。独立的司法体系能够减少交易成本、促进分工、增加政府承诺的可信性、促进政治稳定,增加生产性投资,促进经济增长。

^② 这部分的建模思想我们借鉴了江春、许立成:“制度安排与金融发展:理论框架与实证检验”以及LLSV,“Law and Finance”, 1998年的思路,在此表示真诚地感谢。

其中 β_0 代表常数项, μ 代表随即误差。由于差分量只是水平量前后期的差值, 根据 (5-7) 式不难证明 F 的水平量与 Y 、 P 、 L 、 R 、 S 、 C 的水平量之间存在稳定的关系。在本文中, 为了便于实证检验各因素与金融发展之间的关系, 设定如下的模型进行实证分析:

$$F = \beta_0^* + \beta_1^* Y + \beta_2^* P + \beta_3^* L + \beta_4^* R + \beta_5^* S + \beta_6^* C + \mu^* \quad (5-8)$$

三、数据与变量

本文所使用的数据主要来自于世界银行的发展指标数据库、金融监管数据库以及北京色诺芬数据公司 (CCER) 等数据库。下面我们将定义有关变量如下:

1、金融发展水平 (FIND)。我们使用国内私人部门信贷占 GDP 的比例来表示, 它是用来衡量金融发展水平一个有效指标, 并且它与经济发展有着显著的相关关系 (Levine 和 Zervos, 1998; Beck、Levine 和 Loayza, 2000), 数据为 2002—2006 年的平均水平。

2、国家所有制。它等于一个国家银行中政府股权达到 50% 以上的银行资产份额 (GBAN)。同时, 我们还定义了一个国家银行中外资银行所占的资产份额 (FBAN)。

3、法律制度。它主要由以下两个指标构成: 一是债权人权利法律保护指数 (CRED), 数值从 0 到 4, 数值越高, 说明对债权人权利保护越好。二是法律的执行质量, 我们使用产权指数来衡量 (PROP), 数值从 1 到 5, 数值越高, 说明司法体系的效率越高, 数据为 2002—2006 年的平均水平。

4、监管制度。我们使用两个指标来衡量: 一是政府直接监管的力度 (GREG), 它包括政府监管的先决条件、事先监管要求、日常监管和事后监管。数值越高, 说明一国政府直接监管的权力越大。二是政府授权非政府机构监管银行的力度 (PRRG), 数值越高, 说明私人监管的积极性越大。

5、政治制度。一般来说, 一国的银行集中度越高, 说明金融利益集团的力量越大 (陆磊, 2000)。因此我们使用银行集中度来表示一国金融利益集团的力量 (INTE)。同时, 我们还定义了其他两个变量: 一是政治权利指数 (POLI) 来综合衡量一个国家政治体系的开放和竞争水平, 数据从 1 到 7, 数值越高, 说明一个国家的政治权利越大。二是开放水平 (OPEN), 我们使用一国贸易总额占 GDP 的比例来衡量。

6、社会规范 (SCUL)。我们使用一国的宗教信仰来表示。文中的数据为一国人口中新教教徒的比重。

同时, 我们还控制了其他两个变量: 一是国家的经济发展水平 (ECOD), 我们使用人均 GDP 来表示, 数据为 2002—2006 年平均水平的对数。二是地理禀赋。我们使用纬度的绝对值 (LATI) 来表示一国地理禀赋的总体情况。因为世界经济在 1997 遭受了亚洲金融危机的严重冲击, 并且这种后滞的影响总体来看在 2002 前后才基本消失, 因而我们以 2002 年后的数据作为我们的样本。

5.2.4 实证分析结果及分析

下面的表 5-1 是我们实证检验的结果:

表 5-1: 法律制度安排与金融发展的实证检验结果

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
常数项	5.987** (6.68)	-7.541** (-2.63)	-26.81*** (-5.96)	-19.93*** (-4.19)	-15.52** (-2.76)
ECOD	-6.257* (1.51)	2.03* (1.67)	8.32** (4.87)	5.34* (1.57)	7.29* (2.02)
LATI	-21.79*** (-2.86)	19.52* (2.73)	-5.09 (-0.85)	-16.47* (-1.56)	-10.09** (-2.77)
SCUL	0.55* (1.95)	0.09 (0.15)	-0.03 (-0.19)	0.37* (1.95)	0.04 (0.59)

GBAN		-11.85* (-1.55)			
FBAN		-9.96* (-2.09)			
CRED			3.82* (1.99)		
PROP			4.26 (1.17)		
GREG				-2.54* (-1.91)	
PRRG				1.23 (0.28)	
INTE					-0.18 (-1.24)
POLI					-2.88* (-1.89)
OPEN					0.05 (0.67)
观测值	49	31	42	22	29
R2	0.4257	0.4089	0.4685	0.4183	0.4429

注：（1）我们采用的是 OLS，括号中的数据为 t 检验结果；

（2）*、**、*** 分别表明回归系数的显著性水平达 90%、95% 与 99%。

我们的回归结果显示：

（1）政府直接拥有银行产权的比例越大，则金融发展水平越差，金融效率越低。这与 LLS（2003）和李涛（2003）的研究结果是一致的。但是，我们同时也发现，一国的外资银行比例与金融发展存在负的相关关系。

（2）高效率的法律制度有助于促进金融的发展。在模型中我们可以发现，CRED 和 PROP 的系数均为正数，尽管有个别结果不太显著。这与 LLSV 和 Levine 等学者的研究结论是一致的。

（3）监管制度对金融发展的影响不太确定。在模型中我们可以发现，GREG 系数显著，但 PRRG 的系数却不显著，并且回归结果的符号我们可能还有待进一步考虑。

（4）强大金融利益集团的存在不利于促进金融的发展。在模型中，INTE 的系数为负数，这与 Rajan 等研究是一致的。金融利益集团的力量越大，则金融市场的垄断性越强，金融创新的动力越小，因而金融发展的水平就越低。但我们也要看到，这个结果并不显著。

（5）文化传统对金融发展有一定的影响。但这种影响力从回归结果来看或许比较小，并且作用的方向还有待深究。此外，在模型中我们还发现，经济发展水平和地理环境都对金融发展都有着一定的作用。

四、 束语及对中国的启示

我们的计量分析结果充分证明，制度因素在金融发展中起着关键的作用。结合以上的计量分析结果及中国的现实，本章认为，要实现中国金融业的健康、持续发展，中国就必须：

（1）进一步推进国有商业银行的产权改革。虽然目前中国的国有商业银行纷纷进行股份制改革，但仍存在着因“产权不清”的国有股占绝大比重而导致的公司治理结构不健全、不良贷款比例较高、融资结构失调等问题^①。大量的实证研究结果也表明，在

^① 虽然我国政府从 1998 年以来，不断花费巨资来拯救四大国有商业银行，但实际上很多政策无功而返。

以国有商业银行为主导的金融系统中, 不仅不利于硬化对国有企业的市场约束 (Cull 和 Xu, 2000), 而且也不利于实现资本的合理流动及有效配置 (Boyreau-Debray 和 Wei, 2005), 从而会严重地影响金融的健康发展及经济效率的不断提高。因此, 只有彻底地进行国有商业银行的产权改革, 以使商业银行形成真正的公司治理结构, 才能将为中国金融业的健康蓬勃发展奠定良好的制度基础。

(2) 切实加强对投资者权利的法律保护。根据 Allen、Qian 和 Qian (2002) 的研究, 虽然从法律条文来看, 中国在对投资者权利的法律保护程度上是非常高, 但是在法律的执行质量上, 中国不仅低于各个法系的平均水平, 就是与主要新兴市场国家相比, 也基本上是最底的。而根据 Pistor、Raiser 和 Geifer (2000) 的研究, 在转型国家, 法律的执行效率相对于法律条文规定来说, 对金融的发展更加重要。因此改善法律制度特别是改善法律的执行质量对于促进中国金融的发展是极为重要的。

(3) 努力削弱金融利益集团对中国金融发展的负面影响。在中国, 当前的金融机构体系呈现由少数机构垄断的特点, 因而具备形成独立利益集团的条件 (陆磊, 2000), 因此建立竞争性的银行结构将有利于中国银行业的健康发展。由于中国还没有真正成立民营银行, 虽然外资银行在我国金融领域广泛参股, 但是参股的比例还比较小, 不能充分发挥外资银行竞争者的作用, 因此, 鼓励民营银行的发展以及扩大外资银行的持股比例, 将有利于促进我国金融的进一步发展。

参考文献:

1. 贝克、莱文: “法律制度与金融发展”, 吴敬琏主编《比较》第 22 辑, 中信出版社, 2006。
2. 江春、许立成: “法律与金融中介的发展: 一个再检验”, 《制度经济研究》, 第七期, 2005。
3. 江春、许立成: “法律制度、金融发展与经济转轨——法与金融学的文献综述”, 《南大商学评论》, 第 9 期, 2006。
4. 邓乐平、皮天雷, 《法与金融的最新研究进展述评》, 《经济学动态》, 2007, 1。
5. 谈儒勇, 《中国金融发展何经济增长关系的实证研究》, 经济研究, 1999 年第 10 期。
6. 卢现祥: 《新制度经济学》, 武汉大学出版社, 2004 年版。
7. 柯武刚、史漫飞: 《制度经济学——经济秩序与公共政策》, 商务印书馆, 2000 年。
8. Levine, R. 1997, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, Journal of Economic Literature 35。
9. Rousseau, P. L. and P. Wachtel, 2000, “Equity markets and growth: cross-country evidence on timing and outcomes, 1980-1995”, Journal of Business and Finance 24, pp.1933-1957.
10. Schumpeter, J. A. 1912, “The theory of economic development”, MA: Harvard University Press.
11. Shaw, E., 1973, “Financial deepening in economic development”, Oxford: Oxford Univ. Press.

目前四大国有商业银行的不良贷款经剥离后仍然进一步上升就是对此的最好证明。

Law and Finance: Theoretical hypothesis to China

Pi Tianlei

(Chinese financial research centre of southwestern university of finance and economics, Chengdu, 610074)

Abstract: This article starts with the legal origin, which can explain the financial development of a number of hypotheses, analysis of the legal impact on the socio-economic. By setting the output of the financial and social development and the general mode of institutional factors, as well as evidence of regression model, testing the effects of different variables on the size of the role of financial development, in order to address the development of China's financial system and provide a useful train of thought.

Key words: LISV financial supervision legal origin

收稿日期: 2008 年 12 月

作者简介: 皮天雷, 西南财经大学中国金融研究中心 2005 级博士研究生