

法与金融研究述评

皮天雷

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 本文首先将法与金融的研究分成宏观法与金融理论和微观法与金融理论领域, 重点对该理论的一些最新理论研究成果与实证检验的进展以及我国学者的研究进行了详细的综述。最后指出, 尽管法与金融理论还有很多不足, 但它对金融领域的诸多问题具有极强的解释力, 一些结论对我国颇有启示。指出未来中国法律金融的研究应立足于中国的现实, 需要将法与金融理论本土化、中国化, 这也是本文的核心立意。

关键词: 法与金融, 法律移, 金融发展

一、融的产生与发展

法与金融 (Law and Finance) 是从 20 世纪 90 年代中后期才在美国兴起的一门由金融学 and 法学交叉而形成的新兴学科, 是法与经济学和法律经济学在金融学领域的运用和发展。它应用金融经济学和计量经济学方法分析和探究法律和金融的关系、法律和法律制度对国家金融体系的形成、金融体系配置资源的效率、公司金融、金融发展以及经济增长的影响。1998 年, 来自美国哈佛大学、芝加哥大学的四位学者 La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny (以下简称 LLSV) 发表了“法与金融”¹ (Law and Finance) 这篇奠基性文献, 标志着法与金融的产生。自此以后, 法与金融渐渐引起了越来越多的法律学者、经济学者、金融学者、管理学者甚至历史学者的研究兴趣, 他们的工作极大地推动了法与金融的发展。

法与金融研究目前还没有一个统一的研究范式, 尚未形成完整的理论体系, 一些研究成果散落于法律经济学、新制度经济学、管制经济学以及金融法等领域的一些专题研究文献中。

目前, 法与金融有两大研究方向:

(1) 结合法律制度来研究金融学问题, 也就是以金融学为中心、以经济学或计量经济学作为分析工具, 同时研究涉及的法律问题, 强调法律环境因素对金融主体行为和金融系统运行的影响, 比较金融组织在节约交易成本方面的功能性结构和与其相适应的法律形态;

(2) 利用金融经济学的研究方法来解决法律问题, 即运用经济学、金融学的最优化、均衡、效率、风险、收益等概念和工具来解析金融法律制度, 描述和评判金融法律制度和法院的行为和效果, 将法律原则转化为经济学原则, 去解释金融法背后的效率逻辑。

根据作者的认识与理解, 法与金融已经取得的成就也可以分成两个领域:

(1) 宏观法与金融, 即研究法律和金融的关系、法律起源、法律移植与金融发展、法系与金融发展、司法效率与金融发展, 投资者保护、债权保护与金融发展等问题;

(2) 微观法与金融, 即研究法律与企业成长、企业融资能力、融资成本, 法律体制的质量与企业所有权和企业规模, 投资者保护与企业公司治理、公司价值等问题。

二、金融: 宏观视角

在解释金融发展的国别差异时, 法与金融的重点是法律制度的作用。首先, 法与金融认为, 在法律体制强调私人产权、支持私人契约安排并保护投资商合法权益的国家, 储蓄者更愿意资助企业, 金融市场活跃。其次, 在过去几百年中形成的、并通过征服、殖民和模仿在国际上传播的各种欧洲法律传统, 有助于说明当今各国在保护投资商、契约环境和金融发展方面存在的

¹ 目前, 不少学者仿照“法与经济学”(Law and Economics)的概念, 将“Law and Finance”称为“法和金融学”, 笔者认为, 作为一门学科, 应该有明确的研究对象、成熟的研究范式和完整的内容体系, 而法与金融由于刚刚起步, 其研究范式和理论体系都还很不完善, 因此目前称之为“法和金融学”尚为之过早, 我们称之为法与金融则应较为贴切一些。

差异。然而，相反的理论 and 证据则对此类法律和金融理论的作用提出了挑战。当前的一些最新研究表明：政见、社会规范、宗教倾向或地理因素甚至其他的一些内在因素可能才是推动金融发展的主要因素（Beck, 2006）。许多人认为政见、宗教倾向或地理因素是推动金融发展的主要因素。最后，有些研究人员怀疑法律制度的主要作用，并认为其它因素对金融发展也很重要。

（一）法律起源与金融发展

1、法律起源决定金融发展：LLSV 范式

施莱弗教授等的研究出发点，是（外部）投资者保护与金融的关系。他们设计了若干指标，主要是外部股东（少数股东）和债权人的权利在法律上能够得到来自企业内部（经营者和大股东）的多大程度的保护，以及 49 个国家在法律执行上如何有效等。这些指标体现了保护投资者的程度、法律执行的质量等变量与资本市场的发达程度、股票市场的相对规模、上市公司的数量（人均）、首次公开发行上市的活跃程度、股东持有股份的分散化等变量之间很强的正相关关系。他们明确指出，这些显示保护投资者和法律执行质量程度的各项指标，与各自国家的法律制度起源密切相关。

按照上述分类，LLSV 明确指出，在保护投资者（法律及其执行的实效性）方面，其法律体系以英国判例法为起源的国家表现得最强，以法国成文法为起源的国家表现最弱，以德国、北欧各国法律体系为起源的国家表现居中；此外，以法国法为起源的国家，其资本市场的发展速度最慢。对投资者进行保护等法律制度的完善以及市场的发展阶段，是要依赖于该国整个经济的发展阶段的。LLSV 认为，即使是考虑到经济发展阶段的不同（将人均 GNP 作为说明变量进行调整），以法国法为起源的国家在保护投资者以及资本市场的发达程度方面还是比以英国判例法为起源的国家落后。

LLSV 为了进一步强调法律制度起源的作用，除上述的金融领域外，还分析了法律起源与政府对民间经济活动干预程度之间的关系。LLSV（1999）将 124 个国家保护产权的程度按国别指数化，对它们与法律起源之间的关系进行研究。另外，他们还收集了 85 个国家在创办企业的准入制度上的数据（Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer 2002a）²。基于以上分析他们得出结论，即便考虑到了经济发展程度的不同，以英国法为起源的国家的政府干预程度比以法国法为起源的国家要弱，其整体经济绩效也较好。

Beck, Demirgüç-Kunt 和 Levine 对两种有关法律起源影响金融发展的理论进行了评估。“政治机制”³强调法律传统赋予个体投资商的权利重点与其赋予国家的权利重点是不同的，而这反过来影响产权和金融市场的发展。LLSV（1999）指出成文法传统倾向于建立一个强有力的政府，加上一套相应的执行其决定的成文法往往会使社会的资源流向那些特权群体，同时，强权政府很难不对金融市场进行干预，而这就会阻碍金融的发展。La Porta 等（2003）发现，在成文法国家，政府往往很少实行法官终身制，或赋予法院处理与政府相关纠纷的权限。但 Rajan 与 Zingales（2003）却认为两次大战间，在以金融发展为代价的扩大政府作用方面，成文法国家的政府往往比普通法国家的政府有效得多。

“适应性机制”则认为法律传统在适应商业环境变化方面的能力不尽相同，而与僵硬的法律传统相比，由于普通法总是随着不断变化的社会需求进行改革，因而其具备了一种内在的动态演化性，而这一特性能够迅速适应商业环境变化以缩小经济契约需求与法律体制能力间缺口的法律体系能更有效地推动金融业发展。La Porta 等（2003）的研究表明，普通法国家一般更可能将司法判决作为法律的渊源。Djankov 等（2003a）还强调法律形式主义的差别也会影响法律的适应性。

2、法律变革与金融发展的因果关系：对 LLSV 的驳论之一

柴芬斯（Cheffins, 2000）研究发现，在 20 世纪之前的英国，私有企业在伦敦交易所上市

² 此外，他们还以因驱逐拖欠房租的房客和回收拒付支票为例，将各国在处理这类纠纷的司法上的程序形式主义程度（审判官是否必须由专家担任、书面记录比口头辩论更受重视的程度等）进行指数化比较（Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer 2002b）。

³ 政治机制建立在两个前提之上：（1）不同的法律传统在保护私人投资者权利与政府权利方面侧重不同；（2）私有产权保护是金融发展的基础。因此，根据法与金融理论的这一观点，历史传统形成的各种法律传统的差别能够对金融发展的国别差异进行解释（LLSV, 1998）。

的几乎没有,在整个 20 世纪,通过公开发行股票募集资金,随后在伦敦股票交易所上市的企业数量却显著增加,他认为,尽管英国的司法制度提供了稳定而诚实的争端解决方式,但其法律制度在 20 世纪前期的大多数时候并没有为中小投资者提供很好的保护,但市场却产生了保护投资者利益的很好替代方式,如自律监管体制,它们在中小投资者保护中起到了替代性作用,也就是说,法律对英国的所有权和控制权体系形成的影响并不像 LLSV 所强调的那样。

科菲(John C. Coffin, 2001)考查了美国和英国公开证券市场的发展历史,发现在 19 世纪末,美国和英国都没有为中小投资者提供强大的法律保护,而且(至少在美国)个人控制权很大。尽管没有对中小投资者良好的法律环境,美国和英国都成功发展了发达的证券市场。通过分析历史经验,他认为,法律变革总是滞后于金融发展的实践,法律改革需要大量公众股东相应利益需求的支持,只有他们在政治上提出修改法律、增加有关投资者保护法律条款,有关投资者保护的法律改革才具有了民间上的合法性和合意性。按照这个逻辑,应该是金融发展实践是因,法律变革是果,这恰恰与 LLSV 的理论相反。

3、法律移植与金融发展:对 LLSV 的驳论之二

基于上述 LLSV 的分析,法律制度不仅外生地决定了国家的经济架构和经济绩效,其产生的影响还取决于该制度是从哪个国家移植过来的。哥伦比亚大学法学院的卡塔琳娜·皮斯托教授(Katharina Pistor)就是对法律制度起源(Legal origin)的重要性持怀疑态度的法律学者之一,她认为“法律并非重要”(Law is trivial)。她的研究着眼点主要是放在某个国家接受法律制度移植时的移植过程上,而不是这个法律制度起源自哪个国家,作为法律执行效率性的决定因素,法律制度的移植过程比法律制度的来源更加重要(Berkowitz, Pistor 和 Richard, 2001)。

另外, Pistor, Keinan, Kleinheisterkamp, West (2002, 2004) 将过去 200 年中移植了公司法的六个国家,即西班牙、智利、哥伦比亚(以上源自法国法)、以色列、马来西亚(源自英国法)、日本(源自德国法→美国法)的公司法的演进与其起源国进行了比较分析。他们认为考察法在金融和经济发展中的作用,需要从法律制度的两个方面入手:法律条文(law on the book)和法律执行(law enforcement)。在 20 世纪 90 年代,转型国家在从计划经济向市场经济转换中,法律制度发生了根本性的变化,原有的社会主义法律体系被废除,代之以西方发达市场国家的法律。虽然对于私人产权和投资者权利保护的正式法律条文的质量迅速改善,但是法律的执行效率在这些转型国家并未随之改进多少。

他们的研究结果认为无论制度移植国的制度源自哪个国家,都发生了与起源国极其迥异的演进形式。最后 Pistor 等(2004)强调,尽管几乎所有国家(哥伦比亚除外)最终都开始依照国内的问题和情况对公司法进行改革,但这并不意味着引进正规的法律制度后就可以立即应用,也不意味着法律制度能够进入一个可以根据使用者的需要自发性地进行的连续性演进程序。对于转型国家而言,虽然新的法律迅速颁布实施,但是执法部门对于新法的认知和理解是一个过程,不会随之迅速提高,再加上其他一些因素,比如执法官员的贪腐、寻租,造成转型期间法律执行效率差。而低的执法效率又会对金融市场产生负的影响。当投资者对执法效率缺乏信心时,要提高金融市场的投资者保护水平,改进和完善法律条文只是部分的解决办法。这对于我们国家法律和金融发展,也会有意义。⁴

(二) 法律、政治与金融发展

一个国家的法律起源有助于解释其当前的金融制度发展,在促进私人交流和自我调整以支持新的金融和商业交易方面,不同法律体系的能力是不一样的。一个国家不能改变其法律起源,但却可以改革其司法体系。其方法是重视外部投资商的权利、保证更可靠的和更有效的合同执行、以及建立更易于适应不断变化的经济条件的法律体系。

Beck、Demirgüç-Kunt 和 Levine (2004) 评估了三个公认的有关金融发展历史成因的理论。他们还提出了对其中一个理论的扩展建议。法与金融观点着重说明不同的法律传统在不同程度上强调私人投资相对于国家的权利,它在金融发展方面有许多重要流派。动态法与金融观点补

⁴ 中国同样也是一个转型国家,同样面临如何有效保护投资者权益,改善公司治理和发展现代金融系统的问题,我国的法律体系也一直比较落后,因此根据 Pistor Raiser, Gelfer (2000) 的观点我们不仅要加快制定投资者保护的相关法律法规,更重要的是加强法治水平。

充了法与金融观点，它强调法律传统在适应条件变化方面的能力也是不同的。政治和金融观点否定法律传统的重要作用，而强调政治因素影响金融体制的发展。天赋观点认为，当欧洲移民在全球各地进行殖民化统治时，其死亡率影响了他们最早建立的制度，而后者则对今天的制度产生了持久的影响。作者的经验性研究结果非常符合强调法律传统作用的理论。它们为天赋观点提供了有限的支持。有关数据与强调政治结构特征的理论出入较大，尽管政治可以给金融部门造成明显的影响。换言之，一个国家的法律起源（无论其法律传统是英国式的、法国式的、德国式的还是斯堪的纳维亚式的）有助于解释其目前的金融制度，即使在不受其它因素影响的情况下也是如此。具有法国式法律传统的国家一般金融制度较弱，而具有习惯法和德国民法传统的国家，一般金融制度较强。

（三）法律执行、法律不完备性与金融发展

哈特（Hart，1995）认为一国的合同法、公司法、证券法以及对这些法律的执行情况从根本上决定了证券持有人以及整个金融体系的运行状况。LLSV（2000a）发现法律执行力的差异会影响人们购买证券和参与金融市场的信心。皮斯托等人（Pistor, Katharina Pistor, Martin Raiser, Stanislaw Gelfer, 2000）在分析 24 个转型经济国家投资者保护水平与该国证券市场发展规模的关系后发现，执法效率是解释一国证券市场发展规模的一个重要变量，制约转型经济国家金融市场发展的一个重要因素是执法效率的低下，回归分析表明，执法效率比法律条文的质量对金融市场的发展水平有更强的解释力。该研究结果指出了转型经济国家从中央计划经济向市场经济转变的一个根本问题，即转型的成功需要国家的角色完成由经济活动的直接协调者向公正的公断者的转变。而投资者对执法效率缺乏信心表明，这种转变尚未完成。在这种环境下，要加强证券市场的投资者保护水平，改进和完善法律条文最多只是部分的解决方法。

皮斯托和许成钢（Pistor and Xu，2002，2005）认为：法律是内在不完备（Incompleteness）的，这意味着不可能制定出能准确无误地说明所有潜在损害行为的法律。当法律高度不完备且违法行为会导致重大损害时，将执法权分配给监管者而非法庭是最优的，因为监管者能主动开展调查、禁止损害行为或强制罚款。为了避免阻吓和监管失灵，转型经济应该发展除执法之外的机制。对政府机构进行的任何额外权力的转移，都应该辅之以治理机制，这些机制要能使权力的滥用最小化，还要能创造对政府机构的激励，使他们制定社会福利而不是个人利益最大化的决策。

（四）社会规范与法律制度

小约翰·科菲（John C. Coffee，2005）从公司控制权利益入手，论述了社会规范对股东保护程度、公司行为等关系到资本市场发展的因素的影响，并对由哈佛大学经济系教授施莱弗等人的法系决定论提出了一些质疑。作者还指出：一是公司遵守并非法律强制的规范能够显著影响该公司的市场价值；二是在法律机制上做出创新，并以此来发展一些指标体系以认定公司是否遵守规范行为，也许是公司律师们为其客户所能提供的最重要的服务之一。

5. 法律制度与经济体系关系的一种新视角：“内生性法律理论”

皮斯托（Pistor，2002，2005）指出：与法律制度的起源相比，更应重视法律制度适应该制度移植国原有的国情的过程，进行“内生性”的改变。在此基础上，皮斯托教授提出了一个新的研究方法——“内生性法律理论”（Endogenous Law Theory）。该理论认为，从法律制度是经济体系中的“内生变量”这个角度来看，通过修改法律制度去强制性地改变各类主体行为的做法不会有多少效果。

鹤光太郎（Tsuru Kotaro，2003，2005）发现，法律制度“并非是不变的、外生性的要素，它以民间行为主体自我约束性的博弈均衡形式内生地生成，并对上述均衡与行为模式加以强化、巩固”。对我们来说，重要的是要看清在民间行为模式没有受到制约的情况下存在的、自我约束性最优均衡是否已经形成，即对现存法律制度是否阻碍了民间最优反应作出判断。这是因为，均衡作为民间自身的最优行为模式，与法律制度之间经常会发生背离，对这种背离的判断是最关键的。强行地改变法律制度，以此改变人们的行为模式，其结果是“强扭的瓜不甜”。鹤的这一分析为我们重新思考法律制度与经济体系的关系，探究法律制度改革提供了一个新的视角。

三、法与金融：微观视角

韦伯认为，理性的可预测的法律是资本主义产生的前提之一。经济学界日益重视对法律问题的研究，当前对法律制度的国际比较也成为经济学研究的重要内容。通过对各国法律传统与法律制度的研究来分析好的市场经济和坏的市场经济所产生的不同制度基础。那么法律在经济、金融发展中究竟有什么作用？从经济学的视角来看，法律在支持金融发展中的作用主要体现在保护产权、保证合约执行、降低代理成本、减少信息不对称等许多方面。

微观法与金融的研究集中在国家层面上保护投资者的措施，着重研究不同国家和不同法系在法律体制方面的差别。最新的文献研究了法律与企业的融资能力（2005）、法律与银行信贷的关系（2006）以及同证券市场发展的关系，取得了不少有价值的成果。

（一）法律与企业的融资能力

法与金融认为，一个国家的法律起源影响该国企业的融资能力。Beck, Demirgü-Kunt 和 Levine（2003）用 38 个国家 4000 多个企业的数据表明，在具有法国式法律起源的国家中，企业获得外部融资的障碍明显高于习惯法国家中的企业。接着，他们的研究表明，具有法国式法律起源的国家往往法律体系的适应性较差，其定义是把判例法和公平原则而不仅仅是成文法作为法律判定基础的程度；并且司法部门的政治独立性较差，其定义为最高法院法官的任期和他们对涉及政府的案件的裁判权限。最后，作者发现，在解释企业在签订外部融资合同时面临的障碍方面，一国法律体系的适应性比司法部门的政治独立性更重要。因此，通过用经验性方法证明法律起源上的国际差异与企业层面上金融体制运转之间的联系，作者从各种不同解释中确定了法律对金融发展的重要意义（Beck、Demirgü-Kunt、Levine，2004）。

（二）法律与企业规模

Beck、Demirgü-Kunt 和 Maksimovic（2002）用 44 个样本国家研究了怎样用一个国家的金融制度和法律体制的特性来解释其最大工业企业所达到的规模。他们发现，在债权人权利较大和法律体制效率较高的国家，获得国外融资的企业规模较小。这表明，在对债权人权利保护较弱的国家，企业规模较大，其目的是将对资本投资的保护内部化。

Beck、Demirgü-Kunt 和 Maksimovic（2003）还研究了企业规模、企业增长所面临的金融与法律制约问题。他们使用唯一的来自企业的详细调查数据库（包括 54 个国家）调查了企业所报告的制约因素：不同的金融、法律和腐败问题，是否实际影响其增长率。结果表明这些要素制约企业增长的程度主要取决于其规模，即三个制约因素一致对最小型企业有严重的负面影响。在金融与法律体制发展不完善和腐败更严重的国家，企业增长受到所报告的制约更大的影响。因而，对改善金融与法律发展和减少腐败的政策措施进行充分修正和调整，以促进企业增长，特别是发展小型和中型企业。但其结论也表明“高效”法律制度的直观描述词与总体法律制约（预测企业增长）的组成部分无关。这一分析结果表明对法律体系影响企业绩效的机制不太了解。作者的研究结果还提供了关于银行官员的腐败制约企业增长的证明。在对克服因信息不对称所导致的市场失灵发挥金融制度监测作用进行模型分析时，应该考虑到这一“制度失灵”（Beck、Demirgü-Kunt、Maksimovic，2003）。

（三）法律与证券市场发展

皮斯托与许成钢（Pistor&Xu，2005）以中国股票市场的最初发展为例，通过研究提出行政治理（Administrative Governance）能够代替正式的法律治理。而行政治理的核心是“配额制”。因为配额制在首次公开发行阶段，能提供有效的激励，以刺激地区竞争，收集分散的信息。

施莱弗教授（Andrei Shleifer，2006）考察了 49 个国家的证券法，特别关注证券法如何规制新股票的公开发售。随即提出关于证券市场“最佳法律配置”的三种理论假说。为了验证这些假说，施莱弗通过来自 49 个国家的律师的合作，收集制作了一个规范证券发行的法律法规数据库。运用这个数据库建立证券法规的定量分析指标，重点关注强制信息披露、责任标准和公共执法；并详细考察了这些定量分析指标与证券市场发展若干指标之间的关系。结果发现：证券法对证券市场的良好发展具有重要的作用，当只存在市场力量，而缺乏相应的法律制度时，

证券市场不会繁荣。证券法之所以起作用，不是因为证券法提供了公共执法，而是因为它能够便利私人缔约。这一发现表明了进行法律改革以支持市场发展的必要性。

（四）法律与信贷市场发展

越来越多的实证经验表明：法律是信贷市场发展的一个重要决定因素，至少从长期来看如此（La Porta 1997, 1998; Levine 1998, 1999; Djankov, 2006）法律的主要作用在于它赋予债权人权利以保障合同执行。有效的法律制度能够降低贷款风险，并使经济体中信贷规模占 GDP 的比重有所增长。哈斯曼、皮斯托与维格（Haselmann、Pistor and Vig, 2006）对 12 个经济转型国家进行了研究，结果发现：法律确实促进了信贷行为，债权人权利保护的总体水平与信贷规模正相关，同样，法律变革与信贷规模增长之间也呈正相关。

虽然实证结论支持法律制度的变革促进信贷规模的增长，但是作者在文中并未能完全确定法律影响信贷行为的传导途径。他们在最后指出，要证明法律与之间信贷市场的因果关系，就需要能清楚地理解法律对债权人信贷行为直接和间接的影响，对这些影响的深入认识显然对于试图促进信贷发展，促进贷款增长的经济决策者具有重要价值。

也有不少学者研究了法律制度、投资者保护对于金融市场发展的影响关系，发现良好的法律制度可以促进金融市场发展，因此进行法律变革，加强对中小投资者的保护是支持金融市场发展的重要因素。LaPorta、Lopcz-de-Silanes 和 Shleifer（LLS, 2006, 他们初稿写于 2002 因此不少文献引用的是其工作论文 LLS, 2002）以 49 个国家的数据检验了证券法对金融市场发展的作用。在证券交易中，由于存在法律的不完备性，基于市场机制的合同法和基于法院体系的侵权法的执行成本很高，证券法作为一种专门的法可以减少契约和执行成本。对证券法如何可以减少成本还有两种观点：

（1）Glaeser、Johnson 和 Shleifer（2001），Pistor 和 Xu（2002）认为在证券交易中，私人执行的激励很小，从而不足，证券法提供了一个替代性的公共执行人—监管机构（如证监会证交所等），可以减少金融市场运行成本，有效的保护中小投资者权利；

（2）Bergman 和 Nicolaievsky（2002）认为，证券法为交易双方提供了各方责任明晰规范的合同形式与诉讼形式，从而减少了契约制定和执行成本，即便利了私人执行和证券交易。

在文中，他们提出了关于证券市场“最佳法律配置”的三种理论假说。为了验证这些假说，他们专门建立了一个规范证券发行的法律法规数据库，并运用他们收集的数据建立了证券法规的定量分析指标（该指标着重关注信息披露、责任标准和公共执法）；然后详细分析了这些定量指标与证券市场发展若干指标（IPO，证券市场资本化/GDP 等）之间的关系。他们发现：证券法对证券市场的良好发展具有重要作用，当只存在市场力量，而缺乏相应的法律制度时，证券市场不会繁荣。证券法通过提高公共执法（对契约形式的法律规定和法律执行），便利了私人契约的缔结，从而促进了金融市场发展。

（五）投资者保护、公司治理与金融发展

法与金融最近关于公司治理结构的研究发现，各国之间在所有权集中度、资本市场的发展、投票权的价值以及利用外部融资等问题上存在具有制度性差异。而且这些差异看起来与对少数股东投资者的法律保护力度密切相关。反过来，这种法律保护的水平又似乎依赖于各国法律体系的性质与起源。特别是在对投资者提供保护方面，普通法系远远超出了民法系（尤其是法国民法系）。反过来，这又鼓励了资本市场的成长与所有权的分散。结果，公司中就出现了所有权集中及所有权分散两种相反的体系，而每种体系均有各自不同的公司治理结构。因此，法与金融关于投资者保护的研究思路可以概括为：

法源→商法（公司法）→投资者保护→企业融资和所有权结构→公司治理→公司价值→经济绩效和经济发展。

1、法律与投资者保护

LLSV 在《Investor Protection: Origins, Consequences and Reform, 1999》中，不但对法律差别、各国法律实施效率进行了详细描述，还讨论了这些差别的可能起源，同时也对他们的影响进行了总结，并对公司治理的潜在策略进行了评估。最后还提出，契约的履行是需要成本的，当这种成本大到一定程度后，用法律制度对投资者的保护代替契约履行，并以此控制

管理者，或许是更有效的手段，以主银行型或主市场型为标准区分各国的金融制度、公司治理结构并非恰当，用法律方法去理解公司治理及其改革要比通常存在于以银行为中心和以市场为中心的金融系统间区别的方法更有效，通过法律对投资者保护的力度不同，理解各国金融制度、公司治理结构的差异更为合理。

2、投资者保护、融资体制与所有权结构

目前，有关投资者保护影响的实证分析大多只局限于对有关数据的对比性描述。实证分析证明：投资者保护程度决定了一国金融市场的发展水平。当公司治理外部环境好时，企业主（内部人）愿意和放心从外部筹措资金，同时投资者也乐意把资金投入企业。当股东权力保护程度高时，人们就愿意通过股权来相互融通资金，就会促进该国股票市场的发育与成长。同理，当债权人权力受到保护时，也会出现一个良好运行的债券市场。⁵

LLSV（1999）对 27 个发达国家大公司控制权结构的实证研究表明，投资者保护程度的确和所有权集中程度呈反比关系。克拉森等（Classen, 2000）对东亚 9 国的研究也证实了这一点，他们的研究发现，除了日本外（对投资者保护较好），其他国家的公司普遍是由家族控制和经营，最大的 10 大家族控制了 18%~58% 不等的股票市场市值。Burkar 等（2002, 2004）在理论上论证了，从动态角度看，随着投资者保护程度的提高，控制权的私人收益会越来越小，所有权也会趋于公众化，同时公司价值也得到提升。

3、投资者保护、公司治理与经济绩效

公司治理在某种程度上说就是保护投资者权力不被侵害和掠夺的一套机制。1999 年，LLSV 在《Investor Protection and Corporate Valuation》中，利用世界上最富有的 27 个国家数千家公司数据，构造模型进行检验，用“托宾 Q”测定公司的价值，用国家的法律起源及其特定的法规指数测定投资者保护的力度，研究了投资者保护和控股股东的所有权对公司价值的影响。结论显示，投资者保护程度高的国家，企业的托宾 Q 要大于投资者保护程度低的国家，而且企业价值更大。他们通过对英美法系国家和大陆法系国家进行比较发现，在投资者保护较好的英美法系国家，公司内部治理结构更为合理，资本在公司间的配置更有效率；而在投资者保护较差的大陆法系国家，公司的股权集中程度较高，并且公司绩效较低。

Classen 等（1999）从反面说明了这一点，他们发现当投资者保护程度低时，集中所有权反而会提高公司的价值。对投资者保护不力的治理结构会导致一国金融体系的不稳定，进而影响一国的整体宏观经济变量。Johnson 等（2000）从公司治理角度研究了投资者保护和金融危机之间的关系。其研究表明，在经济稳定时期，即使在投资者保护程度低的国家，内部人为了长期筹集资金的需要也会“善待”外部投资者。一旦经济状况恶化，前景不明，内部人就会加大对投资者的侵害和掠夺，公司治理越差的国家，对投资者的掠夺就会越加严重，进而导致股票价格的急剧下跌。⁶

四、法与金融：未来研究展望

研究法与金融的关系对于正在寻求金融改革突破口的中国具有特别重要的意义。如果通过研究发现，法与金融在中国有着十分密切的关系，我们就有充足的理由认为加强法制建设对于我国金融体系的演进是必要的。正是在这个意义上，需要学者们通过各种办法针对我国的实际来检验法与金融的关系。

笔者以为，今后的研究方向或许主要有以下几个方面：

（一）运用时间序列分析方法，检验法与金融的因果关系

为了检验法与金融的因果关系，我们首先建立衡量法制建设与金融发展情况的指标。然后建立向量自回归模型，模型中包含三个内生变量，依次反映了我国在一定时期的经济增长、金

⁵ 也就是说，只要投资者权力得到保护，股票和债券市场可以同时良性的发展，本质上两者不存在替代关系。LLSV（1997）用外部融资占 GNP 的比重、每百万人拥有上市公司家数、每百万人 IPO 的数量以及债务占 GNP 的比重等指标对不同法系国家的金融市场进行了实证比较分析，证实了上述推论，即普通法系国家不论是股票市场还是债券市场都要比大陆法系国家来的发达。

⁶ 事实上，我们可以看到，在对亚洲金融危机的实证研究中，公司治理变量很好地解释了市场危机的发展程度。

融发展与法制建设的情况。通过格兰杰因果关系检验就可以找出这三个变量之间可能存在的因果关系的方向。如果检验结果表明, 法制建设能够导致金融发展, 而金融发展能够导致经济增长, 那么我们的目的就达到了。

(二) 运用面板 (Panel Data) 分析方法, 检验法与金融的相关关系

考虑到样本容量的大小以及短期波动性所带来的影响, 在检验法与金融的相关关系时, 我们不能仅停留在使用针对各个省份的横截面数据, 应该既包括横截面数据也包括时间序列数据, 即采用面板数据。这些数据反映了我国各个省份在一定时期法制建设与金融发展情况, 采取移动平均法 (包含的期限可根据数据采集的时间跨度来确定), 对数据进行适当处理后, 就可以进行回归 (根据截距项的选择, 可分三种情况, 即普通模型、固定效应模型以及随机效应模型), 进而根据回归的结果判断法与金融关系是否存在以及这种关系的强弱与稳健性。

(三) 从微观的角度研究法律影响金融发展和经济增长的传导机制

哈斯曼 (Haselmann, 2006) 等认为, LLSV 首创的法与金融研究存在着如下的一些局限: 首先, 这一领域的大部分研究都采用宏观指标, 但这些总量指标难以分析法律变革对不同市场参与者的影响; 第二, 法律变革方面存在着内生性问题, 法律与经济增长之间的因果关系仍然相当微妙而且远未确定。大部分现有的研究依赖对于不同的法律制度与不同的经济参数的跨国分析, 但很明显, 法律结构不同的国家在其他方面也必然存在着差异, 这会使结论存在很大的偏差; 第三, 法律变量一般来说都具有粘性, 一般我们很难观察到法律变量的国内变化。因而在我们未来对法与金融的研究中, 必须从微观的角度系统研究法律影响金融发展和经济增长的传导机制。

(四) 运用事件分析法, 检验法律的颁布或实施带来的短期影响

事件分析法广泛应用于研究某一事件的发生所产生的短期效应。近年来, 随着经济体制改革的深入, 我国加快了立法的步伐, 不断有新的法律问世, 而一些旧的法律也随着形势的变化不断调整与完善, 这些事件均会对我国的经济生活领域产生或大或小的影响。如新的《公司法》与《证券法》将于 2006 年起开始实施, 它的实施会不会对证券市场的行情产生影响? 回答这一问题我们就可以采用事件分析法来研究法律实施的影响。

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”, 《制度经济学研究》, 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. 卢峰、姚洋: “金融压抑下的法治、金融发展和经济增长”, 《中国社会科学》, 2004 (1)。
5. 谢平、陆磊, 2005, 《中国金融腐败的经济学分析》, 中信出版社。
6. 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。
7. 刘博、皮天雷, 《惯性策略和反转策略: 来自中国沪深 A 股市场的新证据》, 《金融研究》, 2007, 8。
8. 皮天雷, 《金融生态的法律制度研究: 基于新制度经济学的分析》, 《金融理论与实践》, 2006, 2。
9. 皮天雷、段宇信, 《金融生态中的法律制度探讨》, 《财经科学》, 2006, 3。
10. 皮天雷, 汪燕, 《转型经济中法律与金融的发展》, 《财经科学》, 2007, 7。
11. 皮天雷、杜光平, 《基于中国金融中介发展的实证分析》, 《统计与决策》2004. 3。
12. 韩廷春, 《金融发展与经济增长》, 清华大学出版社, 2002 年 9 月, 第一版。
13. 韩廷春, 《金融发展与经济增长: 基于中国的实证分析》, 经济科学, 2001 年第 3 期。
14. [美] 约翰. N. 德勒巴克、约翰. V. C. 奈编, 张宇燕等译: 《新制度经济学前言》, 经济科学出版社, 2003 年。
15. [美] 道格拉斯. C. 诺思: 《经济史中的结构与变迁》, 上海三联书店, 1991 年, 1—2 页。

- 16.Allen, Franklin, Jun Qian, and Meijun Qian , 2002, “Law, finance, and economic growth in China”, University of Pennsylvania mimeo.
- 17.Beck, T., Demirguc-Kunt , Ross Levine (2002), Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? World Bank Policy Research Working Paper 2904, October 2002.
- 18.Caprio, G., Laeven, L. and R.Levine., 2004, “Governance and bank valuation”, World Bank Working Paper, No. 3202.
- 19.Coffee, Jack C. Jr. 1999, Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, Journal a/Corporation Law 25: 1-39.
- 20.Demetriades, P. O. and Hussain, K. A. Does Financial Development Cause Economic Growth? time series evidence from 16 countries. Journal of Development Economics, 1996,51(3),PP. 313~328.
- 21.Glaeser, E. L. and A. Shleifer (2002), Legal Origins, Quarterly Journal of Economics, 117 (4), pp 1193-1229.
- 22.Krugman, Paul. Cycles of Conventional Wisdom on Economic Development, International Affairs, 1996, (72): 717~732.
- 23.Laeven, L., Majnoni, G., “Does judicial efficiency lower the cost of credit? ”, World Bank Working Paper, No. 3159.
- 24.La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2003, “What works in securities laws? ”, Harvard University mimeo.
- 25.McKinnon, R. I., 1973, “Money and Capital in Economic Development”, Washington, DC: Brookings Institution.
- 26.Pagano, M., and Volpin, P., 2001, “The political economy of finance”, Oxford Review of Economic Policy 17, 502-519.
- 27.Rousseau, P. L. and P. Wachtel, 2000, “Equity markets and growth: cross-country evidence on timing and outcomes, 1980-1995”, Journal of Business and Finance24, pp.1933-1957.
- 28.Shleifer, Andrei and Robert Vishny , 1994, “Politicians and firms, ” Quarterly Journal of Economics 109, pp.995-1025.
- 29.Stigler, G. 1971, “The theory of economic regulation.” Bell Journal of Economics and Management Science 2, pp.3-21.
- 30.Stulz, R. Williamson, R., 2003, “Culture, openness, and finance”, Journal of Financial Economics.
- 31.Thakor, Anjan, 1996, “The design of financial systems: An overview”, Journal of Banking&Finance20, pp.917-948.

Law and Finance: A Review

Pi Tianlei

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: This paper firstly divides law and the financial research into macroscopic law and the financial theory and microscopic law and the financial theory, which focus more on the newest research achievement. Finally the author points out that although the law and the financial theory have many insufficiencies, but it has powerful explanation to many questions in finance. The future research to Chinese law and finance should be based on the Chinese reality.

Keywords: Law and Finance, Law Transplant, Financial Development

收稿日期: 2008-6-11

作者简介: 皮天雷, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践