

武汉大学金融学博士文库



法律,投资者 保护与金融发展

Law, Investors Protection
and Financial Development

■ 洪修文 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

国家教育部人文社会科学重点研究基地2004年度重大项目成果

本书获武汉大学金融研究中心资助

武汉大学金融学博士文库



法律,投资者 保护与金融发展

Law, Investors Protection
and Financial Development

■ 洪修文 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

法律、投资者保护与金融发展/洪修文著. —武汉: 武汉大学出版社, 2007. 9

武汉大学金融学博士文库

ISBN 978-7-307-05774-6

I. 法… II. 洪… III. ①金融法—研究—中国 ②金融事业—
经济发展—研究—中国 IV. D922.280.4 F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 126450 号

责任编辑: 沈建英

责任校对: 刘欣

版式设计: 支笛

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: wdp4@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 湖北恒泰印务有限公司

开本: 880×1230 1/32 印张: 9.5 字数: 201 千字

版次: 2007 年 9 月第 1 版 2007 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-05774-6/D·754 定价: 14.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

武汉大学“金融学博士文库”编委会名单

(按姓氏笔画为序)

叶永刚 卢汉林 田 玲 江 春
刘思跃 李 琼 何国华 张东祥
赵何敏 胡炳志 黄 宪 潘 敏
魏华林

总 序

20 世纪末期以来，随着信息技术的快速发展及其在金融领域的广泛应用，国际金融市场上金融创新层出不穷，金融管制日益放松，全球金融体系发生了深刻的变化：传统的以商业银行为主体的金融中介机构在全球金融体系中的地位相对下降，经济主体的金融活动越来越趋向于市场化，资本市场在金融体系中的地位和作用迅速提高。与此同时，现代经济学理论也发生了根本性的变化：传统的以完全竞争为前提的市场均衡理论逐渐被不完全竞争下的市场均衡理论所取代，信息经济学、交易费用经济学、博弈论、代理理论、契约理论等经济学理论和研究方法获得了快速的发展。

金融活动的市场化和金融体系的变化，经济学理论和研究方法的发展及其在金融学理论研究中的广泛应用，改变了传统金融理论的分析范式和框架，丰富和发展了现代金融理论的内容：一方面，不同经济主体在不确定性条件下如何进行跨期的最优资源配置决策的研究日益成为现代金融学理论探讨的主题，资产定价、公司金融、有效市场、行为金融、银行管理和风险管理等成为现代金融理论最为核心的内容，金融理论的研究日益市场化和微观化。另一

方面，以经济主体投融资行为决策为主要研究内容的微观金融理论的发展也对传统的宏观金融理论提出了挑战，货币经济理论、汇率理论、金融中介理论、金融监管理论以及金融与经济发展等宏观金融理论在吸收现代微观金融理论新的研究成果和研究方法的基础上，也取得了长足的发展。

我国的经济及金融正处于巨大变革的重要历史时期，实践的变革和发展需要理论的指导，并为理论研究提供动力和源泉。本着学习、吸收和借鉴现代金融学研究成果和研究方法的态度和勇于探索、严谨求实的精神，在武汉大学出版社的支持下，我们金融学学科团队编辑和出版了这套丛书，以期能够为我国金融学理论研究和改革实践的创新及发展有所裨益。

武汉大学金融学有着悠久的历史。中华人民共和国成立前后，以留学归国的杨端六教授（伦敦大学）、李崇淮教授（耶鲁大学）和周新民教授（哥伦比亚大学）等为首的一批学者在当时国内金融学界具有较高的学术地位。1952年，受中国人民银行总行委托开办的银行专修科专业标志着武汉大学金融学科的正式创建。改革开放后，武汉大学是国内综合性大学中最早恢复金融学科的重点大学之一。在中国银行总行的支持下，武汉大学于1983年开办了“国际金融”专业，随后又相继开办了“货币银行学”、“保险学”以及“投资经济”等专业，从而形成了完整的金融学科群，并迅速恢复了在国内学术界的影响力。这一时期，周新民教授是国内欧洲货币体系及国际收支问题研究领域的权威学者，李崇淮教授在20世纪80年代初提出“黄金非货币化”的观点和论述，在国内学术界产生了巨大的影

响，并成为这一学派的代表人物。

从20世纪80年代起至今，武汉大学金融学科中的中青年学者迅速成长，经过长期不懈的努力，本学科已形成了一支具有“群体优势、团队优势、学历优势、年龄优势”的学科团队。在制度金融理论、金融中介理论和银行管理、金融工程、国际金融、公司金融、金融市场及保险理论和保险精算等方面构建了较为完整的学术梯队，形成了稳定的学术方向，取得了一系列在国内学术界较有影响的学术成果。迄今为止，本学科共承担国家自然科学基金及国家社会科学基金项目数十项，并多次荣获全国普通高校人文社会科学优秀科研成果奖、全国普通高等学校优秀教材奖、国家级教学奖以及湖北省社会科学优秀成果奖。

目前，武汉大学金融学科共设有金融学、金融工程、数理金融和保险学四个本科专业，拥有金融学、金融工程硕士学位和金融学博士学位授予权，2003年被湖北省批准为省级重点学科。为进一步凝练学术方向、整合学术队伍、建设创新学术团队，经武汉大学批准，2004年通过整合校内外学术资源，我们组建了“武汉大学金融研究院”，作为武汉大学人文社会科学重点研究基地，进行金融理论的创新和应用研究以及高级学术人才的培养。

本套丛书的作者均为本学科中最近几年在国内外获得金融学博士学位的年轻学者，其选题来源于他们的博士论文。在丛书的编辑过程中，作者们对其博士论文作了大量的修改和补充，力求反映其研究领域相关研究的最新发展趋势和自己的最新研究成果。尽管每位作者在其各自的研究领域中都做出了艰辛的努力，但我们深知，其研究成果中的不足也是在所难免的。正因为如此，我们希望他们能

够在其各自的研究领域继续大胆探索，勇于创新，以此推动我国金融学理论研究的发展。我们也希望该丛书能抛砖引玉，以期有更多的学者加入到我们的学术团队之中，并不断关心、支持和推动武汉大学金融学科的发展。

武汉大学“金融学博士文库”编委会

摘 要

近年来形成的“法与金融理论”从法律制度的角度研究金融发展问题,目前这一理论成为金融理论中最前沿的研究方向之一。本书系统地介绍了“法与金融理论”的主要内容,在此基础上,运用规范与实证相结合,理论与实际相结合的方法,探讨了法律制度与金融发展之间的关系,从而揭示了法律制度在金融发展过程中的重要作用。除引言以外,全书包括以下三个部分。

第一部分即第一章,是“法与金融理论”的文献综述。在这一章里系统介绍了“法与金融理论”的主要内容。法律制度对于投资者保护之所以备受关注,与许多国家的公司管理者对外部投资者利益侵占的广泛性密切相关。La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny 等人的一系列研究发现,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制度性差异。这些差异与对中小投资者的法律保护力度密切相关,而这种法律保护的水平又依赖于各国法律体系的性质与起源,且随之而改变。特别是在对投资者提供法律保护方面,普通法法系远远超出了民法法系(尤其是法国民法法系)。各国法律体系的性质与

起源又反过来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与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,投资者保护取决于相应的法律体系和执法力度,而后者又源于法系,即法系决定了一国的投资者保护程度,投资者保护又直接影响到一个国家金融体系的模式选择,融资模式和所有权结构又决定公司治理的水平,公司治理水平影响公司价值进而影响公司绩效和经济发展。这就是“法与金融理论”的逻辑结构。另外,在这一章中还分析了转轨国家中的法律制度与金融发展的问题。针对转轨经济的特点以及法律改革的困难,提出了在转轨国家中公司治理法律改革的相关替代措施。

第二部分包括第二章至第七章,是法律制度与金融发展的理论和实证研究。

第二章分析了法律传统与金融结构之间的关系。不同国家的金融结构与其法律传统有关。普通法法系国家的法律提高了投资者的保护水平因而促进了这些国家金融市场和金融中介的发展,民法法系国家规模较大的银行业可以认为是其法庭不能有效解决借款者和贷款者纠纷的一种替代机制。理论和实证分析都表明不同的金融结构之间是互补关系而不是替代关系,对于一个国家的经济增长而言,重要的是加强法律对投资者保护从而提高金融服务的水平。因此,笼统地、静态地强调甚至是人为地规划以何种金融结构为主既没有特别的意义,也不符合金融发展的规律。

第三章分析了法律制度对金融中介发展的影响。金融中介是通过创造流动性、分散风险、收集信息和监控企业等途径来影响经济增长的,而金融中介本身的发展主要由一个

国家的法律制度决定。法律制度加强债权人权利保护有助于提高金融中介的效率;法律制度加强债权人权利保护有利于金融中介降低借款利率,扩大信贷规模;法律制度加强债权人权利保护能够减少公司融资约束;法律制度加强债权人权利保护能够降低金融波动性。法律制度就是通过以上四种途径来影响金融中介发展的。不同法律传统的国家由于法律制度对投资者提供了不同程度的保护,因此,这些国家金融中介发展水平也不相同。

本章还进一步研究一个国家国有银行的存在和发展与其法律传统的关系。与普通法相比,民法(包括法国民法、德国民法和北欧民法)国家政府对银行的所有权更加普遍,社会主义国家政府对银行所有权的比重最高。一个国家国有银行和私人银行的比例是法律、传统等制度因素共同演进的结果。如果这些制度因素没有发生根本的改变而通过单方面行动人为地改变政府拥有银行所有权的份额,这种做法不符合经济运行的内在规律,可能会无功而返。这一点对于当前我国国有银行的改革具有重要的意义。

第四章分析了法律制度与金融市场发展之间的关系。金融市场发展也是通过创造流动性、分散风险、收集信息和监控企业等途径来影响经济增长的,而金融市场本身的发展也受到一个国家法律制度的影响。英美普通法法系国家对于外部投资者的法律保护高于其他法系国家(这种法律保护既体现在公司法中也体现在证券法中)从而这些国家具有更大的证券市场。普通法法系国家之所以对投资者有较高的法律保护,一方面是普通法法系国家的法庭具有较强的灵活性,能够适时对法律做出调整以解决社会发展过程中出现的新问题;另一方面是英、美普通法法系国家证券法都具有完

善的信息披露制度,证券市场透明度较高。所以,一个国家特别是转轨国家要发展强大的证券市场必须具有相应的前提条件,比如说良好的信息披露制度、控制内部人交易等。

第五章分析了法律制度与公司治理结构之间的关系。研究表明对投资者的法律保护是公司治理的关键。不同的法律规则和经济制度以不同的方式互相替代、互为补充可以产生相同的绩效。从历史事实来看,代表市场主导型公司治理模式的英国和美国以及代表银行主导型公司治理模式的德国和日本多年来具有相似的经济增长率从而表明两种模式是互补的关系而不是替代的关系。因此,公司治理没有最优模式,公司治理结构并不重要,重要的是通过法律改革提高金融服务水平从而促进经济增长。从世界范围来看,公司治理主要的问题是控股股东和中小股东之间的利益冲突问题,法律制度有必要加强对中小股东的保护。

第六章分析了法律制度对一个国家金融危机的影响。由法律源起决定的法律制度由于对投资者提供的法律保护存在差异,进而从金融结构和公司治理结构两个方面对一国的金融危机的爆发产生影响,由此加强法律制度建设对于有效防范金融危机具有重要的意义。

第七章分析了法律制度对一个国家金融监管的影响。由于历史因素决定的不同国家的法律制度对投资者和国家政府提供了不同程度的保护,从而不同国家政府对经济的干预程度不同,这样,不同法律传统的国家金融监管具有不同的特点。另外,金融自由化过程中需要政府加强法律制度建设,防止金融危机的发生。

第三部分即第八章,是“法与金融理论”在中国的应用研究。这部分具体介绍了中国近代法治化的过程以及大陆法

系化的形成。通过中国法律制度对投资者的保护进行国际比较,研究认为中国金融发展有多种原因。但是,通过我国中小投资者法律保护与金融发展历史实践的实证检验,我们可以发现,我国中小投资者法律保护的改善是一个逐步发展的过程,对我国金融发展起到了促进作用。

关键词:法律制度 投资者保护 金融发展

Abstract

“The theory of law and finance” comes into being in late years which studies the financial development from the point of views of law institution, the theory is one of the frontiers in finance theory now. The book systematically introduces the main contents of the theory, then by using the way of combining standard with substantial evidence and combining theory with practice. The book explores the relationship between law institution and financial development in order to show the importance of the law institution in finance development.

Apart from the preface, the book comprises three parts, including eight chapters.

The preface mainly states the background and significance of the research, introduces the structural framework, and briefs contents and points of the paper.

Part one, consisting of Chapter 1, is the literature overview of the theory of law and finance. It systematically introduces the main contents of the theory of law and finance. Financial

development that determined by the law institution is important for the capital accumulation and economic growth. La Porta et al find that law institution impacts on all economic institutions and economic growth in their studies. They construct some index about law institution and compare them among the countries. Their studies show that the difference in investors protection in different legal origins caused the difference in financial development, and then they provide the theory of law and finance.

The level of investors protection is determined by the law institution and its enforcement, which is determined by their legal origins or legal systems, namely the level of investors protection is determined by their legal origins. The level of investors protection affects the choice of the financial system patterns. The patterns of finance and ownership structure affect corporation governance, and corporation governance affects corporation value, corporation efficiency and economic development. This is the main content of the theory of law and finance.

Part two, consisting of Chapter 2-7, tries to research relationship between law institution and financial development by using the way of combining theory with practice.

Chapter 2 explores relationship between law institution and financial structure. Many countries own their financial structure that is determined by their law institution. The common law countries give the investors high level of protection so these countries have larger financial markets and financial intermediations, the courts in the civil law countries cannot resolve the

contradiction between credit side and debit side, but the banks can offer the credit side special service so these countries have larger banking. The studies show that the bank—based system and the market—based system can supplement each other, not supersede each other. It is important for a country to enhance the investors protection and improve the level of financial service. So it is meaningless for a country to scheme the financial structure.

Chapter 3 explores the relationship between law institution and financial intermediation development. Financial intermediation can serve economic increase through creating liquidity, sharing risk, collecting information and exerting corporate control. But the financial intermediation development is determined by the law tradition. If the law institution enhances the creditor's protection, it is beneficial to improve the efficiency of financial intermediation, lower lending rates, reduce the restriction in corporate finance, lower financial fluctuation. Different countries give the creditors different law protection, so the level of financial intermediation development in these countries is different.

Chapter 4 explores the relationship between law institution and financial market development. Financial market can serve the economic increase also through creating liquidity, sharing risk, collecting information and exerting corporate control. But the financial market development is determined by the law tradition too. The common law countries give more protection to investors than the civil law countries so these countries have larger financial market. So if a country wants to develop strong

security market, it must enhance the investors' protection.

Chapter 5 explores the relationship between law institution and corporate governance. The study finds that the investors' protection is the key factor in corporate governance. Different corporate governance structure can substitute for each other. There is no common structure in corporate governance, or corporate governance structure is not important, the most important thing is to improve the level of investors' protection and financial services to promote economic increase. The main problem in corporate governance is the agency between the large shareholder and minor shareholder worldwide, so the law institution can strengthen the minor shareholder protection.

Chapter 6 explores the relationship between law institution and financial crisis. It shows that law institution influences the financial structure and corporate governance structure and then the financial crisis, so law construction can prevent financial crisis efficiently.

Chapter 7 explores the relationship between law institution and financial regulation. The different law institution provides different protection for investors and government, so the law institution will shape the characteristic which government interferes in the economy. In addition, government should strengthen law construction to prevent financial crisis during financial liberalization.

Part three consists of the Chapter 8. It uses the theory of law and finance to throw light on the financial development in China. It presents how the law system has shaped in China. By