



Law and Finance

Theory Study and Evidence from China

皮天雷◎著

法与金融

理论研究及中国的证据

国家社会科学基金项目：「经济转型、

法律缺失与非正式制度约束」

本土化语境中法与金融理论的拓展研究」

（项目批准号：09XJL005）

北京大学高层次人才引进基金项目



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



Law and Finance

Theory Study and Evidence from China



建议上架：经济法律

ISBN 978-7-5017-9760-8



9 787501 797608 >

定价：36.00元

本书系国家社会科学基金项目：“经济转型、法律缺失与非正式制度约束：本土化语境中法与金融理论的拓展研究”（项目批准号：09XJL005）以及重庆大学高层次学术人才引进基金项目的阶段性研究成果，并受其大力资助。

法与金融：理论研究及中国的证据

**Law and Finance: Theory Study
and Evidence from China**



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

PDG

图书在版编目 (CIP) 数据

法与金融: 理论研究及中国的证据/皮天雷著

北京: 中国经济出版社, 2010. 4

ISBN 978 - 7 - 5017 - 9760 - 8

I. 法… II. 皮… III. 法律—关系—金融—研究—中国 IV. ①D920. 4 ②F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 027490 号

责任编辑 夏 冰

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文设计公司

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京市人民文学印刷厂

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 18

字 数 235 千字

版 次 2010 年 4 月第 1 版

印 次 2010 年 4 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5017 - 9760 - 8/F · 8246

定 价 36.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

谨以此书献给我那天堂中的父亲



| 前 言 |

0.1 本书写作的背景及意义

传统的金融法和金融学研究长期处于割裂状态,金融法研究执著于概念法学或法律解释学之一隅;而金融学又常偏安于金融资产定价与金融市场均衡分析的象牙塔。讨论既定规则下金融资源的风险管理技术等问题,金融交易中的权利和责任因素对金融秩序演进的影响,则从主流金融学者的视野中消失了。这种对金融现实与秩序问题的漠视导致了金融与法律学术对金融秩序演进过程解释力的下降。

正如 Allen 等(2002、2005)所指出的那样,如果仅从现有关于法律、金融与增长的主流金融发展文献来看,持续近 30 年的中国金融体制改革进而金融发展进程可能是世界经济发展史中一个较为特殊的“例外”——经济改革和开放近 30 年来,中国长期而快速的经济增长与以国有商业银行体系为主的信贷支持高度相关,并自 1996 年以后形成了高速经济增长与低通货膨胀长期并存的格局,这种格局曾经被国内外经济学界称之为“中国之谜”^①,现在又同俄、印、巴一道被称为“金砖四国”(BRIC)引起全球的关注。与俄罗斯、东欧等转型国家及其他一些快速发展的经济体相比,真的存在一个金融发展的“中国模式”吗?如果说有,为什么中国金融体制改革会采取这样一

^① 据国家统计局官方网站 2008 年 11 月 17 日发布资料,1979~2007 年,我国国民经济平均增长 9.8%,高于同期世界经济平均增长 6.8 个百分点。GDP 总量跃居世界第四位。世界上许多国家和地区都曾有过高速增长,如:日本战后有 19 年,年平均增长 9.2%;新加坡有 20 年,年均 9.9%;韩国 有 30 年,年均 8.5%;中国香港特别行政区有 21 年,年均 8.7%;中国台湾地区有 26 年,年均 9.5%。我国已保持了长达 29 年的高速增长,这不能不说是一个奇迹。

种特殊的模式？然而，这些问题在现有的经典法与金融文献研究中并没有得到很好地回答。

就我国转型时期金融发展的现实来说，制度建设显得更为迫切，许多金融改革和发展的结构性难题总会涉及法律和金融两个方面，其中法律往往成为重要的内生性约束变量，制约着中国金融的进一步发展。如在转型条件下，为什么会在金融领域频频出现法律和管制失灵现象？面对金融创新，怎样及时修改法律中不合时宜的条款，激励创新活动，为其提供法律支持？如何定位广泛存在的“非正式金融现象”（地下钱庄、地下基金）？中国需要什么样的金融体系才能最有效地配置资源？怎样解决金融行业监管中存在的腐败等问题从而走向金融法治？类似问题的解答需要法学与金融学的联姻。中国金融立法和金融法改革实践急需理论提供支持，现实也在呼唤法学和金融学学科在中国的发展。这就需要金融法研究要摆脱概念法学的羁绊，以金融学和法学的交叉研究来带动基础理论的创新。“法与金融”的出现无疑为金融学和金融法研究带来了新的思路与方法论启迪。

“法与金融”研究的重要意义在于，一方面可以为中国的金融法律变革提供价值判断（效率）；另一方面也可以从比较国家治理和比较金融系统的角度为中国金融发展与法律改革提供有关制度移植的方向性启迪。

在中国，法与经济学、金融学的交叉研究已经大大落后于国际水平了，即使是在国际学术界已成热潮的法律经济学理论，在我国也只是处于引进、评价阶段，而“法与金融”更是学术空白。从已有的文献来看，“法与金融”对转型国家金融与法律发展的经验研究尚显单薄，其理论本身的发展也需要论文的结构及内容有关转型国家本土化经验的支持。而对中国本土问题的解读也是在构建中国本土化的“法与金融”理论体系，同时也可以说是对世界范围内的法律经济学、“法与金融”的一项特殊贡献。因此，针对中国的法律制度、金融发展与增长之间的关系更为深入严谨的研究，不论是用中国的案例来丰富法与金融理论本身，还是对于我国法律制度的建设和金融改革都具有重要的意义。

0.2 本书的结构及内容

全书的主体内容分为两部分,第一部分从第一章到第四章,主要是笔者对目前浩瀚繁杂的法与金融文献资料进行了比较全面的梳理,并从一个全新的视角对法与金融的相关理论做了梳理,深入分析了“法与金融”理论的核心——“法律起源论”,从基础理论到实际应用,环环相扣,具有严密的逻辑;第二部分从第五章到第九章,这一部分是作者近年来在该领域结合中国实际的一些研究成果,主要散见于作者的近年来的多篇论文,这部分内容主要是作者对转型时期中国本土问题的解读,同时也是笔者对“本土化、中国化”的法与金融理论的一些探索性尝试,我们统称之为中国的证据。

全书各章具体内容安排如下:

第一章 法与金融理论——研究当前金融与增长本质的迫切需要。作者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(2000~2009年)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。在对现有的法与金融理论研究作了一个初步的反思性评论后指出,尽管法与金融理论还有很多的不足,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,这也是本论文的核心立意。

第二章 法与金融理论的核心——“法律起源论”剖析。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与金融发展水平。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,并且在经济增长方面,前者的平均增长率也高于后者。研究发现,这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。我们以信托法为例详细解读了“普通法系”和“大陆法系”对金融发展的不同影响,指出法与金融理论的核心思想是“法律起源论”。对此,笔者深入探讨了“法律起源论”是否为内生以及发展中国家是否能有效移植法律这两个关键的问题,这使我们能深入把握法与金融理论的

本质。

第三章 法与金融理论模型——内涵、解读及启示。目前,法与金融理论中比较成熟完善的模型还不多见,大量的法与金融研究都是基于理论分析与实证检验。为充分理解法律制度对于金融系统——金融中介与金融市场的内在决定机制,在这一部分内容中,我们将在前人基础上构造两个简单的关于法与金融理论的模型,来充分揭示这种内在关系。在研究后发现现有的法与金融理论模型缺乏对中国的解释力。

第四章 现代政治与金融发展——一个崭新的视角重新审视“法律起源论”。本章我们主要重新审视了“法律起源论”的解释力。最近的现代政治理论对西方发达国家不同的所有权结构与证券市场规模给出了另一种解释:一些立法者尊重产权和证券市场,指导监管当局促进金融市场的发展,而另一些则不然。20 世纪的残酷事实——多个主要国家一蹶不振,其重要制度也遭破坏——准确地预示了战后现代金融市场的规模,并将其与战后世界上最富有国家的政治和政策差异紧密地联系起来。在 20 世纪,几乎所有主要大陆法国家都曾遭受军事入侵与被占之苦,这足以摧毁强大的制度;但主要普通法国家却没有一个蒙此厄难而垮掉。20 世纪后半叶,世界上最富有国家中占统治地位的利益和意识形态,以及基本经济任务各有不同。这些不同使一些富国乐于发展证券市场,而另外一些却对此不甚热心甚至反对。这些政治经济学理念或许比法律起源更能解释金融市场在西方富国的不同重要性,提示我们要正确对待以“法律起源论”为根基的法与金融理论在中国的解釋力与适应性。这些发现也对我们运用法与金融理论研究转型时期的中国问题提供了诸多的启示。

第五章 制度安排与金融发展——理论分析与中国经验。我们在第一章法与金融文献的基础上,提出了制度安排与金融发展这一新的理论命题,并利用 1995~2006 年中国省级单位的数据研究了社会资本与法治水平对地区金融发展的影响。研究结果表明,在不考虑社会资本这一因素时,法治水平的提高对地区金融发展具有一定的促进效应,但这个效应有限,而转型期的社会资本对金融发展具有显著影响:(1) 社会资本对地区金融发展具有显著的正效应;(2) 社会资本还是对法治水平低下的一种有效替代机制。我们的结论是,只有在充分认识到社会资本大量嵌入中国经济转型过程中的情

况下,才能准确把握法治与金融发展间的关系。本文也为理解转型经济中社会资本作用、法治及金融发展提供了新的证据。

第六章 法律、金融发展与增长——中国样本的经验证据。本章是上一章研究的扩展。我们在前面深入研究了西方的法与金融理论,指出其核心是“法律起源论”,但这如我们在前面几章所分析的那样,以“法律起源论”为核心的法与金融理论还存在着诸多的遗憾与不足,尤其在解释与指导转型经济体时尤为明显。中国当前正在积极推进法治建设和金融体制改革,法与金融的研究对中国的金融发展意义尤为深远。中国是一个新兴加转型的国家,金融深化程度较低,相应的法律与制度环境都刚刚起步,制度的缺乏严重地制约了中国的金融发展。因此,我们不能简单地照搬西方的法与金融理论,中国金融发展的现实需要将法与金融理论本土化。同时,法与金融理论本身的发展又需要大量的中国本土经验的支持。我们的研究应该更多地去探讨中国金融市场赖以生长的与西方不同的政治和社会环境,关注涉及金融市场中的一些“潜规则”和金融腐败等重大的现实金融问题,并揭示其法与金融的含义以及相应的政策,这将是一个把法与金融理论在本土化语境中思维空间不断拓展的过程。

我们的研究表明:在转型时期的中国,一些正式执法之外的机制对金融发展的作用可能更明显。为了使法律体系有效地运作起来,转型经济应该发展除执法之外的机制。

第七章 金融法律变革的中国模式挑战经典法与金融理论。西方的法与金融理论研究说明了法律和法治以及监管对金融发展的重要性,而其理论与政策争议也凸显了文化传统对谋求进一步金融发展的法律改革的制约作用。不管是金融发展导致了法律变革还是法律起源决定了金融发展模式,该国的制度环境及其约束条件,都应该是国家金融发展中心必须密切关注的因素。本章我们重点探讨了中国金融法律变革与文化传统所导致的“路径依赖”问题及金融发展的“中国模式”问题。中国金融法律的制度变迁,尤其在发端与转轨的这一时期,具有以下几个明显的“中国特色”。这些特色都同政府主导有关,而政府主导既是特定条件下的必然选择因而有它的积极意义,同时也由于它对市场秩序的干扰而为今后的发展伏下隐患。

第八章 法律、投资者保护与证券市场治理结构转型——法与金融的

中国证据之一。这是我们运用法与金融理论的第一个具体的应用分析。

第九章 经济转型中的法治水平、政府行为与地区金融发展——法与金融的中国证据之二。在政府主导甚至干预发展为特征的转型经济中，政府行为会影响法治与金融发展间的作用机制。我们的研究表明，在不考虑政府行为这一制度因素时，法治水平的提高对地区金融发展具有一定的促进效应，但这个效应有限。转型期政府行为对金融发展明显具有重要影响，地方政府的干预可能会对法治促进金融发展的作用产生部分“挤出效应”，甚至是完全的“替代效应”。我们的结论是，经济转型过程中的中国只有在充分认识到政府行为主导金融发展的情况下，才能准确把握法治与金融发展间的关系。

第十章 法律不完备、政府管制与非正式制度——法与金融的中国证据之三。本章是法与金融理论的最后一个应用分析。论文的最后三章也是作者对不断实现法与金融理论的本土化、中国化的一种尝试。

0.3 本书的研究方法及创新

本书在理论研究探讨与实证研究相结合、定性分析与定量分析相结合的基础上，主要采取静态截面数据的多变量回归及相关分析、季度数据与月度数据相结合，面板数据（Panel Data）分析等统计分析方法以及案例分析、博弈分析法等，深入探讨了法与金融理论，并据此分析了转型中国的法律、金融发展与经济增长问题，并据此提出一些有针对性的可操作性建议，以改革和完善我国现有的关于法律、金融发展与经济增长的制度和运作，供投资者和决策部门参考，并希望能对中国金融市场的规范和稳定发展起到积极的促进作用。

在本书中，我们在研究的视角上有所突破，与目前大量的国内研究金融发展与经济增长的关系的文献相比，笔者把研究的视角扩展到法律、金融与增长三者之间的关系讨论上，并较为合理地剖析了转型时期中国的一些特殊约束条件。这使我们对此有了新的认识和更深的理解，也对被国外的一些学者称之为“中国经济之谜”的现象有了一个较为合理的解释。

我们认为,尽管正式的制度是必要的,但在转型国家应该研究其特有的非正式制度,尤其像中国这种正式法律制度还不太完善的转型经济国家,一些正式执法之外的机制对金融发展的作用可能更明显;笔者认为,未来推动中国金融、法治的进一步健康发展更现实主义的方法在于“正式规则的优化、非正式规则的培养”。

林毅夫(2001)曾指出,原创性是作为一个学者必须有的。在做研究时,一方面是满足自己作为一个学者的好奇心,另一方面可以对中国的改革与发展作出自己的贡献,同时也为世界的经济知识的积累作出贡献。目前大量的研究表明法与金融理论基本是适合中国的,对中国的经济金融发展有一定的解释与指导作用,同时必须考虑到转型中国的实际条件。但在怎样深入挖掘转型中国的约束条件,如何进一步把法与金融理论本土化、中国化,我们还有很长的路要走。笔者近四年来一直潜心于该领域的研究,基于中国的实际做了大量的理论和实证研究,并得出了一些比较有意义的经验证据。论文的第二大部分内容就是作者对法与金融理论在中国的解读,也是不断实现法与金融理论的本土化、中国化的一些探索性尝试。

0.4 本书的几点说明

1. 本书的研究主要采用的是计量经济学的实证方法、比较分析方法以及案例分析方法等。因为到目前为止,尚没有一个令人满意的模型可以解释法律、金融发展和经济增长的关系,大多数的研究是基于经验研究上的,本书的研究方法和现有文献所使用的方法是基本一致的。

2. 文中的“法律”主要指公司法、合同法、破产法、证券法。我们这样处理,并不是说其他法对我们所要讨论的主题不重要,事实上,已有文献讨论“劳动法”对公司治理和融资的影响(Berglof, 1999)以及新闻法对公司治理的影响(Zingales, 2003)。

3. 考虑到中国的实际,文中实证研究分析的金融发展主要以金融中介,尤其是银行为对象。这样处理的一个基本理由是:银行在中国的金融体系中仍然是处于绝对地位。

总之,本书综合运用理论思考与实证分析方法系统探究了法与金融理论的本土化问题,在一定程度上弥补了国内学术界在这一领域的研究不足,同时也极大地丰富了国际学术界在法与金融理论研究领域的成果。当前,中国正在进入一个经济金融全面高速发展时期,这就使得该研究更具现实意义。当然。法与金融理论的本土化、中国化这个工作难度非常大,笔者现在所做的工作还仅仅是一个粗浅的探索。坦率地讲,迄今为止笔者对许多重要问题的认识还有待进一步深化,甚至也不排除当前的有些观点是错误的可能性。也正因为如此,笔者真诚地希望能够得到大家的指正,因为您的智慧将有利于改善笔者理性的有限性。

| 目 录 |

前 言

0.1 本书写作的背景及意义	1
0.2 本书的结构及内容	3
0.3 本书的研究方法及创新	6
0.4 本书的几点说明	7

导 论

第1章 法与金融理论

——研究当前金融与增长本质的迫切需要

1.1 法与金融:一个简要的述评	9
1.2 法与金融:现有研究中的几点质疑	26
1.3 法与金融:未来研究展望	30
1.4 法与金融理论:一个初步的反思性评论	31

第2章 法与金融理论的核心

——“法律起源论”剖析

2.1 信托法是普通法系与大陆法系最具标志性的差异之一	37
-----------------------------------	----

2.2	信托制度真会对金融发展产生影响吗？	39
2.3	为什么法律起源是重要的？——几个假说	42
2.4	法律起源真的是内生的吗？	45
2.5	本章小结	56
	专栏：法律是否可以移植？	57

第3章 法与金融理论模型

——内涵、解读及启示

3.1	模型1：信息不对称、法律制度与状态验证成本	63
3.2	模型2：投资者保护、“隧道效应”与公司价值	68
3.3	本章小结	74

第4章 现代政治与金融发展

——一个崭新的视角重新审视“法律起源论”

4.1	引言	79
4.2	对“法律起源论”的考问	80
4.3	国家权力与法律起源：20 世纪各国的事实证据	89
4.4	政治经济学的差异能更好地解释金融市场的差异吗？	94
	专栏：一个典型例子——英国和瑞士	97
4.5	对发展中国家的政策启示	99
4.6	本章小结	101

第5章 制度安排与金融发展

——理论分析与中国经验

5.1 制度安排与金融发展:一个理论分析框架	105
专栏:对儒家文化的金融学反思	109
5.2 社会资本、法治水平与金融发展	111
5.3 本章小结	124

第6章 法律、金融发展与增长

——中国样本的经验证据

6.1 反思金融发展的决定因素:由“中国之谜”所提出的问题	129
6.2 当前国内外学者的研究进展	130
6.3 转型时期中国的法律制度	139
专栏:什么是好的市场经济?	142
6.4 经济转型期中国的金融发展与经济增长	151
6.5 变量、数据与假说	153
6.6 研究框架设计与实证分析	159
6.7 本章小结	169

第7章 金融法律变革的中国模式挑战经典法与金融理论

7.1 金融法律变革与“路径依赖”:若干启示	173
7.2 中国的法律变革模式分析	176
7.3 中国的金融法律变革理念	182
7.4 中国的金融深化模式分析	185

7.5 本章小结·····	187
---------------	-----

第8章 法律、投资者保护与证券市场治理结构转型

——法与金融的中国证据之一

8.1 重提“韦伯命题”：由法律失灵与公司治理失灵引出的问题·····	191
8.2 已有的研究文献回顾·····	192
8.3 法律制度边缘化：“关系网”对法律的“挤出效应”·····	197
8.4 法律与司法的功能性收敛·····	198
8.5 治理结构转型、法律变革与法律移植：中国证券市场可持续 发展的可行性抉择·····	201
8.6 本章小结·····	205

第9章 经济转型中的法治水平、政府行为与地区金融发展

——法与金融的中国证据之二

9.1 问题的引出·····	209
9.2 政府主导改革与干预金融发展·····	210
9.3 几个待检验的假说·····	212
9.4 变量与数据·····	215
9.5 研究框架设计与实证分析·····	218
9.6 结论性评述与研究展望·····	231

第10章 法律不完备、政府管制与非正式制度

——法与金融的中国证据之三

10.1 问题的引出·····	235
-----------------	-----