

# 法与金融学研究文献综述及其对中国的启示

江曙霞<sup>1</sup> 代涛<sup>2</sup>

[内容摘要] 法与金融学在国际上已经成为金融发展理论的前沿研究方向,同时也引起了国内学者和管理部门的广泛关注。我国当前正在积极推进金融法治建设和金融改革,许多金融改革与发展的结构性难题总是会涉及到法律和金融两个方面的问题。本文通过对法与金融学宏、微观层面和国际、国内的主要研究成果及其所引发的争论进行仔细梳理,力图为我国金融发展和法律改革提供基本的价值判断标准和制度移植的方向性启迪,为金融体制改革、金融创新和司法改革提供成功经验和有益借鉴。

[关键词] 金融发展; 法律起源; 投资者保护; 金融监管

Hicks (1969) 指出,货币与法律是古代世界的两大遗产,法律与金融发展有着密切的联系,商业经济要达到繁荣,就必须在某种程度上确立对产权和契约的保护。法与金融学 (Law and Finance) 兴起于 20 世纪 90 年代中后期,是一门由金融学和法学交叉而形成的新兴学科,它强调法律对金融发展的作用,认为各国金融发展差异的关键在于不同的法律制度安排。近十几年来,法与金融学在国际上已经成为金融发展理论的前沿研究方向,而国内的研究则相对匮乏。

## 一、法与金融学的主要研究成果

一般认为,法与金融学开始于 1997 年 La Porta、Lopez - De - Silanes、Shleifer & Vishny (以下简称 LLSV) 对投资者保护与公司治理关系的微观层面的研究,<sup>[1](1131 - 1150)</sup>而 Levine 和 Beck 等学者则研究了投资者保护对金融发展和经济增长的作用,从而将研究的视角扩大到整个宏观经济层面。由此,我们可以将其划分为两个领域:一是金融发展的法律理论(宏观层面),即研究法律起源、法系、

作者简介:江曙霞(1955→),女,厦门大学经济学院金融系(厦门,361005),教授。研究方向:金融制度与金融监管、制度经济学。

代涛(1979→),男,厦门大学经济学院金融系(厦门,361005),博士生。研究方向:金融制度与金融监管、法与金融。

法律移植与金融发展、执法效率与金融发展、投资者保护与金融发展等问题；二是公司治理的法律理论（微观层面），即研究企业的融资能力、融资成本、企业规模、公司价值、公司治理与法律制度等问题。

### （一）金融发展的法律理论

1. 法与金融市场。LLSV 的研究出发点是（外部）投资者权利法律保护与金融市场发展的关系。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 个国家法律执行的有效性等。他们的研究结论认为对投资者保护程度越高的国家拥有市值更高的证券市场、人均更多的上市公司数量、人均更高的新股发行额度和更大的信贷市场。LLSV 四人组合中的 A. Shleifer (2006) 通过考察 49 个国家的证券法后发现证券法对证券市场的发展意义重大，在缺乏证券市场法律制度情形下，单纯依靠市场力量不能促进证券市场的繁荣。Haselman、Pistor & Vig (2006) 在对 12 个经济转轨国家进行实证研究后发现，债权人权利保护整体水平与信贷规模正相关，法律确实促进了信贷行为。这说明投资者权利的法律保护程度对一国金融市场的总体规模有着重要的影响。

投资者权利的法律保护也深刻地影响金融市场的效率。Morck、Yeung & Yu (2000) 分析了投资者保护状况与证券市场效率（证券价格有效性）之间的关系，发现投资者权利的法律保护状况是解释各国证券市场价格同步性差异的原因。<sup>[2] (215-260)</sup> 在那些法律制度不能有效保护中小股东利益的国家，国内证券价格更为趋同。Wurgler (2000)、Beck & Levine (2002) 考察了法律制度是否会对企业或行业间的资本分配造成影响，他们发现，在那些对中小投资者权利法律保护较好的国家，资金会流出经营业绩较差的企业，重新配置到增长型企业。

2. 法与金融中介。Levine (1999) 通过跨国实证研究法律制度与金融中介之间的关系，认为在企业债权人的债权请求权和有担保债权的优先权得到保护、企业信息披露准确充分和契约得到有效执行的国家里，金融中介机构越能得到良好的发展。Caprio、Laeven & Levine (2004) 在分析了法律制度对银行价值的影响后发现，股东权利保护状况越好的国家，银行的价值也相应越高。Laeven & Majnoni (2003) 则具体考察了执法效率与银行信贷成本之间的关系，研究表明影响银行利率的主要因素恰恰是执法效率，改善法律的执行效率是降低金融中介的信贷成本以及企业和家庭融资成本的关键因素。

3. 法与金融体系。金融结构论将金融体系划分为银行主导型和市场主导型两种模式，而法与金融学则提出了以法律制度为基础来划分金融体系的观点 (LLSV, 2000)。LLSV 认为以银行为主导还是以市场为主导来划分金融体系并不重要，而用投资者权利的法律保护程度不同来划分金融体系才能够更好地解释不同国家金融发展的差异。Beck & Levine (2003)、Levine (2003) 则在 LLSV 的基础

上进一步提出了划分金融体系的四种观点：以银行主导为基础；以金融市场主导为基础；以金融服务为基础；以法律制度为基础。他们的跨国实证检验结果表明：一国的金融体系不管是以银行为主导还是以金融市场为主导，在推动一国经济发展上差别并不明显。但是，一国金融服务效率的高低和质量的好坏却与一国的经济发展水平高低有着十分密切的联系，而投资者权利的法律保护程度对于金融服务的效率与质量起着关键性的作用。<sup>[3](398 - 428)</sup>

4. 法与金融发展的国别差异。LLSV 认为，可以用法律起源的不同来解释各国金融业发展方面的差异，法律起源决定着金融发展。LLSV (1998) 通过对 49 个国家的股东权利指数、债权人权利指数以及法律执行质量的测度，发现法律制度在对投资者权利的保护程度上因法律起源的不同而发生变化，其中普通法国家对投资者权利的保护最强，法国法系国家对投资者权利的保护最弱，德国法与北欧法则居中。就法律执行质量而言，北欧法系与德国法系国家效率最高，普通法国家居中，法国法系国家最差。<sup>[4](1113 - 1155)</sup> 随着研究的深入，Beck、Demirgüç-Kunt & Levine (以下简称 BDL, 2003) 提出了法律起源影响金融发展的两个机制：政治机制和适应机制。政治机制认为法律体系的不同主要体现在对个人权利与政府权力的优先性界定方面的不同，大陆法系强调政府权力、政府干预突出，而英美法系则突出强调个体投资者的权利，这种差异对产权保护和金融市场的发展产生不同的影响。适应机制认为法律体系的不同主要体现在适应持续变化着的商业及市场环境的能力不同，与僵硬的大陆法系的成文法律传统相比，英美法系的判例法能够迅速适应商业环境变化，缩小商业活动中契约需求与法律制度能力间的缺口，进而更有效地推动金融业发展。<sup>[5](653 - 675)</sup>

5. 法与金融监管。LLSV (1997) 研究发现，金融发展和法律、监管之间存在很强的相关性。他们认为，要发展外部融资，投资者需要得到法律和监管的保护。Dyck & Zingales (2003) 指出，在具有完善法律和监管的国家，内部人控制的私人收益比较低，金融市场也较为发达。Pistor & Xu (2002) 从法律内在的不完备入手，提出了一个分析各类法律机构的框架。他们认为，法律是内在不完备的，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。具有剩余法律制定权和主动法律执行权的金融市场监管者的出现是对高度不完备的法律和司法效率低下做出反应的结果。但是向金融市场监管者进行任何额外权力的转移，都必须以相应的治理机制作为配套制度安排，这些制度安排要足以监督和制衡权力的运用，防止权力滥用，还要对金融市场监管者产生充分的激励以使他们制定社会福利最大化而非个人利益最大化的决策。La Porta、Lopez - De - Silanes & Shleifer (2002) 运用不同国家的数据分析了证券法作用于证券市场的机制，发现除信息

披露、举证责任配置等私人执行外，证券市场监管者的调查权和行政处罚权与证券市场的发展也有较强的相关性。

## (二) 公司治理的法律理论

1. 法律起源与投资者权利保护。法与金融学认为公司治理的本质就在于实现对外部投资者权利的保护，防止企业内部人（主要是公司的大股东和经营层）对他们权利的剥夺。LLSV 从投资者权利保护与金融的关系出发设计了若干指标来衡量外部中小股东和债权人的权利在法律上得到来自企业内部（主要是公司的大股东和经营层）的保护程度以及 49 个国家在法律执行上的有效性等。他们的研究表明，评估投资者权利保护和法律执行质量的各项指标与各自国家的法律制度起源密切相关。

2. 法律与企业的融资能力。Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1998) 研究发现，与法律体系运作低效的国家相比，在法律体系运作良好的国家中，企业更容易获得外部融资，长期融资比例也更高、期限更长。<sup>[6](2107-2137)</sup>BDL (2004) 运用 38 个不同国家的 4000 多个企业的数据进一步研究发现，在投资者权利法律保护程度较低的国家中，企业面临着更高的外部融资障碍。Claessens & Laeven (2003) 发现，与投资者权利法律保护较差的国家相比，在拥有较好投资者权利保护法律的国家中，抵押品较少的企业往往更容易获得外部融资。

3. 法律与企业的融资成本。Laeven & Majnoni (2003) 考查了司法效率对银行贷款利差的影响。他们的研究认为除通货膨胀外，司法效率是导致国家间利差上升的主要原因。因此，除了改善国家的整体宏观经济环境之外，司法效率的提升可以改善契约的执行，从而降低家庭和企业的融资成本。

4. 法律与企业的规模。Beck、Demirgüç-Kunt & Maksimovic (2002) 研究发现，在法律对产权保护越有效的国家，大规模企业的数量就越多。Laeven & Woodruff (2004) 通过研究企业规模分布与法律制度质量之间的相关性发现，好的法律制度可以通过减少企业所面临的不确定性较大的异常风险来扩大厂商的投资，从而扩大企业规模。

5. 法律与公司价值、公司治理。LLSV (1999, 2000, 2002) 研究发现，在投资者权利保护程度较高的国家中，企业的托宾 Q 要大于投资者保护程度低的国家，这说明投资者权利保护程度较高的国家企业价值更大。<sup>[7](222-279)</sup>他们在对英美法系国家和大陆法系国家进行对比分析后发现，在投资者权利保护较好的英美法系国家，公司内部治理结构更为完善，不同公司间的资本配置更符合效率标准；而在投资者权利保护较差的大陆法系国家，公司的股权集中程度较高，公司绩效也较低。<sup>[8](3-27)</sup>LLSV 的系列研究成果表明，一国法律制度对投资者权利保护得越好，则企业的价值将越大、分配的股利将越多、所有权将更加分散。

## 二、法与金融学的争论与发展

法与金融学对金融发展的根源作出了创见性的理论解析，但是作为一个新兴的理论分支和交叉学科，它也引发了一些争论，由此推动了法与金融学研究的深入进行和迅速发展。

### （一）争论之一：法律决定金融还是金融决定法律

Cheffins (2000) 和 Coffee (1999) 分别从不同角度进行研究，得出金融发展决定法律变革的结论。Cheffins 的研究发现，在 20 世纪前的英国，私有企业在伦敦交易所上市的几乎为零，但进入 20 世纪后，通过公开发行业股票募集资金在伦敦股票交易所上市的私有企业数量却显著增加。虽然英国的法律制度在 19 世纪和 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，但英国的证券市场却日益发展壮大。他认为这是由于英国证券市场自发演化出投资者权利保护的替代方式，如自律监管体制。Franks et al. (2003, 2006) 也研究发现，在 19 世纪、20 世纪的英国，各种非正式机制执行的隐形契约保障了中小投资者的权利，从而促进他们积极参与到英国的金融市场中去。

Coffee (1999) 考察了美国和英国公开证券市场的发展历史，并与同一时期的法国和德国发育不良的资本市场进行了比较。他发现，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，但美国和英国都先后成功发展了基础扎实且流动性强的证券市场，随后投资者权利保护法律才逐渐出现和完善。他通过历史分析认为，法律变革总是滞后而非领先于金融发展，法律改革需要大量公众股东相应利益诉求的支持，只有他们在政治上提出修改法律、增订有关投资者保护法律条款的要求，有关投资者保护的改革才具有了民间上的合法性和合意性。<sup>[10](1-39)</sup>

### （二）争论之二：政治、禀赋、文化决定金融还是法律决定金融

1. 政治、法律与金融。Rajan & Zingales (2003) 指出，促进金融发展的改革可能受到处于优势地位的社会精英的反对，因为他们从垄断和不透明的市场中获益匪浅。他们认为，运用利益集团理论能够更好地解释在金融发展中的这些变化，因为金融发展导致市场竞争更加激烈，从而会打破原有的社会经济秩序，这时候利益集团往往为了自己的利益而限制金融的竞争和发展，特别是在经济衰退的时候，既得利益集团常常利用贫困人群对自由市场的反对来实现对金融发展的抵制。他们研究还发现，当一个国家向外国资本和商品开放的时候，这些社会精英的权力会受到削弱。与此理论一致，在资本和商品自由流动的时期和国家，金融市场最为发达。

2. 禀赋、法律与金融。Acemoglu、Johnson & Robinson (2001, 2002) 指出，欧洲人在一个地方的定居方式影响了殖民地当地与制度和经济长期发展相关的殖民

策略的选择, 初始的地理、疾病环境形成“定居型”还是“掠夺型”的殖民政策对以后的金融制度形成持续性影响。<sup>[10](1369-1401)</sup> 在移民死亡率比较低的殖民环境中, 殖民者一般都制定与创造了保护私人产权以及削弱政府权力的制度, 从而有利于金融的发展。而在移民死亡率比较高的殖民环境中, 殖民者则会尽量地从殖民地掠夺资源, 而不会创造保护私人产权的制度, 因而阻碍了金融的发展。殖民地最初的禀赋和殖民者所带来的法律体系一样, 都是股票市场的发展以及私人产权保护的重要决定因素, 并且也能够有力地解释跨国金融中介与股票市场发展的差异。<sup>[11](1133-1192)</sup>

3. 文化、法律与金融。Stulz & Williamson (2003) 采用了LLSV (1998) 的数据和投资者保护的变量, 以宗教和语言作为文化的代替变量检验了文化对金融发展的影响。在股东权利保护方面, 一国法律制度的起源比其语言和宗教对股东权利影响更大, 但在债权人的权利保护方面, 一国的宗教信仰则比法律起源、经济的开放程度、语言等因素影响更大, 不同宗教对待债权人权利的态度大相径庭。<sup>[12](313-349)</sup> 同时, 他们还分析了文化与法律执行质量之间的关系, 发现宗教、语言等文化因素与法律的执行质量紧密相关, 相对于信仰其他宗教的国家, 天主教国家的法律执行质量一般比较差, 特别是在讲西班牙语的天主教国家中。

### (三) 争论之三: 法律制度的来源重要还是法律移植的过程重要

LLSV 认为, 法律制度不仅外生决定国家的经济结构和经济绩效, 其具体影响还取决于该制度是从哪个国家移植过来的。但 Berkowitz、Pistor & Richard (2003) 认为由于法律是内在不完备的, 应根据各移植国的国情、习俗不断进行适应和演进。他们发现, 从其他法系移植法律而非发展适合本国需要的成文法的国家, 其法律制度的有效性较起源国要低, 并且移植效果与其所属法系无关。因此, 是否使移植进来的法律制度适应了本国国情, 引进的法律制度的基本原则是否适合本国长期存在、根深蒂固的民族特点、文化背景和政治传统是法律移植成功与否的关键。否则, 如果没有依照移植国的国情引进法律制度, 或者只是单纯按照殖民者政策进行移植, 而本国国民并不适应该法律体系, 那么人们对所移植的法律的需求就不大, 而移植进来的法律制度就不可能像起源国那样, 也不可能像移植效果比较好的国家那样发挥作用。他们将这种影响称为“移植效应”(transplant effect)。<sup>[13](165-195)</sup> 起源于大陆法系的法律制度在移植上所存在的问题, 不是被移植国国情的问題, 而是移植方式的问题。Pistor、Keinan、Kleinheisterkamp & West (2003) 将过去 200 年中移植了公司法的六个国家的公司法的演进过程与其起源国进行了比较分析发现, 无论移植国的法律制度源自哪个国家, 都发生了与起源国极其迥异的演进形式。起源国的法律演进连续而渐进地发生, 移植国的法律变革却经常长期停滞, 并且一旦变革, 则倾向于全面修订整个法典而非逐步进行修改。<sup>[14](676-694)</sup> 这说明形式化的法律移植不能保证法律制度发

展的有效跟进，因为仅仅形式上的从外国法源中复制成文法不能产生法律变革和创新的自我持续过程。

#### (四) 争论之四：立法重要还是执法重要

Pistor、Raiser & Gelfer (2000) 等在分析 24 个转轨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，制约转轨经济国家金融市场发展的一个重要因素是执法效率低下，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。转轨国家的投资者对执法效率普遍缺乏信心表明，转轨国家从计划经济向市场经济转变、由经济活动的直接协调者向公正的裁判者的转变尚未完成。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解决方法。

### 三、法与金融学在中国的研究进展

法与金融学的研究在国外已经成为理论前沿，并取得了很多有理论价值和实践意义的成果，但在中国的研究还刚刚处于起步阶段。在一些关于中国法律和经济发展的研究中，Allen、Qian & Qian (2002, 2005) 通过采用 LLSV 设计的法律指标来测度中国的法律体系发现与 LLSV 研究中的样本国家相比，中国的法律体系并不完善，中国的法律制度和金融发展水平都较低。中国经济的增长主要由经济领域中的非正式部门推动，这些非正式部门所面对的法律保护和金融发展水平更低。他们研究认为中国的情况跟法与金融学主张的通过证券市场和银行信贷市场融资、以投资者保护改进公司治理的理论不同，中国经济领域中的非正式部门获得资金主要通过私人借贷、商业信用或贸易信贷形式，公司治理主要依托以文化传统为基础的名誉、竞争、人际关系和家族关系。而正式部门融资得到政府大力支持并享有充分利用资本市场的优势，公司治理也采用董事会、监事会和独立的法律、会计、审计中介等发达国家公司治理的主流形式，但公司治理绩效依然低下，对经济增长的贡献率也不显著。Alford (2000) 进一步指出，在评价中国法律体系的时候，仅仅研究中国的正式法律条文是不够的，他建议研究者关注中国正式法律制度和非正式执行机制之间的相互影响。Guiso、Sapienza & Zingales (2000) 的研究表明，即使在同等的法律条件下，在市场主体之间信任程度越高的地区，金融发展水平也越高。在中国法律制度并不完善的条件下，中国社会中的一些非正式制度安排（如对信用和家庭关系的重视）对于缓解企业的融资压力，促进金融和经济的发展具有关键的作用。

沈艺峰、许年行和杨熠 (2004) 将中国的投资者保护立法分为初级、发展和完善三个主要阶段，通过采用 LLSV 设计的指标衡量各阶段投资者保护水平后发现，在中国中小投资者法律保护的不同阶段，首次公开发行 (IPOs) 的初始收益率存在显著的差别。在法律保护较好的阶段，中小投资者对市场保护的依赖性较

低,即所要求的 IPOs 的初始收益率较高;反之,在法律保护不健全的情况下,中小投资者往往首先寻求市场保护。随着中小投资者法律保护的日趋完善,中小投资者对市场保护的依赖性逐步减少, IPOs 的初始收益率渐次降低,证券市场的规模日益壮大,<sup>[15](91-100)</sup>这和法与金融学的观点相吻合。王克敏和陈井勇(2004)则通过构建股权结构分别对公司绩效和代理成本影响的模型将股权结构、投资者保护与公司绩效纳入一个统一的框架体系进行研究,他们在对 2000 年沪、深两市 642 家上市公司进行实证检验后发现,股权结构对公司绩效作用的强弱受到投资者保护程度的影响。法律制度对投资者的保护可以减少管理者对所有者权益的损害,从而减少代理成本,增加公司价值。当投资者保护增强时,大股东对管理者的监督力度降低;当投资者保护减弱时,情况则相反。这说明应该以良好的投资者法律保护为前提,同时应积极培育具有监督作用的大股东。<sup>[16](127-133)</sup>这从侧面印证了法与金融学的观点。汪炜和蒋高峰(2004)运用 2002 年前在上海证券交易所上市的 516 家公司数据,检验上市公司权益资本成本与其自愿披露水平的关系,在控制了公司规模与财务风险变量之后,他们研究发现上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的权益资本成本,从而有利于公司金融的发展。<sup>[17](107-114)</sup>沈艺峰、肖琨和黄娟娟(2005)则采用 1993—2001 年间在我国证券市场进行股权再融资的上市公司作为样本,通过运用时间序列分析方法深入考察中国证券市场不同发展时期中小投资者法律保护与公司权益资本成本之间关系的变化。他们的研究表明,在中国证券市场发展的不同时期中,随着中小投资者权利法律保护措施的加强,上市公司的权益资本成本呈现一个逐步递减的过程。在控制公司特征和宏观经济变量的情况下,中小投资者权利法律保护程度与上市公司的权益资本成本呈显著的负相关关系。<sup>[18](115-124)</sup>这和 LLSV 的研究结论相似。

但卢峰和姚洋(2004)却认为,在存在严重金融压抑的经济环境中,加强法治可能会妨碍金融领域某些方面的发展。他们利用 28 个省级单位的数据进行实证研究,通过论证“漏损效应”检验我国的法律制度与金融发展之间的关系,研究发现加强法治有助于提高私人部门获得的银行信贷份额,推动银行业的竞争,但却会抑制私人投资,并对金融深化没有显著影响。只有在其他配套制度安排完善的情况下,法治才能发挥良性作用。在目前存在严重金融压抑的条件下,只是单纯改善法制将会阻碍金融资源从无效的国有经济部门流向有效率的私人部门从而不利于金融发展。<sup>[19](42-55)</sup>这和法与金融学的观点相背离。谈儒勇和吴兴奎(2005)认为卢峰和姚洋的研究结论主要跟选取的指标有关,这种指标本身存在片面性与主观性。他们在借鉴卢峰和姚洋的研究方法基础上,选取律师及律师事务所的数量作为衡量司法水准的指标,利用我国 20 个省份 1995—2000 年间的的面板数据,检验了法与金融学所强调的“法律对于金融发展是重要的”观点是

否适用于我国。他们的结论认为，各地司法水准的高低对于各地的金融发展差异具有较强的解释力。<sup>[20](14-17)</sup>

#### 四、小结与启示

由上述研究可以发现，法与金融学目前还没有形成统一的研究范式和完整的理论体系，同时存在过分偏重英美法系、对转轨国家经验研究单薄等缺陷，另外对法律与金融之间关系的内在机理和深层次因素（文化观念、历史演进、社会构成）等缺乏深入、系统的研究。但是，法与金融学综合运用金融学、法学和计量经济学的方法，第一次明确将法律因素引入到解释金融发展和经济增长的具体研究中，开辟了从投资者法律保护角度研究金融体系形成和演进的有效方法，为广大学者的研究提供了崭新的思路。同时，法与金融学破除了大多数法律经济学家关于金融市场的规制是不必要的旧观点，取得了很多富有启发性和价值性的研究成果，对发展金融市场和完善公司治理结构具有重要政策含义。

法和金融学对中国的金融体制改革、金融创新和司法改革具有重要的指导意义。我国当前正在积极推进金融法治建设和金融改革，许多金融改革与发展的结构性难题总是会涉及到法律和金融两个方面的问题：例如如何构建中国金融体系才能最有效配置资源？处于转型期的中国为什么会在金融领域频频出现法律和监管失灵现象？怎样及时修改法律中不合时宜的条款以激励金融创新活动？如何定位广泛存在的地下、非正式金融现象（地下钱庄、私募基金）？对上述问题的解答需要法与金融学的本土化研究的广泛开展和深入进行，这一方面可以从效率、成本-收益角度为中国金融法变革提供基本价值判断标准；另一方面可从比较国家治理和比较金融系统的角度为中国金融发展和法律改革提供有关制度移植的方向性启迪。法与金融学的研究成果及其相关理论争论给我们提供了许多有益启示：（1）法律传统虽然影响金融发展，但并不是决定因素；（2）加强投资者的法律保护对于中国金融的发展起着关键的作用；（3）在移植国外法律制度以改善我国法律体系的同时，要重视中国自身法律传统并遵循金融发展的内在规律，考虑自身国情和接受条件；（4）要认识到法律的内在不完备性特点，构建有效且有限的金融监管体系；（5）要高度重视文化、信任、信誉等一些市场中的非正式机制在中国金融发展中的作用；（6）作为转轨国家，要注重提高执法效率和质量。

#### 注 释：

正式部门指上市公司和国有企业为主体的公有制经济部门，非正式部门则指除正式部门以外的其他企业组织形式。

所谓“漏损效应”，是指金融资源从享有特权的国有部门流向受到信贷歧视的私人部门的过程。

以各地法院每年经济案件的结案率作为衡量各地的法制建设指标。

## 主要参考文献:

- [1] La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer, Vishny. Legal Determinants of External Finance [J]. Journal of Finance, 1997, (52).
- [2] Morck, Yeung, Yu. The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging have Synchronous Stock Price Movement [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58).
- [3] Levine. Bank - based or Market - based Financial Systems: Which is Better? [J]. Journal of Financial Intermediation, 2003, (11).
- [4] La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer, Vishny. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, (106).
- [5] Beck, Demirgüç - Kunt, Levine. Law and Finance: Why does Legal Origin Matter? [J]. Journal of Comparative Economics, 2003, (31).
- [6] Demirgüç - Kunt, Maksimovic. Law, Finance, and Firm Growth [J]. Journal of Finance, 1998, (53).
- [7] La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer, Vishny. The Quality of Government [J]. Journal of Law and Economic Organization, 1999, (15).
- [8] La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer, Vishny. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58).
- [9] Coffee. Privatization and Corporate Governance: The Lessons From Securities Market Failure [J]. Journal of Corporation Law, 1999, (25).
- [10] Acemoglu, Johnson, Robinson. The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation [J]. American Economic Review, 2001, (91).
- [11] Acemoglu, Johnson, Robinson. Reversal of Fortunes: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution [J]. Quarterly Journal of Economics, 2002, (117).
- [12] Stulz, Williamson. Culture, Openness, and Finance [J]. Journal of Financial Economics, 2003, (70).
- [13] Berkowitz, Pistor, Richard. Economic Development, Legality, and the Transplant Effect [J]. European Economic Review, 2003, (47).
- [14] Pistor, Keinan, Kleinheisterkamp, West. Innovation in Corporate Law [J]. Journal of Comparative Economics, 2003, (31).
- [15] 沈艺峰,许年行,杨 熠.我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J].经济研究,2004(9).
- [16] 王克敏,陈井勇.股权结构、投资者保护与公司绩效 [J]. 管理世界,2004 (7).
- [17] 汪 炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本 [J]. 经济研究,2004 (7).
- [18] 沈艺峰,肖 珉,黄娟娟.中小投资者法律保护与公司权益资本成本[J].经济研究,2005(6).
- [19] 卢 峰,姚 洋.金融压抑下的法治、金融发展和经济增长 [J]. 中国社会科学,2004 (1).
- [20] 谈儒勇,吴兴安.我国各地金融发展差异的司法解释 [J]. 财贸经济,2005 (12).

## Literature Review of Law and Financial Studies and Its Implication to China

Jiang Shuxia<sup>1</sup> Dai Tao<sup>2</sup>

**Abstract :** Research on Law and Finance has attracted more and more attention both from financial academics and management field. Since China is actively promoting financial system reforms, many problems of the reform and development will always be related to Law and Finance. By studying the macro and micro level of Law and Finance, the main research results at home and abroad, and the controversy triggered in this field, this paper provides basic criterion and the direction for China's financial development and reform of the legal system, and also provide successful experiences and useful references for China's financial system, and judicial reform.

**Key words :** financial development ; legal origin ; investor protection ; financial supervision

[ 收稿日期: 2007.4.6 责任编辑: 单丽莎 ]

[ 中图分类号 ] F830.1 [ 文献标识码 ] A [ 文章编号 ] 1000 - 8306 (2007) 05 - 0001 - 10