

# 金融体系结构与经济自由的关系

——基于139个国家1980~2013年数据的研究

武力超 许诺 张中弛 郭启文

[摘要] 本文基于全球139个国家1980~2013年的面板数据,采用系统动态GMM的估计方法,研究一国经济自由程度对于金融体系的活力、相对规模与效率的影响。研究表明,伴随着国家对金融系统管制的放松、对产权的有效保护以及贸易带来的经济增长,金融体系结构的活力、相对规模与效率都会增加,从而证实了一国经济自由程度会影响金融体系结构的演变和发展。

[关键词] 金融体系结构;经济自由度;金融管制;产权保护

[文章编号] 1009-9190(2015)10-0055-10 [JEL分类号] Z00 [文献标志码] A

DOI:10.16529/j.cnki.11-4613/f.2015.10.011

## The Relationship between Financial System Structure and Economic Freedom

——A Study Based on the data of 139 Countries during 1980–2013

WU Li-chao XU Nuo ZHANG Zhong-chi GUO Qi-wen

[Abstract] Based on the panel data of world's 139 countries during 1980–2013, this paper uses the dynamic GMM estimation method to analyze the influence of a country's economic freedom degree on the vigor, relative size and efficiency of the country's financial system structure. The results of the paper show that, along with the country relaxing the regulation of financial system, the effective protection of property rights and the economic growth due to trade, the vigor, relative size and efficiency of financial system structure will increase, so it is confirmed that a country's economic freedom degree will affect the evolution and development of the country's financial system structure.

[Key words] financial system structure; economic freedom degree; financial regulation; protection of property rights

### 一、引言

完善的金融体系对一个国家的经济发展起着重要作用,均衡发展的金融体系有利于提高金融稳定性,可以促进对贫困人口有利的经济增长,从而缩小贫富差距,这一点已经被很多实证研究所证实

[收稿日期] 2015年5月11日

[基金项目] 国家社科基金青年项目“金融生态环境与技术创新空间集聚效应的机制研究与对策建议”(15CJL052);教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目资助“要素成本上升背景下我国外贸中长期发展趋势研究”(13JZD010);中央高校基本科研业务费专项资金资助(T2013221016);厦门大学两岸关系和平发展协同创新中心科研经费支持。

[作者简介] 武力超,女,厦门大学经济学院国际经济与贸易系,助理教授(厦门,361005),E-mail:xmwuli.chao@163.com;许诺,女,英国帝国理工学院,硕士生;张中弛,男,厦门大学经济学院国际经济与贸易系,本科生;郭启文,男,厦门大学经济学院国际经济与贸易系,本科生。

(Levine, 2005; Beck, et al., 2007)。虽然金融体系对于经济增长的作用已经成为共识,但是对于决定金融体系结构形成和发展的因素缺乏系统性的研究和探索。在经济自由化不断推进的背景下,经济自由程度对金融体系结构的形成和发展是否有影响,经济自由的不同层面与金融体系结构的互动关系如何?这些是有待研究的问题。

Bhattacharyya (2013)指出,政治机构和政治制度不但决定了一个国家的金融发展程度,而且对金融体系结构的形成也有着重要影响。一个国家的民主程度越高,越倾向于产生以金融市场为基础的金融体系结构。法律制度对产权进行有效的保护,会形成发展程度高、流通性强、股权分散的资本市场。此外,贸易自由带来的经济增长,增加了企业的外部融资需求,同时也减少了对富人的监管成本,因此,更易产生以金融市场为基础的金融体系结构。基于以上观点,本文将经济自由与金融体系结构问题相联系,从经济自由的四个不同方面切入,探讨一国的政治民主程度、法律制度完善程度、产权保护程度、贸易自由度与该国金融体系结构之间的关系。通过研究发现,伴随着政治民主程度、法律制度完善程度、产权保护程度、贸易自由度的提升,股票市场相对于银行系统的活力、相对规模以及效率都会显著地增加,从而证实了一国经济自由程度会影响金融体系结构的演变和发展。探讨经济自由程度对金融体系结构的影响,不仅是从新的角度解释金融体系结构形成和发展的原因,同时也可以为政府调整金融体系结构提供政策参考。

本文的结构安排如下:第二部分为文献综述,对前人的研究进行系统性的梳理;第三部分分析政治民主、法律制度、产权制度、贸易自由对金融体系结构影响的作用机理;第四、五部分基于理论上的探讨进行实证分析,系统地考察经济自由对于金融体系结构的影响;第六部分是结论。

## 二、文献综述

Goldsmith (1969)最早将金融体系结构定义为“一国现存的金融工具和金融机构之和”。他把金融体系结构划分为两类:以金融市场为基础的金融体系结构和以金融中介为基础的金融体系结构,并且考察了不同金融体系结构在经济中的比较优势。Demirguc 等 (2001)把金融体系结构定义为金融中介与金融市场的相对情况。

各国不同的社会和经济发展历史,尤其是金融恐慌及其之后的金融监管,都对金融体系结构的形成和发展产生了重大影响。1719年到1720年,发生于英国的南海泡沫事件<sup>①</sup>、法国的密西西比泡沫事件<sup>②</sup>,是金融体系结构发展的分水岭。这两个事件的发生以及这两个国家事后分别采取的应对措施,导致了两种不同的金融体系结构的产生。Laeven和Valencia (2011)指出,平衡发展的金融体系结构有利于提高金融稳定性,这对于新兴经济体尤为重要,因为它们更依赖于银行而不是股票市场。

Monnet和Quintin (2005)认为,改变金融体系结构的某些历史性基本特征将产生巨大成本,因此,虽然世界范围内金融体系的某些基本功能渐趋一致,但金融体系本身的结构特征在相当长的一段时间内将继续存在。正如Allen和Gal (2000)所认为,金融体系结构的形成与其它制度变迁一样,存在

<sup>①</sup> 英国的南海公司在1720年春天到秋天之间造成的一次经济泡沫,使政府诚信破产,最后,南海公司董事们的财产被充公,仅留部分作为他们基本营生所用,余款以及部分股本用于救助南海泡沫事件中的受害人,最终大致得以解决。

<sup>②</sup> 18世纪初法国的一家银行造成的泡沫经济。泡沫破灭后,法国经济也由此陷入萧条,经济和金融处于混乱状态,多年之后还难以复苏。

路径依赖。但这并不代表一国的金融体系结构就是一成不变的,因为金融体系结构是为实体经济发展而服务的。崔蛟(2010)将金融体系结构的演变主要归于四个因素:实体经济发展的需要、制度变革、金融创新和技术进步。其中,实体经济发展的需要是金融体系结构演进的内在要求,当经济要素禀赋与比较优势发生变化时,实体经济活动和产业结构也会发生相应的变化,这时金融体系结构就需要做出相应的调整来适应企业融资的要求和不同产业结构的发展需要;制度变革是金融体系结构演进的外部保障,不同的制度会决定不同的金融体系结构布局;金融创新可以打破原有金融体系结构的局限性,通过金融业务革新、机构调整和金融工具创造,形成新的符合时代需求的金融体系结构;通过计算机、互联网等技术革新,使金融活动和交易变得通畅,同时也促进金融业在业务操作、产品研发、市场分析等方面的发展,从而推动传统金融体系结构变迁。

金融体系结构的演变存在一定的规律。何昌(2006)指出,金融体系结构演变规律大致有三种观点:第一,金融体系结构向市场主导逆转论,即由以金融中介为主体的金融体系结构向以金融市场为主体的金融体系结构转变。这一转变可以通过市场融资和金融中介之间的竞争来解释。郭翠荣(2005)通过实证研究,发现从“银行主导型”向“市场主导型”的变迁是发达国家金融发展的客观趋势。同时,伴随着保险公司、基金管理人、投资银行等金融机构的快速增加,市场融资在金融体系结构中的重要性会不断提升,也促进了这一转变。第二,金融体系结构向银行主导逆转论,即由以金融市场为主体的金融体系结构向以金融中介为主体的金融体系结构转变。这一转变是由反对金融市场的力量促成的,这种力量在政治危机、经济危机发生时增强,从而使金融体系结构发生短期逆转。第三,金融体系结构趋同论,即金融体系结构向中间结构趋同。段姝(2010)认为,市场主导型金融体系或中介主导型金融体系形成后也处于不断地自我调整和演进之中,资产证券化促使银行作为金融中介的职能和地位发生变化,使得传统意义上的两种类型的金融结构出现了趋同融合的趋势。陈雨露、马勇(2013)提出了“大金融”命题,对于每一个特定的国家而言,其金融体系结构中银行和金融市场的最优化配置比例要受本国“国家禀赋”的约束和影响。

### 三、经济自由对金融体系结构的作用机理

本节将从政治民主、法律制度、产权保护、贸易自由四个方面,分析经济自由与金融体系结构的互动机理。

命题一:政治民主避免了垄断的发生;“有限政府”为形成以金融市场为基础的金融体系结构铺路。

政治民主的实质是国家的一切权力都属于人民,政府的权力来自于人民的授权。民主法治最重要的职能就是铲除无限政府,确立一个在权力、规模和职能上都受到法律和社会严格限制的“有限政府”。

在一国金融体系结构形成的过程中,政治制度具有重要影响。Rajan和Zingales(2003,2004)在深入分析了政治因素对金融体系结构的影响后,认为金融体系结构本身将向最优态演化,但是在演化过程中往往受到强有力的当权者的政治阻碍。因此,金融发展或金融体系结构的演变,很大程度上依赖于国家政治结构的变化或者当权者试图发展的意愿。非民主国家的官员可以利用其手中掌握的公共权利为自己谋求经济利益,例如:制定经济管制政策、设置银行业准入门槛等。作为回报,垄断银行会与这些官员分享垄断利润。但是,伴随着一国的民主程度提高,政治精英们将进行激烈的政治竞争,对银行业的控制减少。因此,政治民主的国家则倾向于拥有以金融市场为基础的金融体系结构。

Habeş (2008)认为,美国的政治竞争造就了美国完善的金融市场结构体系。这与 Sylla (2008)的理论不谋而合,他认为美国统一的政治、有限的政府(水平、垂直地分散权利)和强大的领导力,帮助美国实现了18世纪末的金融革新。相比之下,墨西哥的政权掌握在少数几个人手中,他们对金融部门进行准入限制,因而造就了墨西哥以银行为基础的金融体系结构。

“有限政府”避免了对权利的滥用,抑制了对银行业的控制,为构建完善的金融市场铺路。

命题二:一个国家的法律制度、产权保护制度对金融体系市场化的影响是正面的。

La Porta等(1998)学者通过对比英国与法国的法律制度与金融体系结构之后发现,强调保护私有财产的英国可以使持有人的权利免受王室的干涉;法国的司法体系则试图通过法律程序,来减少司法腐败和滥用自由裁量权的现象。这一举措使法国的司法体系和法律条文过于冗余,长此以往,促使国家的权利相对于公民而言大幅增长,强调银行债权人权利,缺乏对市场投资者保护。因此,私有产权在法国传统法律体系中处于不被重视的地位。然而,私有产权保护制度对于金融发展而言至关重要,因为它保护了投资者的利益和相关权利。历史发展表明,与采用法国法律体制的国家相比,由于被战争征服、殖民或主动模仿等形式而沿用了英国法律体制的国家,储蓄者更愿意资助企业,都倾向于拥有完善的金融市场(La Porta, et al., 1998; Beck, et al., 2003)。

同时,良好的产权保护会刺激创新。赵胜来、陈俊芳(2005)指出,金融创新创造了新的产品、新的服务甚至新的制度,而这种产品、服务、制度会直接或间接地对旧有的产品、服务、制度产生替代。信息技术革命极大地提高了金融结构的效率,降低了融资的交易成本和信息成本,原来在金融体系中处于绝对优势的以银行为主的金融中介,越来越多地受到直接市场融资的竞争压力。

上述理论可以延伸为:一个有完善产权制度的国家,更可能倾向于拥有以金融市场为基础的金融体系结构。

命题三:贸易自由化带来的经济增长改变了融资需求,影响金融体系结构的演变。

国际贸易使各国在具有相对优势的领域进行专业化生产,从而提高各国的真实财富总量,促进经济增长。而贸易自由化则进一步使各成员国之间贸易量激增。以中国为例,改革开放政策实施以来,中国的贸易自由化程度从1950~1977年的8.2%激增到2013年的43.9%,2013年货物进出口贸易额约为1978年的727倍,使中国经济发展加快,一跃成为世界第二大经济体。由此可见,改革开放后中国GDP的高速增长与贸易自由化进程密不可分。

贸易自由化带来的经济增长会为企业创造额外的外部融资需求。此时,银行并不能完全满足经济增长所增加的融资需求,企业需要通过金融市场来进行剩余部分的融资。这样一来,由于不同融资方式在企业中所占的比重发生改变,经济体的金融体系结构也就随之发生变化。因此,随着一国贸易自由化进程的推进,金融市场的作用和角色越来越凸显。

与此同时,伴随着贸易自由化带来的经济增长,社会中的贫富分布情况也会发生改变。一般而言,经济增长会带来更多的就业机会和财富,使得一国的富裕人口增加。Chakraborty和Ray(2007)认为,社会中的贫富分布情况决定了一国的金融体系结构。因为相对于穷人来说,富人带来道德风险的可能性较小。金融机构可以选择减少对富人的监控,从而节约监管成本。因此,高收入的发达国家倾向于拥有以金融市场为基础的金融体系结构。Goldsmith(1969)还通过德国和英国的经验数据证明,在经济高速增长的国家中,非银行的金融中介和股票市场相比于银行,其规模增长更快。

综合以上理论分析,我们可以发现一国经济自由程度与金融体系结构形成之间存在必然的联系和影响。因此在进行实证考察前,提出三个假设:

假设 1:经济自由程度的不同层面对一国金融体系结构的活力有显著影响。

假设 2:经济自由程度的不同层面对一国金融体系结构的相对规模有显著影响。

假设 3:经济自由程度的不同层面对一国金融体系结构的效率有显著影响。

如果三个假设成立,则可以证明,一国经济自由程度对其金融体系结构的演变和发展有显著影响。本文接下来将对此进行实证研究。

#### 四、模型、方法和数据

本节的实证分析采用 1980~2013 年 139 个国家的基础数据,其中包含 52 个发达国家和 87 个发展中国家。考虑到经济自由度与金融体系结构都是随时间变化的,且所有依赖时间的回归可能存在一定的内生性,本文选用了能够揭示被解释变量动态变化特征的系统动态 GMM 模型来验证经济自由度对金融体系结构的影响。下面是本文的计量模型:

$$\ln FS_{i,t} = \chi_0 + \text{Lagged} \ln FS_{i,t} + \alpha_i \text{Bur}_{i,t} + \beta_i \text{Law}_{i,t} + \gamma_i \text{Prop}_{i,t} + \kappa_i \text{Tlib}_{i,t} + \eta_{i,1} \text{GDPP}_{i,t} + \eta_{i,2} \text{FTD}_{i,t} + \eta_{i,3} \text{A dor}_{i,t} + v_i + \psi_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式 1) 中, $i$  和  $t$  分别是指国家  $i=1, \dots, 139$ ) 和时间  $t=1980, \dots, 2013$ )。 $\text{Bur}_{i,t}$  表示国家  $i$  在  $t$  时期的政治民主程度。 $\text{Law}_{i,t}$  表示国家  $i$  在  $t$  时期的法律制度完善程度。 $\text{Prop}_{i,t}$  表示国家  $i$  在  $t$  时期的产权保护程度。 $\text{Tlib}_{i,t}$  表示国家  $i$  在  $t$  时期的贸易自由度。 $\text{GDPP}_{i,t}$  表示国家  $i$  在  $t$  时期的实际人均 GDP。 $\text{FTD}_{i,t}$  表示国家  $i$  在  $t$  时期的外贸依存度。 $\text{A dor}_{i,t}$  表示国家  $i$  在  $t$  时期的老年人口抚养比率。 $FS$  反映一国的金融体系结构,在回归分析中替换成具体的被解释变量—— $FSA$ 、 $FSS$  和  $FSE$ 。 $v_i$  是国家固定效应, $\psi_i$  是时间固定效应, $\varepsilon_{i,t}$  是随机扰动项。

计量分析中一组重要的指标是经济自由度指标,该指标选自美国传统基金会的经济自由指标数据库。《华尔街日报》和美国传统基金会联合发布的年度报告《经济自由度指数》涵盖全球 179 个国家和地区,从贸易政策、政府财政开支、政府对经济的干预、资本流动和国外投资、货币政策、银行业和金融业、工资和物价、产权、规制、非正规市场活动(黑市)等 10 大类、50 多个指标来评价各个国家和地区的得分,以 10 分为满分,分数越高,自由程度越高。本文根据研究需要从中选取了 4 个指标,分别是政治民主程度、法律制度完善程度、产权保护程度、贸易自由度。

本文通过三个金融体系结构的相对指标来衡量一个国家金融体系结构的发展状况,分别是金融体系结构的活力、金融体系结构的相对规模和金融体系结构的效率。金融体系结构的活力(financial structure activity,  $FSA$ ),是用来反映银行系统和股票市场的相对活力,计算方式为股票市场交易总量比率同银行信贷比率的比值。其中,股票市场交易总量比率 = 在国内交易所交易的股票总值 / GDP; 银行信贷比率 = 银行货币存款总值 / GDP。金融体系结构的相对规模指标(financial structure size,  $FSS$ ),用来衡量银行系统和股票市场相对规模大小,计算方式为股票市场资本化总量同银行信贷总量的比值。金融体系结构的效率指标(financial structure efficiency,  $FSE$ ),用来反映银行系统和股票市场的相对效率,计算方式为股票市场资本化比率同银行管理费用率的比值。 $FSA$ 、 $FSS$ 、 $FSE$  指标值越大,则代表一国的金融体系结构越趋近于以金融市场(股票市场)为基础的金融体系结构;当指标值趋近于中

间值时,则代表金融体系结构趋向于中间结构。

本文根据 Beck 等(2007)的研究,选取了三个宏观控制变量——实际人均 GDP 指标(*GDPP*)、外贸依存度指标(*FTD*)、老年人口抚养比率指标(*Ador*)。其中,外贸依存度是指一定时期内一国的进出口总额与该同时期的国内生产总值的比例,衡量一国的经济发展对进出口贸易的依赖程度。外贸依存度越高,该国的国际市场开放程度和经济自由程度也就越高,金融体系结构就会向以金融市场为基础的金融体系结构转变。实际人均 GDP 能够衡量一国消费者财富的多少,是发展经济学中衡量一国经济发展状况的宏观经济指标。老年人口抚养比率体现了一个国家的人口结构,老年人口抚养比率越高,表明相对于工作人口而言,被抚养的人越多,则适龄劳动力就越少,人力资本水平就越低,一国的经济水平也就随之降低,金融体系结构也就随之发生改变。各变量如表 1 所示。

对于面板数据模型中常用的随机效应模型和固定效应模型,当解释变量具有内生性时,这两种模型均不能保证给出无偏的参数估计。Arellano 和 Bond(1991)提出了动态面板 GMM 估计方法。Blundell 和 Bond(1998)为了克服弱工具变量的影响和小样本情形下的偏差,在差分 GMM(Differenced GMM)之外,提出了系统 GMM(System GMM)估计方法。系统动态 GMM 法结合了差分回归方程和水平回归方程,把滞后水平作为一阶差分的工具变量,又把一阶差分作为水平变量的工具变量。

表 1 模型变量

	模型变量	变量符号	数据来源
被解释变量	金融体系结构的活力	<i>FSA</i>	根据世界银行 GFDD 数据库的指标自行计算
	金融体系结构的相对规模	<i>FSS</i>	
	金融体系结构的效率	<i>FSE</i>	
解释变量	政治民主程度	<i>Bur</i>	美国传统基金会
	法律制度完善程度	<i>Law</i>	
	产权保护程度	<i>Prop</i>	
宏观控制变量	贸易自由度	<i>Tlib</i>	世界银行 WDI 数据库
	实际人均 GDP	<i>GDPP</i>	
	外贸依存度	<i>FTD</i>	
	老年人口抚养比率	<i>Ador</i>	

除了提供对于同时性问题的补救以外,动态面板 GMM 估计还有两个优点:一是对于误差项的估计比截面估计更为可靠。通过长期的滞后非线性工具使得时间不变的误差项被吸收到了地区固定效应当中,实现动态面板 GMM 估计和国家一时间特定效应衡量的误差项相一致的目的。二是动态面板 GMM 估计是一致的,只要工具变量的滞后期数足够长就可以实现一致性。由于内生性回归系数隐含偏误,在动态面板回归之后对过度识别的约束条件进行测试。我们使用系统的 Sargan 检验反映估计过程中样本矩条件工具变量的总体有效性。

### 五、计量结果分析

基于以上的实证模型,接下来使用 1980~2013 年 139 个国家的基础数据,通过动态面板回归方法,得到回归结果。表 2、表 3 和表 4 分别考察了经济自由度的 4 个指标对金融体系结构的活力、金融体系结构的相对规模以及金融体系结构的效率的影响。

在表 2 的模型 1)~(4)中,在控制变量的基础上,依次加入了 4 个表征经济自由度的指标,从而考察不同层面的经济自由程度状况对金融体系结构活力的影响。通过对实证结果的分析,我们发现表 2

(1)-(4)中,贸易自由化指标、政治民主指标、法律制度指标、产权制度指标均显著为正,变量的符号也与预期一致,表明随着政治民主程度、法律制度完善程度、产权保护程度、贸易自由度的提升,股票市场相对于银行系统的活力会显著地增加,这验证了本文提出的第一个假设。计量结果印证了我们之前所提出的三个命题,体现了随着政治民主化的程度提高,法律对于产权保护的完善以及对外开放的程度加深,政府对银行的控制减弱,此种法律体制下储蓄者更愿意资助企业,以满足其增长的外部融资需求,使得股票市场交易总量比率相对增加,是融资方式比重改变的体现,金融市场的作用和角色越来越凸显,越来越有活力,经济体的金融体系结构也就随之发生变化。

从表2中系数可以看出,贸易自由程度对金融体系结构活动性的影响最大,政治民主程度、法律制度完成程度、产权保护程度对其影响依次减小。当贸易自由程度提高一个单位的时候,金融体系结构的活力会平均提高

12.5%。当政治民主程度、法律制度完成程度、产权保护程度提高一个单位的时候,金融体系结构的活力会分别平均提高9.5%、7.6%、6.6%。这一结果表明,相对于制度方面的影响,贸易自由化所带来的经济增长,创造了额外的外部融资需求,以需求推动了金融体系结构的改变。因此贸易自由度对金融体系结构活动性的影响最大。

在表3的模型1)-(4)中,我们考察不同层面的经济自由程度状况对金融体系结构相对规模的影响。通过对实证结果的分析,我们发现表3 1)-(4)中,选取的四个经济自由度指标均显著为正,变量的符号也与预期一致,这使本文提出的第二个假设得到了验证,也再次印证了之前提出的三个命题。表明随着政治民主化的程度提高,法律对于产权保护的完善以及对外开放的程度加深,资本市场相比于银行系统来说,对于金融市场更加重要。储蓄者更愿意在股票市场上资助企业,使企业融资更加灵活,从而实现其因经济增长而产生的融资需求;经济增长导致富人的增加,减少了对于风险的管控,使得股票市场资本化总量相对增加,规模相应地扩大,经济体的金融体系结构也就随之发生变化。即股票市场相对于银行系统的规模会显著地增加。

表2 实证结果分析——金融体系结构活力

被解释变量: <i>FSA</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L. FSA</i>	0.753*** (22.25)	0.784*** (22.14)	0.741*** (21.12)	0.748*** (22.90)
<i>Bur</i>	0.095** (2.08)			
<i>Law</i>		0.076* (1.80)		
<i>Prop</i>			0.066** (2.11)	
<i>Tlib</i>				0.125*** (2.69)
<i>Ador</i>	0.093*** (2.95)	0.101*** (3.37)	0.060** (1.98)	0.079*** (2.71)
<i>GDPP</i>	0.001 (0.84)	0.002 (1.54)	0.003** (2.25)	0.001* (1.77)
<i>FTD</i>	0.010*** (3.50)	0.007** (2.14)	0.004 (1.39)	0.007*** (2.43)
常数项	-3.518*** (7.22)	-3.387*** (6.46)	-2.829*** (6.22)	-3.547*** (7.02)
Sargan 检验-P 值	0.34	0.56	0.19	0.22
N	708	780	719	715

注: 括号内为t值的绝对值,\*\*\*、\*\*、\* 分别代表1%、5%和10%的显著性水平,表3-4与此注同。

需要注意的是,与金融体系结构活力不同,当贸易自由程度提高一个单位的时候,金融体系结构的相对规模仅会平均提高 0.9%。而政治民主程度、法律制度完成程度、产权保护程度提高一个单位的时候,金融体系结构的相对规模会分别平均提高 2.5%、1.7%、5.1%。比起贸易自由化,制度方面的因素(政治民主程度、法律制度完善程度、产权保护程度)给金融体系结构的规模带来的影响更大。产权制度、法律制度的完善可以保护财产所有人的权力、规范金融市场的发展;政治民主可以避免权力的滥用,抑制银行业的寻租行为,使金融市场(股票市场)得到发展,规模得以扩大。

在表 4 的模型 1)~(4) 中,我们同样是在控制变量的基础上,依次加入了 4 个表征经济自由度的指标,来考察不同层面的经济自由程度状况对金融体系结构效率的影响。通过对实证结果的分析,我们发现表 4 1)~(4) 中,选取的

四个经济自由度指标均显著为正,变量的符号也与预期一致,这使本文提出的第三个假设得到了验证,也再次印证了之前提出的三个命题。表明随着政治民主化的程度提高,法律制度、产权保护制度的完善以及进一步的对外开放,股票市场相比于银行系统来说更有效率。政府对于银行的控制力减弱,有利于促进金融改革;完善的法律制度以及产权保护制度,可以提高金融创新的积极性,产生新的金融产品,金融服务甚至催生出新的金融制度;而进一步的对外开放也必然要求金融市场的进一步开放。金融改革、金融创新以及金融开放都会促进股票市场资本化比率的增加,减少银行费用,从而提高金融体系效率。

随着产权保护程度、贸易自由度提高一个单位,金融体系结构的效率会平均提高 3.7%和 3.3%。而政治民主程度以及法律完善程度每提高一个单位,金融体系结构的效率仅提高 1.7%与 1.4%。相比之下,能够直接影响经济的因素(产权保护程度、贸易自由度)对金融体系结构的效率带来的影响更大。产权制度的完善可以保护投资者的利益、促进金融创新;贸易自由度的提升要求金融市场的进一步开放,从而使股票市场得以发展,金融体系结构的效率得到提高。

此外,通过表 2、表 3 和表 4 的比较,可以发现经济自由度的四个层面对金融体系结构活力的影响均大于对金融体系结构相对规模与金融体系结构效率的影响。

表 3 实证结果分析——金融体系结构的相对规模

被解释变量:FSS	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.FSS</i>	0.966*** (49.79)	0.989*** (52.00)	0.945*** (47.67)	0.970*** (50.91)
<i>Bur</i>	0.025** (2.11)			
<i>Law</i>		0.017* (1.80)		
<i>Prop</i>			0.051*** (5.54)	
<i>Tlib</i>				0.009* (1.73)
<i>Ador</i>	0.082*** (9.68)	0.080*** (9.06)	0.086*** (10.08)	0.088*** (10.47)
<i>GDPP</i>	0.001*** (4.63)	0.002*** (4.12)	0.002*** (2.89)	0.001*** (4.42)
<i>FTD</i>	0.002** (2.13)	0.001 (0.82)	0.002*** (2.41)	0.001 (1.28)
常数项	1.204*** (11.72)	0.950*** (9.65)	0.998*** (10.25)	1.094*** (9.98)
Sargan 检验-P 值	0.13	0.14	0.27	0.24
N	740	814	752	748

## 六、结 论

本文首先从理论上分析了经济自由的不同层面对金融体系结构的影响,之后利用1980~2013年139个国家的基础数据,进行了实证研究。通过分析发现,伴随着政治民主程度、法律制度完善程度、产权保护程度、贸易自由度的提升,股票市场相对于银行系统的活力、相对规模及效率都会显著地增加,且经济自由的四个层面对金融体系结构活力的影响均大于对金融体系结构相对规模及金融体系结构效率的影响。实证分析的结果验证了本文提出的三个假设,从而证实了本文的理论分析结果——一国经济自由程度对其金融体系结构的发展有显著影响。

中国的经济已经进入“新常态”,调整产业结构离不开对于金融结构的调整。中国应稳步推进利率市场化改革,更大程度发挥市场在资源配置中的基础性作用,促进企业根据自身条件选择融资渠道、优化融资结构。政治民主程度的提高、法律制度对于产权保

护的完善、贸易自由化的进一步推进,有利于提高中国股票市场的活力、相对规模及效率,促进民间资本对于中小企业的融资支持。但在股票市场保持热度的同时,也要加强金融监管与对金融风险隐患的排查,及时锁定、防控和化解风险,严守不发生系统性区域性金融风险的底线(李永刚,2014)。

## [ 参考文献 ]

- 陈雨露、马勇,2013. 金融体系结构、金融效率与金融稳定[J]. 金融监管研究(5):1-21.
- 崔蛟,2010. 金融结构与金融稳定关系研究[D]. 山东:山东经济学院.
- 段姝,2010. 世界金融体系演进中的银企关系理论研究[J]. 国外社会科学(4):108-114.
- 郭翠荣,2005. 发达国家金融倾斜研究[M]. 北京:中国金融出版社.
- 何昌,2006. 发达国家金融体系结构演变的新趋势及其借鉴意义[J]. 金融论坛(4):59-63.
- 李永刚,2014. 金融结构调整对发达经济体和新兴经济体的差异性影响[J]. 金融论坛(1):36-42.
- 赵胜来、陈俊芳,2005. 金融结构指标、类型及其演进[J]. 上海金融(12):25-27.
- Allen, F., and Gale, D., 2000. Comparing Financial Systems[M]. Cambridge, MA: MIT Press.
- Arellano, Manuel and Bond, Stephen, 1991. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations[J]. Review of Economic Studies, 4: 277-297.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Levine, R., 2003. Law, Endowments, and Finance[J]. Journal of Financial Economics, 70: 137-181.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Levine, R., 2007. Finance, inequality, and the Poof[J]. Journal of Economic Growth, 12(1):

表4 实证结果分析——金融体系结构的效率

被解释变量: <i>FSE</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.FSE</i>	0.512*** (12.13)	0.598*** (13.80)	0.486*** (16.29)	0.537*** (15.44)
<i>Bur</i>	0.017** (2.31)			
<i>Law</i>		0.014* (1.94)		
<i>Prop</i>			0.037*** (4.12)	
<i>Tlib</i>				0.033* (1.69)
<i>Ador</i>	0.053*** (7.12)	0.062*** (7.98)	0.068*** (8.16)	0.071*** (9.14)
<i>GDPP</i>	0.002*** (3.23)	0.003** (2.12)	0.001*** (2.45)	0.001*** (2.42)
<i>FTD</i>	0.003** (1.97)	0.004* (1.82)	0.003* (1.97)	0.002 (1.37)
常数项	3.15*** (6.36)	4.12*** (5.78)	5.09*** (9.13)	2.94*** (7.16)
Sargan 检验-P 值	0.34	0.46	0.39	0.44
N	730	790	743	757

27-49.

Bhattacharyya, S., 2013. Political Origins of Financial Structure[ J]. Journal of Comparative Economics, 41:979-994.

Blundell, Richard and Bond, Stephen, 1998. Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models[ J]. Journal of Econometrics, 7:115-143.

Chakraborty, S., and Ray, T., 2007. The Development and Structure of Financial Systems[ J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 31:2920-2956.

Demirguc-Kunt, A., and Levine, R., 2001. Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparison[ M]// Demirguc-Kunt, Asli., Levine, Ross( Eds.), Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development. Cambridge, MA: MIT Press.

Goldsmith, R., 1969. Financial Structure and Development[ M]. New Haven: Yale University Press.

Haber, S., 2008. Political Institutions and Financial Development: Evidence from the Political Economy of Bank Regulation in Mexico and the United States[ M]. Stanford: Stanford University Press.

Laeven, L., and Valencia, F., 2011. The Real Effects of Financial Sector Interventions during Crises[ R]. IMF Working Paper, No.11/45.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1998. Law and Finance[ J]. Journal of Political Economy, 106: 1113-1155.

Levine, R., 2005. Financial and Growth: Theory and Evidence[ M]// Aghion, Philippe, Durlauf, Steven( Eds.), Handbook of Economic Growth. North Holland: Elsevier Publishers.

Monnet, C., and Quintin, E., 2005. Why Do Financial Systems Differ? History Matters[ R]. Working Paper.

Rajan, R., and Zingales, L., 2003. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century[ J]. Journal of Financial Economics, 69:5-50.

Rajan, R., and Zingales, L., 2004. Saving Capitalism from the Capitalists[ M]. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Sylla, R., 2008. Political Institutions and Financial Development: The Political Economy of Early US Financial Development [ M]. Stanford: Stanford University Press.

(责任编辑: 渐修 校对: 梅言)

## 《金融论坛》已开通微信公众号

为方便读者、作者及时了解《金融论坛》的最新内容，《金融论坛》已经开通了微信公众号，名称为“金融论坛”。敬请关注。

“金融论坛”旨在探讨国内外经济金融形势和热点，推动金融理论研究和学术交流，介绍中国工商银行的学术研究活动与成果，发布《金融论坛》最新出版的文章题目及摘要。您可以回复栏目序号查看相应内容：01 高层观点；02 理事文萃；03 财经时评；04 学术活动。

读者、作者通过以下方式可以关注《金融论坛》微信公众号：(1) 在微信上搜索“金融论坛”或“finance forum”；(2) 扫描封底“金融论坛”二维码。

请作者向《金融论坛》投稿后，通过《金融论坛》微信公众号告知本刊已经投稿，并附上稿件题目。

《金融论坛》编辑部