

# 法律对金融影响研究新进展<sup>\*</sup>

许荣 王雯岚 张俊岩

**摘要:**传统的法与金融文献侧重于描述并解释法律制度的国际差异及其对不同经济体金融市场发展的影响,强调加强投资者权利的法律保护是金融市场发展的基础。而在批评传统的法与金融文献的基础上发展而来的“金融的法律理论”则认为,现代金融市场的基本特征是较高信息成本、较高不确定性和流动性限制并存。尽管法律制度支持了金融市场发展,但是法律文本的弹性和执行力度也使其成为金融市场不稳定的重要因素。因此,在解释外汇市场运行、资产证券化的全球实践以及中国影子银行蓬勃发展等探索性的研究领域,金融的法律理论相比传统的法与金融理论具有更强的解释力度。“金融的法律理论”研究进展有助于对金融领域放松监管的潮流进行反思,并有助于从新视角研究中国未来互联网金融等创新业态的监管规则与风险管理。

**关键词:**法与金融 法律制度 金融发展 投资者保护 金融市场稳定

随着金融市场发展受到理论与实务界越来越多的重视,研究者们对于为何有些经济体能够发展出高度发达的金融市场而有些则迟滞不前产生了浓厚的兴趣。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (简称LLSV, 1997, 1998, 2000)及其引领的一大批侧重于从不同经济体的法律起源差异出发来解释金融市场发展程度的文献因此应运而生,并被称为“法与金融”文献,也即本文中所指传统的主流“法与金融”文献。

根据谷歌学者搜索引擎统计,LLSV的一系列文献已经成为社会科学领域中引用次数最多的文献系列。世界银行也依据法与金融的系列研究成果对发展中国家提出改善法治的建议。然而,传统的法与金融理论建立在金融市场不存在信息成本、较低的不确定性和没有流动性限制的假设之上,因而忽视了上述现代金融市场的基本特征,因此受到一些学者的批评。金融危机的爆发也更加凸显了传统的法与金融主流理论难以解释金融市场异常波动的缺陷。而在对传统的法与金融理论批评基础上发展而来的“金融的法律理论”则尝试重新探讨法律与金融的关系,思考在法与金融互动的框架下重新理解金融周期和金融稳定性理论,强调政府是金融市场的重要参与者。由于存在较高信息成本、较高不确定性和流动性限制,市场中的契约并不完备,从而可能引发金融不稳定。此外,很多金融创新的目的是进行监管套利,这也为政府监管带来新的挑战。尽管截至目前,针对中国法与金融领域的实证研究基本都以传统的法与金融理论为指导,但是最新发展的金融的法律理论在未来有可能为中国互联网金融等创新业态研究提供崭新视角。本文尝试在传统的法与金融文献简述的基础上,重点介绍金融的法律理论的基本框架以及在该理论框架指导下对外汇、衍生品以及中国影子银行等领域开展的案例研究,文末讨论金融的法律理论在未来中国金融研究中可能发挥的指导和启示。

## 一、传统的法与金融理论主要内容与研究拓展

### (一)传统的法与金融理论的主要成果

LLSV(2000)认为法与金融理论是对此前建立的公司金融理论的继承和发展。Modigliani &

<sup>\*</sup> 许荣、王雯岚、张俊岩,中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心,邮政编码:100872,电子邮箱:xurong@ruc.edu.cn, wangwenlan@ruc.edu.cn, zhangjunyan@ruc.edu.cn。基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金(18XNI006)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

Miller(1958)创造性地提出股票和债券都是对公司现金流的法定索取权;Jensen & Meckling(1976)进一步强调法律规定以及法律执行影响了投资者选择何种投资契约以更好地解决公司金融中的代理问题;Hart(1995)也指出公司的不同金融契约代表着不同的控制权安排,而法律规定则影响了公司金融中的控制权安排。那么,既然金融被视为一系列契约的组合,一个经济体的合同法、公司法、破产法及证券法等法律的实施也就从根本上决定了金融契约的执行并从而决定着金融市场运行。

传统的法与金融文献侧重于描述并解释法律制度的国际差异及其对不同经济体的金融市场发展程度所发挥的作用。这批文献首先观察到对于拥有较高等度的私有产权保护、更好地支持私人协议签约与履行、更好地保护投资者权利的法律制度的经济体而言,投资者也更愿意增加对企业的投资,金融市场从而获得更大程度的发展。LLSV(1997)从公司层面描述了法律制度促进金融市场发展的机制:合同法、公司法和证券法等相关法律,法律体系对私有产权的保护程度,执法效率等三者共同决定了公司控股股东以及管理层对中小股东以及债权人掠夺的程度,从而影响投资者购买证券参与金融市场的信心。该文献进一步强调欧洲历史上形成的法律传统以及通过征服、殖民或效仿等途径对其他国家传播,从而形成了各经济体相互之间的法律差异。

进一步地,法与金融文献描述了法律起源影响金融发展的两种有内在关联的影响机制:第一种被称为“政治”机制(LLSV,1999),即不同的法律渊源赋予私有产权保护和政府行为不同的优先权,其中,赋予私有产权保护更多优先权的法律环境将更有利于金融市场发展。第二种被称为“适应”机制,不同法律传统对于市场变化所要求的法律制度变更的适应能力存在差异,适应能力更强的法律传统也就更有利于金融市场发展。

由于中国国内各省份法律环境、经济发展程度以及金融市场发达程度存在较为显著的差异,因此运用传统的法与金融理论针对中国金融市场发展的研究成果相对丰富。正如Li et al(2009)所指出的,虽然中国各个省级单位适用同一套会计准则、税法和证券法等制度规定,但是地区法治水平参差不齐。这在统一成文法体系下研究不同法律环境的影响提供了很好的研究环境。Hasan et al(2009)对中国各个省级行政单位的研究结果验证了健全的法律环境对经济增长的促进作用。Li et al(2009)的研究表明,法律环境会显著影响当地公司的信贷规模和期限,并且大型企业能从良好的法律环境中受益更多。部分文献运用法与金融理论解释了更为宏观的中国正式金融部门与非正式金融部门对经济增长发挥着不同的作用。Allen et al(2005)在这一方向上做出了开创性研究,发现中国经济增长奇迹背后既没有高效率的金融支撑也没有严格保障的法律体系。作者给出的一个解释是中国民营经济无法获得正规金融资源,但能够从非正式金融市场中得到资金。然而针对同一主题,Ayyagari et al(2010)却得出了截然相反的结论,其实证结果显示,正规金融市场的支持有助于企业提高经营效率并获得高速增长。

近年来,在传统法与金融理论基础上,学者们深入研究了各个国家的法律环境差异与法制改革及其带来的经济影响。最新的研究范围不只局限于债权市场和股权市场的分析,也拓展至不同金融工具和市场的互相影响。在对法律环境的衡量上,除了健全的法律制度,法律基础设施建设获得更多重视,比如司法执行质量、明晰权属的登记系统、配套制度体系等。在分析经济影响时,最新研究并没有局限于金融市场发展这一目标,而是综合考虑了法律制度对各国金融市场均衡发展、资源分配和社会福利的影响。

## (二)利用破产法与担保法等法案的改革对债权人法律保护的研究

由于近年来越来越多的政策制定者认识到投资者保护对于金融市场发展的积极作用,许多国家相继开展了增加债权人权利的法制改革。通过债权市场的跨国比较和法律改革前后对比,学者们进一步验证了债权人保护力度和经济发展之间的关系,并相应提出了加强法制建设的建议。Rodano et al(2016)分别分析了重组条款和清算条款的变化对公司融资活动的影响,发现两项改革带来了相反的经济后果。重组程序的改革废除了严格的债务清偿要求,允许重新协商无法履行的合约条款。重组渠道的放开助长了企业的投机行为,使更多公司选择进行债务重组。银行发放贷款时也更加谨

慎,贷款门槛提高,贷款利率上升,债务融资成本相应增加。清算条款的改革则加强了债权人的监管职能和协作动机,提高了清算程序的效率,刺激了投资的增长,债务融资成本也有所降低。Ponticelli & Alencar(2016)分析了巴西破产法改革的成效,发现发展中国家的破产法体系相对落后,在公司出现财务困境时,往往难以保护债权人的权利。而破产法改革后,担保贷款可以优先获得偿付,加强了债权人保护力度,从而提高了银行的贷款意愿和金额。这一改革尤其缓解了以无形资产为主的科技型公司的融资困境。除此之外,Ponticelli & Alencar(2016)着重强调了当地司法执行质量的重要性。司法效率是法制改革达到预期目标的前提,法院执行力能够对金融法制改革的成效产生重大影响。在法院效率更高的地区,公司获得了更多的贷款额度和投资,改革对公司产出的积极作用也更加显著。

还有部分学者关注抵押品与相关的法律制度对借贷关系的影响,并在此基础上进一步讨论了抵押制度对于整个经济体资源分配的影响。动产抵押在法律制度较为薄弱的国家中接受程度低,贷款价值比也较低。较弱的担保法会扭曲资源分配,引导资金流入不动产抵押行业,不动产密集型行业也因此创造更多的产出。Calomiris et al(2017)分析了动产抵押制度的诸多不足之处,比如受限于可被抵押的动产种类、没有完备的抵押状态集中登记系统、违约处理途径仅限于法院等等。他们研究发现,对上述缺陷进行改革后,动产抵押贷款的贷款价值比显著上升,资源也从不动产密集型行业向动产密集型行业流动。

### (三)关于金融危机与监管改革对股东权利法律保护的研究

一些学者将视线投向股权市场,在股东权利保护对市场的影响方面提出了新的研究思路。Christensen et al(2016)研究了欧盟进行的旨在减少市场滥用、提高透明度的两项证券监管规则调整。欧盟监管规章适用于所有欧盟成员国,但是如何将欧盟指令纳入本国法律体系以及如何构建监管体系和执行监管指令则由各成员国自行完成。欧盟监管框架的特殊性为研究法律政策与执行能力的作用提供了可能。他们发现严格的证券监管减少了金融市场信息不对称和逆向选择问题,极大地提高了市场流动性,但是不同国家的获益程度有所不同。在原先监管环境良好的国家,新颁布的监管指令显著提升了流动性;而监管环境本就存在不足的国家则没有从监管改革中受益。统一的监管制度反而加剧了不同国家市场发展水平之间的差距。因此,为了进一步促进各国市场均衡发展,仅加强监管力度远远不够,必须先对制约政策效力的制度缺陷进行改革,比如配套制度体系不完善、资源限制、政府低效率等。Levine et al(2016)探讨了股权市场能否在银行业危机时为企业提供必要融资。在法律对股东保护力度较强的国家,股权市场能够在银行业发生危机时提供替代性的外部融资,从而缓解银行业危机给经济带来的冲击,减轻危机对股票发行、公司绩效、就业、投资效率等方面的不利影响。进一步研究发现,决定股权市场能否发挥替代性融资作用的关键在于危机前的法律基础设施建设,而非股权市场发展水平、经济发展水平、危机的严重程度或银行业规模等。

### (四)其他利益相关者权利保护研究

另一些学者认为除了保护投资者利益的合约和制度安排,也应当关注法律环境对其他利益相关者福利的影响。Liang & Renneboog(2017)研究指出,相比政治制度、社会偏好和公司财务经营状况,法律渊源对企业在履行社会责任方面的投入的解释力度更强。法律规则与执行体系构成了公司所处的契约环境,这会影响公司如何权衡股东和其他利益相关者的诉求及以何种方式履行社会责任。具体来说,普通法系国家往往较少设置事前的法律限制并给予一定的自由裁量权,以此支持市场发展;而大陆法系国家则更重视通过规则制度等形式进行政府干预,公司面临的诉讼风险更小,社会福利等相关规章制度的约束更多,企业社会责任评分更高;在结合强制性和灵活性的北欧国家法律环境中,企业社会责任评分最高。Ferrell et al(2016)强调了企业社会责任的积极作用,并分析了法律对投资者的保护力度与公司承担社会责任之间的相关性,发现企业社会责任在总体上与股东财富最大化的目标并不冲突,而且削弱了管理层防御对公司价值的负面影响。企业社会责任与法律对股东权利的保护程度正相关,与控股股东对小股东的利益侵占程度负相关。这说明在对投资者特别

是小股东法律保护力度更强的国家,公司会更多地履行社会责任。Ghoul et al(2017)基于交易成本理论和资源基础理论进行实证研究发现,在股权市场、债权市场、监管体系、法律体系和产权制度相关的市场配套机构较弱的国家,企业社会责任具有更高的战略价值,能够在更大程度上提升公司价值。在机构制度不完善的国家,国家机构的缺位使得交易成本增加、资源获取受限,企业社会责任可以缓解这种负面影响,从而增加企业的竞争优势和价值。具体来说,在股权和债权市场不健全的国家,企业社会责任能够帮助企业获得融资渠道;在商业经营受到限制的国家,企业社会责任能够刺激投资、降低违约风险;在法律制度较弱的国家,企业社会责任能够延长信用期限、提高未来的销售增长率。

### (五)企业层面法对金融影响的研究拓展

也有一些学者突破了法律制度与金融市场整体关系的研究思路,认为法律会对微观层面的企业行为产生影响。Burns et al(2017)认为等级累进制薪酬体系能发挥对高管的激励作用,更好地提高公司业绩和公司价值。这一薪酬制度在重视竞争、权力和收入公平的国家中对公司价值的提升效果更为显著。他们的实证结果表明,在更好地进行投资者保护的国家,公司会选择更加陡峭的薪酬等级制度。Fang et al(2017)研究了中国知识产权法律制度和产权性质对企业创新产出的影响,发现知识产权法律保护力度对创新有显著的促进作用,且这一作用在私营企业中体现得更为显著。他们的研究反驳了中国是法与金融理论的例外情况的观点。Ioannou & Serafeim(2017)研究了公司可持续发展报告的强制披露规定对公司披露行为、组织过程和公司价值的影响,发现公司披露的数量和质量等在可持续报告强制披露规定出台后均有显著提升。在同行及竞争者的披露压力下,为了向市场传递积极信号,有更多的公司自发进行审计以提高披露的可信性,也有更多公司自发遵循报告准则中的可比性原则。作为一项非财务内容,公司可持续发展报告的强制披露规定在提高市场透明度的同时,也对公司估值产生了积极影响。

## 二、对传统的法与金融理论的批评

传统的法与金融理论突破了此前的公司治理模式比较研究范式,开拓了法与金融这一全新的研究领域,对于推进法制改革和金融发展具有重要的意义,但同时也受到了一些批评和质疑。

### (一)过度强调法律渊源对金融市场发展的影响

一些文献虽然赞同更高层次的投资者保护有利于更高效的公司资金融通和金融市场发展,但是反对将法律渊源作为决定各国投资者权利保护以及金融市场发展的主要因素。实证检验结果证明,大陆法系国家的经济发展水平并没有更低,即使是同一法律渊源的国家,其金融发展水平之间也有较大差异,从而反驳了传统的法律渊源理论(le Bris,2019;Rajan & Zingales,2003)。此外,一个国家每个时期的金融业发展程度不尽相同,但是一国的法律渊源却是一个不随时间变化的常量。因此,仅仅用法律渊源很难解释金融发展的跨国差异和时间序列变化。

### (二)实证方法存在不足

也有学者从实证方法和技术角度进行了批评。Helland & Klick(2011)提出的批评意见认为,传统的法与金融文献的实证研究方法未能有效处理遗漏变量问题。尽管建立了法律类别变量与金融市场发展的相关关系,但是无法确认其因果关系。传统文献中采取的面板数据回归方法以及工具变量方法并不能完全有效解决遗漏变量问题,结构化模型方法与断点回归技术等实证方法在法与金融实证研究中也很难有用武之地。比如,结构化模型方法使用的前提是存在成熟的关于法律制度选择的理论模型,然而这类理论模型显然尚未建立。断点回归技术的使用则受限于样本数量,因为目前最大的样本数量也只有一个左右的国家。尽管 La Porta et al(2008)通过加入文化因素等控制变量以表明,即使考虑到文化因素的影响,法律渊源对于不同经济体的投资者权利保护的影响仍然是统计显著并且稳健的,然而 Helland & Klick(2011)通过改变回归控制变量的方法,发现 La Porta et al(2008)得到的结论并不稳健,很大程度上取决于控制变量的选择,因此存在计量研究中的识别缺陷。Helland &

Klick(2011)进一步指出,最适合确认变量之间因果关系的研究方法(如自然实验方法以及工具变量方法)也并不能适用于法与金融关系的研究,这是因为法律制度变量的变化相对缓慢并且很难受到外部的随机冲击,即使因为战争等原因在短时间内被迅速改变,但是其背后的战争冲击等原因往往会同时对金融、经济等被解释变量产生重要影响。

Spamann(2010)认为法律的度量困难、法律文本与法律执行的差异都使得对法律指标的度量存在问题。作者认为 LLSV(1998)的数据大多来源于报告等二手资料,对法律内容的描述有不准确之处,而且将原始数据转换为指标数值的过程较为模糊,忽视了一些例外情况。除了对法律文本的理解可能存在偏差,法律执行效率上的差异也没有很好地体现在指标设计之中。虽然 Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer(简称 DLLS, 2008)对 LLSV(1998)的指标做了一些修正,但是指标度量只是基于法律条款中的术语而非实质内容,并不能很好地反映法律对企业行为的影响。因此,Spamann(2010)认为早期的法与金融文献未能充分重视所收集的法律数据的可比性,存在数据度量不准确的问题,而通过对指标进行修正后发现,修正指标与 LLSV(1998)和 DLLS(2008)使用的指标的相关性很低。基于修正指标,普通法系国家投资者保护程度更高的结论不再成立,投资者保护程度与所有权分散程度、股权市场规模大小、亚洲金融危机后的恢复程度正相关的结论也不再成立。因此,基于原有指标所得出的研究结论的可靠性值得怀疑。

### (三)适用范围存在局限

第一,传统的法与金融理论只适用于金融市场中的一小部分金融工具,即重点在讨论股权和债权时适用,而在很大程度上忽视了新发展起来的规模庞大的金融衍生品市场和结构化融资市场,也正因为如此,传统的法与金融理论只是侧重于讨论相应的一小部分法律规则,如合同法、公司法、证券法和破产法。这导致传统的法与金融理论一方面无法解释,为何在美国与英国等有着更强的私法保护及侧重支持市场秩序的普通法系国家竟然会出现如 2008 年的金融危机,从而需要依靠政府力量进行大规模金融市场救助的情境;另一方面,它也无法解释为何需要巴塞尔协议及金融监管的全球性协调机制。

第二,传统的法与金融理论并不能适用所有类型的行业和企业。传统的法与金融理论认为限制大股东权利、保护中小投资者利益能够帮助企业扩大外部资金来源、提高长期经济绩效。但是 Belloc(2013)认为投资者保护的法律制度安排不仅不能增进公司价值,反而减少了企业的创新活动从而降低了公司价值。其论证逻辑是,更强的投资者保护将促使已经充分分散化的中小投资者更多采取机会主义行为,反而导致公司难以承担风险以获得更有利于价值创造的项目投资。所以,对中小投资者权利的过度推崇并不一定有利于公司长远发展。公司间的异质性也使得法律制度在不同的公司会产生不同的政策效果(Cumming et al, 2015)。在当前互联网时代,一些新兴企业进行了公司治理结构方面的创新探索,比如突破公司一股一票的限制、建立“不平等投票权”的控制权安排等。这些改革措施并未遵循传统的分散大股东权利、保护中小股东利益的原则,但却在一定程度上被证明有效。Chemmanur & Jiao(2012)通过建立理论模型的方式论证了在“具有更高不确定性项目的内在价值远远高于不确定性相对较低项目”的行业中,不平等投票权有可能提升经理人控制权与稳定性,从而促进企业创新,并提升企业的长期业绩。Jordan et al(2016)进一步通过实证研究发现,不平等投票权的股权结构可以帮助公司有效避免来自资本市场的短期压力,从而投入到具有更高价值的长期项目中,因而具有更高的增长机会,最终促使这些高增长的公司获得更高的市场估值。此外,旨在维护创始人实际控制地位的“同股不同权”架构为部分高科技企业和高增长企业带来了积极影响,这也从另一方面说明传统的法与金融理论在逻辑上仍然需要修订和完善。

### (四)忽略法律与金融的互动关系

除上述批评意见外,最关键和尖锐的批评是,传统的法与金融理论没有处理法律与金融互动影响的动态复杂关系(Awrey, 2015)。按照新的金融的法律理论,法与金融理论的最主要缺陷是把法律制度单独看作是金融发展的外生变量。具体而言,第一,忽略了金融对法律的反向作用。Coffee

(2001)通过考察英美两国证券市场发现,法律体系建设滞后于金融发展。在新的金融业态出现之前,监管者无法事先预知市场可能出现的问题。证券市场的发展会倒逼相关监管法规的变革。第二,没有考虑政治、法律与金融三者之间的互动关系。正如 Musacchio & Turner(2013)所指出的,相比于法律渊源,政治因素对金融发展产生了更大的影响。Armour & Lele(2009)对印度金融市场与其法律制度和政治的互动关系的考察也表明,政治制度对于促进印度金融市场发展的影响远高于来自普通法系的法律渊源的影响。第三,传统的法与金融理论研究在很大程度上忽视了法律与金融稳定性及金融危机的关系。这是由于传统的法与金融理论的研究重点在于保护投资者权利,因而很自然地把对单个投资者开展有效保护的法律制度看作是对整个金融体系有利的制度设置。然而,上述论断忽视了信息成本、难以通过统计方法预测的不确定性以及流动性限制,同时也忽视了广泛存在的监管套利以及投资者的过度风险承担。一旦上述条件被引入,那么从有利于个体投资者保护视角出发的法律制度未必对整体的金融稳定性有利。正如 Pistor(2013)所指出的,传统的法与金融理论更多是在金融市场正常波动时期适用的理论,这一理论并不适用于金融市场异常波动时期尤其是危机时期。

从这些批评意见中,学界发展出了区别于传统的法与金融理论的研究,在文献中被称为金融的法律理论。

### 三、金融的法律理论——主要理论框架

#### (一)金融的法律理论的理论基础

金融的法律理论主张金融体系是由法律构成的,法律是构建社会经济关系的基石,金融并不独立于法律体系之外。金融资产的价值在很大程度上取决于合同的法律依据(Pistor,2013)。例如,有关有限责任、偿付优先级和价值转化等的各类制度定义了资产的法律属性,提高了资产的财富创造能力(Pistor,2019)。区别于传统的法与金融理论对信息成本、不确定性以及流动性限制的忽视,金融的法律理论把出发点构建在高信息成本、较大不确定性以及流动性限制等现代金融市场基本特征的基础上。如果没有信息成本和不确定性,市场参与者就可以签订涵盖未来所有可能情况的完备合约,因而也就不会发生流动性危机。然而,如果同时存在信息成本、不确定性和流动性限制,市场参与者之间签署的不完备合约就有可能引发市场的高度波动,甚至在极端情形下导致危机。

金融市场稳定性的核心问题是,在同一时间有多大量和规模的市场主体寻找再融资,即融资流动性。而法律制度的相关规定正是在引发这些市场主体的再融资需求并决定这些再融资需求之间相关性方面发挥了至关重要的作用。

#### (二)金融的法律理论的主要内容

金融的法律理论有四大基石:第一,与传统的法与金融理论隐含的假设正相反,金融的法律理论认为法律内置于金融之中,离开了合同、私法规则与公法制度,金融市场无法单独存在。第二,由于支撑金融市场的法律制度同时来源于私法规则与公法制度,这些因素导致金融市场成为一个混合系统。第三,市场参与者在多大程度上需要严格遵循法律规定取决于其在金融系统中距离金融中心的位置远近。第四,尽管这些法律制度的形成源起于支持金融市场发展,然而它们事实上也成为金融不稳定的重要原因。

1. 法律内置于金融体系。金融市场中包括股权、债权和衍生品在内的所有工具都是金融机构或私人之间的法律契约,市场参与者创建了私法规则以使这些金融契约产生拥有流动性的市场。除此之外,为了确保这些金融契约得到有效执行,还需要公法制度以及相应的监管机构。基于这一视角,金融的法律理论为全球互换市场(包括货币互换、利率互换、股权互换等)的发展提供了一个很好的分析范例。正是在国际互换及衍生品协会的支持下,金融互换产品越来越标准化,同时国际互换及衍生品协会也积极协助建立私法规则,例如协助建立信用违约互换产品的拍卖与清算委员会。这些金融契约、私法规则和公法制度共同在市场参与者之间、市场参与者与国家之间、甚至国家之间创造

了复杂的债权债务关系,而正是这些复杂的债权债务关系构成了真实的金融体系。在这个相互影响的复杂系统中,可谓牵一发而动全身,尤其是公法制度的变动将极大地影响金融契约创新。例如,美国Q条例监管规则的引进很大程度上支持了货币市场基金的创新发展;也正是为了规避巴塞尔协议II的资本金监管要求,结构化金融市场随之异军突起。这些金融契约创新同样又会驱动新一轮的法律监管制度改革。正如Pistor(2013)所说,法律和金融之间是一种互动影响的关系,金融契约和私法规则由于公法制度的变动而创新,而公法制度又不得不为解决金融创新带来的新问题而不断变革。正是从这个意义上说,法律对于解释金融市场参与者的行为和互动机制以及金融体系的结构具有决定性的重要意义。

2. 私法与公法的混合属性。法律包含了公法和私法两个方面。讨论法律对经济制度的影响时,只侧重其中任一方面都是有失偏颇的(Deakin et al, 2017a)。所有市场机构的金融交易甚至商品交易都以国家发行的法定货币作为交易媒介与抵押品。比如,外汇市场和主权债务的交易市场是通过市场机构来交易国家发行的金融契约,这两个市场尤其体现了私法与公法的混合属性。此外,市场机构必须依赖于国家提供相关法律与执行机制以保证金融市场的正常秩序。即使是市场化程度较高的金融市场,其发展也依赖于政府机构及其制定的法律。最重要的一点是,中央银行为整个金融体系的契约履行承担着最后贷款人的角色,为合约提供最终担保,从而成为金融体系的一个组成部分。DeRosa(2013)研究指出,即使是外汇交易市场,也离不开市场机构的参与以及各国中央银行充当清算机构的角色。

3. 金融体系的层级结构与法律弹性。在金融市场正常发展时期,即不确定性较小且流动性充足的情形下,金融体系通常是扁平结构,而并不呈现出层级结构,这意味着私人机构发行的债务和政府机构发行的债务之间的信用利差相对较小,并且事实上很多较高等级的公司债务在抵押中可以被当作政府债务的替代品。但是,在金融市场不确定性大幅上升、流动性缺乏时期,必须要由政府承担最后贷款人的角色。货币也不再是简单的交易媒介,还成为权力结构下的一种分配机制(Tcherneva, 2016)。此时,金融体系呈现出层级结构,这种层级结构既体现于国际金融体系,也存在于国内金融体系。在国际金融市场中,由于美元处于世界储备货币的重要地位,致使美国及美联储处于这个层级结构的核心地位。由于得到了在金融危机时期获得充足的美元流动性支持的承诺,欧盟、英国、日本、加拿大等与美国中央银行建立了双边货币互换协定的中央银行居于次一级重要地位。但是,一些处于金融层级结构外围的国家只能通过发行外债等方式挽救危机下的国内金融市场,实际上丧失了对本国货币的主权(Pistor, 2017)。在一国金融体系内部,显然中央银行并不会以相同条件给予所有市场参与者流动性支持。例如,在2008年金融危机中,美联储首先只向为美国政府债券提供做市服务的主要交易商提供流动性支持,而后才有选择性地扩大到其他重要市场参与机构。欧债危机也为此提供了有力的例证(Kapadia, 2013)。这表明,在金融危机时期,一个市场主体获得中央银行流动性支持的可能性很大程度上取决于该市场主体在金融层级结构中距离中央银行的远近。

与此同时,法律弹性意味着,在金融危机发生时期,按照此前法律法规要求所签订的债务及各种合约被严格依照法律要求执行的程度存在差异。由于法律条文不可能完备,这就给予中央银行及权威机构一定的法律灵活性来处理无法事先预见的情形。特别是在金融危机时期,中央银行可以有选择地采取给予市场机构以流动性支持和其他一系列非常措施。

4. 法律成为金融不稳定的根源。在一个契约不可能完备的市场中,契约的权利和义务本身就会成为结构僵化的根源,正如银行和存款客户签订的随时可以取款的存款契约有可能导致出现银行挤兑危机一样。尤其值得注意的是,法律的性质和金融不稳定的程度是正相关的,市场主体越容易履行其金融契约,他们也就越不愿意在突发情况下重新谈判更改契约,因而也就更容易发生金融危机。由此可见,尽管对于单个的市场参与主体而言,要求严格履行金融契约是符合其利益最大化原则的,然而当多数市场参与主体同时提出严格履行金融契约的要求时,则有可能带来宏观上的金融不稳定的后果。事实证明,对微观个体有利的制度安排可能反而会危害系统整体的稳定性(Pistor, 2013)。

此外,很多金融创新事实上只是为了规避监管规则而开展的监管套利。其中,一类金融创新是开发尽可能减少受监管影响的创新金融工具,另一类金融创新是促使金融活动向监管较为宽松的领域或者机构转移。一些金融创新利用合约的经济实质和法律形式的不一致进行监管套利。一旦金融创新成功地规避了监管,就很容易被其他机构竞相模仿,从而使资本和风险更加集中于金融体系内部的薄弱环节,导致更容易发生金融危机。

### (三)金融的法律理论与传统的法与金融理论的差异

1. 对法律有效性的看法不同。传统的法与金融理论认为完备的法律体系的主要特征在于注重产权保护,强调法律赋予保护投资者的权利大小直接影响甚至决定了一个国家或经济体的金融市场发展。由于在美国等普通法系国家中,法律对于国家权力的运用做出了严格限制,因此普通法系国家的金融市场普遍规模更大,效率更高。然而,实证研究质疑了传统的法与金融理论对普通法系的推崇,表明法律渊源不是影响金融发展水平的唯一因素,还应该考虑与其他要素之间的互动作用(Deakin et al, 2017b; Schiehl & Martins, 2016)。金融的法律理论则强调法律和金融之间的复杂互动会导致金融不稳定性。特别是,在金融危机时期,法律的弹性使其有可能成为金融不稳定的根源,此时政府权力对于法律的施行程度对金融稳定起到至关重要的作用。金融的法律理论的发展凸显了传统研究对法律有效性界定的欠缺之处,也引发了对法律的经济后果的深入探讨(Schnyder et al, 2018)。

2. 对不确定性和流动性的理解不同。传统的法与金融理论认为金融市场有自稳定性。在2008年全球金融危机爆发之前,人们认为金融市场能够通过分散风险解决不确定性问题,市场也能保证充足的流动性,比如利用金融创新工具可以将信用风险、违约风险、利率风险分离并控制。资本投资是为了在未来获得预期回报,但是事实证明经济主体对未来的预期往往是不完备的,获取流动性也需要付出相应的成本。即使中央银行承诺在出现危机时向市场投放低息资金用以救市,这部分流动性也暗含着社会成本,比如助长了市场的投机行为、带来道德风险问题等(Allen, 2015)。因此,将风险剥离并不足以应对未来的突发状况,也不足以在危机发生时确保足够的流动性。金融的法律理论承认金融市场固有的不稳定性,并认为法律契约有可能加剧金融市场的稳定性。正是由于不确定性和流动性匮乏,才导致金融危机的发生。

3. 对金融创新的现实解释力度不同。传统的法与金融理论主要讨论的是股权市场和私人债券市场,侧重研究适用于股权和债权的法律规则,但是对一些新兴的金融工具和市场的解释力度欠缺。在各种金融创新迅猛发展的背景下,运用金融衍生品和结构化融资工具进行监管套利的策略引起广泛关注。相比法律渊源等历史因素,近期的政治或经济事件能够更好地解释法律制度的变革,金融监管制度更是在一个复杂、相互依赖的体系中运作和发展的(Anabtawi & Schwarcz, 2013; Pistor, 2009)。金融的法律理论关注法律与金融的互动机制,研究私法规则与公法制度的混合属性,能够较好地解释金融创新的内容及其对金融稳定的威胁,有助于对金融危机进行反思。

## 四、运用金融的法律理论开展的案例研究

学者们从金融的法律理论角度开展了案例研究,在丰富理论研究体系的同时,进一步发展了该理论的政策意义。

### (一)基于金融的法律理论对外汇市场的案例研究

与研究者们普遍认为全球证券市场在过去大半个世纪中受到越来越严格的政府监管(包括更加严格的信息披露要求和内幕交易审查等)有所不同,全球外汇交易市场在传统上被研究者及参与者视为政府监管的法外之地。随着布雷顿森林体系的崩溃和浮动汇率制度的实施,同时伴随着利率自由化和资本管制的取消,政府在全球外汇交易市场中似乎只扮演着普通参与者的角色。与上述认识不同,金融的法律理论则认为外汇市场也体现了公法和私法的混合属性,不能忽略政府在其中重要作用。

Harvey(2013)给出了全球外汇交易市场的法律构成属性的两个例证,强调了政府在其中的重要作用。第一个是1974年美国财政部对全球外汇交易市场的监管建议案,虽然建议全球外汇交易市场不纳入美国商品期货交易委员会的监管,但是并没有造成全球外汇交易的监管真空,反而使得全球外汇交易市场遵从于一系列外汇交易机构和监管机构共同博弈形成的制度与规则。美联储、货币监理官以及纽约储备银行等尽管并非名义上的外汇交易监管机构,但实际上却起到了类似于学术期刊匿名审稿人的作用。第二个是主净价清算规则的应用。市场参与者与政府监管机构共同推动了主净价清算规则在外汇交易中的使用,并且伴随着巴塞尔协议对主净价清算规则下的资本占用给予的减免规定,监管机构也采取了相应的资本监管规则。因此,主净价清算规则这一市场规则事实上部分起到了构建全球外汇交易市场的法律规则的功能。Spagna(2019)进一步分析表明,2008年全球金融危机之后,伴随着非集中清算外汇衍生品交易中强制交易准备金制度的引入,全球外汇交易市场的法律监管属性不仅没有被削弱,反而进一步加强了。

汇率可以被理解为一种货币基于另一种货币的相对价格,而货币本身具有部分市场、部分政府的混合属性。因此,也有学者基于外汇交易对货币具有混合属性的观点进行了评述和延伸。Mehrling(2013)研究发现,在大多数情况下,汇率既非完全由政府管控,也非完全由市场决定,而是一种混合状态。市场完成了大多数日常交易,央行则起到最后交易者的支持性作用。因此,汇率既不完全反映货币的基本价值,也不完全是一种政策工具,而是两者兼而有之。DeRosa(2013)重点关注了外汇交易机制,发现外汇交易并不是通过现金实现,而是通过两个国家的银行账户余额进行结算,结算机制由中央银行建立和实施。因此,即使中央银行没有进行直接监管,也是金融交易必不可少的参与者。央行作为市场重要参与者的地位不仅体现在货币供给、制订货币政策、外汇市场干预、最终贷款人等方面,也体现在针对大额本币转账的实时全额支付系统方面。公私混合属性不仅体现在货币上,也体现在外汇交易的结算方式上。

## (二)基于金融的法律理论对金融创新的案例研究

相比于传统的法与金融理论,金融的法律理论能更好地解释金融创新的产生、发展及其风险。金融创新业务的出现也凸显了金融市场中存在的层级结构。另外,金融的法律理论认为即使是银行开展的表外业务,也仍然在法律体制的框架下。因此,不能将金融创新简单地视为监管套利,而应该视为对法律和组织安排的创新。

金融的法律理论认为影子银行和传统的金融工具相同,其本质也是由法律要素构成的一种契约关系(Levitin,2016)。影子银行的发展依赖于市场信心,因此尤其需要政府对其安全性做出保障。中国影子银行体系中的理财业务就是典型的公法与私法两者相互依存的动态关系的产物,彰显了私法与公法的混合属性(Awrey,2015)。近年来,中国金融市场化改革使得中国金融体系本身具有强制性与市场性的双重特征。虽然理财产品所约定的投资标的和保本条款各有不同,但是投资者通常认为政府会确保理财产品保本付息并承担最后担保人的角色。如果理财业务市场规模和内在相关性保持持续增长,一旦达到临界点,不能满足所有偿付要求,政府则会安排救市以平息市场混乱。国有商业银行等接近中国经济政治中心的市场参与者会优先得到政府支持。股份制银行、城商行、合作社等其他处于金融层级外围的机构生存前景则不明朗。此外,理财期限与流动性错配的问题使其对市场信心的变化特别敏感,也极易导致金融不稳定性。当市场丧失信心时,则要求回报率和抵押品折扣率上升,理财资金池停止滚动,将造成流动性枯竭。流动性问题不仅会影响理财产品发行机构的偿债能力,还会将信心危机传染至其他金融机构和市场,导致大范围的金融动荡。

Behn et al(2016)认为银行资本监管会对银行贷款产生顺周期影响。当银行资产风险上升时,银行资本的监管要求迫使银行压缩其贷款规模,因而造成更大规模的经济周期。资产证券化作为一项金融创新,通过转贷投资者提供的资金实现了融资功能,成为传统银行贷款的一种替代工具,但是也同样极易造成金融不稳定。Bonavita(2016)研究显示,与银行短借长贷的策略无异,在资产支持商业票据的筹资策略下所发行的商业票据与对应的资产到期期限不一致。同样地,类似银行挤兑风

险,如果投资者同时要求偿付或者不进行再投资,也会造成流动性问题。进一步地,Bonavita(2016)运用金融的法律理论对资产证券化过程究竟是一种风险转移还是法律属性的转换进行了探讨。根据金融的法律理论,法律规定是金融市场交易的核心机制。层级顺序不仅是金融系统的结构特征,而且根植于金融资产的设计之中。资产证券化就是一种以法律为支撑、通过授予一些市场参与者从有限的资产中优先获得偿付的特权而形成的层级顺序。通过特殊目的实体、公益信托等渠道使证券化资产移出表外的同时,也实现了资产法律属性的重新分类,使得资产内含的权利由无形转换为有形。资产的法律概念转变后,发行证券就成为在市场参与者之间能自由流通的可交易资产,还可以根据合约自由的法律原则将投资者划分为不同等级,以确保在到期时优先级投资者能够得到全额偿付。

### (三)基于金融的法律理论对政策工具的案例研究

金融的法律理论认为金融与金融市场都处于法律体系之内,法律在本质上既构建了金融体系的框架,也可能造成金融不稳定。合约权利越容易被执行,合约方在情况有变时重新谈判的意愿就越低。这对政府政策的灵活度提出了更高的要求。特别在危机时期,国家和市场寻求复苏的目标趋于一致,使得市场具有一定的进行政治谈判的权力,更加凸显了金融市场的公私混合属性。基于金融的法律理论,学者们重新审视了政策工具的有效性。

金融危机发生后,政府如何重振金融市场成为一些学者关注的话题。Braun(2018)研究指出,欧洲央行在危机后帮助重建和发展了回购和资产证券化市场。这种政府主导的金融创新不仅创造了丰厚的利润,也有效打通了货币政策的传播途径,为央行政策的有效性提供了保障。为了实现金融复苏,国家不单扮演了监管者的角色,更参与到了金融市场之中,进一步体现了金融市场公法和私法的混合属性。此外,自2010年以来,集体行动条款在欧盟成员国损失分配、危机管理等方面表现突出,弥补了传统的损失分配和债权人关系管理条款的不足,也为政府通过私法工具构建金融市场以及法律影响合同主体在金融市场中的地位提供了例证。Gelpern & Gulati(2013)认为,集体行动条款作为一项技术工具允许达到特定多数的债权人修改债务条款,从而应对在债务重组投票中可能出现的抵制,化解了主权国家一旦无法实现债务重组就要通过主权豁免权和合同机制来解决债务危机的困境。除了技术上的作用之外,集体行动条款也发挥着象征性作用,成为各方构建交易市场、协商市场地位的政策工具。

金融的法律理论也为有效处理政府救助与市场纪律之间的矛盾提供了理论指导。维护市场纪律和金融稳定两大目标之间存在矛盾,市场纪律要求严格遵守法律制度,金融稳定则更强调灵活性和实用性。合约权利越容易被执行,合约方在情况有变时重新谈判的意愿就越低。因此,合约条款中应当设置安全阀。一旦金融市场发生变化,就可以重新协商合约中确立的监管条款,以适应未来的不确定性。Biljanovska(2016)建议将可转换金融工具作为修正的监管资本要求的一部分,在银行处置制度中加入内部救助措施,从而在银行出现财务困境时实现损失吸收和资本重组。内部救助作为一种将损失分配给股东和债权人的机制,实施的次序应安排在政府救助之前。内部救助在法律上更具灵活性,并且结合了维护市场纪律与金融稳定两大目标,不仅避免出现系统性风险,而且增强了对银行风险承担水平的约束。Wojcik(2016)则在上述建议的基础上提出了补充意见,认为尽管内部救助能够减轻社会负担,但是并不能完全替代政府对市场的救助。Bodellini(2018)通过对意大利银行危机的分析也说明,外部救助可能比内部救助更有效率且成本更低,所以仅仅依靠内部救助难以应对潜在的金融风险,因此将内外部救助相结合可能是更行之有效的解决办法。

## 五、总结和展望

### (一)金融的法律理论的研究成果评述

金融的法律理论开启了一项崭新的研究议题,拓展了法与金融领域的研究方向,丰富了法与金

融的理论内含。运用金融的法律理论开展的案例研究不仅对一些国家和地区的金融市场和金融产品进行了剖析,而且为金融的法律理论的理论架构提供了支持,对于理论体系的完善和发展有着重要的意义。

第一,金融的法律理论强调法律与金融的互动影响关系,把法律与金融的复杂关系研究进一步向前推进。法律通过合同、私法规则与公法制度向一些市场参与者授予权利,构建了金融市场秩序,在一定程度上促进了金融市场的发展。然而,随着金融体系的扩张,对于个体投资者的过度保护由于降低了金融市场的灵活性,潜在地威胁着金融市场的整体稳定性。为规避监管要求,出现了一些对法律结构进行改造的金融创新业务,考验着金融市场的风险承受能力。因此,设立金融的层级结构和保持法律的适度弹性对于应对金融危机等突发情况尤为重要。从金融的法律理论出发开展的案例研究进一步分析了在金融市场构建和金融产品设计中蕴含的法律与金融的互动关系,并思考了由此带来的金融不稳定的风险。

第二,金融的法律理论认为金融具有私法与公法的混合属性,并且得到相关案例研究的较好佐证。该理论与奥地利学派对于金融市场是自发形成还是政府行为的观点不一致。奥地利学派认为法律、货币与金融在很大程度上都是自发形成的,没有也不应该受到政府干预。金融的法律理论的观点则没有如此极端化,正如 Hodgson(2013)所说,该理论认为金融市场运行带有一定程度的市场化与政府干预的混合属性,承认并强调货币与金融是在强力的政府干预下运行这一事实。这一观点在分析外汇市场和主权债务市场的多个案例中得到了较为充分的说明,对确定金融监管思路有着重要意义。

第三,金融的法律理论重新重视了在很大程度上被主流经济学所忽略的凯恩斯和奈特意义上的不确定性。主流经济学虽然也研究不确定性,但是认为所有的不确定性都是可以通过统计方法开展量化预测的。主流经济学将重点置于数学模型,更多采用规范复杂的数学模型实现对经济活动的描述和预测,忽视了实际情况对预测准确性的种种限制,对现实中的复杂性进行处理的文献也比较少见。而凯恩斯(Keynes,1921,1937)以及奈特(Knight,1921)式的不确定性在本质上就是采用任何数学模型或者统计方法都无法有效度量和预测的。金融的法律理论对不确定性的重视有助于引导经济学家走出思维定式,避免对预测模型的过度依赖。

第四,金融的法律理论为金融周期和金融稳定理论的研究提供了新的视角。不同于明斯基的金融不稳定理论,金融的法律理论认为法律是产生金融不稳定的根源,这不仅为后续研究提供了思路 and 方向,也对当下宽松的监管环境提出了质疑。例如,Carruthers(2013)指出了金融市场监管衰落的现状,发现美国在20世纪30年代所建立的针对商业银行和金融活动的一系列监管制度逐渐被弱化甚至废除。传统金融领域的监管力度减弱,一些新兴的金融领域还处在监管盲区之中。原有的监管体系是基于以商业银行为主导的金融体系,以保护中小投资者利益、维持以股权和债权为主的金融市场秩序为目标。这种监管思维已经不能适应去中介化和全球化的趋势,也不能应对金融创新的冲击、机构投资者崛起和新兴金融市场的诞生。金融的法律理论对金融周期和金融稳定的看法在一定程度上有助于对放松监管的潮流进行反思,也对忽视甚至鼓励金融创新、纵容监管套利的做法提出质疑。

虽然金融的法律理论的相关研究已经取得了一定成果,但是也存在一些不足之处。

首先,尽管已有许多成功的案例研究,但是尚未出现大样本实证证据,未来需要在研究方法上进一步突破。正如 Deakin(2013)所说,有可能同时需要在大量样本实证研究、案例研究、访谈基础上的田野调查以及历史分析等方面将定量分析与定性分析相结合。在定量分析相关性的基础上,定性分析有助于判别法律和金融相互影响的因果关系,同时能够分辨事件发生的先后顺序。

其次,需要在完善理论体系的基础上,进一步增加实证研究的深度。一方面,随着法律制度衡量体系的不断改进,相关实证研究也应当进一步细化。可以通过不断完善和公开的相关数据库,收集足够规模的横向和纵向数据,研究法律和监管制度的跨国差异和演化过程,进而验证法律与金融关

系的一系列假设。例如, Xu et al(2019)不仅讨论了中国不同省份之间法律对投资者权利保护差异如何影响上市公司价值,还进一步分析了法律制度与行政监管之间的互动影响。Xu et al(2018)则表明,法律环境对公司价值的影响有可能形成对公司治理的薪酬激励以及大股东监督等内部治理机制的有效替代。另外,除了正式的法律制度,一些非正式因素如市场对法律规则的地位的普遍尊重等,也应当予以考虑。另一方面,虽然金融的法律理论已经初步研究了法律和金融的互动关系,但是对这种关系的剖析还不够深入,需要更加有力的实证研究加以支持。比如,法律结构及其中各个变量对金融市场产品定价的影响机理还需要进一步分析。在监管力度不断加强的背景下,需要继续关注和研究金融创新的发展,深入分析在这个过程中金融契约、私法规则和公法制度不断演化的过程。

最后,金融的法律理论在提出问题的同时,尚未得出一系列有效的解决办法。金融的法律理论认为法律是金融不稳定的根源,既然消除金融系统性风险既不可行也不可取,那么应该如何平衡市场纪律和金融稳定,为不同的金融市场和金融机构制定监管规则以实现风险管理、维持金融市场秩序?金融的法律理论强调国家是金融市场的重要参与者,国家不仅为金融市场构建制度规则框架,而且为整个金融体系承担最后贷款人的角色。当金融危机爆发时,政府救助能够帮助金融机构摆脱困境,避免出现系统性风险,但是也可能会导致风险转嫁和道德风险问题。在此情况下,国家是否应该进行救市,又应该在何种情况下介入市场以保障金融体系稳定,介入与否的临界标准应该如何确定?这些问题都有待更加深入的思考和讨论。金融的法律理论主要提出者之一、哥伦比亚大学全球法律转型研究中心主任、讲席教授 Pistor 在其最新出版的专著《资本法令》中开始尝试对上述问题进行初步回答,其中的核心要点是破除金融体系中不同金融产品的层级结构,尽可能降低不同市场参与者的法律弹性差异(Pistor, 2019)。另一方面,传统的法与金融理论主要创立者之一、哈佛大学讲席教授 Shleifer 等则通过构建理论模型对法律失效的情境开展了研究,并提出通过加强政府监管以补充法律的不足(Glaeser, Ponzetto & Shleifer, 2019)。在对政府行为的探讨方面,传统的法与金融理论与金融的法律理论在发展之中可能会产生新的思想火花。

## (二)未来研究方向——金融的法律理论在创新金融业态有效监管中的应用

金融的法律理论已经逐渐发展为一种系统的理论方法,然而,依据该理论对我国金融体系进行针对性分析的文献还十分有限。当前中国的金融体系正处在不断发展和改革的阶段,特别是在互联网金融蓬勃发展的背景下,新兴金融业态的诞生对法律与金融的关系产生了新的影响,迫切需要进一步拓展和丰富我国法律与金融互动关系的相关研究。

中国金融体系结构出现的重大变化表现在:一方面,证券化金融资产的比重大幅度提升,金融部门持有证券化资产的占比增长尤为突出;另一方面,我国金融业态也呈现出多元化趋势,从以商业银行为主的单一的金融业态,到以证券交易所建立为标志的资本市场的发展,再到以互联网为平台的创新金融业态的异军突起,近40年来我国的金融业态经历了较大变化。在数字经济的浪潮下,互联网金融正推动着一轮金融脱媒(Xie et al, 2016),创新金融业态的蓬勃发展也正在冲击着整个金融生态体系。例如, Hou et al(2016)就发现互联网金融会改变存款市场规律。传统的以商业银行为代表的金融业态的风险主要表现为资本不足,因此巴塞尔协议等一系列金融监管准则将重点置于资本充足率、流动性指标等方面,资本市场的主要风险点则是上市公司的信息披露。新兴的以互联网为平台的金融业态有其自身的特点,风险点也与传统金融业态有所不同,主要表现为产品信息不对称导致的透明度风险。在金融市场多元业态并存的背景下,资本不足风险与透明度风险同时存在。随着金融体系结构的变化,证券化资产规模和比重显著提升,透明度风险管理的重要性愈加突出。在我国金融市场不断发展的同时,金融监管模式也经历了多轮改革,从最初的大一统到分业监管,再到双柱动能监管。如今,央行负责宏观审慎、证监会以及银保监会负责微观审慎的双柱动能监管模式就是在资本风险和透明度风险并重的监管思维下建立的。然而,我国金融监管体系建设仍然滞后于市场发展,监管当局对创新金融业态持有宽松包容的态度,对不同金融业态的监管力度有一定差距,存在法律灰色地带(Lei, 2014)。因此,中国金融与法律的动态互动关系值得更加深入的探讨。在此背

景下,监管制度和法律规则会如何演化,如何促进金融市场健康良性发展以及防范化解重大金融风险,金融的法律理论对于未来在此方向上开展的研究和讨论将具有重要的借鉴意义。

#### 参考文献:

- Allen, F. et al(2005), “Law, finance, and economic growth in China”, *Journal of Financial Economics* 77(1):57—116.
- Allen, H. J. (2015), “Putting the ‘financial stability’ in financial stability oversight council”, *Ohio State Law Journal* 76 (5):1087—1152.
- Anabtawi, I. & S. L. Schwarcz(2013), “Regulating ex post: How law can address the inevitability of financial failure”, *Texas Law Review* 92(1):75—131.
- Armour, J. & P. Lele(2009), “Law, finance, and politics: The case of India”, *Law & Society Review* 43(3):491—526.
- Awrey, D. (2015), “Law and finance in the Chinese shadow banking system”, *Cornell International Law Journal* 48(1):1—49.
- Ayyagari, M. , A. Demirgüç-Kunt & V. Maksimovic(2010), “Formal versus informal finance: Evidence from China”, *Review of Financial Studies* 23(8):3048—3097.
- Behn, M. et al(2016), “Procyclical capital regulation and lending”, *Journal of Finance* 71(2):919—956.
- Belloc, F. (2013), “Law, finance and innovation: The dark side of shareholder protection”, *Cambridge Journal of Economics* 37(4):863—888.
- Biljanovska, B. (2016), “Aligning market discipline and financial stability: A more gradual shift from contingent convertible capital to bail-in measures”, *European Business Organization Law Review* 17(1—2):105—135.
- Bodellini, M. (2018), “To bail-in, or to bail-out, that is the question”, *European Business Organization Law Review* 19(2):365—392.
- Bonavita, J. (2016), “Asset securitisation in Germany: Risk transfer or legal transformation?”, *European Business Organization Law Review* 17(1—2):15—39.
- Braun, B. (2018), “Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitization markets”, *Socio-Economic Review*, doi: 10.1093/ser/mwy008.
- Burns, N. et al(2017), “CEO tournaments: A cross-country analysis of causes, cultural influences, and consequences”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(2):519—551.
- Calomiris, C. W. et al(2017), “How collateral laws shape lending and sectoral activity”, *Journal of Financial Economics* 123(1):163—188.
- Carruthers, B. G. (2013), “Diverging derivatives: Law, governance and modern financial markets”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):386—400.
- Chemmanur, T. J. & Y. Jiao(2012), “Dual class IPOs: A theoretical analysis”, *Journal of Banking & Finance* 36 (1):305—319.
- Christensen, H. B. et al(2016), “Capital-market effects of securities regulation: Prior conditions, implementation, and enforcement”, *Review of Financial Studies* 29(11):2885—2924.
- Coffee, J. C. (2001), “The rise of rise of dispersed ownership: The roles of law and the state in the separation of ownership and control”, *Yale Law Journal* 111(1):1—82.
- Cumming, D. et al(2015), “Firm size and the impact of securities regulation”, *Journal of Comparative Economics* 43 (2):417—442.
- Deakin, S. (2013), “The legal theory of finance: Implications for methodology and empirical research”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):338—342.
- Deakin, S. et al(2017a), “Legal institutionalism: Capitalism and the constitutive role of law”, *Journal of Comparative Economics* 45(1):188—200.
- Deakin, S. et al(2017b), “Varieties of creditor protection: Insolvency law reform and credit expansion in developed market economies”, *Socio-Economic Review* 15(2):359—384.
- DeRosa, D. F. (2013), “Sponsored transactional patterns: Comments on Mehrling’s ‘Essential hybridity: A money view of FX’”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):364—366.
- Djankov, S. , R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer(2008), “The law and economics of self-dealing”, *Journal of Financial Economics* 88(3):430—465.
- Fang, L. H. et al(2017), “Intellectual property rights protection, ownership, and innovation: Evidence from China”,

*Review of Financial Studies* 30(7):2446—2477.

- Ferrell, A. et al(2016), “Socially responsible firms”, *Journal of Financial Economics* 122(3):585—606.
- Gelpern, A. & M. Gulati(2013), “The wonder-clause”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):367—385.
- Ghoul, S. E. et al(2017), “Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives”, *Journal of International Business Studies* 48(3):360—385.
- Glaeser, E. L., G. A. Ponzetto & A. Shleifer(2019), “Securing property rights”, NBER Working Paper, No. 22701.
- Hart, O. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press.
- Harvey, R. (2013), “The legal construction of the global foreign exchange market”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):343—354.
- Hasan, I. et al(2009), “Institutional development, financial deepening and economic growth: Evidence from China”, *Journal of Banking and Finance* 33(1):157—170.
- Helland, E. & J. Klick(2011), “Legal origins and empirical credibility”, In: M. Faure & J. Smits(eds), *Does Law Matter? On Law and Economic Growth*, Intersentia Publishers.
- Hodgson, G. M. (2013), “Observations on the legal theory of finance”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):331—337.
- Hou, X., Z. Gao & Q. Wang(2016), “Internet finance development and banking market discipline: Evidence from China”, *Journal of Financial Stability* 22:88—100.
- Ioannou, I. & G. Serafeim(2017), “The consequences of mandatory corporate sustainability reporting”, Harvard Business School Research Working Paper, No. 11—100.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling(1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 4(3):305—360.
- Jordan, B. D. et al(2016), “Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure”, *Journal of Corporate Finance* 41:304—328.
- Kapadia, A. (2013), “Europe and the logic of hierarchy”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):436—446.
- Keynes, J. M. (1921), *A Treatise on Probability*, Macmillan.
- Keynes, J. M. (1937), “The ‘ex-ante’ theory of the rate of interest”, *Economic Journal* 47(188):663—669.
- King, R. G. & R. Levine(1993), “Finance, entrepreneurship and growth”, *Journal of Monetary Economics* 32(3):513—542.
- Knight, F. H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. W. Vishny(1997), “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance* 52(3):1131—1150.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. W. Vishny(1998), “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 106(6):1113—1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. Vishny(1999), “The quality of government”, *Journal of Law, Economics, and Organization* 15(1):222—279.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. Vishny(2000), “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics* 58(1—2):3—27.
- le Bris, D. (2019), “Testing legal origins theory within France: Customary laws versus Roman code”, *Journal of Comparative Economics* 47(1):1—30.
- Lei, Y. (2014), “Policy discussion of internet finance in China”, *BOFIT Policy Brief* 2014(13):3—12.
- Levine, R. et al(2016), “Spare tire? Stock markets, banking crises, and economic recoveries”, *Journal of Financial Economics* 120(1):81—101.
- Levitin, A. J. (2016), “Safe banking: Finance and democracy”, *University of Chicago Law Review* 83(1):357—455.
- Li, K. et al(2009), “Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China”, *Journal of Comparative Economics* 37(3):471—490.
- Liang, H. & L. Renneboog(2017), “On the foundations of corporate social responsibility”, *Journal of Finance* 72(2):853—910.
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution Press.
- Modigliani, F. & M. H. Miller(1958), “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review* 48(3):261—297.

- Musacchio, A. & J. D. Turner(2013), “Does the law and finance hypothesis pass the test of history?”, *Business History* 55(4):524—542.
- Pistor, K. (2009), “Rethinking the ‘law and finance’ paradigm”, *Brigham Young University Law Review* 2009(6): 1647—1670.
- Pistor, K. (2013), “A legal theory of finance”, *Journal of Comparative Economics* 41(2):315—330.
- Pistor, K. (2017), “From territorial to monetary sovereignty”, *Theoretical Inquiries in Law* 18(2):491—517.
- Pistor, K. (2019), *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press.
- Ponticelli, J. & L. Alencar(2016), “Court enforcement, bank loans, and firm investment”, *Quarterly Journal of Economics* 131(3):1365—1413.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(2003), “The great reversals: The politics of financial development in the 20th century”, *Journal of Financial Economics* 69(1):5—50.
- Rodano, G. et al(2016), “Bankruptcy law and bank financing”, *Journal of Financial Economics* 120(2):363—382.
- Schiehll, E. & H. C. Martins(2016), “Cross-national governance research: A systematic review and assessment”, *Corporate Governance: An International Review* 24(3):181—199.
- Schnyder, G. et al(2018), “Twenty years of ‘law and finance’: Time to take law seriously”, Working Paper 501, Centre for Business Research, University of Cambridge.
- Spagna, I. (2019), “Dealer bank influence and the international political economy of over-the-counter derivatives regulation: The introduction of mandatory margin requirements for non-centrally cleared derivatives after the global financial crisis of 2008”, University of Waterloo Doctoral Dissertation.
- Spamann, H. (2010), “The ‘antidirector rights index’ revisited”, *Review of Financial Studies* 23(2):467—486.
- Tcherneva, P. R. (2016), “Money, power, and monetary regimes”, Levy Economics Institute, Working Paper, No. 861.
- Wojcik, K. (2016), “Bail-in in the banking union”, *Common Market Law Review* 53(1):91—138.
- Xie, P., C. Zou & H. Liu(2016), “The fundamentals of internet finance and its policy implications in China”, *China Economic Journal* 9(3):240—252.
- Xu, R. et al(2018), “Executive incentive compatibility and selection of governance mechanisms”, *Accounting & Finance*, doi:10.1111/acfi.12323.
- Xu, R. et al(2019), “Does legal protection affect firm value? Evidence from China’s stock market”, *Accounting & Finance*, doi:10.1111/acfi.12555.

## New Research Progress on the Effects of Law on Finance

XU Rong WANG Wenlan ZHANG Junyan  
(Renmin University of China, Beijing, China)

**Abstract:** Traditional literature on law and finance focuses on describing and explaining the differences of legal systems and their effects on the development of financial markets in different economies. It emphasizes the basic role that investors’ rights protection plays in the development of financial markets. Evolving from the criticism of the traditional theory of law and finance, the legal theory of finance holds that the basic feature of modern financial market is the coexistence of high information costs, uncertainty and liquidity restrictions. Although the legal theory of finance recognizes that the legal system supports the development of financial markets, it regards the elasticity of the legal instrument and its enforcement as the important reasons for the instability of the financial market. In contrast to the traditional theory of law and finance, the legal theory of finance has more realistic interpretation on foreign exchange, securitization and shadow banking in China. Advances in research on the legal theory of finance will encourage reflections on the trend of deregulation, and will guide researchers to study the regulatory rules and risk management of financial innovations in China including internet finance from a new perspective.

**Keywords:** Law and Finance; Legal System; Financial Development; Investor Protection; Financial Market Stability

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:刘新波)