

分类号 _____

密级 _____

U D C _____

编号 10486

武汉大学

硕士学位论文

英美、德国、法国法系下金融发展对经济增长的促进作用及持续性比较研究

研究生姓名：童 韵 洁

学 号：2016201050083

指导教师姓名、职称：黄 宪 教授

专 业 名 称：金 融 学

研 究 方 向：货 币 金 融 学

二〇一九年五月

The Facilitating and Sustainable Impact of Financial Development upon Economic Growth—A Perspective from Legal Families

By Tong Yunjie

May, 2019

论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师指导下，独立进行研究工作所取得的研究成果。除文中已经标明引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本声明的法律结果由本人承担。

学位论文作者（签名）：

年 月 日

中文摘要

金融发展与经济增长的关系一直被学术界所关注。第二次世界大战后美国金融和经济快速发展，其一度被认为是最先进的市场经济模式的代表，前苏联则被认为是社会主义计划经济模式的代表。然而 1989 年德国“柏林墙”崩塌和 1991 年前苏联的解体，使学术界一度茫然，难道经济发展模式的选择就这么简单？时任法兰西银行货币政策委员会理事 Michel Albert 博士 1991 年在其论著中指出：这也许是本世纪最大的事件。如此简化我们这个复杂的世界，这难道不是太天真了吗？资本主义并非铁板一块，我们会发现很多问题都存在着多种观点。这些观点可以纳入一组对峙的理念：两种资本主义的对立。当今国际经济格局出现巨大的变化，这使得各类金融发展模式与经济增长关系优劣比较的理论和现实意义再次凸显。

现有研究成果对客观认识金融发展对经济增长的一般性促进作用和持续性，以及它超过某一极限后对经济增长产生负向作用的特征，具有明显的学术贡献。然而这些学者大多只是论证了它们之间可能是非线性的变动关系，但尚未涉及下列问题：按法系分国家群的金融发展对经济增长的促进作用及持续性是否存在差异？如果存在差异，那么金融发展对经济增长的促进作用和持续性程度的拐点在各类法系间有何差别？它们各自的作用机理和关键优劣之处是什么？目前学术界对这类问题的研究并不充分。

本研究按英美法系、德国法系和法国法系国家群分类，考察了各法系特征及其影响机制下，金融发展对经济增长的促进作用及持续性效果的差异，属于“法金融”范畴。本文首先阐述了主要法系核心理念以及由此影响而驱动和掣肘各法系金融发展的社会机制和适应机制，接下来对其影响机理进行分析。在此基础上本研究采用动态面板广义矩估计方法，对各法系 98 个总样本国以及英美、德国和法国法系下金融发展对经济增长的促进作用及持续性的程度进行了检验。结合实证研究结果，本研究得出以下结论：法系的核心理念和特征会经由社会机制和适应机制两种渠道，对该法系国家的金融发展状况产生影响，从而使得它们的金融发展对促进经济增长的机理有所差异。就金融发展对经济增长的促进作用和持续性的效果，德国法系下金融发展对促进经济增长的持续作用力程度最高；英美法系的持续作用力程度居中；法国法系的持续作用力程度在三者中表现最弱。本研究对中国金融发展模式改革以及如何有效促进经济增长提出了政策建议。

关键词：法律起源；法系；金融发展；经济增长

Abstract

The relationship between financial development and economic growth has been the focus of academic circles. After the Second World War, the United States developed rapidly in finance and economy. It was once considered to be the representative of the most advanced market economy model. The former Soviet Union was considered to be the representative of the socialist planned economy model. However, the collapse of the German "Berlin Wall" in 1989 and the disintegration of the Soviet Union in 1991 made the academic community feel awkward. Is the choice of economic development model so simple? At the time, Dr. Michel Albert, a member of the French Bank's Monetary Policy Committee, pointed out in his book in 1991 that this is perhaps the biggest event of the century. Isn't it too naive to simplify our complex world like this? Capitalism is not a piece of iron, and we will find many problems with many opinions. These ideas can be incorporated into a set of confrontational ideas: the opposition between two capitalisms. Great changes have taken place in today's international economic structure, which highlights the theoretical and practical significance of comparing the advantages and disadvantages of various financial development models with economic growth.

The existing research results have obvious academic contributions to the objective understanding of the general promotion and sustainability of financial development to economic growth, and its negative impact on economic growth after exceeding a certain limit. However, most of these scholars only demonstrate the possible non-linear variation between them, but have not yet touched into the following questions: Is there any difference in the promotion and sustainability of financial development to economic growth in different legal system countries? If there are differences, what are the differences in the promotion and sustainability of financial development to economic growth among various legal systems? and What are their respective action mechanisms and key advantages and disadvantages? At present, the academic research on such issues is not sufficient.

Based on the classification of major legal groups in Britain & America, Germany and France, this study examines the differences in the promotion and sustainability effects of financial development on economic growth under the characteristics and influence mechanisms of each law system, belonging to the category of "Law and

Finance”. This paper first expounds the core concepts of the main legal origins and the social and adaptive mechanisms that drive and constrain the financial development of the various legal families, and then analyze its impact mechanism. Next this study uses the dynamic panel generalized moment estimation method to test the promotion and sustainability effects of financial development on economic growth of the 98 total sample countries and the legal families of Britain & America, Germany and France. Based on the results of the above empirical studies, the conclusions are as follows: The core concepts and characteristics of the legal origins will affect the financial development of such countries through two channels: social mechanism and adaptation mechanism, thus making their financial development different in promoting economic growth. In terms of the promotion and sustainability effects of financial development on economic growth, the German legal origin has the highest sustained contribution to economic growth, the sustained strength of the Britain & America legal origin is middle, and the impact of sustainability of the French legal origin is the lowest among the three. This study finally puts forward policy suggestions on the reform of China's financial development model and how to effectively promote economic growth.

Key words: Legal Origin ; Legal families ; Financial Development ; Economic Growth

目 录

中文摘要.....	i
Abstract.....	ii
第一章 绪论.....	1
第一节 研究背景与意义.....	1
第二节 文献综述.....	4
一、 国外相关研究.....	4
二、 国内相关研究.....	7
第三节 研究结构与表述的逻辑框架.....	9
第四节 研究的创新与不足.....	10
第二章 法、金融与经济增长的基本理论与拓展.....	12
第一节 法、金融与经济增长关系的基本理论.....	12
第二节 法、金融与经济增长关系的理论拓展.....	13
一、 法律起源、法律体系与金融发展.....	13
二、 法律传统和法系特征对金融发展的影响渠道分析.....	16
第三章 主要法系核心要素及其对金融发展和经济增长关系影响的机理分析... 17	17
第一节 法系特征与社会机制和适应机制.....	17
一、 对法系下“社会机制”和“适应机制”的界定.....	17
二、 各法系法源和法理特征对两种机制的影响.....	17
第二节 社会机制与适应机制下各法系金融和经济运行的特征和相关性.....	19
一、 社会机制：市场商品化程度及人力资本的价值与配置特征.....	19
二、 适应机制：金融体系资源配置及金融监管理念和标准.....	23
第三节 各法系金融发展对经济增长促进作用和持续性程度的统计分布.....	28
第四章 主要法系下金融发展对经济增长促进作用及持续性的实证分析..... 31	31
第一节 各变量的设计和经济含义.....	31
第二节 实证模型和描述性统计.....	33
第三节 总样本及代表性法系子样本的实证结果分析.....	34
一、 总样本下金融发展对经济增长促进作用及持续性的回归结果.....	34
二、 法系子样本下金融发展对经济增长促进作用及持续性的回归结果.....	36
第四节 稳健性检验.....	39

第五章 研究结论和政策建议	43
第一节 研究结论.....	43
第二节 政策建议.....	44
参考文献	46
附录	54
致谢	55

第一章 绪论

2008年由美国次贷危机引发全球经济金融危机，极大地动摇了世界各国对美国金融与经济发展模式的信任感，国际社会开始认真思考。2018年中美之间、美国与西方七国集团贸易和投资领域的摩擦急速升级，刚开始时世人仅仅感觉，这也许是美国新选商人总统特朗普的个人意愿和行为，但随着美国毫不掩饰地高喊“美国利益优先”和对包括中国在内的世界各国贸易和投资制裁清单的清晰披露，全世界政府和学术界都在考虑一个深刻的问题，世界也许处在一个大变革的时代，它的本质是社会和经济的发展模式的选择。当今国际经济格局出现巨大的变化，这使得各类金融发展模式与经济增长关系优劣比较的理论和现实意义再次凸显，这对于中国这样一个经济体量已经发展成为世界第二、同时又处在转型期的大国十分重要。

金融发展与经济增长之间关系的研究视角有多种，本研究选择对按照法系源头和纽带分类的国家群的金融发展与经济增长的关系进行比较分析。尽管这些法系国家群内的国家各有民族特点，但是归属于同一法系的国家群在统一渊源法律思维和规则的深度浸染下，法律文化和制度规范作为实质性参与变量，在其中发挥着媒介作用和传导功能，从而使它们的金融体系和经济结构在资源要素配置的理念、组织结构设计、规则拟订、价值辨识和社会认知共识等方面显示出若干的一致性 or 亲缘性，金融发展与经济增长之间的关系也极有可能体现出某些共性的特质性。

学术圈已有的成果指出，金融发展对经济增长的促进作用效果呈现是非线性的，比最早的简单线性结论更加切合现实特征。既然如此，那么按法系国家群划分下的金融发展对经济增长的促进作用及持续性程度是怎样的表现？如果同样也呈现非线性，那在各代表性法系中，金融发展对经济增长的促进作用和持续性程度的拐点会存在显著差别吗？以及，各法系下金融发展模式对促进经济增长的关键优劣之处是什么？接下来本文将针对上述问题进行分析并做出回答。特别强调，本研究在这里重点研究的是“金融发展对经济增长的促进作用及持续性”，这个研究视角更多地包含着它们之间长期关系的动态变化。

第一节 研究背景与意义

研究金融发展与经济增长的关系有多种视角，在这里本研究选择对按照法系源头和纽带分类的国家群的金融发展对经济增长的促进作用及持续性进行比较分析。提出这个问题和研究视角，是我们基于观察美国、德国和法国这三个代表

性国家的银行业与工业利润率趋势对比的显著差异而产生的疑问¹。

图 1-1 至图 1-3 分别展示了美国、德国及法国的银行业与工业利润率走势。从图中可以发现，美德法三国的金融行业利润率规律性地高于工业利润率（剔除了 2007-2009 年金融危机三年异常值），这种现象容易理解²。然而让我们感兴趣的是，这三国金融行业与工业的利润率的差距变动关系表现出很大差异。在美国，这两个行业利润率的差距表现出快速拉开的趋势，其银行利润率在 2001 年开始偏离工业利润率逐步攀升，随后的不断加速提升与工业利润率没有明显的关联，2016-2017 年的银行利润率甚至出现偏离工业利润率的跳跃式增长。反观德国与法国，尽管金融行业利润率均比工业利润率高，但两者之间却基本呈现出一种较为稳定的同步相关走势。我们特别关注到，德国银行业的利润率在 2010 年后，两个行业利润率的差距显著减小，且金融业利润率向工业利润率收敛态势明显³。我们将上述现象和疑问归于不同法系特征下金融发展模式对促进经济增长作用机理和程度的差异。

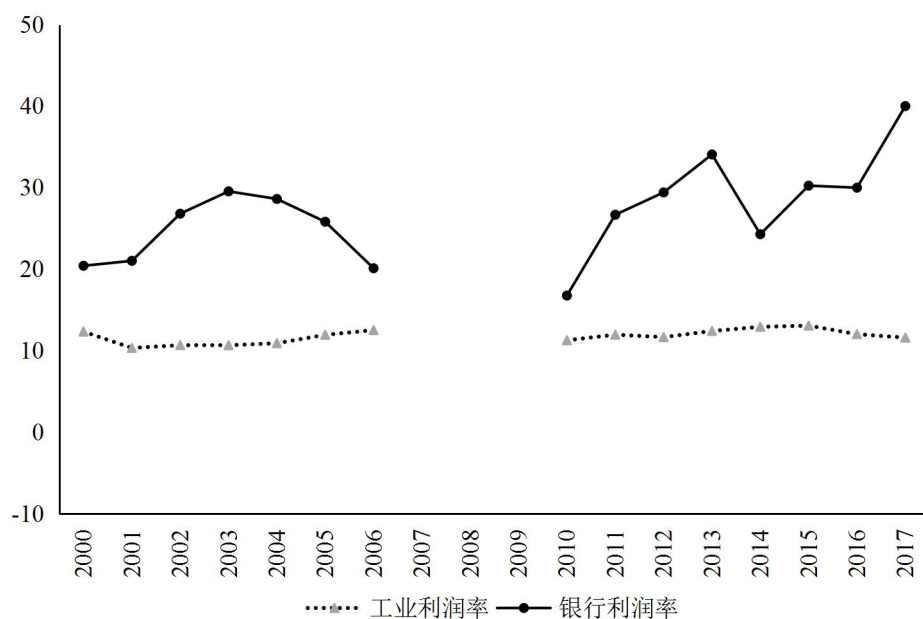


图 1-1 美国银行业和工业利润率比较

¹ 三国两行业利润图均去掉 2007-2009 年金融危机三年异常值。

² 由于行业特殊性，银行业营业利润率高于工业是正常的，这主要是由于银行业是法定允许的高杠杆资本结构、特许经营的附加值高、预期内损失作为呆账准本金在税前作为费用的会计处理等因素的影响。

³ 德意志银行近年来经营不善，利润率不高，但它对本国企业贷款 400 亿欧元，仅占德国公司债务 5%，不影响对规律变化的判断。

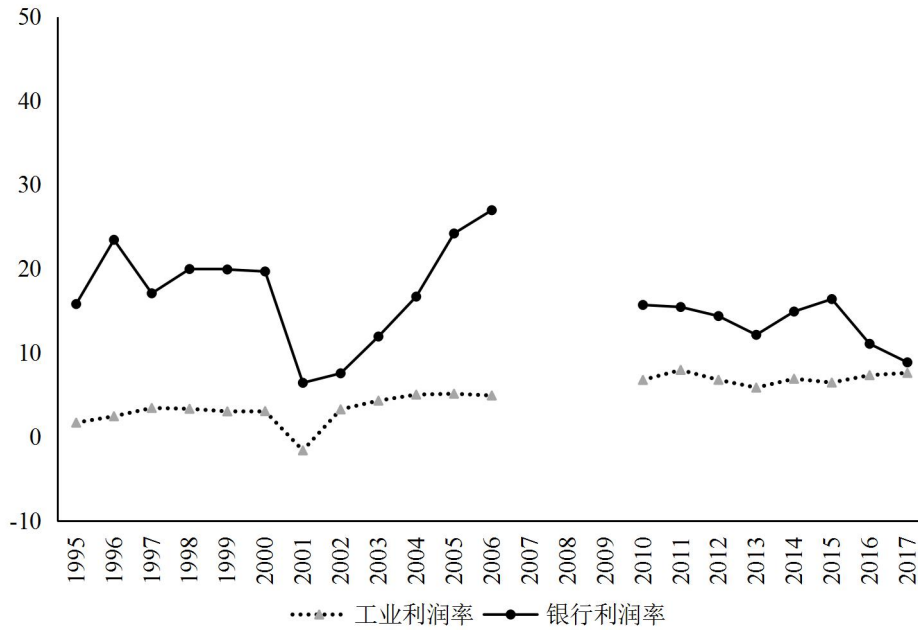


图 1-2 德国银行业和工业利润率比较

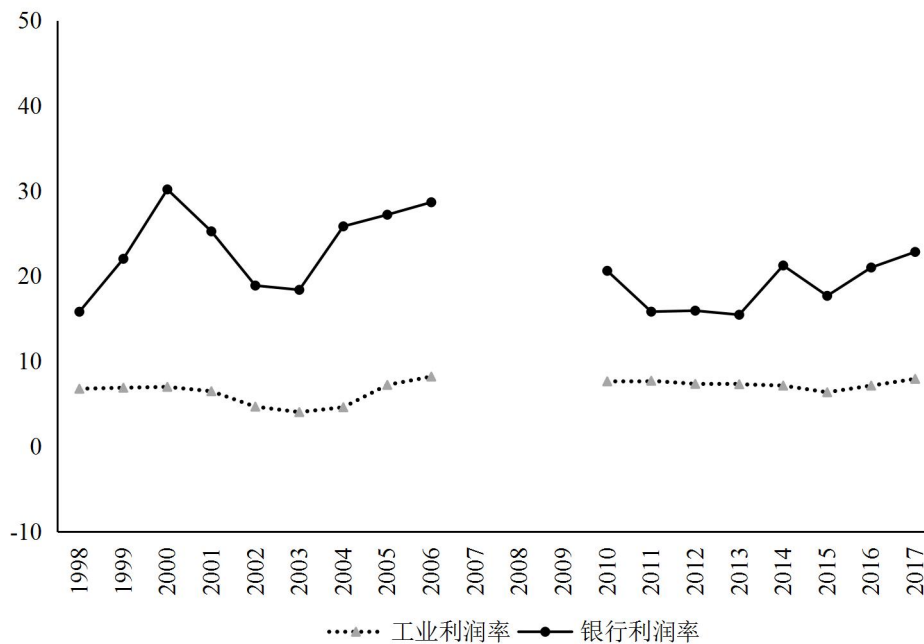


图 1-3 法国银行业和工业利润率比较

注：利润率指标为营业利润率（营业利润 / 营业收入），单位为（%）

数据来源：Bloomberg 数据库

本研究将聚焦源头法系所形成的法系分类国家群，对英美、德国及法国这三类代表性法系展开比较分析，考察由这三个法系各异的法源和法理特征所形成的社会机制与适应机制机理，这两个机制作为传递渠道，将会映射和影响到不同法系的金融发展和经济增长两者以及它们之间关系的各主要要素。从整体性出发，本研究将对所描述的金融发展与经济增长关系整个逻辑链上各主要环节和核心

要素的作用机制进行理论分析，并对此进行实证检验。

按照法系分类进行经济领域的比较研究，其合理性是成立的，正如美国斯坦福大学商法学家 Pérez Perdomo and Friedman（2003）所指出：“这些法系内的国家各有民族特点，但是归属于同一法系的国家群在统一源头法律思维和规则的深度浸染下，法律文化和制度规范作为实质性参与变量，在其中发挥着媒介作用和传导功能”。我们认为，正是这些统一渊源法律传统和哲学思维的强大作用，致使不同法系金融体系和经济结构在资源要素配置的理念、业务模式和范围、组织结构设计和规则拟订、价值引导和社会认知等方面显示出若干的一致性 or 亲缘性，金融发展与经济增长之间的关系也极有可能体现出某些共性的特质性。

必须说明的是，金融发展模式 and 经济增长本身就是两个有关联度的独立领域，内生因素丰富且复杂，在这里依据法系类别来分析金融发展对经济增长的促进作用以及持续性问题，并不意味着就断定法系与它们的关系表现为单向因果，其三者之间的变化和发展可能更多是互为因果。然而，这是从一类特别的视角来对它们进行观察和思考，其研究结论毫无疑问可以充实和丰满金融发展、经济增长研究领域的相关理论。这项研究对处在转型期的中国应该如何完善金融发展与经济增长模式，也有着较强的理论价值和现实意义。

第二节 文献综述

当研究对象扩大到法系国家群范围时，我们的主要目的是，重点分析主要代表性法系下的金融发展模式对经济增长的促进作用以及持续性的效果，特别是聚焦各主要法系下金融发展与经济增长之间变动规律以及经济增长在何处会出现拐点。在对该问题的研究与探讨过程中，本文发现仅在经济、金融领域所发现的关于法系比较研究的国际文献，就多达数百篇。如果考虑到法学自身的比较法学二级学科，则按照如此法系分类对比研究的成果已经大大超出我们的想象。由此可见，这是一个十分有意义的研究主题。为了明确我们的研究视角，接下来先梳理相关的学术研究成果与结论。

一、国外相关研究

（一）金融发展、经济增长的相互作用效果探析

在国外学术圈，学者们对于金融发展和经济增长它们相互作用效果的研究可追索到金融发展理论，该理论产生于 20 世纪 60 年代末至 70 年代初，主要研究金融发展与经济增长之间的内在关系，它由 L. Goldsmith、R. McKinnon 以及 E. Shaw 等一批经济学家开创。早前的学者在金融发展理论的探究上基本形成共识，

即金融发展是会促进经济增长的，该结论隐含着两者存有线性的因果关系。Goldsmith（1969）首次将理论与实证分析结合起来，具有划时代的意义，他并且证实了金融发展和经济增长两者的表现关系是大致平行的。Shaw（1973）提出“金融深化”理论，指出金融深化所携带的各种经济效应将有利于国家的经济增长。与此同时，McKinnon（1973）把关注和强调的重心放在了“金融抑制”理论部分，提出金融自由化对于世界上大量处于发展中的国家的经济发展重要性巨大，鼓励放松金融管制，进一步推动金融发展。

然而，基于美国“最发达”金融体系在 2008 年的次贷危机所引致了美国 and 全球经济衰退的震惊，学术界的研究试图对这个所谓“最发达”的合理性进行剖析，探讨的核心是美国和其他发达国家金融发展的深度和宽度是否与实体经济增长的需要相匹配？这一类有代表的观点体现在 Law, S.H. and Singh, N.（2014），Sagarika Mishra and Paresh Kumar Narayan（2015）等的研究结论中，他们认为金融发展确实会促进一国经济增长，但若金融业过度发展，如金融系统内部人为拉长利益链条、脱离为实体经济服务却为金融创新而创新的业务等，会提高社会层面总体融资成本，降低实体部门效率，最终反而使得经济停滞不前。Cecchetti and Kharroubi（2012）的研究对此所持态度更加明确，“金融体系的任何规模和发展速度都是无需考虑的好事吗？臃肿的金融体系会拖拽经济的发展吗？这就好比一个吃得过多的人”。他们分别对私人信贷、金融部门规模、金融业雇员的增长以及生产率和经济增长的作用效果展开了测度，得出结论，金融行业发展过快会拖累该国经济增长，金融行业的规模与该国内经济增长成倒 U 型关系。这两位学者 2015 年再次撰文，他们通过构建多重概率下均衡的模型进行机理分析，并运用跨国数据实证证明，快速发展所形成的臃肿金融行业和庞大的金融从业人员队伍，会对实体经济产生挤出效应，导致全元素生产率的下降，这对那些研发投入高和外部融资依赖高的行业伤害最大。因此，他们得出结论：金融发展对经济增长的促进作用效果呈现为非线性，与早期研究结果有较大出入。

此外，从上个世纪 90 年代开始，就有不少学者陆续就金融发展对经济增长的促进作用效果表现是否呈现为非线性这一问题展开了探究分析。De Gregorio and Guidotti（1995）指出，在 1960 年至 1970 年之间，高收入国家的金融发展和经济增长两者呈现显著的正相关关系。然而从 1970 年至 1985 年，两者的关系表现为负。Demetriades and Hussein（1996）收集了 16 个国家的各项数据，通过实证发现金融发展并不会促进经济增长这一较为特别的结论。Deidda and Fattouh（2002）在对 119 个发达国家和发展中国家采取了样本分类的基础上，通过施行标准的实证过程，证明了金融发展和经济增长两者呈现的关系是非线性的。Shen and Lee（2006）将面板回归这一方法运用到计量检验中，从而获得了更加值得

信服的分析结果，他们得出金融发展和经济增长两者的非线性关系是一种倒 U 型关系的结论。Rioja and Valev (2004a, 2004b), Ergungor (2008), Huang and Lin (2009) 通过实证研究得出相似结论。Arcand et al. (2015) 在实证中，对金融发展水平的指标变量采用了多种不一样的回归方法考察，得出的结论也支持了以上观点，同样证实了金融发展和经济增长相互作用关系的显著非线性。以上研究文献所阐述的两者非线性关系的机理分析可以被概括为从 Cecchetti and Kharroubi (2012) 和 Ductor and Grechyna (2015) 分别指出的“金融发展超过一定限度会造成各项资源的次优配置”和“增添实体经济在运行中的耗费成本”为代表的维度展开。

综合上述文献，可以有说服力的表明，金融发展对经济增长促进的作用中“非线性”效果的呈现，纯粹由于是统计拟合原因出现的可能性非常低。从直观角度来看，除了香港地区、新加坡、卢森堡等在国际分工体系中高度专业化的城市经济体之外，如果一个门类结构相对完整经济体中，金融部门的占比畸高，那么我们很有理由怀疑，本质上作为“服务业”的金融部门，如何去有效“服务”体量甚为有限的非金融部门或实体经济部门？难道一个金融部门与非金融部门结构更加平衡的经济体，不是有更高的概率能够充分发挥其资金资源配置和协调运作的优势吗？

(二) 法、金融与经济增长三者间的关系探究

国外学者们通过采取多样化的实证分析方法，现已经在金融发展、经济增长相互的作用效果关系的发展演化问题上，可以说研究的比较详细和透彻，现今已形成一致的结论，认为两者是一种非线性的倒 U 型关系。若进一步展开细致研究，由于各种影响因素实在太多，国与国之间的金融发展与经济增长内在关系又是十分迥异，各个国家在其经济发展过程中形成的金融发展水平与金融体系结构都存在一定的区别。对于国家之间显现出的这些个体性差异，经济学家较早前已分别将社会资本、文化宗教、政治等元素纳入其分析。20 世纪 90 年代以来，学者们另辟蹊径，开始尝试从法律和历史的视角来解释各国金融与经济增长它们相互间呈现出的差异，其中从将法源、法系、法理与金融理论结合来分析和解释经济规律最为突出，从而逐渐形成了“法与金融”交叉学科理论诠释或研究的范式。

最具代表的是 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998) 的研究 (以下简称 LLSV)，他们发现有效的私人产权和投资者权益的法律保护可以增强投资者的投资信心，从而促进金融发展水平的提高，其中，英美法系国家、德国、斯堪的纳维亚法系和法国大陆法系国家所提供的法律保护力度依次程递减态势。Levine (1999) 指出有效的法律制度支撑着金融体系的发展，进而推动整体经济的可持续增长。Levine, Loayza and Beck (2000) 首次将法律起源作为金

融发展水平的工具变量，学术界开始重视两者变动关系在法系分类下的表现，使得学术界对该问题的研究变得丰富。Johnson et al. (2000) 从金融危机的角度探讨了法律制度、投资者权益保护与公司治理质量的关系问题。他们研究表明，当一国的法律制度对其投资者保护不够甚至十分缺乏的时候，其公司治理质量也令人堪忧，这就会导致市场投资者在面临各种问题时信念和情绪更加脆弱，继而更易形成市场危机效应。LLSV (2000b), LLSV (2002b) 进一步从微观角度证明了有效的法律制度可以提高公司的治理水平，公司获得了发展所需要的外部融资，从而使得公司绩效和价值不断提升。Beck, Demirguc-kunt and Levine (2003b) 在多国实证研究中发现，在两种不同的影响渠道中，适应渠道比政治渠道更加能够回答法律起源、法律传统为何会对不同国家或地区的金融发展表现造成差异影响的问题。此外，Beck, Demirgu-kunt and Maksimovic (2005, 2006) 在多国研究中指出，法律、金融制度等一定程度上能够对一国企业成长规模状况做出解释，并提出构建更加完备和健康的法律金融体制有利于引导国内企业良好发展。López, La Porta and Shleife (2006) 则考察了 49 个国家证券法对股票市场发展的影响，证据表明要求披露信息和通过责任规则促进私人执法的法律有利于股票市场发展。La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2008) 的综述总结了法律起源对一国法制、监管框架以及经济增长会产生重大影响。

其他学者如 Brockman and Chung (2003)、Qian and Strahan (2007)、Harper and McNulty (2008)、Gugler et al. (2008)、Boubraki et al. (2011)、Mclean et al. (2012)、Agrawal and Ashwini (2013)、Berkowitz et al. (2015)、Chen and Tao (2015)、Cumming et al. (2017)、Fauver et al. (2017) 也纷纷从宏观、微观角度展开了对法、金融和经济增长关系问题的探讨，更加充实了此领域的研究成果。

在过去 20 年也有部分学者对 LLSV 及其后续研究所得结论提出了质疑甚至批判，如英国实证法学家 John Armour 在其一系列研究中，就指出，将金融发展的国家差异简单归结到近代早期的法系区分，有突出的理论和实证缺陷。然而，如同经济增长研究领域，自 Solow 以来孜孜不倦的寻求对国别经济增长差异的解释，并进而开发出至少 43 类、145 项解释变量 (Durlauf et al. 2005) ——甚至接近全球国家和地区总数——一样，对一个重大现实经济、金融现象的理解，必然是多维度、多层面的。

二、国内相关研究

谈儒勇 (1999) 研究指出，通过对中国各项有关数据进行检验分析，发现其金融发展和经济增长它们相互的作用效果表现是显著为正的。周立和王子明 (2002) 同样得出结论，表明了在中国广阔领域的各个地区，它们的金融发展和

经济增长相互的作用效果关系很强。在中国长期经济增长推进中,很大成分要归功于金融发展水平的提高,它对其发挥着不可替代的作用。随着全球经济不断的发展变化,金融经济危机接连出现,致使国内学术界也开始重新思考他们先前达成一致的结论。林毅夫等(2006, 2009)指出过于盲目寻求金融的深化发展是行不通的,还必须要考虑到其与实体经济一系列表现特性之间的相关联系。张杰和杨连星(2015)等指出中国当前以各种形式表现出来的剥夺式金融体系问题亟待改善,这将会排挤及侵夺工业与制造业等行业发展所需要的各项资源、资本,从而不利于我国实体经济的可持续增长。彭俞超(2015)在1980-2011年46个国家面板数据基础上,运用GMM回归方法,证明了金融市场结构导向对经济增长的影响呈现倒U型曲线。黄宪和黄彤彤(2017)发现中国存在金融超发展现象,指出较之于实体部门发展,金融部门发展若越过某种水平上的“厚度和宽度”,金融业内过长的业务利益链条反而会不利于经济的持续增长。他们的实证结果显示,金融结构与经济结构不匹配,引致了两者之间呈现倒U型关系,但他们也特别强调,中国是金融发展不足与发展过度并存。

近年来,也有一些国内学者逐渐开始在法与金融这一研究领域展开探索。Allen, Qian and Qian(2005)在研究中采用中国数据样本,并借鉴了LLSV在研究法律与金融时所设计的相关指标与方法,他们发现中国的法律体系及一系列制度安排都不够完善,在这种环境背景下,中国的经济增长较多受益于涵括人际关系和名誉等机制的非正式制度部门。王克敏和陈井勇(2004)实证表明,对投资者实施一定的法律制度保护能够对企业的效益与价值产生比较积极的影响作用。谈儒勇和吴兴奎(2005)选取中国5年的省级面板数据,证明了不同省份司法水准的程度存在一定区别,致使其金融发展水平呈现出地域差异。此后,邵明波(2010)也从法律制度和法律环境出发,探讨了法律保护与金融发展之间的关联影响。

综合以上国内外研究成果发现,他们研究的结论都是极有价值的。但基本上都是仅单独考察金融发展与经济增长之间的关系表现,即从线性关系到非线性关系角度不断深化研究,又或是从法律起源影响具体确立的法律制度、对投资者的法律保护及执法水平的角度出发,逐渐展开对金融发展和经济增长的考察。而很少涉及到进行法系国家群划分后,各类代表性法系下金融发展对经济增长促进作用所呈现关系是否为线性、以及促进作用的持续性程度等问题的研究。本研究将尝试从法系视角,考察英美、德国、法国三个法系不同的法源和法理特征所形成的社会机制与适应机制机理,并就这两个机制所形成的传导通道,展开各法系的金融发展对经济增长的促进作用及持续性的逻辑链上主要环节和核心要素的学术探讨,最后对此进行实证检验。

再次强调，“法与金融”是个比较新的研究领域，研究对象和范式在学界都没有统一，而且两个系统存在庞大和复杂的交互作用，内生性问题难以很好的解决。然而，这个视角的研究以及最近从历史视角发动的对两者关系的研究，体现了学术界对这个复杂问题解释的勇敢探索。正如 Goldsmith 所说：“在经济学中，对金融发展与其结构进行效用估量，寄托于我们对经济学理论及历史所拥有的哲学偏好，由于当下在金融发展方面的史学研究较为欠缺且不够通彻，我们必定无法在此领域获取非常明晰的解答。打算寻找简单的、不含糊的和放之四海而皆准的答案是不可能的”⁴。这句话的含义是，金融发展对经济增长的促进作用是由很多因素决定的，且内生性因素太多，难以穷尽。正因为如此，更应该鼓励多视角进行研究，才可以将其逐步丰满。

第三节 研究结构与表述的逻辑框架

以下展示的是本文的研究结构与行文逻辑框架，从中可以大致提炼出本文的主体内容与思想：

第一部分为绪论，提炼出了论文研究主题产生的环境、背景及探究意义，并阐述了国内外相关文献综述、论文所搭建的主体架构和行文优劣之处。首先，本文基于美国、德国、法国的银行业利润率与工业利润率的变化趋势对比图，探测到三者之间存在的明显差异。美国这两个行业利润率的差距表现出快速拉开的趋势，反观德国与法国，其却基本呈现出一种较为稳定的同步相关走势。从上述现象和疑问出发，本文开始探讨不同法系下金融发展对促进经济增长作用效果的差异。

第二部分为基本理论与理论拓展分析，首先阐述了法、金融与经济增长关系的相关理论基础，并从法律起源、法律体系与金融发展以及法律传统、法系特征对金融发展的影响渠道分析等维度对其展开了理论拓展总结与分析，使其他学者可以更准确了解我们的研究起点和视角。

第三部分作为铺垫，主要阐述了三类法系的核心要素及特征，进而就驱动和掣肘各法系金融发展对促进经济增长主要类别的机制及作用渠道展开了较为广泛和细致的理论探讨。本部分研究的设计是在各异的法系理念差异环境中，试图分别从各法系下的社会机制和适应机制两个维度，尽可能探究三类典型法系下金融发展对经济增长促进作用效果的差异及原因。本部分的研究是全文重点，它们涉及绘制总样本、德国法系、英美法系及法国法系子样本的金融发展水平与经济

⁴ Goldsmith, R. W., *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press, 1969.

增长关系表现的散点图，试图寻找这三种法系中，它们各自所表现出的金融发展对经济增长的促进作用及持续性是否存在差别，以及是否可直观看出随金融发展，经济增速拐点出现的距离位置。

第四部分为实证研究，针对前述的统计描述和机理分析，做出了实证模型设定与检验。为了尽可能控制住多变量带来的内生性问题，我们采用动态面板一阶差分广义矩估计（FD-GMM）方法对各法系 98 个总样本国以及英美、德国和法国三类法系子样本的金融发展与经济增长关系进行了检验。我们深知，对于涉及很多社会元素的实证检验，内生性问题的彻底解决在使用任何实证检验模型上都是不可能的，但努力减少内生性因素对研究结果的干扰是必须要做的。

第五部分是本研究结论与政策建议。在之前机理部分与实证检验部分的详尽分析基础上，最后自然引出对我国金融发展模式如何取向和完善的严肃思考。

第四节 研究的创新与不足

与既有研究相比，本研究的创新之处有如下几点：

第一，本研究结合法、金融与经济增长等因素，按法系国家群分类，探讨了在英美、德国、法国法系下，它们各自表现出的金融发展对经济增长的促进作用和持续性的效果。本研究发现，各类代表性法系中，金融发展作用于经济增长的拐点位置是存在差异的，换言之，本研究发现各法系下金融发展对经济增长的促进作用和持续性存在较大差异。

第二，通过（FD-GMM）计量模型和实证验证，本研究计算出了不同代表性法系下，它们的金融发展作用于经济增长的拐点，并对它们拐点位置的显著差异性做出了具体“量”的表述，这是一个非常明确的创新。

第三，在金融发展与经济增长关系的机理分析部分，本研究从多个方面解释与比较了英美、德国、法国法系下金融发展对经济增长的促进作用及持续性效果的差异缘由。基于研究的精确性、逻辑完整性要求，本研究专门参考查阅了数十本金融法、经济法以及比较法学等法学代表性专著，以及百余篇国内外相关文献，内容涵盖并综合了法学、金融学和经济学等不同学科领域知识。

不足之处在于：

第一，本研究的机理分析涉及到法、金融与经济增长三个领域内多种因素的融合，这在理论数理建模和实证检验模型中均是难以全部囊括的，有极大的跨领域挑战。机理部分很多因素没有现成的量化指标，重新进行数据整理难度十分大，而且需要反复摸索。因此，在实证分析部分存在一定遗憾，期望在以后的研究中加以解决。

第二，由于数据获取局限性，本研究实证样本涵盖的年份区间为 1989-2015，主要探讨的是金融自由化趋势后的金融发展对经济增长的促进作用和持续性影响。而没有涉及到 20 世纪 60-80 年代的数据分析。

第三，衡量金融发展水平和金融结构的指标，最好是采用资本市场 IPO 和银行信贷指标。但由于各国 IPO 数据实在无法获取，因此本研究采用学界普遍认同的用各国股票市值数据作为替代指标，即将“（银行信贷+股市市值）/GDP”作为金融发展水平指标，“股市市值/银行信贷比率”作为金融结构指标。

第二章 法、金融与经济增长的基本理论与拓展

当现有的金融发展理论无法解释其发展的根源问题时,经济学家们会另寻其道,开辟新的研究领域,从跨学科的角度来尝试给出更为丰富的解释。就在这种大环境背景下,法与金融这一新兴交叉学科宣告诞生。它兴起于上个世纪末的美国,融合了法学、金融学这两种不同领域的理论知识,基于法学的视角对一国以及各个国家间的金融发展、经济增长表现差异作出了回答。

第一节 法、金融与经济增长关系的基本理论

1998年,LLSV公开发表了“Law and Finance”这篇文章,其成为法与金融研究领域正式开创的象征。在此文中,他们采用了跨国家、跨地区的样本数据,研究发现有效的私人产权和投资者权益的法律保护可以增强投资者的投资信心,从而促进金融发展水平的提高,其中,英美法系国家、德国、斯堪的纳维亚法系和法国大陆法系国家所提供的法律保护力度依次呈递减态势。他们还对这四种法系国家的执法质量、企业股权集中度展开了考察,并得出不一样的、十分有趣的结论。此后,以LLSV这项研究为基石,诸多学者对法金融这项领域产生兴趣,贡献出源源不断的优秀研究成果。他们从法律制度、法律起源等不同线索出发,对法、金融与经济增长相关问题展开了一系列经验研究,证明了法律起源或传统、法律制度等会对金融发展发挥作用,继而影响到一国或不同国家地区的经济增长程度。

既然已经证实法律起源或传统、法律制度等会对金融发展产生作用,那么它们是经由何种渠道去发挥这种影响效力的呢?在已有研究基础上,Beck et al. (2003b)指出存在政治以及适应这二种渠道来扮演法与金融关联影响中的通道角色。

在政治渠道中,其主张从政府与个人权利界限、范围和程度等政治方面的比较出发,阐明不同的法律体系对金融发展发挥作用存在差异的缘由。大陆法系强调政府利益优先于个人利益,政府的权力远远高于个人,其对国家和社会生活中的各项金融、经济活动加以干预,态度谨慎、管控较严,以限制无秩序状态的出现。这就必然会对其金融发展的自由与繁盛程度产生一定的约束作用,呈现出与英美法系存在差异的发展状态;而另一方面,英美法系则注重保护个人权益免于政府侵犯,强调司法具备灵活弹性且独立,以及各项生产活动不受政府过度的限制,很大程度上维护了私人财产与投资主体的权益与利益,继而能够促进其法系

国家的金融行业发展水平提高。

适应渠道则主张随着环境和条件的变化，不同法系下的法律传统、体系及制度等对金融和经济发展所产生新需求的支持性、灵活调节性和适应能力呈现出十分明显的差异。其中，英美法系施行的是判例法，法官可以根据案件情况做出合适的法律解释，保护投资主体的利益，对环境变化更加敏感、易于适应不同的社会经济环境并做出相应改变，似乎显得更加适应于应对法系国家的金融和经济发展和变化做出调整；在大陆法系中，德国法系和法国法系的适应机制又表现各异。由于历史因素的影响，法国在大革命后，受拿破仑法律哲学影响，法官不再对案件的判决进行法律解释，形成法国法系较为僵化的特征。而德国法系相对注重法律条款、法典与时俱进的更新以及司法的合理解释，比法国法系要更加具有弹性。因此，在适应渠道上，英美法系和德国法系更加灵活、适应能力强，法国法系则十分僵化，显得对金融和经济发展变化的适应性调整不足。

第二节 法、金融与经济增长关系的理论拓展

“法是否会对金融发展产生影响？它作用于金融发展的通道和机制是什么？这又会对一国或不同国家和地区的经济增长程度造成哪些差异性影响？”以下关于法、金融与经济增长的相关拓展研究，对这几个前沿问题做出了合理的解释与回答。

一、法律起源、法律体系与金融发展

从大宏观视角出发，学者们对法、金融与经济增长问题的拓展研究主要分析了法律起源、法系的形成与移植、法律传统及法系特征等对金融监管、金融体系与结构以及金融发展的影响作用。他们对跨国或地区的金融发展和经济表现差异给出了法律渊源、法律传统上的解释，并发现了许多十分有趣且有价值的结论。

（一）各类法系的起源与确立

法律有国别，但是西方列强在其长期武力侵吞、军事占领以及殖民征服过程中，出于维持被征服和被殖民国家和地区的社会秩序所需，列强国以“强制移植”和殖民地所谓“主动继受”的方式推行本国法律体系，从而形成各类法系国家群。学术界将法律体系（也称法系）界定为“有若干国家及特定地区的具有某种共性或共同传统的法律的总称”，其取决于过去性、现存性和文化性。不同的法系都有其独立性，起源地及时间都存在差异，它们共同构筑起当今世界的法律秩序。对于法系的分类问题，众多著名学者都给出了各自不同的理论见解，至今未能达成一致共识，这些迥异的划分标准促进了法律体系的多样化发展。1905年，

Adhemar Esmein 基于历史、地理、宗教和种族这几类划分标准，将世界法系分为罗马法系，盎格鲁-撒克逊法系、日耳曼法系、伊斯兰法系和斯拉夫法系五大类，至今仍有重大影响意义。然而，在这五大类法系中，亚洲、非洲都不包括在内，这也是这种法系划分的一个重大缺陷（米健，2010）。此后，世界各地的学者根据不同的划分标准对法系做出了多样化的分类，丰富了法系及法律秩序成果理论。

当代研究下，学者们基本认同可归纳为普通法系下的英美法系，大陆法系下的德国法系、法国法系、斯堪的纳维亚法系，以及混合法系和伊斯兰法系等。英美法系主要是通过列强武力征服在殖民统治下推行而得以传播，大陆法系固然与征服及殖民统治有关，但也有不少是贫弱国家“自愿”移植和借鉴过去，并试图变法图强（米健，2010）。由于数据缺失等问题，通常学者们在相关研究中很少考虑混合法系国家。再加上斯堪的纳维亚法系十分小众，伊斯兰法系则十分特殊，故多数学者在研究中要么将其舍弃，要么对此法系中的各类问题单独研究。因此，以往大部分学者在其研究成果中主要对英美法系、德国法系及法国法系这三类代表性法系展开了比较分析。

（二）法律起源和金融监管

LLSV（1997）在研究中同样对法与金融监管问题做出了阐述，他们指出一国的监管环境会影响到投资者权益及其各项资金融通活动的顺利开展。两年后，他们再度撰文，详细解释了法律起源和监管质量的关系。LLSV（1999）通过多国样本研究，发现不同法系国家在社会经济活动中的政府管控与干预的程度及质量区别较大，导致它们各自的金融监管质量表现不一，进而影响到其国内金融及各项经济活动的发展进度。Dyck and Zingales（2003）通过研究结果则表示，若一个国家对其社会金融和经济活动的开展给予比较良好的法律保护 and 监管保护，那么它国内的金融发展会更加健康、更加繁荣。Beck, Demirgu-kunt and Levine（2003a）的跨国比较实证结果指出，法系、法律起源的不同会导致各个国家政府权力和管控程度存在一定区别，若一国政府在金融中介机构监管中插手过多，会阻碍到国内公司的资金融通等各项活动，还会滋生各种腐败关系等附带问题，继而威胁到国家金融发展。

（三）法律起源和金融结构、金融体系

根据金融结构的基本理论，银行导向为主与市场导向为主这两种不同的金融配置资源类型构成了完整的金融体系。因此，在关乎法与金融的相关拓展研究中，多数学者分别从金融市场和银行金融中介出发，展开了对法律起源或体系、法律传统和金融市场、银行金融中介关系影响的分析考察。

在法与金融市场方面，LLSV（1997）撰文阐述了一国或地区对投资者权益

保护的高低会很大程度上影响到其资本市场的规模与价值维度。在研究中，他们进行了跨国大样本分析，验证了这一结论，并表示一个国家投资者权益维护力度越高，其上市企业的数量及资本市场的价值会更大。Mock, Yeung and Yu(2000)研究表明，与法律传统紧密联系的投资者权益保护力度大小会对股票市场效率高低产生显著的影响，不同国家的法律保护力度存在差异，继而会导致它们各自国内股票市场效率的区别呈现。López, La Porta and Shleife (2006)考察了49个国家证券法对股票市场发展的影响，证据表明要求披露信息和通过责任规则促进私人执法的法律有利于股票市场发展。还有Luzi and Christian (2006)、Shadab (2009)、Espenlaub, Goya and Mohamed (2016)、Bartholdy and Olson (2017)同样在研究中从投资者等角度对法与股票市场、资本市场关系做出了详细阐述。

而在法与银行金融中介方面，许多学者也得出一些十分有价值的结论。Levine (1999)进行了多国研究，发现在债权人权益保护较好、公司信息透明度以及契约履行程度较高的国家，其银行等金融中介机构会发展的更健康、更优质。LLSV (2002a)的跨国大样本数据研究结果显示，投资者权益保护的力度与一国政府的银行产权占比关系表现为反向，而后者的占比大小又会影响到其金融与经济活动的表现。Qian and Strahan (2007)也发现一国债权人的法律制度保护与其银行贷款的期限、利率以及所有权集中度的变化表现联系密切。另外，Haselmann, Pistor and Vig (2010)、Brown, Cookson and Heimer (2016)对法与银行金融中介的一系列问题也做出了理论与实证上的回答。

此外，关于法与金融体系的研究，LLSV (2000)表明出与金融结构论不一样的看法。他们指出，一国的金融与经济表现差异与其是否为市场或银行导向型无多大关系，而与不同法律起源、法律体系所影响的投资者权益维护水平高低联系紧密，因此金融体系的划分与建构并不能仅仅局限于银行导向为主与市场导向为主这两种。基于此观点，Levine (2003)进一步展开了研究，并阐明金融体系应以基于市场导向、银行导向、法律传统与制度以及金融服务质量四种类型来建构才比较圆满。同样，Demirgu-kunt and Maksimovic (2002)也发现，一国企业外部融资状况与其各自法律起源、法律传统引致的金融表现密切相关，而与其金融结构类型归属等其他因素关系不大。

(四) 跨国分析中的法律起源和金融发展水平

根据LLSV观点，他们信服法律起源、法律传统和一国的金融发展水平有着紧密关系，并指出法律起源会深刻影响不同国家或地区主体的金融发展水平。在1998年公开发表的标志性研究论文中，他们采用了跨国家、跨地区的样本数据，研究发现有效的私人产权和投资者权益的法律保护可以增强投资者投资信心，从而促进金融发展水平的提高。并特别指出，英美法系国家、德国、斯堪的纳维亚

法系和法国大陆法系国家所提供的法律保护力度依次程递减态势 (LLSV, 1998)。Levine, Loayza and Beck (2000) 首次将法律起源作为工具变量, 并运用 GMM 实证研究方法, 综合考察了金融发展和经济增长它们的变动联系在法系划分下的表现。他们发现, 各个国家的金融发展水平状况确实存在法律起源与法律体系下的差别, 拥有更加完备的会计、合同实施准则及私人权益保护的法系, 其金融和经济表现会更好。Beck, Demirgu-kunt and Levine (2003c) 着重研究了世界上的殖民地国家数据样本, 在一定时间序列长度内, 控制各种政治、文化种族及经济因素变量, 得出不同法律体系、法律起源的国家, 其各自的资本市场发展状况会产生程度上的差异性影响的研究结论。他们指出, 法律起源、法律体系对资本市场发展状况的影响作用主要通过投资者权益保护机制来表现, 英美法系的资本市场发展现状要比法国法系繁荣许多。更有 Harper and McNulty (2008) 从转轨经济体角度研究了法律起源与金融发展的关系表现。Marcelin and Mathur (2014)、Jordaan et al. (2016) 在法与金融发展问题上也有相应拓展研究。

二、法律传统和法系特征对金融发展的影响渠道分析

在之前的基本理论分析中, Beck et al. (2003b) 指出存在政治以及适应这两种渠道来扮演法与金融关联影响中的通道角色。其中, 政治渠道主张从政府与个人权利界限、范围和程度等政治方面的比较出发, 阐明不同的法律体系对金融发展发挥作用存在差异的缘由。适应渠道则主张随着环境和条件的变化, 不同法系下的法律传统、体系及制度等对金融和经济发展所产生新需求的支持性、灵活调节性和适应能力呈现出十分明显的差异。

基于此观点, 许多学者对这两种主要的渠道机制展开了验证分析。Beck, Demirgu-kunt and Levine (2003) 在各国实证研究中发现, 在这两种影响渠道中, 适应渠道比政治渠道更加能够回答法律起源、法律传统为何会对不同国家或地区的金融发展表现造成差异影响的问题, 继而强调了法律体系灵活性与适应性的重要。此外, Acemoglu and Johnson (2005) 分别用产权制度、缔约行为制度指标来衡量政治渠道与适应渠道, 以展开对法律起源、法律传统如何对金融发展实施影响的研究, 并得出结论: 这两种渠道总体来说会从不一样的角度来联合对国家或地区的金融发展发挥影响作用。Ang and Fredriksson (2018) 发现, 适应性能力较强的民法法律体系 (如德国法系与斯堪的纳维亚法系) 在政府及法律历史经验的积累与发展中, 会使其法系国家的金融发展水平逐渐改善。而法国法系过于严格且僵化, 对其法系国的金融发展则并没有正向的影响作用。在这个问题研究上, 还有 Rajan and Zingales (2003) 以及 Bergman and Nicolaievsky (2007) 也从政治和适应两种渠道出发, 并获得了十分有价值的研究结论。

第三章 主要法系核心要素及其对金融发展和经济增长关系影响的机理分析

本章将对法与金融、经济增长等理论进行结合阐述，依次分析主要法系核心理念、特征，以及由此影响而驱动和掣肘各法系金融发展的社会与适应机制，并对其影响机理进行详细阐述。在这部分，本文不仅对几个代表国家金融发展模式与经济增长内在关系的作用效果特征、作用机理等展开了论述，更将研究对象扩大到各法系国家群，且在最后给出了各法系金融发展与经济增长关系的散点分布图，继而引出下一章的实证分析检验。

第一节 法系特征与社会机制和适应机制

一、对法系下“社会机制”和“适应机制”的界定

本研究界定：“社会机制”指受特定法系影响下的市场要素商品化范围和深度、人力资本的价值体现、政府与个人权利界限、范围和程度等核心元素对金融发展模式与经济增长关系的影响；“适应机制”指受特定法系影响下的金融体系的资源配置和金融监管理念、方式及标准等核心元素，在面对经济增长变化产生新需求时的适应能力。

法与金融已有研究（Beck et al., 2003b; Rajan and Zingales, 2003; Acemoglu and Johnson, 2005; Bergman and Nicolaievsky, 2007）指出存在政治以及适应这二种渠道，它们扮演着法与金融关联影响中的通道角色，而这两种渠道的表现差异又与各法系特征紧密联系。本研究借用这套分析思路，将其从政治范畴扩大到社会范畴，这是因为在本研究涵盖元素范围上大大超出狭义的政治（在这里“社会”大于且包括“政治”）。本研究将“渠道”改为“机制”，是因为在法源或法系特征传承下金融发展和经济增长领域的各元素之间，会自动发生相互映射、相互影响的“化学反应”，这也就是经济学上难以准确描述的“机制”，是它导致金融发展在促进经济增长的作用力和持续性上产生差异。本研究采用“机制”是希望更为准确地刻画这类“化学反应”。当然，这里的“机制”也包含受法系思想影响的各核心元素在金融发展与经济增长关系之间传导的“渠道”效应。

二、各法系法源和法理特征对两种机制的影响

根据设定，在社会机制中重点考察特定法系影响下的市场要素商品化的范围

和深度、人力资本的价值体现、政府与个人权利界限、范围和程度等核心元素对金融发展模式与经济增长关系的影响。大陆法系崇尚规则和体系完备，在历史长河中逐渐形成了体系严谨自洽、尽可能追求概念准确以及逻辑缜密的规范法系特征。受法律传统、法系特征影响，其表现为强调市场商品化程度、人力资本等社会核心元素的公共利益优先于私人利益，注重保护公共利益和社会目标。且政府的权力远远高于个人，对国家和社会生活中的各项金融、经济活动加以干预，态度谨慎、管控较严，以限制国家、社会无秩序状态的出现。而英美法系的法系特征则不过分强调那种大原则司法概念及过度抽象的一般性法理条款，崇尚自由与避免过多的定式化法律规范。因此，在社会机制表现中，其强调司法具备灵活弹性且独立，更多注重在市场商品化程度、人力资本等社会要素中维护个人各项权益最大化，以及利益免于政府侵犯、各项生产经济活动不受政府过度的限制（大木雅夫，2006）。

总结而言，大陆法系与英美法系各自理念特征在社会机制中的差异表现主要围绕着私人权益保护这个核心展开。关于私人权益保护——本质是公法与私法的区分——英美法强调对国家权力的限制、给予私人缔约行为以完全的自有与保护，大陆法更偏重私人缔约中权利与义务的协调、规范，特别是要考虑到公共利益对私人缔约的限制，而非绝对化私人缔约自由。因此，法学界基本认同的概括是，大陆法偏重“适用正确下的法律政策执行”，而英美法则偏重于“法律程序正义下的争端解决”（黄铭杰，1997）。

法系的适应机制则重点考察受特定法系影响下的金融体系资源配置和金融监管理念、方式、标准等核心元素，在面对经济增长变化产生新需求时的适应能力。由于英美法系施行的是判例法，法官可以根据案件情况做出合适的法律解释，因此英美法系在适应机制中应该表现为法律对环境变化更加敏感和灵活、应对性强，易于适应社会经济环境的变化，并在金融体系的资源配置和金融监管等要素中会主动做出适应性反映。法国法系与德国法系虽同属大陆法系，但两者之间也存在较大差异。法国大革命后，受拿破仑法律哲学影响，法官不再对案件的判决进行法律解释，而只是更依赖于所谓规范化法典的法律条款与案件逐一对应而进行判决，这就使得法国的法律体系与法规十分滞后，不适应现有社会经济的发展需求。然而，这一法律特点在此后长期没有被修改，还大量地移植到殖民地国家，形成法国法系整体较为僵化的特征。与其相异的是，德国法系相对注重诉讼案件与法律条款的适应性、司法解释的合理性以及法律条款和法典与时俱进的更新，这有利于维护国家秩序框架内提高对经济活动中私人产权和投资人的权益保护程度（皮天雷，2010）。因此，德国法系下的金融体系资源配置和金融监管理念、方式、标准等核心元素对社会经济环境变化的适应能力要远远超过法国法系。

正是由于这三类不同法系在社会机制和适应机制中内涵与表现形式存在较大区别，影响到其金融发展水平产生法系性差异。在下一节，我们将以这两种机制为出发点，详细陈列在这两种不同机制下，会通过哪些经济金融要素影响到英美、德国与法国法系的金融发展和经济增长作用关系。

第二节 社会机制与适应机制下各法系金融和经济运行的特征和相关性

各法系特征的差异性会直接或间接影响到不同法系国家群的社会机制、适应机制表现，以及其经济运行特征，从而在较大程度上对这些国家金融体系构建与资源配置、市场商品化程度、人力资本、监管理念及方式标准等产生影响。必须强调，按照法系划分对其这些要素内核的提炼是难以穷尽和粗略的，不可能精准到每个国家的细微差异，所以我们对它们的提炼和机理分析，在很大程度上只能以典型代表国为对象，围绕那些对体系影响最大的要素展开。

一、社会机制：市场商品化程度及人力资本的价值与配置特征

（一）市场化或商品化的范围和深度

一个国家市场商品化的程度、范围界定属于社会学范畴，它强调了偏重社会公益利益或是私人市场利益会对社会经济发展产生哪些差异性影响。因此，在这里，将市场化或商品化的范围和深度要素分析划入社会机制，来分析在不同法系下，其对各自金融、经济表现的作用效果。

根据逻辑推演，一个社会各元素的商品化程度越高，意味着社会中任何事物可交易的程度越高。其优势是各要素市场价值容易体现和充满活力，但劣势是整个社会追求短期利益的动力较强，长远利益容易被忽略，投机性大于投资性，社会充满活力却不那么稳定。当一个社会各元素商品化程度较低时，尽管表向是同向的，但强度可能会弱很多，这些国家各行业的长远投资往往大于对短期利润的追求，看上去社会没那么活力四射，但却稳定且坚实许多。

金融行业十分特殊，它是具有某种社会公共品属性私营行业（如商业银行的经营目标是追求利润最大化，但是公众存款人的利益具有社会性）。一个国家主流社会对金融体系内各元素商品化和市场化程度的理解和共识，很大程度上影响了这个国家金融体系的结构、运行模式和特质性，及其对经济增长促进的作用机理。在这里，我们借用法国经济学 Michel Albert 的研究来表述其影响。

如下图 3-1 所示，我们可以明显看到，社会中七项主要要素，除了宗教有差异之外，其他都属于商品，但在英美法系下其他要素的商品化程度远远大于大陆

法系，在大陆法系则多为市场与公益共同主导的混合体。这类差异与不同法系理念下所形成的经济、金融体系和结构以及文化自然相关。英美法系在偏重私产保护和国家权力限制的社会机制影响下，可以最大限度调动私人及市场的活力，追求短期利益的动力较强，但同样可能带来外部性的扩散和公共利益的损失，忽略一些长远利益。而大陆法系社会机制中对公共利益和社会目标保护的强调，及其带来的国家干预的增加，可以制约私人缔约行为的外部性影响，各行业更多追求长期投资利益，但也会带来私人和市场激励的下降。因此，由于社会各元素的商品化程度存在差异，在社会经济长期利益与短期利益的衡量和追求中，英美法系与大陆法系会有所不同。

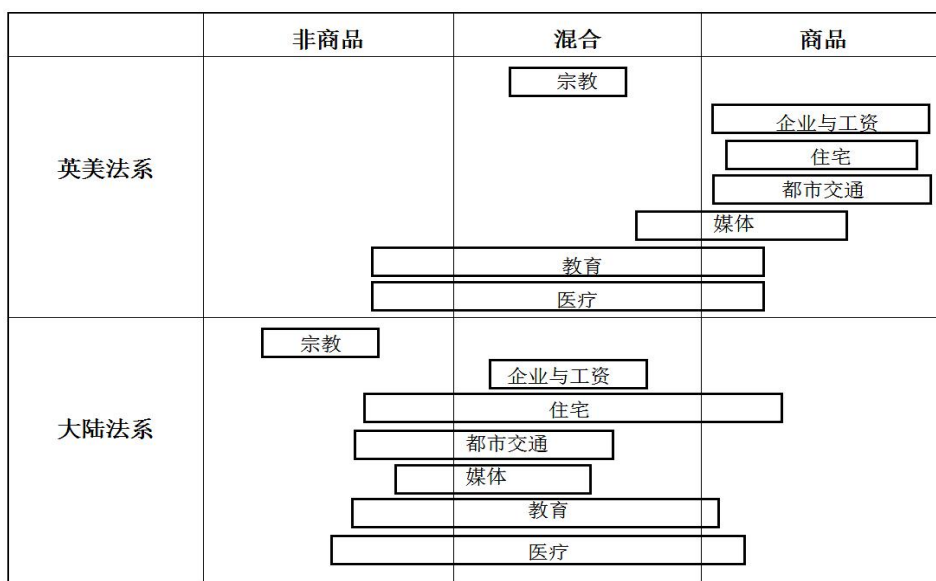


图 3-1 英美法系与大陆法系市场位置比较

资料来源：Michel Albert (1995)，《两种资本主义之争》，第 76 页

(二) 人力资本的价值体现方式与配置特征

金融业是典型的脑力劳动密集型，无论管理层还是操作层都如此。他们的市场价值和由其决定的职业价值观和行为方式，对于一国人力资源的行业配置影响较大，需重点分析。若将法系理念中对私人产权和投资人的权益保护程度的哲理延伸到人力资本领域，英美法系模式体现了对现有人才个人权益的维护，大陆法系模式则体现了培养人才以及形成对人力资源投资人权益保护的文化氛围和社会道德标准。人力资本的价值实现与配置对金融和实体经济发展的影响作用更多属于社会特质内容，因此将其划入社会机制。

在目前激烈环境竞争下，任何行业都强烈希望获取或留住优秀人才，但是以何种方式来实现，对于人才的获得、使用形式，以及对人才价值观的引导和人力资本在各行业的配置影响很大。英美法系强调私人权益，其人力资源偏重追求最佳竞争力。每个人对自己估价不同，从利益最大化的角度出发，大多会优先选择

去向行业标准及要求较高的金融行业，因此导致优秀人力资源集中于金融行业。

英美人力资本模式更多认为，金融机构的最佳竞争力来自于本单位每一份子的最优，因此，金融机构应该在市场上挑选最优者，每个员工、特别是技术骨干和各层级管理者的薪酬，基本是个人化地按照市场行情调整，猎头公司成为市场人力资源配置的最重要媒介，但凡优秀者均可标价，且随时可被其他公司“挖走”或主动“跳槽”。因此，对于实体经济企业来说，其培养或现有的优秀人力资源不断涌向金融行业，不利于其企业价值和经济利益的增长，他们逐步丧失了在本机构培养具有忠于企业精神的员工和骨干的动力，不再追求在本机构的人力资源配置上大力投入，继而形成一种人力资源行业配置的恶性循环。

大陆法系注重公共利益与群体利益目标实现，对个人价值与利益竞争的追求会平稳许多，使得社会中人力资源配置在各行业中比较均匀。德国法系模式下的代表为德日两国，德国教育在强调培育“工匠”精神方面尤为突出，它体现三个原则：普惠制，平等性（中层教育优于精英教育）和职业教育，职业教育由企业和国家共同资助（Godet, M., 1989）。德日职场不鼓励跳槽提拔，在德日银行的领导层大多从基层做起，为公司服务一辈子。而作为法国法系模式的代表，法国的人力资源配置途径与德国模式既有相同也有较大不同之处。法国与德国一样，也采取了学徒制的教育方式，但德国很大一部分青年通过学徒制成功进入工作领域，而法国接受职业中学教育的青年成功就业的比例相对小得多。在法国，“学徒们”长期承担最基础和琐碎的工作，往往没有什么发展前途（纪尧姆·杜瓦尔，2016）。总体上，较之英美法系，德国法系与法国法系的人力资本培养模式与资源配置的金融行业倾向会弱化一些，社会精英和人才在不同行业分布更加均衡。

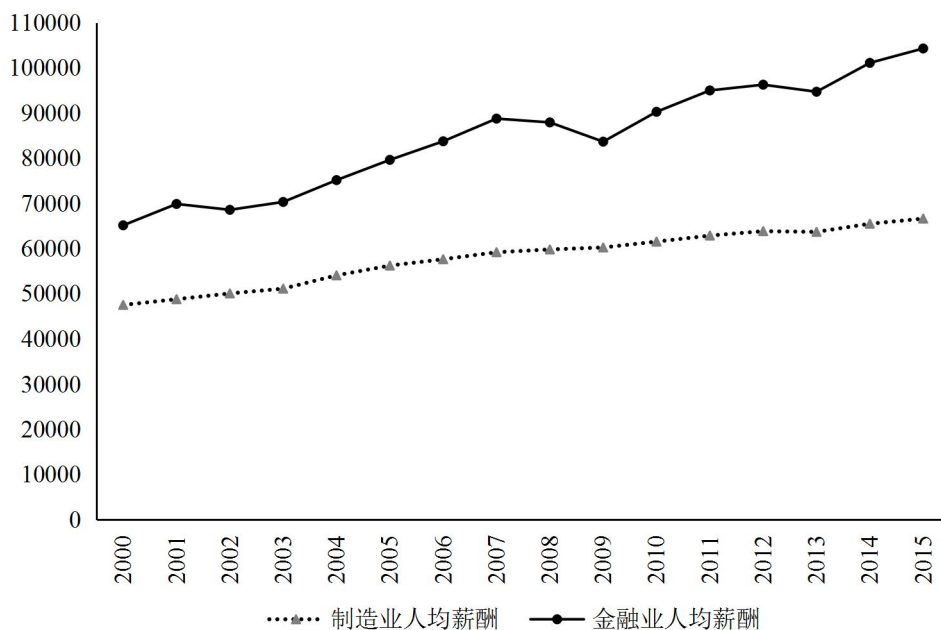


图 3-2 美国金融业和制造业人均薪酬

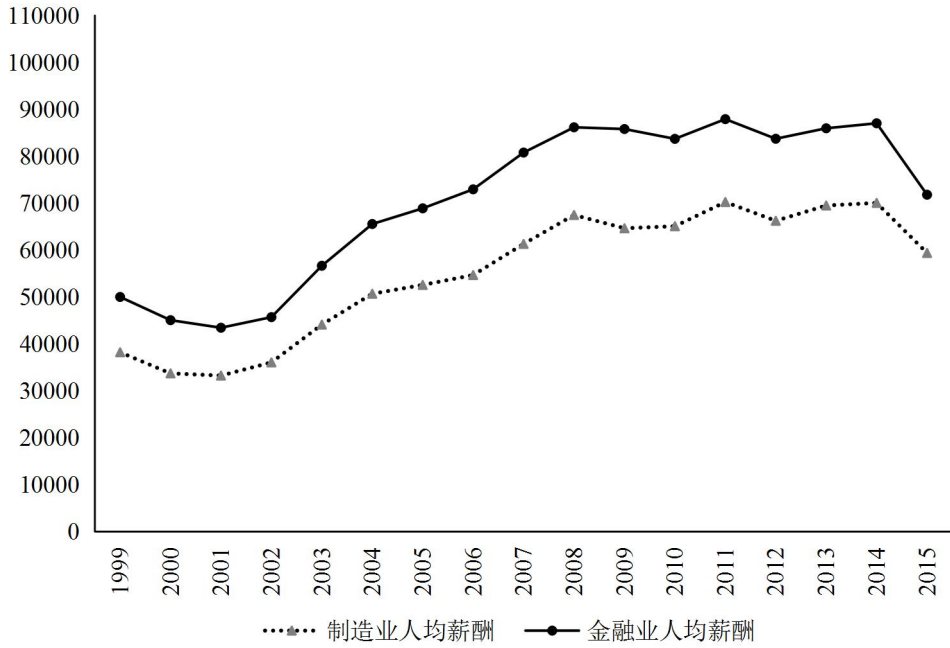


图 3-3 法国金融业和制造业人均薪酬

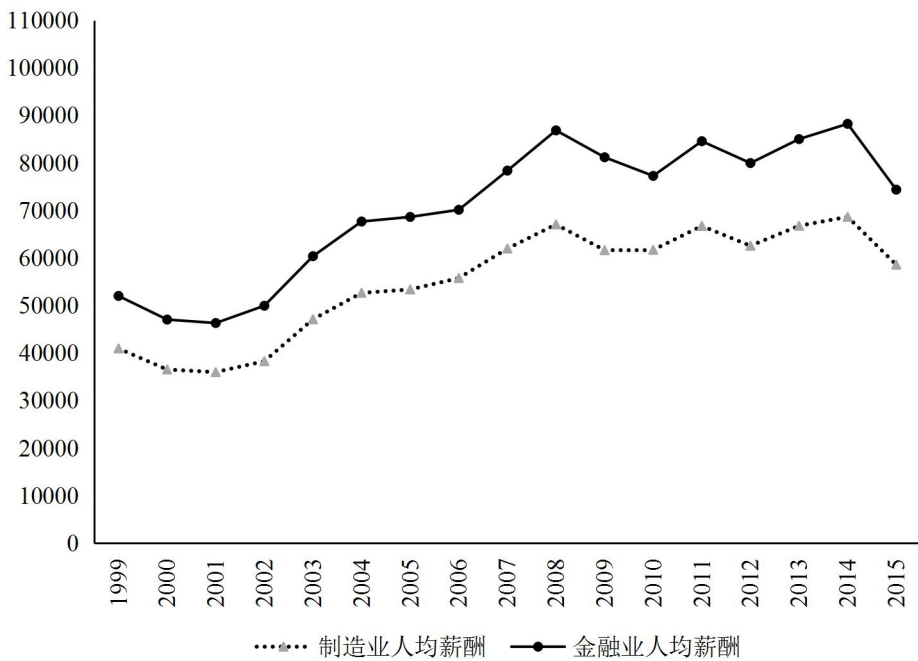


图 3-4 德国金融业和制造业人均薪酬

数据来源：WORLD KLEMS 数据库

以上是三个法系代表国金融业与制造业的人均薪酬差异对比图，纵轴单位都统一为美元。通过图 3-2 至 3-4 的比较，可以得出直观且较强的推理：英美法系中，社会精英将更多聚集在金融行业、疏远工业，而在德国法系与法国法系中，社会精英和人才在两大类行业的分布势必均匀很多。优秀人才聚集在哪个行业，对任何国家各行业发展的速度和质量极为重要，人力资源的配置如果差异很大，

它势必会严重干扰各行业的资源配置状态和产出效率。

图3-5进一步展现了美德法三个国家的金融业与制造业人均薪酬相对值的时间序列变化走向,从中我们可以更加清晰地看出跨国行业薪酬比较的差异。其中,德国与法国的金融业与制造业人均薪酬相对值都基本维持在1.5以内,且走势十分趋同,而美国金融业与制造业的人均薪酬相对值长期高于1.5,且差距不断扩大。类似的人力资本薪酬制度理念在美国工业部门也同样存在。作为一种与本研究主题不是直接相关但是很有意义的衍生推理:尽管不是全部原因,但美国制造业表现的结果是,高端制造业处于世界前列,而一般制造业则必然走向衰落。

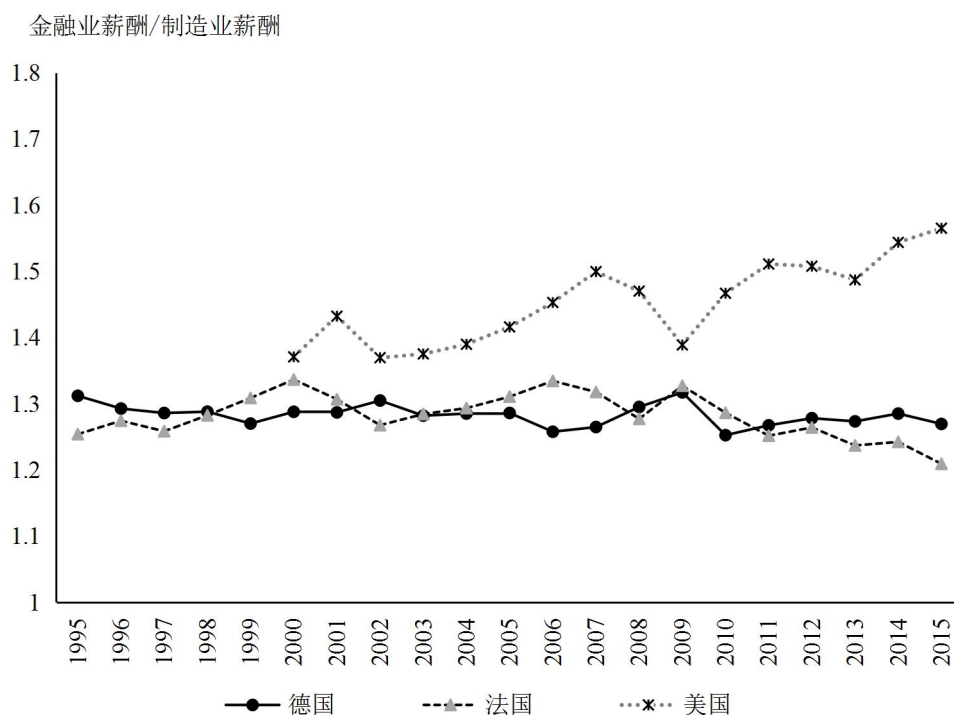


图3-5 三国金融业和制造业人均薪酬的相对值

注:美国样本区间为2000-2015年,德国与法国样本区间为1995-2015年。

数据来源:WORLD KLEMS 数据库

二、适应机制:金融体系资源配置及金融监管理念和标准

(一)金融体系结构和资源配置方式

英美法系模式与大陆法系下金融配置资源模式的最主要区别是金融市场导向为主和银行导向为主的经济体系。英美法对于私产保护度高、国家权力限制较多,社会有着最大程度的缔约自由,这自然有利于直接金融的发展。大陆法则对公共利益和社会目标有更多强调,以及伴随较强国家干预,此时直接融资契约成本较高,但有利于间接融资的发展,金融中介机构可以部分替代或弥补法制环境对缔约自由与保护的支持。

对于这两类模式在资源配置与促进经济增长关系作用上的孰优孰劣,学界的

争论从未停止过，它们主要集中在解决信息不对称、公司治理和金融对实体经济资本配置效率的机理上，我们仅选择几类有代表的学术论证。

支持金融市场导向模式下通过资本市场配置资源占优，在促进经济增长中的作用大于“银行导向模式”的主要代表性学者有 Boyd and Prescott (1986), Shleifer and Summers (1988), Ross Levine and Sara Zervos (1998), La Porta et al. (1998), Morck et al. (2000) 等，他们的主要观点可高度概括为：（1）优化资源配置是金融的核心功能，资本市场在资金配置上比金融中介更有效率；（2）对于任何个人投资者，巨大股票和债券的丰富金融品种和工具，使得任何风险都可以被交易，金融市场都可以为个人投资者在任何时点上提供横截面层面的风险分担（cross-sectional risk sharing）机制和机会；（3）尽管任何企业都倾向于首先考虑低成本的内源融资，但是在经营现金利润不足时，上市公司在市场上发行股票和债券比向银行融资的成本更低。如果再考虑市场并购，好的企业在并购其他企业时，相当于获得了一笔内源融资。

支持银行导向模式通过间接融资配置资源占优，在促进经济增长中的作用大于“市场导向模式”的最有代表观点体现在 R. Merton 著名的“基于功能观视角的金融中介理论”一文中，他全面梳理和阐述了金融中介的六大核心功能在资源配置中比金融市场占优的理论（Merton, 1995）。另一位全面系统论证金融中介在资源配置上优势的是芝加哥大学 D. Diamond，他运用契约理论和优化理论，全面论证了在处理流动性风险转化和信息不对称事前甄别和事后监督上，金融中介均比金融市场占优（Diamond, 1983, 1984）。其他学者代表还有 Saunders and Walter (1996), Levine (1993, 1997, 1999), Beck et al. (2000) 等，他们的主要观点可高度概括为：（1）主银行制度下银行直接控制企业的股权，缓解信息不对称，这种主银行制度还使得银行与企业的关系紧密且长久；（2）银行业导向国家的大银行往往以自我利润和公共利益最大化同时作为经营目标，更容易与政府政策协调来平滑经济周期；（3）企业的退休基金存放于银行，在金融市场剧烈波动时不受损失，在跨期的代际交换中使得数代人都可获得“帕累托最优”改善。

图 3-6 与图 3-7 分别显示了德国、法国、英国以及美国的金融发展水平以及金融结构的差异⁵。图示 3-6 明显显示出，在时间序列上，法国和德国的金融发展水平在总量上要远低于英国和美国，这使我们产生了新的疑问，难道由此即可以断定德国和法国的金融发展的真实水平大大落后于英国和美国吗？这里除了忽略法系类别下金融结构配置资源效率差异对经济增长的影响，更是忽略了各法

⁵ Goldsmith 指出，在金融分析中，金融相关比率的水平和运动比不那么重要，重要的是主要构成元素，即非金融部门发行额与国民收入之比和金融机构发行额与国民收入之比《金融结构与金融发展》，中译本 pp.377。因此，作为金融发展水平和金融结构的指标，最好是采用资本市场 IPO 和银行信贷指标。但各国 IPO 数据实在难以获取，绝大多数学者以股票市值作为替代。本研究在全文统一使用“（银行信贷+股市市值）/GDP”作为金融发展水平的指标，“股市市值/银行信贷比率”作为金融结构的指标。

系金融模式中在促进经济持续增长中核心要素特质性的剖析。

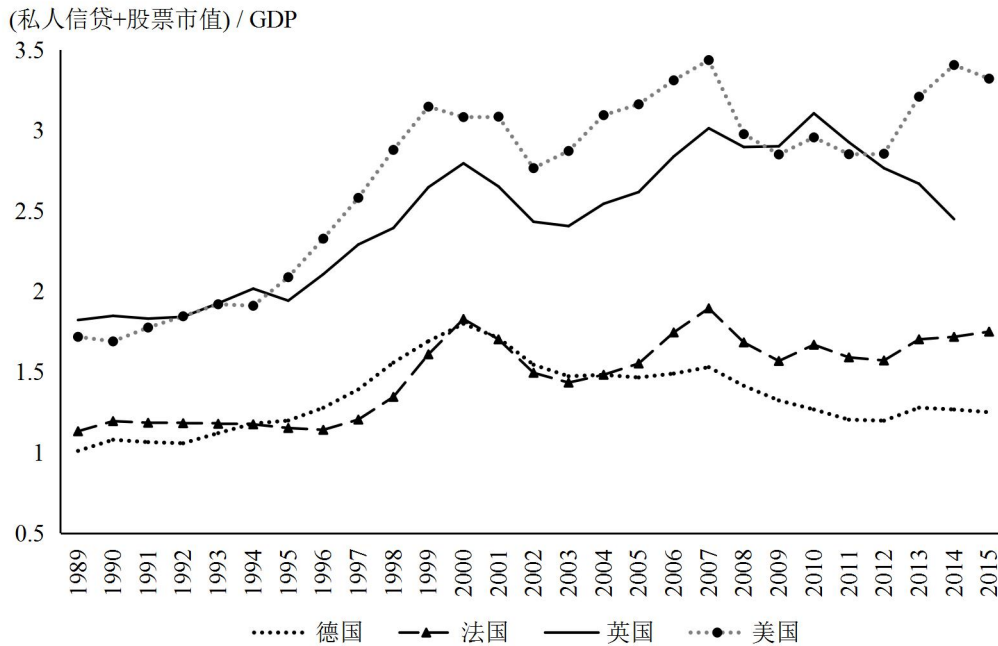


图 3-6 四国金融发展水平比较

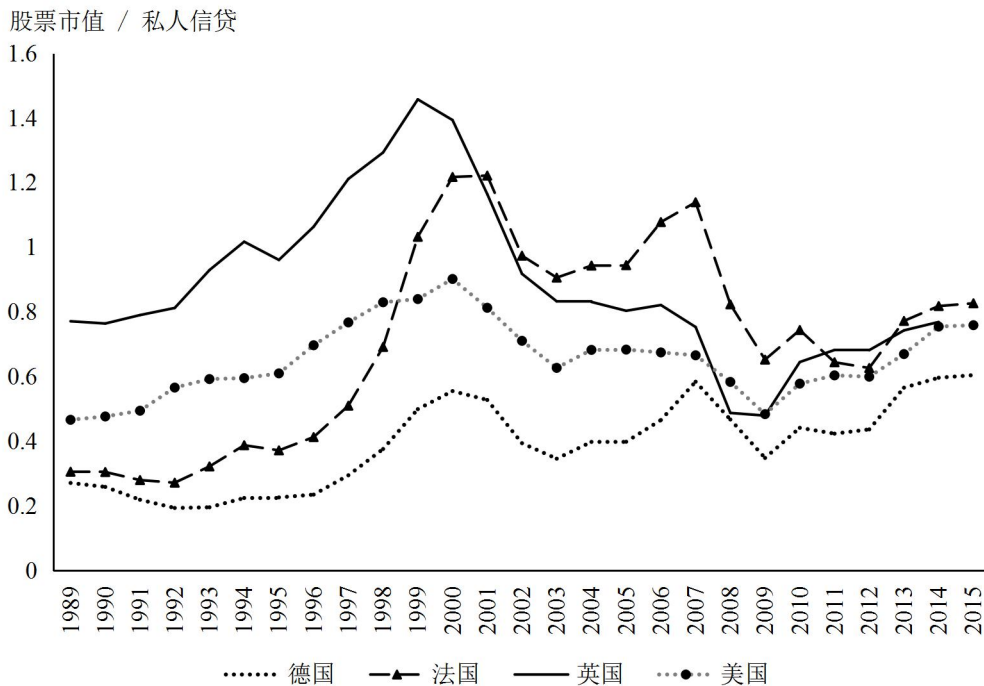


图 3-7 四国金融结构比较

数据来源：GFDD 数据库、WDI 数据库

图示 3-7 显示，在金融危机发生前，各法系代表国的金融结构差异明显，美国与英国的直接融资比例要明显高于德国与法国，1999 年它们之间金融结构的差异达到峰值，英国、美国、法国与德国分别为 1.457、0.840、1.264、0.499，这与其前述各法系金融配置资源模式特征相符。然而在 1988-2015 年期间，它们之

间金融结构变化走势呈现出收敛或趋同的态势，在这个收敛趋势过程中，英美的直接融资比率显著下降，银行信贷比例上升，而德法的直接融资比率则表现为逐步上升。这说明，随着环境的变化和经济增长需要的变化，各典型国家的金融发展结构都在进行适应性调整，看上去调整的方向相反，但结果却有趋同性。究其原因，最为关键之处在于两个方面：

第一，1991年欧盟启动前后，欧盟区国家银行业探求新的发展视角与方向，在这种大环境大背景下，继而诱生了银行业并购重组以及金融“脱媒”这两大潮流趋势，直接融资方式在社会融资活动中的采用比例也逐渐上升。这里强调指出，法国于1990年开始资本市场融资比例不断提升，后面比肩、甚至高于英美两国，有它特殊的时代背景和原因。由于经济全球化日益加强、国际竞争朝更加激烈的趋向演变，当时法国政府特别强烈希望在自由经济方针的政策引领下，全面加入到国际竞争中。然而国内银行对企业发展所必须的资金额度和数量需求却无法满足，此时法国认为资本市场能够提供接近无穷的融资空间，特别在经受1998年深化改革后越发如此（安娜·多米尼克·梅维尔，2014）；第二，2008年全球金融危机后，美英理论界和实务界都在反思，将投资银行高度市场化理念和追求短期高回报的行为作为一种文化在金融业全面渗透的利与弊，并进行了调整，这些可以部分解释图3-7所示的英美直接融资比例有一定程度下降的原因。这里要强调，尽管各典型国的金融结构有这些变化，但是英美的直接融资比率大大高于德国还是非常明显的。

因此，适应着社会经济增长不断变化的需要，一国的金融结构是处在变化中的。然而，由于不同法系下的法律传统、体系及制度对这种变化需求的支持性和适应能力存在明显差距，他们各自的结构变化对社会资源配置与经济增长结果的利弊与否，我们在这里无从判断，只能从实证中找到答案。

（二）法系理念差异下的金融监管

在金融业发展中，市场的业务创新往往先于监管，所谓金融监管的完善无非是对新的金融业务和金融创新所带来新的风险的适应性调整。因此，我们把它列入适应性机制来加以考察。

首先分析英美法系国家，其金融监管宽容度较高，这是由于它的法系原理更多的看重对私人权益的保护。它的优点在于允许了更多的金融创新进入试错，使得那些优秀的金融创新不至于一开始就被扼杀在摇篮。然而，其缺陷也很明显，有相当部分金融创新很可能对社会是破坏性和负面影响的，它们或是为创新而创新，导致资金在系统内空转，客观上剥夺了工业制造业的信贷可获得性、缩小利润空间，或是在系统内累积风险，引发金融危机，导致经济增长停滞、全面衰退。

尽管美国由于过度放松金融监管而发生了导致世界金融、经济危机的“次贷

危机”，但是美国的理论界对于高强度政府监管的负作用仍深深担忧。美国著名金融学家 F. Mishkin 在他经典教材《货币金融学》2010 年新版的“次贷危机后如何金融监管”一节中的表述极有代表，“金融体系需要更多的监管以防止危机重现。如果监管体系阻止了让有利于家庭和企业的金融创新，那么经济增长的前景就十分堪忧”。英国的金融监管模式强调除开必要的国家事务，应较少干预金融活动，主要由金融行业协会等组织负责对金融业进行日常监管。在证券市场的监管上，英国的特点是依靠市场参与者及交易所等自律监管为主，但近年来政府和法律监管也有所加强，特别在“功能性监管”方面的改革走在国际前列。

再讨论大陆法系国家，其金融监管宽容度较低，这是因为大陆法更偏重私人缔约中权利与义务的协调、规范，特别是要考虑到公共利益对私人缔约的限制，而非绝对化私人缔约自由的法系特征。它的优点是整个金融体系运行比较稳健，金融业务和创新更多的只能围绕实体经济的服务去拓展，很难出现由金融危机引发的全面经济危机。缺点是对更多的金融创新进行了限制，使得金融业活力显得不足。虽同属大陆法系，德国法系与法国法系的金融监管方式与标准又存在一定程度上的区别。

德国法系以代表国德国为例。德国施行着一种以安全为导向、多层次、全方位的金融监管体系，十分重视宏观审慎监管，构建了一个比较完善的金融安全网。面对新金融业务与国际业务竞争，德意志联邦银行监管当局旗帜鲜明地表示出谨慎态度，即不支持金融机构过量加入金融衍生工具的开发和交易业务。在金融业进入、交易活动以及退出的整个周期中，德国都对其制定了清晰明确的法律章程与规范（李稻葵和罗兰·贝格，2015）。法国法系同样强调比较严格的金融监管理念及标准，但其监管特征有自己的特点，这里以法系代表国法国为例。法国传统上的金融监管较严，国家干预与控制色彩浓厚。在 20 世纪初工业发展缓慢、二战后经济重建及以社会党为主的左派执政等一系列历史因素推进下，法国的市场经济发展演变为一种计划性市场经济模式，财政、金融等政策手段须根据国家计划来施行（魏琼，2006）。20 世纪 90 年代后，受经济全球化、欧洲经济一体化与金融自由化的影响，法国进行了大的改革，加速资本市场的发展，支持引入新型金融工具，主动扩展金融市场的规模，逐渐形成将市场规则作为基础导向的金融体系（白钦先，刘刚和郭翠荣，2008）。然而，由于法律及历史等因素，法国政府直接干预与管控影响依旧存留。

以上是对几个典型国家在法系特征及社会、适应渠道机制影响下的金融发展模式体系促进经济持续增长的机理和优劣的比较分析。然而，即使是选择了典型的代表国家，如果缺乏足够的类似样本国家群，其分析论点也不令人信服。接下来，我们将研究对象扩大到各法系国家群，对各法系的金融发展与经济增长关系

是否体现出较多的亲缘性趋同现象或某些共性进行实证检验,比较各法系金融模式在促进经济增长作用程度和差异,以得出更有说服力的结论。

第三节 各法系金融发展对经济增长促进作用和持续性程度的统计分布

法系国家群的分类是基于 LLSV 和后续的扩展研究,其划分为学界共识。在做跨国大样本研究时,如何对众多国家进行合理分类以获得具有普遍或经济规律的研究结论,一直是学者们的追求标准。按照法系划分是否合理,是本研究是否有学术价值首先必须严肃考虑的。本研究最初在研究时对国际文献这个划分中出现某几个伊斯兰国家划入普通法系和大陆法系,以及将中国划入德国法系是否合理,也产生过同样的困惑和质疑。法金融研究在进行跨国比较时确实是这么划分的,但经济学界在划分时却没有对为什么这样划分进行解释。在研究和分析时,本研究并没有盲目追随,而是在阅读大量法学研究专著和文献、彻底弄清楚如此划分的理论解释和依据后,才确定了本研究领域“法金融”的法系分类。

于此,我们参考 Ang and Fredriksson (2018) 的实证样本及法系分类标准⁶,利用世界银行 WDI 和 GFDD 数据库提供的基础数据,基于金融体系与经济发展程度对样本进行筛选与剔除,最终得到 98 个国家或地区 1989-2015 年的非平衡面板数据作为实证分析的样本。再进一步按照法系分类标准将这 98 个样本国细分为英美法系、德国法系及法国法系三个国家群子样本。其中,英美法系包括 24 个国家,德国法系包括 17 个国家,法国法系包括 57 个国家。

下面四幅图分别从总样本、德国法系、英美法系及法国法系子样本出发,绘制金融发展水平与经济增长关系之间的散点图。从图 3-8 至 3-11 中可以清晰看出,总样本、英美法系以及法国法系子样本国的金融发展水平与经济增长表现均呈现较为明显的倒 U 型非线性关系。但德国法系子样本国的金融发展水平与经济增长之间倒 U 型关系较弱,只是随着金融发展水平上升,其对经济增长的促进作用逐渐减弱。

⁶ 法系国家群的分类是基于 LLSV 和后续的扩展研究,其划分为学界共识,具体划分情况见附录。在这里,我们用中国著名法学史专家高鸿钧的观点来解释伊斯兰教国家的法系划分:在当代,原先属于伊斯兰法系的国家与伊斯兰法的关系,大体可以分为以下三类:第一类国家是伊斯兰法系的‘继承人’。这类国家至今把伊斯兰法作为基本法律制度的国家,它们是伊斯兰法系的忠实成员;第二类是伊斯兰法系的‘过继子’。这类国家虽然在历史上长期奉行伊斯兰法,但在近代改革中已经彻底放弃了伊斯兰法,而代之以从其他法系引进的法律制度,典型的是印度、孟加拉、马来西亚、北尼日利亚等归属于了普通法系,土耳其变成了大陆法系成员;第三类是伊斯兰法系与其它法系的‘混血儿’。这类国家在近代改革中发生巨大变化,除了宗教事务、婚姻家庭和继承关系外,在其他领域,特别是经济和金融领域的法律,占主导地位的都是从西方引进的法律。(高鸿钧,《伊斯兰法:传统与现代法》,清华大学出版社(修订版)2004年版第391-393页)。

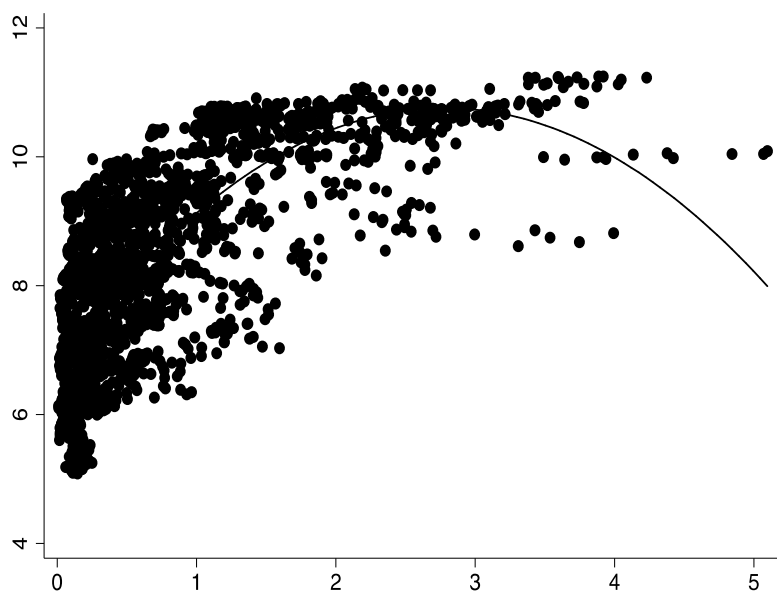


图 3-8 金融发展水平与经济增长程度

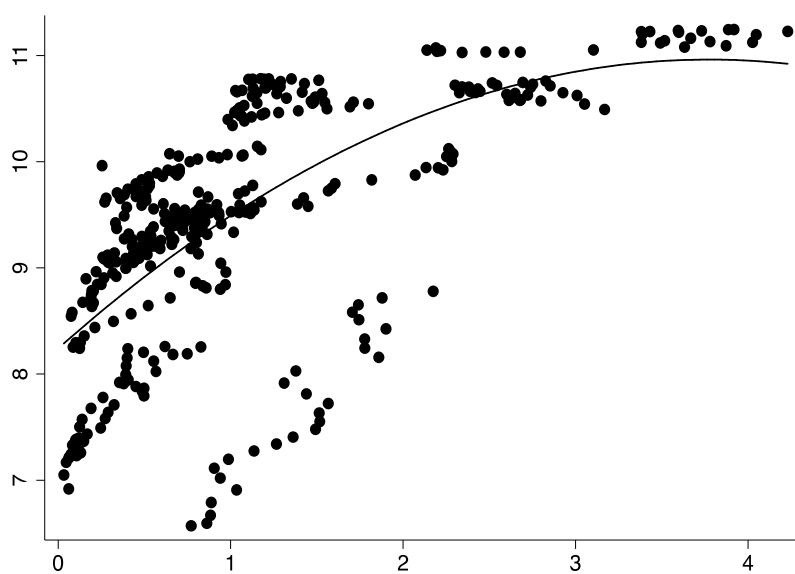


图 3-9 德国法系金融发展水平与经济增长程度

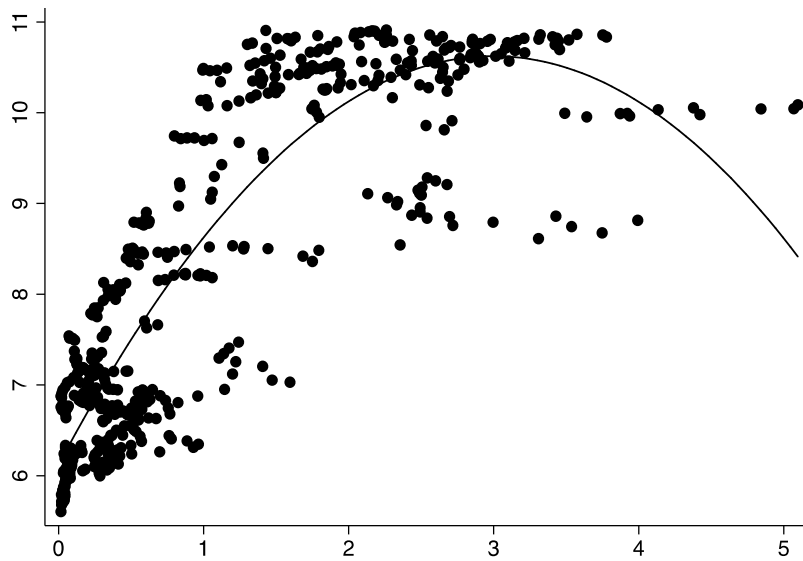


图 3-10 英美法系金融发展水平与经济增长程度

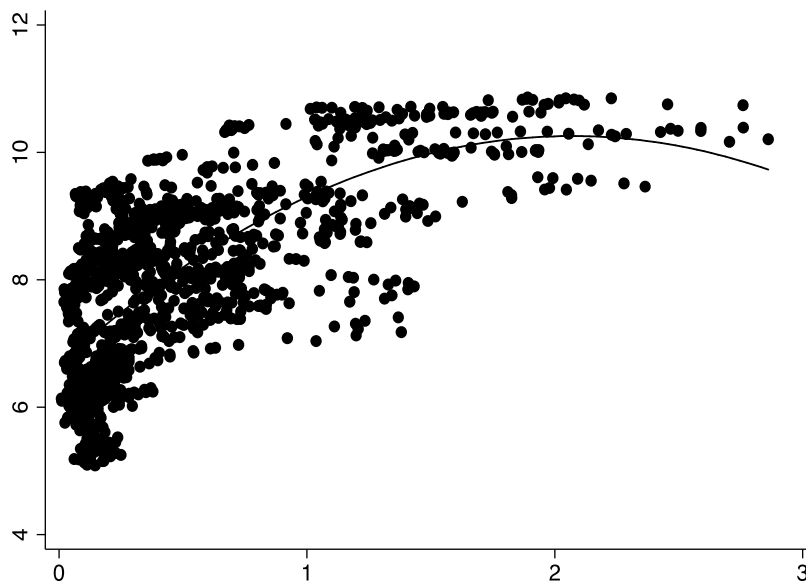


图 3-11 法国法系金融发展水平与经济增长程度

通过这四幅散点分布图，我们发现这三个法系的金融发展对促进经济持续增长的作用上确实存在一定的差异，表现为其非线性关系中经济增速拐点的距离位置存在区别。然而，这一直观现象背后还存在不少内生性影响。为保证所得结论的客观性，我们还需尽可能控制内生性因素的影响。接下来我们通过动态面板广义矩（GMM）估计方法，尽可能控制实证检验中所存在的内生性因素，从而得到较为可信的检验结果。

第四章 主要法系下金融发展对经济增长促进作用及持续性的实证分析

本研究的逻辑推理是：各法系所展现出的金融发展在对促进经济持续增长作用上是有法系性差异的，不同的代表性法系呈现的促进作用和持续性的强弱会有差异，从而会对经济增长带来影响。持续推动作用强的，金融发展会更好促进经济增长；持续推动作用弱的，金融发展对经济增长的负向作用会较早出现。持续推动作用力强弱差异会导致经济增长下行拐点出现的位置有先后之分。接下来对本研究前述机理分析和逻辑推理的结论进行实证检验。

第一节 各变量的设计 and 经济含义

$\ln Y_{it}$ 代表第 i 国在 t 年的人均真实 GDP 对数值。回归模型中， $\ln Y_{it}$ 是被解释变量，表示各个国家经济增长的水平； $\ln Y_{it-1}$ 是被解释变量 $\ln Y_{it}$ 的 1-阶滞后项，含义是初始人均经济发展水平，其测试了初始经济发展水平对被解释变量的影响； $\ln Y_{it-2}$ 是 $\ln Y_{it}$ 的 2-阶滞后项，在这里控制解释变量自身的序列相关性。

FD_{it} 为主要解释变量，表示金融发展水平。关于金融发展水平衡量标准的设置，Cecchetti and Kharroubi (2012) 选取的是私人部门信贷/GDP 以及金融部门就业人数/总就业人数这两项指标，黄宪和黄彤彤 (2017) 则采用了社会总融资/地区经济生产总值这一指标。在金融与增长这个研究领域，研究者一致公认最基本的金融发展衡量指标，就是私人信贷的 GDP 占比与股票交易的某个衡量指标之和；这个股票交易的衡量指标，从早期的股票市值对 GDP 占比逐渐演变为股票市场交易量对 GDP 占比。Levine and Zervos (1998) 这篇文章是这方面的典型代表。本研究选择目前学术界的主流定义，将其定义为各国私人部门信贷与股票总市值之和除以 GDP 来度量，在此变量中同时包含了对金融结构的考虑和衡量。但为了使实证结果更有说服力，本研究在稳健性检验部分专门又引入金融结构指标（股票总市值/私人部门信贷）作为控制变量，以验证金融结构对经济增长的作用不会影响到金融发展与经济增长之间作用关系的效果及显著性。

FD_{it}^2 是 FD_{it} 的二次项，捕捉金融发展推动经济增长的能力和持续性强弱。

X_{it} 表示一组控制变量（列向量），包括人力资本水平（以中学入学率来衡量）、政府支出（控制政府直接调控政策对增长的影响）、贸易开放度（控制经济对外开放程度对增长的影响）、通货膨胀水平（考虑实际增长）及城镇化率（控

制城镇化对增长的影响)等。

必须补充的是,在控制变量选取问题上,本研究主要是遵循了金融发展和经济增长这类相关文献中的控制变量设定方式(Levine and Zervos 1998, Arcand et al. 2015, Madsen and Ang 2016)。为了确保所选控制变量的全面性与可靠性,本研究还对比了经济增长领域知名学者 Durlauf, Johnson and Temple(2005)在《Handbook of Growth Economics》上撰写的经济增长实证研究专门章节,逐一确认本文选取的控制变量都是学界认可的经济增长跨国回归分析中的常用变量。由于可供选择的回归变量实在太多,甚至接近了全球国家与地区总数,因此每个具体的实证分析只能做出必要的权衡取舍。

接下来,实证模型中所用到的各变量涵义和具体说明见表 4-1:

表 4-1 变量概览表

变量名	具体涵义	变量定义及说明
$\ln Y$	经济增长程度	人均真实 GDP 的对数值, 2010 年不变价美元
$\ln Y_{it-1}$	初始经济发展水平	t-1 期的人均真实 GDP 对数值
$\ln Y_{it-2}$	被解释变量 2-阶滞后项	在这里控制解释变量自身的序列相关性
FD	金融发展水平	(股票总市值+私人部门信贷)/GDP, 小数
FS	金融结构	股票总市值/私人部门信贷, 小数
$URBAN$	城镇化程度	城镇人口 / 总人口, 小数
SEC	人力资本	中学入学率, 小数
$OPENNESS$	经济开放度	(商品进出口贸易总额+服务进出口贸易总额)/GDP, 小数
GOV	政府支出	政府消费支出 / GDP, 小数
CPI	通货膨胀率	消费物价指数, 小数

数据来源: WDI 数据库和 GFDD 数据库

考虑数据来源可得性,本研究所采用的数据库有世界银行 WDI 数据库、GFDD 数据库。GFDD 数据库专门统计了有关全球金融发展情况的各项指标数据,由世界银行经济学者们收集整理完成,目前数据指标时间跨度是 1960-2015 年。参考 Ang and Fredriksson (2018) 的实证样本及法系分类标准,同时基于金融市场与经济发展程度对样本进行筛选与剔除,本研究共选取了 98 个国家或地区 1989-2015 年的非平衡面板数据作为此次实证样本。然后进一步按照法系分类标准将这 98 个样本国分为德国法系、英美法系及法国法系三种分类样本,以展开法系、金融与经济增长关系的具体对比分析。其中,法国法系子样本是 57 个,德国法系子样本有 17 个,英美法系子样本有 24 个。

第二节 实证模型和描述性统计

金融发展与经济增长实证研究的一个常见技术障碍,在于被解释变量序列相关性和国家个体异质性(固定效应)所带来的内生性问题。本研究参考金融发展与经济增长关系研究中常用的实证方法,通过动态面板一阶差分广义矩(GMM)估计来克服上述内生性问题。此外,由于我们并不能保证子样本分类时的随机性,子样本和总样本的分布也不一定一致,所以在进行总样本和法系子样本实证分析时,本研究所采用的实证模型有所区别。总样本所采用的基准计量模型如下:

$$\ln Y_{it} = \theta_1 \ln Y_{it-1} + \theta_2 \ln Y_{it-2} + \alpha FD_{it} + \beta FD_{it}^2 + \mathbf{X}_{it}^T \xi + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

而3个法系子样本的基准计量模型如下:

$$\ln Y_{it} = \theta_1 \ln Y_{it-1} + \alpha FD_{it} + \beta FD_{it}^2 + \mathbf{X}_{it}^T \xi + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中, μ_i 表示国家固定效应, ξ 表示控制变量的系数(列向量)。为确保初始经济发展水平对被解释变量的影响、解释变量自身的动态序列相关性得到充分控制,总样本估计中我们使用了被解释变量的1-阶和2-阶滞后项,子样本模型中我们使用了被解释变量的1-阶滞后项⁷。

表 4-2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
$\ln Y$	8.2862	1.5512	5.0866	11.2447
$\ln Y_{it-1}$	8.2691	1.5540	5.0866	11.2439
$\ln Y_{it-2}$	8.2530	1.5564	5.0866	11.2358
FD	0.7137	0.7568	0.0096	4.2302
FS	0.4760	0.5861	0	5.8804
$OPENNESS$	0.706	0.3516	0.1109	1.9936
GOV	0.1474	0.0493	0.0298	0.5972
$URBAN$	0.5448	0.2199	0.0534	0.9786
CPI	0.1032	0.2229	-0.3584	3.3845
SEC	0.7428	0.323	0.0493	1.6681

总样本数据的描述性统计结果如表 4-2 所示。可以看出,代表金融发展水平的指标 FD 最大值为 4.2302,最小值为 0.0096,两者之间差别较大。这说明各国之间的金融发展速度和程度有很大差异。下面还列出了初始经济发展水平、被解

⁷ 辅助分析表明,这样的被解释变量滞后项设定,可以确保 GMM 估计的残差项无序列相关性,从而得到准确的检验结果。

释变量 2-阶滞后项、金融结构、城镇化率、人力资本、经济开放度、政府支出以及通货膨胀水平等指标变量的描述性统计结果。其中各个国家的城镇化率、人力资本以及经济开放度水平最大值与最小值相差偏大，展现出较明显的分布差异。这种差异对接下来的回归分析将产生可观的影响。

第三节 总样本及代表性法系子样本的实证结果分析

重点突出的是，金融发展的衡量指标，本质上是一个“状态”变量，用于刻画经济当前所处的既定状态，而非被视作一个“选择”变量。正是处于对短期金融、经济周期变动可能造成这一衡量指标的不稳定，金融与增长文献的一个标准处理方式是以 3 年或者 5 年为一个时间单位，将单位期内各年金融发展指标平均处理，消去短期波动影响。这一操作同时也就消去了短期货币、金融政策等带来的影响。本研究的处理也延续这一标准方法。而正是因为消去了短期波动，如此衡量的金融发展，更能体现一个国家长期特征，尤其是广义制度特征，对金融发展趋势的影响。金融与增长的核心问题，就是刻画由非经济增长（需求面）引起的金融发展程度的差异或变化（供给面），如何对经济增长产生因果性作用。法制体系作为一国长期制度环境中的一个主要因素，自然成为了探究金融与增长关联的一个有益视角。与现有研究经济增长的文献保持一致，基于剔除经济周期影响的目的，本研究在进行实证回归时，对数据进行了三年平均处理，最终面板数据时间跨度为 9 期。

一、总样本下金融发展对经济增长促进作用及持续性的回归结果

表 4-3 展示了总样本金融发展与经济增长的一阶差分 GMM 回归结果，实证采用了差分 GMM 估计方法中的一步法，选用稳健标准误。其中，AR(1)与 AR(2)为序列相关性检验，检验结果表明残差项均不存在二阶差分序列相关性，说明该方法有效克服了固定效应带来的内生性问题。Sargan test 为工具变量有效性检验。检验结果显示，所选择工具变量不存在显著过度识别问题，即设定工具变量有效。

本研究首先用(1)式模型来解释金融发展与经济增长两者之间的关系，模型中不包含控制变量。这样做的目的是希望看到在不引入那些人为确定控制变量时，总体样本国的金融发展在对促进经济持续增长作用强弱方面是否存在规律性的变化关系。这一步的实证结果显示，金融发展水平指标项的系数为 0.2628，而金融发展水平指标的平方项前系数为-0.0448，它们的显著性水平都是 1%，这显示了金融发展到某个度后，它与经济增长之间的确存在着倒 U 型抛物线关系，它也符合前面对总样本描述性中的倒 U 型关系点状统计图，与近年来已有的相

关研究成果结论一致。另外，人均真实 GDP 对数值滞后 1-阶和 2-阶项系数分别是 0.9718 和 -0.2158，显著性水平都为 1%，这说明初始金融发展水平对被解释变量的影响为正，经济增长随着金融发展具有收敛性，且解释变量自身序列相关性也得到控制。此后我们逐渐增加控制变量，但两者之间非线性关系依然非常稳健。

表 4-3 总样本金融发展与经济增长的实证结果

解释变量 $\ln Y_{it}$	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$\ln Y_{it-1}$	0.9718*** (0.0104)	0.9325*** (0.0757)	0.8883*** (0.0658)	0.7932*** (0.0737)	0.8199*** (0.0740)	0.7177*** (0.0767)
$\ln Y_{it-2}$	-0.2158*** (0.0138)	-0.1990*** (0.0591)	-0.1870*** (0.0523)	-0.1348** (0.0557)	-0.1540*** (0.0561)	-0.0723 (0.0595)
FD_{it}	0.2628*** (0.0172)	0.2714*** (0.0536)	0.2257*** (0.0463)	0.2412*** (0.0482)	0.2486*** (0.0493)	0.2693*** (0.0490)
FD_{it}^2	-0.0448*** (0.0034)	-0.0453*** (0.0116)	-0.0360*** (0.0105)	-0.0377*** (0.0107)	-0.0396*** (0.0107)	-0.0421*** (0.0109)
CPI		-0.2012*** (0.0403)	-0.1249*** (0.0387)	-0.1624*** (0.0385)	-0.2018*** (0.0390)	-0.1890*** (0.0489)
URBAN			0.5793*** (0.1141)	0.6332*** (0.1158)	0.6101*** (0.1161)	0.5622*** (0.1506)
OPENNESS				0.0435 (0.0285)	0.0476* (0.0287)	0.0627** (0.0306)
GOV					-0.8682*** (0.1810)	-0.7716*** (0.1957)
SEC						0.0704 (0.0470)
常数项	1.8948*** (0.0599)	2.1225*** (0.2110)	2.0876*** (0.1840)	2.3781*** (0.2011)	2.4531*** (0.2047)	2.6090*** (0.2408)
国家固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
样本观测值	459	459	459	459	451	370
国家数量	93	93	93	93	92	88
工具变量数	67	77	101	85	80	87
AR(1): p-值	0.0074	0.0111	0.0115	0.0314	0.0308	0.1551
AR(2): p-值	0.5001	0.1089	0.1708	0.1656	0.1402	0.7235
Sargan test: p-值	0.1744	0.2751	0.6082	0.3116	0.3310	0.5006

注：括号中的数据表示标准误，***、**、*各自代表在 1%、5%、10%水平下显著

表 4-3 中第 6 列展示了包含所有控制变量后的实证回归结果，可以看到，金融发展水平指标项的一次项系数与二次项系数分别是 0.2693 和 -0.0421，并且显著性水平都为 1%，明显得出金融发展水平与经济增长之间的倒 U 型关系。利用回归结果估计系数计算出抛物线拐点的估计值是 3.198，具体来说：当私人部门信贷与股票总市值之和占比 GDP 小于 3.198 时，随着金融发展水平的提高，经济增长程度也不断提高；当私人部门信贷与股票总市值之和占比 GDP 大于 3.198 后，金融发展水平的进一步提升会逐渐降低经济增长程度，实证结果与此前 Cecchetti and Kharroubi (2013), Arcand et al. (2015) 等的研究结论保持一致。

二、法系子样本下金融发展对经济增长促进作用及持续性的回归结果

实证研究到这一步，其结果似乎并没有更多新的发现。然而，我们的研究视角是按照法系分类来考察金融发展模式对经济增长的持续性影响。接下来，研究重点将转向我们最感兴趣的、按照法系分样本进行实证检验。按照法系分样本实证检验的结果反映在表 4-4，其中(1)列数值代表德国法系，(2)列数值代表英美法系，(3)列数值代表法国法系。

我们可以看到，德国法系的回归结果显示其金融发展水平一次项系数为 0.4315，二次项系数为 -0.0577，且都在 1% 的显著性水平下显著，这验证了德国法系样本金融发展水平与经济增长也存在非线性关系。然而我们利用估计系数计算出曲线拐点为 3.74，这也就是说，在德国法系样本中，当私人部门信贷与股票总市值之和占比 GDP 大于 3.74（提示，总样本拐点 3.198）时，金融发展水平的进一步提高才会降低经济增长速度。换言之，德国法系经济增长下降的拐点数值远远高于总样本经济增长下降的拐点，这就一定程度上反应了德国法系下金融发展水平对经济增长出现抑制作用效果的阈值要出现晚得很多。回忆之前的点状图所描述的统计结果，德国法系分样本的金融发展水平与经济增长关系是处于一种缓慢递减的正向变化趋势，而基于实证检验的结果，两者之间的关系甚至还没有表现出明显的倒 U 型。换言之，德国法系下金融发展对促进经济持续增长作用的程度表现为最高。

(2)列代表英美法系，根据回归结果，其金融发展水平一次性系数为 0.2389，二次项系数为 -0.0411，且都在 5% 的显著性水平下显著，说明英美法系样本金融发展水平与经济增长呈现出倒 U 型关系。计算其拐点为 2.91，不仅远低于德国法系样本，甚至低于总样本的拐点值。这体现出英美法系下金融发展对促进经济增长不仅存在着比较明显的倒 U 型关系，而且对经济增长反向促进作用出现的阈值要更早，这与之前的点状图描述性统计相符合。从实证的结果和分析来看，英美法系金融发展对促进经济持续增长作用的程度弱于德国法系。

表 4-4 法系子样本金融发展与经济增长的实证结果

解释变量 $\ln Y_{it}$	(1)	(2)	(3)
$\ln Y_{it-1}$	0.4525*** (0.0781)	0.6613*** (0.1068)	0.7251*** (0.0474)
FD_{it}	0.4315*** (0.0800)	0.2389** (0.0937)	0.4916*** (0.0800)
FD_{it}^2	-0.0577*** (0.0146)	-0.0411** (0.0208)	-0.1101*** (0.0217)
CPI	-0.0759 (0.1725)	-0.0398 (0.1632)	-0.2619*** (0.0537)
URBAN	1.2585*** (0.2918)	1.2432* (0.6479)	-0.2805 (0.1909)
OPENNESS	0.1010* (0.0558)	-0.0252 (0.0654)	0.0720* (0.0422)
GOV	-0.0316 (0.3390)	-1.2225*** (0.4172)	-0.8463*** (0.2337)
SEC	0.3748*** (0.1330)	0.1983* (0.1144)	0.0037 (0.0537)
常数项	3.6277*** (0.5055)	2.1140*** (0.5923)	2.3489*** (0.3247)
国家固定效应	已控制	已控制	已控制
样本观测值	93	80	266
国家数量	17	20	53
工具变量数	27	21	69
AR(1): p-值	0.2553	0.4235	0.2169
AR(2): p-值	0.3754	0.3446	0.2149
Sargan test: p-值	0.9158	0.2626	0.8805
金融发展-经济增长拐点	3.74	2.91	2.23

注：括号中的数据表示标准误，***、**、*各自代表在 1%、5%、10%水平下显著；(1)列代表德国法系，(2)列代表英美法系，(3)列代表法国法系。

(3)列是法国法系样本的实证回归结果，我们可以看到，其金融发展水平一次性系数为 0.4916，二次项系数为-0.1101，显著性水平都是 1%，同样也证明了金融发展水平与经济增长两者间存在倒 U 型关系。利用估计系数算出拐点为 2.23，相较于总样本、德国法系和英美法系，法国法系的拐点出现的最早，即金

融发展对经济增长的抑制阈值效应出现得早出很多，从实证结果看，法国法系的金融发展对促进经济持续增长作用的程度最低。

综合比较三类法系子样本金融发展对促进经济持续增长作用的程度，可以得到：德国法系下的金融发展对促进经济持续增长作用程度最高；英美法系的持续作用力程度居中；法国法系的持续促进作用程度在三者中表现最弱。

本研究为了避免简单地比较不同代表性法系样本间，一阶、二阶系数估计值的不同，因此专门在图 4-1 的结果讨论中，将关注点聚焦于一、二阶系数所带来的拐点的差异。

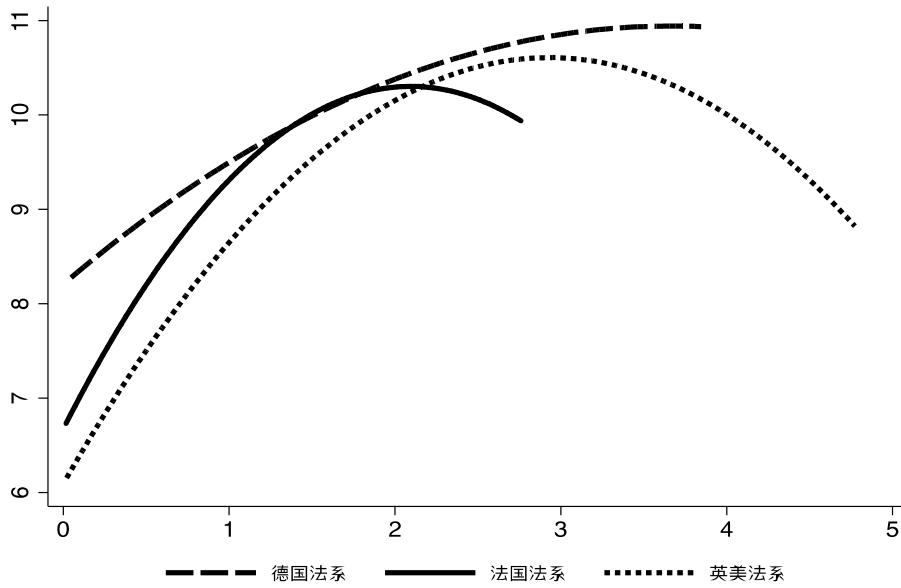


图 4-1 三大法系经济增长拐点位置比较

上图 4-1 明确展示了这三类法系金融发展与经济增长非线性关系及拐点位置差异，根据表 4-4 的估计系数绘制而成；横轴表示金融发展水平，纵轴代表经济增长表现。根据估计系数可算出，德国法系、英美法系及法国法系的拐点大小分别为 3.74、2.91 及 2.23，展示出比较明显的差别。

为进一步精准地对比不同法系下的金融发展作用于经济增长拐点的差异，我们设计了如下方法对三个拐点的差别进行统计检验。从而在标准的统计学意义上论述了不同代表性法系下，金融及增长关系拐点的位置的确有显著差异。

对拐点位置进行检验，不同于常规的回归系数检验，需要单独构造。具体如下。令 \hat{a}_i, \hat{b}_i 为第 i 组回归方程(2)中金融发展水平的 2 次和 1 次项系数， $i = E, F, G$ 分别表示英美、法国、德国法系。对应的拐点为 $\hat{b}_i / (2\hat{a}_i)$ 。为检验 $\hat{b}_i / (2\hat{a}_i) = \hat{b}_j / (2\hat{a}_j)$ ，等价于建立零假设 $\hat{b}_i \hat{a}_j - \hat{b}_j \hat{a}_i = 0$ 。由分组回归和面板数据基本假设可知， \hat{b}_i 与 \hat{a}_j 相互独立，均为渐进正态分布。上述交叉乘积之差，严格来说是 4 个 χ^2 -分布随机变量线性组合对应的分布，是一个非标准分布，原则

上可以通过自助法 (Bootstrap) 方法模拟其分布并计算显著性水平。不过, 通过辅助计算我们发现, 就我们考虑的情况, $\hat{b}_i\hat{a}_j - \hat{b}_j\hat{a}_i$ 的分布很接近一个标准正态分布, 因此我们可以直接计算其方差, 构造 t -统计量, 进行检验。注意到 i 和 j 之间的独立性, 我们有 $\text{var}(\hat{b}_i\hat{a}_j - \hat{b}_j\hat{a}_i) = \text{var}(\hat{b}_i\hat{a}_j) + \text{var}(\hat{b}_j\hat{a}_i)$ 。由多元正态随机向量混合矩的 Isserlis 定理可知, $\text{var}(\hat{b}_i\hat{a}_j) = \text{var}(\hat{b}_i)\text{var}(\hat{a}_j) + 2[\text{cov}(\hat{b}_i, \hat{a}_j)]^2 = \text{var}(\hat{b}_i)\text{var}(\hat{a}_j)$, 其中 $\text{cov}(\hat{b}_i, \hat{a}_j) = 0$ 是因为独立性。这样, 我们就得到近似的 t -检验统计量: $(\bar{b}_i\bar{a}_j - \bar{b}_j\bar{a}_i) / \sqrt{\text{var}(\hat{b}_i)\text{var}(\hat{a}_j) + \text{var}(\hat{b}_j)\text{var}(\hat{a}_i)}$ 。

该检验设定为两两法系一组, 每组检验的原假设 H_0 代表它们的拐点值相等, 备择假设 H_1 代表其拐点值不同。通过计算得出, 德国法系与英美法系、德国法系与法国法系以及英美法系与法国法系三组检验分别在 6%、1% 以及 5% 的显著性水平下拒绝原假设, 这就从统计上进一步验证了这三类法系下金融发展对经济增长的非线性作用拐点值有显著差异。

第四节 稳健性检验

在稳健性检验 1 中, 我们主要考察金融结构对经济增长的作用是否会影响到金融发展与经济增长之间的关系、效果及显著性。这里采用“股票市值/私人信贷”作为金融结构指标的变量, 并将其以控制变量的形式代入到实证中, 主要是为了探究将金融结构这一影响因子考虑进去后, 其所表现出的金融发展对经济增长的促进作用及持续性效果是否会产生变化。

稳健性检验 1 的结果表明, 加入金融结构这一控制变量后, 金融发展水平对经济增长的促进作用及持续性效果无明显变化, 其都在 1% 或 5% 的水平上显著。再考察计算总样本、德国法系、英美法系以及法国法系分样本的金融发展对经济增长出现负向影响拐点, 它们分别是 3.19、3.40、3.11 和 2.32, 与基准结果计算的拐点的差异不大。此外, 我们进行的 Sargan 检验以及 AR(1)、AR(2) 序列相关性检验的结果, 表明残差项均不存在二阶差分序列相关性, 且所选择的工具变量不存在过度识别问题, 模型设定有效。

表 4-5 稳健型检验 1

解释变量 $\ln Y_{it}$	(1)	(2)	(3)	(4)
$\ln Y_{it-1}$	0.7710*** (0.0819)	0.5249*** (0.0811)	0.6453*** (0.0970)	0.7453*** (0.0625)
$\ln Y_{it-2}$	-0.0937 (0.0593)			
FD_{it}	0.2343*** (0.0589)	0.3726*** (0.0813)	0.2004*** (0.0768)	0.4178*** (0.1014)
FD_{it}^2	-0.0367*** (0.0118)	-0.0548*** (0.0137)	-0.0322** (0.0160)	-0.0903*** (0.0239)
CPI	-0.1949*** (0.0490)	0.0580 (0.1712)	-0.0096 (0.1710)	-0.2851*** (0.0520)
URBAN	0.5051*** (0.1541)	1.0134*** (0.2859)	1.5409*** (0.5648)	-0.2828 (0.1871)
OPENNESS	0.0657** (0.0311)	0.0897* (0.0532)	-0.0412 (0.0637)	0.0828** (0.0412)
GOV	-0.7557*** (0.2001)	-0.0220 (0.3132)	-1.1716*** (0.3907)	-0.8752*** (0.2298)
SEC	0.0594 (0.0478)	0.3966*** (0.1237)	0.1594 (0.1078)	0.0070 (0.0531)
FS	0.0049 (0.0159)	0.0426 (0.0398)	0.0065 (0.0146)	-0.0131 (0.0228)
常数项	2.3909*** (0.2996)	3.1158*** (0.5363)	2.1407*** (0.5766)	2.2183*** (0.4439)
国家固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
样本观测值	366	90	80	266
国家数量	87	17	20	53
工具变量数	88	28	34	70
AR(1): p-值	0.0969	0.2389	0.4341	0.1866
AR(2): p-值	0.7321	0.3811	0.5173	0.1516
Sargan test: p-值	0.4820	0.9452	0.9826	0.9536
金融发展/经济增长拐点	3.19	3.40	3.11	2.32

注：括号中的数据表示标准误，***、**、*各自代表在 1%、5%、10%水平下显著；(1)式代表总样本，(2)式代表德国法系，(3)式代表英美法系，(4)式代表法国法系。

此外，中国法系归属问题非常特殊，必须单独解释：法学界对中国法系的归属有基本共识，它在形式上以 1949 年为界划分两个截然不同的历史阶段。第一阶段是指 1949 年以前，总体而言，其法律制度可以说直接继承着明末清初的法律体系。第二阶段为 1949 年新中国建立后，其废除了旧的、建立了新的法律体系，而且在相当大程度上受意识形态和政治制度的影响，在一段时期内甚至完全追从前苏联法制。然而前苏联的法制在法学界也归属于大陆法系。1978 年中国开始改革开放后，为了与社会主义市场经济改革发展相匹配，中国法律制度的重建自然而然地取自于台湾地区的法学和法制，而长期处于荷兰和日本的管治下的台湾地区，主要是大陆法系的特征。

当然，也可将中国列入“社会主义法系”或“混合法系”。中国这样的“社会主义市场经济”的国家模式极为罕见，我们在相关研究中可以单独对其展开探讨，这个近乎单一样本的法系分类达不到任何实证检验所需要的最起码的样本量要求。所以我们的研究根据“法金融”国际分类比较研究的一般做法，将中国列入大陆法系下的德国法系。但基于研究的严谨性要求，本研究将中国从德国法系样本中删除后进行了稳健性检验²。结果表明，去掉中国样本后，总样本与各法系样本下金融发展对经济增长的促进作用及持续性效果无明显变化，且都在一定水平上显著。再计算其拐点，各自数值也无显著变化。同时，Sargan 检验、序列相关性检验也显示通过。

表 4-6 稳健性检验 2

解释变量 $\ln Y_{it}$	(1)	(2)	(3)	(4)
$\ln Y_{it-1}$	0.7862*** (0.0747)	0.4590*** (0.0817)	0.6613*** (0.1068)	0.7251*** (0.0474)
$\ln Y_{it-2}$	-0.1227** (0.0588)			
FD_{it}	0.2397*** (0.0489)	0.4524*** (0.0849)	0.2389** (0.0937)	0.4916*** (0.0800)
FD_{it}^2	-0.0376*** (0.0110)	-0.0616*** (0.0154)	-0.0411** (0.0208)	-0.1101*** (0.0217)
CPI	-0.2047*** (0.0495)	-0.1652 (0.1916)	-0.0398 (0.1632)	-0.2619*** (0.0537)
URBAN	0.4054*** (0.1532)	0.5284* (0.2727)	1.2432* (0.6479)	-0.2805 (0.1909)
OPENNESS	0.0637** (0.0315)	0.0844 (0.0642)	-0.0252 (0.0654)	0.0720* (0.0422)
GOV	-0.7673*** (0.1990)	0.1752 (0.3503)	-1.2225*** (0.4172)	-0.8463*** (0.2337)
SEC	0.0791* (0.0476)	0.3427** (0.1346)	0.1983* (0.1144)	0.0037 (0.0537)
常数项	2.5568*** (0.2529)	4.0999*** (0.6550)	2.1140*** (0.5923)	2.3489*** (0.3247)
国家固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
样本观测值	364	86	80	266
国家数量	87	16	20	53
工具变量数	87	27	21	69
AR(1): p-值	0.0771	0.6916	0.4235	0.2169
AR(2): p-值	0.8021	0.2635	0.3446	0.2149
Sargan test: p-值	0.4247	0.8853	0.2626	0.8805
金融发展/经济增长拐点	3.19	3.68	2.91	2.23

注：括号中的数据表示标准误，***、**、*各自代表在 1%、5%、10%水平下显著；(1)式代表总样本，(2)式代表德国法系，(3)式代表英美法系，(4)式代表法国法系。

第五章 研究结论和政策建议

这一章主要是对本研究的主要结论进行总结概括和分析,并根据现实中的国际格局以及国内环境现状等,对我国金融发展模式的完善与改进提出几点相应的政策建议。

第一节 研究结论

本研究主要在代表性法系国家群划分下,就其各自金融发展和经济增长两者的内在关系展开了探讨与分析。具体对按法系分国家群的金融发展对经济增长的促进作用及持续性是否存在差异?如果存在差异,那么金融发展对经济增长的促进作用及持续性的拐点在各类法系间有何差别?它们各自的作用机理和关键的优劣之处是什么?等问题尝试进行研究并给予解答。本文在法与金融框架内进行了深入的分析,并采用动态面板一阶差分广义矩估计(FD-GMM)方法对各法系98个总样本国以及英美、德国和法国三类法系下金融发展对经济增长的促进作用及持续性效果进行了检验,最终得出以下研究结论:

第一,本研究发现,就金融发展对经济增长的促进作用效果,德国法系对促进经济增长作用程度最高、持续性最久;英美法系的对促进经济增长作用程度和持续性居中;法国法系对促进经济增长的作用程度和持续性在三者中表现最弱⁸。

第二,通过(FD-GMM)计量模型和实证验证,本研究计算出了不同代表性法系下金融发展作用于经济增长的拐点,并对它们拐点位置的显著差异性做出了具体“量”的表述,这个研究结论是一个非常明显的创新。

第三,按照流行的金融规模总量来衡量金融发展的效果是有缺陷的,因为我们的研究结论不支持这类口径的所谓高水平金融发展就一定代表金融模式的先进性,就一定会促进经济持续增长,而强调不同理念下的金融发展模式更为重要。

第四,直接融资占比超过间接融资的金融结构更能更好地促进经济增长的观点值得商榷。从我们的实证研究中,无论从直观的金融发展与经济增长关系统计描述图还是实证检验,资本市场最发达的英美法系和直接融资后来上升极快的法国法系,金融发展对经济增长出现抑制效果的阈值都更低,也可以说其表现出经济增长下降的拐点出现更早的特点,从而难以得出直接融资为主的金融结构更能促进经济增长的结论。因此,衡量我国资本市场健康发展的标准不应看重上市企业的数量,而应更加看重上市公司的质量,不应将资本市场定位于仅服务于为国

⁸ 对于中国金融发展与经济增长的关系,前期已有学者做过单独研究。参见黄宪和黄彤彤:“论中国的‘金融超发展’”,《金融研究》2017年第2期。

企业的发展融资，而更应注重资本市场服务于那些在我国经济发展中最有活力的企业。

第五，基于对法系分类的研究结果告诉我们，一国金融发展模式对促进经济持续增长作用强弱的程度，除了与它归属的法系在资源要素配置的理念、业务模式、规则制定、价值判断和社会认知等因素有关之外，还与该国法律传统文化下的哲理等因素影响下所长期形成的社会机制与适应机制有关。

第二节 政策建议

根据现实的国际格局和国内现实，本研究对我国金融发展模式如何完善给出以下几点政策建议：

1、正确认识金融发展对促进经济增长的作用效果表现。快速发展所形成的臃肿金融行业和庞大的金融从业人员队伍，会排挤并侵害实体经济的增长，进而导致全元素生产率的下降，这对那些研发投入高和外部融资依赖高的行业伤害最大。本研究所呈现的金融发展对经济增长促进作用和持续性效果差异，应该引起我国政府的高度重视，政府在协调金融发展与经济增长的政策制定和实施中，需严肃地考虑并促进金融和实体部门的发展结构平衡，防止大量资金在金融体系内“空转”，致其无法满足实体的需求。金融发展模式中各核心要素的作用机理如果不是围绕促进实体经济的持续增长，金融发展就会陷入“自我利益追逐和循环”的自我膨胀怪圈，并最终出现抑制经济增长的负效应。

2、对于促进经济增长，没有最优或完美的金融发展模式，除了英美法系模式之外，德国等大陆法系的金融发展模式也应高度重视。因此，在我国金融发展在深化改革和走向不断成熟的过程中，必须尊重我国自身特点和经济运行的规律，并需要深度考察和结合各类模式中适合本国的元素，不断吸纳、扬弃和完善，从而使得我国金融发展模式最有效促进本国经济的持续增长。

3、充分理解并协调金融体系内各元素商品化和市场化程度。一个社会各元素的商品化程度越高，意味着社会中任何事物可交易的程度越高。其优势是各要素市场价值容易体现和充满活力，但劣势是整个社会追求短期利益的动力较强，长远利益容易被忽略，投机性大于投资性，社会充满活力却不那么稳定。因此，要正确理解并充分认识金融体系内各元素商品化和市场化程度，制定政策与法律规范时，兼顾到投资发展的短期利益与长期利益。

作为结束语，本文强调，各金融模式对经济增长的促进作用和持续性，用简单的金融深化和金融结构指标进行解释，是远远不够的。尽管我们加入法系源头哲理影响下的各种要素以及机理分析，从一个较新的视角探讨了金融发展对促进

经济增长的持续性强弱，但它也只能丰富这一领域的理论解释。在我们的前述分析中埋藏着很多有待深度挖掘重要的影响要素和机理。

参考文献

- [1]安娜·多米尼克·梅维尔. 2014. 法国金融法[M]. 姜影, 译. 北京: 法律出版社, 2-8.
- [2]贝晓阳. 2007. 法国金融体系[M]. 北京: 经济管理出版社, 60-65, 106-109.
- [3]巴曙松. 2004. 金融监管框架的演变趋势与商业银行的发展空间[J]. 当代财经, (1): 53-56.
- [4]巴曙松. 2009. 金融危机下的全球金融监管走向及展望[J]. 西南金融, (10): 11-14.
- [5]白钦先, 刘刚, 郭翠荣. 2008. 各国金融体制比较[M]. 北京: 中国金融出版社.
- [6]大木雅夫. 2006. 比较法[M]. 范愉, 译. 北京: 法律出版社, 102-110, 240-242.
- [7]高鸿钧. 2004. 伊斯兰法: 传统与现代法[M]. 北京: 清华大学出版社.
- [8]黄宪. 1998a. 日本德国主办银行制比较研究[J]. 武汉金融, (6).
- [9]黄宪. 1998b. 银行综合化经营趋势对金融监管的挑战[J]. 经济科学, (4).
- [10]黄宪, 黄彤彤. 2017. 论中国的“金融超发展”[J]. 金融研究, (2):26-41.
- [11]黄铭杰. 1997. 经济法基本性格论[J]. 台湾政大法学评论, (58).
- [12]何勤华. 2014. 大陆法系与西方法治文明[M]. 北京: 北京大学出版社.
- [13]纪尧姆·杜瓦尔. 2016. 德国模式为什么看起来更成功[M]. 杨凌艺, 译. 北京: 人民邮电出版社, 57-68.
- [14]江曙霞, 代涛. 2007. 法与金融学研究文献综述及其对中国的启示[J]. 财经科学, (5).
- [15]江春, 许立成. 2006. 法律制度、金融发展与经济转轨——法与金融学的文献综述[J]. 南大商学评论, (2): 141-154.
- [16]康文峰. 2013. 金融资本与实体经济: “脱实向虚”引发的思考[J]. 当代经济管理, (1):84-88.
- [17]李稻葵, 罗兰·贝格. 2015. 中国经济的未来之路——德国模式的中国借鉴[M]. 北京: 中国友谊出版公司.
- [18]林毅夫, 姜烨. 2006a. 经济结构、银行业结构与经济发展——基于分省面板数据的实证分析[J]. 金融研究, (1):7-22.
- [19]林毅夫, 姜烨. 2006b. 发展战略、经济结构与银行业结构:来自中国的经验[J]. 管理世界, (1):29-40+171.
- [20]林毅夫, 孙希芳. 2008. 银行业结构与经济增长[J]. 经济研究, (9):31-45.
- [21]林毅夫, 孙希芳, 姜烨. 2009. 经济发展中的最优金融结构理论初探[J]. 经济研究, (8):4-17.
- [22]米歇尔·阿尔贝尔. 1995. 两种资本主义之争[M]. 庄武英, 译. 台北: 聊经出版公司, 76-85.
- [23]米健. 2010. 当今与未来世界法律体系[M]. 北京: 法律出版社.
- [24]皮天雷. 2010. 法与金融理论研究及中国的证据[M]. 北京: 中国经济出版社.
- [25]彭俞超. 2015. 金融功能观视角下的金融结构与经济增长——来自 1989-2011 年的国际经

- 验[J]. 金融研究, (1):32-49.
- [26]石泰峰. 1994. 资本主义市场经济立法[M]. 北京: 中共中央党校出版社.
- [27]邵明波. 2010. 法治、金融发展与银行贷款长期化[J]. 世界经济文汇, (2).
- [28]谈儒勇. 1999. 中国金融发展和经济增长关系的实证研究[J]. 经济研究, (10): 53-61.
- [29]谈儒勇. 2005. 法与金融:文献综述及研究展望[J]. 上海财经大学学报, 7(5): 74-80.
- [30]谈儒勇, 吴兴奎. 2005. 我国各地金融发展差异的司法解释[J]. 财贸经济, (12).
- [31]王泽鉴. 2012. 英美法导论[M]. 北京: 北京大学出版社.
- [32]王克敏, 陈井勇. 2004. 股权结构、投资者保护与公司绩效[J]. 管理世界, (7): 127-133.
- [33]武志. 2010. 金融发展与经济增长:来自中国的经验分析[J]. 金融研究, (5):58-68.
- [34]魏琼. 2006. 西方经济法发达史[M]. 北京: 北京大学出版社.
- [35]席涛. 2016. 经济稳定与金融稳定研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社.
- [36]张杰, 杨连星. 2015. 资本错配、关联效应与实体经济发展取向[J]. 改革, (10):32-40.
- [37]周立, 王子明. 2002. 中国各地区金融发展与经济增长实证分析:1978-2000[J]. 金融研究, (10):1-13.
- [38]Acemoglu D, Johnson S.. 2005. Unbundling Institutions[J]. *Journal of Political Economy*, 113(5): 949-995.
- [39]Agrawal, Ashwini K.. 2013. The impact of investor protection law on corporate policy and performance: evidence from the blue sky laws[J]. *Journal of Financial Economics*, 107(2): 417-435.
- [40]Allen, F., Qian, J., Qian, M.. 2005. Law, finance and economic growth in china[J]. *Journal of Financial Economics*, 77(1): 57-116.
- [41]Armour J, Lele P.. 2009. Law, Finance and Politics: The Case of India[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 43(3): 491-526.
- [42]Ang,J.B.,Fredriksson,P.G.. 2018. State history, legal adaptability and financial development[J]. *Journal of Banking & Finance*, 89: 169-191.
- [43]Arcand, J.L., Berkers, E., Panizza, U.. 2015. Too Much Finance?[J]. *Journal of Economic Growth*, 20(2): 105-148.
- [44]Bartholdy J, Olson D.. 2017. Why are firms listed in one country and private in other countries? The role of industry structure, banking sector and legal system[J]. *Journal of Corporate Finance*, 43: 480-499.
- [45]Beck, T., Levine, R., Loayza, N. V.. 2000. Financial intermediary development and growth: causes and causality[J]. *Journal of Monetary Economics*, 46(1): 31-77.
- [46]Beck, T., Demirguc-Kunt Asli, Levine R.. 2003a. Bank supervision and corporate finance[J]. *Policy Research Working Paper*.

- [47]Beck, T., Demirguc-Kunt Asli, Levine, R.. 2003b. Law and finance: why does legal origin matter?[J]. *Journal of Comparative Economics*, 31(4): 653-674.
- [48]Beck, T., Demirguc-Kunt Asli, Levine R.. 2003c. Law, endowments and finance[J]. *Journal of Financial Economics*, 70(2): 137-181.
- [49]Beck, T., Demirguc-Kunt Asli, Levine R.. 2004. Law and Firms' Access to Finance[J]. *World Bank Working Paper*, 3194.
- [50]Beck, T., Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic V.. 2005. Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?[J]. *Journal of Finance*, 60(1): 137-177.
- [51]Beck, T., Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic V.. 2006. The influence of financial and legal institutions on firm size[J]. *Journal of Banking & Finance*, 30(11): 2995-3015.
- [52]Bergman N , Nicolaievsky D.. 2007. Investor Protection and the Coasian View[J]. *Journal of Financial Economics*, 84(3): 738-771.
- [53]Berkowitz, D., Lin, C., Ma,Y.. 2015. Do property rights matter? evidence from a property law enactment[J]. *Journal of Financial Economics*, 116(3): 583-593.
- [54]Boubraki, N., Bozec, Y., Laurin, C., Stéphane Rousseau.. 2011. Incorporation law, ownership structure and firm value: evidence from canada[J]. *Journal of Empirical Legal Studies*, 8(2): 358-383.
- [55]Boyd, J., Prescott, E.C.. 1986. Financial intermediary-coalitions[J]. *Journal of Economic Theory*, 38: 211-232.
- [56]Brown, J. R., Cookson, J. A., Heimer, R. Z.. 2016. Law and finance matter: lessons from externally imposed courts[J]. *Review of Financial Studies*, forthcoming(3).
- [57]Brockman P, Chung D Y.. 2003. Investor Protection and Firm Liquidity[J]. *Journal of Finance*, 58: 921-937.
- [58]Cecchetti, S. G., Kharroubi, E. 2012. Reassessing the Impact of Finance on Growth[J]. *BIS Working Paper*, 381.
- [59]Cecchetti, S. G, Enisse Kharroubi,E. 2015. Why does financial sector growth crowd out real economic growth?[J]. *BIS Working paper*: 8-13.
- [60]Chanda, A., Putterman, L.. 2004. The quest for development[J]. *World Econ.* 5, 1-31.
- [61]Chanda, A., Putterman, L..2007. Early starts, reversals and catch-up in the process of economic development[J]. *Scand. J. Econ.* 109: 387-413.
- [62]Chen, Tao.. 2015. Institutions, board structure and corporate performance: evidence from chinese firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 32: 217-237.
- [63]Cumming, D., Filatotchev, I., Knill, A., Reeb, D.M., Senbet, L.. 2017. Law, finance and the international mobility of corporate governance[J]. *Journal of International Business Studies*, 48(2):

123-147.

[64]De Gregorio, J., P.E. Guidotti. 1995. Financial Development and Economic Growth[J]. *World Development*, 23(3): 433-448.

[65]Demetriades P., Hussein K. 1996. Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence From 16 Countries[J]. *Journal of Development Economics*, 51(2): 387-411.

[66]Deidda, L., Fattouh, B.. 2002. Non-linearity between finance and growth[J]. *Economics Letters*, 74(3): 339-345.

[67]Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic V.. 1998. Law, Finance and Firm Growth[J]. *The Journal of Finance*, 53(6): 2107-2137.

[68]Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic V.. 2002. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data[J]. *Journal of Financial Economics*, 65: 337-363.

[69]Diamond, D.W.. 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring[J]. *Review of Economic Studies*, 51(3): 393-414.

[70]Diamond, D.W., Dybvig, P.H.. 1983. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity[J]. *Journal of Political Economy*, 91: 401-419.

[71]Ductor, L., Grechyna, D.. 2015. Financial development, real sector, and economic growth[J]. *International Review of Economics & Finance*, 37: 393-405.

[72]Durlauf S N, Johnson P A, Temple J R W. 2005. *Handbook of Economic Growth*[M], Amsterdam Elsevier Published.

[73]Dyck A , Zingales L .. 2003. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. *The Journal of Finance*, 59(2): 537-600.

[74]Ergungor, O. E.. 2008. Financial system structure and economic growth: structure matters[J]. *International Review of Economics and Finance*, 17(2): 292-305.

[75]Espenlaub S, Goya A, Mohamed A.. 2016. Impact of legal institutions on IPO survival: A global perspective[J]. *Journal of Financial Stability*, 25: 98-112.

[76]Fauver, L., Hung, M., Li, X., Taboada, A.G.. 2017. Board reforms and firm value: worldwide evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 125(1): 120-142.

[77]Friedman, L. M., Pérez Perdomo, R. 2003. *Legal Culture in The Age of Globalization: Latin America and Latin Europe*[M]. Stanford: Stanford University Press.

[78]Frederic S. Mishkin. 2016. *The economics of money, banking and financial markets (Eleventh Edition)*[M]. 中译本. 中国:人民大学出版社.

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

- [80]Godet, M. 1989. West Germany: a paradoxical power[J]. *Futures*, 21(4): 344-360.
- [81]Gugler, K., Mueller, D.C. , Yurtoglu, B.B.. 2008. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: an international comparison[J]. *Journal of Corporate Finance*, 14(5): 688-705.
- [82]Hamilton J. D. 1989. A new approach to the economic analysis of nonstationary time series and the business cycle[J]. *Econometrica*, 57(2): 357-384.
- [83]Harrison P, Sussman O, Zeira J. 1999. Finance and Growth: Theory and New Evidence[J]. *Finance & Economics Discussion*.
- [84]Haselmann, R., Pistor, K., Vig, V.. 2010. How law affects lending[J]. *Review of Financial Studies*, 23(2): 549-580.
- [85]Harper J T, McNulty J E.. 2008. Financial System Size in Transition Economies: The Effect of Legal Origin[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(6): 1263-1280.
- [86]Huang,H.C., Lin,S.C.. 2009. Non-linear finance--growth nexus[J]. *Economics of Transition*, 17(3): 439-466.
- [87] Jakob B.Madsen, James B.Ang. 2016. Finance-led Growth in the OECD Since the Nineteenth Century: How does Financial Development Transmit to Growth?[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 98(3): 552-572.
- [88] Jordaan, J. A., Dima, B., Golet I.. 2016. Do societal values influence financial development? new evidence on the effects of post materialism and institutions on stock markets[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 132: 197-216.
- [89] Johnson S, Boone P, Breach A, et al.. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 58(1): 141-186.
- [90]King R G, Levine R.. 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3): 717-737.
- [91]Kumar K B, Rajan R G, Zingales L.. 2001. What Determines Firm Size?[J]. *SSRN Electronic Journal*, 7208.
- [92]Law S H , Singh N. 2014. Does too much finance harm economic growth?[J]. *Journal of Banking & Finance*, 41(C):36-44.
- [93]Laeven L, Majnoni G.. 2003. Does judicial efficiency lower the cost of credit?[J]. *World Bank Working Paper*, 3159.
- [94]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. 1997. Legal Determinants of External Finance [J] .*Journal of Finance* , 52: 1131-1150.
- [95]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. 1998. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.

- [96]La Porta R , Lopez-De-Silanes F , Shleifer A , et al.. 1999. The Quality of Government[J]. *Journal of Law, Economics and Organization*, 15: 222-279.
- [97]La Porta, R., Lopez-de-Silane, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. 2000a. Agency problems and dividend policies around the world[J]. *Journal of Finance*, 55(1): 1-33.
- [98]La Porta, R., Lopez-de-Silane, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. 2000b. Investor Protection and Corporate Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27.
- [99]La Porta, R., Lopez-de-Silane, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. 2002a. Government Ownership of Banks[J]. *The Journal of Finance*, 57(1): 265-301.
- [100]La Porta, R., Lopez-de-Silane, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. 2002b. Investor protection and corporate valuation[J]. *Journal of Finance*, 57(3): 1147-1170.
- [101]La Porta., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A.. 2006. What works in securities laws?[J]. *Journal of Finance*, 61(1): 1-32.
- [102]La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A.. 2008. The economic consequences of legal origins[J]. *Journal of Economic Literature*, 46(2): 285-332.
- [103]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.. 2013. Law and Finance After a Decade of Research[J]. In:G.M. Constantinides, M.Harris, R.M. Stulz (eds.). *Handbook of the Economics of Finance*, 2: 425-491.
- [104]Levine R.. 1997. Financial development and economic growth: views and agenda[J]. *Journal of economic literature*, 35(2): 688-726.
- [105]Levine R.. 1999. Law, finance, and economic growth[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 8(1-2): 8-35.
- [106]Levine R.. 2003. Bank-Based or Market-Based Financial Systems:Which is Better?[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 11: 398-428.
- [107]Levine R., Zervos S . 1998. Stock Markets, Banks, and Economic Growth[J]. *Policy Research Working Paper*, 88(3): 537-558.
- [108]Leland, Hayne E., Pyle, David H. 1977. Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation[J]. *Journal of Finance*, 32(2): 371-387.
- [109]Luzi Hail, Christian Leuz.. 2006. International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?[J]. *Journal of Accounting Research*, 44(3): 485-531.
- [110]Marcelin, I., Mathur, I.. 2014. Financial development, institutions and banks[J]. *International Review of Financial Analysis*, 31: 25-33.
- [111]McClean, R. D., Zhang, T., Zhao, M.. 2012. Why does the law matter? investor protection and its effects on investment, finance and growth[J]. *The Journal of Finance*, 67(1): 313-350.

- [112]Merton, Robert C.. 1995. A functional perspective of financial intermediation[J]. *Financial Management*, 24(2): 23-41.
- [113]McKinnon, R.I.. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington[M]. DC: The Brookings Institution.
- [114]Morck R, Yeung B, Yu W.. 2000. The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?[J]. *Harvard Institute of Economic Research Working Papers*, 58(1): 215-260.
- [115]Neusser, K., Kugler, M..1998. Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries[J]. *Review of Economics and Statistics*, 80: 638-646.
- [116]Newey, W., West, K..1987. Hypothesis Testing with Efficient Method of Moments Estimation[J]. *International Economic Review*, 28: 777-787.
- [117]Pagano M. 1993. Financial markets and growth: an overview[J]. *European economic review*, 37(2): 613-622.
- [118]Patrick H T. 1966. Financial development and economic growth in underdeveloped countries[J]. *Economic development and Cultural change*: 174-189.
- [119]Qian J, Strahan P E.. 2007. How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans[J]. *Journal of Finance*, 62(6): 2803-2834.
- [120]Rajan R G , Zingales L.. 2003. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century[J]. *Journal of Financial Economics*, 69.
- [121]Rioja, F., Valev, N.. 2004a. Does one size fit all? An examination of the finance and growth relationship[J]. *Journal of Development Economics*, 74(2): 429-447.
- [122]Rioja, F., Valev, N.. 2004b. Finance and the sources of growth at various stages of economic development[J]. *Economic Inquiry*, 42(1): 127-140.
- [123]Robinson, J..1952. The generalization of the general theory[M]. In: *The Rate of Interest and Other Essays*. MacMillan, London.
- [124]Rousseau, P.L., Wachtel, P.. 1998. Financial intermediation and economic performance: historical evidence from five industrial countries[J]. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30: 657-678.
- [125]Sagarika Mishra, Paresh Kumar Narayan. 2015. A Nonparametric Model of Financial System and Economic Growth[J]. *International Review of Economics and Finance* 39: 175-191.
- [126]Saint-Paul G. 1992. Technological choice, financial markets and economic development[J]. *European Economic Review*, 36(4): 763-781.
- [127]Santomero, A.M., and Seater, J.J. 2000. Is There an Optimal Size for the Financial Sector?[J]. *Journal of Banking and Finance*, 24:945-965.

- [128]Saunders, Anthony., Walter, Ingo.. 1996. Universal Banking-Financial System Design Reconsidered[M]. Irwin Professional Pub., Chicago.
- [129]Schumpeter, J.A.. 1934. The Theory of Economic Development, 1912 (translated by Redvers Opie)[M]. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- [130]Shaw, E.S.. 1973. Financial Deepening in Economic Development[J]. The Hebrew University of Jerusalem. Working Paper, 223.
- [131]Shleifer, A., L. Summers. 1988. Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Corporate Takeovers: Causes and Consequences[M], Edited by Alan J. Auerbach, University of Chicago press.
- [132]Shadab H B.. 2009. The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection[J]. Social Science Electronic Publishing, (1).
- [133]Shen, C. H., Lee, C. C.. 2006. Same financial development yet different economic growth - why?[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 38(7): 1907-1944.

附录

法系分类下的国家样本

英美法系	日本	加蓬
澳大利亚	韩国	希腊
孟加拉国	拉脱维亚	海地
加拿大	蒙古	印度尼西亚
斐济	波兰	伊朗
冈比亚	斯洛伐克	意大利
加纳	斯洛文尼亚	哈萨克斯坦
中国香港	瑞士	老挝
印度	法国法系	立陶宛
爱尔兰	阿尔巴尼亚	马其顿
牙买加	阿尔及利亚	马达加斯加
肯尼亚	安哥拉	马里
马来西亚	阿根廷	墨西哥
尼泊尔	亚美尼亚	摩洛哥
新西兰	比利时	莫桑比克
尼日利亚	贝宁	荷兰
巴基斯坦	玻利维亚	巴拿马
塞拉利昂	巴西	秘鲁
新加坡	布基纳法索	葡萄牙
苏丹	布隆迪	罗马尼亚
特立尼达和多巴哥	佛得角	俄罗斯
乌干达	柬埔寨	卢旺达
英国	喀麦隆	塞内加尔
美国	中非	西班牙
赞比亚	乍得	斯威士兰
德国法系	智利	多哥
奥地利	哥伦比亚	突尼斯
保加利亚	刚果	土耳其
中国	哥斯达黎加	乌拉圭
克罗地亚	科特迪瓦	委内瑞拉
捷克共和国	厄瓜多尔	越南
爱沙尼亚	埃及	
格鲁吉亚	萨尔瓦多	
德国	埃塞俄比亚	
匈牙利	法国	

致 谢

时光匆匆，转眼三年的硕士研究生涯就将结束，偶尔放空思绪、静静回忆，仿佛入学时的忐忑与激动还在昨天。在这段珍贵的日子里，我收获的不仅仅有丰厚的学术知识，更有思维的贯通与视野的不断开阔，同时也与许多优秀的小伙伴从相识到相知。回首这三年，温暖而充实，对周围的一切都充满着感激。于此于时，谨以有限而质朴的语言来致以我最崇高的感恩与敬意。

首先，感谢我敬爱的导师黄宪教授。韩愈曾言：“师者，所以传道，授业，解惑也。”对我们这些学生而言，黄老师亦师亦父，他既教会我们如何做研究，不断扩充我们的知识库，又从生活中的各个方面给予我们无微不至的关怀。在最开始拟定研究主题时，黄老师一直鼓励我选择自己感兴趣的方向，并细心指导我有方法的去阅读国内外文献，从而打开研究思维和视角。当研究正式展开时，我才发现其中的各种不容易。不管是创新点的探寻与突破、数据的收集与整理、机理的思考与提升，还是实证模型的构建与检验，都充满着多种多样的挑战，想要将其优质完成，需要倾注许许多多的投入与努力。在研究过程中，经常会遇到理论与技术上难以克服的难题，导致无数次我都想过放弃或者找寻新的研究方向。但每当这一念头冒芽时，自己又很快压制下去，因为明白坚持是多么重要。尤其要感谢黄老师，在激励我树立自信、不断前进的同时，也用他渊博的专业知识帮助我完善论文的各个部分。在黄老师的带领下，我一一克服了论文写作过程中的每一个困难与阻碍，交出一份完整的毕业答卷。俗话说：“十年树木百年人，老师恩情比海深。”我将永远怀藏对黄老师的感恩之心，铭记老师的谆谆教导，迈向一段又一段的人生新路程。

其次，我想要感谢关心我、爱护我的同学与师门这个温馨的大家庭。在学习和生活中，他们都给予我无数的温暖与感动。感谢我热心的同学，在我论文陷入实证检验瓶颈的时候将我拉出，助力我顺利完成整个实证模型验证过程。感谢我可爱而友善的师兄师姐，他们耐心解答我的各种疑惑，并在每一次的论文研讨会中给我提出宝贵的意见。在这短暂的三年硕士生涯中，我如此幸运的遇到你们。

此外，我要感谢“法金融”课题组。在前后数十次“法金融”课题的学术沙龙会议中，我阅读到上百篇法理、法源与金融、经济发展的重要文献。这个过程虽然十分艰辛，但却极有意义，它培养了我完整的知识结构体系，使得我在论文中可以比较自如的使用法理和金融有关的学术语言。在这里，我要专门感谢课题组刘岩老师在技术上对这篇论文的大力支持和帮助。还要感谢在开题与答辩中给予我珍贵建议的老师，让我能够逐渐发现论文存在的各种不足与待完善之处，以做

到尽善尽美。

最后，我要感谢我最爱的父母。他们从小将我养育成人，一步步教导我做人做事的真理，为我的健康成长提供最安稳而优质的环境。在本次论文的写作中，他们更是不断给我打气，鼓励我坚持研究、做好研究。在漫长的人生路途中，他们一直是我前进的照明灯，指引我正确的行走方向。我将不辜负父母对我寄托的每一份希望，成为有用之才。

爱因斯坦说：“人生就像骑单车，想保持平衡就得往前走。”这也是我的座右铭，我将乘风破浪，披荆斩棘，继续自己最初的梦想，以最终到达成功的彼岸。