

# 制度基因、金融发展与 “法律家长主义”进和退(上)

——功能视角下的“中国悖论”及求解

张建伟\*

---

## 目次

- 一、问题的提出
- 二、法律如何影响金融发展：若干功能性机理的再陈述
  - (一) 法律、投资者保护与控制权私利
  - (二) 法律起源、投资者保护与股息支付率
  - (三) 法律结构、投资者保护与金融稳定
  - (四) 法律、投资者保护与银行业发展
  - (五) 法律、投资者保护与金融体系的结构
- 三、金融发展的普通法精神、替代性“制度基因”及公共政策含义
  - (一) 静态法律结构中的政治机制与金融发展
  - (二) 普通法的动态适应性效率与金融发展
  - (三) 监管环境、营业自由度与金融发展
  - (四) 资源禀赋、地理位置与金融发展
  - (五) 利益集团影响、国家政治任务与金融发展
  - (六) 宗教、文化观念与意识形态对金融发展的影响
  - (七) 法律学习、金融发展与“金融法之艺术”
  - (八) 法律与金融若干理论假说的公共政策含义
  - (九) 基因的传承、变异与培育：小结与评论
- 四、金融发展的“法律家长主义”进与退：中国悖论及求解
  - (一) 中国资本市场的“初生之婴”与邓小平的“催生术”
  - (二) 包办婚姻：中国式“资本观念”与“社会主义观念”的联姻
  - (三) 中国资本市场发展的“赶超冲动”：从“望子成龙”到“拔苗助长”(以上本期刊载)
  - (四) 忍不住的关怀：“救市冲动”与 ST 制度

---

\* 复旦大学法学院教授、经济学博士。作者感谢匿名审稿人所提出的宝贵修改意见,当然,文责自负。

(五) 状告无门：投资者法律保护之尴尬与“中国的法律与金融之谜”

(六) “法律与金融的中国悖论”与求解：中国“法律家长主义”何去何从

## 五、结论性评价

**摘要** 本文重新评述与论证了法律与金融发展之间的若干功能性机理以及在金融发展中，普通法基因的重要性，尤其反思了法律与金融理论中的“法系决定论”之理论缺陷，论述了其他替代性“制度基因”在中国“新兴加转轨”的特殊环境下之适应性功能、角色以及公共政策含义，然后结合中国资本市场发展与法律成长经验，反思了“法律与金融发展的中国悖论”之理论命题，指出中国的资本市场的初期发展，并非像主流法律与金融理论所强调的那样是源自对“投资者的法律保护”，而更多地却是来自国家对投资者的“法律家长主义呵护”。中国在未来需要及时转变“家国基因”主导下资本市场发展与治理的“法律家长主义”作风，更多地以“园丁”身份并本着“生态主义精神”去着力维护“新型金融业态”的生态平衡，同时努力培植市场治理与司法治理相结合的普通法“制度基因”与精神，以增强中国金融法律适应市场演进的能力，促使中国金融市场成长为一个更加包容、开放而且能够自我扩展的内生秩序。而在此过程中，“金融法之艺术”或“金融治理的法律艺术”可能比法律起源对金融可持续发展更为重要。

**关键词** 法律起源 金融发展 法律家长主义 金融法之艺术

## 一、问题的提出

为什么一些国家拥有繁荣的金融市场而另一些国家却没有？是什么因素导致这种金融发展路径与实践方面的差异？如何解释这种差异？这些差异有何公共政策含义？20世纪末在美国出现的法律金融学理论对这些问题做出了初步解答，并形成了一股用跨国法律与金融发展数据来研究国家间金融发展路径和市场深度差异的热潮。在笔者看来，这些研究最重要的学术贡献就是发现了法律或法律起源在金融发展路径差异解释中的“基因图谱”和基因“密码”，<sup>〔1〕</sup>并由此初步形成了法律与金融理论研究的另类“科斯传统”。<sup>〔2〕</sup>具体来说，以LLSV为代表的法律金融学代表人物论证了金融发展的“法律重要”或“制度重要”论命题，并在比较法的视野下，发现了法律起源或法系“基因”与金融发展绩效与发展模式之间的统计相关关系。他们认为，法律制度的质量取决于其法律起源或其所移植的法系，而这种法律起源又决定了投资者法律保护水平，从而决定了该

〔1〕 借鉴生物学的“基因”概念，笔者宁愿将法律与金融理论的“法律起源决定论”称为金融发展的法系“基因”论或“制度基因论”，总结一下法律与金融学者的研究，就会发现国际学术界热议的有利于资本市场发展的法律基因或“制度基因”可以包括但不限于如下制度要素：对私人产权的尊重与保护、对市场与契约的尊重、市场自由度、自我责任、司法独立性与专业性以及判例法国家的法官造法机制、法律变迁与经济现实之间的适应性效率等制度性因素。

〔2〕 与波斯纳等人注重对法律进行新古典主义经济效率分析不同，科斯更关心的是以经济为中心，分析法律制度对经济体系的影响，在这种意义上说，以LLSV为代表的“法律与金融”的研究范式则通过对法律制度影响金融发展的研究，实际上是对科斯的这种“正统研究范式”的继承、验证与发扬，这一研究范式如果能够与转型、发展中国家的改革、发展实践相结合，则有可能催生“法律与发展经济学”研究范式，笔者对此研究范式做了初步尝试与拓展性分析。参见张建伟：《转型、变法与比较法律经济学——法律经济学理论思维空间的拓展》，北京大学出版社2004年版；张建伟：《法律、经济学与国家治理——新经济法理学的崛起》，法律出版社2008年版。

国家金融发展的广度与深度。<sup>〔3〕</sup>也就是说,国家之间的金融发展差异与它们所起源的“法系基因”或“制度基因”直接相关,其中“普通法基因”对于资本形成与金融发展有更好的促进作用。这个理念的政策含义是明显的,对资本市场后发国家来说,要想获得高质量的金融发展,最好的法律改革方案就是,确立保护私人产权为主导的法律框架,并移植普通法系的相关做法。这些关于金融发展的法律观点与政策建议,后来被世界银行和国际货币基金组织等国际组织所采纳,又被称为是法律与金融发展的“华盛顿共识”。但是,最近却有越来越多的学者发现,全球金融发展的很多经验证据似乎并不支持主流学者的“法系基因论假说”。<sup>〔4〕</sup>我们该如何对待这些偏离主流法律金融学理论的假说与解释呢?对于中国的金融发展与法律变革来说,这种偏离性解释和假说有何公共政策含义?

针对上述问题意识,本文首先重述了法律影响金融的若干功能性机理,然后总结了能够影响全球金融发展的比较具有“共识性”的基本“制度基因密码”,最后以中国法律与金融发展的经验及

---

〔3〕 该研究范式在国际学术界甚至引发了一场全球性的“法律与金融运动”,并在短短的近二十年发展中,累计了大量学术文献,引领了全球法律经济学研究的理论最前沿。可参见以下系列论文: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, “Legal determinants of external finance”, 52 *Journal of Finance* 1131 - 1150 (1997); La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, “Law and Finance”, 6 *Journal of Political Economy* 1113 - 1155 (1998); R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform”, available at [http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Fs01\\_web1.pdf](http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Fs01_web1.pdf); R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, 58 *Journal of Financial Economics* 3 - 27 (2008); La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, “What Works in Securities Laws?”, 61 *The Journal of Finance* 1 (2006); Bernard Black, “Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis”, 84 *Northwestern University Law Review* 542, 565 (1990); John C. Coffee, Jr., “Privatization and Corporate Governance: The Lesson from Securities Market Failure”, 25 *The Journal of Corporation Law* 1, reprinted in Fox and Heller (eds.), *Corporate Governance Lessons from Transition Economy Reforms* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2006), p. 270; John Coffee, “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, 111 *Yale Law Journal* 1 - 82 (2001). Thorsten Beck & Ross Levine, “Legal Institutions and Financial Development”, in Claude Menard and Mary Shirley (eds.), *Handbook of New Institutional Economics* (Heidelberg: Springer, 2008), pp. 251 - 278; Edward Glaeser & Shleifer, “Legal Origins”, 117 *Quarterly Journal of Economics* 1193, 1222 (2002). 关于这个领域的研究文献,增长非常迅速,文献综述也很多,恕不一一列举。有关中文研究综述文献也可参见李清池:《法律、金融与经济发展:比较法的量化进阶及其检讨》,载《比较法研究》2007年第6期;缪因知:《法律如何影响金融:自法系渊源的视角》,载《华东政法大学学报》2015年第1期。

〔4〕 以香港为例,香港法起源于英国普通法系,LLSV给香港上市公司小股东保护权利指数的打分是5分,小投资者保护水平应该算是比较高的,如果按照主流观点的预测,股权应该呈相对分散的结构,但是香港金融发展经验与此预测并不相符,现实中的香港上市公司往往是由家族控制的,公众股东往往只拥有25%的股份。比如,1988年在香港所有上市公司中,由4个家族控制的公司的平均市值占整个股票市场市值的36%。参见郁光华、邵丽:《论LLSV法律来源论的缺陷性》,载《上海财经大学学报》2007年第4期。另外,John C. Coffee也质疑法律起源决定论,他通过对美国和英国资本市场早期发展史的考察发现,在19世纪末,美国和英国的法律并没有为中小投资者提供强大的保护,并且还存在着(至少在美国)较高的控制权私利现象,但这并没有影响美国和英国都各自发展出强大的资本市场,就拿英国来说,在20世纪之前,英国私有企业在伦敦交易所(LSE)上市的数量很少,但在整个20世纪,通过证券公募融资,在伦敦股票交易所上市的企业却显著增加,考察一下英国法就可以发现,那时的法律并没有为中小投资者提供很好的保护,为其提供替代性保护的是其自律型市场监管体制——那些私营的股票交易所的自律性监管补充了法律保护的不足。由此可见,法律对英国早期所有权体系形成的影响并不像LLSV所强调的那样重要。更重要的是,他还进一步指出,关于法律与金融发展之间的关系,更可能的情形是,金融发展为因,而法律变迁为果。See John C. Coffee, Jr., *supra* note〔3〕, at 1 - 82.

其存在的“悖论”，反思了主流法律金融学理论与公共政策。本文研究发现，中国金融市场的早期及后续性发展，更多的却是在中央政府的“家国”理念影响下，由历史性因素和中央政府在特定历史时期根据政治与经济发展需要，而确立的政治意愿、政治动员、观念影响以及内生性证券利益集团在利益驱使下展开的交易活动所共同推动，并由政府动态适应性地抓住时机，对资本市场的自发演进秩序进行适应性公共政策与法律决策的产物。也就是说，中国的资本形成与壮大并非主要源自所谓对中小投资者的良好法律保护，而是更多地源自“家国同构基因”主导下的中国政府“法律家长主义式”的“培育”“呵护”与“推动”，其中蕴含了中国金融法律结构性变迁史的基本逻辑与演进方向，是金融法律“外生性特征”不断适应性地向“内生性特征”进化的历史过程，其中“家国同构基因”的延续与变异在资本市场发展中扮演了重要角色。另一方面，从具体的金融立法与公共政策选择过程来看，中国在稳定前提下针对“家国同构”基因的市场化与法治化改革“时机选择”与对“政治可行性”决策经验的倚重，又集中体现在中国金融治理与改革者对中国传统文化资源在制度变革决策方面所表现出的“实用主义”动态整体法律艺术智慧的依赖。<sup>〔5〕</sup> 2015年7月以降，对于中国政府针对资本市场“危机”所采取的一系列法律“家长主义”集中救市策略，是否会侵蚀与破坏资本市场的生态平衡与内在发展规律，是否会阻碍中国资本市场的市场化法律改革进程等问题，更是引起学术界和业界诸多争议。其中，中国既有的成文法传统与普通法精神如何优势互补，如何界定政府与金融市场之间合理的“治理制度边界”以及由此连带的有关中国金融发展的“法律家长主义进退艺术”或者“金融法之艺术”问题，更是值得我们深刻反思的重要理论与政策命题。由此看来，主流法律与金融发展的“华盛顿共识”在中国资本市场发展与公共政策决策方面的适用问题上，的确存在一些理论与实践方面的偏差，需要我们重新思考其法律金融学理论含义与公共政策含义。当前中国的相关立法与执法部门正在修改资本市场一系列法律和法规，也需要我们在宏观战略上，再次反思中国既往金融发展的法律变革经验，并在本轮资本市场乃至中国整个金融法律改革中，重新定位中国未来资本市场与金融法律发展的方向和战略。

---

〔5〕 与西方人在“普通法基因”熏陶下的个人主义、分析主义思维不同，正统的中国人的思维模式源于《易经》中的智慧，具有整体主义的“以时间驾驭空间”的特质，也就是说，中国人在思考问题时总是在时间历程中展开的，并且往往非常注重时空整体性，这表现在中国历法中往往以十二地支来表征时间，同时又以其表征特定的空间和方位。这与在西方注重“时空分离”的分析性、“空间几何性”思维模式有很大区别。这种“时间驾驭空间”的思维特质，使得中国人在做出某项有关变革的决策时，“理想主义”色彩并不像西方人那样浓厚，这表现在中国人特别重视制度结构改革与“时机选择”的意义和作用，并将改革时间与特定的空间、情境或局限条件紧密联系起来，以“时间”之流变引发情景场域，并与空间情境相协同，从而使中国人的改革思维更多地具有整体主义与现实主义精神。这集中体现在，一项成功的改革总是倾向于发现“中介”、发现“桥梁”，然后抓住“时机”以此“中介”为支点寻找到合适的改革突破口，这样的话，往往可使改革路径和过程具有平滑性、过渡性与杠杆效应。在具体的变革方略方面，无论是改革“闪电战”还是“迂回战术”都不过是“时机选择”与“空间配位”的艺术，这在中国经济与金融法律改革战略中，具体体现为“法律家长主义进退艺术”以及“金融治理的法律艺术”。金融学在某种意义上也是利用时间与空间来配置资源的一门学问，有可能为这种决策提供理论上的支援意识；另一方面，法学在某种意义上也是关于“时间和空间配比”的学问与艺术（这在历史法学、比较法学与国际法学中表现尤为明显），动态历时性的法律金融学理论可以将两者很好地结合起来，进而为金融法变革提供理论基础。中国金融治理与改革决策者及金融参与当事人的血液与基因中，势必也流淌着中国人传统的“时间驾驭空间”的思维品格，从而形成中国特有的“制度与文明资本存量”，其必然影响着中国未来金融法变革与金融发展的方向与速率，也正是这种中国特有的制度禀赋，使得中国的金融发展与改革表现出了与主流法律金融学派所描述的理想图景不同的路径与景观。

## 二、法律如何影响金融发展：若干功能性机理的再陈述

金融发展需要依靠资本的形成和积累,而资本积累往往要靠投资者的参与意识,这又要靠其投资回报权以及表决权的实现来激励,法律就是这样一种对投资者收益权和表决权的保护机制,只有在其保护下,投资者才能够获得他们可欲的投资回报,也正是这种制度安排,激励着潜在投资者在利益诱导下积极参与到财富创造的滚滚洪流中,同时使金融发展本身也成为—个可持续过程。

有利于金融发展的制度安排并不是空穴来风,而是往往与某些特定的历史性基因传统有不可分割的联系。近些年的“法律与金融”交叉研究表明,不同法律起源中所包含的制度基因可以导致不同的金融、社会与经济发展后果。具体来说,在金融发展方面,以英国为代表的普通法国家金融发展水平比以法国为代表的民法法系国家发展水平更高;在经济增长方面,前者的平均增长率也高于后者。那么,是什么原因导致了这些社会经济后果的显著差异呢?理论界先后从立法和执法质量、法律对中小投资者的稳定预期、法律对经济现实的适应性保护机制以及司法独立对私人财产权的保护机制等方面对这些促进金融发展的制度因素或基因做出了精到的分析与论证。以LLSV为代表的主流法律与金融学者的研究表明,对小股东和债权人法律保护与外部资本市场规模、更多的红利与股息分配、公司价值增加和个人控制权私利减少等因素之间存在正相关关系。他们按照比较法学者常用的法律渊源分类方法,将世界上的法律体系分为四大类:普通法系以及大陆法系下的三个子法系:法国法系、德国法系、斯堪的纳维亚法系(介于法德之间,主要是瑞典、丹麦等这些北欧国家)。这种法律体系分类的目的在于,通过发现不同法律传统或法律起源国家在赋予个人权利与赋予国家公权力边界和范围方面的差异(比如,大陆法系国家一般政府集权程度更高一些,政府对市场的干预也比较突出;而普通法系国家则更重视保护个人自由和私权),进而发现影响私人财产权保护程度并有利于资本形成和推动金融市场发展的法律制度基因。<sup>〔6〕</sup>根据这个理念,LLSV从比较法传统分类体系中的四类法律体系中,最终发现了有利于投资者保护的“制度基因密码”,并论证了哪些基因可以促进金融发展。他们通过研究发现,外部投资者的要求权受到法律保护的程度和水平差异,可以很好地解释国与国之间资本市场发展水平的差异。也就是说,当股东投票权和债权人重组和清偿权利能够被监管者和法庭很好地执行时,投资者就会更乐意向公司投资,金融与资本市场发展也就具有了可持续性,市场规模也会不断扩大。

### (一) 法律、投资者保护与控制权私利<sup>〔7〕</sup>

一般来说,如果没有控制权私利存在,或交易成本为零,则法律与金融发展之间可以毫无瓜

〔6〕 See Paul Mahoney, “The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right”, 30 *Journal of Legal Studies* 503 (2001).

〔7〕 控制权私利这一概念最早由Grossman和Hart提出,他们区分了两类控制权收益:控制权私人收益(private benefits of control)和控制权证券收益(security benefits of control),然后他们又把控制权私人收益定义为管理层或收购者获得的、不能为其他人所分享的收益,而后者则往往是指公司所有股票的总市值。后来学术界更进一步区分了控制权私利与控制权共享利益。控制内部人控制权私利往往是公司治理所要解决的核心问题,恰如Johnson, Laport, Lopez-Salines and Shleifer的“隧道理论”指出的,控制权私利实际上是控股股东通过隧道行为转移资产、侵占上市公司利润而获取的,与对公司盗窃无异,具体手段包括:制订有利于自己的转移定价、关联交易、侵害公司的商业机会、利用内幕消息交易等。控制权私利体现在很多方面,最常见的就是装备豪华办公室、为自己配备私人专机、给自己制订高额薪酬等。See Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Salines, Andrei Shleifer, “Tunnelling”, 90 *American Economic Review* 22-27 (2000).

葛。也就是说,公司金融法对小投资者的保护往往由公司的代理成本问题和控制权私利所引发。原因在于,大型公众公司一般都会面临所谓“B-M 命题”(伯利-米恩斯命题),即代理成本问题。<sup>〔8〕</sup> 在股权比较分散的公众公司,由于经理往往只拥有小额股票或不拥有股票,如果他们感到无法从公司价值最大化中获得充足的利益,他们就会通过扩展新业务、塑造一个金融或工业帝国,或者给自己制定很高的薪酬、装备豪华的办公室等手段来为自己牟取控制权私利。这样的话,外部股东利益就有可能受到管理层等内部人的侵害。不过,在股权比较集中的公司,该类代理成本问题的本质却发生了转化,即已不再表现为公众股东和管理层之间的冲突或代理成本问题了,而是表现为大股东和小股东之间的代理成本问题。这时,控股股东往往有可能通过“隧道行为”采用各种瞒天过海的隐蔽手法,对自己进行利益输送,侵占外部投资者的利益,以获取控制权私利,这在新兴市场经济体中表现尤为明显。有诸多实证研究提供了公司内部人利用控制权牟取私利的证据。<sup>〔9〕</sup> 针对控制权私利的存在,法律可以在减少小股东和内部人信息不对称与代理成本方面起到很大作用,比如,通过法律中的信义义务条款、股东代位诉讼、强制回购、新股优先购买权和累积投票制、邮寄投票权等对抗董事等内部人控制的制度设置,公司法可以保护中小投资者免受大股东或其他内部人盘剥;而证券法则可以强制要求公司披露重大实质性信息或反欺诈措施,以保护小投资者知情权或内部人侵权来减少信息不对称给投资者带来的风险。而一旦风险减小,投资者就会更加有投资信心,付出更高的价格购买证券,这必然有利于公司可持续融资。反过来,发行人也可以从证券发行中得到更多收益,并为公司资本交易塑造一个流动性更强的二级市场,从而有助于外部股东在其他途径得不到有效保护时,能够通过行使退出权来保护自己。

## (二) 法律起源、投资者保护与股息支付率

投资者之所以愿意将金钱投入金融市场,在某种程度上是想获取其投入公司的资本的股息收益。如果交易成本为零,则股息支付率问题可以与法律无关。也就是说,股息分派是公司向投资者传递其声誉方面信息的重要方式,公司为了能够不断地从资本市场筹集其发展的后续资金,就必须设法建立起不侵害投资者权益并能够履行付息承诺的声誉,而支付股息就是建立自己声誉的一种比较好的方式。不过,在投资者保护比较好的国家,有些国家公司法还会进一步颁布有关强制分红的法律规定。当然,在现实中,投资者之所以能接受较低的股息分派,主要还是基于其对公司声誉的信任。如果他们预期到将来有可能得到更多股息,当然就会期待与公司一起成长并随之一起“慢慢变老”。在投资者保护差的国家,由于投资者对公司前景缺乏信任,当然会认为将来股息分派和公司业绩增长之间没有什么必然联系,投资者就会表现出更多的人性不耐和时间偏好率,于是他们总想即刻得到他们所能够得到的尽可能多的股息支付。在投资者保护良好的资本市

〔8〕 参见[美]伯利、米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣等译,商务印书馆2005年版。

〔9〕 Barclay 和 Holderness 的实证研究表明,如果股东收益仅仅基于其所持有数额的股份的多少,那么大宗股权转让价格应该就是当天股票交易价格。但是,现实中的情况却是大宗股票的股份持有者往往可以获得高于其他股东获得的净收益,这说明大股东控制权交易并非是按一般的股份收益来交易与计算的,而是按照溢价来进行交易的。也就是说,控制权是可以产生私利的。他们通过分析1978—1982年间纽约证券交易所和美国证券交易所发生的63项私下协议的大宗股权交易价格,最终发现这些大宗交易股票一般都存在20.4%左右的溢价,并且该溢价大致平均相当于该公司股权总市值的4.3%左右。See M. J. Barclay, C. G. Holderness, “Private Benefits From Control of Public Corporations”, 25 *Journal of Financial Economics* 371, 395 (1989). 另外,Zingales 在1994年通过对意大利公司的实证考察,也发现控制权私利在意大利公司总价值中也占据了相当大的比重,由于这些公司的治理绩效比较差,内部经理人也就更容易获取控制权私利,从而榨取那些外部中小投资者的利益。参见:L. Zingales, “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience”, 7 *Review of Financial Studies* 125 - 148 (1994).

场里,若公司不支付股息,则投资者可以通过投票选举那些能够给他们带来良好回报的董事,或通过公司控制权市场出售股份给敌意收购者,使其越过公司在位管理层的头顶完成对该公司的接管与控制。<sup>[10]</sup> 即使是他们遇到管理层侵权的情形时,股东还可以通过对公司管理层的起诉获得赔偿。这些良好的投资者保护体系可以使得内部人为私利转移资产的风险和代价更高,因此就可以获得更高的股息支付率。基于此理念,La Porta 等人通过对 46 个国家的 13 698 个大型上市公司(1994 年)数据进行了筛选,最后得到 33 个国家 4 103 个公司数据样本,他们对其进行统计分析后发现,普通法系国家的股息支付水平要比民法系或成文法系国家股息支付水平高(见表 1),而且普通法系国家由于对中小股东提供了更好的法律保护,因此,其平均红利派发水平也就远高于大陆法系国家(其假设是,当小股东要求派发红利时,公司就会派发红利)。<sup>[11]</sup>

表 1 成文法系国家和普通法系国家的股息支付水平比较<sup>[12]</sup>

国 家	公司数量	派息/ 现金流(%)	派息/ 收益(%)	派息/ 销售额(%)	销售 年均率(%)
阿根廷	3	12.65	27.36	4.32	14.32
奥地利	9	5.85	24.83	0.77	13.31
比利时	33	11.77	39.38	1.09	3.78
丹 麦	75	6.55	17.27	0.71	4.32
芬 兰	39	8.08	21.27	0.77	-2.14
法 国	246	9.46	23.55	0.63	4.54
德 国	146	12.70	42.86	0.83	5.88
印度尼西亚	1	8.72	25.11	0.77	32.62
意大利	58	9.74	21.83	0.92	-1.38
日 本	149	13.03	52.88	0.72	6.19
韩 国	2	7.33	18.49	0.66	5.29
墨西哥	14	19.47	46.44	3.59	8.02
荷 兰	96	11.29	30.02	0.74	4.13
挪 威	50	10.74	23.91	0.98	4.43
菲律宾	4	6.72	10.47	2.45	-7.29
葡萄牙	17	0.64	38.01	0.64	8.20
西班牙	33	15.77	30.45	1.04	1.32
瑞 典	81	5.59	18.33	0.78	-0.63
瑞 士	70	10.38	25.30	0.98	3.73
中国台湾	3	48.97	68.89	11.54	1.62

[10] 参见杜焯君:《中国证券市场:监管与投资者保护》,上海财经大学出版社 2002 年版,第 50~60 页。

[11] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", 55 Journal of Finance 1-33 (2000).

[12] 资料来源: See La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, supra note [10], at 1-33.

(续表)

国 家	公司数量	派息/ 现金流(%)	派息/ 收益(%)	派息/ 销售额(%)	销售 年均率(%)
土耳其	6	8.61	22.64	2.08	0.16
<b>民法法系 国家平均</b>	<b>33</b>	<b>9.74</b>	<b>25.11</b>	<b>0.83</b>	<b>4.32</b>
澳大利亚	103	22.83	42.82	2.22	2.21
加拿大	236	8.00	19.78	0.78	-0.62
中国香港	40	35.43	45.93	7.51	7.94
印 度	1	25.69	49.34	1.55	-0.09
爱尔兰	16	17.39	27.28	0.96	9.96
马来西亚	41	15.29	37.93	3.12	16.31
新西兰	17	19.16	35.60	2.26	3.11
新加坡	27	22.28	41.04	2.14	11.02
南 非	90	16.16	35.62	1.90	3.47
泰 国	10	32.83	52.56	3.35	17.73
英 国	799	16.67	36.91	1.89	2.44
美 国	1588	11.38	22.11	0.95	3.15
<b>普通法系 国家平均</b>	<b>40</b>	<b>18.28</b>	<b>37.42</b>	<b>2.02</b>	<b>3.31</b>
<b>整个样本平均</b>	<b>39</b>	<b>11.77</b>	<b>30.02</b>	<b>0.98</b>	<b>4.13</b>

### (三) 法律结构、投资者保护与金融稳定

无论货币、股权金融还是债务金融,其本质都只不过是债务契约,其履行最终都要靠法律来支撑。以公司金融为例,如果投资者(包括机构投资者)能够稳定地从公司中获取现金流回报,资本结构也不发生错配,则一般不会有金融危机发生。这时,法律与金融稳定和金融可持续发展可以是无关的。但在现实中,从世界经济史上看,却发生过多次金融危机。仔细观察,就会发现,这些发生金融危机的国家大都有一个共同点,就是这些国家金融市场中有关投资者保护的债务信用基础出现了严重问题,而金融债务信用基础在很大程度上是由金融法及其司法来维持和保护,如果金融法基础设施出了问题,就会比较容易发生类似金融危机之类的交通事故,从而使金融可持续发展过程受挫。<sup>[13]</sup>

<sup>[13]</sup> 关于金融法与金融稳健运行以及交通运输之间的类比关系,吴志攀先生曾写道:“金融市场好比高速公路网,金融机构与其他企业好比行驶在高速公路上的汽车,金融法律就是管理交通的规则。在我们有交通规则的时候,当我们严厉执行交通规则的时候,偶尔还要发生个别的交通事故。假设如果没有交通规则,没有警察执行交通规则,高速公路上将会是何种景象?各种车辆飞速行驶,任意转弯或调头,任意停车或逆行,或者横冲直撞,或者倒行逆施,一时间各种车辆将乱撞在一起,整个高速公路网将完全瘫痪,非但不能发挥公路的任何交通的功能,反而只能变成汽车和乘客的战场。在金融市场上,也是同样的道理,在完善的金融法律与有效的金融司法的环境下,还免不了要发生个别的金融机构的信用危机。如果没有一套良好的金融法律制度与司法执行体系,整个金融市场也必将成为一片混乱不堪的局面。所以,没有金融法律,没有金融司法制度,就没有金融市场的稳健运行,就没有金融机构的业务发展。”参见吴志攀:《金融危机与债务信用基础:金融危机与法之一》,载《金融法苑》1998年第1期。

即使一个国家拥有了比较发达的金融法律与金融司法基础设施,但如果该国的金融货币发行权处于过于垄断状态而不受法律程序约束,或金融财阀对金融有过高的独占权乃至立法游说能力,则这些金融寡头等利益集团有可能架空或操控法律与立法,使得金融业本身成为一个自我循环的产业,而不是服务于实体经济并与实体经济互动的“金融服务业”,此时如果再加上极端自由主义意识形态的推波助澜,就极可能将该国经济推入债务滋生债务的恶性循环怪圈,使一个国家的经济最终陷入吸毒式泡沫幻觉与陷阱中,金融“毒瘤”也最终成长为金融“癌症”,从而引发金融危机。问题的关键还在于,主流观点仍然还是毫不犹豫地将金融看作是一种可以脱离实体经济支撑的自我循环的“金融产业”,而不是一种为实体经济服务的“金融服务业”。在这种理念支配下的金融立法,很可能会使债务本身被过度利用,并在利息的牵引下成为能够自我繁殖的“产业”。而在法律结构安排上,金融治理者如果不重视金融本身的公共特性以及其服务于实体经济的“法律密集行业”的制度本质,仍然人为地放任金融业进行体内自我繁殖与循环,必然会使金融业成长为“攫取型金融”而不是“相容性”或“包容性”金融,甚至诱导金融成为实体经济的主宰,并不断地从实体经济成果中敲骨吸髓。这时,如果金融回报又不能与实体经济的公司治理紧密关联,最后必然导致其自身过度膨胀而成为“金融癌症”从而引发金融危机,发生于2008年的美国后来几乎蔓延全球的金融危机就是一例。

Jonson等人通过对1997—1998年亚洲金融危机中25个国家股票市场的经验研究,发现了投资者的法律保护、公司治理与金融危机之间的关系:在法律对投资者保护比较差的国家里,当经济前景良好时,内部人为了持续地得到外部融资,一般还是会善待外部投资者的;而当经济前景出现不景气迹象时,内部人就有可能更多地选择侵害外部投资者的行为,而这种侵害往往又会造成更糟糕的公司治理,使实体经济受到戕害,从而引起股票价格的进一步下跌,最后金融泡沫破灭,进而引发金融危机。<sup>[14]</sup>

从法律与国际金融治理的关系来看,全球新兴市场的金融危机还与该国外资流入的资本结构有密切关系。这就牵涉到法律与外资流入方式和结构对一个国家金融稳定影响问题的讨论。一般来说,如果一个国家的法律不健全或者国家与政府缺乏“善治”,那么在国际资本流动过程中,其外资流在资本结构方面,往往表现为流入过多的短期外债而不是外国直接投资(FDI)。<sup>[15]</sup>但问题的关键在于,债务具有固定的请求权,债务人对债权人的还本付息义务是依据合同而定下来的,不会因为企业的绩效或财务状况而随意改变;而对于股权投资者或直接投资者来说,他们拥有的是剩余索取权,该项收益却会随企业经营状况的变化而不断变动。而且,企业管理者或地方政府官员总能找到一些借口,去推诿责任,认为公司利润的减少与经营行为无关,而是由外在不利因素或不可抗力所造成的。况且一旦地方政府官员用巧妙或隐蔽的方法对股权及其直接投资实施侵占或掠夺时,法院有时很难找到足够多的证据来证明该侵占的非法性。而债务合同则不同,其本身所具有的“契约刚性品格”(债务的“法锁”)以及其内蕴的合同信息更能够为法院识别或被第三方验证的特点,往往更容易得到法院的保护与支持,从而更有力地对抗地方政府官员对外资的侵占,因此也就更容易获得外资的青睐。而在法律不健全、政府官员又比较腐败的国家,一般情况下,地方政府引进的外资股权直接投资比引进外债更难得到有效法律保

[14] See S. Johnson, P. Boone, A. Breach, E. Friedman, “Corporate Governance in the Asian Financial Crises”, 58 *Journal of Financial Economics* 141 - 186 (2000).

[15] See Julian Du, “Legal Institutions, Structure of Foreign Capital Flow and Financial Crises”, Working Paper of The Chinese University of Hong Kong, 2005.

护。这时,外资投资者就当然更青睐于“刚性债务”性质的融资方式,而尽量避开 FDI 的融资方式。这样做的结果必然会因为导致外资流结构中杠杆比率的升高,从而使金融危机的发生概率和严重性都有可能提高。由于高债务比例往往意味着高流动性和高杠杆率,这时,如果该国金融法律基础设施比较脆弱,一旦外资投资者预期到法律不能有效保护其投资时,就有可能突然撤资,而这又会对该国的外汇体系造成冲击,从而导致该国的货币贬值进而引发严重的货币危机。因为,在国际资本流动过程中,较高的债务比例往往会冲击该国外汇体系,最终使得固定汇率制难以维系。这时,私人债务就有可能最终转变为政府财政负担,并在最坏的情况下耗尽政府所有外汇储备及财政预算,从而引发更加深重的金融危机乃至财政危机。原因在于,某地流入的私人债务也有可能演变为潜在的政府债务,尤其是通过当地银行作为融资中介时更是如此。这时,如果这些当地银行因这些私人债务而发生挤兑,则政府和央行就不可避免地成为最后的买单者。相对而言,如果是通过直接投资,情况就不会如此糟糕,因为,虽然股权持有者会由于恐慌而出售股票,也有可能给股市带来冲击,但其所产生的资本撤出效应和杠杆效应远不及短期外债的负面影响来得大。<sup>[16]</sup>

由此可见,降低外资结构中的短期外债比例有可能减少金融危机的发生概率,从而促进金融的宏观稳定与可持续发展。而这种外债比例的降低又有赖于政府良好治理以及法律结构设计上对股权投资者的良好保护,从而激励地方政府在招商引资方面提高外商股权直接投资的比例,这样的话,就必然会相应降低国家或政府对短期外债的依赖,由此降低由于外债流入过多而造成的金融危机发生概率。<sup>[17]</sup> 从这种意义上说,良好的政府治理以及良好的对外部股权投资者保护的法律结构,对于防范金融危机和促进金融稳定、可持续发展具有重要意义。

#### (四) 法律、投资者保护与银行业发展

银行业的发展也与法律基础设施建设密切相关。一般而言,银行业的发展,更多地依赖于银行业的公司治理状况,而由于银行业普遍存在资产负债率比较高的特点,这种特殊的资本结构特性,决定了其公司治理往往会以经营的稳健性和安全性作为首要目标,因此,其治理理念也就更多地倾向于“债权人主义”而不是“股东至上主义”。<sup>[18]</sup> 不过,这种治理模式要想有效运行,最终还将有赖于法律对银行债权人权利的保护。

那么如何衡量法律对债权人保护的程度的差别呢? LLSV 在其经典论文《法律与金融》中,主要使用了 5 个变量来衡量一个国家的法律对有担保债权人的保护程度,主要涉及债权人在企业破产重组时的自动冻结资产权;企业重组过程中有担保债权人优先受偿权;企业管理层未经债权人同意申请重组权;企业重组过程中管理层留任权;等等。如果一国法律对有担保债权人有此 4 项保护权,那么可赋值为 1 分,否则赋值为 0。<sup>[19]</sup> 在大陆法系国家,为了保护无担保债权人,更为常见的还有有关公司股本留存的法律规定和条款。另外,Simeon Djankovetal 通过对 129 个国家的考察发现,债权人保护与有效的征信制度对信贷增长有比较好的促进作用,而法律起源差

[16] 杜巨澜借鉴了主流法律与金融理论的 LLSV 指标设计思路,运用计量经济学的分析工具对一些新兴市场国家中法律制度与外资流的结构以及与金融危机之间的关系,作了经验实证研究,结果发现了法律制度影响金融危机的发生频率以及严重程度的内在机理。See Julian Du, *supra* note [14].

[17] See Julian Du, *supra* note [14].

[18] 张建伟、李妍:《从“股东至上主义”到“债权人主义”:中国商业银行的公司治理模式选择》,载《管理世界》2002 年第 9 期。

[19] See La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, *supra* note [3], “Law and Finance”, at 1113 - 1115.

异又是债权人保护和征信制度的一个重要决定因素。<sup>[20]</sup>

Levine 追随 LLSV 的研究路径,把基于法律起源的债权人保护水平,看作是银行业发展的重要外生变量,他用商业银行向私人部门发放的贷款与 GDP 之间的比率表示有关银行业发展的指标,考查了法律与制度环境对银行业和经济发展的影响,并在 LLSV 的研究基础上,重新设计了债权人权利综合指标、法律执行质量指标和法律起源三个指标。Levine 对此问题进行回归分析后得出的结论是,在法律对债权人权利保护很好并且有很高的执法效率的国家里,银行业通常也比较发达;而那些法律没有给予银行在公司破产或重组时优先受偿权且对债权人权利保护法律实施效率不高的国家里,银行部门一般都很难得到比较好的发展。<sup>[21]</sup>

#### (五) 法律、投资者保护与金融体系的结构

除了揭示法律与资本市场发展规模以及银行业发展之间的关系,法律与金融理论研究也可以用于解释公司所有权模式的形成问题。LLSV 的实证研究表明,投资者保护程度与所有权集中度呈反比关系。<sup>[22]</sup> 原因在于,如果法律对股权投资者的保护程度越差,股权投资者要保护自己的利益,就只有通过使自己所持有的所有权集中起来,让自己变成大股东或者控股股东,这样的话,通过这种集中的股权结构就能够有效地保护大股东的利益。而一般中小股东由于参与投票和经营的机会很有限,再加上如果法律又没有提供有效的司法保护机制,他们往往很难保护自己利益不受控股股东的侵犯。因为,一般大股东对小股东的剥夺,往往是通过极为隐秘的方式来进行的。但大股东如果考虑到公司的控制权一旦很分散或被稀释,其控制权私利也会受到损失,这时,即使法律保护小股东的水平比较差,基于成本收益的理性考虑与公司整体利润最大化追求,其也不会太过于侵占小股东,这说明集中的股权结构至少是法律对小股东保护机制较弱的的一个有效替代。

金融权益除了与股权结构以及法律与司法保护有关系以外,还经常与政治权力互为表里,也就是说,金融与政治权力往往也有某种共生性,而且投资者的权利也常常受制于政治权力的运作,因而其保护水平也就与国家治理或政府治理的质量密切相关,甚至可以从某种程度上说,政府治理结构和政府的质量是各国不同金融体系模式差异的重要塑造力量(其中政府的治理质量在某种意义上可以用政府腐败指数来衡量)。一般来说,如果政府比较腐败则公司管理层在侵占外部投资者方面往往会变本加厉,因为腐败政府官员往往会和公司管理层串谋,公司管理层则利用腐败政府官员的政治资本和关系资本,狼狈为奸,共同剥夺外部投资者。腐败的政府官员还会和公司内部人相勾结,共同阻碍公司披露信息以增进公司管理层经营透明度的行动,从而掩盖其受贿行为或与管理层勾结以图侵占外部投资人利益的行为。在股权集中的情形下,小股东往往通过搭大股东的便车来影响公司治理,从而跟随大股东一起分享公司发展的好处。另外,由于政府的隐含担保、国家对银行的破产保护、存款保险制度以及最后贷款人制度的存在,小存款人更容易受到政府的保护,而对濒临危机银行的破产救助,也使得银行更容易得到一个国家民众的信任和依赖,往往也就能得到更广泛的公众融资,从而发展出以银行为中心的金融体系。<sup>[23]</sup> 因此,在政府腐败而缺乏良好治理的情形下,金融体系的结构往往表现为大股东控制的集中型公司所有权结构和以银

[20] See Simeon Djankov et al., "Private Credit in 129 Countries", 84 *Journal of Financial Economics* 299 (2007).

[21] See R. Levine, "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth", 30 *Journal of Money, Credit, and Banking* 688 - 726 (1998).

[22] See La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes and Shleifer, supra note [3], "Investor Protection and Corporate Governance", at 3 - 27.

[23] Julian Du, "Corruption and the Structure of Financial System", Working paper, 2006.

行为主导的金融体系。而按照 LLSV 的研究，在普通法系国家，一般政府干预相对较少一些，腐败情形也更少一些。那么，一个推论可能就是，普通法系国家一般会发展出分散的公司所有权结构和以资本市场为中心的金融体系。

综上所述，投资者的良好法律保护乃至良好的国家与政府治理对金融可持续发展和金融稳定具有重要作用。那么投资者保护水平又是由什么因素决定的呢？主流法律与金融学者（LLSV）认为，这跟各个国家法律起源的“法系基因”有很大关系。普通法系国家在股东权保护方面做得最好；法国法系国家的股东保护工作做得最差；德国和斯堪的纳维亚法系国家居于中间。在执法方面，差别也很大，法国法系国家在法律实施和会计标准方面最差，斯堪的纳维亚法系国家最好，德国和普通法系国家或地区表现较好。总之，普通法系国家的小股东保护水平最高，德国和斯堪的纳维亚国家次之，法国法系国家表现最差。普通法系国家的法律对资本市场发展影响最大。<sup>[24]</sup>因此，普通法系国家所具有的一些对投资者保护具有关键影响的制度禀赋，势必蕴含该国金融发展更多的“制度基因密码”。

然而，认识到“法律以及法律起源是重要的”这个事实，毕竟仅仅是探索影响金融发展公共决策行为之开始，我们所面对的更核心命题是：怎样生产良好的法律去保护小投资者，以促进一个国家的金融发展？这对于像中国这样的新兴市场国家来说尤其重要。这就需要我们首先了解，在普通法系或具有普通法精神的法律体系中，到底有哪些“基因”是有利于金融发展的？是否还有其他替代性因素也可以在功能上促进一个国家的金融发展？我们面临的约束条件是什么？这些综合性因素对一个国家的金融发展战略来说有何公共政策含义？

### 三、金融发展的普通法精神、替代性 “制度基因”及公共政策含义

从总体来看，主流法律与金融理论主要关注的是法律制度在解释各国金融发展路径差异时所起的作用，那么在法律结构中到底有哪些因素可以构成促进金融发展的“制度基因”呢？对此，我们除了可以从静态和动态两个角度去观察法律结构的特性以外，还可以从法律结构之外的因素中发现另一些影响金融发展的制度端倪。

#### （一）静态法律结构中的政治机制与金融发展

从静态的角度来看，金融总是运行在一个国家的特定政治结构与法律结构之中，不同的法律结构与政治结构可以形成对投资者保护的不同公共权力安排，并表现为影响金融发展的特定政治机制。不同法系国家的政治机制有所不同，其私人产权和政府权力分布结构的侧重点也有所不同，而私人产权保护和私人签约与履行机制权又恰恰是金融发展的制度基础。这时，如果一个国家过多干预或管制私人经济生活和金融生活，则会导致私人财产权和私人签约权很容易遭到政府“掠夺之手”的侵害，从而造成金融发展的阻碍。普通法系国家在历史上所形成的分权制衡型法律结构与机制，使法律或独立的司法系统，倾向于更好地保护私有产权所有者，而不是仅仅为政府及其代理人谋福利，因此也就更有利于防止政府对私人产权的侵害。

以英国为例，在光荣革命之后，英国王室和贵族的势力有所削弱，法庭更多地受到议会和私人资本所有者的共同影响和支配。《权利法案》赋予法庭独立于君主权威之外的权力，由于王室逐渐

<sup>[24]</sup> See La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, supra note [3], “Law and Finance”, at 1113 - 1115.

失去了对法庭的控制,法院也就逐渐演变为保护私有产权不受王室侵犯的公力机构,当然能够更好地保护私人投资者的利益,私人投资者也就更愿意将其资金投入资本市场。于是,资本市场发展就有了可持续性,英国的金融业就蓬蓬勃勃地发展起来,国家的整体实力也得以大增。由此可见,如果在一个国家的法律结构中存在较多的政府对私人产权的保护、较少的管制和干预、更多的对市场 and 契约自由的尊重以及对宪政承诺的尊崇等制度要素,则往往有利于该国金融发展。

影响金融发展的另外一种静态政治机制,往往牵涉到一个国家中的法律结构中的司法机构强弱及其独立程度。一般而言,普通法系国家司法独立性更强一些而且力量也足够强大,这往往被法律与金融学者认为是金融发展的有利“基因”,而这又主要涉及该国的宪政承诺、司法品格以及判例法在司法判决中的作用等制度要素。<sup>[25]</sup> 一般来说,任何法系国家的法律执行都会面临被私人(或私人团体,如黑帮)贿赂、瓦解或被私人(或私人团体,如黑帮)执法挤出“正义市场”的威胁,或者被行政控制或政治压制这些根本问题。这时,如果司法独立而且法院系统能够足够强大,有足够的力量抵御黑帮为代表的私人强力或腐败行政官员的侵蚀,就可以解决该问题。一般来说,普通法系国家的司法独立程度较强;民法系国家尤其是法国法系国家的司法独立性一般都比较低,而各国司法独立程度又与其法律起源有不可分割的联系,其中司法独立性指标,比如“最高法院法官的任期、行政法院法官的任期、判例法的作用”等指数对私有产权保护具有正面效应,也就是说,司法独立性越强,私人产权受保护的程度就越高,该国的法律体系就越能够包容自由市场,也就更容易亲“商”而不是亲“政”,市场自由度也就会相应更高一些,这当然就更有利于资本形成,金融发展的绩效也就会更好一些。

表 2 司法独立与私人财产权利保护状况<sup>[26]</sup>

国 家	财产权保证	最高法院	行政法院	判例法	司法独立
阿尔及利亚	3	0	0	0	0.00
阿根廷	4	2	2	1	1.00
澳大利亚	5	2	2	1	1.00
奥地利	5	2	2	0	0.67
孟加拉国	2	2	2	1	1.00
比利时	5	2	2	0	0.67
巴 西	3	2	2	0	0.67

[25] 普通法系国家的司法独立品格之所以好于大陆法国家,在某种意义上源自最高法院是否对行政案件享有最终裁决权,也即法院是否可以对行政机构的裁决进行有效的司法审查。在大多数普通法系国家,最高法院都拥有对行政案件的最终裁决权;司法独立品格还取决于法官任命程序和法官任期等因素,比如:美国宪法第三章针对司法权问题就有这样的规定:联邦司法权属于联邦最高法院及其下级法院,法官只要行为端正,就可以获得终身任职(并且该法官的薪酬也比较高而且稳定,在任职期间也不得随意削减)。但是,在大陆法系的典型国家,如法国法系和德国法系国家,却只有 67% 的最高法院拥有此类最终裁决权与审查权,而且在这些国家中,也只有 37.5% 的法国法系和 16.7% 的德国法系国家拥有类似规定。在普通法系国家中,法官可以相对独立于政治影响,在司法品格上也更独立一些;而在大陆法系国家,由于行政部门极少受到法院的司法审查,导致了大陆法系国家的“政法”意味更为浓厚一些,而在“政法”意味浓厚的国家往往也更容易导致更多的寻租和再分配,从而形成“劫财型”国家治理品格,而这将最终不利于金融发展。See La Porta, Lopez-de-Silanes, Pop-Eldches, Shleifer, “Judicial Checks and Balances”, NBER Working Paper, 9775 (2003).

[26] See La Porta, Lopez-de-Silanes, Pop-Eldches, Shleifer, supra note [25], at 9775.

(续表)

国 家	财产权保证	最高法院	行政法院	判例法	司法独立
加拿大	5	2	2	1	1.00
智 利	5	2	2	0	0.67
哥伦比亚	3	1	1	0	0.33
古 巴	1	0	0	0	0.00
丹 麦	5	2	2	1	1.00
埃 及	3	2	2	0	0.67
埃塞俄比亚	2	2	2	0	0.67
芬 兰	5	2	2	1	1.00
法 国	4	2	0	0	0.33
德 国	5	2	2	1	1.00
加 纳	3	2	2	1	1.00
希 腊	4	2	2	0	0.67
海 地	1	1	1	0	0.33
洪都拉斯	3	0	0	1	0.33
冰 岛	5	2	2	1	1.00
印 度	3	2	2	1	1.00
印度尼西亚	3	2	2	1	1.00
伊 朗	1	2	0	0	0.33
伊拉克	1	0	0	0	0.00
爱尔兰	5	2	2	1	1.00
以色列	4	2	2	1	1.00
意大利	4	2	2	0	0.67
日 本	5	1	1	1	0.67
约 旦	4	2	2	1	1.00
肯尼亚	3	2	2	1	1.00
科威特	5	2	2	0	0.67
黎巴嫩	3	2	2	0	0.67

## (二) 普通法的动态适应性效率与金融发展

从动态角度来看,我们还可以通过观察法律结构中对金融现实以及金融创新活动的动态适应性机制来讨论法律影响金融发展的途径。不同法律传统对商业、金融环境变化的适应能力不尽相同,能迅速适应商业环境变化而使经济契约化要求与法律缺口之间最小化的法律体系,当然也更有利于推动金融发展。普通法系国家公司法“信义义务”条款、证券法中的“投资合同”条款以及一般性“反欺诈条款”,更容易给法官留下一个想象和自由裁量的空间,法官可以运用“气味测试”方法,根据经济与金融发展的现实做出灵活性和专业性判决,以应对花样翻新的金融创新安排并及

时做出适应性司法反应。普通法系国家广泛存在的司法审判“陪审团”机制,也使得其司法判决更能与习惯法、民间法实现激励相容,这种经过陪审团“一致同意”检验的司法判例,当然也更容易被广大民众所遵守,并与市场一起或通过“模拟市场之手”而形成演进的扩展秩序。因此,也更能体现“亲商”与“亲市场”的特性,市场自由度也更高一些,投资者也就比较容易行使市场退出权来保护自己。从以上论述可以看出,普通法具有有利于促进金融市场自发秩序形成的品格,与大陆法系国家由政府或其他立法者刻意制定的成文法典所涵盖的人造秩序相比,普通法甚至被一些比较法学家认为是人类“完美理性”与自由交易秩序表达相结合的“法律艺术典范”,其品格也由于与资本形成与成长所要求的自由氛围更为契合,因此对金融与经济发展具有更好的促进作用,同时也有利于企业家创新活动的孕育与生发,使得金融发展能够得到实体经济所创造利润的滋养而更具可持续性。

另一方面,普通法在程序方面也具有诉讼的动态效率,其原因在于:如果现时的金融法律规则是无效率的话,当事人就会更有激励将争议诉诸法院;而如果有关金融法规则是有效率的话,这种激励机制就会比较弱一些,这时,有效率的规则就可从法院争议的竞争性解决过程或在抗辩双方的法律意见竞争中“涌现”出来,这意味着在普通法对抗性、竞争性诉讼机制下,金融法律规则有自动地向有效率的规则演进的趋向,这种趋向有利于增强法律对金融现实反应的动态适应性效率。<sup>[27]</sup> 与此相比,成文法系的法律则更容易被公共权力机构赋予再分配的政治色彩,通常提倡以牺牲一个群体的利益为代价而使另一个群体受益,或以保护弱者为旗号,对特定利益集团实施特殊保护,往往会形成过多的腐败与寻租活动,这种“劫财型”法律制度对资本形成与成长是极为不利的,同时也与金融成长所要求的自由制度土壤背道而驰。

由此可见,由于金融市场变化非常快,对法律的灵活性和动态适应性效率就提出了更高要求,而这正是普通法的天然特性。普通法天生的对私人产权保护的动态适应性效率主要体现在以下三点:第一,判例法国家的法院在裁决时所依据的是法律的基本原理与自然法观念或先前的判例以及法官对法律基本原则和法理学理论的掌握,因而在“造法”机制方面比较灵活,不需要如同大陆法系国家那样在修法时,要对法律条文逐一修改,而且这种修改活动往往又受制于立法机构的繁琐修法程序而被搁置或延迟,代价当然也就更高一些;第二,判例法系国家更有可能把法院裁决作为法律来源,由于法院裁决直接源于社会经济实践,因而比成文法系下的严格法条更能对经济金融环境创新做出及时、灵活的回应,当然也就比较有利于金融创新;第三,判例法系国家在司法程序方面“形式主义”较少,而且如果形式主义较少的话,起诉和上诉也就会变得相对便利,从而使法律的实施更加有效率。LLSV在2003年的一项研究中,以驱逐拖欠房租的房客和拒付支票的收款案件为例,对一些司法程序的形式主义程度(Formalism)进行了量化实证比较分析。<sup>[28]</sup> 结果发现,与普通法系国家相比,法国大陆法系国家司法程序更繁琐一些,诉讼效率当然也就会比较低,并且其动态适应性效率也就会更弱一些,这当然不利于小投资者保护。从这种意义上说,普通法系国家与民法系国家相比,更能够在动态适应性方面对投资者提供更健全、更及时的保护。因此,可以推断法律和司法的动态适应性效率也必然是金融发展的另类“制度基因”。

### (三) 监管环境、营业自由度与金融发展

法律结构以及其动态适应性还与法律的公共执行系统有关,原因在于与快速发展的金融现实

[27] See Paul H. Rubin, “Why is the Common Law Efficient?”, 6 Journal of Legal Studies 63-151 (1997).

[28] See Simeon Djankov et al., “Courts”, 118 Quarterly Journal of Economics 453 (2003).

相比,法律总是略显滞后并表现出不完备的特质,这表现在法律对金融秩序的表达总是言不尽意,需要实施机构对其解释或再解释。事前的监管和事后的诉讼就是弥合这种法律缺口的最重要执法机制。在现代国家治理体系中,除法院的事后实施系统之外,监管机构的独立性及其对金融现实的适应性效率对市场自由度和金融发展来说,也很重要。原因在于,在现代国家治理体系下,投资者保护工作更多地由独立监管机构来承担了,而监管独立性与监管准入的宽松度往往与营业自由度有密切关系。DLLS 通过对 85 个国家与地区创办企业难易程度的量化实证比较分析,<sup>[29]</sup> 结果发现,在法国与德国等大陆法系国家创办企业所需的行政审批步骤,要比普通法系国家多。也就是说,其营业自由度更低一些;而北欧国家与普通法系国家营业自由度相比则比较类似,可见营业自由度与适度的监管缓和也是金融发展的重要“制度基因”。

#### (四) 资源禀赋、地理位置与金融发展

当国家与国家之间发生战争时,通过殖民活动,法律起源的“制度基因”也会随之“传播”到被殖民国家。对于那些前殖民地国家而言,它们所继承的法律传统或殖民者的身份所带有的“制度基因”会对被殖民国的金融发展造成重要影响。按照主流法律与金融学派的分析,如果一个国家被英国殖民者占领,那么该国往往会继承英国普通法“制度基因”,该国的金融市场就会比较发达。反之,如果一个国家被法国殖民者占领,那么由于该国继承了法国民法系“制度基因”,则该国金融市场的发展程度也就会相对比较低。<sup>[30]</sup> 不过,在殖民过程中,被殖民国的资源禀赋不同,比如地理位置条件以及疾病等人口生长环境等先天条件不同,也会影响该殖民者的殖民战略是否具有长期眼光,而这又会影响到殖民者是否愿意将足够包容性的政治制度与经济法移植到被殖民国家。<sup>[31]</sup> 如果被殖民国家的环境比较友好,资源禀赋也比较优良,而且人口死亡率也比较低,则殖民者往往就会更眷恋此地,也就更有长期眼光,一般较少采取短期、攫取性殖民战略,也就比较容易在被殖民国实施能够促进金融、经济发展的法律措施。比如,欧洲殖民者对热带地区国家和温带地区的“宜居型”与“不宜居型”国家采取殖民法律战略就明显不同。对非洲而言,由于生活环境比较恶劣,殖民者们也就并没有一个在本地发展经济或金融的长远规划与打算,而只是想掠夺一些贵重金属(如黄金)或其他珍贵物品(如象牙)等而一走了之,因此,对这些地方的殖民战略基本上是“攫取性的”;<sup>[32]</sup> 而对比较“宜居型”地区或环境比较好的地区则会采取友好、“合作型”战略,当然也就会带来比较好的金融后果。这种观点可被称为金融发展的“资源禀赋观”。但现实中的情况表明,此观点也并不总是与经济、金融发展现实相吻合。

从图 1 来看,瑞士是德国民法系国家,荷兰是法国民法系国家,而丹麦、冰岛和瑞典都是北德民法系国家,如果以私人信用和股票市值占 GDP 的比重来衡量金融发展水平,那么从图 1 可以发现,瑞士的金融发展程度实际上已经超越英、美两国;而丹麦、荷兰、冰岛和瑞典等国金融发展水平和英、美两国相比,则相差不大。以荷兰为例,和英国一样,荷兰也是比较早地摆脱“集权与专制主

[29] See S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, “The Regulation of Entry”, 117 *Quarterly Journal of Economics* 1 - 37 (2002).

[30] See La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, *supra* note [3], “Law and finance”, at 1113 - 1115; Beck, Demirguc-Kunt, and Levine, “Law and Finance. Why Does Legal Origin Matter?” 31 *Journal of Comparative Economics* 653 - 675 (2003).

[31] See D. Acemoglu, S. Johnson, J. A. Robinson, “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, 91 *American Economic Review* 1369 - 1401 (2001).

[32] See Acemoglu, Johnson, Robinson, *supra* note [30], at 1369 - 1401.

义”而走上资本主义道路的国家,虽然其金融发展在法国拿破仑殖民统治下曾受到《拿破仑法典》的负面影响,并在法律起源的归属上被归于法国法系国家,但由于其法律或法律外秩序却充满了浓厚的“普通法精神”与“海洋文明元素”——到处弥漫着分权、多元、开放和自由的气息,在这种自由主义气息“浇灌”下,荷兰依靠开放、自发形成的证券经纪人声誉机制也发展出了比较发达的资本市场,甚至在金融发展方面与英美等国家享有比肩的地位(荷兰的股票交易所也曾是世界上最早的股票交易所,甚至比英国伦敦股票交易所还要早一些)。<sup>[33]</sup>

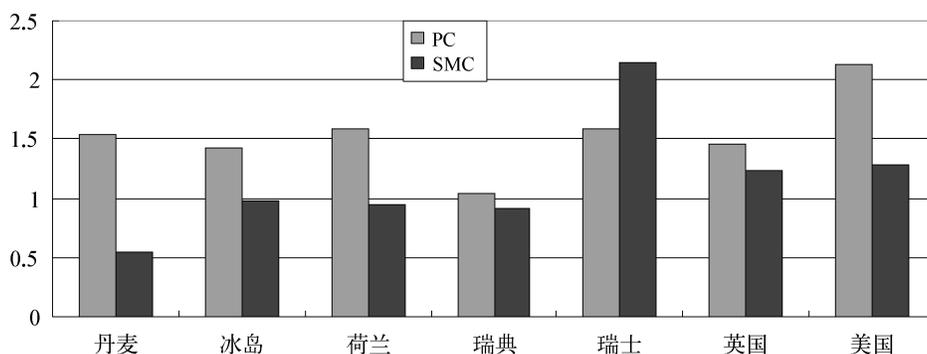


图1 瑞士等大陆法系国家金融发展情况与英、美两国之间的比较<sup>[34]</sup>

即使是地理位置、资源禀赋与法律起源极其相似,这些因素也仍然不能有效解释金融发展问题。从图2来看,智利与周边国家(比如墨西哥等国)不仅地理位置相近,法律传统也极为相似,历史上这些国家人口死亡率也相差不大。但是,就金融发展而言,却表现出很大差异。这表明,法律起源、地理位置和资源禀赋观点并不能很好地解释智利的金融发展水平,为何能在拉美一些与其相邻的国家中表现出“一枝独秀”的特质。

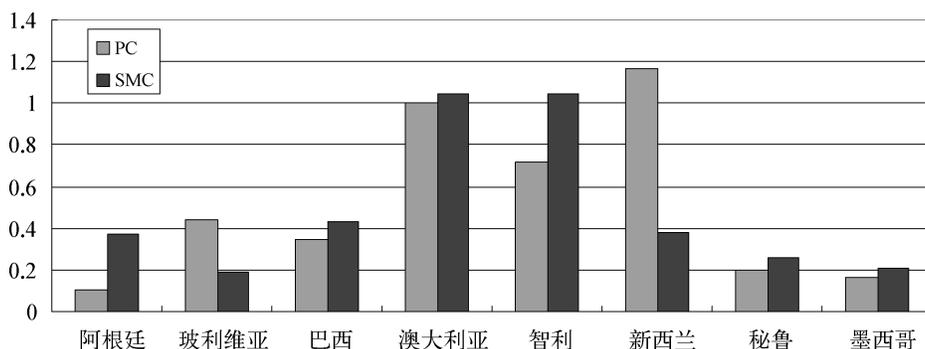


图2 澳大利亚、智利金融发展状况与周边各国之间的比较<sup>[35]</sup>

<sup>[33]</sup> See Alan Macfarlane, *The Riddle of the Modern World* (New York: St. Martin's Press, 2000), pp. 85 - 280; Abe de Jong & Ailsa Roell, "Financing and Control in The Netherlands: A Historical Perspective", in Morck (ed.), *A History of Corporate Governance around the World* (Chicago: University of Chicago Press, 2005).

<sup>[34]</sup> 数据来源: World Bank; New Database on Financial Development and Structure (2005). 图中数据是2003—2005年的平均值。参见孙守纪:《突破法律传统和资源禀赋的宿命》,中国法经济学论坛会议论文(中山大学),2007年。

<sup>[35]</sup> 数据来源: World Bank; New Database on Financial Development and Structure (2005). 图中数据是2003—2005年的平均值。参见前注<sup>[34]</sup>,孙守纪文。

同样地，法律和资源禀赋观点也不能解释为什么智利的资本市场发展水平会远远高于新西兰，因为新西兰不仅继承了英国普通法传统，并且在地理环境方面也不差，人口死亡率也远远低于智利。但是，智利股票市值占 GDP 的比重却比新西兰大很多，几乎是新西兰的 2.8 倍。<sup>[36]</sup> 这种差异也许与殖民者的法律殖民战略有关。Acemoglu、Johnson 和 Robinson<sup>[37]</sup> 以及 Beck、Demirgüç-Kunt 和 Levine<sup>[38]</sup> 等人通过一些国家殖民者的殖民过程和殖民策略的研究指出，欧洲殖民者在殖民扩张过程中，对不同地理条件和疾病环境的国家分别采取了不同的殖民策略——在那些环境友好、死亡率比较低的国家，殖民者采取了“定居型”殖民策略（保护私有产权、限制国家对私人产权的掠夺、强调契约自由等）；而对那些环境不友好、死亡率比较高的国家，殖民者采取“掠夺型”殖民策略（大肆掠夺当地的财富、侵犯私人产权）。这些不同的殖民策略，又产生了不同的制度设计从而间接地决定了各国金融发展水平。<sup>[39]</sup> 比如，北美和拉美在金融经济发展方面的差异，就主要是由于殖民者对其分别实施了不同的殖民策略而造成的。在“宜居性”的北美，殖民者更多地实施了能保护私人产权、促进企业家创新，从而推动生产和商业性交易的包容性制度；而在拉美国家，由于地理环境方面的相对劣势，殖民者则更多地实施了排斥性、掠夺性的短期“劫财”性制度（exclusive institution），表现在殖民者在当地没有长远眼光，他们也不愿意与当地“土著”居民分享经济发展成果，甚至还与这些“土著”居民争利，其金融与经济体当然很难得到可持续发展。

#### （五）利益集团影响、国家政治任务与金融发展

其实，在各国发展实践中，从积极进取角度来看，一个国家的金融发展往往更多地与该国的某种特定时期的发展战略与特定政治任务有关。如果一个国家的整体利益或基本经济任务、政治任务需要资本市场大发展的金融支持，该国也愿意通过立法或动用本国资源来促使该国大力发展证券市场，则该国也有可能拥有较为发达的金融业。<sup>[40]</sup> 不过，一个国家的金融发展战略还可能内生地与法律背后本国利益集团的推动与游说活动有密切联系。Rajan 和 Zingales 从政治学角度揭示了法律与司法背后的利益集团或政治活动对金融发展的影响。他们认为，法律保护或法律起源或许仅仅是一种表象，实践中的投资者保护立法与执法实践，往往由于立法背后的政治力量互相角逐而有可能被重新塑造，而并不仅仅是由法律起源差异所致。<sup>[41]</sup> 在法律背后，产业既得利益集团和金融业既得利益集团有不同的利益诉求，由于产业利益集团更多依赖本产业或本企业的盈利来为新投资项目融资，通常很难从金融发展中直接受益。但是如果金融发展过快，由于金融业是特许行业，则这种发展态势极有可能对金融业既得利益集团的“先得性”“位置租金”有负面影响，甚至有可能侵蚀与破坏金融机构与其他产业既得利益集团之间长期所形成的信任关系。因此，就有可能有既得利益集团通过政治影响力来操纵立法以阻挠那些有助于新企业进入市场的法律的出

[36] 参见前注[34]，孙守纪文。

[37] See Acemoglu, Johnson, Robinson, *supra* note [31], at 1369 - 1401.

[38] See Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?”, World Bank Policy Research Working Paper.

[39] See Acemoglu, Johnson, Robinson, *supra* note [31], at 1369 - 1401; Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine, “Law, Endowments, and Finance”, 70 *Journal of Financial Economics* 81 - 137 (2003).

[40] 参见[美] 马克·罗：《法律起源与现代证券市场》，载吴敬琏主编：《比较》第 29 辑，中信出版社 2007 年版，第 79~120 页。

[41] See Rajan, Raghuram, Luigi Zingales, “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century”, NBER working paper (2002).

台。当然,由于法律起源不同,利益集团的寻租与游说活动在特定法律框架下的表现程度也不尽相同。不过,需要指出的是,即使法系不同,一个国家却仍能通过改变利益集团的激励和行为而影响立法,最终间接地影响金融发展。<sup>[42]</sup>

#### (六) 宗教、文化观念与意识形态对金融发展的影响

除了法律与政治以外,一个国家的文化观念和意识形态也会影响法律制度选择,这些因素构成了一个国家发展资本市场的局限性条件。比如在英国和美国,往往会有更多的企业经理人在习惯上或观念上认为,公司应该首先为股东谋取利益,而且管理层也往往把股东利益放在第一位;而在法国、德国和日本,绝大多数企业经理则更倾向于在观念上认为企业的存在,更多地可能是为利害相关者群体而不是为单一股东群体服务的,这种认知和文化观念上的差异,最终也必然会影响到一个国家的公司治理结构的终极价值取向和治理模式。

民族、语言、纬度以及人群中宗教的分布等,也被学者认为可以影响投资者保护水平。Stulz和Williamson指出并论证了文化、语言乃至宗教对金融发展的影响。<sup>[43]</sup>他们认为,一般来说,一个民族语言差异性大的国家通常会导致政府和法律制度失灵。在多种族社会中,统治阶级(通常为多数民族)通常会通过政府或立法对少数民族施加压力,结果导致公共部门的无效运作,这样,多民族国家由于担心少数民族的反抗而更有可能将增加的政府收入进行财富再分配,来安抚少数民族,从而破坏全国性合作创富的机制导致国家总体上经济效率的损失。<sup>[44]</sup>

关于语言对投资者保护水平的影响,有研究表明,在英语语系国家,普通法对投资者保护和金融发展的影响较为明显。至于文化价值观对金融发展的影响问题,由于有关投资者分红权和投票权大小的立法和司法制度,总是与一个国家主导社会价值体系(个人主义抑或集体主义)有直接关联,这种价值体系 and 世界观就会通过影响公司金融法的成长,从而形成相关金融法律制度在演进方面的路径依赖性。<sup>[45]</sup>同时,宗教信仰也可能影响政府行为以及法律本身的价值构成——与新教徒国家相比,天主教和穆斯林教国家一般会存在一种偏狭的、仇外的自我封闭文化传统,这种价值观会最终反映在法律体系中,进而影响投资者保护水平,使得这些国家的资本市场难以扩展成为自我演进的合作秩序,从而阻碍其金融发展。<sup>[46]</sup>

尽管我们可以将金融发展归结于文化、语言、信仰、道德、伦理乃至宗教等因素,但这些因素最终还是可以被国家的立法者整合到具体的法律体系中。从这种意义上说,法律其实就是这些“文明”的载体,它记载了某一特定时期的权力结构和利益结构,这种制度结构支撑了特定时期的金融发展水平。因此,从法律中找到金融发展的“制度基因”就比较具有代表性与可实施性,并且这些制度基因作为“文明”的样式,也更容易被文字记载下来,传播于后世。不过,也需看到,尽管投资者保护主要是由法律和司法体系来提供的,但其对金融发展的影响,并非唯一的决定性因素,现实中的金融发展往往还受政治和历史因素的影响。也就是说,影响金融发展的因素很多,法律起源或许仅仅是露出的冰山一角而已。由此可见,影响金融发展的制度因素或其

[42] See Rajan, Raghuram, Zingales, *supra* note [41].

[43] See R. Stulz, R. Williamson, “Culture, Openness, and Finance”, 70 *Journal of Financial Economics* 313 - 349 (2003).

[44] See La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, “The Quality of Government”, 15 *Journal of Law, Economics and Organization* 222 - 279 (1999).

[45] See N. L. Amir, G. Chanan, S. Shalon, “Culture, Law and Finance: Cultural Dimensions of Corporate Governance Laws”, 25 *International Review of Law and Economics* 225 - 229 (2005).

[46] See La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, *supra* note [44], at 222 - 279.

他替代性因素很多,很难将金融发展单一地归结于单一的“法系”解释论。不过,我们还是能够通过比较法与金融发展的综合探索,去发现一些共识性的“制度基因密码”,正是这些“共识性精神”(比如“普通法精神”或成文法系国家某些特有的有利于“资本形成”的制度禀赋)才是金融发展的关键。法系的不同也许仅仅是“形式”上的因素,对于金融后发国家来说,更重要的可能还在于寻找有利于金融发展的法律之“精、气、神”,而不是仅仅纠结于“法系出身”或某些“形似”标准。

#### (七) 法律学习、金融发展与“金融法之艺术”

当然,也必须认识到,LLSV 的有关金融发展的法律起源假说的意识形态倾向与地缘政治倾向都是很明显的,这是发展中国家在学习与借鉴其公共政策结论时需要谨慎对待的地方。尽管如此,仍需要承认的是,普通法系国家的法官造法机制在涉及资本形成、金融与商业发展时,的确具有某些优势,但这又是以该普通法系国家法院的高度组织化、专业化、独立性为前提,同时还要求法官必须具有很高的专业素养、独立精神与高尚的道德情操,不可一概而论。不过,就精神实质来说,我们在全球化历程中能看到的却是普通法和大陆法系在法律特征方面越来越多的趋同。这表明,法律的精神实质要比法系出身等形式要素重要得多,而法律的精神实质又在某种程度上取决于,该国对各种有利于金融发展的优良制度禀赋与基因的结构性搭配与调和,我们可以将这种金融法的结构性搭配与调和称为“金融治理的法律艺术”。当然,这种金融治理的法律艺术,并不是仅仅表现在法律条文中对权力、权利、义务和责任的“艺术”搭配,而更多地表现在隐身于法律条文背后的包括司法权、监管权、国家所有权、社会权力等更具体的实际权力格局的“艺术构造”。笔者认为,这是一种可习得的“法律艺术”,其能够弥补一个国家在促进金融发展制度禀赋方面的先天缺陷。在这种理念下,即使是大陆法系国家也不一定就命中注定拥有较弱的金融体系,比如,其仍然可以以其本身特有的民法典为基础,通过引进案例指导制度作为释义和补充来解决其“造法机制”比较弱以及适应性效率不足的制度缺陷,这在某种程度上也可以使大陆法系国家得以通过后天学习来融合与借鉴普通法系国家的制度优势。

#### (八) 法律与金融若干理论假说的公共政策含义

毋庸置疑,法律与金融学派的观点具有很重要的公共政策含义,就连曾经在投资者保护方面被 LLSV 评分比较低的法国政府,也开始反思其过于刚硬的金融法律制度了,其也开始通过其人权和司法部门努力资助本国学者开展此项研究,共同探讨改善其金融投资环境的法律措施。世界银行对发展中国家的援助计划也深受此研究范式影响。自 2003 年起,世界银行每年都会出版《营商环境》(Doing Business)实证研究报告,试图通过借鉴 LLSV 的分析手段和指标体系,对 175 个国家的商业法律及其监管环境进行评分,进而提出投资与营商环境的改进建议。其分析指标体系改进了 LLSV 的研究设计,涉及了更宽泛的范围,如:管制程度(设立企业或登记企业财产程序的数量);管制后果(如执行合同、破产清算或跨境贸易的时间与费用);投资者财产权保护水平(如投资者免受公司董事“掠夺”的保护或法律规定可作为担保物的范围);劳动雇佣合同监管的弹性;企业税负;等等。2006 年出版的《2007 年的营商环境:如何改革》还对全球各国在企业设立、财产登记、信用获取、投资者保护、合同执行、破产清算、营业许可、税收征管、国际贸易等领域的法律与规制环境进行了评估。与 LLSV 的“法与金融”研究不同的是,其变量与数据的选取,不像 LLSV 那样主要来自成文法律规定,而是更多地来源于对当地法律专业人士以及政府官员的调查与访谈,因而更多地融入了“真实世界”的田野调查技术。世行的《营商环境》报告的价值还在于,其淡化了 LLSV 仅仅注重“法律起源”的倾向,更具“入世”精神的现实主义公共政策情怀与笔者所称的“法律艺术理念”,他们的视野也更加广阔,把焦点放在影响商业

发展的法律与监管环境改革方面,而不仅仅是聚焦在公司法方面。原因也许在于,在现代国家治理制度视野下,证券监管、交易所规则与透明度有关会计准则以及公司治理准则等金融法律艺术的综合调配,也许比单一公司法条文对投资者保护的影响更为重要。<sup>[47]</sup>也就是说,在既有的金融法律演进过程中,金融体系的制度构成是非常复杂的,不管是市场自发秩序还是由中介组织或政府设定的建构性秩序,都不能单独为投资者提供完全的可靠保护,并且具有不同文化基因与制度基因构成的国家,其“国家治理可能性边界”也会存在诸多差异,必然也会存在着多种不同的私人权力与权利偏好以及政府权力、私权利偏好的不同组合与比例。从动态的角度来看,金融发展本身也会对“治理可能性边界”产生张力与冲击,从而形成特有的“金融法律制度漂移现象”。金融法律则试图以文字来表述这种漂移中的金融权力与权利结构,从而定格这种“时间流变”中的金融秩序,笔者将此种“制度模拟过程”称为“金融法律的艺术”。现实中的金融发展实际上最终就是取决于这种组合与比例的有效搭配之“法律艺术”,而不是主要取决于法律起源、地理位置、资源禀赋等先天“命定”性要素。

虽然世界银行试图运用 LLSV 的理论范式为发展中国家法律改革提供智力支持,但至于如何改革,由于各个国家的历史与局限条件不同,世界银行也并无法给出金融发展或经济发展问题的标准答案,通常由发展中国家自己根据世行报告的建议,来确定可行的改革路线图。

一般来说,按照中国以往的改革经验,改革推进过程往往从政治交易成本低、容易改的项目开始先行改革;或者是从容易达成共识的部分进行先期改革;而对于那些暂时还没有达成共识的改革项目,则在目前“立宪性一致同意”的宪政制度安排还不完备的情形下,可由执政党或政府以会议或论坛主持人的身份引导民众达成“执行性一致同意”以引领改革潮流。<sup>[48]</sup>除此之外,还需有一个比较宽松的宏观改革环境,在守住不发生金融危机或宏观经济动荡底线的情形下,克服来自旧意识形态和来自特殊既得利益集团的阻力和障碍。

#### (九) 基因的传承、变异与培育: 小结与评论

要而言之,在“达尔文式”的法律进化过程中,我们需要始终坚信,在特定的情形下,人类的创造力可以引导一种持续变革的生成性力量,并坚信人类能够运用其政治决策智慧,针对有关改革的集体行动问题达成统一性共识。金融法律制度的演进与变革也是如此,就像生物进化机制一样,它要求被选择出来的金融法律制度也能够保存某种有利于金融发展或经济发展的基因,并能有效地传递下去,这一机制也在某种程度上使得有活力的“制度基因密码”能够在特定金融系统内得到复制与传播。而人类富有创造性的技术创新、设计、表达与沟通能力,可以在法律史演进与比较法的启示下,运用其有限理性与适应性智慧(“金融法之艺术”或“金融治理的法律艺术”),虽然不能完全建构性地设计但却可以大致勾画一个有关金融法制度进化的基本框架与方向,同时将关于金融发展的政治决定在媒体与意识形态领域传播并扩散开去,甚至在特定情形下使得一些不利于金融发展的“惰性基因”产生变异,从而起到加速改革与金融创新步伐的作用。也就是说,影响金融发展的因素具有多元性,很难说法律或法律起源对金融发展具有决定性影响,两者之间顶多也就是统计学意义上的相关关系,但不能断定他们之间存在因果关系。这就意味着我们在探索金融发展的“制度基因”与战略时,也许不必拘泥于法律或法系“基因论”或先天“血统”、禀赋论而在“法律理想主义”与“法系基因宿命论”之间来回摇摆,而是应该积极寻求和利用各种“时空资源”创造政治条件,通过金融与法律精英领导人在立法舞台上的公共决

[47] 参见前注[3],李清池文。

[48] 参见唐寿宁:《行政性一致同意》,载《中国社会科学季刊》1995年冬季号。

策行为,同时辅之以公共教育与传播系统,尽快达成金融创新与法律发展之共识,同时改造国民性中不利于金融发展与财富创造的“惰性、奴性基因”,孵化促进金融发展的“制度基因”或培育“普通法精神”,从而探索一条符合一国国情的资本市场发展道路与战略。在这方面,中国提供了一个似乎不太符合传统理论的挑战性案例。而且这个案例似乎也与主流的法律与金融观点与公共政策意见不很相符。

本文研究发现,中国资本市场发展并非像主流学者认为的那样源自对中小投资者的法律“保护”,而是更多地与政府对“资本市场整体”的“法律家长主义”呵护有关,其中“家国同构基因”而不是“普通法基因”在中国资本市场早期发展中起到了关键作用,这也使得中国的发展路径在全球金融发展史上显得很“另类”。那么,这种中国式“金融发展的特立独行”模式在新的金融形势与格局下究竟面临何种挑战?中国未来的金融发展与改革战略应该如何应对这种挑战?

#### 四、金融发展的“法律家长主义” 进与退：中国悖论及求解

20世纪80年代中期开始,中国的中央政府越来越寄希望于通过资本观念和社会主义的“联姻”,来摆脱国企财务困境乃至当时中国的国家财政危机。1986年11月14日,邓小平会见“纽交所”董事长约翰·范尔霖。范尔霖给中国带来了美国纽交所的股票,而邓小平则将一张上海飞乐音响股份有限公司的股票回赠给美国客人,这标志着当时的中国领导人对“资本观念”的包容性接纳,也意味着中国由此开始了企业公司制和股份制改革的漫漫征途。不过,这时,中国初期的资本市场发展面对的却是一张“制度”白纸,并没有与之相匹配的投资者法律保护体系作为制度支撑。不过,也正是这样,这也给了中国领导人一个机会,在中国这张资本市场发展的白纸上绘制全球最美最好的资本形成及其相关金融法律的宏伟蓝图。

考察中国近代以来的法律变迁史,就会发现,中国在近代史上由于曾受德国、日本等大陆法系民法传统的影响(即所谓近采日本法,远宗德国法的“变法”策略),往往被认为是带有某种成文法系的血统与基因,但中国后来的法律发展则在事实上受“苏联法系”的影响,走上了社会主义法系法律发展道路;改革开放以后,中国在其复杂的混合法律血统中又杂糅了普通法系的某些“基因要素”,使得中国的法律基因更多的带有“混血”色彩。不过,尽管中国自近代以来,在“变法图强”“欧风美雨”以及“社会主义革命”洗礼下,形成了所谓“中国特色社会主义法律体系”(实际上更多的还是大陆法系基因),但“骨子”里还是流淌着儒教的“家国同构基因”,而正是这种“家国同构基因”主导下“法律家长主义”之“呵护与推动”机制,才使得中国资本市场在先天不具有普通法基因传统与法律相对不完备条件下,仍能在中国改革早期的社会主义经济土壤上“野蛮生长”,直到现今成长为在总市值方面仅次于美国的全球第二大资本市场经济体。

然而,这一切又是怎样发生的?

##### (一) 中国资本市场的“初生之婴”与邓小平的“催生术”

20世纪80年代末,随着市场化改革进一步深入,企业改革也越来越深入到产权领域,地方政府也开始尝试直接将集体企业进行股份制改造,然后通过向私人出售企业股份来获得后续性融资,以图改善集体企业资本结构之目的。此时,股票柜台交易(OTC)也开始出现。直到1991年沪、深股票交易所先后成立,中国资本市场才正式诞生。但对于资本市场与社会主义之间如何摆正关系问题,有关“姓社”“姓资”的争议在中国资本市场发展初期更是白热化。1992年初,

由于存在激烈的意识形态争议,中国资本市场面临何去何从的“生死存亡”之秋,邓小平南下深圳进行视察,果断地为中国引入资本市场定下基调。<sup>[49]</sup> 其在关键时刻终于力挽狂澜地从正面肯定了中国发展资本市场和股份制的方向与决心,并以淡化意识形态争论的儒家“实用主义”政治姿态为中国资本市场诞生与成长提供了“合法化”观念基础,而正是这种工具主义、实用主义、实验主义的资本市场发展哲学几乎成为指导中国后30年资本市场发展的主旋律,并且这种“儒教实用主义”与“儒家社会主义”相结合的发展哲学也构成了中国式“法律家长主义金融法律”的核心价值观。

1992年,邓小平发表南巡讲话之后的5月21日,上海股票交易价格全部放开。在市场引导下,股价在此后的三天内突然暴涨570%,结果引发了著名的深圳“8·10事件”,该事件最终促使国务院于1992年10月设立国务院证券管理委员会和中国证监会,来治理中国初期的资本市场,资本市场也得以由地区性试点向全国范围推广。此后的中国资本市场终于迎来了第一个快速发展的十年。1992年到2003年十余年期间,股票市场总共筹集了7967.9亿元的资金,到2003年底,中国已拥有1287个上市公司和七千余万投资者账户。<sup>[50]</sup> 沪、深两个交易所也已基本上建立了全球领先的现代化硬件基础设施——计算机自动交易系统、全国卫星通信系统以及高效结算与清算系统。这些硬件系统与1993年公司法、1998年证券法以及一系列证监会诸多行政规章等“制度上层建筑”一起,构成支撑中国资本市场可持续发展的重要硬件与软件基础设施。

#### (二) 包办婚姻:中国式“资本观念”与“社会主义观念”的联姻

尽管如此,基于政治稳定性和意识形态连续性考量,中国政府并没有实施一揽子私有化措施推动大规模公司上市,而是对一些上市的大型国有企业一直保持国家控股的战略,并以“模糊化”“混合化”“灰色化”的中庸思维对待中国实行的“公私混合的股份制”——这样一种“资本观念与社会主义观念”联姻的战略举措,而这明显表明,中国式“混合股份制”实际上在产生之初,就是一个由中央政府“做主”的“家长主义”式“包办婚姻”。

1992年5月,国务院通过一个行政规章,将股份制企业的股票分为四大类:国家股、法人股、A股、B股。这样,同一个上市公司在发行股票时,就存在四个不同市场,充分体现了“资本观念”与“社会主义观念”在上市公司里虽“同床共枕”但却又“同床异梦”的复杂“联姻”局面,这也使得中国初步形成了上市公司的“流通股与非流通股”并存的“股权双轨制”法律格局。这种格局虽然不是最优,但其妥协与中庸的权力与权利制度结构安排,也比较容易被各方利益集团所接受。在公司立法方面,中国立法者则通过在1993年创造了“法人财产权”这样中庸的“模糊概念”来消弭公有与私有以及国有资产流失方面的政治争论,使得在企业公司化法律改革以及资本市场发展方面尽快地取得了共识,并在某些关键时刻达成有关资本市场法律改革的“执行性一致同意”。

在中国资本市场发展初期,公有股权和私有产权在政府部门和民间部门的分配和比例,往往被认为是中国股市性质的决定性因素。为保持国有资本的垄断地位,国家在立法和公共政策

---

<sup>[49]</sup> 邓小平南巡之后指出:“证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用,允许看,但要坚决地试。看对了,搞一两年。对了,放开;错了,纠正、关了就是了。关了,也可以快关,也可以慢关,也可以留一点尾巴。怕什么,坚持这种态度,就不要紧,就不会犯错误。”参见《邓小平南巡定调股市》系列专题,载腾讯财经(<http://finance.qq.com/zt2010/dxpnx/>,最后访问时间2015-12-06)。

<sup>[50]</sup> 来自中国证监会网站。

上设计非流通股(包括国家股和国有法人股)、流通股即社会公众股的“股权双轨制”并对国有企业上市在立法上也给予了特殊的优惠政策。<sup>[51]</sup> 与西方股份制自发的成长过程不同的是,转轨时期的股份制是“逆向生长”的,即国家通过行政手段,对其全资控制的国有企业进行股份制改造,其改制中的财务运作是这样的:先确定国家控股的地位,然后给社会公众一定比例的股份,接着按所持股份比例出资,国有股东按股票面值出资,而社会流通股按溢价出资,其后再将各自出资额合并形成股份公司总资产。根据股份制同股同权原则,国有股就以权力占有了社会公众的资金。<sup>[52]</sup> 这种“混合股份制公司”从严格意义上讲,实际上是一种“权力”和资本相结合的“准股份公司”而不是真正意义上的权利和资本结合的公众公司。直到1997年“十五大”后,中国开始允许大型国有企业民营化,中国“混合股份制”里“公与私”之间的“交易”活动才有所松动。

### (三) 中国资本市场发展的“赶超冲动”:从“望子成龙”到“拔苗助长”

当我们回顾过去中国资本市场的发展史就会发现,中国政府当初决定建立证券市场,就有其不同于西方国家的战略目的和战略意图。基于政治稳定性考虑,中央政府势必为证券市场赋予很多政治使命:首先,作为一种融资安排,证券市场承担着将国有银行风险转嫁给体制外的非国有企业和民间投资团体或个人的重任,证券市场还承担着诸如国企改革、充实企业资本金、降低国企负债率、为国企脱困提供资金支持等政治任务(1997年7月,中央政府为解决国企资本金不足、负债率过高问题,强调股市要为国企改革服务);其次,股市作为国民经济的重要组成部分,其中蕴藏的“财富效应”可作为拉动总需求、刺激经济扩张的有力“杠杆”(如,1999年5月中旬,为了结束通货紧缩,利用股市“财富效应”以刺激内需);最后,在金融风险加大时为降低国家总体负债水平而作为“去杠杆”的工具。由此,我们可以看到,中国资本市场已经成为中国改革与发展的“工具箱”或“转嫁”改革成本的“后花园”。

在股市所嵌入的政治格局里,国家利益、政府利益、企业利益以及个人利益已被紧紧地捆在一起。中国的资本市场治理者(包括证监会)被赋予了过多的“法律家长主义”的功能与角色,从证券发行到上市公司治理结构的监管,从券商的市场准入到风险处置,从新产品审批核准到投资者教育,从“维稳”到周期性“救市”活动,从调整印花税率到股权分置改革,从外围资金入市以及掌握新股发行节奏,从人民日报特约评论员文章的鼓吹到全方位“观念”投资,我们看到了公权力通过调动国家政治资源促进资本市场发展的雄心,当然也看到了作为“父母官”的政府主管部门“呵护”并“保护”投资者利益的良苦用心。

中国是一个典型的后发型国家,后发国家的一个比较容易犯的病症就是,比较容易形成赶超型冲动,并可能导致“金融抑制”与“金融超常规发展”并存的“增长焦虑症”,以及陷入由此连带的

<sup>[51]</sup> 1993年《公司法》第152条规定,股份有限公司申请其股票上市必须满足以下条件:公司股本总额不少于人民币五千万;开业时间在三年以上,最近三年连续盈利等。同时还规定:原国有企业依法改建而设立的,或者本法实施后新组建成立,其主要发起人为国有大中型企业的,可连续计算。这些上市门槛的规定,就基本上把非国有企业挡在了门外,这些规定在2005年《公司法》和目前的新《公司法》中已经得到了修订。

<sup>[52]</sup> 以乐凯股份为例。该公司首期发行股份19000万股,其中中国乐凯(乐凯股份的唯一发起人和控股股东)以其下属企业所有者权益(评估价为18447万元)认购12000万股(非流通股),每股认购价为1.53元,其余7000万股(流通股)由个人投资者认购,每股6.42元。扣除发行费用和流通股股本,来自公众股东的溢价收入为36290万元。发行后的每股所有者权益为3.25元。控股股东无偿分享了来自公众股东的溢价收入20640万元。数据来自乐凯股份(筹)1997年10月28日签署的招股说明书,载《中国证券报》1997年12月22日,第11~12版。

金融泡沫与金融陷阱以及通货膨胀与通货紧缩的周期性循环困境。在后发型“赶超”战略思维驱动下,中国金融市场发展就体现出了这样的病灶。认真观察就会发现,中国金融与资本市场的早期发展,并没有完备的对投资者的法律保护,其野蛮生长也不完全是源于公司金融的长期自发演进,而更像是生长在有着计划经济体制“基因”并由公权力着力培植下的某种“混血儿”(至少在股权分置改革之前是如此),也就是说公权力在其初期发展过程中扮演了“法律家长主义”的重要角色,甚至在某些特殊时期仰赖于政治动员(针对中国股票市场发展初期股市低迷的困境问题,某些地方官员甚至动员党员干部带头买股票)来“呵护”与推动资本市场的超常规发展,这种动员机制与最高决策层为避免意识形态风险而在政治上“难得糊涂”之间的周期性摇摆,具体体现为“外生性”金融法和“内生性”金融法之间的交织与较量乃至结构性制度变革与“法律家长主义”的“进、退”选择。

中国在赶超、发展型战略的内生驱动下,在金融与法律发展初期是以近乎全方位的外生性“家长主义”介入方式对金融中介与市场实施干预的:扭曲的资本价格管制政策(利率管制和汇率管制)、对以宽松的货币投放来实现特定经济快速发展目标往往有特殊偏好、<sup>[53]</sup>金融中介机构的国有化、金融机构高管任命的行政级别化、政府对证券发行总量和节奏的严格控制,对金融产品与制度创新的压抑(金融特许制以及以非法集资的无限大“口袋罪”对民间融资进行刚性执法和严打)、结构性金融资源配给的行政性策略、过高的金融市场准入设置门槛、为“讲政治”以及顾全“安定团结”政治大局所营造的“维稳型”综合治理举措等,这些“家国同构”基因的公共政策演化使得中国金融业在赶超发展过程中一直都带有“压抑性立法”和“法律家长主义”的某种混合气质。在这种赶超战略驱使下,中央政府更倾向推动股指上扬,从而形成“政策性泡沫”,并给市场参与者带来额外利润,这种额外利润实际上是一种“政策性租金”,也是政府对股市投资者和上市公司的一种“隐含担保”。为了改变中国股市二级市场上散户过多而机构投资者比例过小所导致的投机气氛浓厚、市盈率过高等现实,监管层曾经采取的是超常规发展机构投资者的战略,同时给一些机构投资者在一级市场认购新股的特权(如新基金)。在这种政策下,机构投资者规模迅速扩容,现形成券商、基金、三类企业、保险公司、金融租赁公司和财务公司以及仍处于地下状态的各类资产管理公司或投资公司(地下基金)等相互竞争的格局。应该说管理层的超常规发展机构投资者战略,对于活跃市场、推动资本市场深化功绩卓著。但是由于制度建设以及股市的健康投资理念和文化未到位,累积了很多深层次矛盾,有些机构投资者或在特许权庇护下大肆进行违规操作和内幕交易行为,或在法律的边缘打“擦边球”,从事“灰色交易”,获取大量制度缺位“租金”。尤其值得关注的是,这些机构投资者多为国有性质或准国有性质,其代理人赌博的“道德风险”更为浓重,他们在政策特许权制度环境下寻求“政策租金最大化”,而政府信用则被这些国有机构投资者“抵押”给了股市,这进一步加重了政府对股市的“隐含担保”,使中国资本市场的制度风险一步步放大。所幸的是,中国监管层已经通过股权分置改革等一系列法律改革措施,适应性地进行了纠正,资本市场发展的“法律家长主义”色彩随着市场化改革的推进而不断淡化。(未完待续)

(责任编辑:黄韬)

<sup>[53]</sup> 央行虽然早在1998年就针对商业银行的过度放贷问题而取消了银行贷款规模额度计划管理,但在此后的操作过程中仍会故伎重演。