

金融发展对经济增长的 促进作用及其持续性研究

——基于英美、德国、法国法系的比较视角

黄 宪 刘 岩 童韵洁

(武汉大学经济与管理学院,湖北武汉 430072)

摘 要: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的经营理念,提出法系影响金融发展与经济增长关系的社会和适应两个机制,并对其影响机理进行分析。在此基础上采用动态面板 GMM 方法,对包括英美、德国和法国 3 个法系共计 98 个经济体的面板数据,实证检验了不同法系下金融发展对经济增长的促进作用及持续性的差异。本研究得出以下结论:法系的经营理念 and 特征会通过社会机制和适应机制,影响一国金融发展对经济增长的促进作用;分法系看,德国法系下金融发展对经济增长促进作用的持续性最强,英美法系居中,法国法系最弱。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:金融发展;经济增长;法与金融;法系

JEL 分类号:G10, K20, O11 **文献标识码:**A **文章编号:**1002 - 7246(2019)12 - 0147 - 22

一、引 言

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,成为世界上最强大的国家,与前苏联一道被分别视作市场经济、计划经济的

收稿日期:2018 - 12 - 05

作者简介:黄 宪,经济学博士,教授,武汉大学经济与管理学院,E-mail:hxian@whu.edu.cn.

刘 岩(通讯作者),经济学博士,助理教授,武汉大学经济发展研究中心,武汉大学经济与管理学院,E-mail:yanliu_ems@whu.edu.cn.

童韵洁,金融学硕士研究生,武汉大学经济与管理学院,E-mail:tongyunjie333@163.com.

* 本文得到国家自然科学基金国际合作项目(71661137003)、青年项目(71503191)、重点项目(71733004)以及教育部社科重大课题攻关项目(17JZD015)的资助。感谢匿名审稿人、课题组成员以及若干研讨会与会者的意见和建议。文责自负。

代表。1991 年前苏联解体,学术界曾一度茫然,难道经济发展模式的选择就这么简单?面对空前的一元化局面,部分学者仍然表现出批判性思维,敏锐地指出即使在资本主义世界里,社会和经济模式也是多元化的。如今国际经济格局又出现巨大的变化,对各类金融发展模式与经济增长关系的比较研究意义再度凸显。对于已经成为全球第二大经济体但仍处在关键发展期的中国,如何完善自身金融发展与经济增长模式这一问题,同样可以从国际比较研究中汲取理论与经验指导。

研究金融发展与经济增长的关系有多种视角,本研究选择从法系角度考察金融发展对经济增长的促进作用及其持续性。选择这一视角,源于美国、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。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变动趋势。从图中可以发现,三国的银行业利润率规律性地高于工业利润率。考虑到行业高杠杆、特许经营权等特征,这一现象容易理解,让我们感兴趣的是,这三国银行业与工业的利润率之差的变动特征表现出很大差异。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 年开始不断加速提升且与工业利润率没有明显的关联。反观德国与法国,两者之间却基本呈现出一种较为稳定的同步相关趋势。其中德国在 2010 年后,银行业与工业利润率的差距还呈现收敛态势。这一特征事实,激发我们从法系视角,对金融发展与经济增长的关系进行更细致的考察。

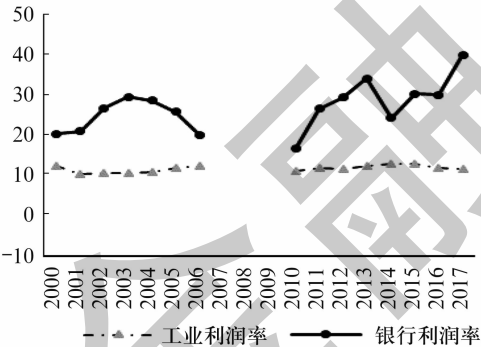


图 1-1 美国银行业和工业利润率比较

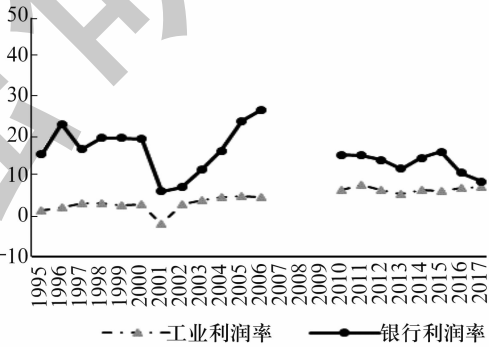


图 1-2 德国银行业和工业利润率比较

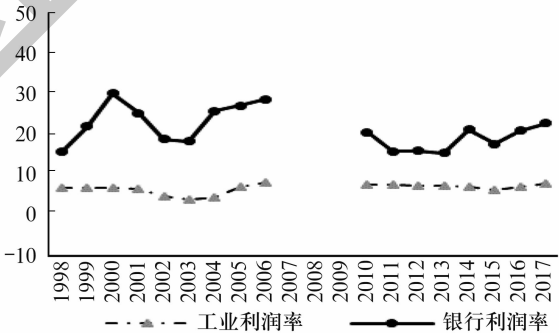


图 1-3 法国银行业和工业利润率比较

注:利润率指标为(营业利润 / 营业收入),单位为%;数据来源:Bloomberg 数据库,剔除 2007—2009 年金融危机异常值。

金融发展研究领域一个普遍共识是,金融发展在“很大”范围内会促进经济增长。然而,由于“最发达”的美国金融体系在2007年爆发危机并引起了全球经济衰退,学术界开始反思这个所谓“最发达”金融体系的合理性,对金融发展促进经济增长的范围进行界定。问题的核心是美国及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?一类有代表性的观点体现在BIS的研究报告(Cecchetti and Kharroubi, 2012, 2015)中。该组报告提出一个基本问题:“金融体系的任何规模和发展速度都是无须考虑的好事吗?臃肿的金融体系会拖拽经济的发展吗?”通过对私人信贷、金融部门规模、金融业雇员的增长及其对生产率和经济增长的作用效果的实证分析,该组报告发现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经济增长呈倒U形关系。同时,该组报告还通过多重均衡模型从理论机制上剖析了金融业过快发展如何通过人力资本、资金配置等渠道挤压了实体部门的发展。金融发展对经济增长促进作用的非线性性,与该领域早期研究中简单的线性正向作用结论出现了较大出入。

从20世纪90年代开始,就有学者陆续考察金融发展对经济增长的非线性作用。De Gregorio and Guidotti(1995)发现,在1960年至1970年之间,高收入国家的金融发展和经济增长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。Rioja and Valev(2004)、Law and Singh(2014)与Arcand et al.(2015)等一系列后续研究,均稳健地说明金融发展与经济增长间存在倒U形关系。国内学者也有相关研究,如林毅夫和姜烨(2006)与林毅夫等(2009)指出,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适配联系。张杰和杨连星(2015)指出中国当前以各种形式表现出来的金融体系问题亟待改善,这将会侵夺制造业等发展所需要的宝贵资源。黄宪和黄彤彤(2017)发现中国同样存在金融“超发展”现象,指出较之于实体部门,金融部门的发展若超过一定的“厚度”和“宽度”,反而会不利于经济的持续增长。

同样从20世纪90年代末开始,法与金融研究领域的兴起,将一国金融体系的发展与其法律体系深刻地联系在了一起。以La Porta et al.(1998)的研究为标志,法与金融领域的研究系统论证了根植于法律体系的产权保护和投资者保护对金融体系的效率有着基础性作用,显著地影响着一国金融发展水平和特征;而一国法律体系的源头,即其法系归属,又扮演了纲领性的关键角色。Levine(1999)进一步指出,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,而不同的法系归属会通过金融发展对经济增长发挥重要影响。La Porta et al.(2008)的综述总结了法系对一国法制和监管框架进而对经济增长所产生的重大而深远的影响。

毫无疑问,以上两个研究领域的发现都极有价值。由于法系对金融发展水平与特征有着基础作用,结合近年来所发现的金融发展对经济增长非线性作用的证据,本研究推演出一个重要的理论问题:法系是否会影响金融发展对经济增长促进作用的持续性?就所知,目前尚无文献对这一重要问题进行系统剖析。本研究尝试从法系视角,分析英美、德国、法国三个法系如何通过法源及法理特征所衍生形成的社会机制与适应机制,影响不同法系国家金融发展与其经济增长之间的关系特征,并对此进行实证检验。

知名的商法学家 Friedman and Pérez Perdomo (2003) 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,在其发展中发挥着媒介作用和传导功能。”我们认为,正是法律传统和思维的强大作用,使同一法系下的金融体系和经济结构在资源要素配置的理念、业务模式、组织结构设计和规则拟订、价值引导及社会认知等方面显示出深刻的一致性和亲缘性,进而延伸为金融发展与经济增长间的关系在法系层面的共性特征。诚然,法与经济、金融两个学科研究对象间存在庞大和复杂的交互作用,内生性问题难以较好解决。然而,这一综合性研究视角体现了学术界对一个重要而复杂的问题从各种角度探索的不懈追求¹。

本文余下结构如下:第二部分从法系理念出发,通过各法系下社会机制和适应机制两个维度,论述三类法系下金融发展对经济增长促进作用效果的差异及原因;第三部分为实证研究,采用动态面板 GMM 方法对包含 98 个经济体的样本进行分析,检验英美、德国和法国三类法系下金融发展与经济增长间的异质性特征;第四部分是本研究的结论、启示与政策建议。

二、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

(一)“社会机制”和“适应机制”的界定

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,以“强制移植”和所谓“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。学术讨论中有很多分类,当代法学界基本认同的划分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(米健,2010)。本研究主要对英美法系、德国法系及法国法系这三类代表性法系展开比较分析。

为便于理论梳理,我们首先对法系影响金融、经济关系的相关机制做出界定:“社会机制”指特定法系影响下的社会要素商品化范围和深度,人力资本的价值体现方式,国家与个人权利的界限等元素对金融发展模式与经济增长关系的影响;“适应机制”指特定法系影响下的金融体系资源配置特征,金融监管理念、方式以及标准等元素,在面对经济增长变化产生新需求时的适应能力。法与金融的已有研究指出(Mahoney, 2001; Beck et al., 2003; Rajan and Zingales, 2003; Beck and Levine, 2005; Acemoglu and Johnson, 2005),世界各国法律体系对金融发展的影响,可以概括为政治性和适应性两个渠道。其中,政治渠道主要指法律体系通过对国家与个人权利的界定进而对金融发展的影响,也包括由此

¹ 影响金融发展与经济增长关系因素很多,内生性问题自然也很多。正如 Goldsmith 所说:“由于当下在金融发展方面的史学研究较为欠缺且不够透彻,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。”这句话的含义是,金融发展对经济增长的促进作用的决定性影响因素很多、难以穷尽,且内生性很强。因此,唯有多视角对这一关系进行研究,才可以将其逐步丰满。

衍生的国家政治行动所带来的直接作用。本研究借用这套分析思路,将其从单纯的政治范畴扩大到社会范畴,从仅考虑公域与私域关系的政治渠道,拓展到可以涵盖多个渠道的社会机制。与之对应的,我们将原有的适应性渠道拓展为适应性机制。值得注意的是,法系在社会机制与适应性机制诸渠道所产生的作用,可能互相存在交叉。

(二)各法系法源和法理特征对两种机制的影响

大陆法系与英美法系各自理念特征的差异表现主要围绕着私人权益保护这个核心展开。私人权益保护的本质是公法与私法的区分:英美法系强调对国家权力的限制,给予私人缔约行为以完全的自由与保护;大陆法系则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调节,而非绝对化私人缔约自由。在形式上,大陆法系崇尚规则,具有逻辑缜密的规范法系特征,而英美法系则避免过多的定式化法律规范,强调程序与判例。法学界对此的基本概括可总结为,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。

在社会机制中,本文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。大陆法系一般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属性优先于私人利益属性,且政府的权力范围一般高于英美法系国家,对国家和社会生活中的各项金融、经济活动加以干预,以限制经济、社会无秩序状态的出现;而英美法系在社会机制表现中,则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)。

法系的适应机制重点考察金融体系资源配置的法理基础和金融监管理念、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主动做出针对性反应。法国法系与德国法系虽同属大陆法系,但两者之间也存在差异。法国大革命后,受拿破仑法哲学影响,法官不再对案件的判决进行法律解释,而只是依赖于规范化法典进行判决,这就使得法国法系具有滞后性,并在法国法系被移植到殖民地国家后尤为凸显。与此不同,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,这有利于在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(Beck and Levine, 2005)。因此,德国法系适应能力要超过法国法系。

接下来,我们以这两种机制为框架,详细论述法系特征如何影响金融发展和经济增长间的作用关系。

(三)社会机制与适应机制下各法系金融和经济运行的特征和关联

1. 社会机制:市场商品化程度及人力资本的价值与配置特征

如前所述,社会机制涵盖市场要素商品化、人力资本价值、国家与个人权利界定等三

个方面的内容。其中国家与个人权利界定方面属于法与金融文献所论述的政治渠道,相关阐释已经较为充分¹,我们将主要针对其他两个方面展开论述。

(1) 市场化或商品化的范围和深度

金融行业十分特殊,它是具有很强社会公共品属性的私营行业。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作用的机理。我们借用阿尔贝尔(1995)的研究来说明法系差异对此的影响。如图 2 所示,社会七项要素中,除了宗教之外,其他都具有商品属性。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。这一差异与不同法系理念下所形成的经济、金融体系及文化自然相关。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。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国家干预的增加,可以制约私人缔约行为的外部性影响。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也呈现出不同的偏好。

一个国家社会诸元素一定程度的商品化是其正常金融、经济活动得以展开的基础,也是其金融体系得以深化发展的必要条件。金融活动的基础单元证券合约,就是建立在一方所承诺的未来现金流得以商品化的基础之上。从这个角度看,我们甚至可以将事物的金融化视作其商品化的极致。然而,经济对象的过度金融化,可能导致相应的金融活动脱离经济基础。2008 年国际金融危机之后,引起政策界、学界重点关注的一个重要问题就是商品期货的过度金融化(Singleton, 2014; Henderson et al., 2015),即商品期货投资品属性的加强与现货价格风险对冲功能的减弱甚至脱节。针对这一现象, Sockin and Xiong (2015) 的理论模型分析表明,商品期货市场的过度金融化会降低期货价格的信息效率,带来无效的大幅价格波动。

诚然,商品期货金融化仅是社会要素商品化、金融化的一个侧面。但 2008 年国际金融危机中所暴露出来的金融产品和交易高度复杂化等问题,实质反映的是以美、英等为代表的金融体系利用技术手段过度提高产品金融化程度,获取超额租金收益,但却未能有效服务于实体经济活动的问题²。从社会机制源头的角度观察,我们可以看到英美法系相较于大陆法系,天然地倾向于社会要素的商品化乃至金融化,进而容易诱发金融体系脱离实体经济的弊病。

1 各个法系基于各自的理念与传统,权衡私人合约自由裁量权与国家基于公共目标对私人缔约自由的干预权,从而形成不同的金融体系、深度与广度,影响了金融发展与经济增长的关系。由于对国家和个人权利划分是私有产权的基础,因此一般而言大陆法系国家对私有产权的保护要弱于英美法系国家。Mahoney (2001)、Beck et al. (2003)、Acemoglu and Johnson (2005) 等尤其强调私有产权保护的差异导致国家间金融发展和经济增长结果的差异。

2 Friedman (2009) 对此问题进行了系统阐述。对这一重要问题的理论分析可见 Bolton et al. (2016) 等文献。同时, Philippon (2015) 重要的历史数据整合工作显示,美国金融体系经历了长期的规模扩张,但却并未带来金融效率的增长。

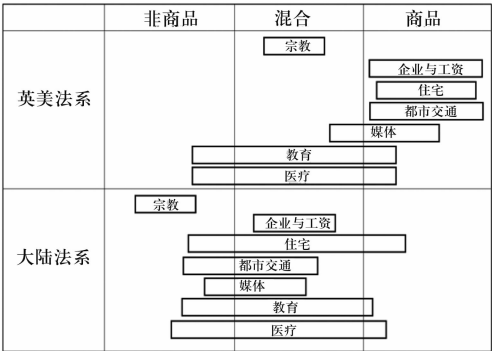


图2 英美法系与大陆法系市场
资料来源:阿尔贝尔(1995)第76页。

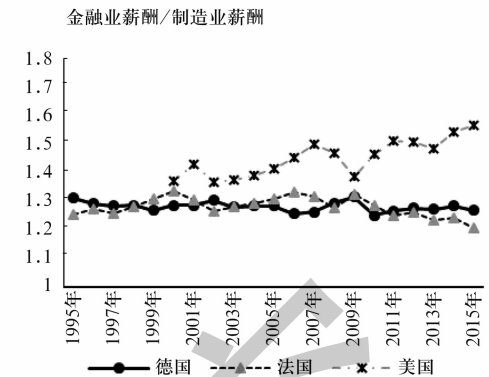


图3 三国金融业和制造业人均薪酬的相对值
资料来源:WORLD KLEMS 数据库。

(2)人力资本的价值体现方式与配置特征

不同行业对于高素质人力资本的竞争,人才价值的体现和人力资本在各行业间的配置影响很大。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效率具有显著影响。

英美法系强调私人权益,其人力资源偏重追求最佳竞争力。英美人力资本模式更多认为,金融机构的最佳竞争力来自个体的最优,因此要在市场上挑选最优者。但这很容易带来个人薪酬的“明星”效应,出现极高的工资溢价。实体部门的企业常常无法与金融业竞争,最终导致人力资本在部门间配置的扭曲。

大陆法系注重公共利益与群体利益目标协调,对个人价值与利益竞争的追求更为平稳。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。法国与德国类似,也采取了学徒制的教育方式,但与德国大部分青年通过学徒制成功进入工作领域不同,法国接受职业中学教育的青年成功就业的比例相对要小,很多学徒们长期承担基础和琐碎的工作,往往没有什么发展前途(杜瓦尔,2016)。

图3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趋势。从中可见,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,且走势基本稳定;而美国金融业与制造业的人均薪酬相对值长期高于1.5,且不断上升。与此对应的,英美法系中社会精英将更多聚集在金融行业而疏远工业;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则更为均匀¹。优秀人才的聚集,对该行业发

1 Philippon and Reshef(2012)对美国金融业工资历史变动进行了详细的分析,说明第二次世界大战后持续快速增长的工资溢价并不反映金融从业者技能、劳动生产率的上升。Boustanifar et al. (2018)在前文基础上,比较了全球23个主要国家的金融部门工资溢价变动趋势;从其结论可以看出,英美法系国家明显比大陆法系国家更容易出现长期的金融工资溢价增长趋势。

展的速度和质量极为重要。人力资源的配置如果出现很大扭曲,则会严重降低各行业的资源配置和产出效率。

近年来,金融发展研究领域尤其注重从社会整体角度,衡量人力资本配置模式对金融发展和经济增长关系的影响。Philippon (2010) 的理论分析表明,当一国经济增长主要依靠人力资本积累时,金融部门的过度发展通过人力资本错配会对经济增长造成负面影响。Glode et al. (2012) 的理论分析说明,金融机构的竞争造成专业人才的工资溢价,并且这种溢价会随着金融业由单纯中介业务向复杂的交易业务发展而加剧。Kurlat (2019) 进一步从理论模型出发,量化了美国金融业对专业才能的过度投资与社会效率损失。这一系列研究都表明,金融体系的过度发展有可能通过人力资本渠道,对实体经济增长造成负面影响。由此,我们有理由相信法系所带来的人力资本价值体现及配置模式差异会影响金融发展与经济增长间的关系。

2. 适应机制:金融体系资源配置及金融监管理念和标准

(1) 金融体系结构和资源配置方式

英美法系与大陆法系在金融模式方面的主要区别在于前者以市场体系为主而后者以中介体系为主。英美法系对于产权保护度高、国家权力限制较多,社会有着最大限度的缔约自由,从而有利于直接金融的发展。大陆法系则对公共利益和社会目标有更多强调,较强国家干预容易导致直接融资成本较高,转而有利于间接融资的发展。两类模式在资源配置及经济增长方面的优劣,学界争论从未停止。我们简要概括如下。

认为金融市场配置资源占优的主要理由为:第一,资本市场在资金配置上优化了企业资本结构;第二,对于任何个人投资者,品种和数量众多的股票和债券以及丰富的衍生工具,使得任何风险都可以对冲,有助于获得最充分的风险分担;第三,直接融资比银行等间接融资的成本更低。如果再考虑市场并购,好的企业在并购其他企业时,相当于获得了一笔低成本的融资。

支持中介体系配置资源占优的主要理由为:第一,间接契约有利于事前甄别和事后监督;第二,银行业有强大的支付系统与优势;第三,中介机构直接控制企业股权(如主银行制),使得机构与企业的关系紧密且长久;第四,银行导向国家的大银行往往同时以利润和公共利益最大化为经营目标,更容易配合政府政策来平滑经济周期;第五,企业的退休基金存放于中介体系,免于金融市场波动,有助于跨期风险分担。

图 4、图 5 分别显示了德国、法国、英国及美国的金融发展水平与金融结构的时间变动¹。图 4 表明,在时间序列上,法国和德国的金融发展水平在总量上明显低于英国和美国,然而这就能够表明英美的金融业发展程度要高于德国和法国吗? 图示 5 显示,在金融

¹ Goldsmith (1969) 指出,在金融发展分析中,金融本身比率的水平和变动不那么重要,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。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 数据难以获取,绝大多数学者以股票市值作为替代。我们的研究遵循文献传统,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指标。

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。不过在 1988—2015 年期间,其金融结构变化走势呈现出收敛或趋同的态势: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,各国的金融结构都在进行适应性调整。究其原因,关键之处在于两个方面:第一,1991 年欧盟启动后,区域内银行业探求新的发展方向,出现了并购重组潮,带来直接融资比例的上升¹;第二,2008 年国际金融危机后,美英理论界和实务界反思了中介机构高度市场化理念和追求短期高回报行为的利与弊,并进行了相应调整。考虑到相似的人均经济发展水平,我们均可以直观看到英美与德法两组国家在金融发展的总量和结构方面,都存在较大差异。这提示在不同法系下,金融发展对经济增长的作用机理和促进效应的持续性会存在差异。

(2) 法系理念差异下的金融监管

英美法系国家金融监管宽容度较高,这是由于其法系原理更偏向于对私人缔约权利的支持。这一特征的优点在于允许了更多的金融创新进入试错期,使得那些优秀的金融创新不至于一开始就被扼杀在摇篮里。然而其缺陷也很明显,有相当部分金融创新可能对社会有破坏性和负作用,或是为创新而创新,导致资金在系统内空转,或是在系统内累积风险,引发金融危机,甚至是经济衰退。

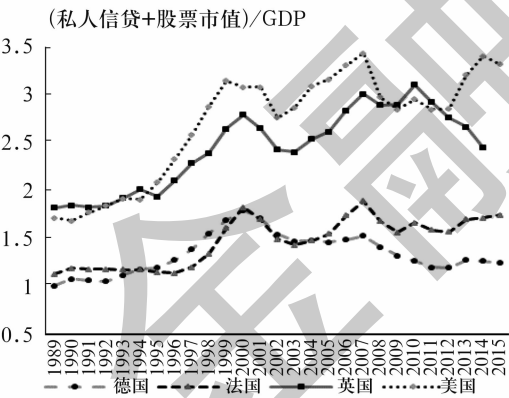


图4 四国金融发展水平比较

数据来源:GFDD 数据库、WDI 数据库。

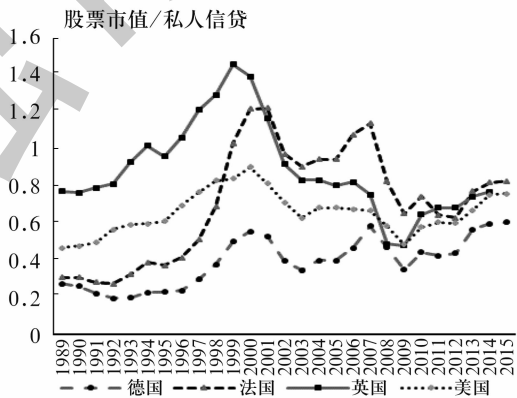


图5 四国金融结构比较

数据来源:GFDD 数据库、WDI 数据库。

反观大陆法系国家,其金融监管宽容度较低,这是因为大陆法更偏向考虑公共利益及其对私人缔约的限制。这一特征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地只能围绕实体经济去拓展,不易出现由金融危机引发的经济危机。缺点是对更多

1 法国于1990年开始资本市场融资比例不断提升,甚至一度高于英美两国,有其特殊的时代背景。当时法国政府在自由经济方针的政策引领下,认为资本市场能够提供接近无穷的融资空间,特别在1998年深度改革后越发如此(梅维尔,2014)。

的金融创新进行了限制,使得金融业活力不足。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的区别。以德国为例,其十分重视宏观、微观审慎监管。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)。与此稍有差异,法国传统上的金融监管较严,国家干预与控制色彩浓厚。20 世纪 90 年代后,受全球化、欧洲一体化与金融自由化的影响,法国进行了大量改革,逐渐形成以市场规则为基础的金融监管体系。但由于法律及历史等因素,法国政府直接干预和金融管控思维影响依旧存留。

(四) 各法系金融发展对经济增长促进作用和持续性的统计分布

我们对各法系的金融发展与经济增长关系是否呈现出较多的亲缘性趋同特征给出初步的经验证据。利用世界银行 WDI 和 GFDD 数据库,我们得到涵盖 98 个国家(地区) 1989—2015 年的非平衡面板数据样本。再参考法与金融文献的标准(La Porta et al., 1998; Ang and Fredriksson, 2018),将样本细分为英美法系、德国法系及法国法系三个子样本,分别包括 24 个、17 个、57 个样本(具体分类见附录)。

图 6-1 至图 6-4 分别对全样本及 3 个法系子样本,绘制了金融发展水平(横轴)与经济增长(纵轴)之间的散点图。全样本、英美法系以及法国法系子样本的金融发展水平与经济增长表现均呈现较为明显的倒 U 形非线性关系。德国法系子样本的金融发展水平与经济增长之间倒 U 形关系较弱,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。这一初步证据表明三个法系下金融发展与经济增长间的关系存在明显差异,表现为金融发展作用拐点位置存在区别。下一部分,我们将对此进行系统的实证检验。

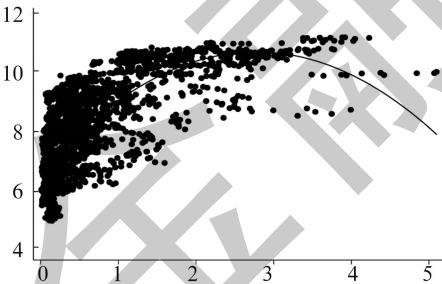


图 6-1 全样本

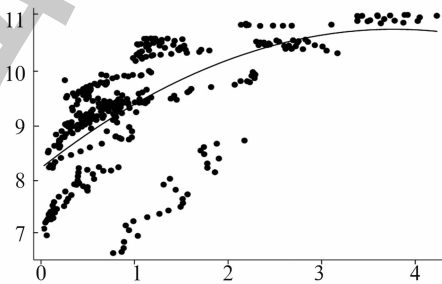


图 6-2 德国法系

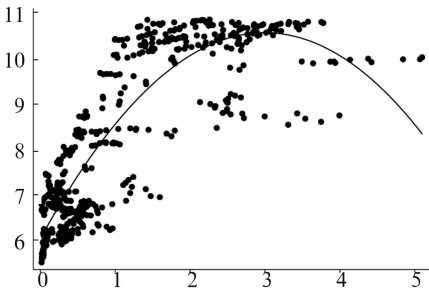


图 6-3 英美法系

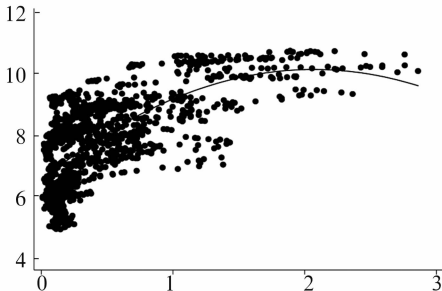


图 6-4 法国法系

三、实证模型的设计及检验结果

(一)变量定义

回归分析中, $\ln Y_{it}$ 为被解释变量,表示第 i 国在 t 期的人均真实 GDP 对数值。主要解释变量为金融发展水平 FD_{it} ,遵照文献标准将其定义为各国私人部门信贷与股票总市值之和除以 GDP。与文献一致,我们使用平方项 FD_{it}^2 捕捉金融发展与经济增长的非线性关系。控制变量统一表示为 X_{it} ,包括人力资本水平(以中学入学率来衡量)、政府支出(政府直接调控政策对增长的影响)、贸易开放度(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(城镇化对增长的影响)等。在稳健性检验部分,我们进一步引入金融结构指标(股票总市值/私人部门信贷)作为控制变量。各变量含义如表 1 所示,数据来源为世界银行 WDI、GFDD 数据库。

表 1 变量定义

变量名	具体含义	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
FD	金融发展水平	(股票总市值 + 私人部门信贷) / GDP
FS	金融结构	股票总市值/私人部门信贷
URBAN	城镇化程度	城镇人口 / 总人口
SEC	人力资本	中学入学率
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
GOV	政府支出	政府消费支出 / GDP
CPI	通货膨胀率	消费物价指数

(二)计量模型和描述性统计

金融发展与经济增长实证研究的一个常见技术障碍,在于被解释变量的序列相关性使得通过固定效应回归克服缺失变量内生性问题的方法失效。本研究参考以往文献的常用做法,通过动态面板一阶差分 GMM 估计来克服上述技术问题。此外,由于我们并不能保证法系分类的随机性,法系子样本内及总样本的分布特征可能不同,因此我们对总样本和各子样本分别进行估计。总样本所采用的基准模型如下:

$$\ln Y_{it} = \theta_1 \ln Y_{it-1} + \theta_2 \ln Y_{it-2} + \alpha FD_{it} + \beta FD_{it}^2 + X_{it}^T \xi + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

(1)

而 3 个法系子样本的基准模型如下:

$$\ln Y_{it} = \theta_1 \ln Y_{it-1} + \alpha FD_{it} + \beta FD_{it}^2 + X_{it}^T \xi + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

(2)

其中, μ_i 表示国家固定效应。为充分控制残差的序列相关性,总样本估计中我们使

用了被解释变量的 2 阶滞后项,而子样本模型中仅需使用其 1 阶滞后项(使用相同的滞后设定不影响主要结果)。我们统一使用一步法进行 GMM 估计,并使用稳健标准误。此外,我们注意控制各组回归的工具变量数目,使其与界面样本数接近。

总样本数据的描述性统计结果如表 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水平程度有很大差异。下面还报告了经济发展水平、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的描述性统计结果。

表 2 描述性统计结果

变量	均值	标准差	最小值	最大值
lnY	8. 2862	1. 5512	5. 0866	11. 2447
FD	0. 7137	0. 7568	0. 0096	4. 2302
FS	0. 4760	0. 5861	0	5. 8804
URBAN	0. 5448	0. 2199	0. 0534	0. 9786
SEC	0. 7428	0. 323	0. 0493	1. 6681
OPENNESS	0. 706	0. 3516	0. 1109	1. 9936
GOV	0. 1474	0. 0493	0. 0298	0. 5972
CPI	0. 1032	0. 2229	-0. 3584	3. 3845

(三)实证结果分析

与研究经济增长的文献保持一致,为了消除短期经济波动的影响,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。表 3 报告了总样本金融发展与经济增长的一阶差分 GMM 回归结果。其中,AR(2)检验结果表明残差项不存在 2 阶差分序列相关性;Sargan 检验结果表明所选择的工具变量不存在显著的过度识别问题,即设定的工具变量有效。

该表第 1 列汇报了金融发展与经济增长之间的基本关系,不包含控制变量。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,显著性水平均为 1%。这表明就总样本而言,金融发展与经济增长间存在倒 U 形关系,金融发展对经济增长的促进作用存在拐点。这一结论与前述总样本散点图中的倒 U 形关系一致,也与近年来已有的相关研究结论一致。另外,被解释变量滞后 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需要得到控制。此后我们逐渐增加控制变量,但两者之间非线性关系依然稳健。

表 3 中第 6 列报告了包含所有控制变量后的回归结果。从中可以看到,金融发展水

平的一次项系数与二次项系数分别是 0.2693 和 -0.0421,显著性水平均为 1%,金融发展与经济增长之间呈现出明显的倒 U 形关系。利用回归结果估计系数计算出拐点的估计值是 3.198,即当私人部门信贷与股票总市值之和占 GDP 比小于 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 GDP 比大于 3.198 后,金融发展水平的进一步提升会逐渐降低经济增长速度。

表 3 总样本金融发展与经济增长的实证结果

解释变量	(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
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,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。

接下来重点分析法系子样本的实证结果。表 4 汇报了相应结果,其中第(1)列对应德国法系,第(2)列对应英美法系,第(3)列对应法国法系。这 3 组回归中,我们纳入了所有控制变量。

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,这说明德国法系下,只有当私人部门信贷与股票总市值之和占 GDP 比大于 3.74 时,金融发展水平的进一步提高才会降低经济增长速度。这一拐点数值明显高于总样本金融发展作用的拐点(3.198),说明德国法系下金融发展水平对经济增长出现抑制作用的阈值,较总样本要晚很多。

英美法系的回归结果显示,其金融发展水平一次项系数为 0.2389,二次项系数为 -0.0411,且都在 5% 的显著性水平下显著,说明英美法系下金融发展与经济增长间同样呈现倒 U 形关系。对应的拐点为 2.91,不仅低于德国法系样本,甚至还低于总样本的拐点值。这表明英美法系下金融发展对经济增长的促进作用不仅存在着明确的倒 U 形关系,而且其促进作用的持续性要低于德国法系。

法国法系样本的回归结果显示,其金融发展水平一次项系数为 0.4916,二次项系数为 -0.1101,显著性水平都是 1%,同样也表明了其金融发展水平与经济增长间存在倒 U 形关系。利用估计系数计算出的拐点为 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最早,即法国法系下金融发展对经济增长促进作用的持续性最弱。

表 4 法系分样本金融发展与经济增长的实证结果

解释变量	(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)

续表			
解释变量	(1)	(2)	(3)
<i>SEC</i>	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
AR(2): p-值	0.3754	0.3446	0.2149
Sargan test: p-值	0.9158	0.2626	0.8805

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

图 7 更为明确地展示了这三类法系金融发展与经济增长非线性关系及其拐点位置的差异。各曲线根据表 4 的估计系数绘制而成,横轴表示金融发展水平,纵轴表示经济增长。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,体现出明显的差别。

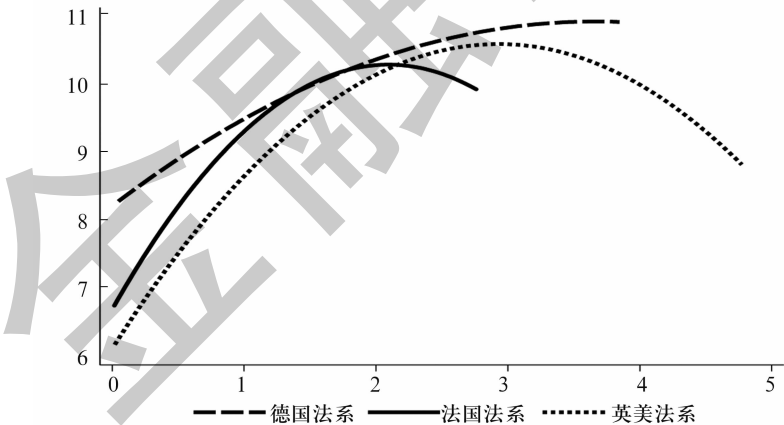


图 7 三大法系经济增长拐点位置比较

为了更加精准地对比不同法系下金融发展对经济增长作用拐点的大小,我们设计了如下方法对三个拐点的差别进行统计检验。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,说明这三大类法系下金融发展对经济增长的非

线性作用拐点值在统计上有显著差异¹。

(四)稳健性检验

在稳健性检验中²,我们首先考察金融结构是否会影响到不同法系下金融发展与经济增长之间的关系。稳健性检验的结果表明,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作用的拐点位置,它们分别是 3.19、3.40、3.11 和 2.32,与基准结果计算的拐点基本相同,排序也完全一致。此外,Sargan 检验以及 AR(2)序列相关性检验的结果表明此时模型设定同样有效。

此外,我们将中国从德国法系样本中删除后进行稳健性检验。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几乎不变,且都在类似水平上显著。再计算其拐点,各自数值也基本无变化。最后,Sargan 检验、序列相关性检验也与基准结果保持一致。

四、结论与启示

概括三类法系子样本中金融发展对经济增长促进作用的实证结果,本文得出以下结论:德国法系促进作用的持续性最高,英美法系促进作用持续性居中,法国法系促进作用持续性在三者中表现最弱。将上述实证结果与前述法系特征对金融发展与经济增长间关系的影响机理分析相结合,可以给予我国理论界和实务界一些有意义的启示。

按照金融规模总量来衡量金融发展效果是有缺陷的。我们的研究结论表明,这类规模口径下所谓高水平金融发展不一定会促进经济持续增长。金融发展模式各核心要素如果不是紧紧围绕实体经济的持续增长,那么这样的金融发展就会陷入“自我利益追逐和循环”的膨胀怪圈,并最终出现抑制经济增长的负面效应。

直接融资占比超过间接融资的金融结构能更好地促进经济增长的观点,值得商榷。我们的实证研究表明,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,或者说经济增长下降的拐点出现得更早。这反过来说明直接融资为主的金融结构并不一定能持续性促进经济增长。衡量我国

1 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 次项和 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 $\hat{b}_i/(2\hat{a}_i) = \hat{b}_j/(2\hat{a}_j)$, 等价于检验零假设 $\hat{b}_i \hat{a}_j - \hat{a}_i \hat{b}_j = 0$ 。在面板数据基本假设下, $\hat{a}_i, \hat{b}_j$ 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。通过辅助模拟计算我们发现 $\hat{b}_i \hat{a}_j - \hat{a}_i \hat{b}_j$ 的分布很接近一个正态分布,因此我们可以直接计算其方差,构造 t - 统计量。由 i, j 间的独立性,我们有 $\text{var}(\hat{b}_i \hat{a}_j - \hat{a}_i \hat{b}_j) = \text{var}(\hat{b}_i \hat{a}_j) + \text{var}(\hat{a}_i \hat{b}_j)$ 。由多元正态分布的 Isserlis 定理可知, $\text{var}(\hat{b}_i \hat{a}_j) = \text{var}(\hat{b}_i) \text{var}(\hat{a}_j) + 2[\text{cov}(\hat{b}_i, \hat{a}_j)]^2 = \text{var}(\hat{b}_i) \text{var}(\hat{a}_j)$, 其中由独立性可得 $\text{cov}(\hat{b}_i, \hat{a}_j) = 0$ 。这样,我们就得到近似的 t - 检验统计量。

2 详细结果可向作者索取。

资本市场健康发展的标准不应是上市公司的数量,而应是上市公司的质量;同时,应将资本市场定位于注重服务于那些在我国经济发展中最有活力的企业。

基于法系分类的研究结果表明,一国金融发展模式对促进其经济增长的作用强弱和持续性程度,除了与其所归属的法系在资源要素配置理念、业务模式、规则制定、价值判断和社会认知等因素有关之外,还与其在法学哲理等因素影响下构建的整体社会制度有关。

综合以上,自然引出对我国金融发展模式如何取向和完善的思考。对于促进经济增长,没有最优或完美的金融发展模式。本文研究表明,除了英美法系模式之外,德国等大陆法系下的金融发展模式也应高度重视。更为重要的是,中国是有着悠久且连续历史文化传统的大国,它孕育了许多优秀的传统哲理和文化。无论数千年传统文化还是社会主义市场经济理念,都倡导协调发展,不鼓励只追求自我利益最大化下的“贪婪”。因此,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,需要深入考察和汲取各模式中适合本国的元素,通过不断吸纳、扬弃和完善,才能使我国金融发展能最有效促进经济的持续增长。

最后,我们提出一个值得学术界深入探讨的问题。各金融模式对经济增长的促进作用,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及作用机理,从另一个视角探讨了金融发展对经济增长促进作用持续力的强弱,但这也只能丰富这一领域的研究。相关的理论探索,不应仅局限于单一因素及结果间的单向因果关系,更应当注重多维度因素的综合考察,以求更全面地理解并完善能够促进经济持续增长的金融发展理念与模式。

参 考 文 献

- [1] 米歇尔·阿尔贝尔,1995,《两种资本主义之争》,庄武英译,台北聊经出版公司。
- [2] 贝晓阳,2007,《法国金融体系》,经济管理出版社。
- [3] 大木雅夫,2006,《比较法》,范愉译,法律出版社,第102~110,240~242页。
- [4] 黄宪和黄彤彤,2017,《论中国的“金融超发展”》,《金融研究》第2期,第26~41页。
- [5] 纪尧姆·杜瓦尔,2016,《德国模式为什么看起来更成功》,杨凌艺译,人民邮电出版社。
- [6] 李稻葵和罗兰·贝格,2015,《中国经济的未来之路——德国模式的中国借鉴》,中国友谊出版公司。
- [7] 林毅夫和姜烨,2006,《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》,《金融研究》第1期,第7~22页。
- [8] 林毅夫、孙希芳和姜烨,2009,《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》第8期,第4~17页。
- [9] 安娜·多米尼克·梅维尔,2014,《法国金融法》,姜影译,法律出版社。
- [10] 米健,2010,《当今与未来世界法律体系》,法律出版社。
- [11] 张杰和杨连星,2015,《资本错配、关联效应与实体经济发展取向》,《改革》第10期,第32~40页。
- [12] Acemoglu, D. and Johnson, S., 2005, “Unbundling Institutions”, *Journal of Political Economy*, 113(5), pp. 949 ~ 995.
- [13] Ang, J. B. and Fredriksson, P. G., 2018, “State History, Legal Adaptability and Financial Development”, *Journal of Banking & Finance*, 89, pp. 169 ~ 191.
- [14] Arcand, J. L., Berkens, E. and Panizza, U., 2015, “Too Much Finance?”, *Journal of Economic Growth*, 20(2),

pp. 105 ~ 148.

- [15] Beck, T., Levine, R., and Loayza, N. V., 2000, "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 261 ~ 300.
- [16] Beck, T., Demircuc – Kunt, A., and Levine, R., 2003, "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?", *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp. 653 ~ 674.
- [17] Beck, T., and Levine, R., 2005, "Legal Institutions and Financial Development". In: Menard C, Shirley M (eds.). *Handbook of New Institutional Economics*. Springer, pp. 251 ~ 278.
- [18] Bolton, P., Santos, T., and Scheinkman, J. A., 2016, "Cream – Skimming in Financial Markets", *Journal of Finance*, 71, pp. 709 ~ 36.
- [19] Boustanifar, H., Grant, E., and Reshef, A., 2018, "Wages and Human Capital in Finance: International Evidence, 1970 – 2011", *Review of Finance*, 22, pp. 699 ~ 745.
- [20] Cecchetti, S. G. and Kharroubi, E., 2012, "Reassessing the Impact of Finance on Growth", BIS Working Paper, No. 381.
- [21] Cecchetti, S. G. and Kharroubi, E., 2015, "Why Does Financial Sector Frowth Crowd Out Real Economic Growth?" BIS Working Paper, No. 490.
- [22] De Gregorio, J. and Guidotti, P. E., 1995, "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 23(3), pp. 433 ~ 448.
- [23] Friedman, J., 2009, "A Crisis of Politics, Not Economics: Complexity, Ignorance, and Policy Failure", *Critical Review*, 21, pp. 127 ~ 83.
- [24] Friedman, L. M., and Pérez Perdomo, R., 2003, *Legal Culture in The Age of Globalization: Latin America and Latin Europe*, Stanford: Stanford University Press.
- [25] Glode, V., Green, R. C., and Lowery, R., 2012, "Financial Expertise as an Arms Race", *Journal of Finance*, 67, pp. 1723 ~ 59.
- [26] Goldsmith, R. W., 1969, *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
- [27] Henderson, B. J., Pearson, N. D., and Wang, L., 2015, "New Evidence on the Financialization of Commodity Markets", *Review of Financial Studies*, 28, pp. 1285 ~ 311.
- [28] Kurlat, P., 2019, "The Social Value of Financial Expertise", *American Economic Review*, 109, pp. 556 ~ 90.
- [29] La Porta, R., Lopez – de – Silane, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113 ~ 1155.
- [30] La Porta, R., Lopez – de – Silanes, F. and Shleifer, A., 2008, "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature*, 46(2), pp. 285 ~ 332.
- [31] Law, S. H., and Singh, N., 2014, "Does Too Much Finance Harm Economic Growth?" *Journal of Financial Stability*, 41, pp. 36 ~ 44.
- [32] Levine, R., 1999, "Law, Finance, and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, 8(1-2), pp. 8 ~ 35.
- [33] Mahoney, P. G., 2001, "The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right", *Journal of Legal Studies*, 30, pp. 503 ~ 25.
- [34] Mishkin, F. S., 2016, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets (Eleventh Edition)*. 中译本, 中国人民大学出版社 pp. 244 ~ 246.
- [35] Philippon, T., 2010, "Financiers versus Engineers: Should the Financial Sector Be Taxed or Subsidized?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2, pp. 158 ~ 82.
- [36] Philippon, T., 2015, "Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of

Financial Intermediation”, *American Economic Review*, 105, pp. 1408 ~ 38.

- [37] Philippon, T. and Reshef, A. , 2012, “Wages and Human Capital in the U. S. Finance Industry: 1909-2006”, *Quarterly Journal of Economics*, 127, pp. 1551 ~ 609.
- [38] Rajan, R G and Zingales, L. , 2003, “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century”, *Journal of Financial Economics*, 69.
- [39] Rioja, F. and Valev, N. , 2004, “Does One Wize Fit All? An Examination of the Finance and Growth Relationship”, *Journal of Development Economics*, 74(2) , pp. 429 ~ 447.
- [40] Singleton, K. J. , 2014, “Investor Flows and the 2008 Boom/Bust in Oil Prices”, *Management Science*, 60, pp. 300 ~ 18.
- [41] Sockin, M, and Xiong, W. , 2015, “Informational Frictions and Commodity Markets”, *Journal of Finance*, 70, pp. 2063 ~ 98.

附录 法系分类下的样本

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	

Investigating the Persistence of Finance – led Growth:

A Comparison of the Anglo – American, German, and French Legal Families

HUANG Xian LIU Yan TONG Yunjie

(Center for Economic Development Research/ Economics and Management School, Wuhan University)

Summary: The relationship between financial development and economic growth has always been a focus of economic research. After the Second World War, the United States experienced rapid financial and economic development. The United States and the former Soviet Union were regarded as the representatives of the market economy and the planned economy, respectively. The collapse of the Soviet Union in 1991 raised the following question. Is the choice of economic development model so simple? Despite the emerging unipolar world order, some scholars critically pointed out that the capitalist world contains diverse social and economic models. Today, comparative studies of the relationships between various financial development models and economic growth have once again become compelling. For China, which has become the world's second largest economy but is still in a critical transition period, international comparative research offers important theoretical and empirical guidance on how to improve China's financial development and economic growth model.

There has been a general consensus that financial development promotes economic growth. However, after the “most advanced” U. S. financial system broke down in the crisis that started in 2007, which also caused a global recession, the academic community began to reflect on the validity of this consensus. A representative view is presented in the BIS research reports (Cecchetti and Kharroubi, 2012, 2015), which raise the basic questions: “Are any size and speed of development of the financial system to be regarded as good? Is the bloated financial system dragging down economic development?” The reports find that the rapid development of the financial industry slows down a country's economic growth, and the size of the financial industry has a inverted U shaped relationship with a country's economic growth. A series studies (Law and Singh, 2014; Arcand et al., 2015) steadily confirm the inverted U shaped relationship. Chinese scholars report similar findings (Lin, Sun, and Jiang, 2009; Zhang and Yang, 2015; Huang and Huang, 2017).

This study examines the persistence of the positive impact of financial development on economic growth from the fundamental perspective of legal systems. Sparked by the work of La Porta et al. (1998), the now prominent field of law and finance has demonstrated over the last 20 years that property rights protection and investor protection rooted in the legal system have a significant impact on the efficiency of a country's financial system. The source of a country's legal system is a crucial determinant of this effect. Based on this research, we further propose that a country's legal system affects the persistence of finance – led growth.

We provide both theoretical and empirical support for this hypothesis. First, in terms of the institutional roots of the relationship between financial development and economic growth, we propose the social mechanism as a transmission route, including the conventional political channel, the degree of commodification of the key societal elements, the value and allocation of human capital, and the configuration of state and individual rights. We also propose the adaptive mechanism. Second, we elaborate on how a legal system's core concepts and traditions profoundly influence the persistence of the promotional role of financial development through the

two mechanisms, and combine the stylized facts to illustrate this feature in the three legal systems of Anglo – America, Germany, and France. This exercise demonstrates the differential impacts of the legal families on the relationship between financial development and economic growth. Finally, we use standard cross – country data and dynamic panel methods to empirically test the relationship between financial development and economic growth in the three legal families. The results show that the persistence of finance – led growth is strongest in the German legal family, second strongest in the Anglo – American legal family, and weakest in the French legal family.

On this basis, we point out that the traditional scale – oriented concept of financial development has inherent defects; the emphasis of the financial structure on either the markets or the intermediaries also needs to be adapted with reality, and it is impossible to make a simple comparison between the two. At the same time, it is necessary to consider how the selection and application of a country’s core legal philosophy, with all its implications, affect the persistence of finance – led growth. Our research shows that the financial development model can be vibrant not only in the Anglo – American legal system, but also in a civil law system, such as the German legal family. China has its own longstanding historical and cultural traditions. The process of deepening and advancing reforms requires a thorough examination of the elements from any model that suit a particular country. Only through continuous absorption, sublation, and improvement will China’s financial development have long – lasting positive impacts on its economic growth.

Keywords: Financial Development, Economic Growth, Law and Finance, Legal Families

JEL Classification: G10, K20, O11

(责任编辑:王 鹏)(校对:WH)