

法律环境差异和区域金融发展

——金融发展决定因素基于我国省级面板数据的考察

郑志刚 邓贺斐*

摘要：本文基于我国1997年至2005年30个省区的面板数据，实证考察了法律环境差异对区域金融发展的效应。我们的研究表明，法律环境改善对于推动区域资本市场规模以及银行信贷规模发展影响显著。在控制了法律环境与金融发展的内生性问题，以及引入宗教、文化等新的区域金融发展潜在影响因素作为控制变量开展稳健性检查，本文得到类似的结论。本文从而为近年来法与金融文献发展的“法律对投资者权力保护对金融发展重要”的命题提供了基于我国省级面板数据的证据，它对于我国通过改善法律对投资者权力保护来提高区域金融发展水平，最终促进当地经济增长具有重要的政策涵义。

关键词：法与金融，法律环境差异，投资者权力保护，区域金融发展。

一、引言

区域金融体系的发展将通过提高当地居民创业的可能性，鼓励新企业的进入，提高市场的竞争程度，来促进当地经济的快速增长（Schumpeter（1911），McKinnon（1973），Guiso、Sapienza 和 Zingales（2002）等）¹。金融发展水平由此被 King 和 Levine（1993）理解为“一个未来经济增长、资本积累和技术变化的很好的指示器”，而 Rajan 和 Zingales（2003）则指出，“当融资变得更加容易后，创造财富主要依靠技能、创新思维和努力工作，而不是已有的财富”。

在对金融发展将促进经济增长的结论达成共识后，理论界开始思考的一个新的问题是，什么因素进一步导致金融体系发展本身的区域差异²。例如，为什么对经济增长存在相同需求的不同国家（或者说一国内的不同地区，下同）之间的金融发展水平差异却如此显著？

* 作者单位：中国人民大学财政金融学院；中国财政金融政策研究中心。

¹ Guiso、Sapienza 和 Zingales（2002）基于意大利的实证研究发现，金融发展将提高当地居民创业的可能性，鼓励新企业的进入，提高市场的竞争程度，最终促进了当地经济的快速增长。在意大利金融最发达的地区，年人均 GDP 的增长率比金融最不发达的地区高出 1 个百分点；如果一个公民从金融最不发达的地区迁往金融最发达的地区，则该公民创业的机会将提高 33%；金融发达地区的公民与不发达地区的公民相比，平均的创业年龄更为年轻，约提前 5.6 年；每年新企业设立的数量占当地人口的比例，金融发达地区要比不发达地区高 3 个百分点；已有企业的数量占当地人口的比例，金融发达地区要比不发达地区高 50%。

² 经济学家对构成因果链条的金融发展和经济增长“谁为因，谁为果”的理论认识长期存在分歧。与 Schumpeter（1911）认为运行良好的银行通过识别，并向最具有成功实施创新产品和生产工艺机会的企业家提供资金而鼓励技术创新不同，Joan Robinson（1952）则认为，经济发展向金融安排的不同类型产生需求，金融系统只不过是这些需求的自动反应；在 Robert Lucas（1988）认为金融的角色被过分强调了的同时，Merton Miller（1988）则针锋相对地指出“金融市场促进经济增长对于严肃的讨论而言是一个再明显不过的命题”。King 和 Levine（1993）等的实证研究表明“金融发展水平是一个未来经济增长、资本积累和技术变化的很好的指示器”。

是什么因素决定了一个国家的金融发展水平？从 20 世纪 90 年代末期开始，理论界从经济学、法学、政治学和社会学等不同视角出发，围绕不同国家金融发展水平差异的内在原因，进而一国金融发展的决定因素发展了多种理论来试图回答上述问题，并基于国别数据提供了相应的证据。其中，La Porta、Lopez-de-silanes、Shleifer 和 Vishny 等（LLSV, 1997, 1998, 2000 等）认为，金融发展的差异受到一国法律对投资者权力保护程度的影响，而 Rajan 和 Zingales（2003）则强调，来自金融业和其他产业的既得利益集团出于维护既得利益的考虑所采取的阻挠金融发展的措施成为各国金融发展呈现显著差异的内在原因；Coffee（2001）指出公司行为是由社会规范而不是由法律规则来塑造和决定的，Sultz and Williamson（2003）则为文化和宗教对金融发展的影响提供了系统的证据³。

我国特有的国情也为我国学者考察地区法律环境建设对区域金融发展水平的影响创造了条件。由于地方保护及市场分割造成的“诸侯经济”（沈立人和戴园晨，1990），中国地区间不仅客观上呈现出类似于“跨国研究”设计框架的背景，而且也一定程度上克服了跨国研究中通常存在的会计标准和统计口径的不一致，社会规范、风俗习惯和价值观念等缺乏可比性等问题，从而提供了较准确地研究地区法律环境建设进程与金融发展相互关系的难得机会。在相关的研究中，卢峰和姚洋（2004）采用九十年代中国省级层面的数据，考察了法律、金融发展以及经济增长之间的关系。他们围绕银行体系，特别是银行发放的贷款在国有经济部门与私人经济部门之间的分配开展法律对金融发展的考察。对于法律变量的刻画，该文则采用了法庭结案率的指标来反映法律执行效率。他们的研究发现，法律执行效率的提高有助于增加银行信贷份额中分配给私人经济部门的比例，推动银行业的竞争。江春和许立成（2007）运用我国 1978 年到 2004 年期间的时序数据，考察制度因素在金融发展中的作用。

本文利用我国从 1997 年到 2005 年省级面板数据考察造成我国地区金融发展水平差异的内在原因。我们主要从以下四个方面改进了以往研究的结果，丰富了理论界关于金融发展影响因素的认识。首先，本文采用近年来一些文献广为采用的樊纲和王小鲁发展的法律环境指数来作为法律对投资者权力保护的变量。法律环境指数不仅包括了法律执行效率，同时还涵盖了市场中介组织的发展水平、产权保护和市场参与者权利的保护程度，因而成为与法与金融文献更为一致的基于我国制度环境的反映法律对投资者权力保护的变量。夏立军和方秩强（2005）、Li, Yue and Zhao（2006）、王鹏（2008）等即采用上述指标作为我国区域法律环境和法律对投资者权力保护的度量。其次，不同与以往基于中国证据的研究对金融体系的考察仅限于银行体系，本文把对金融发展影响因素的考察扩展到同时包括基于银行体系和基于市场体系的金融体系本身，从而完成对中国地区金融发展水平影响因素的全面考察⁴。第三，回归变量之间存在的内生性问题成为近年来理论界对相关研究

³ 对上述金融发展决定因素文献的一个述评参见郑志刚（2007）。

⁴ 按照 King and Levine（1993）、Beck、Demirguc-Kunt 和 Levine（2003）等，完整的金融体系（financial systems）同时包括基于银行（bank-based）和基于市场（market-based）的金融体系两部分。

结论信服程度置疑的主要原因之一。对内生性问题的控制成为提供一个信服无偏因果关系考察的关键。本文通过把对外开放作为工具变量,利用两阶段的最小二乘回归,控制了以往研究中可能存在的法律环境与金融发展的内生性问题,从而使本文的结论建立在信服稳健的基础上。第四,最近的研究表明,宗教、文化等因素同样是影响区域金融发展水平的重要因素。本文在控制变量中,进一步引入上述因素的代理变量来开展本文主要研究的稳健性检查,同时考察宗教、文化等因素对地区金融发展差异的特殊效应。

本文的研究表明,一个地区的法律环境越完善,该地区股东和债券人的权利保护将越充分,该地区的股票市场规模以及银行信贷规模将越大,因而总体的金融发展水平越高。在控制了法律环境与金融发展的内生性问题,以及引入宗教、文化等新的区域金融发展潜在影响因素作为控制变量开展稳健性检查,本文得到类似的结论。本文从而为近年来法与金融文献发展的“法律对投资者权力保护对金融发展重要”的命题提供了基于我国省级面板数据的证据。上述结论对于我国通过改善法律对投资者权力保护来提高区域金融发展水平,最终促进当地经济增长具有重要的政策涵义:本文的研究表明,我国各地区可以通过改善法律环境——制定和出台有利于地区投资者权利保护的法律法规以及提高当地法律执行的效率,从而向投资者的权利提供更好的保护来推动我国地区金融体系的发展。

本文以下部分的内容组织如下。第二节是对金融发展决定因素,特别是外部法律环境对金融发展影响的文献进行简单回顾;第三节介绍实证研究的样本选取、变量描述和相关性分析;第四节报告比较统计分析结果和基于面板数据固定效应模型的回归结果;第五节开展对变量内生性问题并控制宗教文化等对金融发展潜在影响等稳健性检查;第六节简单总结全文。

二、文献回顾和假设发展

LLSV的系列研究(1997, 1998, 2000, 2002)表明,更强的法律对投资者权力的保护与更广泛和更有价值的资本市场、更快的公开上市速度、更加分散的所有权结构等高度相关。上述文献共同的政策含义是,法律对投资者权力保护的差异成为各国不同的金融发展水平和形成不同的公司治理模式的内在原因,法律制度的建立和完善相应成为改善公司治理和促进金融发展的关键。由于上述文献在传统金融的研究框架中引入法律对投资者权力的保护作为重要的解释变量,在政策含义的提出中则强调法律对投资者权力的保护对公司治理和金融发展的重要作用,上述文献被称为法与金融(Law and Finance)文献。

从一方面看,法与金融文献的出现是针对传统的公司治理模式比较研究范式对现实问题解释力有限,从而对传统治理模式比较研究范式的批评。我们知道,公司治理模式比较(Allen and Gale, 2000等)一度是公司治理研究流行的范式。按照向企业融资组织的性质,该研究范式把公司治理模式区分为银行中心(bank-centered)的公司治理模式和市场中心(market-centered)的公司治理模式。前者以典型特征是股权高度集中,主银行向企业提

供融资并参与治理的德国、日本等为代表；后者以融资由大量的外部投资者提供，因而股权高度分散，接管扮演重要的公司治理角色的美国、英国等为代表。在 1980 年代，当日本经济相对繁荣时，银行中心的治理模式曾被认为优于市场中心的模式。例如，Aoki and Patrick (1993) 指出富有远见的银行能够使企业关注长期投资决策，而 Porter (1992) 等则指出银行向短期资金周转困难的企业补充资金，从而避免陷入长期财务危机；银行的治理避免了外部接管对企业正常发展的破坏性。1990 年代随着日本经济下滑，对银行中心的治理模式出现很多批评。例如，Kang and Stulz (1998) 等指出，日本银行的预算软约束导致向需要重组的亏损企业过渡注资，而 Weinstein and Yafeh (1998) 则强调日本银行与经理人合谋寻租导致的效率损失。

除了难于一致地判断一种治理模式的优劣，该研究范式存在的另一个重要的缺陷是无法对世界上主要国家的治理模式做出明确的划分。例如，如果可以把德国作为银行中心的典型国家，同时具有强有力的银行体系和十分发达的资本市场的日本是否仍然典型？意大利无论银行还是市场都不发达，它应该属于哪种模式？特别地，La Porta 等 (1997) 证明，平均而言，具有大的资本市场的国家，其私人债务占 GDP 的比例同样较高。这意味着银行体系和市场体系并非像治理模式比较研究范式所预测的那样相互替代。

LLSV (2000) 指出，把公司治理模式区分为银行和市场中心“既不符合实际，也缺乏成效” (P18)。因此，有必要寻找更为根本的因素来解释不同国家金融发展水平的差异。LLSV 注意到，如果一国的投资者受到赋予其收回资金权利的法律的保护，则该国的金融发展水平较高。例如，德国银行体系发达得益于对债权人强的法律保护，英国同样发达的银行体系和证券市场则来自于英国对债权人和投资者同样强的法律保护，而意大利和比利时则由于对外部投资者的法律保护不足，导致其无论资本市场还是银行体系发展都相对缓慢。由此，LLSV 认为，所有外部投资者都需要收回资金的权利，投资者保护与融资组织的规模相比是更为根本的决定金融发展的因素，“对投资者权利的保护在解释不同国家治理模式时更加有效，而且是金融中介的发展所必须的” (P19)。

从另一方面看，法与金融文献的出现只是公司治理文献关于公司治理法律途径的研究的继续和深入。我们知道，Modigliani and Miller (1958) 把企业理解为投资项目和项目所产生的现金流的集合，强调证券（债务和权益）反映了对现金流的要求权（claims），但并没有解释为什么经理人会吧现金流还给投资者；Jensen and Meckling (1976) 从合约视角出发，强调现金流的要求权是通过投资者与经理人签订合同而赋予外部投资者的，但现金流的归还不应想当然，内部人可能追求私人利益，经理人持股将减少对投资者的掠夺；Grossman and Hart (1986)、Hart and Moore (1990)、Hart (1995) 等发展的现代产权理论则认为投资者（股东）拥有的是剩余控制权，投资者之所以可以收回现金流，因为这是他们的权利。法律体系由此被理论界认为是对投资者权利的界定和保护的重要途径。

注意到一国投资者权利保护与该国的法律传统有关，LLSV (1998) 采用比较统计分析

(comparative statistical analysis), 经验验证了 49 个国家法律对投资者保护差异对上述国家金融发展水平差异的解释力。他们将 49 个国家按照法律渊源和法律传统分为四类法系国家。为反映各国股东以及债权人权利的法律保护程度的差异, 他们分别设置了法律对股东和债权人权力保护指标来进行比较。其中与股东权利法律保护相关的指标包括反映平等投票权的一股一票规则、对抗董事的权利、强制分红权等股东权利, 与债权人权利法律保护相关的指标包括重组程序对资产自动延期的规定、重组中获得担保的顺序是否在政府和雇员之后、是否可以不经过债权人同意通过单方面登记重组而寻求保护以及进入重组程序之后经理是否留任等方面。LLSV (1998) 的研究发现, 法律渊源在解释不同国家股东和债权人权利的差异重要; 普通法国家向股东和债权人提供最好的法律保护; 法国法系国家向股东和债权人提供最差的保护; 德国和斯堪德纳维亚法系国家居中。

在论证了不同法系国家法律对股东和债权人权利保护程度具有显著差异的基础上, La Porta、Lopez-de-silanes、Shleifer 和 Vishny (1997) 考察了各国法律对股东和债权人权利保护差异与金融发展差异的关系。他们将外部融资划分为股权融资和债券融资两大类, 用各国外部融资程度来衡量其金融发展水平, 而以四大法律渊源以及他们所发展的股东权利保护和债权人权利保护指数作为考察影响各国金融发展水平的重要影响因素。他们的研究表明, 普通法系国家无论在股权融资还是债权融资能力都是最强的, 而法国法系在四大法系中相应的融资能力最弱。

在 LLSV 上述工作的基础上, 一些学者以他们发展的对抗董事指数等作为法律对投资者权力保护的度量进一步研究法律对投资者权力保护对企业市场价值、所有权集中程度、公司股利政策制定等的影响。例如, LLSV (1999, 2000, 2002), Brockman 和 Chung (2003) 的研究表明, 法律对投资者的权力保护越充分, 企业的市场价值将越大、分配的股利将越多、流动性越高以及所有权将更加分散; Beck、Demirguc-Kunt 和 Levine, (2003), Laeven 和 Majnoni (2003) 提供的证据表明, 法律对投资者权力保护与企业低的融资障碍, 低的社会整体融资成本相联系; Claessens 和 Laeven (2001) 的研究则发现, 不同的法律框架不仅影响可获得的外部融资的数量, 还将影响资源在不同类型的资产之间的配置情况。对于产权保护不足和法律实施薄弱的国家, 不仅投资的总额很少, 同时在有限的投资总额中, 投资于无形资产的比例相对于固定资产而言更加微不足道。

在我国学者开展的类似主题的有限研究中, 卢峰和姚洋 (2004) 采用九十年代中国省级单位的数据, 考察法律、金融发展以及经济增长之间的关系。他们围绕银行发放的贷款在国有经济部门与私人经济部门间分配开展法律对金融发展的考察。对于法律变量的刻画, 该文采用了法庭结案率的指标来反映法律执行效率。他们的研究发现, 法律执行效率提高, 有助于增加银行信贷份额中分配给私人经济部门的比例, 推动银行业的竞争。江春和许立成 (2007) 运用我国 1978 年到 2004 年期间的时间序列数据, 考察制度因素在金融发展中的作用。该文通过金融深化程度 ($M2/GDP$)、银行的信贷总量比重以及私人信贷比重三方

面刻画金融发展水平。制度因素则包括法律制度等多种因素，其中法律制度用官员受贿金额占 GDP 的比重来近似替代一国的法治程度，该比重越高，则表示法治水平越低。他们的研究发现，法治的完善有利于增加私人信贷量，但是对于银行的整体信贷以及金融深化并无显著的影响。

我们知道，由于中国各地区社会经济发展水平差异巨大，同一法律条款在各地区的执行力度和实施效力不尽相同。一个典型的例子，按照最高法院 2002 年和 2003 年发布的司法解释根据“原告就被告”的原则，规定对凡含有上市公司在内的被告提起的民事诉讼，由上市公司所在地区的中级人民法院管辖。在此司法解释下，上市公司有可能与当地的司法部门达成妥协，使得上市公司侵占其它股东利益的成本相对降低，因此，各地区不同的法律体系效率也将最终影响法律条款的执行。刘峰和周福源（2006）指出，从“银广夏”事件以及“红光实业”事件中充分显示了各地区不同的法律体系效率将最终影响法律条款的执行的事实。基于以上分析，我们提出假设 1：

假设 1： *区域金融发展水平与地区法律环境所提供的法律对投资者权力保护显著正相关。*

LLSV 的工作引起理论界对金融发展差异背后因素思考的兴趣。除了 LLSV 所关注的法学视角，理论界还从政治学、社会学以及宗教文化等不同视角出发，探寻不同国家金融发展水平差异的内在原因，形成了内容丰富并充满争论的金融发展决定因素理论。注意到同期美国和法国等国金融和非金融产业的既得利益集团在金融发展过程中所扮演的重要角色，Rajan 和 Zingales（2002，2003）从政治学的视角，指出来自金融业和其他产业的既得利益集团出于维护既得利益的考虑所采取的阻挠金融发展的措施成为各国金融发展呈现显著差异的内在原因。他们的研究表明，金融发展与贸易开放在资本流动高的时期正相关，但在国际资本流动低的时期上述关系并不明显，甚至根本不成立。从而为既得利益集团（产业和金融业的在位者）将在资本和贸易流动萎缩的时期协调阻碍金融发展，而资本和贸易的同时开放将削弱既得利益集团对金融发展的阻碍作用的理论预测提供了证据。

Coffee（2001）从社会学的视角指出，投资者依然愿意在大陆法系国家（特别是斯堪德纳维亚法系国家）投资的原因是该法系的国家的公司内部人具有无法通过法律实施的良好社会规范，从而降低了对投资者掠夺的可能性。Coffee 的研究发现，样本国家控制权私人权益水平的高低与低犯罪率所反映的良好的守法规范、高的社会凝聚和同质以及对控制性股东是否应该攫取私人收益的认同态度等社会规范存在相关关系，因而公司行为是由社会规范而不完全是由法律规则来塑造和决定的。

Stulz and Williamson（2003）则从文化和宗教的视角考察了文化是否有助于解释不同国家投资者保护权利的差异。他们把主要宗教（语言）定义为被一个国家最大比例的人口所信奉的宗教（所使用的语言），考察了 49 个样本国家在一个国家主要语言是否是英语，主要宗教是否是基督教和主要宗教是新教还是天主教等三种因素是否构成不同国家投资者权利差异的原因。他们的研究为文化和宗教对金融发展的影响提供了系统的证据。

作为世界上民族和宗教分布最为广泛的国家之一，我国不同地区的文化和宗教特色对区域金融发展的效应有待检验。基于以上分析，我们提出待检验假设 2：

假设 2：区域金融发展水平与地区宗教文化发展状况存在相关关系。

三、样本选取和描述性统计

1. 样本选取

本文基于中国省际面板数据进行分析研究。文章从金融市场和金融中介两方面衡量我国区域金融发展水平。其中，金融市场数据主要来自国泰安信息技术有限公司 CSMAR 数据库，包括总市值、流通市值以及上市公司数量；金融中介数据主要来自《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》以及《新中国五十年统计资料汇编》，包括贷款余额和农业贷款余额等。本文使用的是 1998 年至 2006 年的数据。西藏地区由于数据不完整而未包括在研究样本内。法律环境指数来自樊纲和王小鲁（2000，2001，2004，2007）所著的《中国市场化指数》。

2. 变量构建

本文的实证研究在控制各省经济规模、城市化水平、政府干预和收入差距的基础上，重点考察法律环境指数和市场化指数对金融市场和金融中介的影响。

被解释变量

近十年来，我国股票市场发展迅速，其在我国金融体系中的地位凸现。然而，在研究我国法律完善程度对金融发展水平影响的文献中，以往研究更多关注银行体系，而对作为我国金融体系重要组成部分的股票市场缺乏必要考察。作为对以往研究的改进，本文对金融发展的影响因素的考察从原来只对银行体系，扩展到标准意义上的涵盖基于市场和基于银行的金融体系本身，并参照 LLSV（1997）等，用外部融资程度来衡量区域金融发展水平。

对于股票市场，本文采用各省上市公司股票市场市值（期初与期末股票市场市值的平均）占省 GDP 的比值（Tlcap）来反映地区股票市场的（供给）规模。鉴于样本期内我国资本市场存在流通股与非流通股股权分置的特殊情况，本文特别设定了流通股市值占省 GDP 比值（Lqcap）的地区股票市场实际供给规模的度量。这一指标与上市公司股票市场市值占省 GDP 的比值反映了区域基于市场的金融体系的发展状况。本文采用的另一个衡量股票市场的发展状况是股票市场中所有上市公司数量与百万人口的比值（Numpc），该指标刻画了股票市场的发展广度。

对于银行体系，本文同时采用银行全部贷款余额占省 GDP 的比值（Tlloan）以及私人部门贷款余额占省 GDP 的比值来衡量基于银行的金融体系的发展状况⁵。需要说明的是，指标构建采用的是贷款余额而非存贷款余额，这是由于我国居民长久以来具有存款储蓄的习

⁵ 这里的银行体系不仅包括国有商业银行和股份制商业银行，还包括城市商业银行、邮政储汇局、城市信用社、农村信用社、信托管理公司等。

惯，加上国家对存款的隐形担保，因此贷款余额比存款余额更能反映银行资源配置的能力，从而更加准确地刻画基于银行的金融体系的发展水平。此外，研究表明（例如，Aziz 和 Duenwald, 2002；张军和金煜，2005），银行发放给私人部门的信贷决策往往表明市场化程度较高，同时信贷投放也更有效率，因此私人部门信贷占 GDP 的比重被认为能更好地用于衡量金融体系效率的指标。由于从国内官方公布的统计资料中，无法获取相应的省级私人信贷数据，而农业贷款一直被认为带有比商业贷款和工业贷款更大的政策性因素，因此本文用全部信贷剔除农业贷款后余额占 GDP 的比值（Pvtloan）近似表示。

解释变量

本文主要解释变量是地区法律环境所体现的法律对投资者权力的保护程度。Shleifer（2006）坚持认为，法律制度的完善是促进金融发展的关键。他考察了 49 个国家证券法如何规制新股票的公开发行。他的研究发现，证券法对证券市场的良好发展具有重要的作用，当只存在市场力量，而缺乏相应的法律制度时，证券市场不会繁荣。Pistor（2000）在分析 24 个转轨经济国家投资者保护水平与该国证券市场发展规模的关系后发现，执法效率是解释一国证券市场发展规模的一个重要变量，制约转轨经济国家金融市场发展的一个重要因素是执法效率的低下。他的研究表明，执法效率比法律条款规定对金融发展水平具有更强的解释力。因此，对于我国地区法律环境所体现的法律对投资者权力的保护程度的度量不仅需要体现法律条款的差异，更主要的是，体现法律执行力度的区域差异。

在以我国为研究对象的相关文献中，卢峰和姚洋（2004）采用法庭结案率的指标表示法律执行效率；而江春和许立成（2007）则用官员受贿金额占 GDP 的比重来近似替代一国的法治程度。对照我国近年来法律环境建设的实践，我们不难发现，地区法律环境的差异不仅来自法律执行效率的差异，而且来自法律中介数量的差异。在这一意义上，樊纲和王小鲁等发展的法律环境指数（2000，2001，2004，2007）由于不仅反映了各地区的法律执行效率（与知识产权、生产和消费等经济活动相关的报案率、结案率指标），同时涵盖了市场中介组织的发展水平、产权保护和市场参与者权利的保护程度而成为更加理想同时与法与金融文献更为一致的刻画我国地区法律环境所体现的法律对投资者权力的保护程度差异的度量。这同样是该指标近年来很多文献用它来作为基于我国制度环境的反映法律对投资者权力保护的变量原因（例如，夏立军和方秩强（2005）、Li, Yue and Zhao（2006）、王鹏（2008）等）。

《中国市场化指数》在编写时对不同时间段采用了不同年份作为基期，造成不同时间段指数的直接比较有困难。由于时间跨度不大，样本数目有限，因此本文以 2001 年为基期，将不同时间段的指数进行换算，使数据在整个样本期间内保持连续性和可比性需要说明的是，法律环境指数由若干单项指数组成：市场中介组织的发育、对生产者合法权益的保护、知识产权保护以及消费者权益保护。在四项单项指数合成法律环境指数的方法选取上，每期《中国市场化指数》不尽相同：2000 年和 2001 年报告采用了主成分分析法（Principal

Components Analysis) 来确定各单项指数在法律环境指数中的权重, 再用这些权重来合成方面指数; 2004 年和 2006 年报告则采用算术平均法对法律环境指数进行计算。为保证结果的稳健性, 本文将分别使用这两种方法计算法律环境指数, 并将分析结果在文章中同时报告出来。其中使用算术平均法得出的法律环境指数用 Law 表示, 使用主成分分析法得出的法律环境指数用 Lawpca 表示。

控制变量

城市化水平 (Urban)。城市化水平的提高无疑将有利于金融的发展。这一方面是由于随着城市化进程的加快, 居民对金融需求会增加, 从而有利于金融的发展; 另一方面, 在城市化进程中, 金融机构的数量会不断增加, 金融服务的范围也会不断扩大, 从而带来金融的发展。本文使用非农人口占总人口的比重来衡量城市化的程度, 数值越高, 说明城市化的水平越高。

收入差距 (Gap)。由于省级基尼系数不可获得, 我们使用城镇家庭人均可支配收入与农村家庭人均纯收入的比值来衡量区域收入差距程度。地区收入差距通过以下两个渠道影响金融发展: 一是随着地区收入差距的扩大, 财富集中在少数地区, 不仅不利于金融规模的扩大, 也不利于金融交易中风险的分散以及效率的提高; 二是随着地区收入差距的扩大, 容易造成产权保护的削弱, 不仅不利于债权人权利的保护, 也不利于金融交易的扩大。

政府干预。本文设定两个指标来衡量政府干预的程度。一是预算外收入与预算内收入的比值 (Fisrev), 反映政府对私人财产的干预程度; 二是行政管理费用占财政支出的比值 (Admexp), 反映了地方政府的扩张规模, 从而一定程度上代表政府干预程度的增强幅度。政府的干预程度越强, 私人财产受保护程度下降, 信贷融资等被扭曲的程度加大, 将影响投资积极性从而金融发展。

经济规模 (lngdp)。经济规模所反映的经济发展阶段会对金融发展提出不同的需求。参照 LLSV (1997, 1998), 本文将各省的 GDP (取对数后) 作为控制变量引入回归模型。

表 1 主要变量的定义

变量	变量描述
被解释变量	
Tlcap	股票市场总市值 (百万) / GDP (亿)。反映各省股票市场总体的规模, 包括流通股和非流通股。数值越高, 反映该省金融发展水平越高。
Lqcap	股票市场流通股市值 (百万) / GDP (亿)。反映各省股票市场中流通股的规模, 数值越高, 反映该省金融发展水平越高。

Numpc	上市公司数量(家)/每亿人口。衡量各省上市公司的数量,反映股票市场的广度,是对股票市场市值指标的补充。数值越高,反映该省金融发展水平越高。
Tlloan	银行年末贷款余额(亿)/GDP(亿)。衡量各省银行体系的总体规模。与各省金融发展水平有正向的相关性。
Pvtlon	银行剔除农业贷款后贷款余额(亿)/GDP(亿)。是衡量各省银行体系分配给私人经济部门的信贷份额,被认为是更能反映金融体系资源调配的能力。份额越高,表明该省金融发展水平越高。
解释变量	
Law	由算术平均法计算得到的法律环境指数。反映各省法律环境建设的程度。基础数据来自樊纲、王小鲁编制的《中国市场化指数》(2000, 2001, 2004, 2007)中的市场中介组织的发育和法律制度环境部分。
Lawpca	由主成分分析法计算得到的法律环境指数。反映各省法律环境建设的程度。基础数据来自樊纲、王小鲁编制的《中国市场化指数》(2000, 2001, 2004, 2007)中的市场中介组织的发育和法律制度环境部分。
控制变量	
Urban	非农人口/农业人口。衡量各省城市化水平。指标与城市化水平正向相关。
Gap	城镇家庭人均可支配收入/农村家庭人均纯收入。衡量各省城乡收入差距程度。指标数值越高,表示收入差距越大。
Fisrev	预算外收入/预算内收入。衡量政府对私人财产的掠夺,对金融发展水平有相关性。
Admexp	行政管理费用/财政支出。衡量政府规模及干预程度。
lngdp	各省生产总值的对数。反映各省经济规模的大小。

3. 主要变量的描述性统计及相关性分析

表2报告了本文主要变量的描述统计,包括除西藏自治区之外30个省、直辖市和自治区从1997年至2005年的数据。

从表2主要变量描述统计可以看出,流通股市值占GDP比值的平均值为1.02,总市值占GDP比值的平均值为3.41,上市公司数量占百万人口比值的均值为1.41,银行机构贷款余额与GDP比值的均值为1.01,剔除农业贷款后的贷款余额与GDP比值的均值为0.95。在五个被解释变量中,与股票市场发展水平相关的指标最大值与最小值的差距相对较大。

流通股市值占 GDP 比值最小值为 0.198, 最大值为 5.76; 总市值占 GDP 比值最小值为 0.59, 最大值为 37.53; 上市公司数量占百万人口比值最小值是 0.17, 最大值为 10.79。与银行体系相关的指标差距较小, 银行机构贷款余额与 GDP 比值的最小值为 0.41, 最大值为 2.81; 剔除农业贷款后的贷款余额与 GDP 比值的最小值为 0.38, 最大值为 2.79。

对于解释标量法律环境指数, Law 的平均值为 2.83, Lawpca 的平均值为 3.94。而各省在 1997 年至 2005 年间法律环境指数的变动也比较大, Law 的最小值为 -2.59, 最大值为 13.07; Lawpca 的最小值为 -2.74, 最大值为 18.78。

表 2 主要变量的描述统计

Variable	Obs	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
Lqcap	270	1.015716	0.7224731	0.8611691	0.1975944	5.760618
Tlcap	270	3.414981	2.301341	4.000689	0.5905541	37.53102
Numpc	270	1.41497	0.8400054	1.878088	0.171766	10.78697
Tlloan	270	1.008512	0.9714915	0.3382983	0.4105536	2.808285
Pvtloan	270	0.9528621	0.9080943	0.3421066	0.3758653	2.787514
Law	270	2.829996	3.006881	2.775719	-2.59339	13.07
Lawpca	270	3.944487	3.974277	3.760295	-2.743824	18.78168
Loggdp	270	7.902612	8.00526	0.9443744	5.308515	10.01532
Urban	270	0.3279367	0.28265	0.1586975	0.1404	0.8909
Gap	270	2.806503	2.708503	0.6381261	1.599198	4.758556
Fisrev	270	0.5556907	0.4894574	0.2795499	0.1088403	2.599087
Admexp	270	0.1026487	0.1010736	0.0389578	0.0314336	0.30846

分年度将各省相应指标平均后作对比发现, 流通股市值占 GDP 比值以及总市值占 GDP 比值呈现先上升而后下降的趋势, 均在 2001 年达到顶峰。上市公司数量占百万人口比值保持持续上升趋势。金融机构贷款余额与 GDP 比值以及剔除农业贷款后余额与 GDP 比值大致呈稳定趋势。法律环境指数无论是使用算术平均法还是主成分分析法计算得出的结果, 数据均呈现上升趋势, 其中使用主成分分析法得出的指数上升幅度较大⁶。

表 3 报告了主要变量的相关性分析结果。法律环境指数 (Law 以及 Lawpca) 与总市值占 GDP 比值 (Tlcap)、流通市值占 GDP 比值 (Lqcap)、上市公司数量占百万人口比值 (Numpc)、银行贷款余额占 GDP 比值 (Tlloan) 以及剔除农业贷款后余额与 GDP 比值 (Pvtloan) 等主要被解释变量均显著正相关。使用算术平均法与主成分分析法分别计算得到的法律环境指数间相关系数达到 90.66%, 表明两种指数并不会由于采用不同的计算方法而出现较大偏差。

⁶ 为了节省正文的空间, 相关结果没有在正文中报告。如果有需求, 请直接向作者索取。

表 3 主要变量的相关性分析

	Lqcap	Ticap	Tloan	Pvtloan	Numpc	Law	Lawpca	Loggdp	Urban	Gap	Fisrev
Ticap	0.831**										
Tloan	0.635**	0.706**									
Pvtloan	0.645**	0.724**	0.996**								
Numpc	0.619**	0.691**	0.522**	0.552**							
Law	0.231**	0.294**	0.161**	0.179**	0.470**						
Lawpca	0.126**	0.239**	0.137**	0.152**	0.430**	0.907**					
Loggdp	-0.358**	-0.143**	-0.371**	-0.357**	0.053	0.509**	0.470**				
Urban	0.393**	0.533**	0.491**	0.526**	0.736**	0.559**	0.569**	0.195**			
Gap	-0.151**	-0.214**	0.019	-0.014	-0.30**	-0.104	-0.063	-0.309**	-0.415**		
Fisrev	-0.206**	-0.234**	-0.224**	-0.227**	-0.30**	-0.329**	-0.289**	0.070	-0.331**	-0.140**	
Admexp	-0.218**	-0.258**	-0.231**	-0.235**	-0.39**	-0.328**	-0.314**	-0.316**	-0.510**	0.334**	0.178**

注：**表示在 5% 的统计水平上显著。

四、地区法律环境差异对区域金融发展水平的影响

1. 比较统计分析

本节首先采用比较统计分析方法考察我国各省法律环境指数和金融发展水平是否存在差异。由于样本为除西藏外 30 个省、直辖市和自治区从 1997 年至 2005 年的面板数据，本文将各省 1997 年至 2005 年的法律环境指数与金融发展水平指标进行退化处理，得到各省法律环境指数和金融发展水平的横截面数据。参照经济区域划分通行的标准，本文将 30 个省、直辖市和自治区划分为西部、中部与东部地区三组⁷。直觉上，由于同一经济区域内各省区的经济自然地理条件和经济发展阶段和水平较为接近，从而为比较不同经济区域的总体法律环境和金融发展水平的差异创造了条件。

从退化数据，我们看到，在与股票市场相关的金融发展水平指标上，东部地区远高于中部地区与西部地区，西部地区略高于中部地区。其中，东部地区在流通股市值占 GDP 比值上的平均值为 1.27，中部地区为 0.71，西部地区是 0.99；在总市值占 GDP 比值的指标上，东部地区的平均值是 4.99，中部地区是 2.17，西部地区是 2.74；上市公司数量与人口比值方面，东部地区的平均值是 2.54，中部地区是 0.67，西部地区是 0.83。上述比较表明，东

⁷ 需要说明的是，我国传统的东部、中部和西部的划分方法如下：东部包括辽宁、河北、北京、天津、山东、江苏、浙江、上海、福建、广东、广西和海南；中部包括黑龙江、吉林、内蒙古自治区、山西、河南、湖北、江西、安徽和湖南；西部包括陕西、甘肃、青海、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、四川、重庆、云南、贵州和西藏自治区。2004 年我国实施西部大开发战略，把广西和内蒙古两个民族自治区划分到了国家大开发意义上的西部地区。本文采用 2004 年后的经济区域划分。

部地区借助股票市场进行融资活动方面更为活跃。

令我们略感惊讶的是，在银行体系方面的金融发展水平指标上，三个经济区域的差别并不大。其中，西部地区在银行贷款余额占 GDP 比值上比其他两个区域要高，平均值为 1.06；中部地区为 0.89，东部地区为 1.04。在被认为更能反映银行体系资源调配功能的指标——剔除农业贷款后余额与 GDP 比值上面，东部地区平均值为 1.00，略高于中西部地区；中部地区为 0.83，西部地区为 0.99。

在法律环境指数上，无论是算术平均法还是主成分分析法计算得到的结果，东部地区都明显高于其他两地区，中部地区次之，西部地区最低。以算术平均法计算的指数为例，东部地区平均值为 4.54，中部地区是 2.14，西部地区是 1.62。

表 4 报告了对东、中、西部地区各主要变量均值的 t 检验结果。在流通股市值占 GDP 比值、总市值占 GDP 比值以及法律环境指数上，三个经济区域平均值都有显著差异；在银行贷款余额占 GDP 比值和剔除农业贷款后余额与 GDP 比值的指标上，东部和中部以及中部和西部的平均值对比上有显著差异；在上市公司数量占百万人口比值方面，只有东部与西部平均值对比有显著差异。

表 4 东、中、西部地区各主要变量平均值的 t 检验结果

	Tlcap	Lqcap	Numpc	Tlloan	Pvtloan	Law	Lawpca
东部 vs 中部	3.9934***	4.2961***	5.8051***	2.4725**	2.846***	5.6994***	2.899***
中部 vs 西部	2.2349**	2.7835***	2.6349***	5.2413***	5.1622***	-1.7587*	-3.2987***
西部 vs 东部	-3.5843***	-2.0202**	-6.1493***	0.3799	-0.1708	-7.9284***	-5.6763***

注：*，**，***分别表示在 10%、5%和 1%的统计水平上显著。

从上述比较统计分析中，我们看到，在法律环境指数较高的地区大多具有规模较大的股票市场、较多数量的上市公司以及较大规模的银行信贷水平，或者说具有较高的金融发展水平。这与 LLSV 的结论一致。

2. 多因素回归分析

为了系统地考察法律环境完善程度对区域金融发展水平的影响，本节在控制了省际城市化水平、收入差距、政府干预和规模以及经济规模的基础上，重点考察各省法律环境指数对其金融发展水平的所起作用的效应。为了减轻可能存在的法律环境指数内生性问题的程度，本文在回归中将法律环境指数滞后一期。经过豪斯曼检验 (Hausman test)，结果显示样本的面板数据支持使用固定效应 (fixed effect) 模型进行回归分析。本节采用的计量模型如 (1) 式所示。

$$Financialdevelopment_{it} = \beta_0 + \beta_1 Law_{it-1} + \eta X_{it} + \gamma_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $Financialdevelopment_{it}$ 表示i省在t年的金融发展水平, 我们分别用流通股市值占GDP比值 (Lqcap)、总市值占GDP比值 (Tlcap)、上市公司数量与人口比值 (Numpc)、银行年末余额占GDP比值 (Tlloan) 以及剔除农业贷款后余额占GDP比值 (Pvtloan) 来度量, 前三个指标反映基于市场的金融体系的发展状况, 后两个指标反映基于银行的金融体系的发展状况; Law_{it-1} 表示i省在t-1年的法律对投资者权力保护程度和外部法律环境, 该变量来自樊纲和王小鲁发展的法律环境指数, 分别由算术平均法与主成分分析法计算而得; X_{it} 为可能影响金融发展水平的控制变量的向量, 其中包括城市化水平 (Urban)、收入差距 (Gap)、政府干预 (Fisrev)、政府规模 (Admexp) 以及经济规模 (lngdp) 等; γ_{it} 表示省级固定效应, ε_{it} 为误差项。

表 5 报告了相关回归结果, 其中法律环境指数是采用算术平均法计算得到的结果。我们同时采用主成分分析法计算得到的各省法律环境指数开展相关的检验, 得到类似的结论。为了节省空间, 这里没有报告。

表 5 法律环境完善程度对金融发展水平的影响

	Tlcap	Lqcap	Numpc	Tlloan	Pvtloan
Law	0.623***	0.212***	0.388***	0.0487***	0.0507***
	(3.95)	(7.16)	(6.45)	(4.23)	(4.54)
Loggdp	-1.180***	-0.586***	-0.337***	-0.164***	-0.159***
	(-4.13)	(-10.95)	(-3.10)	(-7.87)	(-7.89)
Urban	12.01***	0.917**	6.694***	1.290***	1.397***
	(5.73)	(2.33)	(8.39)	(8.44)	(9.43)
Gap	0.631	-0.00307	0.356**	0.204***	0.203***
	(1.49)	(-0.04)	(2.21)	(6.60)	(6.76)
Fisrev	-1.031	-0.0379	-0.731**	0.0268	0.0181
	(-1.29)	(-0.25)	(-2.41)	(0.46)	(0.32)
Admexp	-1.501	-2.931***	-2.495	-1.046**	-0.809*
	(-0.26)	(-2.68)	(-1.12)	(-2.45)	(-1.96)
_cons	5.988*	5.075***	0.451	1.263***	1.113***
	(1.80)	(8.15)	(0.36)	(5.21)	(4.74)
N	270	270	270	270	270
R-square within	0.446	0.529	0.656	0.602	0.633
R-square between	0.000259	0.0710	0.865	0.0798	0.124
R-square overall	0.300	0.392	0.479	0.405	0.413
F	34.19	47.81	81.17	64.23	73.43

注: 括号中的值为标准误, *, **, *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的统计水平上显著。

从表 5, 我们看到, 法律环境指数的差异对各省金融发展水平具有显著的影响。在与股票市场相关的指标方面, 法律环境指数对反映股票市场规模的指标——总市值占 GDP 比值 (Tlcap) 以及流通市值占 GDP 比值 (Lqcap) 具有显著的正向影响, 估计系数分别为 0.623 和 0.212。为了避免仅用市值规模指标可能导致在某一地区中只存在少数几家市值较大的上市公司的情况, 本文同时采用上市公司数量占百万人口比值 (Numpc) 这一指标来考察资本市场的深度, 也得到法律环境指数对其影响显著的结论 (估计系数为 0.388)。上述分析表明, 法律环境的建设对资本市场的发展具有促进作用。

在与银行体系相关的指标方面, 法律环境指数对反映银行信贷规模的指标——银行年末余额占 GDP 比值 (Tlloan) 以及剔除农业贷款后余额占 GDP 比值 (Pvtloan) 同样具有显著的正向影响。有趣的是, 当法律环境指数提高一个单位, 银行年末余额占 GDP 比值仅提高 0.0487 个单位, 而剔除农业贷款后余额占 GDP 比值将提高 0.0507 个单位。由于银行分配给农业的贷款被认为带有较浓的政策性色彩, 上述分析表明, 当法律环境建设提高相同程度时, 政策性色彩相对较弱的信贷规模部分将受到更大的正向影响。

虽然已有的研究表明, 中国证券市场上对投资者的保护总体水平仍然较低, 法律对投资者权力保护正处于发展完善阶段⁸, 如果一些地区能够率先制定和出台有利于地区投资者权利保护的条款以及提高当地法律执行的效率, 就可以向投资者的权利提供更好的法律保护。事实上, LLSV (2002) 指出, 当外部投资者受到法律保护时, 公司的更多利润将以红利或利息的形式返还给外部投资者, 而不是被内部人剥削, 为此外部投资者愿意为股票和债券支付更高的价格。因此, 通过限制内部人的剥削行为, 法律保护提高了证券价格, 投资者法律保护水平越高, 公司价值更高。Leuz、Nanda 和 Wysocki (2003) 指出, 公司内部人有动力去获取控制权私利, 并对公司的盈余进行管理, 以粉饰公司业绩和隐瞒控制权私利, 但强有力的投资者法律保护将限制内部人获取控制权私利的能力, 进而降低内部人管理会计盈余的积极性。

容易理解, 随着法律对投资者权力保护的增强和公司内部人盘剥小股东的行为受到越来越多的约束, 外部投资者承受被盘剥的风险减少, 并能分享公司的利润和价值增长, 权益投资者将愿意支付更高的溢价来购买公司的股票, 债权投资者将愿意提供更多的贷款予公司。这种微观个体行为的汇集反映在宏观上则表现为该区域巨大的融资需求和供给, 促使该地区的金融体系进入快速发展的阶段。而本节的实证结果恰恰表明, 即使目前中国对投资者保护水平总体较低的情况下, 一些省份推出的不断加强的投资者权力保护措施事实上在促进区域金融发展问题上具有显著作用。

⁸ 例如, Djankov 等 (2003) 通过比较世界上 109 个国家的审判制度, 发现中国的审判系统缺乏效率, 同时律师资源匮乏, 律师的平均知识水平也处于相对较低的行列。La Porta 等 (2004) 研究发现中国对产权保护水平较低。Allen 等 (2005) 指出, 与 La Porta 等人 (1997, 1998) 所关注的 49 个国家的数据相比, 中国对投资者的保护水平 (从立法的角度) 要低于其中绝大多数国家, 并且法律的执行力度要明显低于所有其它国家的平均水平。沈艺峰等 (2004) 将中国对投资者的法律保护大体可分为三个阶段: 1994 年以前以地方政府和部委制定的法律、行政法规为主要手段的初级阶段; 1994—1998 年以《公司法》的颁布与实施为标志的发展阶段; 1999 年以来以《证券法》的颁布与实施为标志的逐步走向成熟的阶段。

在控制变量方面，城市化水平（Urban）对金融发展水平有显著的正向影响。这显然是由于，在城市化进程中，居民不仅对日常消费提出更高的要求，而且伴随这城市化过程中房地产以及能源交通基础设施建设要求，会对金融产生巨大的需求，从而促进当地金融体系的快速发展。城乡收入差距（Gap）程度对与股票市场相关的指标——流通股市值占 GDP 比值（Lqcap）、总市值占 GDP 比值（Tlcap）以及上市公司数量与人口比值（Numpc）没有显著性影响；而对与银行体系相关的指标——银行年末余额占 GDP 比值（Tlloan）以及剔除农业贷款后余额占 GDP 比值（Pvtloan）具有显著的正向影响。传统认识上，城乡收入差距拉大使社会财富集中在一部分人手里，会抑制消费需求的增加，不利于融资规模的扩大，从而抑制金融体系的发展。城乡收入差距在这里所表现出的对基于银行的金融体系发展的正效应一定程度与城市居民的富裕程度对债务融资的需求与供给增加有关。政府规模（Admexp）对金融发展水平具有显著的负向影响。政府规模作为政府干预程度的代理变量，政府的干预程度越强，私人财产受保护程度下降，市场信号和信贷融资等被扭曲的程度加大，将影响投资积极性从而金融发展水平。

五、稳健型检验

1. 法律环境完善程度对金融发展水平影响的内生性问题

从 LLSV（1998）在法与金融领域的开创性工作以来，在法律投资者权力保护成为解释不同国家金融发展水平差异的十分重要的视角的同时，该理论也受到来自理论界的一些批评。最典型的批评来自两个方面。其一是法律与金融之间的内生性问题；其二是法律对投资者权力保护之外的其他因素对金融发展的潜在影响在以往的研究中并没有加以控制，因而存在缺失变量的问题。本节的稳健性检查从上述两个方面展开。

我们首先关注法律与金融的内生性问题。第 4 节的分析表明，在法律与金融发展水平之间具有相关性，但这并不意味着法律完善程度是金融发展水平的原因。这里至少存在两种可能。第一种可能是法律环境完善程度与金融发展水平之间并没有明确的因果关系，只是共同受某一缺失变量的影响。例如随着社会经济发展水平的提高，必然从消费、产业投资和基础建设等方面对金融产生巨大的需求，促使股票市场和银行体系的规模增大，从而推动金融发展水平的提高；另一方面，社会经济发展水平的提高要求人们关注如何降低交易成本、提高经济效率，而法律环境的建设是降低交易成本、有效解决经济纠纷的一种重要途径。因此，在社会经济发展水平提高这个共同因素的作用下，金融发展水平和法律环境的完善程度都在提高。

第二种可能是，金融发展水平反过来是推动法律环境完善的原因。Coffee（2001）考查了美国和英国公开证券市场的发展历史，发现在 19 世纪末，美国和英国都没有为中小投资者提供强大的法律保护，内部人（至少在美国）的控制权很大。然而，对中小投资者没有良好的法律环境，美国和英国都成功发展了发达的证券市场。通过分析历史经验，他认为，

法律变革总是滞后于金融发展的实践，法律改革需要大量公众股东相应利益需求的支持，只有他们在政治上提出修改法律、增订有关投资者保护法律条款，有关投资者保护的法律法规才具有了民间上的合法性和合意性。在上述意义上，我们看到，应该是金融发展实践是因，法律变革是果。

由于变量之间存在内生性问题必然导致估计结果的有偏，从而影响结论的信服，因此，我们有必要寻找合理的方法来控制法律环境对金融发展水平影响分析中可能存在的内生性问题。Acemoglu、Johnson and Robinson (2001) 通过刻画出早期传教士死亡率、殖民定居、历史制度以及现行制度的逻辑链条，并利用早期传教士死亡率作为工具变量，运用二阶段回归的方法考察现行制度对经济绩效的影响成为控制现行制度与经济表现间的内生性问题的经典范例。本节同样采用基于工具变量的两阶段最小二乘回归来控制法律与金融的内生性问题。

在影响我国法律环境建设的众多因素中，各省对外开放程度无疑是一个十分重要的影响因素。随着我国对外开放步伐的加快，特别在我国加入 WTO 以及金融服务业的开放以后，国内金融市场必须与国际市场接轨，并被建设成为一个规范的平台以供国内外企业进行公平竞争。这就需要有相对完善的法律体系，以迎接对外开放中带来的各种挑战，因此对外开放对我国法律环境的完善提出了要求，从客观上也促进了法律环境的完善。此外，从世界范围的经验来看，各国对于金融服务业开放大多法制先行，尽量运用和发挥法制的导向作用。基于上述分析，本文认为各省对外开放程度 (openness) 的差异对该省法律环境的完善程度有显著影响，因而构成一个合适的工具变量。本文使用进出口总额占 GDP 的比重来反映各省对外开放程度。

表 6 报告了使用对外开放程度 (openness) 作为工具变量的二阶段回归的结果。其中法律环境指数由算术平均法计算得到。

表 6 以对外开放程度作为工具变量的回归结果

	一阶段	二阶段				
	Law	Tlcap	Lqcap	Numpc	Tlloan	Pvtloan
Open	22.063***					
	(7.15)					
Law		1.677***	0.360***	0.603***	0.146***	0.153***
		(5.07)	(5.97)	(4.87)	(5.23)	(5.35)
Loggdp	1.211***	-3.675***	-0.998***	-1.103***	-0.391***	-0.400***
	(9.7)	(-6.49)	(-9.67)	(-5.21)	(-8.16)	(-8.17)
Urban	3.904***	-2.554	-1.425**	2.658*	-0.0622	-0.0331
	(3.44)	(-0.70)	(-2.13)	(1.94)	(-0.20)	(-0.10)

Gap	0.887***	-2.160***	-0.518***	-0.724***	-0.0520	-0.0703
	(4.56)	(-3.81)	(-5.02)	(-3.42)	(-1.09)	(-1.44)
Fisrev	-2.269***	2.113*	0.460**	0.559	0.316***	0.328***
	(-5.34)	(1.88)	(2.25)	(1.33)	(3.32)	(3.37)
Admexp	3.006	-11.73	-4.785***	-4.396	-1.838***	-1.659**
	(0.93)	(-1.52)	(-3.41)	(-1.53)	(-2.82)	(-2.49)
_cons	-10.376***	34.64***	10.04***	9.725***	3.864***	3.878***
	(-6.88)	(6.00)	(9.55)	(4.51)	(7.92)	(7.77)
N	270	270	270	270	270	270
Adjusted R-square	0.6282	0.0205	0.299	0.365	0.0196	0.0198
F	76.74	20.11	29.65	43.14	26.94	27.52

注：括号中的值为标准误，*，**，***分别表示在 10%、5%和 1%的统计水平上显著。

从上面的回归结果我们可以发现，对外开放程度（openness）对法律环境建设的完善具有显著的正向影响。在控制了内生性问题后，法律环境指数对金融发展水平继续具有显著的正向影响，表明第 4 节的结论是稳健的。特别的，在两阶段二乘回归中，法律环境指数的估计系数比固定效应模型的估计系数更高，表明地区法律环境差异事实上对区域金融发展水平具有更加显著的影响。采用主成分分析法计算得到的法律环境指数作同样的回归，我们得到类似的结果。限于篇幅，我们没有在正文中报告。

2.宗教文化因素对区域金融发展的影响

第 2 节的文献回顾表明，除了法律对投资者权力的保护，金融业和其他产业的既得利益集团（Rajan and Zingales, 2003）、社会规范（Coffee, 2001）以及宗教文化（Stulz and Williamson, 2003）都可能成为影响区域金融发展水平差异潜在的原因。因此，在我们分析中国区域金融发展水平差异的影响因素时，同样不能忽略上述因素差异对区域金融发展水平的潜在效应。

由于数据的可获得性，本文只完成了宗教和文化对金融发展潜在效应的考察。参考 Stulz and Williamson（2003），本文用各省宗教职业人数占该省常住人口的比例（ideal）和各省少数民族人口比重（mino）来作为宗教文化的代表变量。鉴于上述数据省际间口径统一的数据只在 2000 年进行的全国大规模人口普查中存在。因此，本文最终完成的是对 2000 年横截面数据的考察。

表7 法律环境与宗教文化对金融发展的影响

	Tlcap	Lqcap	Numpc	Tlloan	Pvtloan
Law	1.782**	0.527**	0.486	0.136**	0.134**
	(2.63)	(2.77)	(1.48)	(2.76)	(2.76)
Loggdp	-2.088**	-0.842***	-0.0617	-0.195***	-0.190***
	(-2.43)	(-3.50)	(-0.15)	(-3.12)	(-3.10)
Urban	10.54	-0.783	8.511**	1.612***	1.671***
	(1.60)	(-0.42)	(2.68)	(3.36)	(3.56)
Gap	1.771	0.105	0.931	0.452***	0.430***
	(1.09)	(0.23)	(1.19)	(3.83)	(3.72)
Fisrev	2.893	1.062	0.727	0.460*	0.406
	(0.79)	(1.04)	(0.41)	(1.73)	(1.56)
Admexp	-41.97	-24.80**	-6.693	-0.810	-0.672
	(-1.19)	(-2.51)	(-0.39)	(-0.32)	(-0.27)
mino	-1.013	0.841	-1.156	-0.721*	-0.684*
	(-0.20)	(0.61)	(-0.48)	(-2.00)	(-1.93)
ideal	2.645	1.492*	0.779	-0.00403	0.00224
	(0.88)	(1.78)	(0.54)	(-0.02)	(0.01)
_cons	10.26	8.057**	-4.397	0.311	0.282
	(1.00)	(2.81)	(-0.89)	(0.42)	(0.39)
N	30	30	30	30	30
Adjusted R-square	0.575	0.591	0.500	0.643	0.663
F	5.909	6.240	4.622	7.543	8.139

注：括号中的值为标准误，*、**、***分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著。

从表7，我们可以看到，在加入宗教文化代表变量之后，少数民族人口比重（mino）的影响基本上为负，且在绝大多数模型中不显著，这表明由少数民族人数反映的文化因素对金融发展并没有促进作用；而宗教职业人员人口占比（ideal）对金融发展同样没有显著的影响。前者结论的出现可能与少数民族聚居的地区社会经济发展水平相对滞后有关，而后者结论的出现则与我国宗教职业人员占总人口的比例微不足道有关。

法律环境指数在加入反映宗教文化的新的控制变量后，对金融发展大部分衡量指标的效应依然显著为正，只是对于上市公司数量占百万人口的比重（Numpc），法律环境指数的效应变得不再显著。进一步考察法律和宗教文化对金融发展的解释力，我们发现，法律环境指数（Law）的解释力最大；宗教职业人员人口占比（ideal）以及少数民族人口比重（mino）的加入对模型调整拟合优度的增加作用并不显著，只有微小的增加，有时甚至出现加入上

述两个指标后，调整拟合优度不增反减的现象。上述分析表明，即使引入宗教文化作为新的控制变量，法律对投资者权力保护依然是区域金融发展最重要的影响因素。

六、结论

本文基于我国 30 个省区 1997 年至 2005 年的面板数据，控制了包括宗教文化等影响因素和变量的内生性问题，实证考察了我国各省法律环境对该省金融发展水平的效应，从而为法与金融文献发展的“法律对投资者权力保护对金融发展重要”的命题提供了基于我国省级面板数据的证据。

本文得到的基本结论是，法律环境完善将有助于一个地区的股票市场规模、上市公司数量以及银行信贷规模的扩大，而我国地区之间金融发展水平的差异与区域之间法律环境所提供的对投资者权力保护的差异有关。在研究特色上，首先本文在我国一个国家内开展金融发展决定因素的考察，客观上可以呈现出类似于“跨国研究”设计框架的背景，从而一定程度上克服了跨国研究中通常存在的会计标准和统计口径的不一致，社会规范、风俗习惯和价值观念等缺乏可比性等问题；其次本文从以往研究文献仅对银行体系的考察扩展到对同时包括基于银行体系和基于市场体系的金融体系本身，从而较为准确全面地刻画地区法律环境建设进程与金融发展间相关关系。第三，本文控制了以往研究中可能存在的法律环境与金融发展的内生性问题，从而使本文的结论建立在信服稳健的基础上。最后，最近的研究表明，宗教、文化等因素同样是影响区域金融发展水平的重要因素。本文在控制变量中，进一步引入上述因素的代理变量来开展本文主要研究的稳健性检查，同时考察宗教、文化等因素对地区金融发展差异的特殊效应。我们的研究结果显示，在我国现阶段宗教文化等因素对区域金融发展水平差异影响并不显著。

本文的研究对于我国通过改善法律对投资者权力保护来提高区域金融发展水平，最终促进当地经济增长具有重要的政策涵义。我们的研究表明，我国各地区可以通过改善法律环境——制定和出台有利于地区投资者权利保护的条款以及提高当地法律执行的效率，从而向投资者的权利提供更好的保护来推动我国地区金融体系的发展。

参考文献：

1. 樊纲、王小鲁：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 1999 年报告》，经济科学出版社，2000 年出版。
2. 樊纲、王小鲁：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2000 年报告》，经济科学出版社，2001 年出版。
3. 樊纲、王小鲁：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2003 年报告》，经济科学出版社，2004 年出版。

4. 樊纲、王小鲁、朱恒鹏：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》，经济科学出版社，2007 年出版。
5. 江春、许立成：《金融发展中的制度因素——理论框架与国际经验》，《财经问题研究》，2007 年第 4 期，第 1-7 页。
6. 沈立人、戴园晨：《我国“诸侯经济”的形成及其弊端和根源》，《经济研究》，1990 年第 3 期，第 12-19 页。
7. 卢峰、姚洋：《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》，《中国社会科学》，2004 年第 1 期，第 42-59 页。
8. 张军、金煜：《中国的金融深化和生产率关系的再检测：1987-2001》，《经济研究》，2005 年第 11 期，第 34-45 页。
9. 刘峰、周福源：《国际四大意味着高审计质量吗——基于会计稳健性角度的检验》，《会计研究》，2007 年第 3 期，第 79-87 页。
10. 沈艺峰、许年行、杨熠：《我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验》，《经济研究》，2004 年第 9 期，第 90-100 页。
11. 王鹏：《投资者保护、代理成本与公司绩效》，《经济研究》，2008 年第 2 期，第 68-82 页。
12. 夏立军、方轶强：《政府控制、治理环境与公司价值-来自中国证券市场的经验证据》，《经济研究》，2005 年第 5 期，第 40-51 页。
13. 郑志刚：《金融发展的决定因素——一个文献综述》，《管理世界》，2007 年第三期，第 138-151 页。
14. Acemoglu, D., S. Johnson and J. A. Robinson, 2001, “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, *American Economic Review*, 91, 1369-1401.
15. Allen, F., J. Qian, and M. Qian, 2002, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, University of Pennsylvania working paper.
16. Aoki, M. and H. Patrick, 1993. *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press: New York.
17. Aziz J. and C. Duenwald, 2002, “Growth-Financial International Nexus in China”, IMF working paper
18. Beck, T. and A. Demirgüç-Kunt and R. Levine, 2003, “Law, Endowments, and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 70, 137-181.
19. Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine, 2003, “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?” *Journal of Comparative Economics*, 31, 653-675.
20. Brockman, D. and Y. Chung “Investor Protection and Firm Liquidity” *The Journal of Finance*, 58, 921-937.

21. Claessens, S. and L. Laeven, 2003, "Financial Development, Property Rights, and Growth", *Journal of Finance*, 58, 2401-36.
22. Coffee, John, 2001, "Do Norms Matter? A Cross-country Examination of Private Benefits of Control," Columbia University Law School working paper.
23. Djankov S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, 2003, "Courts", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 453-517.
24. Dyck A. and L. Zingales, 2004, "Private benefits of control: an international comparison", *Journal of Finance*, 59, 537-600.
25. Grossman, S.J. and O. Hart, 1986, "The Cost and Benefit of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration," *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
26. Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales, 2002, "Does Local Financial Development Matter?", NBER working paper NO. 8922.
27. Hart, O. and J. Moore, 1990, "Property rights and the nature of the firm", *Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
28. Hart, O., 1995, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press: London.
29. Jensen, M., Meckling, W., 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
30. Kang, J., R. Stulz, 1998, "Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience", Ohio State University working paper.
31. King, R. G. and R. Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-738.
32. King, R. G. and R. Levine, 1993, "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-542.
33. La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1997, "Legal Determinants of External Finance." *The Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
34. La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, and R. Vishny,, 1998, "Law and Finance." *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
35. La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
36. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, 2000, "Agency problems and dividend policies around the world", *The Journal of Finance*, 55, 1-33.
37. La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation." *The Journal of Finance*, 57, 1147-1170.

38. La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 2006, “What Works in Securities Laws”, *The Journal of Finance*, 61, 1-32.
39. Guiso L., P. Sapienza, L. Zingales, 2002, “People’s opium? Religion and economic activities” NBER Working Paper
40. Laeven L., G. Majnoni, 2003, “Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late?” *Journal of Financial Intermediation*, 12, 178–197.
41. Li K., H.Yue and L. Zhao, 2006, “Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from Chinese Firms”, University of British Columbia Working paper.
42. Lucas, R., 1988, “Money demand in the United States: A quantitative review”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
43. Miller, M., 1988, “The Modigliani-Miller propositions after thirty years”, *The Journal of Economic Perspectives*, 12, 99-120.
44. McKinnon, R. I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.
45. Modigliani, F. and M. Miller, 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 48, 261-97.
46. Pistor, K., M. Raiser, and S. Gelfer, 2000, “Law and finance in transition economies”, *Economics of Transition*, 8, 325–68.
47. Porter, M., 1992, “Capital disadvantage: America’s falling capital investment system”, *Harvard Business Review*, 46, 65-72.
48. Rajan, R. and L. Zingales, 2002, “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20 th Century”, NBER working paper.
49. Schumpeter, J. A., 1911, *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
50. Stulz M., R. Williamson, 2003, “Culture, Openness, and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 70, 313-349.
51. Weinstein, D., Y.Yafeh, 1998, “On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the main bank relations in Japan”, *Journal of Finance*, 53, 635-672.

The Legal Environment Differences and the Regional Financial Development

-Evidence of determinants of financial development based on Chinese provincial Data

Zhigang Zheng Heifei Deng

School of Finance, Renmin University of China Beijing 100872

Abstract: This paper examines the linkage between the legal environment differences among 30 provinces and the regional financial development in China during the period from 1997 to 2005. We show that the legal environment has a significant and positive effect on the local capital market size, listed company amount and the banking credit balance. After controlling for the endogeneity problem and introducing religion and culture factor into the model specification as new control variables, we obtain the similar results. Based on the panel data from Chinese province, this paper therefore provides a new evidence for the proposition developed by “Law and Finance” literature that the legal investor protection does matter in financial development and have an important policy implication for China to enhance local financial development and eventually economic growth by improving the regional legal investor protection.

Keywords: law and finance, legal environment difference, legal investor protection and regional financial development.

古代中国纸币流通之检讨

李义奇*

摘要：政府太强，市场太弱，这一古代中国货币制度的“基因”，决定了纸币在古代中国前后 800 多年时断时续流通及其反反复复的不成功。纸币成为统治者的搜刮工具，纸币流通破坏了工商业发展的市场基础，抑制了信用金融活动的发展。中国货币金融史上诸如货币本位升级缓慢、信用金融事业发展缓慢等问题，都与纸币流通或货币制度的这一“基因”有联系。前车之覆轨，后车之明鉴。货币制度是一国金融体系的根本，在国内社会经济结构升级和国际化双重挑战下，必须在人民币制度层面做好政治意志与货币经济规律的协调。

关键词：货币史；纸币；货币制度；

历史上的货币是它所处时代遗留下来的印记。人类的社会化，依赖着两大媒介：语言和货币。语言（文字）的功能是实现人际间精神（思想）层面的沟通和交流；货币则媒介着人际间的物质交换。二者相较，语言有极强的历史传承性（惰性），可历经千年而不改；货币虽然也有历史传承的一面，但它更多地反映了其所处时代的信息。如果说历史文献是我们了解历史真象的“人证”的话，彼时的货币，则可以看作是“物证”。

彭信威在《中国货币史》绪论中说到，中国货币发展，基本上没受外国文化的影响。希克斯在《经济史理论》中也提到，中国（历史上）的货币制度是唯一有别于希腊祖先的这一惯例的重大例外¹。张杰（2009）进一步提出，（以西欧货币制度演进为标杆）中国的货币制度未能经历从低本位到高本位的升级，以及从“外生货币”向“内生货币”的转换，由此造成的演进环节缺失使得人民币制度先天地缺乏只有经历国际贸易和金融交易过程长期锤炼才能获得的宝贵“基因”，这将对人民币国际化进程产生长期的和深远的影响。

中西货币史上的最大差异，莫过于纸币制度。纸币最早在中国出现，早西方六七百年，但纸币在古代中国流通的历史却是反反复复地不成功，到清朝时纸币曾被统治者视为祸事²。纸币史也是中西隔绝的，纸币于 17 世纪在西欧出现后，便呈现出旺盛的生命力，最终演化为当前世界通行的不兑现纸币流通制度。20 世纪 30 年代南京国民政府的法币政策，还是从西方引进的。我们也相信，历史上中国的货币制度及其演化必有与西方或以西方为模板的货币演进理论不同的逻辑或干脆称之为“基因”。要梳理古代中国货币制度的独特性，从北宋

* 作者单位：北京青年政治学院金融服务研究所。

¹ 希克斯提到，中国的货币制度是在同样漫长的时期中发展起来的（真不可思议），但其特征明显不同，完全独树一帜。它似乎从一开始显然就不建立在贵金属的基础上，从而很可能没有经过以“价值贮藏”功能为主的阶段。中国的货币直接过渡成为支付手段；因而中国人比西方更多地接受纸币。中国人最早采用纸币并不仅仅因为中国人最早发明了印刷术。[英]约翰·希克斯，经济史理论[M]，北京：商务印书馆，1999 年版，中译本，63 页。

² 如嘉庆十九年（公元 1814 年）侍讲学士蔡之定奏请行用纸钞，嘉庆帝认为其妄言乱政，交部议处，嘉庆帝不许再谈纸币。嘉庆十九年蔡之定义行纸钞奏折，《历史档案》1995 年 3 期。

交子到咸丰官票宝钞历史跨度达八百多年的古代纸币无疑是最理想的标本。

我们即将展开的分析立足于货币的信用属性这一货币本质观上。本文认为，货币的本质是信用（李义奇，2010a），人类历史上出现的所有货币，（商品、金属）货币和纸币都是信用货币。人们之所以愿意接受和持有货币，是因为他们相信，货币可以交换到他们所需要的东西。人们对货币的信任或货币内涵的信用主要有两个来源：物和威权。如同借贷需要抵押一样，货币的物的形态（即货币本位），不论是贝、帛、烟草、石块、铁、铜、银、金等，都是为货币提供的信用保证（抵押）；威权更是直接，从远古的宗教文化一直过渡到如今的世俗政权，货币史上到处都有威权的烙印。由于货币流通也有经济的特点，货币内涵的这两种信用保证，大多数时候就呈现出一种互为补充的关系：威权不足，要求有充足的物（真金实银）的保证；物不足，则必有强的威权在后面支撑货币流通。沿着这个思路，货币本身所内涵的物和威权的变化及其相互作用，就构成了货币演化的历史，古代中国纸币演化也是如此。

从货币的信用属性角度观察，一些长时间纠结在一起的问题似乎一下子简单明了了。货币本位升级不足，事实上就是货币所内涵的物的信用保证不足，而这种不足必为政府威权因素提供的信用保障所补充。接下来的分析也能证明，我国货币演进从“外生货币”向“内生货币”的转换过程的缺失，与历史上货币内涵的威权因素过多一脉相承，是外生的纸币流通抑制了当时的信用金融活动。我们是否可以这样说，古代中国的币制缺乏“货真价实”的一面，在货币制度演变过程中，由威权因素提供的信用保障多了些，由物提供的信用保障少了些。或者可更直接些，即政府的因素多了些，市场的因素少了些。

上述简单判断是否体现了中国货币制度的“基因”，这一“基因”对当前人民币制度有什么影响？本文通过检讨古代中国纸币制度，来试图解读一二。结构安排如下，第一部分简单回顾古代纸币，第二部分尝试解释为什么纸币最早在中国流通，不少文献认为其原因是古代商品经济和信用活动的发达，笔者不敢苟同。第三部分试图评论，纸币对古代中国经济，特别是信用和金融事业的发展有何贡献？第四部分进一步讨论中国货币制度的“基因”对当前人民币制度的可能影响。

一、古代中国纸币的两个维度：物与威权

北宋初年，四川成都出现了专为携带巨款的商人经营现钱保管业务的“交子铺户”，私交子开始流通。到宋仁宗天圣元年（1023），朝廷设益州交子务，交子正式成为官方发行的流通纸币。此后，南宋、金、元、明、清都曾流通国家纸币。南宋有关子、会子、钱引和多种地方性纸币，金朝有交钞、贞祐宝卷等，元朝有中统元宝钞、至元宝钞、至正交钞等，明朝有大明宝钞，清朝有顺治间的钞贯、咸丰官票宝钞等。

纸币进入流通,前提是人们相信并接受它,需要有信用保证。而这种信用保证同样来自物与威权。所谓纸币的物的维度,即纸币发行的物的准备,即纸币能否兑现货币金属其他实物。所谓纸币的威权维度,即由国家权力或国家信用赋予纸币的信用。

古代中国纸币的威权维度是容易理解的,“交子”出现后很快就由政府垄断发行,古代中国历代纸币都是政府威权下发行和流通的,私印纸币者往往受到律法的严惩,这些是不争的事实。政府威权支撑下的纸币流通,其稳定性就取决于威权的效率以及政府管理纸币的能力和方式。政府行政效率较高时,哪怕是纸币发行没有物的准备,纸币也能进入市场流通,如元代后来实行的纯纸币制度,明初发行的大明宝钞等;政府管理纸币有方时,纸币就可能实现较稳定的流通。政府管理纸币,“大凡行用会子,少则重,多则轻”³,主要是要有发有收,控制数量。

纸币也有一个物的维度,即纸币兑现的规定。北宋的官交子起初可以兑现,有兑现准备。南宋会子有时可以兑金、银、钱币或盐、茶等商品,但后来发行的行在会子、淮交、湖会、川引等都属于不兑换纸币。金朝的纸币有时规定可以兑钱或银。元朝发行中统钞初期,曾以金银(主要是银)为准备金,用于兑现,但只实行了十几年。历史上的经验是,物的维度是观察纸币是否稳定流通的重要维度,古代纸币流通,其稳定性主要取决于是否兑现,凡可兑现之纸币,均可稳定流通。遗憾的是,在古代纸币流通的大多数时间里,物的这一维度往往是缺失的,就是政府有明文规定,也多属形同虚设。

从古代纸币流通的情况看,宋、金纸币主要是弥补金属货币之不足、不便,不论其发行数额多少,始终都没有取代铜铸币主导货币流通。元代是古代中国纸币发展的极盛时代,始终行用纸币,形成了世界上最早的纯纸币制度,虽然有铸币流通,但和前代相反,铸币成了辅助货币,而且数额极少。明代钱钞兼行。明初发行的大明宝钞,自始至终是不兑换纸币,政府只发不收,宝钞信誉差,贬值速度快,到弘治、正德以后基本上退出了流通领域。清政府纸币流通仅有两次(清末发行银行兑换券另当别论),清初顺治发行的钞贯,流通十年便退出流通。后来咸丰官票宝钞发行流通不到十年,便几乎成为废纸,不得不退出流通。

综观古代中国纸币,从宋代交子到清代咸丰官票宝钞 800 多年时间里,历代统治者发行纸币,都由国家政权强迫实施,国家既少(无)发行准备金做保证,缺乏经济基础,又不能关照市场需求,有效管理纸币流通,结果纸币终为一张废纸,为市场所排斥。各代纸币均是币值稳定时间短,贬值时间长,最后都彻底失败,大多伴随着恶性通货膨胀与政权存亡相始终。800 多年下来,最早实行纸币流通的中国反倒从西方引进现代纸币制度⁴。

二、为什么纸币最早在中国流通

纸币最早在中国出现,是不争的事实。史家多认为纸币滥觞于金属货币代用物:纸券,

³ 《宋史全文卷二十七上·宋孝宗七》

⁴ 指南京国民政府时期的法币制度。

如唐代中期宪宗年间的“飞钱”。彭信威先生（2007）分析过唐代飞钱产生的历史原因：钱币缺乏；因钱少各地渐有禁钱出境；税场多，税款常须移转；以及商业发达，渐觉铜钱携带不便等。这里面有经济因素（商业发达，钱币不足，携带不便），也有非经济因素（各地禁钱出境）。“飞钱”等纸制信用工具的出现，应当为古代中国纸币的滥觞。

北宋“钱荒”众所周知，主要原因有四，一是市场交换扩大，二是政府财政较多由货币收支（过去较多实物形式收支），三是铸币外流严重，四是销熔（有时铜的商品价格高于其作为货币的价钱）。四川一地通用铁钱，也是经济政治原因各自参半。一是后蜀时期四川就铸行铁钱；二是宋灭掉后蜀以后对蜀地疯狂掠夺，将铜钱运送汴京，四川等地就只能主要行用铁钱了。（汪圣铎，2003）交子产生的原因，据史载是成都等地行用铁钱的不便。据《宋朝事实·卷十五》载述，川界用铁钱，小钱每十贯重六十五斤，折大钱一贯，重十二斤，街市买卖至三、五贯文，即难以携持。远途货币运输更是所费惊人，神宗时，自陕府般铁钱一万贯至秦州，计用脚钱二千六百九十余贯。⁵运费超过所运货币的四分之一。

社会经济发展到一定程度，只要有可能，就会有市场交换，就需要交换的媒介物。当国家不能履行其提供合适的法定货币的基本职能时，社会寻求创造自己的货币（金德尔伯格，2007）。即使制度化的通货供给突然瘫痪，人们也会灵敏地作出反应，创造出货币（黑田明伸，2007）。最初私交子的产生也并非什么了不起的壮举，只是市场内生自发秩序的一种体现。它碰巧采用了纸这种介质，而不是象世界上其他地方曾经以烟草或其它物资为介质，也许就如汤因比（1987）所讲的，与中国的造纸和印刷两大发明有关。另据李秉衡（1937）研究，宋代造纸技术已经相当发达，纸可被作为衣服料、被子料及账料，坚固耐用，且价格便宜，一般平民即可常用。

纸币一跃登上古代中国货币史舞台，前后 800 多年里反复进出流通，主要推手是政府。最初交子由民间自由筹办，景德年间（1004-1007 年），益州知州张泳对交子铺户进行整顿，由成都 16 户富商联合建立交子铺，发行交子。后因商户衰败，交子不能兑现，激起事端，结果导致政府下令禁止私人印刷和发行交子，将纸币的发行权收归政府，由国家垄断发行。宋仁宗天圣元年（1023 年），朝廷设益州交子务，交子正式成为官方发行的流通纸币。后来，朝廷曾两次试图将四川的交子之法推广到河东、陕西以及其它地区，均不甚顺利。到了南宋，纸币（会子）流通才推广到了全国。

纸币为何最早在中国流通？经济上的需要最多只能是一个诱因。有关文献多以宋代商品经济发展对货币需求量急剧增长以及信用关系的发展来解释北宋交子产生的原因，恐难契合历史事实。在宋代，实物形态仍主宰着社会经济关系的许多方面；贵金属白银仅是部分地货币化，离贵金属在流通中的“符号化”显然还有很大距离；宋代作为主币的铜币，基本仍处于足值货币的范畴，也未开始符号化等（包伟民，1995）；这些都说明，当时的经济及信用发展水平还不足以支撑货币符号的流通。

⁵ 《续资治通鉴长编·卷三百四十四·神宗元丰七年三月癸丑》

寻找纸币最早在中国流通的原因,政府是关键。应当理解政府为何要强制推行纸币以及政府为何能够强制推行纸币。

货币的作用是跨越时空配置资源。在社会经济可容忍的范围内,资源配置要由货币来引导,谁掌控了货币,谁就掌控了经济资源。在古代中国,统治者很早就关注了货币发行权问题,历史上曾经出现多次关于货币发行权的争论,如西汉的两次争论、唐玄宗开元二十二年的争论,结论都是中央政府集中货币铸造发行权力(郭彦岗,1987)。“钱者权也,人主操富贵之权,以役使奔走乎天下。”⁶纸币更是如此,相对金属铸币,纸币的制造成本更低,流动性更强,集中资源的能力更强,统治者操纵更为方便自由,故纸币面世后,政府即行垄断、大力推行。早在熙宁四年(1071年),宰相文彦博谈到行交子不便,宋神宗坦言到,行交子,诚不得已,若素有法制,财用既足,则不须此,今未能然,是以急难无有不己之事。⁷历代朝廷发行纸币少有为发展经济与民生计,而是以纸钞无偿征收民间财物,把发钞作为筹措军费解决财政困难的手段,“自来遇岁计有阙,即添支钱引补助。”⁸

明崇祯年间,户部曾议行钞法的诸多好处:“一曰造之之本省,二曰行之之途广,三曰赍之也轻,四曰藏之也简,五曰无成色之好丑,六曰无称兑之轻重,七曰无工匠之奸偷,八曰无盗贼之窥伺,九曰不用钱,用钞,则铜悉可以铸军器,十曰钞法行,则民间贸易不用银,天下之银可尽入内库。”⁹行钞的要害显然是“天下之银可尽入内库”。清道光年间王鏊一言道破天机:“凡以他物为币皆有尽,惟钞则无尽,造百万即百万,造千万即千万,则操不涸之财源。”¹⁰纸币是国家“操不涸之财源”。

纸币对各国统治者的诱惑都应是相同的,纸币最早在中国出现并长期反复占据货币流通史上的重要位置,必有中国独特的背景原因。笔者认为,一是中国社会结构是一个纵向社会结构,社会信任链条也必然是纵向的(李义奇,2010b)。政府处于社会金字塔结构的顶层,庞大的社会根基,亿万升斗小民,超越亲朋好友交往圈子的信任,更多是靠政府来“兜着”。“一统就死,一放就乱”历来是中国社会经济的痼疾。西欧有“不出代议士不纳税”,而古代中国是“民不出租赋则诛”。西欧各国在十字军东征期间欠了商人大量的债务,封建君主为了还债,同时为了取得更多的税收和借款,不得不向工商业者做各种让步,其中最重要的让步是建立有工商业者参加的议政会(即现代议会的前身)。西欧历史上多有政府向民间借款的记述,或者说可以说主要是政府的信用需求催生了现代的金融市场和金融体制。而古代中国,特别是汉武之后,少有政府向民间借款的记录,而是“富室连我阡陌,为国守财耳。缓急盗贼窃发,边境扰动,兼并之财,乐于输纳,皆我之物。”¹¹历史上的表现,西欧特别是英国,是经济基础决定上层建筑;古代中国却常常表现为上层建筑决定经济基础,自秦始皇到清末,

⁶ 《皇明经世文编·卷二百九十九·讲求财用疏》

⁷ 《续资治通鉴长编·卷二百二十一·熙宁四年三月戊子》

⁸ 《宋史·卷三百七十四·列传第一百三十三》

⁹ 《浪迹丛谈·卷五·请行钞法》

¹⁰ 《皇朝经世文编续集·卷五十三》

¹¹ 《历代兵制·卷八·宋》

虽时有王朝更替，但经济发展始终没有突破传统体制。古代中国社会弱势，政府强势，“民之弊官吏可治之，官吏之弊商民不得而违之也”（中国人民银行总行参事室金融史料组，1964），“从古以来，都是人随王法草随风，官家说了算。”正是古代中国特殊的社会结构，决定了政府有能力超出经济发展水平限制在社会上推行纸币。

二是古代中国市场相对封闭，统治者为了稳固政权，普遍有排外倾向，市场受到外来竞争、干扰较少。在较少对外贸易和缺乏来自邻国的货币竞争情况下¹²，货币演化缺乏动力，便停止不前，原地打转儿，这种情况下容易推广纸币。且历代政府对内部治理的能力和市场监督管理控制能力都比较强，即使纸币不断贬值，事实上大多数时间也能在市场上折价流通。

三是货币名目思想在中国货币思想史上一直占据上风，纸币流通有思想基础。西汉晁错在《论贵粟疏》中道：“夫珠玉金银，饥不能食，寒不可衣，然而众贵之者，以上用之故也”。这种思想在古代中国很有市场，著名的西汉盐铁会议，确立了货币国定的主导言论。既然“上”可将“百无一用”的金银用之为货币，为何不能将纸作为货币呢？辛弃疾的看法有代表性：“世俗徒见铜可贵而楮可贱，不知其寒不可衣，饥不可食，铜楮其实一也。”¹³

四是政府具有一定的管理纸币的技术。政府发行纸币，均有较完备的钞法，其中至元二十四年三月颁行的《至元宝钞通行条画》最为知名。纸币进入流通之初，多有可兑现的规定，以取得民间信任，随着纸币发行量扩大，发行准备不足，纸币才逐渐成为不可兑现货币。历代国家都规定纸币的支付办法，如用纸币缴纳赋税，在元朝纸币可用来缴纳全部赋税。当纸币贬值后，政府多采用一定措施稳定币值，诸如南宋曾出售茶、盐、香、矾、酒、绢等回笼货币，明朝永乐年间曾实行户口食盐法回收宝钞，南宋曾多次出售官告（做官的凭证）、度牒（做僧道的凭证）回笼纸币，以及历代政府通过发新钞回收旧钞，规定用纸币赎罪和退脏等办法来控制纸币发行数量等（叶世昌，1988）。

很明显，上述四个方面原因，政府强势、社会弱势是根本原因。

三、古代中国纸币流通的利弊

从世界货币史来看，纸币代替金属货币，不兑现纸币代替可兑现纸币，是货币制度的一大进步。李嘉图曾主张，当通货全部都是纸币时它就处于最完全的状态（熊彼特，1992）。相比金属货币，纸币的优势是明显的，主要是纸币的供给突破了自然法则的约束，具有更多的内生性，富有弹性，能较好地契合经济发展的需要。但古代中国的纸币完全不同于现代意义上的纸币。主要的差别是，古代中国的纸币与其同时代的金属货币一样，也是完完全全的外

¹² 古代中国周围的国家仍处于童年时代。在日本，大米长期充当货币；南洋群岛和印度支那使用的货币是从中国进口的铜钱或仿造的“制钱”，还有铜锣、根据重量计算的砂金，锡块或铜块；西藏兼用砂金和从遥远的西方进口的珊瑚。这一切可以解释中国本身的落后。也可以说明为什么它的货币体系具有某种稳固性，因为这一体系对于周围社会而言处于“统治”地位。中国的货币史满可以懒洋洋地发展而不必担心任何危险：它只消比邻国领先就足够了。[法] 费尔南·布罗代尔，15至18世纪的物质文明、经济和资本主义[M]，第1卷，三联书店1992年版，535页。

¹³ 《历代名臣奏议·卷二百七十二·论行用会子疏》

生货币，发行与流通量全凭政府，与经济需要关系甚微。

南宋初曾有人论交子之利害：“今之论交子者，其利有二，其害有四。一则馈粮实边，减般犖之费，二则循环出入，钱少而用多，此交子之利也。一则市有二价，百物增贵，二则诈伪多有，狱讼益繁，三则人得交子，不可零细而用，或变转则又虑无人售，四则钱与物渐重，民间必多收藏，交子尽归官中，则又虑难于支遣。此交子之害也”。¹⁴此论立足纸币流通，大体上中规中矩。概言之，中国历史上的纸币流通，其积极意义有二：一是弥补金属货币不足，促进商品交换。尽管南宋时期纸币贬值速度很快，但货币供应充足，经济发展少有流动性缺失之虞，纸币的流通的确起到了弥补“钱荒”作用，促进了南宋商业繁荣。如私交子时期官府曾因纠纷遂停闭交子铺，结果是“自住交子，后来市肆经营买卖寥索。”¹⁵这也提供了一个反证，说明当时纸币确系市场需要。二是携带方便，免除了金属货币的运输费用。古代中国多流通铜铁等贱金属货币，货币运输不便是贸易的一个很大难题。很明显，纸币流通促进了长途贸易。

古代中国纸币带来的不利影响却是长期和深远的。古代中国纸币之弊，概括起来有三。

一是纸币大大强化了古代政府的经济搜刮能力，也加快了王朝覆灭的步伐。如同一个心术不正且无所羁绊的剑客获得了一柄绝世宝剑一样，纸币为古代王朝所用，成为国家“操不涸之财源”，政府搜刮能力大大加强。成为政府搜刮工具的纸币，只能完全依靠统治者权威维持信用，历朝历代都以严刑苛法维持纸币流通，如成祖永乐二十年（1422年），定阻挠钞法罪，要“坐以大辟”（即死刑）（千家驹 郭彦岗，2005）。结果是人民深受其苦，社会经济满目疮痍，百业受挫，经济与社会生机顿失。《尧山堂外纪·卷七十四·元》记载一首元末的民谣：“堂堂大元，奸佞擅权，开河变钞祸根源，惹红巾万千。官制滥，刑法重，黎民怨，人吃人，钞买钞，何曾见？”足见民怨沸腾。统治者利用纸币大肆搜刮，竭泽而渔，杀鸡取卵，破坏了自己赖以生存的物质基础。纸币滥发必致恶性通胀，恶性通胀必致经济崩溃，经济崩溃则政权不稳。如袁甫所言，“楮币蚀其心腹，大敌剥其四支（肢），危亡之祸，近在旦夕。”¹⁶宋、金、元三朝的纸币都造成巨大的社会灾难，其灭亡都同纸币发行有着重要的联系。

二是纸币流通破坏了古代工商业及经济发展的市场基础。古代纸币最初为商家因便利商用而创造，政府垄断发行后，纸币供给便远离商品生产和流通。其发行与流通全由政府包办，纸币数量完全取决政府财政需要，纸币名为流通之物实与商品流通需要相隔，货币供给无弹性，无货币之市场化、商业化基础，实质是以王朝需要为目标，以国家信用取代一切。造成古代中国纸币便利交易之效远不抵其害商坑农之弊。纸币主要是统治者搜刮工具，支付手段功能较强而交换媒介功能较弱，或者说纸币发挥纵向的经济联系（官征民缴）的功能较强而横向的经济联系（市场交易）作用较弱。特别是滥发纸币，物价腾贵十倍百倍现象多见，“自

¹⁴ 《建炎以来系年要录·卷一百一·绍兴六年五月乙酉》

¹⁵ 《宋朝事实·卷十五》

¹⁶ 《宋史·卷四零五·列传第一百六十四》

从为关以为暴，物价何止相倍蓰。”¹⁷恶性通胀下，价格信号失灵，市场机制顿失，导致工商业无所归依，陷于崩溃。但是，市场也会内生自发秩序来应对，如元代中后期，宝钞形同废纸，民间拒用，自发出现许多代用货币，经济回归“以物易物”形态；又如崇祯十六年行钞计划一出，即出现“京商骚然，绸缎各铺皆卷篋而去”¹⁸的局面。这种民间工商业者的无奈之举，当视为统治者滥发纸币带来的工商业及经济发展的倒退。

三是古代纸币抑制了古代信用金融事业的发展。纸币流通抹平了称量货币、不同铸币之间的差别，使货币兑换业商机立减；纸币流通解决了铸币长途运输问题，货币汇兑业受到抑制。古代中国的汇兑业务，自北宋以后已没有人注意，因为纸币可以代替汇票。（彭信威，2007，554页）同时，货币借贷也受抑制，纸币供应充裕，再加上纸币贬值过快，人们既少对纸钞的需求，又不会贷出贬值过快的纸币。不得已的借贷，也以实物为主，故古代中国信用，实物借贷长期占据重要位置。货币兑换、货币汇兑以及货币借贷这三个早期商业银行业务活动的源头，在中国却因纸币流通而式微。纸币在古代中国流通事实上抑制了古代中国金融业的发展和演化。反思现代银行业和金融业没有在近代中国产生，根源就是古代纸币流通及其泛滥，使当时商业银行等信用金融事业无产生之必要，亦无发展之可能。

四、进一步的讨论

时至清朝，纸币在统治者眼中成为王朝覆灭的祸因，于发行钞票一事，非常慎重，以不用为原则。（彭信威，2007，597页）满清近三百年，只有两次行用钞票（顺治钞贯和咸丰官票宝钞，清末发行银行兑换券另当别论），时间均在十年左右。

同时期纸币在西方方兴未艾。从银行券、国家发行的债务货币以及不兑现纸币，一直到后来中央银行体制下纸币流通，政府也发挥了重要作用，处处也留下了国家的烙印。但在这一过程中，一是市场的意愿是受到尊重的（也就是说国家行为受到限制），二是西方纸币产生于商业性金融机构的业务活动并始终以其为基础，不论是前期的银行券，还是后来的银行存款货币，纸币始终与经济运行相联系，富有弹性的货币供给机制，极大地促进了经济与社会发展。

让·里瓦尔（1997）在评论18世纪纸币在英国和法国的不同命运时，曾引用伏尔泰的评论，“纸币在一个自由的国度里有绝好的用场，有时它们能挽救一个共和国，但几乎可以肯定，它们又能毁灭一个君主国，因为人民很快就丧失信任。再理想的货币若是过份滥发，平民百姓便会收起他们的银币，国家机器便往往伴随一些重大灾难而使其浑浑地归于自毁。”这段话若用在古代中国，显然是低估了统治者的能力，但道理应该是相同的。

古代中国纸币及其流通蕴含着丰富的历史信息，我们从中提炼的事实验证了本文开头的简单判断，即在中国货币制度演变中，政府太强，市场太弱。本文的梳理也有利于对货币金

¹⁷ 宋·高斯得《物贵日甚》

¹⁸ 《春明梦余录·卷三十八》

融发展史上一些问题的了解。如，中国历史上货币本位没能升级到贵金属本位，主要原因就是市场长期封闭¹⁹，虽然我们没有讨论古代纸币流通与货币本位进化缓慢之间的直接关系，但我们相信二者并存有着共同的原因，简单地讲就是政府的极权专制和市场封闭。再如，古代中国信用及金融事业落后。原因就是纸币流通，使商业银行的前身，诸如货币兑换业、货币汇兑业少有发展的空间和必要。商业银行没有直接从中国本土演进出来，自然就解释了中国货币制度缺乏银行货币的转换过程。概言之，古代中国纸币流通所体现出的货币制度的基因就是：政府太强，市场太弱。或者说，古代中国货币，由威权提供的信用保障过盛，由物提供的信用保障过衰。

在一国货币金融体系中，货币制度是本。金融机构和市场出了一些问题，只要没有损害到货币制度，在市场机制的帮助下，健康的货币制度就可以纠正金融运行重新回到正确的轨道上。如果货币制度出了问题，或者说货币制度本身就有的痼疾因某种原因“发了病”，表面上看起来再强大的金融机构和市场，实际上也是很脆弱、很危险的。譬如此次全球金融危机的始发地美国，我们判断危机只是伤其枝节，未伤其本。原因是金融机构和市场出的问题，而不是美国货币制度出了问题，相对安全地渡过危机是可预期的。如果观察到是美国货币制度出了问题，比如说美联储受美国政府支配滥发纸币，相信一个颠覆性的灾难就不远了。

有一些问题少有人关注。如，在国内，通货主要是银行货币，是银行的负债，甲银行的债务货币与乙银行的债务货币应有不同，但大家都忽略了这一差异（现实中我们不会对不同机构的债务等量齐观）。换言之，商业银行根据政府指令创造的货币与根据市场需求创造的货币不能等量齐观，但现实却没有注意到这种差别的重要性。再如，国际间，国与国之间的货币联系，看得见的是汇率及其波动，看不见的是货币制度层面的对接。一个国家的货币能让人们产生长期稳定的预期以达到国际间的普遍接受，关键的问题不仅是经济实力，更重要的是人们对其货币制度的信任（虽然经济实力也有助于人们的信任）。要取得其他国家人民的信任，当前仅靠一个强大的政府是不够的（可能近百年前还可以），货币制度的公开透明以及货币发行权力必须受到来自政府之外的有效约束是重要的。

概言之，当前人民币制度有两大挑战。一是中国经济继续发展势必进入消费时代，个人信用将取代政府信用成为信用活动中的主体，数以亿万计消费者的消费性金融需求，将逐渐取代企业投资性金融需求，成为金融发展的主要动力。一个纵向的货币供给体系如何满足横向的货币需求？这将是现有货币金融体制的一大挑战；二是国际化的要求，目前人民币已经

¹⁹ 单从货币演化来看，货币演化取决于货币竞争。简单讲有两种货币竞争，即同一市场内部的货币竞争和不同市场间的货币竞争。封闭市场内部不同货币之间的竞争，虽经济发展有货币本位升级的需要，但“劣币驱逐良币”的市场规律，以及政府方便攫取铸币税的需要往往会占上风，导致了长期维持一个较低的货币本位。从货币的信用属性及其来源来解释，封闭市场内，王权所及的地方，政府威权提供的信用多可维持不足值货币流通，或者说货币流通对货币的物的信用保障的要求不会太高。当货币流通超出王权所及范围之后，即不同市场间的货币竞争，王权所提供的威权信用就不那么有用了，此时必然要求货币有充足的物的信用保障，即只有好的货币（足值的货币）才能被不同市场间的交易者接受。换言之，跨境货币竞争遵循的是“良币驱逐劣币”规律，这能解释为何小国林立的西欧（非彼时经济最强）率先进入了金本位。因此，中国货币史上货币本位长期维持铜本位的主要原因，就是市场长期封闭。市场长期封闭的原因，当属彼时政府有意为之。

开启国际化进程，当信用活动迈出国界时，基于纵向社会信任结构的货币和国内金融，矛盾和不适应就会显现出来。

彭信威先生在《中国货币史》绪论中说到，货币制度的善恶成败，要看货币的购买力能否维持，使其不致搅扰人民的经济生活。事实上，好的货币制度就如同空气一样，人们生活在其中，却感觉不到它的存在。一旦感受到了它的存在，必定是出了问题。前车之覆轨，后车之明鉴。在这个意义上，如何实现政治意志与货币经济规律特别是国际间货币运行规律相协调，将是人民币制度的一大难题。

作者简介：李义奇（1969-），男，河南桐柏人，副教授，博士，主要研究领域为货币与银行应用问题研究。曾于2006至2008年在中国人民大学财政金融学院做博士后研究工作。

参考文献：

1. 张杰，中国的货币本位困境：历史根源与演进机理[J]，东岳论坛，2009.8，5-25页。
2. 李义奇，论货币的信用属性：历史与逻辑[J]，广东金融学院学报，2010.1。
3. 彭信威，中国货币史[M]，上海：上海人民出版社，2007年版，第290页。
4. 汪圣铎，两宋货币史[M]，北京：社会科学文献出版社，2003年版，第486-488页。
5. [美]查尔斯·P·金德尔伯格，西欧金融史[M]，中国金融出版社2007年版，页。
6. [日]黑田明伸，货币制度的世界史：解读“非对称性”，中国人民大学出版社，2007年版，前言第9页。
7. [英]汤因比，历史研究(下)[M]，上海：上海人民出版社1987年版，74页。
8. 李秉衡，纸在宋代的特殊用途，食货半月刊，第五卷第十二期（1937年6月16日），34-38页。
9. 包伟民，试论宋代纸币的性质及其历史地位[J]，中国经济史研究，1995.3.21-29页。
10. 郭彦岗，再论货币发行的集中统一：从中国古代货币铸造发行权大论战中探索可借鉴的经验[J]，中国钱币，1987.1.19-25页。
11. 李义奇，由信任而信用：论信用问题的社会根源[J]，征信，2010.3（尚未刊出）。
12. 中国人民银行总行参事室金融史料组编，中国近代货币史资料第一辑[M].上册，中华书局，1964年版，第321页。
13. 叶世昌，中国古代的纸币管理思想[J]，中国经济史研究，1988.2.126-132页。
14. [美]约瑟夫·熊彼特，经济分析史[M]，第二卷，北京：商务印书馆，1992年版，485页。
15. 千家驹 郭彦岗，中国货币演变史[M]，上海人民出版社，2005年版，158页。
16. [法]让·里瓦尔，银行史[M]，商务印书馆，1997年版，46页。