

# 法律制度环境对系统性金融风险的影响研究

侯可涵, 刘志强, 卢崇煜

北京建筑大学理学院, 北京

收稿日期: 2023年9月20日; 录用日期: 2023年10月11日; 发布日期: 2023年10月25日

## 摘要

法律制度环境作为一切经济活动外部约束规则, 对经济增长的作用越来越大。本文基于2010~2019年省域面板数据, 采用双向固定效应模型, 实证检验法制环境对系统性金融风险的作用机理。研究发现: 1) 法律制度环境的优化显著抑制系统性金融风险。在更换代理变量、剔除外部冲击影响稳健性检验后, 上述结论依旧成立; 2) 异质性分析结果显示, 发达地区法律制度环境的优化对系统性金融风险的影响更为明显; 3) 分段检验结果表明, 法制环境的优化主要通过加大金融监管力度、加强政府调控力度抑制系统性金融风险。因此, 本研究就如何继续合理优化法律制度环境进一步降低系统性金融风险发生的可能性提供一定的理论依据和经验支撑。

## 关键词

法律制度环境, 系统性金融风险, 分段检验

## Study on the Influence of Legal System Environment on Systemic Financial Risk

Kehan Hou, Zhiqiang Liu, Chongyu Lu

School of Science, Beijing University of Civil Engineering and Architecture, Beijing

Received: Sep. 20<sup>th</sup>, 2023; accepted: Oct. 11<sup>th</sup>, 2023; published: Oct. 25<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

As the external constraint rule of all economic activities, the legal system environment plays an increasingly important role in economic growth. Based on the provincial panel data from 2010 to 2019, this paper empirically examines the mechanism of legal environment on systemic financial risk by using a two-way fixed effect model. The findings are as follows: 1) The optimization of legal system environment significantly inhibits systemic financial risks. After replacing proxy variables and eliminating the robustness test of external impact, the above conclusions are still valid. 2) The

results of heterogeneity analysis show that the optimization of legal system environment in developed regions has a more obvious impact on systemic financial risks; 3) The segmented test results show that the optimization of the legal environment mainly restrains systemic financial risks by intensifying financial supervision and strengthening government regulation. Therefore, this study provides a certain theoretical basis and empirical support for how to continue to reasonably optimize the legal system environment to further reduce the possibility of systemic financial risks.

## Keywords

Legal System Environment, Systemic Financial Risk, Segmented Inspection

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

随着全球经济和金融创新的不断发展,金融市场中不同金融机构间的关联和依存程度不断提高(陈天阁和王轩, 2022) [1], 系统性风险变得极其复杂和难以预测。二十大会议报告中提出, 要强化金融稳定保障体系, 守住不发生系统性风险底线。因此, 细致研究系统性金融风险应着力从哪几方面着手防范显得尤为迫切。金融市场间的风险交互传染较为频繁, 一旦某地区或行业出现风险, 会将风险通过各种渠道扩散至整个金融市场, 进而形成金融危机。究其原因, 系统性金融风险来源于金融市场中一个或多个金融机构的失误或违约引发的连锁反应和传染效应(杨涛和李鑫, 2015) [2], 这些传染效应聚集会导致整个金融系统遭受严重损失, 甚至造成全球性的经济衰退和社会不稳定。

法制环境作为金融市场的基础性环境之一, 对于系统性金融风险的防范和控制起着至关重要的作用。在一个健全的法制环境下, 金融机构将受到有效的监管和约束, 金融市场也将更加公平、透明、有序地运行, 金融市场的波动和不稳定性减弱, 从而有效地降低系统性金融风险的发生概率和影响范围。然而, 如果法制环境欠缺, 金融市场可能陷入无序状态, 各种风险和问题频发, 加快系统性金融风险的爆发和扩散。因此, 建立健全的法律制度环境, 完善金融市场的监管体系, 是防范和控制系统性金融风险的重要手段之一。

本文可能的贡献主要体现在: 1) 尝试从法律制度环境这一社会现实影响因素视角解析系统性金融风险。使用双向固定效应等方法估计法律制度环境对系统性金融风险影响, 采用消除外部冲击、更换衡量指标进行稳健性检验, 弥补以往分析方法中未充分考虑影响因素的不足, 为研究法制环境对系统性金融风险影响提供充分论据; 2) 细化探究法律制度环境对系统性金融风险影响的内在机制路径并进行实证检验, 以期通过优化法律制度环境降低系统性金融风险提供参考依据。

## 2. 理论机制

法律制度作为一切经济活动的制约机制, 通过加大金融监管力度、加强政府调控力度抑制系统性金融风险的发生。因此, 法律制度的合理安排有利于风险防控。

金融监管机构通过加强对金融市场的监管, 降低金融机构的违规行为和风险敞口。如制定严格的贷款标准防止银行业对房地产行业过度依赖, 加强对金融机构的风险评估和监管, 及时发现和防范金融市场的风险隐患, 保障金融市场健康发展。一方面, 金融监管机构通过完善金融风险预警机制和危机应对机制, 及时发现和处置金融市场风险事件, 避免风险事件扩散和蔓延。另一方面, 监管机构可以通过加

强对金融机构的监管和风险评估, 防范和控制金融机构的风险敞口, 制定严格的资本充足率和风险担保措施, 限制金融机构杠杆率和风险暴露度, 保障金融市场的稳定和健康发展。

法制环境通过加大政府调控力度来降低系统性金融风险。政府调控一般通过制定法规等方式来加强市场的规范和约束, 防范风险的发生和扩散。一方面, 政府制定法规来约束金融机构和市场的行为, 确保其合规经营和风险控制能力。同时修改法规来加强对金融市场各个环节的监管, 如金融产品的发行、交易、清算等, 从而避免市场失灵和金融风险的扩散。另一方面, 政府通过行政调控来控制 and 化解系统性金融风险, 包括国有化、注资、债转股等方式, 以加强对金融机构的控制和管理, 避免金融机构倒闭引发的系统性风险。

基于以上分析, 本文提出如下假说:

H1: 法律制度环境的优化会降低系统性金融风险;

H2: 法律制度环境的优化通过加大金融监管力度来降低系统性金融风险;

H3: 法律制度环境的优化通过加强政府调控力度来降低系统性金融风险。

### 3. 研究设计

#### 3.1. 计量模型构建

基于前文理论分析, 为检验法律制度环境对系统性金融风险的影响, 本文借鉴周广肃和王雅琦(2019) [3]采用双向固定效应模型的做法进行回归分析, 设定回归模型如下:

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Law + \beta_2 Controls + E_i + E_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,  $i$ 、 $t$  分别表示地区和时间;  $Risk$  表示系统性金融风险;  $Law$  表示法律制度环境。另外, 本文还控制了省份( $E_i$ )和年份( $E_t$ )虚拟变量等因素,  $\varepsilon$  为随机扰动项。

#### 3.2. 指标构建

1、系统性金融风险( $Risk$ )。依据金融压力指数的概念, 并参考沈丽等(2019) [3]的做法, 从金融部门、政府部门及外部宏观经济环境选取相关的指标<sup>1</sup>。先对指标进行同趋势化处理后进行标准化处理, 利用加权法合成不同维度的分类指标, 对其进行主成分分析后再归一化处理, 合成系统性金融风险指数。

2、法律制度环境( $Law$ )。采用市场中介组织的发育和法律制度环境衡量(魏丽等, 2018) [4], 值越大说明法制环境越好。

3、控制变量。根据现有文献对我国系统性金融风险的研究, 我们在计量模型中还需控制其它可能影响系统性金融风险的变量。这些变量主要包括: 1) 地区失业率  $Emp$ 。采用失业人数与劳动人数比值作为失业率的计算方式; 2) 市场化指数  $Mkt$ 。市场化指数是直观描述市场化相对进程的指数体系; 3) 城乡收入差距  $Income$ 。采用城镇家庭与农村居民人均可支配收入比作为城乡收入差距的计算方式; 4) 社会消费水平  $Outcome$ 。采用社会消费总额与  $GDP$  比值的计算方式; 5) 受教育水平  $Edu$ 。采用普通高等学校在校人数与年末人口总数的比重作为受教育程度的计算方式。

#### 3.3. 数据来源与处理

本文选取了 2010~2019 年省级面板数据, 删除了存在较多缺失值的西藏, 最终得到 30 个省份数据。数据主要来源于国家统计局年鉴, 不良贷款率、金融机构存贷款余额数据来源于国泰安数据库, 城投债数据来源于中国财政部官网, 市场化指数、法律制度环境指数来源于樊纲、王小鲁和朱恒鹏编写的《中国市场化指数》。考虑到法律制度环境对系统性金融风险影响具有滞后效应, 对其进行二阶滞后处理。

<sup>1</sup>金融部门: 信贷膨胀率(贷款增速/ $GDP$  增速)、不良贷款率、保险深度(保费收入/ $GDP$ )、银行存贷比; 政府部门: 财政缺口((一般预算支出 - 一般预算收入)/ $GDP$ )、地方政府债务(城投债/ $GDP$ ); 宏观经济环境: 固定资产投资增速、消费物价指数、对外开放程度(省级进口总额与  $GDP$  的比重)。

## 4. 实证分析

### 4.1. 基准回归

为了缓解遗漏变量等问题,本文选取双向固定效应模型来替代 OLS 模型进行估计,且 Hausman 检验结果显示在 1%的水平显著,拒绝采用随机效应模型原假设,因此可以采用固定效应模型。实证检验法律制度环境对系统性金融风险的影响,基准结果如表 1 列(1)所示,法律制度环境对系统性金融风险的回归结果显著为负,表明法律制度环境的逐步优化有利于抑制系统性金融风险的发生,验证前文假说 1。法制环境越好通常具有强有力的监管、合同执行力、产权保护和信息透明度来降低金融市场的不稳定性。良好的法制环境提供法律救济和争端解决机制,减少纠纷风险,鼓励合法的争议解决,有助于减少系统性金融风险发生的可能性。

### 4.2. 稳健性检验

进一步考察基准模型回归结果的可靠性,本文采用更换代理变量、剔除外部冲击两种做法进行稳健性检验。首先,本文参考余明桂和潘红波(2008) [5]等人的做法,采用经济案件收案数替换法律制度环境指数进行替代检验。检验结果如表 1,列(2)列可用看出,被替换后的回归结果与基准回归结果一致。其次,2008 年金融危机的爆发严重冲击了整个世界金融市场,我国金融市场也因此受到极大影响,可能对基准结果产生干扰。本文将此作为重大外部冲击事件,参考张怀文和张秀全(2022) [6]剔除 2008、2009、2010 年数据的做法,将 2010 年数据进行剔除,并对其结果进行检验,检验结果如表 1 中列(3)所示,核心解释变量的符号及显著性与基准结果一致,表明在去除干扰样本后回归结果保持稳健。

Table 1. Model regression result

表 1. 模型回归结果

	固定效应模型	更换代理变量	剔除外部冲击	发达地区	欠发达地区
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
<i>Law</i>	-0.635*** (0.010)	-0.103** (0.027)	-0.486* (0.055)	-0.895** (0.031)	-0.486 (0.139)
地区个体	固定	固定	固定	固定	固定
时间个体	固定	固定	固定	固定	固定
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	300	300	270	130	170
<i>R-sq</i>	0.140	0.134	0.188	0.142	0.191

### 4.3. 异质性分析

由于区域经济发展存在异质性,法律制度环境水平不同,所导致的系统性金融风险也不尽相同。进一步分析地区发展水平不同省域的系统性金融风险敏感性也有差异。为了检验其异质性,本文将 30 个省份分为发达地区和欠发达地区<sup>2</sup>。回归结果如表 1 所示;列(4)可以看出,发达地区法制环境对系统性金

<sup>2</sup> 本文依据地区生产总值均值对城市进行划分。其中,发达地区包括北京市、河北省、上海市、江苏省、浙江省、安徽省、福建省、山东省、河南省、湖北省、湖南省、广东省、四川省 13 个省(市);欠发达地区包括天津市、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省、江西省、广西壮族自治区、海南省、重庆市、贵州省、云南省、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区 17 个省(区)。

融风险的抑制作用相较于欠发达地区更为显著。主要是因为这些地区拥有严格监管、强大的合同执行、产权保护、信息透明度和高效的法律救济机制。这些因素提高了金融市场的稳定性，降低不当行为和风险。而欠发达地区的系统性金融风险同时还面临着其他结构性问题，如经济不稳定、金融体系薄弱、政治不稳定等，这些问题限制了法制环境对系统性金融风险的有效抑制。因此，单纯改善法制环境可能不足以显著抑制系统性金融风险，需要综合考虑其他因素。

## 5. 机制检验

为了更好地验证法律制度环境对系统性金融风险的影响机制，本文进一步通过分段回归进行理论机制检验。根据前文理论分析，对法律制度环境可能通过加大金融监管力度、加强政府调控力度降低系统性金融风险机制进行分段检验。在考虑金融监管力度影响机制时，分两步进行：第一步，检验法律制度环境与金融监管力度的关系；第二步，检验金融监管力度同系统性金融风险间的关系。分别设定以下计量方程：

$$Fin = \beta_0 + \beta_1 Law + \beta_2 Controls + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Risk_{ij} = \gamma_0 + \gamma_2 Fin + \gamma_3 Controls + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中，*Fin* 表示金融监管力度，其余变量具体含义同前文。文章采用金融监管支出占当地金融业增加值的比重衡量金融监管力度(陈斌开和林毅夫，2013) [7]，进行分段回归，结果如表 2 列(1)~(2)所示。可以看出法律制度环境促使加强金融监管力度，缓解系统性金融风险，有效阐释了法律制度环境负向影响系统性金融风险的内在机制。

类似的，考虑政府调控(*Gov*)影响机制，文章采用一般财政支出与 *GDP* 的比值衡量政府调控力度(陈斌开和杨汝岱，2013) [8]，进行分段回归，结果如表 2 列(3)~(4)所示。可以看出法律制度环境促使政府加大资金投入调控力度，缓解系统性金融风险，有效阐释了法律制度环境抑制系统性金融风险的内在机制。

**Table 2.** Mechanism test result

**表 2.** 机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Fin</i>	<i>Risk</i>	<i>Gov</i>	<i>Risk</i>
<i>Law</i>	10.136** (0.046)		1.041*** (0.009)	
<i>Fin</i>		-0.443* (0.067)		
<i>Gov</i>				-0.093*** (0.008)
地区个体	固定	固定	固定	固定
时间个体	固定	固定	固定	固定
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	300	300	300	300
<i>R-sq</i>	0.086	0.129	0.336	0.257

## 6. 主要结论与政策启示

本文以中国 2010~2019 年 30 个省级行政区的面板数据为样本，分析法律制度环境对系统性金融风险

的影响机理并进行实证检验。主要结论如下：1) 法律制度环境的优化过程会通过加大金融监管力度、加强政府调控力度渠道抑制系统性金融风险；2) 法律制度环境对系统性金融风险影响在不同区域间存在异质性。法律制度环境的优化在发达地区对系统性金融风险的作用效应更为明显。

鉴于此，为建立法律制度环境健康发展长效机制，防止系统性金融风险爆发，本文谨慎提出以下几点政策建议：1) 加大金融监管力度，进一步完善金融监管框架，提高监管机构的独立性和专业性，确保其能够及时发现和应对潜在的风险。此外，要强化跨辖区合作，建立更加紧密的监管网络；2) 加强对金融市场的调控力度。包括对金融产品和金融机构的审查和监督，确保不会滋生过度风险。同时还应鼓励金融机构采取更加谨慎的风险管理措施，提高其自身的抗风险能力；3) 针对不同地区的法律制度环境特点制定差异化政策。在发达地区，可以更加注重完善金融法律制度，提高法治水平，以确保金融市场的稳定性。而在欠发达地区，可以侧重于加强金融教育和普及，提高金融市场参与者的风险意识和金融知识水平；4) 积极推动国际金融合作。加强国际间的信息共享和合作机制，以共同抵御跨国金融风险。同时，要建立有效的金融危机应对机制，以便在危机爆发时能够迅速作出应对，减少损失。

## 基金项目

北京建筑大学 2023 年课程建设项目(项目编号：09080823003)。

## 参考文献

- [1] 陈天阁, 王轩. 资本市场系统性风险的监测与度量——基于金融压力指数的视角[J]. 江淮论坛, 2022(3): 34-40.
- [2] 杨涛, 李鑫. 国际金融市场基础设施监管改革及其对我国的启示[J]. 金融监管研究, 2015(8): 82-105.
- [3] 沈丽, 刘媛, 李文君. 中国地方金融风险空间关联网络及区域传染效应: 2009-2016 [J]. 管理评论, 2019, 31(8): 35-48.
- [4] 魏丽, 卜伟, 王梓利. 高速铁路开通促进旅游产业效率提升了吗?——基于中国省级层面的实证分析[J]. 经济管理, 2018, 40(7): 72-90.
- [5] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(8): 9-21+39+187.
- [6] 张怀文, 张秀全. 金融结构市场化推升了系统性金融风险吗——基于国际对比的实证研究[J]. 经济学家, 2022(6): 98-108.
- [7] 陈斌开, 林毅夫. 发展战略、城市化与中国城乡收入差距[J]. 中国社会学, 2013(4): 81-102+206.
- [8] 陈斌开, 杨汝岱. 土地供给、住房价格与中国城镇居民储蓄[J]. 经济研究, 2013, 48(1): 110-122.