

国家治理体系完善有助于促进金融稳定吗？*

——基于全球 214 个国家的数据检验

何国华¹ 童晶^{1,2}

(1. 武汉大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430072;

2. 中南林业科技大学国际学院, 湖南 长沙 410004)

内容提要:近年来,较多学者研究了国家治理体系中的经济制度对金融稳定的影响,而对国家治理体系中的非经济制度对金融稳定的影响缺乏严密的理论分析与实证检验,这可能导致无法全面认识金融稳定的影响因素,难以对促进金融稳定的国家治理体系建设提出有针对性的政策建议。本文首先建立数理模型分析了国家治理体系完善对金融稳定的影响机理,然后使用全球 214 个国家 1996—2017 年的 121 万余个数据,实证检验了国家治理体系中的非经济制度对金融稳定的影响。研究发现,完善的国家治理体系不但可以促进金融机构的稳定与宏观经济的健康发展,而且能够缓解外部风险的影响,促进实体经济融资与发展。因此,政府应当努力推进国家治理体系和治理能力现代化建设,利用完善的国家治理体系来构建健康的金融环境,防范金融风险和维护金融稳定。

关键词:国家治理体系 制度建设 金融稳定

中图分类号:F833 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)12—0005—16

一、引言

国家治理体系是一整套紧密相连、相互协调的国家制度的总称,包括了经济、政治、文化、社会、生态文明和党的建设等各领域的体制机制与法律法规安排(习近平,2014)^[1]。完善的国家治理体系对金融稳定的重要性不言而喻,以往学者们的研究侧重于国家治理体系中的经济制度,例如货币政策、监管政策、财税政策以及产业政策等对金融稳定的影响,而对国家治理体系中的非经济制度,例如政治稳定性、政府效率、腐败控制、话语权与问责权、监管水平、法制等对金融稳定的影响尚缺乏严密的理论分析,相关研究也未形成共识。对国家治理体系影响的系统研究不足,导致人们无法充分认识金融稳定的影响因素,进而难以对促进金融稳定的国家治理体系建设提出有针对性的政策建议。

研究国家治理体系中的非经济制度对金融稳定的影响并不容易,主要有两个原因:第一,难以找到令人信服的相关制度与金融稳定的替代变量,也无法建立起严密的数理模型来解析国家治理体系影响金融稳定的传导路径,因此理论界与实务界对国家治理体系中的非经济制度是否真的影响金融稳定,以及如何影响金融稳定等方面存在质疑;第二,难以获取长期可信的大样本数据来检

收稿日期:2018-09-07

* 基金项目:国家自然科学基金国际合作研究项目“法、金融与经济增长之再考察——中国的变革挑战与英国等国的经验”(71661137003);教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“经济新常态下中国金融开放与金融安全研究”(17JZD015);国家社会科学基金一般项目“‘双支柱调控框架’下金融稳定政策设计研究”(18BJY249)。

作者简介:何国华,男,教授,博士生导师,研究领域是国际金融,电子邮箱:ghhe@whu.edu.cn;童晶,女,讲师,博士研究生,研究领域是国际金融,电子邮箱:32295117@qq.com。通讯作者:童晶。

验不同周期下非经济制度对金融稳定的影响,难以得到让人信服的检验结果,即便得到一些结果,也无法排除短期偶发政治事件的影响。有幸的是,现实中为完善国家治理体系和促进金融系统的稳定性,以世界银行为代表的国际组织做了大量的研究。世界银行 1996 年构建了国家治理指标 (Worldwide Governance Indicator, WGI),分多个维度对全球主要国家的国家治理体系的建设情况进行了客观评价。该指标的负向极值为 -2.5,表示国家治理体系最不完善;正向极值为 +2.5,表示国家治理体系最完善;0 为分界点。图 1 从政治稳定性、政府效率、腐败控制、话语权与问责权、监管水平、法制六个方面给出了国家治理体系指标与商业银行不良贷款率的相关性,数据显示,国家治理体系越完善的国家,其商业银行的不良贷款率越低;图 2 则给出了包含以上六个方面的国家治理体系指标与国内可控贷款的相关性,数据显示,国家治理体系越完善的国家,其可控贷款的比率越高。从数据特征来看,国家治理体系越完善的国家金融稳定程度越高,国家治理体系完善程度与金融稳定性表现出高度的相关性,且具有全球普遍性。

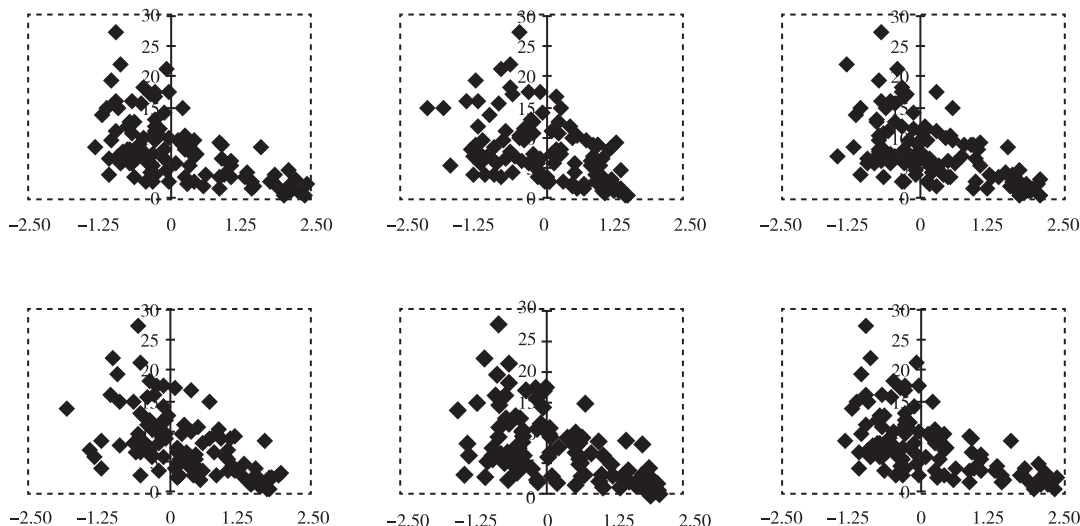


图 1 国家治理体系指标与商业银行不良贷款率的相关性

注:从左至右分别是政治稳定性、政府效率、腐败控制、话语权与问责权、监管水平、法制

资料来源:Wind 数据库、国际货币基金组织 IFS 数据库以及世界银行 WDI 数据库

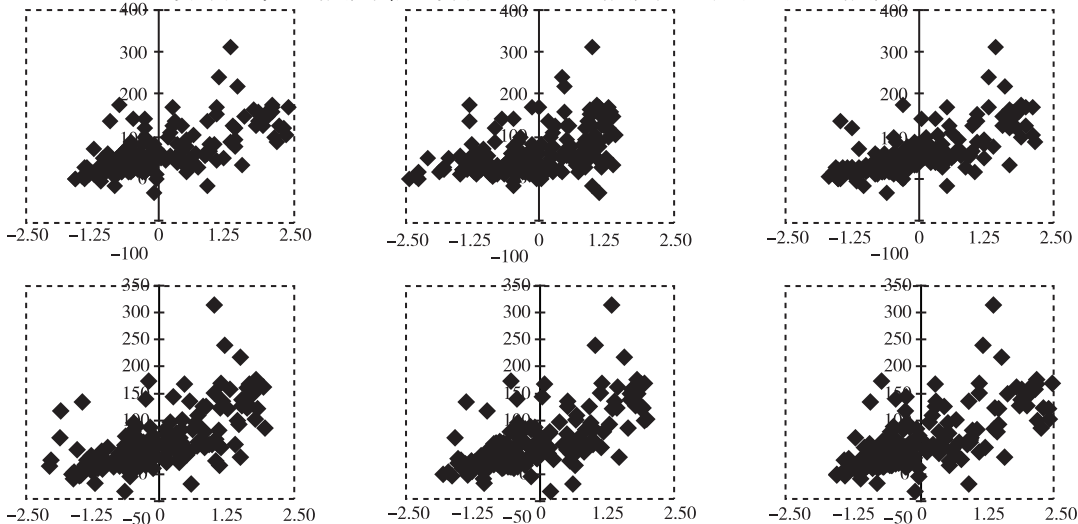


图 2 国家治理体系指标与国内可控贷款的相关性

注:从左至右分别是政治稳定性、政府效率、腐败控制、话语权与问责权、监管水平、法制

资料来源:Wind 数据库、国际货币基金组织 IFS 数据库以及世界银行 WDI 数据库

为进一步探究国家治理体系完善程度对金融稳定性的影响机制及作用机理,本文选取世界银行的 WGI 作为国家治理体系完善程度的指代指标,探究国家治理体系完善对金融稳定的影响机理以及作用方向。国家治理体系及其相关制度建设是中国特色社会主义制度的重要组成部分,探讨国家治理体系完善是否影响金融稳定,多大程度上影响金融稳定,并由此提出完善国家治理体系的具体措施来促进金融稳定保障金融安全,具有非常重要的现实意义。

二、文献综述

学者针对国家治理体系建设对金融稳定的影响的相关研究为本研究奠定了良好的理论基础。国外学者围绕国家治理体系的主要方面对金融稳定的影响展开了大量的实证研究,其中既有单一国家的研究,也有跨国的横向比较研究。(1)在政治稳定性的影响方面,Roe 和 Siegel(2011)^[2]认为政治不稳定是全球金融稳定存在国别差异的主要因素,国家治理质量对国有银行的业绩有正面影响,国有银行能从更低的腐败程度、更好的法律传统、更好的监管质量和更高的政府效率中受益。Méon 和 Weill(2010)^[3]认为政治稳定可以促使政府行为规范化,降低腐败发生的频率,从而对一国的金融稳定、经济效率和经济增长都有积极的影响。(2)在政府效率的影响方面,Chan 等(2015)^[4]认为,提高效率有利于金融机构尤其是银行业的发展,较高的效率对于银行业的合并可以起到协调人的作用,从而有利于金融稳定。Quinn 和 Toyoda(2008)^[5]认为,在有较高政府效率的发达国家,资本账户自由化等制度的冲击被缓解,因此政府效率可以促进金融稳定与经济增长。不过,有些学者认为政府效率的作用具有异质性特征,虽然政府效率可以改善一些发达国家的金融体系福利,但对于发展中国家的金融部门或公司的影响却不明显(Ju 和 Wei,2010)^[6]。(3)在腐败控制的影响方面,Beck 和 Levine(2005)^[7]认为,减少腐败有利于法律的实施,法律落实的有效性会影响到收入水平也会加强人们的投资信心,从而维护金融体系的稳定。Barth 等(2009)^[8]认为,腐败会影响银行系统的效率,破坏银行有效分配稀缺资本的主要功能,发展中国家和转型国家需要完善法律、建设客观审慎的法律条款和其他适当的监管机构来遏制腐败,促进银行系统的稳定。Ahmad 和 Ali(2010)^[9]认为腐败水平会阻碍金融发展,亚洲工业化国家因为腐败程度较高所以易导致经济增长率下降,因此应当建立有效约束腐败的制度。不过,腐败对不同国家的影响有差异。Neeman 等(2008)^[10]认为政府的腐败行为对于经济高度开放国家的 GDP 有负面影响,而对于开放程度低的国家几乎没有影响。Huang(2016)^[11]针对亚洲国家的研究也得到类似结论,发现除了韩国以外,腐败对其他的十三个亚太国家都不显著。(4)在话语权与问责权的影响方面,Jordaan 等(2016)^[12]认为,制度质量对资本市场的发展有积极显著的影响,尤其政府话语权和问责制度对其影响巨大。如果提高话语权并加强问责等其他措施,有些负面因素例如腐败,对于金融稳定的负面影响会降低(Mo,2001)^[13]。Chinn 和 Ito(2006)^[14]发现可以把问责作为制度建设的门限值,在是否问责的门限约束下,即便是资本账户开放这样的风险比较大的政策,也会对金融稳定产生良性的促进作用。(5)在监管水平的影响方面,Gonzalez(2009)^[15]认为,更严格的资本监管和更强的监管力量可能会导致更好的市场监督,从而提高财务透明度和银行效率,有利于金融体系的稳定,但在欠发达国家,严格的监管虽然可以降低银行的风险,但是治理效果的发挥取决于银行所在东道国的国家治理质量(Klomp 和 Haan,2014)^[16]。而且,资本账户开放和金融稳定两者体现出强相关性,如果国家能够提供较高的监管水平,则可以更好地发挥资本账户开放对金融稳定的积极作用(Kose 等,2009)^[17]。(6)在法制的影响方面,Beck 等(2004)^[18]认为,法律制度能够充分保障私人财产权,在支持私人契约安排以及保护投资者合法权益的国家,储蓄者更愿意为公司和金融市场提供融资,有利于金融发展和金融体系的稳定。Alesina 和 Giuliano(2015)^[19]认为,法律制度能保护私人产权、支持私人合同安排、保护投资者法定权利,较好的对投资者的保护和法律质量可以带来

高效的资本市场。完善的法律体系有利于金融稳定,因此必须建设高效透明的国家治理机制,来改善一国的经济金融状况并确保金融体系的稳定(Cole等,2008)^[20]。

与国外学者的研究范式和研究思路不同,国内学者在国家治理体系建设对金融稳定影响的相关研究中表现出鲜明的规范性研究特征。(1)在制度稳定性的影响方面,纪敏等(2017)^[21]认为应当建立稳定的制度体系,合理把握去杠杆和经济结构转型的进程,避免过快压缩信贷和投资可能对金融稳定造成的负面影响。(2)在政府制度效率的影响方面,陆磊和杨骏(2016)^[22]探讨了央行政策手段的局限性,认为央行应当强化制度设计,协调货币政策与宏观审慎的逻辑框架,通过有效的政策工具来促进金融稳定。张蕴萍等(2017)^[23]认为,在城乡二元经济结构体系下,城市发展明显优于农村,因此应当提高货币政策传导与调控的有效性,实行城乡差别化的制度设计。范如国(2017)^[24]认为,由于制度体系结构上的不科学、执行上的不合理,导致制度的功能部分或完全失灵,进而又成为更多、更大风险的制度性来源,应当提高政府制度效率,加强制度建设来促进金融稳定。(3)在腐败控制的影响方面,汪锋等(2018)^[25]认为,反腐与经济增长之间的关系受到腐败程度的影响,持续性反腐可以降低总体腐败程度,从而提高国内外投资者的信心,保证国家长期发展的驱动力,从而有利于经济社会可持续维护金融稳定。(4)在话语权与问责权的影响方面,宋夏云和陈一祯(2016)^[26]以国家审计部门的工作为例,发现如果加强审计机关与其他腐败治理部门之间的协调沟通机制,并严格履行问责环节,那么可以充分发挥国家审计的腐败治理功能,有利于推进金融稳定。(5)在监管水平的影响方面,滑冬玲和肖强(2012)^[27]认为制度质量的提高有助于促进转轨国家的金融发展,完善投资者保护和信息披露的制度设计,也有助于解决中国金融效率低下的难题并促进金融稳定。何国华等(2017)^[28]认为利差扭曲限制了社会资本积累,造成非效率出清,最优审慎补贴可以消除稳态利差扭曲,管理当局需要推进金融市场信息公开化的制度设计来保障金融稳定。(6)在法制的影响方面,相天东(2017)^[29]认为金融发展规模和效率与城乡收入差距负相关,可以通过法制完善来推动农村金融供给侧改革,逐步缩小城乡收入差距,实现金融稳定。刘诺和余道先(2016)^[30]认为虽然以央行为最高决策机构的自上而下的金融机构宏观审慎监管框架已经初步建立,但在证券、保险、外汇、房地产等市场,主体作用仍然不显著,监管力度也不如银行业,因此应当加强金融监管的法制建设,关注各个市场的相互影响并维护金融稳定。

以往学者的研究为本文的进一步分析提供了理论基础和整合的可能,但总体来看,其尚存在一些亟待改进的地方。第一,缺乏严格的影响机理分析,没有建立起严密的数理模型来解析国家治理体系建设对金融稳定的传导路径,导致后续的实证检验缺乏理论支撑。第二,定量研究不够深入。已有的研究缺乏长期而充分的数据检验,相关定量分析无法得到让人信服的检验结果,即便得到一些结果,可能也无法排除短期偶发政治事件的影响。第三,由于难以提供全面充分的数据检验的结果,因此无法基于检验结果提出国家治理体系建设的政策建议。

本文对以往学者的研究成就进行了拓展,创新之处主要体现在:第一,使用国债的价格与收益率作为金融稳定的替代指标,使用法定聘用年限内领导人更换的次数作为政治稳定性的替代指标,建立非齐次线性微分方程,代入初值求解微分方程的极限特解,解析国家治理体系建设对金融稳定的影响机理。结论显示,在长期中,国家治理体系建设与金融稳定之间存在着正向关系,完善的国家治理体系确实可以促进金融稳定。第二,使用全球214个国家1996—2017年的121万余个数据,从六个方面(政治稳定性、政府效率、腐败控制、话语权与问责权、监管水平、法制)进行数据分析,检验了国家治理体系建设对金融稳定(金融机构的稳定、金融市场的稳定、外部风险的约束和宏观经济的健康发展)的影响效应。结论显示,完善的国家治理体系可以促进金融机构的稳定与宏观经济的健康发展,同时能够有效约束外部风险影响,并可以促进实体经济的融资与发展。第

三,在数据分析基础上,提出完善国家治理体系、提高治理能力现代化,利用完善的国家治理体系来防范金融风险和维护金融稳定等系列政策建议。

三、理论分析

在国家治理体系中的非经济制度对金融稳定的影响作用方面,目前尚缺乏严密的经济理论分析。学者们撰写了不少政论性的文章,但是基于定性描述的相关研究无法形成统一的结论,难以对促进金融稳定的国家治理体系建设提出有针对性的政策建议。也有学者撰写了系列的实证检验类论文,但是在没有理论支撑的前提下,实证检验只能验证数据间可能存在的相关性,证明一些似是而非的事实,无法提供让人信服的经济解释。由于没有经济学的理论推导作支撑,不少学者怀疑甚至否定国家治理体系完善对金融稳定的影响。本部分将从影响机理的角度来研究国家治理体系中的非经济制度对金融稳定的影响,尝试为国家治理体系完善对金融稳定的影响提供严密的经济学传导机制分析。

一般认为国家治理体系建设主要是构建了有利于金融发展的制度环境,并最终促进了金融稳定。为了证明从国家治理体系完善到金融稳定可能存在的传导机理,本文的逻辑思路是:完善的国家治理体系可以促进政治稳定,而政治稳定的政府发行的国债的信用度更高,市场投资者对国债违约的担心下降,对国债的需求就会增加,市场的需求增加会推涨国债价格并抑制国债收益率上升。而国债价格与国债收益率是市场各类资产的波动基准,因此国债价格与国债收益率是金融稳定水平的重要表征指标。如果本文能够证明在长期中,政治的稳定性促进了国债收益率降低与国债价格升高,那么就证明了完善的国家治理体系确实可以为金融发展提供有利的制度环境,最终促进了金融稳定。本文将建立模型,通过数理推导来论证以上传导路径的存在。

本文尝试拓展马理等(2013)^[31]的研究成果,使用局部均衡模型分析国家治理体系完善对金融稳定的影响机理。以政治稳定性作为国家治理体系中的非经济制度的代表,假设政治稳定性用 R 表示,政府的法定聘用年限用 T 表示,聘用年限内领导人更换的次数用 $Vote$ 表示,基于 Svensson (1998)^[32] 和 Asiedu(2006)^[33] 的研究,政治稳定性可用(1)式表示。该式意味着,在政府的聘用年限 T 内,如果领导人更换的次数越少,则政治越稳定;反之亦然。

$$R = \frac{T}{Vote} \tag{1}$$

政治越稳定时,政府发行的国债的信用度就越高,市场对国债违约的担心下降,因此对国债的需求就会越高;反之,如果政治越不稳定,则市场对国债的需求就会越低。另外,国债是一种特殊的商品,按照供求理论,需求与价格成反比(即向右下方倾斜的需求曲线),价格越高需求越低,价格越低需求越高,由此给出(2)式,该式表示国债的需求由市场价格与政治稳定性的函数两部分决定。国债的供给与价格成正比(即向右上方倾斜的供给曲线),给出(3)式。其中 $c < 0, h > 0$ 。

$$Q_d = b + cp + m(R), \frac{\partial Q_d}{\partial R} > 0 \tag{2}$$

$$Q_s = g + hp \tag{3}$$

供求理论一般假定商品价格的变化率与超额需求两者之间成正比例关系如(4)式,其中 q 为大于0的常数,同时假定在期初,国债的价格为 $p(0)$ 。

$$\frac{dp}{dt} = q(Q_d - Q_s) \tag{4}$$

基于利率期限结构理论,国债的收益率与国债的市场价格呈相反的变化趋势,即当国债的市场价格越高(低)时,国债的收益率(Yield)越低(高)。因此满足(5)式:

$$\frac{dYield}{dp} < 0 \quad (5)$$

本文使用国债的价格与收益率两个变量作为金融稳定的表征指标,如果国债的价格出现下跌与收益率上升,则说明出现了金融不稳定的因素;反之,则说明金融稳定。

至此,本文确定了两个核心变量指标,一个是政治稳定性变量(用法定聘用年限内领导人更换的次数表示,更换越少说明政治越稳定),另一个是金融稳定变量(用国债的价格与收益率表示,价格越高与收益率越低说明金融越稳定)。本文希望构建经济体系,基于以上两个核心变量指标,通过数理建模来研究国家治理体系完善对金融稳定的影响机理。

解以上方程组。将(2)式与(3)式代入(4)式,得到:

$$\frac{dp}{dt} = (qc - qh)p + q[b - g + m(R)] \quad (6)$$

利用常数变易法解(6)式,代入初值条件得到方程的特解为:

$$p = \left(p(0) + \frac{b - g + m(R)}{c - h} \right) \exp[q(c - h)t] + \frac{b - g + m(R)}{h - c} \quad (7)$$

国家治理体系的制度建设是长期的系统工程,不可能一蹴而就,因此在模型推导中,本文需要引入时间因素,并讨论在长期中可能存在的经济均衡。考察(7)式,当时间 t 趋向于长期时,国债价格会趋向于一个定值,得到(8)式:

$$\lim_{t \rightarrow +\infty} p = \lim_{t \rightarrow +\infty} \left(p(0) + \frac{b - g + m(R)}{c - h} \right) \exp[q(c - h)t] + \frac{b - g + m(R)}{h - c} = \frac{b - g + m(R)}{h - c} \quad (8)$$

考察国债价格与政治稳定性两者之间的数量关系,结合(1)(2)(8)式,利用链式求导法则得到:

$$\frac{dp}{dVote} = \frac{dp}{dm(R)} \frac{dm(R)}{dQ_d} \frac{dQ_d}{dR} \frac{dR}{dVote} < 0 \quad (9)$$

结合(5)式与(9)式,得到当时间趋于长期的关系式为(10)式:

$$\frac{dYield}{dVote} = \frac{dYield}{dp} \frac{dp}{dVote} > 0 \quad (10)$$

考察(9)式与(10)式的结果:(9)式显示领导人更换的次数越少(即政治越稳定),则国债价格越高(即金融越稳定);(10)式显示领导人更换的次数越少(即政治越稳定),则国债收益率越低(即金融越稳定)。由此可见在长期中,政治稳定性与金融稳定之间存在着正向关系,政治的稳定确实可以促进金融稳定。以上数理建模以政治稳定性作为替代变量,解析了国家治理体系完善对金融稳定的影响机理。论文的后续部分,将使用大样本数据和严格的统计方法,来检验完善国家治理体系对金融稳定的影响。

四、研究设计

1. 变量选取

国际货币基金组织认为金融稳定是金融体系能够充分发挥资源配置和风险分散功能的一种稳定状态。为了检验国家治理体系完善对金融稳定的影响,本文首先需要确定国家治理体系中非经济制度和金融稳定的定量衡量指标以及合适的统计检验方法。

世界银行在整合了非政府组织、商业资讯供应商和全球组织的公共部门的各种指标数据基础

上,开发了一套评估世界各国治理状况的全面的国家治理指标体系(Worldwide Governance Indicator, 简称为 WGI)。该指标涵盖与整合了 33 个组织机构建立的 35 个数据库中的 441 个变量,自 1996 年起连续不断的针对全球 214 个国家和地区积累数据并进行年度评估。

世界银行将国家治理体系定义为“一个国家权力运行的传统和机制”,主要指政治制度的完善程度,具体包含了三个方面的内容:一是政府的选举、监督和替代的过程;二是政府有效制定和推行合理决策的能力;三是公民和国家得到调整经济和社会关系的制度的尊重。在此基础上,Kaufmann 等(2009)^[34]建立了等权重的 WGI 指标,进一步使用六个子指标来定量衡量一个国家或地区的治理体系的完善程度,具体为:(1) 话语权与问责制,主要测量公民参与政府选举的自由程度,以及言论、出版、结社自由的民主程度,考察公民是否有权利选举政府和公共媒体是否在新闻报道的过程中不受限制。(2) 政治稳定性,主要测量政府被非制宪手段或暴力手段推翻的可能性。(3) 政府效率,主要测量公共服务的质量是否受到政治干预,政策制定和执行的质量、以及政府承诺执行的可信度。(4) 监管水平,主要测量政府制定及执行管制私人部门发展政策的能力。(5) 法制,主要测量公民对制度规则的信心和遵守程度,合同执行的质量、契约执行、产权保护、司法体系的质量,暴力和犯罪的程度,警察和法庭的公信力。(6) 腐败控制,主要测量公共权力被用于获取私人收益的程度,本国政府对自身腐败问题的监察、预防与控制能力等。WGI 的六个子指标的数值越大则意味着国家治理体系越完善;反之则国家治理体系越不完善。世界银行的 WGI 指标构建了一个衡量国家治理体系是否完善的指标体系,具备良好的设计规划和稳健的连续性,近年来受到了越来越多的研究者的关注。由于本文主要研究国家治理体系完善对金融稳定的影响,考虑到 WGI 指标的权威性与全面性,因此本文选择 WGI 的六个子指标作为统计检验的自变量。

金融稳定是本文统计检验的因变量。国际货币基金组织提出了金融稳健性的指标体系,该指标体系包括核心指标和鼓励指标,有 12 个核心类指标和 27 个鼓励类指标;欧洲央行基于欧元区国家的发展状况,提出了 174 个指标构成的宏观审慎指标体系,并按功能将金融稳定大致分为银行系统内指标、影响银行系统的宏观指标和危机传导因素三大类;近年来国内学者也对此做出了相应的研究(何德旭, 2013)^[35]。这些指标体系各有特点,本文综合了以往学者的研究,结合中国的特点与数据的可得性,尝试从四个方面共 15 个指标来衡量一个国家或地区的金融稳定性。具体为金融机构的稳定(包含银行资本与资产比率、银行不良贷款率、银行部门提供的国内信用占 GDP 比重、对私人部门的信贷占 GDP 比重)、金融市场的稳定(包含上市公司总市值、上市公司总市值占 GDP 比重、证券投资组合净流入)、外部风险的约束(储备总量、流动负债占 GDP、外商直接投资净流入、经常项目差额)和宏观经济的健康发展(经济增长率、通货膨胀率、M2/GDP、税负水平)。本研究所涉及的变量设计和具体说明如表 1 所示。

表 1 国家治理体系与金融稳定指标的具体说明

	类别	具体指标	变量名
自变量 (国家治理体系完善)	世界银行的 WGI 指标	话语权与问责制度	VA
		政治稳定性	PS
		政府效率	GE
		监管水平	RQ
		法制	RL
		腐败控制	CC

续表 1

	类别	具体指标	变量名
因变量 (金融稳定)	金融机构的稳定	银行资本与资产比率	<i>Capital</i>
		银行不良贷款率	<i>BadL</i>
		银行部门提供的国内信用占 GDP 比重	<i>TotalC</i>
		对私人部门的信贷占 GDP 比重	<i>IndividualC</i>
	金融市场的稳定	上市公司总市值	<i>Market</i>
		上市公司总市值占 GDP 比率	<i>ValueR</i>
		证券投资组合净流入	<i>ForeignI</i>
	外部风险的约束	储备总量	<i>Deposit</i>
		流动负债占 GDP	<i>Debt</i>
		外商直接投资净流入	<i>DInvestment</i>
		经常项目差额	<i>CurrentA</i>
	宏观经济的 健康发展	经济增长率	<i>GDP</i>
		通货膨胀率	<i>CPI</i>
		M2/GDP	<i>M2</i>
		税负水平	<i>Tax</i>

资料来源:国际货币基金组织网站(www.imf.org)和世界银行网站(info.worldbank.org/governance/wgi)

2. 模型设定

WGI 指标的变化对应着不同国家国家治理体系的趋势变化。由于存在断点,考虑到自变量与因变量的数据结构特征,本文尝试使用断点回归的技术方法来进行统计检验。Dell(2008)^[36]利用断点回归的方法研究了不同的历史制度对不同经济体的差异化影响,本文引入该模型思路并将原技术方法进行拓展,用来分析国家治理体系对金融稳定的差异化影响。具体做法是:将 WGI 指标的零值两侧的国家分成两个组别,设置位于国家治理体系零轴左侧的国家为控制组,右侧的国家为实验组,给出具体的实证模型如(11)式,该式可以直接地反映出控制组和实验组变量的差异化影响。

$$Y_i = \alpha + \beta Institute_i + \gamma WGI_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

其中, Y_i 代表第*i*个国家的金融稳定指标的向量集,包含了四大类 15 个指标(具体如表 1 所示)。数据来源于中经网与 Wind 数据库。世界银行的 WGI_i 的六个子指标 VA_i 、 PS_i 、 GE_i 、 RQ_i 、 RL_i 、 CC_i 用于衡量国家治理水平的程度,数据来源于世界银行网站。

本文在 WGI 指标的数学期望的基础上,将国家治理体系分组。若 $WGI_i > 0$,表明该国位于国家治理体系零轴的右侧,为实验组,意味着该国的国家治理体系相对完善;若 $WGI_i < 0$,则表明该国位于国家治理体系零轴的左侧,为控制组,意味着该国的国家治理体系相对不完善。引入虚拟变量 $Institute_i$,定义为(12)式。

$$Institute_i = \begin{cases} 1, & WGI_i > 0 \\ 0, & WGI_i < 0 \end{cases} \quad (12)$$

包含了 $Institute_i$ 与 WGI_i 两个变量的统计模型(11)式,可以检测国家治理体系零轴两侧样本国家的左右侧特征对各类金融稳定变量的影响。(11)式是检验国家治理体系对金融稳定影响效应的线性模型,其中 ε_i 代表白噪音过程, α 为常数项。该模型的优势是简洁明了,但无法检验变量的非线性特征与变量间的交叉项特征的影响,因此本文对(11)式进行了拓展,分别建立模型如(13)

式与(14)式。

$$Y_i = \alpha + \beta Institute_i + \gamma WGI_i + \mu WGI_i^2 + \varepsilon_i \quad (13)$$

$$Y_i = \alpha + \beta Institute_i + \gamma WGI_i + \mu Institute_i * WGI_i + \varepsilon_i \quad (14)$$

本文的数据检验将同时使用以上三个方程。正文提供了(11)式的统计检验结果,限于篇幅,(13)式和(14)式的统计检验结果若需备索。值得指出的是,断点检验(RDD)的技术方法擅于检验右侧变量对左侧变量的影响,而不擅于同时检验变量间的交互影响。如果使用向量自回归(VAR)的技术方法,虽然可以较好的检验两侧变量的交互影响,但是常规的VAR统计技术有“维度诅咒”的缺陷,无法将国家治理体系与金融稳定的所有变量放在统一的技术框架下进行分析。经过反复斟酌,考虑到本文的落脚点在金融稳定,为了充分的体现国家治理体系完善对金融稳定的影响,所以本文选取了断点检验(RDD)的技术方法。

五、结果分析

本部分将检验国家治理体系完善对金融稳定的影响。由于国家治理体系涉及到6个子指标,金融稳定有15个子指标,每个检验点要做线性、非线性与交叉项的3次检验,所以本文做了90组共270个统计检验。每组的检验结果都提供了回归系数估计值和p值,以及拟合度R²的数值,分别表示国家治理体系完善对金融机构稳定、金融市场稳定、外部风险约束与宏观经济健康发展的影响。统计检验的技术指标显示,整体来看在90组统计检验中,线性、非线性与含交叉项的三类模型中,结果显著的共有83组,占比高达92.2%,说明国家治理体系的完善确实会对金融稳定产生影响。具体检验结果如表2至表5所示。

1. 国家治理体系完善对金融机构稳定的影响

表2 国家治理体系完善对金融机构稳定影响的检验结果

自变量	因变量	模型 1~1
话语权与问责制(VA)	VABadL	-2.5535*, (0.001) [0.3428]
	VATotalC	35.2235*, (0.000) [0.4518]
	VAINdividualC	31.9427*, (0.000) [0.5940]
	VACapital	-1.0497**, (0.040) [0.2435]
政治稳定性(PS)	PSBadL	-2.1877**, (0.035) [0.2335]
	PSTotalC	18.4327**, (0.011) [0.1808]
	PSINDividualC	19.2060*, (0.000) [0.2915]
	PSCapital	-0.7677, (0.270) [0.1171]
政府效率(GE)	GEBadL	-3.0384*, (0.000) [0.3234]
	GETotalC	37.6959*, (0.000) [0.4876]
	GEINDividualC	34.8910*, (0.000) [0.6496]
	GECapital	-1.6767*, (0.002) [0.2652]
监管水平(RQ)	RQBadL	-2.4405*, (0.004) [0.3408]
	RQTotalC	35.3993*, (0.000) [0.4118]
	RQINDividualC	35.4684*, (0.000) [0.5751]
	RQCapital	-2.7723*, (0.000) [0.2509]

续表 2

自变量	因变量	模型 1 ~ 1
法制 (RL)	<i>RLBadL</i>	-2.3138*, (0.008) [0.2985]
	<i>RLTotalC</i>	40.2357*, (0.000) [0.4546]
	<i>RLIndividualC</i>	35.6639*, (0.000) [0.6050]
	<i>RLCapital</i>	-1.5247*, (0.006) [0.2740]
腐败控制 (CC)	<i>CCBadL</i>	-2.5535*, (0.001) [0.3428]
	<i>CCTotalC</i>	35.2235*, (0.000) [0.4518]
	<i>CCIndividualC</i>	31.9427*, (0.000) [0.5940]
	<i>CCCapital</i>	-1.0497**, (0.040) [0.2435]

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著;() 内为相应 t 统计量;[] 内为相应的决定系数

资料来源:Wind 数据库、国际货币基金组织 IFS 数据库以及世界银行 WDI 数据库

在金融机构稳定方面:数据显示,商业银行的不良贷款率的系数全部小于零,说明国家治理体系越完善的国家的金融机构不良贷款率越低,金融机构越稳健和安全。国内信用占 GDP 比重的系数为正,说明国家治理体系完善的国家的金融机构稳定且贷款质量优良、收益率高,商业银行愿意向国内企业贷款且对国内的信用扩张有较好的控制能力,因此国内信用占比更高。对私人部门的信贷占 GDP 比重的系数大于零,说明国家治理体系完善的国家金融稳定,居民有良好的未来预期,金融机构的经营能力强,所以私人信贷占比高。资本与资产比例的系数小于零,则可能是由于国家治理体系越完善的国家的不良贷款率越低,所以不需要太多的资本占用。针对金融机构稳定的统计检验中,拟合优度最高的为 0.6496。由于本文的统计检验涉及到 214 个国家 20 年的 WGI 与金融稳定指标,共有 121 万多个数据点,因此可以认为得到的检验结果比较可信。综合来说,国家治理体系越完善的国家的金融机构越稳定。

2. 国家治理体系完善对金融市场稳定的影响

表 3 国家治理体系完善对金融市场稳定影响的检验结果

自变量	因变量	模型 2 ~ 1
话语权与问责制 (VA)	<i>VAValueR</i>	21.6943*, (0.002) [0.2273]
	<i>VAMarketV</i>	0.0023, (0.862) [0.0142]
	<i>VAForeignI</i>	1542.26**, (0.019) [0.1044]
政治稳定性 (PS)	<i>PSValueR</i>	19.7118**, (0.043) [0.0767]
	<i>PSMarketV</i>	-0.0168*, (0.342) [0.0166]
	<i>PSForeignI</i>	290.6621*, (0.703) [0.0369]
政府效率 (GE)	<i>GEValueR</i>	29.0534*, (0.000) [0.2520]
	<i>GEMarketV</i>	-0.0095, (0.471) [0.0095]
	<i>GEForeignI</i>	2115.722*, (0.002) [0.1219]
监管水平 (RQ)	<i>RQValueR</i>	28.2386*, (0.001) [0.1907]
	<i>RQMarketV</i>	0.0008, (0.957) [0.0227]
	<i>RQForeignI</i>	1398.479**, (0.050) [0.0827]

续表 3

自变量	因变量	模型 2 ~ 1
法制 (RL)	<i>RLValueR</i>	20.0693 **, (0.011) [0.1973]
	<i>RLMarketV</i>	-0.0063, (0.650) [0.0091]
	<i>RLForeignI</i>	1531.91 **, (0.035) [0.0999]
腐败控制 (CC)	<i>CCValueR</i>	21.6943 *, (0.002) [0.2273]
	<i>CCMarketV</i>	0.0023 *, (0.862) [0.0142]
	<i>CCForeignI</i>	1542.263 **, (0.019) [0.1044]

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著;() 内为相应 t 统计量;[] 内为相应的决定系数

资料来源:Wind 数据库、国际货币基金组织 IFS 数据库以及世界银行 WDI 数据库

在金融市场稳定方面:由于存在不显著且拟合度相对较低的技术结果,拟合度最低的只有 0.0091,且不显著的变量都是上市公司的总市值,说明国家治理体系完善与金融市场的绝对规模两者之间没有必然联系。数据显示,国家治理体系越完善的国家的上市公司总市值占 GDP 的比率越高,说明这些国家的金融市场更发达。国家治理体系越完善的国家的证券投资基金的净流入越高,说明境外投资者看好该国的未来发展,愿意将更多资金投向制度完善的国家。整体来看,国家治理体系完善与金融市场的发达和投资增加体现出部分的正相关,由于金融市场是企业融资的一种途径,因此可以认为国家治理体系完善对实体经济的融资与发展起到了一定的正面促进作用。

3. 国家治理体系完善对外部风险约束的影响

表 4 国家治理体系完善对外部风险约束影响的检验结果

自变量	因变量	模型 3 ~ 1
话语权与问责制 (VA)	<i>VADebt</i>	14.7990 **, (0.050) [0.3594]
	<i>VADeposit</i>	-0.1260 **, (0.017) [0.0739]
	<i>VADInvestment</i>	4.8877, (0.131) [0.0160]
	<i>VACurrentA</i>	0.3929 ***, (0.090) [0.0492]
政治稳定性 (PS)	<i>PSDebt</i>	13.1673, (0.137) [0.1829]
	<i>PSDeposit</i>	-0.0919 ***, (0.098) [0.0655]
	<i>PSDInvestment</i>	10.0512 *, (0.002) [0.0598]
	<i>PSCurrentA</i>	-0.1324, (0.616) [0.0058]
政府效率 (GE)	<i>GEDebt</i>	22.7516 *, (0.001) [0.4092]
	<i>GEDeposit</i>	-0.1265 **, (0.017) [0.0709]
	<i>GEDInvestment</i>	4.6696, (0.152) [0.0152]
	<i>GECurrentA</i>	0.0898, (0.708) [0.0054]
监管水平 (RQ)	<i>RQDebt</i>	23.4235 *, (0.002) [0.3041]
	<i>RQDeposit</i>	-0.1342 **, (0.015) [0.0761]
	<i>RQDInvestment</i>	4.7407, (0.152) [0.0155]
	<i>RQCCurrentA</i>	0.1299, (0.613) [0.0022]

续表 4

自变量	因变量	模型 3 ~ 1
法制 (RL)	<i>RLDebt</i>	15. 8685 **, (0. 034) [0. 3735]
	<i>RLDeposit</i>	-0. 0913 ***, (0. 095) [0. 0675]
	<i>RLDIvestment</i>	6. 2222 ***, (0. 065) [0. 0233]
	<i>RLCurrentA</i>	0. 3619, (0. 147) [0. 0445]
腐败控制 (CC)	<i>CCDebt</i>	14. 7990 **, (0. 050) [0. 3594]
	<i>CCDeposit</i>	-0. 1260 **, (0. 017) [0. 0739]
	<i>CCDIvestment</i>	4. 8877, (0. 131) [0. 0160]
	<i>CCCurentA</i>	0. 3929 ***, (0. 090) [0. 0492]

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著;() 内为相应 t 统计量;[] 内为相应的决定系数

资料来源:Wind 数据库、国际货币基金组织 IFS 数据库以及世界银行 WDI 数据库

在外部风险约束方面,绝大部分检验结果统计显著。数据显示,国家治理体系越完善的国家的流动负债占 GDP 的比重越大(系数为正),由于流动性占比较高意味着更好的偿债能力,因此国家治理体系完善可以降低金融风险。外商直接投资净流入的系数都大于零,说明国家治理体系越完善的国家越容易吸引外商的直接投资,这应当是由于金融环境稳定与回报率高所导致。经常项目差额的系数也大于零,说明国家治理体系越完善的国家的出口能力越强,从理论上说有利于该国的企业发展并有可能以进出口企业的发展带动国内产业的复苏。储备总量的系数大多数为负,这可能是由于国家治理体系完善的国家的金融环境稳定,不太需要太多储备来防止各类意想不到的风险。整体来看,流动负债占 GDP 比重的拟合度远高于储备总量、外商直接投资净流入以及经常项目差额的拟合度,显示出在外部风险约束方面,国家治理体系完善确实增加了流动负债并降低了金融风险。

4. 国家治理体系完善对宏观经济健康发展的影响

表 5 国家治理体系完善对宏观经济健康发展影响的检验结果

自变量	因变量	模型 4 ~ 1
话语权与问责制 (VA)	<i>VAGDP</i>	-1. 0467 *, (0. 002) [0. 1267]
	<i>VACPI</i>	-1. 2092, (0. 255) [0. 1510]
	<i>VAM2</i>	20. 4268 *, (0. 000) [0. 3667]
	<i>VATax</i>	-5. 1297, (0. 237) [0. 0622]
政治稳定性 (PS)	<i>PSGDP</i>	-0. 6150 ***, (0. 088) [0. 0852]
	<i>PSCPI</i>	-4. 0680 *, (0. 001) [0. 1020]
	<i>PSM2</i>	14. 6511 *, (0. 010) [0. 1730]
	<i>PSTax</i>	-10. 1322 **, (0. 027) [0. 0655]
政府效率 (GE)	<i>GEGDP</i>	-0. 9325 *, (0. 008) [0. 1114]
	<i>GECPI</i>	-3. 5971 *, (0. 001) [0. 1332]
	<i>GEM2</i>	24. 7455 *, (0. 000) [0. 4019]
	<i>GETax</i>	-11. 9639 *, (0. 006) [0. 0908]

续表 5

自变量	因变量	模型 4 ~ 1
监管水平 (RQ)	RQGDP	-0.9094*, (0.010) [0.1177]
	RQCPI	-4.6256*, (0.000) [0.1478]
	RQM2	26.9804*, (0.000) [0.3365]
	RQTax	-10.4486**, (0.022) [0.0844]
法制 (RL)	RLGDP	-0.9133*, (0.010) [0.1291]
	RLCPI	-2.5925**, (0.022) [0.1532]
	RLM2	24.9780*, (0.000) [0.3790]
	RLTax	-9.4939**, (0.037) [0.0722]
腐败控制 (CC)	CCGDP	-1.0467*, (0.002) [0.1267]
	CCCPI	-1.2092, (0.255) [0.1510]
	CCM2	20.4268*, (0.000) [0.3667]
	CCTax	-5.1297, (0.237) [0.0622]

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著;() 内为相应 t 统计量;[] 内为相应的决定系数

资料来源:Wind 数据库、国际货币基金组织 IFS 数据库以及世界银行 WDI 数据库

在宏观经济的健康发展方面:由于宏观经济的健康发展能够为金融稳定提供完善的制度环境与支撑,因此目前国际货币基金组织和欧洲央行都已将宏观经济纳入了金融稳定的指标衡量体系。数据显示,国家治理体系越完善的国家,其通货膨胀率越低,而且居民与企业的税负水平也较低,一个物价水平与税负水平都较低的宏观经济环境显然更加有利于金融的稳定发展。M2/GDP 的系数大于零,说明国家治理体系完善的国家的货币发行量较多,从理论上说货币发行过多会导致通胀上涨,但这些国家并未出现通货膨胀,这可能是因为国家治理体系完善的国家一般是经济比较发达的国家,由于企业产出与居民财富极大丰富,因此抵消了较多货币发行所带来的负效应,也从另一个侧面说明了这些国家的金融环境非常稳定。GDP 的增长率的系数为负,可能是由于国家治理体系完善的国家一般都比较富裕,经过发展初期的高增长率之后经济总量的基数增大而增长速度下降。同时,由于经济增长速度适当下降,所以经济不会出现过热现象,也有利于保持金融稳定与经济的持续增长。

5. 内生性问题

本文通过三个步骤尽最大可能消除变量的内生性问题。首先,基准模型(11)式中,所有的变量都是多维向量。每一个方程式右边的 WGI_i 变量都涵盖了国家治理体系建设的六个方面,分别是话语权与问责制(VA)、政治稳定性(PS)、政府效率(GE)、监管水平(RQ)、法制(RL)以及腐败控制(CC),基本上没有遗漏重要的相关变量;其次,基准模型(11)式中的下标 i 表示特定的国家,本文针对 214 个国家 1996 年至 2017 年的数据分别计算样本空间内的数学期望值,平滑掉样本空间内的异常波动,得到每个国家的国家治理体系指标与金融稳定指标的定量评价,最大程度地保证了数据序列的无偏性;再次,本文在基准模型(11)式基础上引入二次项和交叉项得到方程(13)式与(14)式,来检验国家治理体系完善与金融稳定的非线性特征。从技术上说,加入控制变量后可以更好地消除小样本偏差,改善内生性,在考虑更多更全面因素的前提下检验变量的统计特征,本文通过以上三个步骤处理后再进行实证检验。从得到的技术指标来看,核心变量之间具有显著性特征,结论也符合经济学逻辑,所以变量的内生性问题已经得到了较好的控制。

六、研究结论与政策建议

1. 研究结论

本文首先构建数理模型分析了国家治理体系建设对金融稳定的影响机理,在此基础上,使用全球214个国家1996—2017年的121万余个数据,从政治稳定性、政府效率、腐败控制、话语权与问责权、监管水平、法制等六个方面实证检验了国家治理体系建设对金融稳定的影响效应。得到结论如下:

(1)国家治理体系越完善的国家,金融机构不良贷款率越低,金融机构越稳健和安全;商业银行愿意向国内企业贷款且对国内的信用扩张有较好的控制能力,国内信用占比更高;居民有良好的未来预期,金融机构的经营能力强,私人信贷占比高。

(2)国家治理体系完善与金融市场的发达和投资增加体现出正相关,因此国家治理体系完善对实体经济的融资与发展起到了一定的正面促进作用。

(3)国家治理体系越完善的国家,流动负债占GDP的比重越大,金融风险更小,容易吸引外商的直接投资,出口能力更强。

(4)国家治理体系越完善的国家的通胀率越低,而且居民与企业的税负水平也较低。

2. 政策建议

国家治理体系的制度建设在短期内并不会对金融稳定形成显著的冲击效果,但是在长期中,国家治理体系建设对金融稳定的影响非常巨大。建议政府关注与加强国家治理体系的相关制度建设,不断推进国家治理体系和治理能力现代化,构建系统完备、科学规范、运行有效的制度体系,利用完善的国家治理体系来防范金融风险和维护金融稳定。具体建议如下:(1)在促进金融机构稳定方面,建议加强商业银行的法制建设,提高行政决策的效率,严格惩治腐败与各类违规行为,并给予商业银行充分沟通的机会,建立激励相容的约束机制。(2)在促进金融市场稳定方面,建议严格监管各类金融创新,严厉打击金融市场的腐败与违规,维护监管制度的连续性,实施问责制,用法律手段保障金融市场的正常交易环境。(3)在缓解外部冲击方面,建议保持跨国贸易与资本流动政策的稳定性,让进出口企业有稳定预期,提高政府效率降低企业运营的成本,利用法制保护企业利益,防止对进出口企业的伤害,杜绝腐败,为进出口企业营造正常良好的运营环境。(4)在促进宏观经济健康发展方面,建议提高行政决策的效率,维护行政制度的稳定性,高度关注与监测宏观经济的发展状况,提高应对突发事件的能力,加强法制建设与约束腐败等。

参考文献

- [1]习近平.切实把思想统一到党的十八届三中全会精神上来[N].北京:人民日报,2014.
- [2]Roe, M. J., and J. I. Seigel. Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2011, 39, (3): 279 - 309.
- [3]Méon, P. G., and I. Weill. Is Corruption an Efficient Grease? [J]. *World Development*, 2010, 38, (3): 244 - 259.
- [4]Chan, S. G., E. H. Y. Koh, and F. Zainir. Market Structure, Institutional Framework and Bank Efficiency in ASEAN 5 [J]. *Journal of Economics and Business*, 2015, (82): 84 - 112.
- [5]Quinn, D. P., and A. M. Toyoda. Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2008, 21, (3): 1403 - 1449.
- [6]Ju, J., and S. J. Wei. Domestic Institutions and the Bypass Effect of Financial Globalization [J]. *American Economic Journal: Economic Policy*, 2010, 2, (4): 173 - 204.
- [7]Beck, T., and R. Levine. Legal Institutions and Financial Development [M]. *Handbook of New Institutional Economics*. Springer, Boston, MA, 2005.
- [8]Barth, J. R., C. Lin, and P. Lin. Corruption in Bank Lending to Firms: Cross-country Micro Evidence on the Beneficial Role of

Competition and Information Sharing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 91, (3) : 361 – 388.

[9] Ahmad, N. , and S. Ali. Corruption and Financial Sector Performance: A Cross-country Analysis[J]. *Economics Bulletin*, 2010, 30, (1) : 303 – 308.

[10] Neeman, Z. , M. D. Paserman, and A. Simhon. Corruption and Openness [J]. *The BE Journal of Economic Analysis & Policy*, 2008.

[11] Huang, C. J. Is Corruption bad for Economic Growth? Evidence from Asia-Pacific countries[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2016, (35) : 247 – 256.

[12] Jordaan, J. A. , B. Dima, and I. Golet. Do Societal Values Influence Financial Development? New Evidence on the Effects of Post Materialism and Institutions on Stock Markets[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2016, (132) : 197 – 216.

[13] Mo, P. H. Corruption and Economic Growth[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2001, 29, (1) : 66 – 79.

[14] Chinn, M. D. , and H. Ito. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions[J]. *Journal of Development Economics*, 2006, 81, (1) : 163 – 192.

[15] Gonzalez, F. Determinants of Bank-Market Structure: Efficiency and Political Economy Variables[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2009, 41, (4) : 735 – 754.

[16] Klomp, J. , and J. Haan. Bank Regulation, the Quality of Institutions, and Banking Risk in Emerging and Developing Countries: An Empirical Analysis[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2014, 50, (6) : 19 – 40.

[17] Kose, M. A. , E. S. Prasad, and M. E. Terrones. Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2009, 28, (4) : 554 – 580.

[18] Beck, T. , A. Demirgüç-Kunt, and V. Maksimovic. Bank Competition and Access to Finance: International Evidence[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2004, 36, (3) : 627 – 648.

[19] Alesina, A. , and P. Giuliano. Culture and Institutions[J]. *Journal of Economic Literature*, 2015, 53, (4) : 898 – 944.

[20] Cole, R. A. , F. Moshirian, and Q. Wu. Bank Stock Returns and Economic Growth[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32, (6) : 995 – 1007.

[21] 纪敏, 严宝玉, 李宏瑾. 杠杆率结构, 水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验[J]. 北京: 金融研究, 2017, (2) : 11 – 25.

[22] 陆磊, 杨骏. 流动性, 一般均衡与金融稳定的“不可能三角”[J]. 北京: 中国证券期货, 2016, (5) : 42 – 48.

[23] 张蕴萍, 陈言, 张明明. 中国货币政策对城乡收入结构的非对称影响[J]. 哈尔滨: 学习与探索, 2017, (10) : 130 – 136.

[24] 范如国. “全球风险社会”治理: 复杂性范式与中国参与[J]. 北京: 中国社会科学, 2017, (2) : 65 – 83.

[25] 汪锋, 姚树洁, 曲光俊. 反腐促进经济可持续稳定增长的理论机制[J]. 北京: 经济研究, 2018, (1) : 65 – 80.

[26] 宋夏云, 陈一祯. 国家审计在政府官员腐败治理中功能发挥的优化对策思考[J]. 北京: 管理世界, 2016, (7) : 176 – 177.

[27] 滑冬玲, 肖强. 制度与金融发展: 基于转轨国家的面板数据分析[J]. 北京: 经济管理, 2012, (9) : 121 – 128.

[28] 何国华, 李洁, 刘岩. 金融稳定政策的设计: 基于利差扭曲的风险成因考察[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (8) : 25 – 43.

[29] 相天东. 农村金融供给侧改革对城乡收入差距门槛效应的实证研究[J]. 郑州: 河南师范大学学报(哲学社会科学版), 2017, (6) : 43 – 47.

[30] 刘诺, 余道先. 金融稳定国际指标及其对中国的适用性[J]. 北京: 经济管理, 2016, (3) : 1 – 11.

[31] 马理, 杨嘉懿, 段中元. 美联储扭曲操作货币政策运行机理研究[J]. 北京: 国际金融研究, 2013, (3) : 4 – 11.

[32] Svensson, J. Investment, Property Rights and Political Instability: Theory and Evidence[J]. *European Economic Review*, 1998, 42, (7) : 1317 – 1341.

[33] Asiedu, E. Foreign Direct Investment in Africa: The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Instability[J]. *World Economy*, 2006, 29, (1) : 63 – 77.

[34] Kaufmann, D. , A. Kraay, and M. Mastruzzi. Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996 – 2008[M]. The World Bank, 2009.

[35] 何德旭. 努力构建中国金融稳定的长效机制 [J]. 北京: 学术动态, 2013, (25) : 9 – 13.

[36] Dell, M. The Mining Mita: Explaining Institutional Persistence[Z]. Manuscript, Department of Economics, MIT, 2008.

Does State Governance System Establishment Contribute to National Financial Stability? Based on Empirical Analysis of 214 Countries

HE Guo-hua¹, TONG Jing^{1,2}

(1. Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, Hubei, 430072, China;

2. International College, Central South University of Forestry and Technology, Changsha, Hunan, 410004, China)

Abstract: This paper first constructs a macroeconomic model theoretically to illustrate the reasons for the differentiated effects of state governance system establishment on financial stability. Then, based on the World Bank Worldwide Governance Indicator (WGI) and IMF Financial Soundness Indicator (FSI), empirical evidence contributes to this literature by employing Regression Discontinuity Design (RDD) methodology and a unique data set of 1.21 million data collected from 214 countries during the period from 1996 to 2017, which is consistent with our theoretical predictions. The main results show that excellent state governance system exerts a significant and positive impact on financial stability. We also find consistent evidence that it not only could boost financial institutions stability and macroeconomic sound development, but alleviate the influence of external risks and enhance the real economy financing improvement. We extract some implications for the government authorities to promote state governance system establishment and modernization. Therefore, the government should propose some ways forward to construct a systematically complete, scientifically regulatory and effectively operating institutional system to maintain financial stability and prevent financial risks accordingly.

State Governance System is a series of systematic institutions, including economics, political, cultural, social and ecological civilization etc, which is a set of coordinated and related national institutions. Most of the scholars believe that improved state governance system will bring up positive effectiveness of financial stability. While the prior research focus on economic institutions, like monetary policy, regulation policy, fiscal and taxation policy and industry policy etc, lack of the overall theoretical research of political institutions, such as political stability, government effectiveness, corruption control, voice and responsibility, regulation level and law etc. So lack of overall research of state governance system may lead to unknowing about impact of financial stability and more difficult to raise policy suggestions about improving financial stability system establishment.

It is difficult to make theoretical research about the impact of political institutions on financial stability with two main reasons. First, it is hard to find convincing substitute variables for institutions and financial stability. So there is no way to establish model to analyze path to the impact of state governance system on financial stability and there exist doubts of the channel of the path. The second reason is it is hard to get long-term believable sample data about political institution, which is different from short-term and obvious impacts of economic institutions. And without the long-term sample data, the research result cannot be convincing and cannot rule out occasional political events impacts. The World Bank established WGI indicators in 1996 and made objective evaluation about state governance system establishment of different countries in the whole world. The indicators range from -2.5 -2.5 , of which -2.5 is the worst situation and 2.5 is the best situation based on 0 as a critical point.

We have made some combinations with state governance indicators and financial stability based on six indicators, such as voice and accountability, political stability, absence of violence, government effectiveness, regulatory quality, rule of law and control of corruption. The result shows that the better state governance quality the lower the bad loan ratio and the higher the domestic controllable loan ratio. These two pictures have shown the same result that the higher the state governance quality, the higher the financial stability. The result is persuasive because we employ the data from 1996 to 2017 in 214 different countries, which arouses our curiosity: What is the logical mechanism about the relationship between the state governance system establishment and financial stability? In which way the state governance system establishment could promote financial stability? How to maintain financial stability through state governance system establishment?

Key Words: state governance system; institution establishment; financial stability

JEL Classification: F39, G28

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.12.001

(责任编辑:李先军)