

SRI

■ 学人素描

LLSV: 法与金融学研究领域内“四剑客”



拉波塔 (La Porta)



洛配兹·西拉内斯 (Lopez-de-silanes)



罗伯特·维什尼 (Robert W. Vishny)



安德烈·施莱弗 (Andrei Shleifer)

20世纪90年代中后期,拉波塔、洛配兹·西拉内斯、安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼四位学者,通过整理多国的政治、法律、宗教、文化和经济等方面方面的量化数据,第一次明确将法律因素引入到解释金融发展和经济增长的具体研究中。由于他们经常一起署名发表文章,学界简称LLSV组合。他们的理论成就体现在两大领域:一是法与金融宏观理论,二是法与金融微观理论。

◎ 史晨煜

长期以来,法律与经济的关系多为经济学家所忽视。20世纪90年代中后期,拉波塔(La Porta)、洛配兹·西拉内斯(Lopez-de-silanes)、安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)和罗伯特·维什尼(Robert W. Vishny)四位学者,通过整理多国的政治、法律、宗教、文化和经济等方面方面的量化数据,第一次明确将法律因素引入到解释金融发展和经济增长的具体研究中。由于他们经常一起署名发表文章,学界简称LLSV组合。

这四位学者在法学界、金融学界都有很深的造诣。其中,拉波塔与西拉内斯均从哈佛大学经济学博士毕业。拉波塔生于阿根廷,1994年博士毕业后留校任教,2003年加盟塔克大学,现为该校金融学教授。西拉内斯生于墨西哥,1993年博士毕业返回墨西哥执教,1998年起先后任教于哈佛大学和耶鲁大学,2005年后转赴欧洲教学。

施莱弗与维什尼分别于1986和1985年从麻省理工学院获得经济学博士学位。施莱弗现为哈佛大学经济系琼斯讲座教授。1995年,获金融领域最负盛名的史密斯·伯林顿杰出论文奖,1999年获美国经济学会约翰·贝茨·克拉克奖章,2000年获《金融杂志》詹森奖。维什尼现为芝加哥大学商学院格利切利尔讲座教授。

施莱弗与维什尼都关注俄罗斯的经济改革问题。1991-1997年,施莱弗

任俄罗斯政府顾问,帮助俄罗斯发展金融市场。1992-1994年维什尼任俄罗斯私有化委员会顾问。1998年,他们出版的《掠夺之手》,成为研究寻租、腐败和政府治理研究领域的经典之作。两人还是行为金融学的杰出代表。1994年,利用金融研究中发现的一些新的投资者行为规律或资产定价规律,共同创立了LSV资产管理公司。2006年初,LSV管理的资产规模已达500亿美元。

LLSV致力于应用金融经济学和计量经济学方法分析和探究法律和金融的关系、法律和法律制度对国家金融体系的形成、金融体系配置资源的效率、公司金融、金融发展以及经济增长的影响。他们这种耳目一新的研究范式,被学界称之为法与金融学。

他们已经取得的理论成就可以分成两个领域:一是法与金融宏观理论,即研究法律和金融的关系,法律起源与金融发展,法系与金融发展,司法效率与金融发展,投资者保护与金融发展等问题;二是法与金融微观理论,即研究法律与企业融资能力、融资成本,法律体制的质量与企业所有权和企业规模,投资者保护与企业公司治理、公司价值等问题。

法律制度决定各国金融发展水平

在解释金融发展的国别差异时,LLSV重点强调法律制度的作用。其

一,在法律体制强调私人产权、支持私人契约安排并保护投资者合法权利的国家,储蓄者更愿意资助企业,金融市场活跃。其二,在过去几百年中形成的、并通过征服、殖民和模仿在国际上传播的各种欧洲法律传统,有助于说明当今各国在保护投资者、契约环境和金融发展方面存在的差异。

在1998年出版的《法与金融学》奠基之作中,LLSV以世界上49个国家为样本,考察了产权保护程度的法律及其实施质量与其法律渊源的关系。他们认为,法律、执法机制和法律制度支配着金融交易。因为,契约安排是形成金融活动的基础,与不支持债权人、股票持有者权利或不能有效执行契约的司法体系相比,保护投资者和履行契约的司法体系可能更激励金融发展。

他们按照不同的法律渊源将49个国家分为不同的组别,确立了横向比较的对象。数据回归得出的结论是,正是各国的法律渊源不同,决定了各国对投资者产权保护程度的差异,从而最终导致了各国金融发展水平的差异,即好的法律渊源、金融有关制度安排”决定了一国金融发展的水平。LLSV发现,在金融发展尤其是金融市场发展与法律和监管基础设施之间存在很强的相关性。而法律和监管基础又源于各国的法律渊源。他们的推论是:要发展外部融资,投资者需要得到法律和监管的保护。

从法律渊源上看,LLSV的研究结果表明:

首先,尽管在大多数地方倾向于给投资者有限的权利,全世界的法律却具有很大的不同。普通法系国家传统偏向私有财产所有者,通常对投资者有最强的保护,法国法系国家通常最弱,德国法系国家和斯堪的纳维亚法系国家通常居中。

其次,全世界法律实施质量有很大的不同。德国法系和斯堪的纳维亚法系国家有最好的法律实施质量。法律实施质量在普通法系国家也很强,然而在法国法系国家最弱。这些等级也包含了一个很重要的因素在投资者保护领域的法律实施中,即会计等级。法律实施质量,与法律权利本身不同,随着收入水平的提高会有很大的改善。

金融改革应注重投资者保护

LLSV的研究集中于在国家层面上保护投资者的措施。他们的逻辑思路可以概括为:投资者保护程度源于不同的法源或法系,投资者保护程度直接影响到一个国家金融体系的模式选择,融资模式和所有权结构又决定公司治理的水平,公司治理水平影响公司价值,影响公司绩效和经济发展。

在2000年发表的《投资者保护与公司治理》一文中,LLSV指出,相对于传统的区分银行主导型和市场主导型的金融体系,法律方法是理解公司治理和其改革的更有效的方式。契约的履行是需要成本的,当这种成本大到一定程度后,用法律制度对投资者的保护代替契约履行,并以此控制管理者,或许是公司治理中更有效的手段。以投资者保护作为起点来描述各国公

司治理的不同,将是比一些传统分类更为有效的方式。

法律对投资者保护程度的不同,会通过影响企业在资本市场上以股票或债券融资的能力而影响资本市场的发展。一家企业发行股票或承担债务的意愿很大程度上依赖于获得外部融资的条件。好的法律保护机制保证了市场的透明度和公正性,在某种程度上使投资者愿意以优惠的条件投资于企业。如果条件适合,企业会发行更多的股票与债券。LLSV证实,不论是股票市场还是债券市场普通法系国家都要比法国法系国家发达。

拉波塔、西拉内斯和施莱弗2002年运用不同国家的数据分析了证券法作用于证券市场的机制,发现除信息披露、举证责任配置等私人执行外,证券市场监管者的调查权和行政处罚权与证券市场的发展也有较强的相关性。施莱弗2006年通过考察49个国家的证券法后发现证券法对证券市场的发展意义重大,在缺乏证券市场法律制度情形下,单纯依靠市场力量不能促进证券市场的繁荣。

在对49个国家所有权集中情况进行调查的基础上,LLSV认为投资者法律保护的水平与所有权集中程度之间是呈显著负相关的。越集中的所有权对应于越薄弱的法律保护。LLSV等提供的解释是,一方面,在公司内部,法律对投资者保护不力,则经理阶层

可能攫取股东利益,如要有效限制经理阶层的攫取行为,所有者将留下大股权以便监督管理者;另一方面,缺乏对投资者(尤其是中小投资者)的保护,大股东要在金融市场上分散自己的所有权将非常困难,因为中小投资者将由于大股东的攫取而没有兴趣用金融投资去换取公司的股权。

2002年,LLSV在《投资者保护和公司价值》一文中,利用世界上最富有的27个国家数千家公司的数据,构造模型进行检验,用托宾Q测定公司的价值,用国家的法律起源及其特定的法规指数测定投资者保护的力度,研究了投资者保护和控股股东的所有权对公司价值的影响。

结果发现:除了在投资者保护很好的国家,几乎所有的企业多为家族和国家所有,由金融机构或分散股东拥有的企业非常罕见。该研究的一个关键结论是,在全球大公司的委托代理问题中,约束控股股东对小股东的攫取,比对经理无视股东利益醉心于建设自己的王国进行约束更重要,公司治理的关键机制是保护外部投资者”。

由此,得到的一个隐含的政策含义是:把金融市场放在一边不闻不问,不是推进公司治理改革的好方法。而金融市场改革应当重视加强对外部投资者的保护,这些保护来自法院、监管机构或者市场参与者本身。

■ 本期人物话语



各国应行动起来尽快解决粮食危机

潘基文(联合国秘书长)4月21日在第12届联合国贸易和发展大会(贸发大会)上指出,不断上涨的粮食价格对千年发展目标提出了严峻挑战,各国应该行动起来,尽快解决这一危机。过高的粮食价格削弱了国际社会在对抗饥饿和营养不良问题上的努力,并在部分国家引发了社会动荡。世界各国应该加强对农业的投资,并进一步开放农产品交易系统。

■ 多声道

国资国企改革要做到四个走在前列

刘玉浦(广东省委副书记、深圳市委书记)4月24日出席在深圳市召开的广东省国资系统解放思想自主创新、加快产业升级工作交流会上指出,希望广东及深圳国资部门和国有企业在新形势下进一步加快国有资产监督管理工作的改革步伐,大力推进国有企业的自主创新和产业升级。广东省及深圳市国资企业的下一步改革发展,要努力做到“四个走在前列”:一是在深化改革方面努力走在前列。二是在提升效益方面努力走在前列。三是在自主创新方面努力走在前列。四是在产业升级方面努力走在前列。由此,加大力度推进国资国企改革,继续增强国有经济对广东、影响力和带动力,并为推动广东和深圳新一轮改革开放和科学发展作出更大贡献。

美国经济似已见底

马库斯·斯库姆(美国国际集团全球首席经济策略师)日前在友邦华泰基金管理公司举办的“友邦华泰经济人论坛”上表示,美联储采取了传统的加息措施来增大货币的供应量、直接向金融体系注入流动性和扩大金融安全网络等一系列稳定市场措施,预计今年下半年美国房屋市场将会企稳,以美国国内市场为主的企业盈利能力和以海外市场为主的企业盈利能力也出现好转。从金融层面来说,这次金融危机最坏的时候已经到来。今后几个月里,美联储在前期所采取的一些积极措施会显现绩效,会使金融危机逐渐好转,预计美国经济增长率在今年下半年也将由0-1%恢复到2%水平。

国际油价还可能将继续攀高

巴德里(石油输出国组织秘书长)4月20日在罗马参加国际能源论坛会议期间表示,国际油价很可能还会继续攀高。如果欧佩克确认影响国际油价不断上行的动力源自于供应短缺,该组织将“毫无犹豫地”考虑增加产量。不过,目前的国际油价走势与供求无关。由于产量并非是非推高油价的唯一因素,因此增产也不会从根本上打压油价的上涨势头。未来油价涨势将取决于几方面因素:全球政治形势是否稳定,是否存在市场投机行为,产油国是否会出要罢工等事件。

中国A股市场15年来最便宜

龚方雄(摩根大通首席中国经济学家)4月22日在出席摩根大通分析师讨论会时认为,从估值的角度来讲,A股动态市盈率今年已经是21倍,明年是17倍;盈利增长今年也是30%,明年是20%。如果从盈利增长的角度来看,目前市盈率已经是相当合理了。所以,目前中国股票在历史上从来没有这么便宜过。至于宏观经济,今年2月CPI已见顶,第一季度是8%,第二季度将是7%左右,第三季度和第四季度会回到5%左右。此外,人民币兑美元汇率在今年年底将可能推升至6.3水平,GDP将全年同比增长10.5%。

■ 来自日内瓦

口红经济暗示什么:首选黄金投资

◎ 徐千惠

现在,很多人都在关心一个问题:世界经济是否会陷入萧条?如果是,此时应当选择什么来投资呢?

说到世界经济是否会衰退,女士们的口红消费倾向可以视为反映经济趋势的一个风向标。为什么这样说呢?美国亚兰黛化妆品公司老板曾说,经济萧条时,人们的消费倾向会立即在各大百货商场中口红销售量增长上得到反映。因为,经济衰退促使人们放弃购买或消费大型的奢侈品,转而集中消费类似口红这样的小商品,以获得购物所带来的快感。所以,当女性朋友们开始不断购买口红时,这是她们的钱袋开始收紧的一个信号,也暗示了经济已趋于收缩或萧条了。

如果我们进一步观察美国经济会发现,美国房地产市场价格持续下跌及次贷危机,已将美国经济拖入衰退边缘及金融危机已经爆发。美国经济和金融危机形势的变化,导致了全球经济增长有放缓可能。为此,华尔街的投资家们及全球金融界都感到

非常焦虑。

在这一市场大背景下,我们该如何进行投资呢?

也许,我们可以从世界经济危机及金融危机中获得某些启示。在此,我们不妨以美国历史上发生过的金融危机为例来说明。在历史上,美国曾发生过好多次经济危机或金融危机。最近的一次经济危机发生在1973-1979年时期,世界石油危机导致美国陷入了经济危机之中,经济滞胀触发了美国陷入了一场令人印象深刻的经济衰退。在2000年代初,美国经历了网络股破灭,随后美国也被拖入了金融危机之中。

其实,历史的演绎具有太多的相似性,此时的投资选择也有惊人的相似性。可以说,每当经济危机或金融危机来临时,战争、利率和通胀等相关问题都会浮出水面,此时寻求更为安全的投资,便会促使市场投资资金涌入到黄金投资之中。

在美国,当经济或金融危机到来时,投资者会更偏爱黄金投资而不是投资股票。在今年前几个月,美元疲

软带动了黄金价格上涨到其历史最高水平,尽管后来黄金价格有所回落,但总体上黄金价格仍有上涨的可能性,仍会吸引更多的资金流入黄金投资中。

这就是历史给予我们的启示。在经济或金融危机来临时,选择保值和安全的黄金投资,似乎更能为投资者所接受。

当然,当市场趋势发生变化时,投资选择更易于情绪化而非理性。例如,在美国网络股泡沫破灭之前,许多投资者都想买入科技股,但当网络股泡沫破灭后,他们又急于抛售科技股。事后证明,处于市场转折时的投资者行为往往是非常不理性的。

因为,市场的“羊群效应”会促使投资者的心理极度恐慌,并做出错误的投资选择。此时,一些投资大师往往会选择与市场群体行为相反的投资决策与行动,犹如当初巴菲特投资中石油那样。

■ 经济新观察

机构投资者主导全球社会责任投资市场

◎ 乐嘉春

谁是当今全球社会责任投资市场中的主要投资者?了解这个问题,将有助于深入认识全球社会责任投资运动的发展趋势。

从目前来看,社会责任投资市场是由个人投资者和机构投资者两部分组成的。

西方研究者通常用“零售”或“消费者”社会责任投资市场来表示社会责任投资市场中的个人投资者。英国社会责任投资论坛认为,消费者的社会责任投资,有时又被称之为“零售的社会责任投资”或“零售的伦理投资”,涉及到个人投资者根据社会、环境和伦理标准及个人的价值观进行投资活动。

以当今世界上开展社会责任投资运动最为发达和社会责任投资市场规模最大国家美国来看,个人投资者包括零售层面上个人投资者所投资的共同基金,以及汇集在分类管理帐户(Separately managed account)名下进行投资的富裕个人投资者。

由2007年最新数据显示,目前共有173个共同基金,资产规模约为1717亿美元。另外,在1.9万亿美元规模的分类管理帐户中,富裕个人投资者的资产规模约为222亿美元。由此,目前美国社会责任投资市场中个人投资者的资产规模约为1939亿美元,所占市场份额略为超过10%。

说到机构投资者,是指在社会责任投资框架下采用社会筛选、股东参与或行动及社区投资等策略进行社会责任投资的一类机构投资者。从目前欧美国家来看,机构投资者是影响社会责任投资市场发展的一股主导力量。

其中,2007年美国社会责任投资市场中,机构投资者的资产规模约为1,88亿美元,比2005年的1,49亿美元增长了27%,所占美国社会责任投资市场份额略低于90%。

以欧洲社会责任投资市场观察,英国是欧洲社会责任投资市场规模最大的国家,随后是荷兰和比利时两国。在2005年末,欧洲狭义社会责任投资规模约为1050亿欧元,广义社会责任投资规模约为1,033亿欧元。其中,个人投资者所占市场份额约为6%,机构投资者所占市场份额约为94%。由此,我们可以观察到目前欧洲社会责任投资市场的大致规模,以及个人投资者和机构投资者各自所占的市场份额。

从欧美国家社会责任投资市场所占市场份额可见,目前机构投资者的快速增长影响了欧美国家社会责任投资市场的快速发展。那么,欧美社会责任投资市场中机构投资者是如何构成的?我们有必要深入了解一下这个问题。

第一类机构投资者是社会责任投资基金。2007年,美国社会责任投资基金数量约为260个,资产规模约为2020亿美元。自2004年中期至2005年6月31日,欧洲社会责任投资基金的资产规模由190亿欧元增长到了241亿欧元,增长了27%。

第二类机构投资者是养老基金和退休基金。从2005年美国社会责任投资市场规模约为2.29亿美元来看,公共养老金所占整个市场份额约为52.64%。欧洲尤其是英国、荷兰等国情况大致相同。由此可见,养老基金目前已是欧美社会责任投资市场中最大和最为重要的机构投资者。

第三类机构投资者是在教会和宗教组织。以美国为例,截至2005年末,美国的机构投资者管理的社会责任投资资产规模约为1.49万亿美元,而教会和宗教组织所占机构投资者市场比重约为3.6%。教会和宗教组织除了养老基金/企业(占当年市场份额约为9%)和共同基金这样的机构投资者以外的第四大机构投资者。

第四类机构投资者是慈善机构和基金会。对慈善机构和基金会而言,除了赠与行为外,使命投资也促使慈善机构和基金会成为欧美等国的机构投资者。在社会责任投资市场上又一个重要机构投资者。

从2005年末数据显示,慈善机构和基金会所占美国社会责任投资的机构投资者市场比重分别约为2.2%和2.5%。而英国依然是慈善机构和基金会从事社会责任投资最为显著的国度之一。另外,目前许多有受赠资产的美国大学也是社会责任投资的重要机构投资者之一。

除了上述四大机构投资者外,在欧美等国的机构社会责任投资市场上还有一些其他类型的机构投资者,如保险公司、医院机构、企业、非政府组织、工会及其他机构投资者等。其中,企业是社会责任投资市场中最为重要的机构投资者之一。

根据欧美国家的社会责任投资实践来看,目前个人社会责任投资者的数量和规模正呈现快速发展态势。不过,机构投资者仍然是欧美社会责任投资市场中最大和最为重要的投资者。随着机构投资者的积极参与,机构投资者主导并影响了全球社会责任投资市场快速发展,并使得社会责任投资逐渐成为欧美投资市场中一种新的投资方式而广为流行。