文摘

金融市场微观结构理论的应用

金融市场微观结构理论研究的核心是金融资产交易及其价格形成过程和原因的分析,因此目前对该理论的应用主要集中在资产定价领域,拓展开去,该理论在公司财务和收入分配等方面也将有广泛的应用前景。

一、首先是资产定价方面的应用

金融市场微观结构理论的模型通过考察信息融入价格从而影响价格的过程研究了有效价格的形成机制及价格波动性的根源,而且明确地给出了私人信息对买卖报价价差的影响程度的估计,这些方面对于资产合理定价均有重要意义。

如何具体说明微观市场因素(如信息)对资产定价的影响?一个困难在于,到目前为止,资产定价模型虽在不断地发展和完善,但尚未能够完全对现实状况加以描述和解释。资本资产定价模型(CAPM)虽得到广泛认同,但它仅反映了系统性风险(用 β 系数表示)对资产收益率的影响,不能准确地衡量市场均衡过程或投资者对特定股票要求的收益率。近年来,它还受到诸如小企业效应、市盈率平均效应和一月效应等反例的挑战。Fama 和 French 1993 年声称,公司的资本市场化规模和市场价值与账面价值的比率比 β 系数更能解释股票的平均收益率。随后提出的套利定价理论(APT)作为对CAPM的修正引入了影响资产收益率的多种因素,但该理论的有效性同样受到来自多方面的质疑(如 Ferson, Sarkissian 和 Simin, 1999)。

就金融市场微观结构理论而言,它认为作为交易中介的做市商知道知情交易者所掌握的私人信息比它多,则这些知情交易者在知道股价被低估时买入,在知道股价被高估时卖出;并由于知情交易者具有不交易的选择权,而做市商有义务按其买卖报价进行交易,那么做市商在与这些知情交易者进行交易时总是受损者。为了避免破产,做市商不得不用与不知情交易者所获盈利来冲抵这些损失,而这些盈利的来源就在于做市商设定的买卖报价价差。因此,价差反映了做市商来自不知情交易者的盈利冲抵来自知情交易者的损失这一事实。另一方面,金融市场微观结构模型还考察了做市商根据从指令流中得到的信息对价格进行动态调整,从而达到有效定价的这样一个学习过程。能否从其收到的指令流中推断关于资产真实价值的信息取决于做市商对这些指令流中基于私人信息占有而做出的那部分指令所占比重的估计。依照这样的逻辑,若以指令流作为已知量,使用市场微观结构模型就可得出对做市商在执行这些指令时因信息不对称而需承担的信息成本的估计,从而也就可以确定由信息成本决定的那部分买卖报价价差的幅度。

这种对基于私人信息占有进行交易加以估计的方法已被用于频繁交易股票和非频繁交易股票价差差异的研究(Easley, Kiefer, O'Hara 和 Paperman, 1996)。此外,这种方法在对私人信息在不同股票交易场所具有不同影响的调查中也得以体现。在 O'Hara 和 S1Hvidkjaer 正在进行的一项研究中,他们以1984—1991年在纽约证券交易所上市的所有股票的交易为样本,试图估计这些交易中由私人信息占有而引致的那部分所占的比重。研究结果表明,对于那些有代表性的股票而言,大约有20%的交易是由于占有私人信息而发生的,且此比例具有较高的稳定性。

二、公司财务的应用

在公司财务领域,Modigliani 和 Miller 的研究成果是其理论基石之一。该理论认为,

在信息完全且不存在税收和其他市场缺陷时,企业的总价值和资本成本与其资本结构无关,取决于它的基本获利能力和风险。一旦信息完全这一假设被推翻而考虑到现实中普遍存在的信息不对称现象时,这种资本结构无关论的正确性无疑就受到严峻挑战。将同样基于信息不对称而提出的金融市场微观结构模型用于公司财务领域的研究主要在以下两方面展开:

第一,在不同地点上市对证券发行企业是否有影响? Christie 和Huang(1994) 通过对从NASDAQ 市场上市转移到纽约证券交易所上市的企业股票的研究发现,由于纽约证券交易所报价机制和交易安排的改进而使每股的交易成本大约下降了5%。就此更有说服力的证据可在Amihud、Mendelson 和L(1997) 的研究成果中找到,他们发现交易机制的改变有助于提升股价。以上两项研究成果均说明金融市场微观结构会对二级市场中的资产价格产生影响。

第二,金融市场微观结构是否会一级市场中的证券交易从而影响企业筹资成本? 由于数据取得方面的困难,有关这方面的实证研究多集中于考察证券市场交易机制与首次公开发行中普遍存在的定价低估现象的联系。其中比较有代表性的是El2lis、Michaely 和O' Hara (1999) 的研究。选取1996—1997年在NASDAQ 市场首次公开发行股票的近300家企业为样本。由于在NASDAQ 市场的首次公开发行中,主承销商就相当于做市商,因此主要关注了IPO 中承销商的作用,尤其是交易机制和承销机制相互作用的情况。得出两条重要结论:一是做市商对证券保有的头寸大小取决于公开发行后该证券价格的走势。对于价格波动较大的证券,往往以持有很大头寸作为一种价格支持的方式,否则价格的过大波动将加大发行人的筹资成本。二是承销商将从定价低估中获利,但这部分收益仅占其承销费收入的一个很小的比重。

最后是其福利效应。因为市场微观结构的不同将影响市场的竞争性,而且什么样的信息被允许进入市场将影响证券收益的分配,所以将金融市场微观结构理论用于福利效应(即收入分配)领域的研究具有重大现实意义。主要关注的问题包括:监管者是否应允许有悖于时间优先原则的指令偏好的存在,市场应否是透明的,市场是否应同等对待每一指令或是为迎合某些特殊需要而优先考虑与之相关的指令等等。

对这些问题的研究多采用实验方法,即在市场微观机制的设计过程中,通过控制某些条件使其不变而考察特定因素的影响。Bloomfield 和O' Hara(1999) 就采用这种方法研究了市场透明度对证券市场走势的影响,以及透明市场在非透明市场的竞争冲击下能否持续下去等问题。其结果表明,知情交易者多选择进入非透明市场,因为这种市场环境能使其凭借信息优势而获得非正常利润;而就做市商而言,由于在非透明市场中它可从收到的指令流中获取更多的非公开信息,从而能更有效地调整买卖报价以使其价差收入能弥补因执行知情交易者的指令而遭受的损失。在透明市场中,做市商只能争取做到不亏损,而在非透明市场中则可获利。那么,透明市场与非透明市场的竞争力比较就显而易见了。因此,金融市场微观结构对市场参与者和市场竞争性均有重大影响。

此外,金融市场微观结构理论在福利效应领域的一些研究成果还具有宏观层面上的意义。目前普遍出现实力雄厚的本国企业争取境外上市的现象,这将对本国经济产生何种影响已成为各国(尤其是发展中国家)关注的重点。通过以上对金融市场微观结构理论已有研究成果的综述及其应用前景的展望,不难看出我国在这一领域的差距。随着我国经济市场化进程的推进以及证券市场的不断发展,这种理论研究上的滞后将对现实发展产生很大的阻滞作用,所以对这个问题需给予足够的重视。

原作者:蒋兆斌 田柳

西南财经大学中国金融研究中心 赵海焰摘自《云南财经大学学报》16卷第4期