

2009 年中国金融与投资发展报告

ZIBEN SHICHANG CHUANGXIN YU

FENGXIAN GUANLI

# 资本市场创新与 风险管理

主 编

张中华

朱新蓉

黄孝武



中国金融出版社

CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

2009 年中国金融与投资发展报告

# 资本市场创新与风险管理

主编 张中华 朱新蓉 黄孝武

 中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿

责任校对：张志文

责任印制：毛春明

## 图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场创新与风险管理 (Ziben Shichang Chuangxin Yu Fengxian Guanli):  
2009 年中国金融与投资发展报告/张中华等主编. —北京: 中国金融出版社,  
2010. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5480 - 0

I. ①资… II. ①张… III. ①资本市场—风险管理—研究报告—中国—  
2009 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 062155 号

出版 **中国金融出版社**  
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)  
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 25. 25

字数 479 千

版次 2010 年 4 月第 1 版

印次 2010 年 4 月第 1 次印刷

定价 48. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5480 - 0/F. 5040

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

中南财经政法大学  
金融学国家重点学科

“211”工程三期重点学科建设项目  
“金融创新与风险管理”阶段性成果

本书由新华人寿保险股份有限公司资助出版

# 目 录

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 绪论                               | /1  |
| 一、问题的提出                          | /1  |
| 二、资本市场的内生性风险与外生性风险               | /3  |
| 三、作为风险管理手段的创新与资本市场<br>风险的放大、传导   | /6  |
| 四、国际资本市场的风险                      | /9  |
| 五、美国金融危机的成因与启示                   | /10 |
| 六、中国资本市场的创新与风险评价                 | /16 |
| 七、中国资本市场发展创新的战略                  | /19 |
| 八、国际资本市场风险的防范                    | /27 |
| 九、我国经济的长期发展与资本市场可持<br>续发展基础条件的构建 | /28 |
| 主题篇                              |     |
| 第一章 中国证券市场效率的动态分析                | /33 |
| 一、前言                             | /33 |
| 二、文献综述                           | /34 |
| 三、有效市场理论及其模型方法                   | /35 |
| 四、分形市场理论及其模型方法                   | /37 |
| 五、数据选择                           | /39 |
| 六、短记忆实证分析结果                      | /39 |
| 七、长记忆实证分析结果                      | /44 |
| 八、结论                             | /47 |

|                                   |             |
|-----------------------------------|-------------|
| <b>第二章 中国股票市场价格与收益率波动分析</b>       | <b>/50</b>  |
| 一、股票市场价格走势                        | /50         |
| 二、股票市场价格波动                        | /51         |
| 三、股票市场价格波动特点                      | /53         |
| 四、股票市场收益率波动计量分析                   | /62         |
| <b>第三章 证券投资基金与股票市场波动</b>          | <b>/66</b>  |
| 一、问题的提出                           | /66         |
| 二、文献综述                            | /67         |
| 三、研究设计                            | /68         |
| 四、实证分析                            | /69         |
| 五、结论与建议                           | /83         |
| <b>第四章 中国上市公司财务信息与股价的相关性分析</b>    | <b>/87</b>  |
| 一、前言                              | /87         |
| 二、文献探讨与研究假说                       | /89         |
| 三、研究方法                            | /92         |
| 四、实证结果与分析                         | /95         |
| 五、结论                              | /104        |
| <b>第五章 中国上市公司股权结构、股权分置改革与公司绩效</b> | <b>/110</b> |
| 一、引言                              | /110        |
| 二、变量设计及研究假设                       | /111        |
| 三、数据来源和样本特征                       | /118        |
| 四、实证检验结果及分析                       | /126        |
| 五、结论                              | /136        |
| <b>第六章 中国股票市场交易量与收益率的动态关系</b>     | <b>/139</b> |
| 一、引言                              | /139        |
| 二、文献综述                            | /140        |
| 三、数据与实证结果                         | /144        |
| 四、结论                              | /151        |

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| <b>第七章 可转债条款触发与股价异常回报</b>     | /154 |
| 一、文献综述                        | /154 |
| 二、可转债条款触发与股价市场反应关系的理论分析       | /155 |
| 三、研究设计                        | /157 |
| 四、检验结果                        | /159 |
| 五、结论和后续研究                     | /162 |
| <b>第八章 股指期货与股票现货市场关系的实证研究</b> | /165 |
| 一、引言                          | /165 |
| 二、文献综述                        | /166 |
| 三、美国股指期货与现货市场关系的实证研究          | /168 |
| 四、中国概念股指期货与现货市场关系的实证研究        | /174 |
| 五、结论及启示                       | /179 |
| <b>第九章 股指期货市场与股票现货市场的跨市监管</b> | /183 |
| 一、问题的提出                       | /183 |
| 二、股指期货市场与现货市场的风险联动            | /184 |
| 三、发达国家(地区)跨市监管制度创新的根源         | /188 |
| 四、发达国家(地区)的跨市监管制度框架           | /189 |
| 五、我国股指期现市场跨市监管制度的构建及完善        | /192 |
| <b>第十章 资本市场创新与次贷危机的扩散放大机制</b> | /196 |
| 一、资本市场创新与次贷危机扩散放大效应的动态描述      | /196 |
| 二、资本市场创新与次贷危机在金融体系扩散的机制分析     | /200 |
| 三、次贷危机影响实体经济的机制分析             | /214 |

|                    |      |
|--------------------|------|
| 四、次贷危机蔓延到其他国家的机制分析 | /219 |
| 五、中国阻断危机传染的政策建议    | /222 |

## 第十一章 全球金融危机下资本市场创新趋势/225

|                     |      |
|---------------------|------|
| 一、近三十年数次全球性金融危机事件扫描 | /225 |
| 二、国际金融市场重大变革中的机遇和挑战 | /231 |
| 三、应对危机与谋求发展的时间一致性   | /234 |
| 四、资本市场安全性与效率性的互动性   | /241 |
| 五、有效监管下的资本市场创新趋势    | /247 |

## 专题篇

|                      |      |
|----------------------|------|
| 专题1 基于公司治理的财务报告舞弊研究  | /257 |
| 一、文献回顾与述评            | /257 |
| 二、我国上市公司财务报告舞弊现状分析   | /260 |
| 三、我国上市公司财务报告舞弊动因实证分析 | /262 |
| 四、治理财务报告舞弊的“四不为”对策   | /271 |

|                           |      |
|---------------------------|------|
| 专题2 股权分置改革对上市公司自愿性信息披露的影响 | /276 |
| 一、引言                      | /276 |
| 二、文献与研究方法                 | /277 |
| 三、样本、数据和变量说明              | /280 |
| 四、股权分置改革与上市公司自愿性信息披露      | /282 |
| 五、财务信息还是非财务信息             | /284 |
| 六、结语                      | /288 |

|                        |      |
|------------------------|------|
| 专题3 对外贸易顺差与货币供给关系的实证研究 | /301 |
| 一、引言                   | /301 |
| 二、相关文献回顾               | /301 |

|                     |      |
|---------------------|------|
| 三、贸易顺差影响货币供给变动的机理分析 | /302 |
| 四、贸易顺差与货币供给关系的实证分析  | /304 |
| 五、政策建议              | /310 |

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| <b>专题 4 军工上市公司资本结构与公司绩效关系的实证研究</b> | /313 |
| 一、引言                               | /313 |
| 二、文献回顾                             | /314 |
| 三、研究假设                             | /315 |
| 四、研究设计                             | /316 |
| 五、研究结果                             | /317 |
| 六、研究结论及建议                          | /319 |

|                           |      |
|---------------------------|------|
| <b>专题 5 中国证券市场监管的国际合作</b> | /322 |
| 一、开放的中国证券市场需要国际监管合作       | /322 |
| 二、我国证券市场监管国际合作动态          | /325 |
| 三、证券市场监管国际合作的短板           | /331 |
| 四、加强证券市场监管国际合作的建议         | /333 |

|                         |      |
|-------------------------|------|
| <b>专题 6 中国结构型理财产品定价</b> | /338 |
| 一、引言                    | /338 |
| 二、定价方法                  | /340 |
| 三、数据及结果分析               | /344 |
| 四、结论                    | /346 |

## 附录

|                              |      |
|------------------------------|------|
| <b>附录 2008 年中国金融与投资发展大事记</b> | /351 |
| 一、货币银行大事记                    | /351 |
| 二、证券市场大事记                    | /360 |
| 三、保险市场大事记                    | /373 |
| 四、国际金融大事记                    | /380 |
| 五、投资大事记                      | /385 |

# 绪 论

---

## 一、问题的提出

创新作为当今世界包括中国在内广泛使用的理论范畴最初是由美籍奥地利著名经济学家熊彼特（Joseph Alois Schumpeter, 1883—1950）提出的。在其名著《经济发展理论》（1921）中，创新是指新的生产函数的建立，或者说是企业家对企业要素实行新的组合。生产企业组织的创新包括新产品的出现、新工艺的应用、新资源的开发、新市场的开拓以及新的生产组织与管理方式的确立。

金融创新有广义和狭义之分。有的学者认为金融创新指金融工具和金融业务的创新。<sup>①</sup> 有的学者将金融创新定义为西方金融业中从 20 世纪 60 年代后期开始的迅速发展的一种趋势。其内容是突破金融业多年传统的经营局面，在金融工具、金融方式、金融技术、金融机构以及金融市场等方面均进行了明显的创新、变革。<sup>②</sup> 这些可称为狭义的资本市场创新。有的学者认为金融创新是在金融领域建立新的生产函数，是各种金融要素新的组合，泛指金融体系和金融市场上出现的一系列新事物。<sup>③</sup> 这可称为广义的金融创新。

资本市场的创新是金融创新的重要组成部分，我们将在广义上使用资本市场创新的范畴。它主要包括工具或产品的创新、市场主体的创新、市场结构的创新、市场运行规则与机制的创新以及监管制度的创新。随着环境的变化，资本市场的发展需要不断地突破原有的格局，在工具或产品、市场主体、市场结构、市场运行规则与机制以及监管制度等方面进行创新，有时是渐进式的，有时是突破性的，因而资本市场的发展过程同时也是资本市场创新的过程。

---

① 龚明华、雷电发：《金融创新、金融中介与金融市场前沿理论综述》，载《金融研究》，2005（10）。

② 黄达：《金融学》，339 页，北京，中国人民大学出版社，2003。

③ 陈岱孙、厉以宁：《国际金融学说史》，691 页，北京，中国金融出版社，1991。

## 2 资本市场创新与风险管理

资本市场的创新与风险管理有着天然的联系。在历史上,企业组织发行股票,其目的不仅在于筹措资金,同时也在分散实体经济投资的风险;股票的交易则是实体经济投资风险的转移过程。伴随着资本市场的发展,实体经济投资风险分散的途径不断增多,实体经济投资风险转移的链条也日趋延伸。但是,资本市场的发展也带来了新的风险,历史上多次爆发资本市场的危机就是例证。资本市场的危机反过来会波及实体经济,阻碍实体经济的发展。

2007年爆发的美国金融危机不仅影响了美国经济,而且涉及全球多个国家,包括中国在内的发展中国家也受到影响。美国金融危机的导火索是房地产次级抵押贷款。美国房地产次级抵押贷款至2006年年底总计约6 000亿美元,同期GDP约13.4万亿美元,即使次级抵押贷款全部违约,占GDP的比例也不足5%。但是,次级抵押贷款危机引发了国际金融危机,并波及多国实体经济,其重要原因在于房贷公司和商业银行为转移信贷风险以次贷为标的创造了大量衍生金融工具。根据美国证券行业 and 金融市场协会的统计,债务抵押支持证券(Collateral Debt Obligations)全球累计发行量在2004年达到1 570亿美元,到2006年和2007年分别达到5 520亿美元和5 030亿美元。20世纪80年代以来,美国资本市场的创新日趋活跃,曾对美国经济起到巨大的促进作用。但是,随着经济环境的变化,过度的创新又成为金融危机的传导链和放大器。这不得不促使人们重新审视资本市场创新的作用及其与风险管理的关系。

在我国传统计划经济体制下,中央政府主要通过财政集中与配置资本。实行改革开放政策后,我国积极推进金融体制改革,在实行国有专业银行向国有商业银行及国有控股的股份制商业银行转变的同时,积极发展股票市场和债券市场。截至2008年年底,境内资本市场累计为企业股票融资2.3万亿元,债券融资1.3万亿元,上市公司达到1 625家;绝大多数骨干企业都已整体或部分上市,上市公司的分布从竞争性部门到垄断性部门,对国民经济发展的影响日趋扩大。但是,迄今为止,我国的金融体系仍以银行为主导;直接融资市场以股票市场为主;债券市场主要为国债市场,企业债券市场发展严重滞后;股票市场的制度不健全,价格起伏跌宕。从上海证券交易所和深圳证券交易所分别于1990年和1991年成立算起,股票市场经历了多次“熊市”和“牛市”的交替。上证综合指数在股权分置改革后由不到1 000点,一路上涨,突破6 000点,2008年又大幅下挫,跌回到1 600多点。跌幅超过近年美国纽约证券交易所的道琼斯指数。很显然,我国股票市场的投资风险并不低,投资者受到的损失数额和人数比例也很大。

我国资本市场的发展在制度构建过程中主要借鉴的是美国等西方发达国家的资本市场模式,一些制度甚至是直接从美国等西方发达国家现行的制度中移植过来的,真正原创性的东西并不多。现在美国爆发了严重的金融危机,人们不禁要

问,中国的资本市场究竟应该不应该坚持创新?我国人口众多,就业压力大,而且正处于工业化、城市化的加速推进过程中,在今后一个相当长的时期内,必须而且可能维持经济的高速增长。如果主要依靠财政投资来维持经济的高速增长,不仅难免出现投资的低效率,还会导致传统计划经济体制的复归,这与市场化取向的改革是相悖的,而且不具有可持续性。如果单纯依靠银行,不仅不能满足经济发展对金融服务的需求,投资风险的高度集中也将使银行难以承受。为了满足经济可持续发展对金融的多样化需求,并避免金融风险过度集中于银行,我国必须坚持发展资本市场。中国的资本市场是一个不成熟的市场,还存在诸多的缺陷,维持资本市场的现有格局,仅仅进行发行与交易规模的数量扩张,无法实现资本市场的可持续发展,要发展就必须创新。对此,应该是比较容易取得共识的。剩下的问题是,我国的资本市场应该如何创新?作为一个发展中国家,我国的资本市场创新无外乎两种途径:一是引入西方国家资本市场业已存在的工具或产品等,并结合中国的实际加以改造和应用;二是从中国的实际出发,自主进行原始性的创新。就中国目前的情况而言,在相当长的时间内仍将以第一类创新为主,在发展达到一定水平后,原始性的创新才可能逐渐增多。只要能推动资本市场的持续发展,选择哪种类型的创新并不重要,问题的关键是在发展和创新的过程中,如何进行有效的风险管理,避免资本市场创新引起的金融危机和经济危机。正是基于这些考虑,继研究资本市场与实体经济、资本市场与投资、资本市场与汇率、资本市场与房地产等问题后,本年度我们选择以资本市场创新与风险管理为主题进行研究。

## 二、资本市场的内生性风险与外生性风险

在经济学和金融学中,风险一般是指由未来信息的不完全或不确定性带来的经济损失的可能性。在资本市场中,存在着多种风险,人们通常将资本市场上的风险分为两大类:系统性风险与非系统性风险;或将资本市场上的风险分为三大类:市场风险、信用风险和操作风险。为了更好地考察创新与风险管理的关系,我们借用企业风险管理理论,将资本市场的风险分为外生性风险与内生性风险。所谓外生性风险,是指由资本市场外部原因造成的风险;内生性风险则是指由资本市场内在原因导致的风险。

自1952年马柯维茨发表题为《证券组合选择:投资的有效分散化》的论文以来,风险与投资收益率便成为资本市场理论的核心问题。马柯维茨以投资收益率的标准差或方差计量投资风险,赋予风险和报酬至少同等的权重,并论述了怎样使投资组合在一定风险水平下,取得最大可能的预期收益率,由此奠定了新古典资本市场理论的基石。随后的资本资产定价模型、套利定价模型等理论模型都是在此基础上发展起来的。这些以风险与收益的权衡为核心的理论长期占据资本

市场理论的主流地位。

主流的资本市场理论以有效市场假设 (Efficient Market Hypothesis, EMH) 为前提。所谓有效市场,是指证券价格将反映投资者可能获得的所有公开信息,甚至包括所有内部信息。这样,所有证券的价格都将等于它们的均衡价值,既不会有价格被高估的证券,也不会有价格被低估的证券。有效市场假设建立于三个逐渐放松的假设之上:(1) 投资者行为理性,即投资者具有追求一定风险条件下收益的最大化或一定收益条件下风险的最小化的内在动力和行为能力。(2) 交易策略的随机性。只要非理性投资者的交易策略是随机的,非理性投资者的存在并不否定市场的有效性。(3) 存在理性的套利者。如果存在被高估或被低估的证券,理性的投资者就会卖出甚至卖空价格被高估的证券,同时买进本质相近的价格被低估的证券进行风险对冲,进行套利交易,直至套利机会消失,证券价格回归均衡水平。

按照有效市场的假设,资本市场不存在内生性风险,资本市场的风险都是外生性风险。资本市场价格波动的原因不在市场内部,而在于资本市场外部技术、实体经济基本面、宏观经济政策和标的资产收益或股利的变化等。至于由企业或交易对手违约以及由内部操作过程中的错误、系统的错误、工作人员的失误引发的风险更是与资本市场制度本身无关,只会涉及个别企业和个别投资者,而不会引起系统性风险。

但是,20 世纪 70 年代后,在对主流资本市场理论的实证检验中发现了越来越多的例外。1981 年,希勒运用未来红利的预期净值计算股票的理论价格,结果发现股价的实际波动幅度远远高于理论价格的波动幅度。德·邦特 (De Bondt) 和塔莱 (Thaler) 于 1985 年发表了题为《股票市场过度反应吗?》的论文,他们发现投资者往往对某种信息作出过度反应,选择超买或超卖,从而导致证券价格出现超出理论水平上涨或下跌的现象。<sup>①</sup> Siegel 于 1998 年考察了 1926—1996 年纽约证券交易所的有关资料,发现最大 10% 的股票的年平均复合收益率为 9.84%,而最小 10% 的股票的复合收益率为 13.83%,而且小公司的超额收益主要集中于每年的 1 月份,这个月小公司股票的收益要比大公司股票平均高出 4.8%。采用标准的风险计算办法,无法证明小公司股票在 1 月份的风险高于其他月份。<sup>②</sup> 20 世纪 90 年代,美国股市繁荣,其中,道琼斯工业平均指数由 1994 年的 3 000 点左右,攀升至 2000 年 1 月的 11 722.98 点;纳斯达克指数在同年 3 月 10 日创下 5 048.62 的历史最高水平。此后,股价却一路下跌,其中纳斯达克

---

① Bondt, W. F. M. De and Richard Thaler, 1985, "Does the Stock Market Overreact", *Journal of Finance*, 7.

② 转自安德瑞·史莱佛:《并非有效的市场——行为金融学导论》,中文版,17~18 页,北京,中国人民大学出版社,2003。

指数下降近 1/3。早在 1996 年,美国联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘就曾使用“非理性的繁荣”一词来形容股票投资者的行为。美国股市的变化无疑印证了非理性繁荣的论断。<sup>①</sup> 美国“长期资本管理”是一家著名的对冲基金,它的合伙人包括以发明期权定价公式而获 1997 年诺贝尔经济学奖的迈伦·斯科尔斯(Myron S. Scholes)和罗伯特·默顿(Robert C. Merton)。在亚洲和俄国金融危机的冲击下,“长期资本管理”这家著名的对冲基金为避免破产而不得不求助于美联储。

大量的事实表明,资本市场并不是一个完美的市场,资本市场的风险不仅可能来自资本市场外部,还可能产生于内部,即存在内生性风险。根据希勒和库兹等人的研究,资本市场的过度波动主要来源于市场内部而不是市场外部,内部波动性是外部波动性的 3 倍。<sup>②</sup>

对于资本市场的内生性风险,20 世纪 80 年代兴起的行为金融学进行了较为系统的研究。在行为金融学的主要代表人物卡尼曼(Kahneman)和特韦斯基(Tversky)等人看来,人们的行为并不是完全理性的,而是有限理性的。在资本市场中,人们的行为常常会受到心理因素的影响。人们对自己的判断常常表现出过度自信。投资者往往对亏损股票存在较强的惜售心理,倾向于继续持有亏损股票,不愿意实现损失;投资者在盈利面前趋向回避风险,愿意较早卖出股票以锁定利润。这种现象被称为“处置效应”(Disposition Effect)。资本市场中不仅有套利交易者,而且存在噪声交易者。噪声交易者可能受到虚假信息的影响,或在收集处理信息和预期收益的某一环节中出现行为上的偏差,或由于他们过于相信自己的判断而错误地评估与收益相关的风险性。噪声交易者容易对可能影响未来股息的新闻作出过度反应,容易追随风潮和狂热。如果噪声交易者普遍看涨,可能推动风险资产的价格上涨,而超过其基本价值;如果噪声交易者普遍看跌,则可能推动风险资产的价格下跌。当套利者面对的噪声交易者人数越多时,资产价格的波动就越厉害。资本市场上人们普遍存在从众心理,可能产生羊群效应。噪声交易者在交易中则可能出现正反馈交易行为,即在证券价格升高时买进证券,在价格下跌时卖出证券。正反馈交易可以用来解释证券市场的价格泡沫,由此将导致资本市场价格泡沫的产生。价格泡沫积累到一定程度必将破灭,噪声交易者的高价时买进后不得不在低价时卖出,从而也就成为泡沫的牺牲者。随之而来的将是严重的金融危机和经济衰退。

阿克勒夫、斯蒂格利茨和米什金等经济学家还运用信息不对称和委托代理理论来解释资本市场的内生性风险。在资本市场中,证券的发行人与证券的投资人

---

① 罗伯特·J. 希勒:《非理性繁荣》,中文版,1 页,北京,中国人民大学出版社,2004。

② 彼得·L. 伯恩斯坦:《投资新革命》,中文版,57 页,北京,机械工业出版社,2008。

之间的信息不对称,发行股票和债券的企业经营者更了解企业的情况,而证券购买人只能借助企业经营者提供的信息或通过其他间接途径了解的信息进行判断。在信息不对称的条件下,证券发行价格的形成往往是基于市场平均价格,资产越差的公司越有发行股票的冲动,越有可能亏损的投资项目越有动力通过发行股票筹措资金,经营者和享有控制权的大股东则可以利用信息优势逃避监督以追求自身利益的最大化,这样就会产生逆向选择和道德风险的问题。

### 三、作为风险管理手段的创新与资本市场风险的放大、传导

面对实体经济的风险,人们可以在实体经济中对可能发生的不利事件进行规避、防范和控制,但是有限度的。如果不承受一定的风险,许多实体投资就根本无法进行。实体经济的发展要求运用金融手段转移风险,将风险转移给愿意承担风险的企业或个人。根据博迪和默顿的研究,运用金融手段转移风险的方法可以归纳为三种:分散风险、保险和对冲。<sup>①</sup>

从资本市场发展的历史看,资本市场的产生就与风险有关。1860年英国伊丽莎白一世特许设立的东印度公司尽管还不是现代意义上的股份公司,但是采取了吸收股份的方式筹集资本。东印度公司起源于海盗抢劫,设立之初主要从事海上贸易,不仅面对着巨大的自然风险,还面临着巨大的军事、政治与经济风险,通过吸收股份,不仅可以筹措资金,而且还可以将海上贸易的风险转移给包括伊丽莎白一世在内的股东。发行债券相比股票而言,通常资本成本较低,但企业债券市场的发展却晚于股票市场,这表明证券发行人更多考虑的不是筹措资金,而是转移风险,因为债券在转移风险方面的作用远不如股票。

从20世纪60年代后期开始,金融领域的创新逐渐增多。进入80年代以后,金融创新高潮迭起,衍生金融工具不断增多,资产证券化的程度不断提高。对于金融创新的动因有多种理论解释,如西尔柏的约束诱导型的创新理论、凯因的回避管制型创新理论以及韩农和麦道威的技术推进创新理论等。但是,认真考察这一时期金融创新的历史过程不难看出,大多数金融工具的创新是顺应风险管理尤其是金融风险管理的需求而产生的。从20世纪60年代后期开始,以美元为核心的固定汇率制度就遇到严重挑战,并导致布雷顿森林体系在20世纪70年代初的解体,随之而来的是各国汇率、利率和通货膨胀率的不确定性加大,变得越来越难以预料。正是为了规避和转移汇率、利率和通货膨胀率变化的风险,各种货币、利率、外汇远期、互换、期货和期权产品应运而生,并带动了股票、债券金融衍生产品的发展。利率、汇率的频繁变动,不仅使银行发放长期贷款面临较大的利率和汇率风险,同时还面临流动性风险。在这种背景下,资产证券化业务获

---

<sup>①</sup> 兹维·博迪、罗伯特·C·莫顿:《金融学》,中文版,北京,中国人民大学出版社,2000。

得了迅速发展。伴随着计算机技术飞速发展并获得广泛应用,金融交易速度加快,交易空前扩大,加大了资本市场的复杂性和波动性。而伴随着经济全球化日趋明显,国际资本流动日趋活跃,规模不断扩大,各国资本市场联系逐渐深化,波动的相互影响、传导和放大效应不断扩大。这不仅加大了为管理金融风险而进行金融创新的需求,同时也使金融工具创新设计变得容易,并且使新的工具能够在全球范围内迅速获得推广应用。在日趋复杂而高度不确定的金融环境下,西方发达国家传统的金融监管变得越来越难,为了维持本国的金融竞争力,于是普遍采取了放松金融管制的政策,反过来推动了金融的进一步创新。

但是,资本市场的产生和创新并不能消解外部性风险,只能分散和转移风险,而且在分散和转移过程中产生了新的风险。股票市场的发展可以将企业经营的风险分散、转移给股东,但是企业所有权与经营权的分离形成了股东与企业经营者之间的委托代理关系,而股东与企业经营者之间的信息不对称就可能导致经营者的道德风险。在股票交易中,投资者不仅要承担上市公司经营业绩、利率、汇率等外部因素变化的风险,还要承担由于虚假信息、市场操纵以及自己心理认知的偏差和从众心理可能造成的损失。

资本证券期货、期权、互换等金融衍生工具都是为转移金融投资风险而产生的。人们可以利用金融衍生工具进行对冲避险,但是只有满足其严格的前提条件,才能达到预期的目的。它需要保值的现货的价格与用以保值的期货价格的波动保持一致,或至少具有明显的正相关性。例如,某基金公司购入某公司的股票1 000万股,现价每股10元,预期3个月后可能下跌到每股7元;如果能够售出该公司3个月到期的股票看跌期货1 000万股,执行价格每股10元。3个月后,股票价格下跌至每股7元,基金公司按执行价格售出该公司股票,不考虑交易成本,期货交易的利润正好冲抵现期的损失。但是,市场上并不是总有与现货价格波动方向一致的期货。假如只有股票指数期货,股指期货价格的波动与该公司的股票价格波动不一致,就不能通过股指期货来对冲投资该公司股票的风险。更为重要的是,金融衍生工具不断增多,并不总是用于套利保值,而大量被用来投机。期货和期权交易通常只需要支付一定的保证金,支付少量的手续费,便可以买入或卖出未来时期才进行交割的合约,初始保证金大约相当于合约价值的5%~15%。在这样的制度设计下,以少量的资金就可以启动数倍的交易,给了投资者以小博大的机会,从而产生一种杠杆效应。财务杠杆比率越高,对资本市场风险的放大效应就越大。

资产证券化(Asset Securitization)是指企业单位或金融机构将其能产生现金收益的资产加以组合,然后发行成证券,出售给有兴趣的投资者。资产证券化的标的资产十分广泛,如住宅抵押贷款、商业性不动产抵押贷款、汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款等。这些资产在传统意义上都是商业银行的业务范围,而且大

多属于消费信贷的范畴。资产证券化模糊了传统商业银行与证券业的边界，也使消费与投资边界模糊起来。商业银行的信贷风险、消费领域的风险通过资产证券化传导到了证券市场。

值得指出的是，不动产包括住宅和商业不动产因为土地供给的有限性，历来被视为具有保值功能的资产，事实上，不动产作为投资品具有虚拟资产的性质，不动产的价格受多种因素的影响，具有很大的不确定性。因此，以不动产为标的资产的证券化同样也具有很大的投资风险。不动产资产的证券化将不动产市场、信贷市场与证券市场连接起来，成为不动产市场风险向证券市场传导的重要渠道。

伴随着资本市场的发展，各类中介机构，如投资基金、投资银行、资产管理公司、信用评级机构和会计师事务所等不断增多，委托代理的链条不断延伸，信息不对称的程度逐渐提高，内生性风险也不断加大。

一般认为，投资基金相对于个人投资者具有专业管理和组合投资等优点，专业管理选择股票和投资时机的能力较强，组合投资可以分散投资的风险。但是，投资基金相对个人投资而言，在公司股东与经营者之间，增加了一层新的委托代理关系，即股票投资者与基金经营者之间的委托代理关系，这既增加了证券投资脱离实体经济的可能性，也增加了道德风险。大多数投资基金尤其是对冲基金，往往是跨市场投资的，大规模跨市场投机套利，不仅加大了货币市场、外汇市场、资本市场及房地产市场的风险，还会使这些市场的风险相互传染和增强。

传统意义上的投资银行是从事证券及衍生金融产品策划、推荐和承销的机构。投资银行的出现增加了证券发行人与投资人之间的委托代理关系，而且其业务费收入与证券发行及发行价格密切相关。为了增加业务费收入，投资银行既可能隐瞒对投资者不利的信息，也可能对特定投资者提供内部信息。伴随着金融管制的逐渐放松，投资银行已成为集证券发行、承销、交易、企业重组、财务顾问、兼并与收购、投资分析、项目融资、风险投资等业务于一体的非银行金融中介机构。同时，越来越多的投资银行还由非上市公司转变为上市公司。这样，投资银行已经不再仅仅是相对独立的市场中介，而是直接成为市场的参与主体，越来越依赖于通过发现和转移风险获取利润。

信用评级机构和会计师事务所发表的信用评级报告和独立审计意见是投资者了解证券投资风险的重要依据，但是，一旦其业务收益和证券发行人或与投资的活跃程度联系起来，其真实性就可能受到影响。同时，从技术上看，当证券市场价格上涨时，按公允价值计量，上市公司的业绩、证券标的资产的价值上升，证券信用级别提高，往往会对证券价格的上涨起到推波助澜的作用；而在证券市场价格下跌时，按公允价值计量，上市公司的业绩、证券标的资产的价值下降，证券信用级别降低，则往往加剧证券价格的下跌。