

★ 现代金融方法论丛书 ★

—— 主编 ——

陈工孟 吴冲锋

金融经济学手册

[美] R. A. 贾罗 V. 马斯科西莫维 W. T. 津巴 编

吴文锋 仲黎明 冯芸 译



世纪出版集团 上海人民出版社

★ 现代金融方法论丛书 ★

—— 主编 ——

陈工孟 吴冲锋

F83-62

1

2007

金融经济学手册

[美] R. A. 贾罗 V. 马斯科西莫维 W. T. 津巴 编

吴文锋 仲黎明 冯芸 译



世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融经济学手册/(美)贾罗(Jarrow, R. A.)等编;
吴文锋等译. —上海: 上海人民出版社, 2007
(现代金融方法论丛书/陈工孟, 吴冲锋主编)
书名原文: Finance: Handbook in Operations Research
and Management Science
ISBN 978 - 7 - 208 - 06458 - 4

I. 金... II. ①贾...②吴... III. 金融学—手册
IV. F830 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 087887 号

责任编辑 李 娜
封面设计 许晓峰

现代金融方法论丛书

金融经济学手册

[美]R. A. 贾罗 V. 马斯科西莫维 W. T. 津巴 编
吴文锋 仲黎明 冯 芸 译

出 版 世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

出 品  上海世纪出版股份有限公司高等教育图书公司
www.hibooks.cn
世纪高教 (上海福建中路 193 号 24 层 021 - 63914988)

发 行 世纪出版集团发行中心
印 刷 上海商务联西印刷有限公司
开 本 787 × 1092 毫米 1/16
印 张 67
插 页 2
字 数 1364,000
版 次 2007 年 1 月第 1 版
印 次 2007 年 1 月第 1 次印刷
ISBN 978 - 7 - 208 - 06458 - 4/F·1468
定 价 98.00 元

总 序

自 20 世纪 50 年代以来,随着世界经济环境的变化和科学技术的迅猛发展,西方市场经济国家掀起的金融变革和创新热潮,在推动世界各国金融市场和金融产业发展的同时,也为金融经济学的兴起和迅速发展创造了机遇和条件。金融经济学自诞生以来,经过近五十年的发展,今天已基本形成了一个比较完整的学科体系。随着金融理论研究的进一步深入发展,金融经济学的各种理论和分析方法被广泛应用到社会经济的各个层次中,从资本市场的运作、投资组合的构造、交易策略的选择,到理论假设的检验、分析工具的优化、监管制度的设计等等,几乎渗入了现代经济学的各个领域。正是在这个意义上,金融经济学被美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森赞誉为“社会科学的珠冠”。

近二十年来,以网络技术为中心的信息革命以及包括中国在内的亚洲新兴证券市场的发展,为金融经济学的各种理论和方法提供了实践运用的崭新机遇。随着资本市场的逐步成熟和繁荣,中国改革开放和经济发展的现实需求,对国内金融领域学术界、实务界和有关财经院校等提出了引入、学习和应用国际前沿金融经济学理论与方法的迫切要求。由于金融经济学领域的研究和分析方法综合了微观经济学、数理统计、计量经济学和几乎所有现代数学学科的知识,因此把国外该领域的经典专著和影响广泛的教材翻译引进国内,作为我们学习和掌握金融经济学理论与方法的开端,无疑是一个直接而有效的方法。

为了满足国内金融领域学术界和实务界系统学习和掌握现代金融理论及分析方法的迫切需要,同时也为了解决国内金融学、会计学教材尤其是研究生、博士生教材流于零散而不够系统等问题,香港理工大学中国会计与金融研究中

心和上海交通大学金融工程研究中心合作,组织内地和香港该领域的专家学者翻译出版了“现代金融方法论丛书”。这套丛书第一批包括《金融数量方法》、《经济学和金融学中的随机方法》、《金融中的统计方法》、《金融经济学手册》等四部书。这套丛书是我们在咨询国外有关专家学者并调查国内学术界和实务界实际需求的基础上,从国外众多教材和专著中精选出来奉献给读者的。我们希望这套丛书的出版,能够有助于中国金融领域学术界和实务界借鉴并吸纳国外先进的研究理念、研究方法,能够为国内该领域的学术研究、学术发展和实务运作提供支持和帮助。

翻译出版这套丛书是一项系统工程,从2001年4月我们开始策划翻译这套丛书至今,从咨询专家、选择书目、联系版权,到组织翻译、编校书稿、图书出版,从策划者、翻译者到编校者和出版者都投入了大量时间和精力。在选择书目时,我们主要考虑了所选书目要保证理论体系的完整性、涵盖该研究领域最新的发展状况、内容编排体现循序渐进特色、分析方法力求论述详尽便于操作等几个方面。在翻译过程中,为使译文通俗流畅,我们在综合国内外专家学者意见的基础上,对该领域的专有名词的翻译做出了统一规范,为方便读者阅读理解,我们在注重原书完整性的基础上还深入挖掘了相关的背景信息。

由于时间关系,丛书中难免存在不妥和疏漏之处,敬请读者给予批评指正。

陈工孟 吴冲锋

2003年1月

译者序

得 益于改革开放政策和金融市场的发展,金融经济学的理论和实务研究在我国蓬勃开展。全国各个高等院校每年都有大量的教师、博士生和硕士生在撰写金融经济学方面的学术论文和学位论文,各个证券公司、基金管理公司、交易所等金融机构的研究人员也在进行金融理论与实际市场相结合的研究。但在“努力与国际接轨”的过程中,让众多学者和研究人员深感头疼的是国外金融经济学理论和实证研究经过近几十年发展所积累的文献数不胜数,即使是其中的一个分支的文献也数以百计。如何能系统全面地了解国外相关领域的理论发展过程、研究现状和未来研究方向可能是许多研究生、学者和研究人员“梦寐以求”的事情。

本书正是为国内研究人员系统、全面了解国外金融经济学提供了一个捷径。作为一本综述金融经济学理论及其在社会经济领域中的应用的手册,该书原版出版后迅速成为美国著名高等院校金融经济类专业研究生、教师的常备参考书,金融界众多实务人士也对该书甚为推崇。该手册广泛涉及资产组合理论、套利定价理论、期权定价理论、实物期权、股利政策、并购决策等资本市场和公司财务研究领域。手册中各章均由相应领域的著名学者撰写研究综述,对该领域的重要结论进行或简或繁的评述,并适当给出领域中未来可行的研究方向。各章作者中不乏 Jarrow、O'Hara、DeBond、Thaler 和 Sick 等在衍生产品定价、市场微观结构、行为金融和实物期权等领域的权威专家。作者在相应领域的精深造诣和深厚研究积累无疑为该手册内容的高水平学术质量提供了有力保证。

本书原版是“运筹学和管理科学手册”丛书中的一卷——金融卷,但这并不意味着本书只是给运筹学和管理科学的研究人员作参考的。事实上,这本书的

内容涵盖了绝大部分当前金融经济学的主流理论和实证分析,主要是给金融研究人员作参考的。因此,为突出本书的全面性和综述性特点,译者最终把中文题目定为《金融经济学手册》。

在如何利用本书方面,译者建议读者将本书作为在短时间内了解整个金融研究领域的参考手册。如果对其中某些领域有浓厚的兴趣,可以仔细阅读英文原文,并根据每章所附的参考文献查找相应资料深入研读。

译者在接手本书的翻译工作之前,对所承接工作的复杂性和艰巨性已有较充分的思想准备,但到着手翻译之时,仍然感觉到翻译工作的困难远甚于之前所想。

其一,全书各章所涉及领域的跨度之大超乎想象:全书几乎遍及金融经济学的各个领域,对翻译人员相应的专业素养要求极高,而译者组织参与翻译的人员以博士研究生为主,各人所专长的研究方向无法完全覆盖手册中涉及的所有领域,这为手册中一些章节的翻译带来较大难度。

其二,每章内容所涉及的文献内容跨度之大超乎想象:与一般著作不同,本手册的每一章都是综述性的,涉及的文献数以百计,而且往往前后相差几十年。更困难的是书中的每一段,甚至每一句都具有相对独立性,难以从前后文直接进行推断。所以,有时为了书中一句话,我们必须去查阅一篇长达数十页的文献,而有些文献国内找不到原文,还得向国外同行请求帮助。

其三,本书的作者之多超乎想象:本书的作者超过 50 位,每一位作者都是知名的专家,他们的英语写作风格各有所好。还有一些章节的作者来自非英语国家,他们在英语写作中运用的语法和句式较晦涩,为译者深入理解文意带来较大的困难,而要理解后再用中文表述出来,其难度更是可想而知。

其四,中文对应词汇之缺乏超乎想象:尽管国内有关金融市场的研究在这几年已有很大的发展,但在翻译过程中我们发现,一些专业术语国内仍然没有相应的贴切、统一的词汇。有些领域的专业术语,国内虽然已有较多研究,但翻译过来的词汇各种各样,缺乏统一性。而手册中涉及的一些国内研究较少的领域的专业术语,则几乎没有对应的词语,我们只能靠查阅大量国内相关文献来寻找较贴切的词汇。

针对上述困难,我们在人员配备、翻译流程和校译工作上进行了精心安排。上海交通大学金融工程研究中心 2001 年至 2004 年期间几乎全部的研究人员、博士后、博士生、硕士生都先后参与了此书的翻译工作。翻译过程中,基本上安排具有相近研究方向的人员翻译相应章节,第一次翻译完成后,又进行交叉校译,历经一校、二校、三校和统校流程,并专门将手册中涉及数学推导的部分请具备数学专业硕士或博士教育背景的教师参与审校。由于经过多次校对,我们已很难确定对应章节的翻译人员,这里列出除本书译者之外的所有参与翻译的人员名单(按姓氏拼音排序):曹敏、陈湘鹏、代鹏举、顾勇、郭磊、胡戈游、花俊洲、李蕴伟、刘景辉、罗大维、马春林、穆启国、倪苏云、攀登、秦学志、宋军、汪东、王承炜、王柱、肖辉、熊阳武、徐海涛、许睿、杨春鹏、杨冬梅、姚怡、应益荣、于栋华、章晓霞、赵凡繁、周苗苗、周胜军、朱宝军、朱云、朱战宇、邹炎。

本书的翻译得以顺利完成,特别要感谢上海交通大学金融工程研究中心主任吴冲锋教授。参与翻译的人员,包括译者都是他的学生,作为这套丛书的主编之一,从开始组织人员翻译,到中间的校译过程,再到最后的统校工作,他都提供了全方位的便利条件和悉心指导,甚至还亲自参与了其中一些章节的最后统校工作。此外,还要感谢丛书的另一主编陈工孟教授,他亲自挑选了这本书,而且自始至终都对本书的翻译工作给予了积极支持和鼓励。感谢上海世纪出版集团的刘林心编辑和李娜编辑,他们的细致、耐心和高度的责任心一直贯穿本书编辑出版的整个过程。

由于译者水平有限,尽管努力减少书中的错译之处,但差错仍在所难免,还希望读者在阅读过程中能及时指出,以便我们将来通过各种可行方式纠正错误,使今后的读者能更好地理解本书。对本书翻译有任何意见和建议,请发送电子邮件至 wfwu@sjtu.edu.cn。

吴文锋 仲黎明 冯芸

2005 年 3 月 31 日

前言

本书可作为金融经济学和金融建模专业学生、教师及相关从业人员的主要参考书。本书从基本原理谈起,介绍了当前研究现状和该领域重要的研究论著,尤其适合硕士生和博士生讨论研读。此书旨在成为一本综述当前金融经济学理论的各个方面以及它们在重要金融问题上应用的大纲。全书共 33 章,主要分为资本市场和公司金融学两大部分,均由相应领域的著名专家撰写。本书中的章节体裁为导读性的综述,处理方式各异,有详细论述相应领域内的重要结论,有简要概述相应领域,也有仅粗略介绍有关重要结论,以指出未来研究可能的突破方向。

在过去的 30 年中,金融经济学发展十分迅速。尽管这本书是运筹学和管理科学系列中的一卷,但其内容涵盖了金融经济学主流理论和实证分析的绝大部分内容。值得注意的是,诺贝尔金融经济学奖的三位获得者,Markowitz 教授、Miller 教授、Sharpe 教授,都具有良好的运筹学和管理科学背景,并将其有关知识和技术贯穿于自己的研究工作。他们的一些研究在本书也有所涉及。

尽管此卷长达 1 100 多页^①,对每个主题也都力图阐述透彻,但金融领域中的问题众多纷繁,很难作一个完全详尽的讨论。为此,本书选择作者认为的该领域的关键问题,并着重强调实证工作和实践。希望本书提供的背景资料可以为读者将来进一步研读一些前沿学术期刊、著作和其他的研究资料打下一定的基础。

资本市场

资产组合理论主要分析的是真实世界的分散化现象。Constantinides 和 Malliaris 按照该理论的历史发展撰写了第 1 章,该理论从早期的静态均值一方差数学方法发展到对动态消费和资产组合原则的推广。资本资产定价检验和资产价格分布的统计研究推动了资产组合理论的发展。并且,随着诸如随机微积分等重要科学方法的不断发展,资产组合理论的分析框架走向动态,许多结果都得到推广。最后,他们还介绍了根据交易成本对有关结论的修正。

^① 指英文原著。——译者注

在第2章中,Naik介绍了关于证券市场模型和套利的重要结论。这一章的内容是现代期权定价理论(第8、第9和第11章)中无套利定价原则的基础。Naik研究了有限时期内有限状态的证券市场模型。这样的设定便于数学分析和经济学上的直观解释。在这一章中,Naik首先对无套利的概念进行了界定,并将它限定在没有交易成本或交易限制的无摩擦市场中,然后放松无摩擦的假定,给出在各种形式的市场摩擦下无套利的特征。

在第3章,Hakansson和Ziemba综述了资本增长理论,尤其是最优增长投资策略及其性质、用途和该策略与其他投资及投注模型间的联系。最优增长策略又被称作几何均值模型和Kelly准则,其效用函数是对数形式,同时对数形式的效用函数所确定的投资策略也一定是最优增长投资策略。这一策略有许多令人满意的性质:比如,尽管该策略是短视的,仍可以渐进地使得长期资本增长最大。其他一些性质包括:对于非对数的效用函数,最优增长策略并不能使其期望效用最大,采用该策略的投资者要比一般的投资者更能容忍风险。这要求利用Kelly策略时应在财富的安全和增长之间作出权衡。Hakansson和Ziemba推导出最优资本增长的条件,并将该模型与其他投资策略联系起来,指出它在跨期投资/消费模型中的作用,并评论了该策略的多种应用。

Connor和Korajczyk在第4章中对Ross的多因子套利定价理论(APT)及其推广进行了综述。他们的基本观点是在一个有众多资产的经济体系中,资产收益的线性因子模型意味着个股风险是可分散的,并且证券均衡价格在其因子暴露下也是近似线性的。他们分别讨论了理论结论、计量经济学检验和APT在投资与公司金融问题上的应用等问题。APT模型认为每个证券的随机收益是少数共同因子加上资产特定随机变量的一个线性组合。为区分出风险中的不可分散化和可分散化部分,可以对向量随机过程进行分解。采用足够分散化的资产组合近似定价的均衡推导方法,在竞争均衡模型以及假设有无限多资产的模型下,作者详尽考察了APT模型的可检验性问题。

如果市场证券组合(因子资产组合的一个特殊线性组合)是均值一方差有效的,则CAPM成立。CAPM需要市场资产组合收益的观测值,而APT需要因子资产组合或模拟因子资产组合的观测值。由于每一个模型的限制条件各不相同,很难确定哪一个模型更好。但是,在APT与CAPM的比较中,APT可以更好地解释资产收益的横截面特性,可以解释CAPM未能解释的价格异常,并且具有更低的定价误差。文中对APT实证检验的讨论还涉及诸如APT在美国市场和国际市场的一些应用,证券组合业绩评估,资本预算成本和事件研究等问题。

Ferson在第5章按照由浅入深的原则综合考察了与CAPM有关的主要资产定价模型,例如涉及消费和生产的基本模型和ARCH以及GARCH等模型,然后在一个统一框架下用Hansen的广义矩方法回顾了有关模型的实证检验。在条件资产定价模型中,资产的期望收益和风险会随着新信息的到达而随时间

变化,利用广义矩方法可以对该模型进行估计和检验。同时,Ferson回顾了横截面回归方法,他认为模型中限制性信息对未来资产定价的理论和实证将会是一个重大挑战。

在第6章,Stultz利用基于国际资产定价模型的一般框架,回顾了国际资产组合选择理论及对它的实证检验,并讨论了这一理论与国际金融领域的相关性。如果国家间的投资和消费机会集不存在差异,货币的差异对资产组合选择和资产定价将不会产生显著影响。正如前面几章Constantinides和Mallarios及Ferson所讨论的,传统的资产组合选择和资产定价方法不能准确地预测投资者对不同国家资产的持有头寸,尤其是投资者对本国资产具有很强的偏好。不过,这些传统方法有助于解释国家间条件期望收益的横截面变动。Stultz刻画出当投资和消费的机会集合不同时这些模型的预测值变化模式。

在第7章,Carr和Jarrow综述了20年来期权和期货领域的文献。他们在期货价格期限结构的演变基础上,利用第2章的无套利原则,提出广义估价模型,并将现有的结果作为该推广模型的特例,对有关文献进行了研究。他们考虑的是离散时间和二项式形式。最后,文中还讨论了该模型的扩展。

在第8章,Jarrow总结了近期利率期权领域的文献。他用一个离散时间模型举例说明第2章的无套利原则在利率期权定价方面的应用。他将相关文献提及的其他模型作为一个更一般公式的特例。文中分析的这些模型包括Black、Derman和Toy的模型,Hull和White的模型,Ho和Lee的模型以及Health、Jarrow和Morton的模型等。文中对当前现有的诸多模型作了全面的评论。

在第9章中,Marsh将第8章中提出的利率期权和第1章中的均衡定价方法应用于固定收益证券的定价。文章首先回顾了定价模型,随之将其用于无违约债券估值。在文中,作者还讨论了校正问题、估计问题和随机过程方面的问题。

股指期货和程序化交易是20世纪80年代金融市场最重要的创新之一。在第10章中,Canina和Figlewski综述了指数套利这个有一定争议领域的相关文献。他们首先说明指数期货的运作机制,并阐述了如何根据“持有成本”进行均衡定价,以及指数套利如何强化理论上定价关系。指数套利在理论上是无风险的,但在实践中会受到交易成本、执行风险、资本约束和卖空限制以及期货到期前提前获利平仓交易等方面的影响。在文中的结论部分,他们讨论了指数期货和套利对股市波动性的影响。

Torous在第11章中利用第2章的无套利定价原则研究了抵押贷款证券估值。该章首先对不同形式的抵押物进行了分类,随后讨论了抵押过手证券和抵押担保责任的不同形式。在对这些索取权进行估值中,分析的难点在于提前偿付风险。文中给出了提前偿付模型的大体分类,并举例说明抵押贷款证券的估值。

在对证券定价的理解上,市场微观结构理论有别于第1章的资产组合理

论。Easley 和 O'Hara 在第 12 章回顾了这一领域内的相关文献。市场微观结构理论研究价格形成过程中交易规则与信息 and 投资者交易偏好之间的相互作用。这一章从理性预期范式着手,回顾了相关文献,包括对 Kyle 模型的研究,对 Easley 和 O'Hara 模型的讨论,以及对其他模型的分析。

第 13 章中,DeBondt 和 Thaler 有选择地回顾了行为金融领域的近期成果。他们观察到在经济学诸多分支中,金融经济学考虑人的行为性最少,在金融经济学标准范式中只考虑人们应当如何做,而没有考虑人们实际如何去做。本书中许多金融经济领域的综述都假定投资者在理性模型下毫无错误地使其行动最优。本书也有一些章节,尤其是第 16—18 章,就沿用了 DeBondt 和 Thaler 讨论的思路,考虑行为的特点、非最优行为和各种各样的不完美性。作者一开始讨论了诸如过度自信、非贝叶斯预测、损失厌恶、描述方式、心理账户、时尚与狂热、后悔、责任心和审慎等原则,其后从整体考虑了投资者心理和市场价格,讨论交易量、反向投资策略、投资者情绪、封闭式基金的折价和溢价、股票溢价之谜、股利政策、盈余管理和企业扩张与衰落。这些都表明现存的许多理论在解释市场行为中都存在问题。这一章最后指出了改进这些理论的可能途径。

在第 14 章中,LeRoy 和 Steigerwald 利用蒙特卡罗方法,对股价的现值模型与股价中包含白噪声成分的备择模型两者的波动性和收益检验的功效进行了比较。模型中假设股价股利比率和收益率的方差为常数,股利服从随机游走模型。在假定满足这些假设的蒙特卡罗仿真中,他们发现,不依赖于模型的波动性检验比基准收益检验具有更强的功效,而且在股利服从几何随机游走假设下构造的基于模型的波动性检验的功效更是远远高于基准收益检验的功效。由于事后理性价格股利率、实际价格股利率和收益率是高度相关的,这样,样本的低可变性导致了上述结论。波动性检验在蒙特卡罗仿真实验结果中表现出较大的优势,这反映出波动性检验需要比收益检验更严格的假设。

对于长期投资者来说,资产配置选择是最重要的投资决策。在第 15 章中,Mulvey 和 Ziemba 描述了对该问题进行建模的一组实务技术手段。他们首先讨论了静态的 Markowitz 均值一方差模型,并指出更接近现实的问题可以通过多阶段随机规划模型来处理。当不确定性随时间变化时,统一考虑资产、负债以及投资目标具有一定的优势,该章利用离散概率讨论了这些优势。在最优分散化策略中,作者强调了在全球范围内投资的作用。他们还回顾了针对养老金计划、保险公司、个人投资者的不同资产负债管理模型系统的实际应用。

在第 16 章中,Kleidon 研究了股市崩溃。他集中研究短期内投资者财富大幅下降是否与个人理性行为一致这一问题。在他所研究的实验室证券市场环境中,投资者没有完全汇总私有信息,从而也就未产生充分揭示信息的价格。实验室结果表明,当缺少其他交易者信念或偏好的公共信息以及缺少市场经验时,就有可能发生股市崩溃。这些结果与信息汇总的经济理论是一致的。其后,Kleidon 检验了 1987 年 10 月股市崩溃的其他解释,包括理性预期框架内的

基本面新**内部**信息模型。该模型认为,即使没有新的可辨识外部信息,已经众所周知的信息也会产生股市崩溃。基本面**外部**信息的变化可以解释诸如1989年10月的股市崩溃。不过,为与理性经济人模型一致,需要利用通过交易过程揭示出来的基本面内部信息的变化来解释1929年和1987年的股市崩溃。这一章还包括对股市崩溃各种反应的讨论,诸如布雷迪委员会建议设立统一管理股市、期市和债市的监管机构,统一保证金要求和市场断路规则,以及阳光交易,证券交易费用和货币当局对股市崩溃的反应。

在第17章中,Hawawini和Keim考察了美国 and 全世界范围内股票市场中股价可预测性方面的实证研究。大量研究结果显示,收益的横截面和时间序列中存在不能被资产定价模型(在第4、5章所讨论的那些模型)所预测的模式。作者认为市场无效性检验是特定的均衡模型和可能的市场无效两者的联合检验。他们着重研究具体的证据。这其中包括在收益与基本面变量(规模、收益价格比、市值账面价值比)之间关系的横截面可预测性。他们也记录了收益时间序列中收益自相关和季节性收益模式(例如,一月份年末转折、月末转折、假日和日周效应等异常收益分布)。

对体育赌博和彩票赌博中的市场有效性和赌博者的理性的检验得到了很好的研究。现实中,存在大量的这方面价格和基本面数据,利用这些数据进行相应的技术分析方法和基本面分析体系也不胜枚举。当确定其最终资产价值(或许为零)后,每次赌博都有一个特定的终止点。在大部分证券市场中,证券的现值依赖于未来事件和对未来价值的预期,而彩票赌博在投资者理性检验方面具有优势。在这些赌博市场中,预期收益是负的,投资者会寻求可获利的分析方法。许多环境中都存在这样的技术方法,例如在二十一点计算牌点,在赌马中将简单市场中赔率方面的信息应用于复杂市场中,还有彩票赌博中在不受欢迎的数字上投注。在第18章中,Hausch和Ziemba综述了这类文献。他们首先介绍了美国的赌博业状况,随后集中研究赛马在多个市场中(具体包括赌第一名、赌前两名、赌前三名、奇异赌和交叉赌等)的有效性。他们还讨论了如何利用Hakansson和Ziemba在第3章讨论的资本增长理论来研究市场的效率。最后,他们讨论了足球(橄榄球)赌博、篮球赌博和彩票赌博,并得出有关结论。

机构投资者管理的股票组合价值上亿美元。他们与个人投资者共同构成市场。在第19章,Grinblatt和Titman研究了基金经理的绩效评价,并试图发展出可以评价基金经理经济价值的理论。该章的基本前提是平均收益与风险正相关,文中所提出的绩效评价指标已经对收益作了风险调整。Grinblatt和Titman将“消极买入并持有”策略获得的收益作为基准收益,比较了相同风险水平下积极管理获得的收益与基准收益的差别。他们考察了两类评价指标,一类指标需要待评组合收益的观测数据和一个或多个基准组合与无风险资产收益的观测数据;另一类指标只需要待评价组合的构成信息,而不需要任何基准组

合的信息。他们对这两类指标都要求强平稳性假设,而且第一类指标中还有一些需要正态分布假设。他们着重阐述了 Roll 对消极组合基准和联合检验问题的批评。第一类评价指标包括 Treynor 比率、Jensen 的 α 值以及 Treynor-Black 估价比率。第二类评价指标包括 Copeland 和 Mayers 采用的事件研究评价方法来研究价值线排序,还包括 Grinblatt 和 Titman 提出的评价方法。他们指出,没有证据表明共同基金有选择市场时机的能力,但是有一些基金通过选择股票获得了超常收益。

第 1 章的证券定价理论要求竞争性市场假设。在第 20 章,Cherian 和 Jar-row 研究放宽这一假设的影响。他们将市场操纵定义为凭借自有优势的战略性操纵,并从这个角度研究了放宽竞争性市场假设的影响。这是金融经济理论的崭新领域。这一章中建立了一个一般模型,可以将现存理论作为该模型中的一个特例,作者在此基础上综述了这一领域的文献。

公司金融

第 21—33 章是公司金融理论及对这些理论实证检验的内容。

在第 21 章,Sick 总结了实物期权分析的基本方法。当管理者需要选择启动一个项目的时机,决定是否放弃某个项目,或者对在建项目需要调整其产出水平时,这种灵活性产生了实物期权。许多金融期权方面的文献都涉及这一思想。不过,对实物期权而言,初期的试行决策更为重要。并且,标的风险也无法容易地从可交易金融资产的价格变化中总结出来,所以在对项目价值进行建模时需要更多的灵活性。建立一种现实可行、易于理解的模型要比期权价值的精确估计更为重要。经典的资本预算方法通常采用资本成本和现值分析,这一章将实物期权分析与这一方法联系在一起,并将资产定价与状态空间定价、鞅定价、消费资产定价联系起来。Sick 还利用实物期权分析提出无风险债券收益的税收调整,并给出用于实物期权定价分析的基本偏微分方程的直观涵义,以及如何利用期货市场估算股利。文中还讨论了两个均值回复模型和可加对数正态扩散模型,以及如何用树状格结构来对期权进行估值。文中的结论部分讨论了实物期权领域的其他研究工作。

不同类型投资者之间、企业和其管理者的契约决定了企业股东和管理者间的动机,进而会影响企业行为。金融经济学家对这些契约已经做了大量的研究。

传统分析企业契约安排的方法通常假定存在一个可以被公众观察到的契约安排(例如债务和股权),从而可以跟踪研究改变这些工具水平的动机的影响。这种方法的优势在于它可以建立易于处理的模型。不过,在这些模型中契约的形式是外生给定的,模型中并没有讨论企业是否按照最优化的原则选择这些契约。

分析企业契约安排的另一种思路是把最优的财务契约作为企业不同代理人之间利害冲突的反应,直接推导出最优契约。Allen 和 Winton 在第 22 章的考察就采用了这种思路。

企业内部最重要的一个利害冲突就是企业内部人(所有者和管理者)与潜在的新入投资者之间的冲突。在许多情况下,企业内部人要比潜在的投资者更容易获得企业的有关信息。而投资者只能试图从企业的证券发行决策中推断内部人的信息。Myers 和 Majluf(1984)指出,投资者对这种信息不对称的反应会导致内部人偏离可以使企业价值最大化的投资决策。

企业在经营中会作出股利分配、投资项目启动时机安排等财务决策。近期几篇公司金融领域的重要文献推广了 Myers 和 Majluf 的观点,认为企业的这些主要财务决策是包含有关信息的信号,可以缓解 Myers 和 Majluf 提到的问题。不过,有关文献指出,用这种方法与投资者进行沟通会扭曲企业最优财务和投资决策,企业将为此付出高昂代价。

这些财务决策的信号传递作用通常被看作是孤立的。由此,文献中所考虑的财务信号是否会导致同等程度的政策扭曲,如果扭曲程度不同,成本应如何比较,这些并不清楚。在第 23 章, Daniel 和 Titman 给出了一个统一框架,用来分析大量文献中提及的各类信号。他们指出这些信号很多都会产生类似于烧钱那样的昂贵成本,他们进一步表明信息不对称的本质特性如何影响不同信号的浪费成本。

最近 30 年,大量的金融经济学文献研究了税制对企业证券发行选择的影响。企业从不同证券获得的收入进行税收处理时存在系统性差异,这表明税收可能是影响企业融资选择的重要决定因素。不过,由于不同投资者的有效边际所得税率是不同的,充分理解税收如何影响融资决策需要考虑整个税收体系。

在第 24 章, Swoboda 和 Zechner 给出主要发达国家税收体系下资本结构均衡的一个分析框架。这一框架清楚地表明税收体系的优良特性(例如破产中税收缴付的优先权、本金和利息偿还的优先权)会影响企业最优融资决策。他们还指明如何将单个国家税收模型扩展到多国的融资选择分析。

股利决策是公司财务决策中可见的决策之一,有关学者对它进行了大量的研究,在刻画美国企业股利政策特性方面取得诸多进展。

在第 25 章, Allen 和 Michaely 指出,在具体研究中,大多数股利政策模型都是基于企业和投资者最优化行为。研究者在利用这类模型解释实践中的股利政策遇到超乎想象的困难。例如,股票回购具有税收方面的优势,但企业仍然会选择支付股利的分配方式。这一事实困扰了许多金融经济学家(Black, 1976),很多学者都试图对其进行解释。

Miller 和 Modigliani(1961)的研究给出了企业股利政策不影响企业价值的假设条件。Allen 和 Michaely 首先综述与这些假设条件有关的文献,将 M&M 模型作为基准,评价了后来许多试图从价值最大化角度证明股利政策模型的各

类假设。他们得出结论认为,有关理论文献已经识别出几种潜在的不完美(税收、信息不对称、制度约束、交易成本和不完全契约)会导致企业为使其价值最大化将采用特定的股利政策。不过,他们同时指出,金融经济学家并没有将这些理论上的结论转化成特定的政策建议。

在第26章,Hirshleifer研究了并购中的战略和信息问题。他没有考虑并购是否具有正、负或者中性的经济价值,只集中研究并购方面的相关决策。并购各方之间存在许多利害冲突和信息差异:并购方的股东可能只会希望得到一个相对于目标企业内在价值的不太高的并购价格,并购方管理者会希望通过并购扩大自己的权势;而目标企业股东会希望得到一个可以完全反映并购带来的收益的并购价格,目标企业管理者为获得私人利益会希望保持对企业的控制权;并购方的潜在竞争者必须决定是否提出自己的并购要约。在某些情况下,少数股东的决策是关键性的。Hirshleifer刻画出并购过程不同模型间的联系,并指明研究的主流方向。Hirshleifer集中研究了要约收购模型(要约中,股东可以考虑是否出让其股份)、多个要约方间竞争的模型以及拥有股权的目标企业管理者的投票权模型。他在研究中还考虑了信息不对称、要约修正、管制、支付方式以及股权集中度的影响。

公司金融主要关注财务和资本预算政策对外生给定项目的价值和选择的影响,而很少注意企业的产品市场环境。这样,人们对企业的财务契约结构如何影响与对手企业竞争以及与顾客签约的能力了解很少。近来,有关文献已经给出财务结构在企业产品市场中影响企业价值的几种途径。

在第27章,Maksimovic评述了试图刻画企业产品市场战略与其融资决策间内在联系的研究成果。文中所考虑的几点内在联系如下:企业财务结构与投资动机之间具有密切关系,行业中其他企业的投资选择会对这一关系产生影响;企业在与竞争者或者顾客签约时具有获得有利合约的能力,债务会对企业的这一能力产生影响;财务杠杆比率会影响企业投资动机和寡头垄断行业中的均衡;企业为投资项目进行外部融资时会产生有关各方的利益冲突,企业的竞争对手会充分利用这些冲突。

对财务—产品市场相互关系进行实证检验的研究刚刚起步,本章对这类模型也进行了评述。不可否认,研究中存在许多困难:首先,两个市场间的关系远比通常金融模型中所提及的范围更加广泛;其次,产品市场数据很难获得;最后,模型的预测通常依赖于特定的参数值。尽管如此,这方面的研究已经取得一定的进展。

公司金融文献中的一个重要问题是如何有效重组不能偿债的企业和如何有效配置不能继续生产的企业的资产。在美国,1978年破产法案提供了解决对企业拥有受损索取权的法律框架。在第28章中,Senbet和Seward讨论了该法案主要条款的经济含义和企业利害关系人在企业处于财务困境中时的动机。

Senbet和Seward指出,金融经济学家在分析财务困境和破产中已经获得

重大进展。其中的一个主要成果就是识别出企业不能适应市场需求所导致的经济萧条与企业很难履行偿债义务导致的财务困境之间的差异。这一区分非常重要,这是因为解决这两种问题的方法是不同的:在前一种情况中,企业应进行经营整顿,而在后一种情况中应对企业进行债务重组。一旦理解了这一区别,就可以区分出财务困境的直接成本和间接成本,并可以评估有关研究为度量这两种成本所作的努力。Senbet 和 Seward 还综述了财务困境和动机方面的文献。财务困境经常改变企业利害关系人(所有者、管理者、雇员、顾客和其他与企业业绩息息相关的人)的动机。一旦进入破产程序,利害关系人讨价还价的能力就会发生变化。这些变化会影响财务困境的有效解决。而从研究角度来看,利害关系人之间的冲突为有关研究提供了一个良好的环境,可以观察代理人、企业内部人与投资者间信息不对称的后果和企业财务结构对企业产品市场行为的影响。在有关章节中,Allen 和 Winton(第 22 章),Daniel 和 Titman(第 23 章),Maksimovic(第 27 章)分别讨论了这些问题。

在公司金融实证领域,主要的实证研究方法是利用金融市场对公司事件的反应来检验有关企业创造价值过程的假设。这个领域的大多数学者都利用这种事件研究方法,但一直没有对这些方法进行统一分析和评价。在第 29 章,Thompson 给出了事件研究的具体步骤,以便为实务工作者提供指导。在事件研究中,研究者首先假定特定事件(如对并购意向的披露)与公司发行的可交易证券价值间的关系,随后试着估计在事件发生前后,该类证券价值的差异。

对条件价值差异的合适估计量通常依赖于所考察的特定事件。Thompson 介绍了一个可以容纳现有实证研究和有关讨论的统一框架,并讨论了解决在实践中遇到几个重要估计问题的特定方法。他还提出了事件研究方法应用中几个概念性问题。特别地,任何方法,如果它把市场对公司事件的反应作为价值的度量,就会受到市场对事件先验预期的影响。正如 Thompson 指出的,这一影响对事件研究方法中可检验的假设可能有隐含结论。

公司金融研究也极其关注首次公开发行(IPO)问题。一般而言,新股似乎总是抑价发行,而且这种抑价幅度具有一定的周期性,而从长期来看,新股的市场表现弱于整体市场;同样令人迷惑的是,当发行的股票股价超过发行价格,最初购买该股票的投资者迅速获得盈利时,该上市公司会为此感到欣喜。有关理论不能完全解释这类现象,这些都激发了许多学者的研究兴趣。

研究者认为这些异常是由于市场中的信息不对称产生的。正如 Allen 和 Winton(第 22 章)、Daniel 和 Titman(第 23 章)所讨论的,这样的不对称会导致有悖常理的动机和公司股票市场表现不佳。由于首次公开发行经常牵涉到高风险的小企业开发未曾试验过的技术,这些问题在新发股票市场尤为严重。这些异常现象可以用逆向选择或者道德风险来解释。Ibbotson 和 Ritter 在文中首先考察了上面提到的三种异常现象,并讨论了现有的主要解释。随后,他们把首次公开发行作为企业生命周期中的一个事件来深入讨论。最后,该章简要