

A Survey of Finance Literature



金融学文献通论

· 微观金融卷 ·

陈雨露 汪昌云 主笔



中国人民大学出版社

A Survey of Finance Literature



F830

128

:2

2006

金融学文献通论

· 微观金融卷 ·

陈雨露 汪昌云 主笔

北方工业大学图书馆



00677110

中国人民大学出版社

A6056/06

图书在版编目(CIP)数据

金融学文献通论·微观金融卷/陈雨露,汪昌云主笔.

北京:中国人民大学出版社,2006

ISBN 7-300-07339-5

I. 金…

II. ①陈…②汪…

III. ①金融学-文集②微观经济学:金融学-文集

IV. F830-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 049582 号

金融学文献通论·微观金融卷

陈雨露 汪昌云 主笔

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242(总编室)

010-62511398(质管部)

010-82501766(邮购部)

010-62514148(门市部)

010-62515195(发行公司)

010-62515275(盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北涿州星河印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2006 年 11 月第 1 版

印 张 69 插页 2

印 次 2006 年 11 月第 1 次印刷

字 数 1 194 000

定 价 110.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

序

经济学家们在很早之前就已经认识到货币理论和信贷市场对经济活动的作用,但大多不屑以定量的方法对其进行更深入的剖析。这样,20 世纪 50 年代以前的金融理论主要局限于分析货币和信贷的功能,将其定位为经济学中的一个分支。这时的金融理论基本上是抽象的和直觉性的,主要是对金融实践的总结和金融政策的解释。

20 世纪 50 年代金融学研究发生了重大变化。金融学的研究重点开始由传统的货币和银行问题转向金融市场,研究方法开始转向以规范的数理和计量模型为主。研究方法的转变从 20 世纪 50 年代美国主要金融学术期刊——美国金融学会会刊《金融杂志》——的学术论文类型变化中可以窥见一斑。翻阅 50 年代初期的《金融杂志》,很难找出有几篇数学符号的文章,到了 60 年代初运用简单数学模型的学术论文已经十分常见。20 世纪 50 年代是传统金融和现代金融的分水岭,标志性事件是哈里·马科维茨(Harry M. Markowitz)于 1952 年提出的现代证券组合理论,这个理论揭示风险也是最优证券组合选择的一个重要标准。之后,弗兰科·莫迪利安尼(Franco Modigliani)和默顿·米勒(Merton Miller)于 1958 年发表了苹果派理论或资本结构无关论(简称 M&M 理论)。由于在各自领域的开拓性贡献,莫迪

利安尼、米勒和马科维茨分别于 1985 年和 1990 年获得了诺贝尔经济学奖的殊荣。

早期的经济学家们除了分析和研究信贷市场外,对股票和期货等金融市场也有过关注,不过他们大都对金融市场研究缺乏兴趣。这与当时的证券市场投机气氛有关。经济学家们不认为股票市场是正规的市场,而将其视为赌场的同义词,股票价格只不过是投资者的资本利得预期和反向资本利得预期作用的结果。约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)在其 1936 年发表的巨著《就业、利息和货币通论》中就将股票市场比作 20 世纪 30 年代在英国流行的选美比赛(beauty contest),其含义就是股票没有真实价值可言,因此,经济学家不屑为股票定价问题伤神。^①

尽管如此,也不是没有人冒天下之大不韪来模拟股票价格。最早采用现代方法对股票价格行为进行理论研究的是法国数学博士路易·巴舍利耶(Louis Bachelier)。他 1900 年完成的博士论文《投机的理论》到 50 年代中期才无意中被一芝加哥大学教授发现,并将其翻译成英文出版。该译著对保罗·安·萨缪尔森(Paul A. Samuelson)后来研究股票价格行为和有效市场理论产生了很大影响。1938 年约翰·威廉姆斯(John Williams)发表了《投资的价值理论》一书,正式对传统经济学家关于金融市场的思维进行挑战。他的股利折现模型至今依然是西方投资学和公司财务学教材中不可或缺的股票定价模型。

现代金融理论研究的黄金时期是 20 世纪的六七十年代。马科维茨的证券组合理论遭遇到超出计算能力而丧失其实际操作性的困境。威廉·夏普(William F. Sharpe)、约翰·林特纳(John Lintner)和简·莫辛(Jan Mossin)在独立研究的基础上相继在 1964 年和 1965 年成功解决了这一问题,并首次提出数理逻辑严谨但浅显易懂的资产定价模型(S-L-M CAPM)。夏普也因此获得 1990 年诺贝尔经济学奖。1976 年,斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)从与 CAPM 的风险与收益权衡完全不同的全新角度提出套利定价理论。套利定价理论的最大特点是无须资产收益分布、投资者偏好、市场摩擦等资产定价模型所做的关键假设,而是利用“没有免费午餐”这一简单道理就可以确定一风险资产的价格。20 世纪 70 年代

^① 如果你选择的美女是所有参赛人当中最被认为是美女(投票最多)的,你就是这场选美比赛的赢家。要注意的是,成为赢家并不是因为你的鉴赏能力特别优异而选出了真正的美女,也非因为你选择的美女是到目前为止大多数人都认为是最好的。要成为最后的赢家必须能够准确地预计到所有参赛者的平均预期将处在什么水平。

初期,费雪·布莱克(Fisher Black)、迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)和罗伯特·默顿(Robert Merton)发表的期权定价模型(B-S-M options pricing model)也是利用类似的套利定价原理。如果要举一例有关超前金融实践并引导金融实践的经济理论,人们首先会想到的就是 B-S-M 期权定价模型。毫不夸张地说,期权定价理论创造和繁荣了当今占金融产品交易量中最大份额以及金融风险管理必要工具之一的金融衍生品市场。判定 20 世纪六七十年代是金融研究的黄金时期还因为尤金·法玛(Eugene Fama)在 1965 年正式提出了有效市场理论(EMH)。有效市场理论催生和推动了金融计量分析方法。60 年代以来西方金融学术界的研究成果中四分之三以上与有效市场理论有关。有效市场理论对金融理论和金融市场的影响可见一斑。

西方金融学研究涵盖三大主要领域:资产定价,公司财务,以及金融市场、金融中介和金融监管。资产定价重点研究金融市场中资产包括金融衍生品价格的形成过程和机制。它是投资、风险管理等学科的理论基础。市场微观结构是相对新的学科。市场微观结构主要关心的是,金融市场参与者如何收集和处理信息,以及信息如何通过交易而反映在资产价格中。因此,市场微观结构与资产定价密切相关。公司财务有时被译成公司金融。公司财务研究资金筹集、资本预算、资本结构、税收、红利政策、公司并购和公司治理等问题。由此可见,公司财务研究范围与目前国内的财务管理的范围不同。目前国内的财务管理隶属于会计学的领地,偏重财务分析和财务控制,而公司财务是西方金融学的核心领域之一。金融市场、金融中介和金融监管的研究包括市场利率及利率机制,商业银行、投资银行、保险公司等金融中介问题,以及金融机构和金融市场的监管。

我国学术界对金融学的定义和研究领域的界定尚有争议。目前的金融研究尚集中在宏观金融问题,包括货币银行学和国际金融两大领域,而上述的西方金融所覆盖的研究领域被称为微观金融,这主要与我国的传统经济体制和脆弱的金融市场体系有关。金融市场在资源配置与风险转移方面正在发挥越来越重要的作用。可以预见,我国金融学研究领域的界定与国际接轨是一个长期的趋势。但在接轨的过程中,宏观金融和微观金融问题的研究都对中国经济的发展至关重要。

撇开金融学研究范围的界定不说,中国金融学的研究亟须上一新台阶。西方金融学和货币经济学的研究早已实现理论系统化、数学化和计量化。

概括地说,现代金融研究的方法只有两种:一是以数学语言和数理逻辑的方式演绎金融思想;二是运用计量方法以大规模的数据表述新的金融观。当然,追求数学化和计量化本身不是目的。研究方法科学与否要看其是不是与金融研究的目的服务。一项金融研究之所以成为研究,一般呈现以下特征:

第一,承续性。一项研究必须建立在前人相关研究的基础上。西方金融或经济学的研究之所以能够发展到当今的水平,承续性是其中的关键。

第二,创新性。任何一项研究必须在相关领域有某种程度的创新。创新与承续是相互关联的。承续性是创新性的必要条件,没有创新的研究是社会资源的浪费。

第三,成果的通用性和可比性。金融学作为一门科学,其研究成果应该广泛地适用于所有金融市场。当然,不同的经济体由于其自身所处发展阶段不同,发展的环境有异,金融市场有其特殊性。但这也不能成为抹杀金融研究成果通用性和可比性的理由。

我们这一代金融学家肩负着推动和繁荣新世纪中国金融学研究的沉重责任和历史使命。有比较才有进步,有意识就有行动。“金融学文献通论”系列丛书就是本着推动中国金融学研究为宗旨而迈出的新的一步。“金融学文献通论”丛书按宏观和微观两大领域系统介绍和评述了自20世纪上半期以来西方金融学、货币银行和国际金融方面最权威、最具代表性的原创论文。

全套丛书分三卷。第一卷介绍和评述现代金融和货币经济领域中最权威的原创论文,其中含宏观金融部分论文22篇,微观金融部分21篇。第二卷综述现代资产定价、公司财务、金融衍生工具和行为金融等微观金融领域各主要理论的起源、发展以及现阶段的热点问题。第三卷纵向综述货币银行及国际金融等宏观金融研究领域各核心理论研究的来龙去脉、发展历程、当今所处阶段,并把脉未来研究发展方向。

本套丛书适合用于高等院校经济学或金融学专业博士生、硕士生和二年级本科生的教材或辅助教材。对金融学、经济学研究有兴趣的学界人士,从事金融和投资实际工作及金融监管工作的精英也将会从阅读本套丛书中受益颇多。

在20世纪中,货币银行学、国际金融及西方金融研究如雨后春笋,涉足面浩如烟海,新的研究方法层出不穷。系统介绍和综述这些领域的原创研究本身是一项十分艰巨和复杂的基础工程。在本套系列丛书问世之际,我们十分感谢教育部“211工程”项目“金融政策与金融管理”的资助。同时,我们也感谢中国人民大学财政金融学院的部分博士生和硕士生,尤其是

第二届中美高级金融硕士实验班的学员在本套丛书撰写过程中付出了艰辛的努力。我们在此一并致谢！最后，本套丛书由于其内容的复杂性和作者的知识局限性，其中难免存在遗漏、观点片面甚至错误之处，希望读者不吝赐教！

陈雨露 汪昌云

前言

《金融学文献通论·微观金融卷》是由中国人民大学财政金融学院承担的教育部 211 项目“金融政策与金融管理”课题的一项阶段性成果,是《金融学文献通论》三卷系列丛书之第二卷。

本书按领域或专题纵向综述现代金融学研究文献。全书收录文献综述论文共 37 篇,其中资产定价方面的文献综述文章 14 篇,公司财务方面的文献综述文章 12 篇,金融衍生工具与固定收益证券领域文献综述论文 8 篇,以及行为金融学领域论文 3 篇。本书收录的文献综述论文涵盖现代金融学各主要领域研究的重点和热点问题。各综述论文力求按照一定的逻辑顺序梳理和评述各研究专题或分领域的主要学术文献,其目的是为有志向开展现代金融创新性研究的同行们提供一个良好的铺垫。

参加本书撰稿的有(按姓氏笔划):丁冬、马铁英、马雯丽、王大啸、王宗和、王红波、王欣然、邓婷、江智慧、汪昌云、汪勇祥、张帅、张晓兰、张倩、杜蕴、杨丰、陆丽红、郑志刚、胡博、高士成、周爱民、钱兆臻、耿琳、常旭鹏、曾路樱和谢舰。

文献综述对理解现代金融学的基本理论和方法,跟踪学术前沿,从而推动中国金融学的研究至关重要。但是,西方现代金融学研究浩如烟海,准确

把握金融学研究的历史脉搏、研究的现状及其前沿问题是一项极具挑战性的工作。本书中的文献综述成果是在我们认识到对相关领域研究的理解存在局限性的前提下所做的一种尝试,因此,遗漏和错误之处在所难免。我们虚心接受同行专家和诸位读者的指正。

陈雨露 汪昌云

目 录

PART I 资产定价

资产定价理论及其发展	3
以消费为基础的资本资产定价理论	45
股票价格决定因素	76
套利定价理论及其实证检验	100
有效市场假说	121
收益动能	161
资产流动性与流动性溢价	178
股权溢价之谜:二十年探索的回顾	210
模拟资产收益波动性	239
共同基金绩效	260
金融市场微观结构	294
成交量与股票预期收益	324
成交量与价格波动性	346

大型投资者与市场流动性	372
-------------------	-----

PART II 公司财务

首发之谜:IPO 折价	397
IPO 长期表现	427
资本结构之谜	465
公司并购及其绩效评价	506
股利之谜	537
公司治理	560
股权结构	596
代理理论	628
小股东权益	667
媒体与公司治理	688
私有化理论	700
公司对冲交易与风险管理	733

PART III 金融衍生品与固定收益证券

持有成本理论	763
延期交割费理论	796
对冲压力与期货定价	822
远期折价之谜	853
期权定价理论	896
波动性微笑	923
衍生品市场与标的物价格波动性	946
利率期限结构理论	976

PART IV 行为金融

行为金融学及其发展	1005
封闭式基金之谜	1050
行为公司财务	1073

PART I

资产定价

微观

上卷

资产定价理论及其发展

内容摘要:资产定价是现代金融学的核心研究领域之一。资产定价研究的发展沿革在相当程度上标志着金融经济学的进步。本文结合学术界对“股权溢价之谜”(“Equity Premium Puzzle”, 详见 Mehra 和 Prescott, 1985) 的探索, 从该研究思路中整理出资产定价理论发展的一个脉络, 并以此为基础进行了梳理。我们也综述了资产价格与宏观经济波动之间的关系以及发展经济中的资产定价问题的相关研究。

一、引言

资产定价与公司财务、金融市场与机构一道构成了现代金融学的三大核心研究领域, 因此, 要从根本上理清现代金融学的发展脉络、把握现代金融学发展的前沿课题, 就必须对资产定价理论的发展沿革有比较透彻的把握。通俗地讲, 资产定价理论就是研究如何对资产, 特别是证券资产进行估价的理论, 很显然, 如果缺乏对资产定价理论的理解, 我们很难对公司财务、投资学乃至微观银行学中的更高层次的内容有比较清晰的认识。事实上,

对于资产定价这一领域,已有很多精彩的综述性文献,比如 Jensen (1972), Fama (1991), Campbell (2000), Cochrane (2001), Grauer (2001), Damson 和 Mussavian (2001) 等等,其中, Campbell (2000) 以随机贴现因子为论述的核心,探讨了资产定价中的风险与收益问题,而 Fama (1991) 则以有效市场假说为讨论的基调,围绕这一基调对资产定价理论进行了精彩的回顾。因此,为了显示出本综述的特点,我们重新安排了综述的思路,本文结合学术界对“股权溢价之谜”(“Equity Premium Puzzle”, 详见 Mehra 和 Prescott, 1985) 的探索,从该研究思路中整理出资产定价理论发展的一个脉络,并以此为基础展开论述。

运用微观经济学的语言表述,资产定价理论就是旨在研究和决定具有不确定未来收益的索偿权(claims)的价值或价格的经济学理论。从研究方法看,资产定价理论既属规范经济学范畴,又含实证经济学的内容。它属于规范经济学范畴是因为它力图回答金融索偿权的价值或价格应该是多少。这一问题的答案对企业或个人的金融决策有重要的意义。同时,我们也可实证性地利用资产定价理论来理解和解释某一风险资产的历史价格或收益水平。如果该资产的价格偏离理论的预测,那么就为利用资产定价理论提供了两种可能:一是为精明的投资者提供有利可图的投资机会;二是理论与实际脱节而需要修正理论。其中前者为机构投资者或职业投资人提供广阔的运作空间。

对资产定价问题的规范性研究起源于十八世纪,可追溯至 Bernoulli 于 1738 年发表的拉丁论文,距今已有近 300 年。^① 不过对资产定价问题的描述性研究很早就开始了,具体时间无从考证。Bernoulli 提出的边际效应递减概念为后来经济学家发展风险决策理论有一定的作用。资产定价理论发展的黄金时期在二十世纪的六七十年代。这个时期具有标志性的研究成果包括夏普(Sharpe)的资本资产定价模型(CAPM),布莱克和斯科尔斯(Black and Scholes)的期权定价理论。正如达菲(Duffie)所言:“从 1969 到 1979 年的十年间是动态资产定价理论的黄金时期……”(Duffie, 1992)。尽管 20 世纪 80 年代之后资产定价理论缺乏突破性创新,然而,正如 Campbell (2000) 指出的,从 1979 年到 1999 年的二十年间,金融经济学家的研究已经大大推进了人们对随机贴现因子这个资产定价之核心的理解,他们已经在很大程度上一般化了随机贴现因子存在的条件,从而拓展了实证研究的范

① 很可惜的是该论文到 50 年代才被翻译成英文,所以它对决策经济学发展的作用有限。

畴。因为随机贴现因子存在性约束条件的弱化,现实经济中的金融数据得以更自由地被研究人员用来检验并推进已有的理论。尽管在这个时代我们尚缺乏对随机贴现因子的经济决定因素的深刻理解,然而,已有的成果仍然值得我们进行一次尝试性的文献整理工作。

与其他所有综述一样,限于作者学识,本文不可避免地会遗漏一些重要的理论研究成果,同时,笔者也可能花费了过多笔墨回顾那些可能并非学术经典的文献,只有时间的流逝以及资产定价理论的深入发展才能最终证实这些文献的学术价值。

出于简化分析以及侧重强调经济学思维方法的考虑,本文尽量避免限于技术性细节的讨论,而主要从更基本的乃至经济学直觉的层面探讨理论研究的价值以及实证结果的核心启发意义所在。本文写作思路如下:首先,我们在第二部分对理想经济状态下的资产定价理论进行了回顾,这包括CAPM,APT^①。然后,我们对股权溢价难题进行了梳理,笔者同样认为,尽管20世纪70年代之后资产定价理论并无根本性、里程碑式的创新与进展,然而,围绕股权溢价之谜,大量资产定价理论文献纷纷涌现,在一定程度上大大拓宽了我们对风险与收益关系、随机贴现因子的经济性质的认识,同时,由于最近二三十年的研究,经济学者对资产定价与投资者个体偏好模式、宏观经济波动之间内在关系的认识也因此而得以提高,这与早期的研究侧重微观层面的分析形成了鲜明对比。接着,我们探讨了标准资产定价模型的拓展以及这些模型对股权溢价的解释能力,这些拓展包括了几个方面:对投资者偏好设定的拓展,引入交易成本、借贷约束、税收等因素,修正了完全市场^②的这一假定。之所以进行这三个方面的拓展,是因为标准的资本资产定价模型隐含了三个基本假设:投资者具有宏观经济学中常见的标准偏好且偏好一致,存在完全市场且不存在交易成本^③。已有的基于代表性理性经济人假设的模型尚不能完全解释股权溢价之谜,因此,一些学者从行为经济学的角度出发,考虑投资者心理因素对资产定价的影响,我们在理论文献回顾的最后部分总结了这方面的已有研究成果。

在文章的第四部分,我们初步讨论了资产定价与宏观经济波动之间的

① 布莱克-斯科尔斯的期权定价模型以及默顿(Merton)对期权定价模型的一般化属于连续时间金融的范畴,这里只是简单提及,有兴趣的读者可以参阅 Sundaresan(2000)的精彩、全面的综述。

② 所谓“完全市场”,我们指的是市场存在 Arrow-Debreu 式的相机证券,因此,投资者借助于证券市场可以在当期预先完全对冲未来的风险。

③ 我们可以将借贷约束看做一种广义的交易成本。