

2000年第67期(总第199期) 新兴股票市场的独特之处

新兴股票市场的独特之处

在GOOGLE搜索此内容

2000-8-28 阅读4788次

在NBER-CCER的第三届年会上,来自哈佛大学的Randall Morck教授做了题为《新兴股票市场的独特之处》的报告,分析了新兴市场股价同涨落的原因,下面是他的报告的简介。

在公司融资理论中,股票市场被看作是一种信息处理器,股票回报率既反映市场信息,又反映企业信息。在高收入国家,各个股票价格的走向往往同步性弱,但是,在新兴市场中,股票价格却往往一起上涨,或者一起下降。对此我们有几种解释,第一种解释我们称之为“结构原因”,认为新兴市场有着更多变化多端的基础性因素(结构因素),例如政策的不确定性以及其他引起股价一起变化的事件,第二种解释称为“制度原因”,与股票市场的结构相关,这些因素引起股价一起涨落,即使基础因素在各个企业或各个国家并不相同,我们从实证检验,发现第二种解释更为合理。

比较不同市场1995年的前26个星期在一个星期内的股价一起涨落的股票的比例,我们发现,在中国这一比例超过80%,马来西亚,波兰等国家也十分相似,而美国、丹麦、伊朗这一比例却未曾超过57%。由于丹麦、伊朗的证券数比中国、马来西亚还小,因此我们不能把这种巨大差异归因于市场规模的不同。从美国1926—1995年月度数据来看,把那些保持股价保持稳定的股票剔除,我们发现在早期,一起运动的股票的比例也很高(大于60%),但这一比例呈下降趋势。

除了用一段时期内股价同涨落的股票比例来衡量股价同向运动的程度之外,我们也可以利用公司融资中的方法——资产定价模型,即用企业的股票回报率对市场平均回报率做回归,得到的R²值越高,表明股价同向运动程度越高。结果是R²反映出的趋势与前一指标的结果相同。我们还发现只有4个相对富裕的国家有较高的R²值,除此之外,低收入国家R²值高,而高收入国家R²值低。有最高的R²值的国家分别为波兰、中国、马来西亚、台湾、土耳其,最低的R²值为美国、伊朗、加拿大、英国、澳大利亚。从人均GDP与同涨落的股票比例的图以及人均GDP与R²值的图来看,我们都能看到明显的负相关关系,但是从图中我们也看到低收入国家和高收入国家可以分成两个点集,在点集内,这种负相关关系就不是很明显了。

对于这些现象,我们首先想到的会是发达国家和新兴市场国家的结构因素不同,例如发展中国家往往比较小,但比较集中发展某几个工业。GDP增长率和通货膨胀率变化大,经济不够多样化,大公司少等等。我们通过计量发现这些结构因素的确部分解释了股价的同涨落,但是它们并没有解释股价的同涨落与人均GDP的高度相关性。人均GDP与股价的同涨落仍显著相关。我们试了不同的结构变量以及不同的指标,结果没有大的变化。

但是当我们加入反映对私有产权保护的指标时,我们发现这些指标与股价同步性高度负相关,同时人均GDP的影响变得不显著。因此我们可以说,低收入国家的股价同向程度高是因为对私有产权保护低。对私有产权的保护的指标可以用好政府指标,包括政府腐败、私有财产被没收的风险、合同被政府中止的风险三个指标,也可以用法律和施法有效性指标,两个指标的结论一致。

为何对私人产权保护差会增加股价的同向运动程度呢?对私人产权保护差意味着企业的市值与政治事件紧密相关,甚至只是有关政治事件的谣言都可能会影响企业市值,因此股价的同向运动可能反映了高的政治风险。另一方面,差的私人产权保护也降低了信息风险套利的吸引力。除了风险由于政策的不确定性而增加外,风险投资者的套利所得也没有保障。信息风险套利的减少阻碍了企业信息资本化成股价,同时弱的产权保护会导致“噪声交易”的增加,从而增加了股价的同向性。

反映股价同步性的高的R²值即可能是反映了企业回报率的低变化率,又可能是反映了市场回报率的高变化率,或者两者结合。现实中,我们发现新兴市场R²值高,市场回报率变化也高,发达国家R²值低,市场回报率的变化也低,而且企业回报率的变化也低。这种区别并不和结构因素相关。但单从发达国家的数据看,高的R²值伴随着低的企业回报变化率和高市场回报变化率,而低R²值伴随着高的企业回报率变化。我们认为低的股价同步程度意味着更多的企业信息被资本化成股票价格,而在新兴市场的高的股价同步性,则对应着高比例的噪声交易。

如果我们的理论正确,那么对于IMF的政策建议是:要帮助中国发展金融,光光建立一个股票市场大概作用不大,因为这样的股票市场股价同步性程度很高,并不能传递真实企业信息从而实现有效的资源配置。

相关信息:

没有相关信息

相关评论:

没有相关评论 [点这里发表评论](#)



[发表、查看更多关于该信息的评论](#)



[打印本页](#)

[| 北京大学](#) | [中心概况](#) | [BiMBA](#) | [CENET](#) | [联系方式](#) | [站点导航](#) | [繁体版](#) | [ENGLISH VERSION](#) |

Copyright© 1998-2005 北京大学 中国经济研究中心 版权所有

保留所有权利, 未经允许请勿挪用, 有任何问题与建议请联络: webmaster@ccer.pku.edu.cn

京ICP备05005746