

期货市场品种创新理论研究评述

张建刚 刘中文 康宏

(山东科技大学经济管理学院 青岛 266510)

【摘要】 创新已经成为我国期货市场发展的动力,然而国内外实践经验表明,期货品种创新充满了失败风险,急需系统的理论指导。本文分别从期货品种标的资产选择、期货合约设计以及期货合约评价三个方面进行综述,回顾了国内外相关研究的现状,并剖析了现有研究存在的缺陷,指出了一些研究途径和可行方法。

【关键词】 期货市场 品种创新 合约设计

国内外实践经验表明,期货市场合约品种创新充满了失败风险。世界上第一份金融期货合约——1975年美国推出的联邦政府全国抵押协会存单由于缺乏足够的交易量已经停止了交易。据美国商品期货交易委员会统计,芝加哥期货交易所在1984、1989和1993年推出的41种衍生品合约中,仅有11种衍生品合约的交易时间超过了3年,其余在推出不久便退出市场了。因此,创建一份新的期货合约,不仅充满失败风险,而且费时费力,牵涉面广,社会成本高昂,期货品种创新急需系统的理论指导。本文分别从期货品种标的资产选择、期货合约设计以及期货合约评价三个方面进行综述,并剖析了现有研究存在的缺陷。

一、期货品种标的资产选择

进行期货品种创新,第一项重要工作就是在众多商品中选择可能进行期货交易的品种。为了确定适合期货交易的商品,国外早期研究主要将注意力集中在商品属性上。下面的特征通常被认为是期货商品应具有的属性(Black,1986):

1. 适宜贮藏。期货市场的一个经济功能是分配现货市场的存货。拥有大量存货的持有人可以有两种选择:只要商品在持有期内不腐烂或者不减少,他们既可以把存货现在出售,也可以持有存货等待以后出售。期货市场通过为存货持有者提供回避价格变动风险的保值服务,而成为现货销售业务的一个组成部分。因此,早期期货市场都遵循商品不易腐烂、适宜储藏的原则,进行期货交易的商品主要有谷物、棉花、咖啡、橡胶和金属等。但是,随着时间的推移,适宜储藏的概念在不断拓展。对于金融产品而言,贮藏与保管的问题已经解决。

2. 同质性。期货合约不同于远期合约的明显特征就是交易标的物必须是标准化的商品。如果不能满足这种同质性的条件,交易所将无法对不同的市场参与者进行结算。Hoffman(1932)认为要使交割等级简单化和精确化,必须以可衡量的物理量为基础。如果一种商品缺乏官方或行业普遍认可的质量标准体系,那么就不符合期货交易的要求。茶与烟草就是属于更多需要个人评价、难以用标准方法辨别等级而无法进行期货交易的商品。应该说,这一特点更多地体现在农产

品中。

3. 价格的波动性。价格波动性对把保值者和投机者这两类基本的参与者吸引到期货市场中具有重要作用。Telser(1981)认为价格变动是决定一种商品是否适宜进行期货交易的重要商品特征之一。他利用成本收益理论进行研究的结果表明,价格波动的变化决定了一种商品期货交易的出现(消失)或者增长(减少)。金融期货的产生就在于实行浮动汇率制度以及利率市场化后,汇率及利率价格波动性加大。20世纪80年代,美国银价以每年4%的幅度变化,而金价的变化幅度仅有1%或更少,使得银的期货交易量超过了金(以往金是最活跃的贵金属产品)。

4. 足够的现货规模。期货商品应该有充足的现货供给量与需求量,原因有三点:①商品供给充足,有助于避免价格垄断。如一种商品的供给有限,则拥有大量资金的参与者将非常容易地控制价格。②大量的市场参与者可为期货交易提供大量的潜在套期保值者。③充足的现货市场有助于提供连续而有序的供给和需求力量,从而有利于商品交割和套利的实现。

以上概括了期货合约的商品特征,但在期货交易的实践中,有许多商品虽然符合上述条件但期货交易却失败了,而有些商品虽然没有完全达到上述条件但期货交易仍然是成功的。例如,咖啡豆是按主观评定级别的,却存在远期交易市场。因此,仅有商品特征是无法判断期货产品是否成功的。

二、期货合约设计

在研究期货合约的商品特征基础上,研究者进一步研究了期货合约的设计。期货合约的设计,是影响市场参与者交易兴趣的关键因素。Gray(1978)指出了合约设计的重要性,他认为一份期货合约既要反映标的资产的商品特征,又要能够避免合约条款对价格运动的不当限制。Working(1970)认为,期货合约的条款应该符合现货交易的运作方式。因为企业参与期货交易是为了回避价格风险,而有效的套期保值依赖于现货价格与期货价格之间高度的相关性,因此必须使期货交易的标的物尽可能贴近现货商品。有关期货合约设计的文献可以分为理论演绎和实证归纳两类。

研究期货合约特征的一种比较新的方法来自于金融创新与证券设计理论中关于期货理论的部分。证券设计理论以新证券创新的机会和动机为中心,采用一般均衡框架进行分析,涉及确定合约的最优标的资产、市场参与者的最优交易费用水平等问题。

在 Cuny(1993)的文章中,交易所的收入来自于向会员收取的席位费。他定义了两组交易者:套期保值者拥有随机的初始财富;投资者(做市商)不拥有初始财富,但他们向套期保值者提供流动性,交易所通过向投资者收取席位费来控制其数量,进而影响期货合约的流动性。Cuny 在考虑交易成本条件下对 Duffie 和 Jackson(1989)的模型进行了扩展,认为创建一份成功的期货合约不仅要向投资者提供高质量的套期保值机会,而且还要注重期货合约的流动性。

Tashjian(1995)总结了影响期货合约成功的四个因素:①套期保值需求;②现货市场特征,包括现货市场规模和波动性;③多、空双方参与者禀赋的差异;④有竞争关系的相关合约的影响。

Pennings 和 Leuthold(1999)将新合约对已有合约的影响分为四类:如果新的合约让原有的每一个合约的交易量增加,则称为强强作用;如果仅让原有合约的交易量增加,则称为弱强作用;如果使原有合约的交易量之和保持不变则称为中性作用;如果使原有合约的交易量之和减少则称为弱弱作用。他们通过构造多产品套期保值模型说明了这些作用发生的条件。

上述研究从创新供给者——期货交易所的角度回答了“提供什么样的期货产品在技术上可行的”这一问题。Pennings 等(1999)则将营销方法与上述金融方法结合起来进行研究,营销方法从期货需求方(套期保值者)的决策角度来研究“什么样的服务从顾客角度是合意的”。他们将投资者的需求细分为工具需求(套期保值、投机)和便利需求(有效清算、易于使用、灵活),提供了一种新的研究视角。

三、期货合约评价

在评价期货合约的方法问题上,不同研究者采取了不同的评价标准。期货合约取得成功的最直接标志就是稳定且较高的交易量,Sandor(1973)采用年交易量是否超过 1 000 手来区分成功与失败的合约。Silber(1981)对 1960~1980 年间美国期货交易所的合约创新进行了研究,他把衡量期货合约是否成功的标准归结为两条:①合约交易的年限;②年均交易量超过 10 000 手。按照他的标准,1960~1977 年间创新的合约有 32%在 1980 年仍在交易,有 24%的合约的年交易量超过了 10 000 手。最大的两个交易所——芝加哥商业交易所(CME)和芝加哥期货交易所(CBOT)表现稍好一些,两项指标分别为 43%和 30%。

在 Corkish 等(1997)对伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)成立以来合约创新的分析中,发现大多数品种满足交易量和合约存活时间评价标准,但其中一些品种仍然失败了,说明上述标准既非合约成功的必要条件也非充分条件。他们进一步选取了市场流动性作为评价标准,认为一个成功的市场是一

个流动性强的市场,即市场能够在任何时刻以最小的价格变动吸收大额订单的冲击。在其他条件相同的情况下,交易者更愿意在流动性强的市场里交易,因为流动性较强的市场的交易成本(如买卖价差)和执行风险(如交易执行时价格逆向变动的风险)都较低。

虽然流动性改善了市场交易质量,减少了交易成本和执行风险,但是仅用市场流动性一个标准来评价合约的成功与否并不够。Cuny(1993)认为一个成功的期货合约应该包括两个方面的特征:①向套期保值者提供高质量的套期保值机会;②流动性好。Black(1986)也认为交易者有时不得不在高质量套期保值机会而流动性稍差和套期保值质量稍差而流动性强的合约之间进行权衡取舍。Silber(1981)的实证研究表明,期货合约如想成功,其条款应尽可能反映潜在套期保值者的需求。因此,我们在评价期货合约的成败时,既应考虑合约的运行质量,也应考虑其套期保值功能的发挥状况。

Pennings 和 Leuthold(2000)总结了从期货交易所角度评价期货合约有效性的方法,他们通过测定现实的套期保值和理想的套期保值之间的距离来实现评估的目标。他们把套期保值有效性定义为期货合约能够减少所有与期货交易成本有关的风险的能力,这些风险包括:基差风险、现货价格波动风险以及市场深度(流动性)风险等。

四、国内相关研究

国内与期货品种创新有关的研究工作主要针对期货品种的商品属性的探讨、品种创新的制度约束和政策建议等方面的研究,系统深入研究期货品种创新各个环节的工作还很少,还没有关于期货品种上市时机选择方面的研究。

江明华和李勇(1997)对期货市场的创新动因进行了研究,认为我国期货市场的创新主要体现在交易工具创新和功能创新两个方面,其实质是制度创新。季文茹(2005)论述了期货品种创新与期货市场可持续发展的关系,认为期货品种匮乏是制约我国期货市场持续发展的瓶颈,而建立适应期货市场可持续发展的品种上市机制是解决期货品种匮乏的关键所在。

在品种选择方面,大连商品交易所的朱丽红(2002)从期货合约的商品特征与合约特征分析了期货品种创新的成功因素。薛卫、赵丽(2004)分析了期货商品的基本属性,指出我国期货合约设计的缺陷在于理论研究不够,主观定性分析较多,客观的定量研究较少。吴许均、侯一蕾(2004)在比较了国外石油期货发展中的经验和教训后发现当类似的几份石油期货相继推出时,首先推出的那份合约更容易获得成功。

在合约设计方面,黄小原等(1995)研究了期货市场创新的最优设计问题,分析了期货市场结构和交易均衡条件,建立了具有保值性、流动性、价格引导和交易费用的模型,并进行了期货市场创新的仿真研究。徐国祥和吴泽智(2001)从政策、法律、技术和市场环境四个方面对指数产品创新的可行性进行了论述,并对我国指数产品的创新策略以及运作环节提出了具体建议。

在合约评价方面,国内学者分别从流动性和套期保值效

上市公司分配现金股利可能性的模型分析

付连军

(中华女子学院 北京 100101)

【摘要】 本文根据著名经济学家Mc Faden的行为理性选择剖视理论,利用Probit二元离散选择模型分析了上市公司财务及经营状况对发放现金股利概率边际变化的影响,以期为偏好现金股利的投资者的决策提供参考。

【关键词】 现金股利 二元离散选择模型 边际概率

公司理财理论在依次经历了以融资理财为主的传统理财阶段和以资金的合理配置与有效利用为主的综合理财阶段后,进入了以价值评估和股利分配为特征的现代理财阶段。股利政策是现代公司理财的核心内容之一,它是公司前期筹资和投资活动的必然结果和延续。符合公司当前发展战略的股利政策是使公司获得长期稳定发展的条件。现金股利是用货币形式支付的股利,这种股利支付形式较易为投资者所接受,但无疑会大量增加公司的现金流出,给公司形成巨大的资金支付压力。与其他股利分配形式相比,现金股利不但要求公司有较强的盈利能力,同时要求其具有数量足够且稳定的净现金流入。事实上,现金股利与每股盈余间确实具有较强相关性,但比每股盈余更稳定,并且与每股现金净含量变动趋势更

果等不同方面对我国期货市场进行研究。童宛生、管炎彬(2002)用市场深度、买卖价差和大笔交易影响力等指标测量了我国期货合约的流动性水平,并用蒙特卡洛方法对影响流动性的宏、微观各种因素进行了模拟,在此基础上提出了提高我国期货市场流动性的建议。李慕春、张国元(2003)对大连商品交易所交易的大豆和豆粕期货的市场流动性进行了研究,结果发现大豆合约流动性较好,豆粕合约流动性较差。王乃生(2004)研究了上海期货交易所交易的铜、铝和天然橡胶期货合约的市场流动性状况。上述研究主要是针对我国期货市场少数几个品种的流动性进行的,而全面评价我国期货市场现有品种特别是新上市品种流动性的成果尚不多见。

总体来看,国内关于期货品种创新研究定性分析较多,定量研究较少;对单个交易品种研究较多,全面评价较少;引进品种较多,自主创新较少。鉴于期货品种创新已成为制约我国期货市场发展的瓶颈,对此进行深入研究是十分必要的。

五、小结

期货交易品种创新是期货市场的生命线,对期货市场的发展起着重要的促进作用。有关研究从期货交易品种标的资产选择开始,涉及上市交易的方方面面。随着我国期货市场的发展,期货品种创新已经成为制约期货市场进一步发展的瓶颈。尽管目前相关研究还不够成熟,但仍为我们今后的研究做

为紧密。现金股利在信号传递方面作用也更明显,当公司由于财务困难用股票股利取代现金股利时,投资者会认为这是公司经营方面的一个消极信号。

股利理论需解决的问题有:①公司利润应分配给股东还是留作公司留存收益?②股利支付数量及支付方式如何决定?③股利支付数量及方式对公司价值和股东财富又有怎样的影响?④发放股利的资金如何预算?这些问题目前仍然没有得到妥善解决。本文着重探讨以下问题:上市公司是否应发放现金股利?影响现金股利发放的因素有哪些?

本文从对企业微观个体财务特征的考察入手,根据著名经济学家Mc Faden的行为理性选择剖视理论,利用Probit二元离散选择模型分析了上市公司自身财务特征及经营状况对公

主要参考文献

1. 江明华,李勇.期货市场创新原因分析.金融研究,1997;9
2. 江明华.中国期货市场创新的分析.经济科学,1998;1
3. 季文茹.品种与期货市场的可持续发展.中国市场,2005;5
4. 薛卫,赵丽.对我国期货品种创新的研究.辽宁经济,2004;5
5. 吴许均,侯一蕾.能源期货合约推出成败的决定因素.上海金融,2004;8
6. 黄小原,田澎,张忠.期货市场创新的模型和决策.信息与控制,1995;24
7. 徐国祥,吴泽智.我国证券市场指数产品创新研究.上海财经大学学报,2001;6
8. 鲍建平,王乃生,吴冲锋.上海期铜保证金水平设计的实证研究.系统工程理论方法应用,2005;1
9. 王乃生.上海期货市场流动性研究.证券市场导报,2004;8
10. 史树林.论我国金融期货市场环境及法律.中央财经大学学报,2002;7