

从市场流动性分析公司财务策略

哈尔滨工业大学(威海) 张华

【摘要】 本文在分析市场流动性及其影响因素的基础上,论述了上市公司可以通过股票拆细、提高财务信息披露质量、加强投资者关系管理、发行认股权证等财务策略来提高公司股票流动性,以降低股权资本成本。

【关键词】 市场流动性 股权资本成本 财务策略

一、市场流动性及其影响因素

现代金融理论认为,如果投资者在需要的时候能够以较低的交易成本,按照合理的价格水平很快地买进或卖出大量的某种金融资产,并且对该资产的市场价格产生较小的影响,那么这一市场就是“流动的”。从微观角度讲,市场流动性是指股票迅速变为货币而不受损失的能力。从宏观角度讲,市场流动性是指股票市场的参与者能够迅速进行大量股票买卖交易,并且不会导致股票价格发生显著波动的这样一种市场运行态势。

流动性是证券市场的一个重要特征,是证券市场赖以存在与运行的基石。流动性意味着按合理价位买进与卖出证券的难易程度,缺乏或没有流动性的证券市场,证券价值会被严重低估,这时的市场会有较高的风险。

影响市场流动性的重要因素通常包括交易产品的设计、证券市场微观结构以及市场参与者的行为。以股票市场为例,影响市场流动性的因素包括股票市场参与者行为、交易机制、交易成本、信息披露质量、股票交易品种的构成等。

1. 股票市场参与者行为。市场参与者的行为,如风险厌恶水平、交易商对其预期的信心、对信息的敏感程度等都将影响市场的流动性。通常来说,当市场参与者厌恶风险时,市场流动性下降。而市场参与者对其将来价格的期望丧失信心会导致市场流动性突然下降。另外,交易商对信息的敏感程度的变化也将影响市场的流动性,但是有可能存在这样的情况,不同的流动性指标未必按照相同的方向运动。

2. 交易机制。股票市场的交易机制通常可以分为报价驱动的做市商交易机制和以委托订单驱动的竞价交易机制。做市商制度包括多元做市商体制(某一证券交易有多个做市商)和特约经纪人体制(一种证券对应一个做市商,但一个做市商可以从事多个证券的做市),它是指某种证券指定某个或某些做市商,参与这种证券交易的所有客户的订单必须通过做市商的账户进行交易,而做市商通过提供买卖报价为证券的交易创造市场。由于做市商制度要求做市商在报价的同时在一定程度上承担稳定交易价格的义务,因而作为一种交易方式它是一种促进市场流动性的重要制度安排。委托订单驱动的竞价交易机制一般是在市场交易者自身交易指令的推动下进行的,市场参与者的交易量决定交易的活跃程

度。相对而言,委托订单驱动的竞价交易机制下的市场流动性比实行做市商制度的市场流动性要弱一些。

3. 交易成本。交易成本是证券市场客观存在的一种现象,它包括显性交易成本和隐性交易成本两个部分。显性交易成本是指在委托买卖证券时,个人投资者向证券中介机构支付的佣金和交易费用以及缴纳的税金。而隐性交易成本包括买卖价差、市场引致成本。显性交易成本容易理解,而隐性交易成本中的买卖价差是指证券交易商报出的买入价和卖出价之间的差额,证券交易商赚取的价差实际上就是投资者在执行一笔交易时付出的成本,实证研究表明买卖价差的增加将极大地减少市场流动性。市场引致成本主要是指大宗交易对市场价格产生的冲击,它的市场表现为大量抛售导致的价格下跌和大量买入导致的价格上升。市场引致成本反映了当交易发生以后市场价格发生变化以及市场吸收交易的能力,这也是市场流动性的一种重要特征。

4. 信息披露质量。证券市场中的交易者按照掌握信息程度的不同,可以划分为两类:知情交易者和非知情交易者。显然,如果信息不对称问题非常严重,就意味着知情交易者可以从非知情交易者的信息劣势中得到较大的额外收益,非知情交易者将承担风险,或者说非知情交易者将遭受知情交易者的逆向选择,结果必将扩大买卖价差。大的价差增加了交易成本,从而降低了市场的流动性。另外,非知情交易者必须获得更多的信息才愿意进行交易,这必定会延迟交易的进行,进而影响市场的流动性。

5. 股票交易品种的构成。当股票市场存在衍生产品时,借助于现货市场与其衍生产品市场之间的互动,对提高市场流动性有着非常重要的意义。一方面,由于现货市场与其衍生产品市场实质上是同一个市场,对应着同一证券,反映了相同的风险,特别是套利机制的存在,使得现货市场与其衍生产品市场的替代性非常明显;另一方面,现货市场交易量的增加会带动期货市场为保值所需要的交易量,而其衍生产品市场的风险规避以及价格发现功能又会促进现货市场交易量的扩大,从而可以看出,现货市场与其衍生产品市场的流动性存在着正向的互动关系。

二、市场流动性与股权资本成本

实际上不同公司的股票具有不同的流动性,这主要取决

于决定该公司股票流动性的外在因素。比如,当股票的交易成本相对较高时,该股票的市场流动性就较差;反之亦然。同样如果该股票的流动性的降低是由于上市公司的信息披露质量不高(错误披露或披露不充分)造成的,那么市场上就会由于信息不对称存在知情交易者和非知情交易者,从而构成隐性交易成本的买卖价差和知情交易者与非知情交易者的比率成正比,即当拥有内幕信息的知情交易者数量较多时,买卖价差就会扩大,以补偿信息不对称对于非知情交易者的损失。这样一来,交易成本增加,市场流动性下降;反之,如果上市公司的信息披露质量较高,就会降低信息不对称的程度,减少逆向选择,降低买卖价差以及削弱大宗交易对股票价格的冲击,提高股票市场的流动性。这实际上也是市场参与者的行为影响股票市场流动性的结果。

若该股票的市场流动性下降,则说明该股票具有较高的投资风险。这是因为市场流动性不高的公司股票,其市场交易就不活跃,股价比较低迷,上升空间有限,投资人手中的股票变现就会困难。股票市场流动性较低会导致投资人对公司信心不足,会影响上市公司的再融资,增加公司在股票市场上的再融资成本。比如,可能出现再融资的定价过低,或者投资人要求较高的股利支付率、公司付出更多的宣传推介费用等等。当股票的市场流动性趋低时,投资人需承担较高的投资风险,其必然期望较高的投资收益。而投资人的期望收益实际上就是公司的股权融资的资本成本。所以,公司股票流动性在一定程度上决定了公司股权资本成本的高低,公司股票市场流动性越高,公司股权资本成本越低;公司股票市场流动性越低,公司股权资本成本就越高。

三、上市公司提高股票市场流动性的财务策略

按照企业融资优序理论,进行股权融资实际上是一种成本最高的融资手段。股权融资的成本主要表现为向投资者支付的股息和红利、股票发行费用、信息披露成本、公司控制权的稀释等。有效降低融资成本是公司理财的重要目标,而提高公司股票的流动性是降低股权融资成本的有效手段之一。从上市公司的角度来看,要提高公司股票的流动性、降低股权资本成本,可以采取以下财务策略。

1. 股票拆细。股票拆细是将股份按照一定比例增加,而使得股票面额同比例减少。股票拆细是在股票市场价格较高的情况下,通过拆细使市价降低到一个合理的范围内,以有利于交易的进行。进行股票拆细以后,由于股票价格下降,购买一手股票和拆细前相比更加容易,因此就能引进更多的不知情的中小投资者,可以有效减少逆向选择的成本,缩小股票交易的买卖价差,投资者的期望收益就会降低,公司的股权资本成本也会降低。股票拆细可以推动公司股价的进一步上升,给股东带来更大的收益。

2. 提高财务信息披露的质量。只有一个信息透明的证券市场才可能是一个有效的市场,才可能充分发挥证券市场的价值发现和资源配置功能。只有上市公司更多更好地披露与股票相关的财务信息和进行管理预测,才能缩小非知情交易者和知情交易者在股票信息掌握程度上的差距,减少知情交易者利用信息优势进行逆向选择的可能,也才能降低交易成本,提高公司股票的流动性,降低公司股权资本成本。虽然上

市公司披露错误或虚假财务信息、隐瞒重大事项,在某些情况下公司可能获得了一些利益,比如上市融资、达到增发或配股资格、操纵股价等,但是上市公司的这些行为实际上降低了公司股票的流动水平,大大提高了公司的股权融资成本,损害了公司在投资者心目中的形象,这是一种得不偿失的错误做法。

3. 加强投资者关系管理。投资者关系管理是指公司通过充分的信息披露,并运用金融和市场营销的原理,加强公司与投资者以及潜在投资者之间的双向交流与沟通,帮助投资者了解公司的经营和发展前景,建立公司管理层听取投资者建议的渠道。投资者关系管理不仅仅是一般意义上的强制信息披露,而且是更高层次上的信息披露,相对于一般财务信息披露,投资者关系管理的内容及含义更为广阔。一般财务信息披露更多地体现为被动的信息披露,而投资者关系管理则强调公司在信息披露中的主动性;投资者关系管理披露的信息量也远远超过强制信息披露,其披露的领域不仅包括经营和财务信息,还包括企业战略、企业文化等各方面的真实信息。

公司通过加强投资者关系管理,与公司投资者以及潜在投资者进行充分的交流、沟通,有利于公司建立良好的市场形象,更加有效地稳定和扩大融资群体,增大交易量,从而提高企业在证券市场中的融资能力和融资规模。另外还可以充分保障投资者的知情权,因为相对于控股股东和机构投资者,中小投资者由于缺乏分析手段、调研成本较高等原因,难以及时掌握上市公司生产经营及财务状况,对公司信息的了解存在一定滞后性,导致其投资决策受到影响。投资者关系管理可以在相当程度上改善这一状况,保障投资者的知情权及其合法权益,缩小非知情交易者和知情交易者在股票信息的掌握程度上的差距,减少控股股东和机构投资者利用信息优势对中小投资者进行逆向选择的可能,这样就可以降低交易成本,提高公司股票的流动性,降低公司股权资本成本。

4. 发行公司认股权证。公司认股权证,是由权证标的资产的发行人(一般为上市公司)自行发行,通常伴随企业股票发行,权证持有人有权于约定时间以约定价格买进或卖出约定数量的股票。由于认股权证实质上是一种期权,具有较高的财务杠杆效应,投资人购买上市公司的认股权证不仅可以投机获利,而且可以运用认股权证进行风险对冲。投资认股权证具有投资成本少、操作灵活、获利空间较大等特点。

上市公司可以在首次公开发行、增发以及配股时发行以公司股票为标的资产的认股权证,不仅可以筹集到大量资金,而且可以增加公司股票的吸引力,提高公司股票的流动性,有利于降低股权融资成本,而且会使股票资产实现转移流动,进一步促进股票资产流动性的提高。另外,由于认股权证的杠杆特性,对信息反应更敏感,这种信息很快就会传递到标的股票,由此有利于促进股票价值发现,使股票市场更有效率。

主要参考文献

- ①应展宇.中国股票市场流动性研究.证券市场导报,2001;7
- ②单树峰.流动性成本和股票定价——中国股票市场实证研究.当代财经,2004;2
- ③周开国.股票分拆与并股对市场流动性的影响——来自于香港股票市场的证据.财经问题研究,2005;5