

基于市场微观结构视角的

**我国  
上市公司  
融资行为研究**

冯玉梅 著



吉林大学出版社

F279.246/86

2007

# 基于市场微观结构视角的 我国上市公司融资 行为研究

冯玉梅 著

吉林大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于市场微观结构视角的我国上市公司融资行为研究/  
冯玉梅著. —长春: 吉林大学出版社, 2007. 11  
ISBN 978-7-5601-3555-7

I. 基… II. 冯… III. 上市公司—融资—研究—中国  
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 171002 号

书 名: 基于市场微观结构视角的我国上市公司融资行为研究  
编著者: 冯玉梅 著

责任编辑、责任校对: 张显吉  
吉林大学出版社出版、发行  
开本: 880×1230 毫米 1/32  
印张: 7.25 字数: 207 千字  
ISBN 978-7-5601-3555-7

封面设计: 水木时代(北京)图书中心  
北京广达印刷有限公司印刷  
2007 年 11 月第 1 版  
2007 年 11 月第 1 次印刷  
定价: 21.00 元

版权所有 翻印必究

社址: 长春市明德路 421 号 邮编: 130021

发行部电话: 0431-88499826

网址: <http://jlup.jlu.edu.cn>

E-mail: [jlup@mail.jlu.edu.cn](mailto:jlup@mail.jlu.edu.cn)

# 序

本书是根据《中华人民共和国国家标准》《中华人民共和国国家标准》《中华人民共和国国家标准》

对公司融资决策的影响,即从股票市场流动性、波动性和信息非对称性角度考察市场环境对公司融资成本和融资行为的影响。本选题横跨金融工程与公司财务两个专业领域,在国内外都属于较新的研究方向。该研究既有助于从市场微观结构理论角度来理解和评价公司的融资行为,同时对于拓展公司资本结构理论又可以提供重要的经验依据。所以,我相信,该书的出版对金融界的同行们对相关问题的了解、对有志研究相关问题的学者都会有所帮助。

冯玉梅读博士期间,学习上非常勤奋刻苦,从而在学习和科研方面都取得了较大的进步,本书就是很好的见证之一。未来的路还很长,关于该领域相关问题的研究也刚刚起步,“学然后知不足”,我希望冯玉梅今后在学习和研究方面能够持之以恒,期待她取得更大的进步和更好的成绩!

关于本书所存在的不足,我和我的学生一样期待着读者给予批评和指正。

天津大学金融工程研究中心

王春峰

2007年11月6日

# 目 录

第 1 章 导 论	(1)
1.1 本书问题的提出	(1)
1.2 本书研究的意义	(3)
1.3 本书的研究框架	(5)
1.4 本书的创新点	(7)
第 2 章 国内外研究综述	(9)
2.1 早期资本结构理论	(9)
2.2 现代资本结构理论	(10)
2.3 资本结构理论研究新趋势	(17)
2.4 国内关于公司融资行为的研究现状及本书的 研究角度	(22)
本章小结	(23)
第 3 章 股市价格行为、资本成本与公司融资的理论	
概述	(25)
3.1 证券市场微观结构与市场价格行为	(25)
3.2 资本成本的概念与度量	(37)
3.3 市场价格行为与资本成本	(43)
3.4 公司融资理论	(56)
本章小结	(64)
第 4 章 股市流动性对我国上市公司融资的影响	(65)
4.1 研究背景	(65)

4.2	基于流动性资产定价理论的研究假说·····	(67)
4.3	股市流动性对我国上市公司融资决策影响的 实证分析·····	(68)
4.4	政策建议·····	(93)
	本章小结·····	(94)
<b>第5章</b>	<b>股市波动性对我国上市公司融资的影响</b> ·····	<b>(95)</b>
5.1	本章问题的提出·····	(95)
5.2	股市波动性对我国上市公司融资影响的传导 机制分析·····	(96)
5.3	波动性与波动性测量方法·····	(98)
5.4	股市波动性对我国上市公司融资影响的实证 检验与分析·····	(102)
	本章小结·····	(130)
<b>第6章</b>	<b>信息不对称对我国上市公司股权与债务融资的 影响</b> ·····	<b>(131)</b>
6.1	时变的信息不对称对我国上市公司股权融资 行为的影响·····	(131)
6.2	信息不对称对我国上市公司债务融资行为的 影响·····	(147)
6.3	信息不对称条件下合理化上市公司股权与债务 融资行为的建议·····	(164)
	本章小结·····	(165)
<b>第7章</b>	<b>信息不对称与我国上市公司融资偏好</b> ·····	<b>(167)</b>
7.1	信息不对称条件下我国上市公司融资偏好的 整体思考·····	(167)
7.2	信息不对称条件下我国上市公司融资优序的 实证检验·····	(168)

---

7.3 我国上市公司股利政策“追随者效应”与融资 偏好关系分析 .....	(183)
本章小结 .....	(196)
<b>第 8 章 全书总结与展望</b> .....	<b>(198)</b>
8.1 全书总结 .....	(198)
8.2 本书研究不足与未来研究展望 .....	(200)
<b>参考文献</b> .....	<b>(202)</b>
<b>后    记</b> .....	<b>(221)</b>



# 第 1 章 导 论

## 1.1 本书问题的提出

经济学家和金融学家都比较重视对市场效率的研究。经济学家通常将市场有效性解释为市场配置稀缺性资源的效率,而金融学家则将市场有效性解释为相关信息融合进金融资产价格的能力,即强调信息的有效性。资本市场效率的理论基础是有效市场假说。Kendall(1964)<sup>[1]</sup>与 Roberts(1964)<sup>[2]</sup>等人首先提出股价遵循随机漫步的观点。Fama(1970)<sup>[3]</sup>把这些理论形式化为有效市场假说,认为在有效市场上,信息能够被迅速反映到证券价格中去,基于某种信息的交易不能够获得超额收益。然而,20世纪80年代以后,越来越多的实证研究发现存在诸多有悖于市场有效假说的市场“异象”,包括与盈余公告有关的价格漂移现象、可以通过市盈率预测股票收益的现象,以及小公司效应、一月效应、周末效应、日内模式等等。这些市场“异象”是有效市场假说理论所无法解释的,成为对有效市场假说的有力挑战和质疑。有效市场假说理论假定市场是无摩擦的,投资者之间信息是对称的。很显然该假设没有考虑市场机制问题,它忽略了市场上各种微观结构因素在定价和价格波动方面所起的作用,认为市场机制仅仅是忠实地反映外部信息,自身并不对价格行为产生影响。然而,现实市场并非无成本、无摩擦,不同的市场机制对实际价格的形成有着不同影响,关于这方面问题的研究使金融市场微观结构理论逐步形成。

随着研究者们越来越确信市场微观结构对经济变量或者经济决策有重要影响,不少文献已经开始涉足于对这种影响的研究。

评价市场微观结构重要性的文献主要集中于资产定价方面。Amihud 与 Mendelson(1986)<sup>[4]</sup>研究了买卖价差与股票期望收益二者之间的关系,得出的结论是:投资者要求流动性差的资产比流动性好的资产提供更高的收益。也就是说,资产之间期望收益率的差别应该反映其流动性成本之间的差别,高流动性成本要求高收益来补偿。Levy(1978)<sup>[5]</sup>, Malkiel 和 Xu(2006)<sup>[6]</sup>分别扩展了CAPM理论模型,研究了股票波动性与资本成本之间的关系,发现当并非所有的投资者都可以持有市场组合时,一只股票的预期收益不仅取决于市场预期收益和 $\beta$ 系数,而且受投资者所承受的不可分散化的非系统波动性的影响。Easley 和 O'Hara(2004)<sup>[7]</sup>研究了非对称信息与资产定价之间的关系,分析了股票信息结构对资本成本的影响,并得出以下结论:股票的风险溢价随私有信息比例的增加而增加;私有信息在投资者中分布越广泛,他们越能够通过自身的交易将这些信息传播到股票价格中,股票的风险溢价越低;公开信息和私有信息的准确性都会影响预期收益,从而影响企业的资本成本。

市场微观结构有重要影响的另一个领域是公司财务决策。股票市场是公司进行股权融资的场所,公司股东通过该市场进行投资、获取投资收益,并实现所有权转移。公司的一切经营活动和财务决策皆以股东财富最大化为目标。就该意义而言,股票市场是公司财务活动的出发点和归宿,因此,市场微观结构对公司财务决策也就有着重要影响。比如,公司的资本成本影响着其融资决策,而资本成本直接与其证券价格变化联系在一起,如果市场微观结构影响价格变化,那么它必然会影响公司的融资决策。

本书选题就是在这种背景下提出的。该选题的目的是以基于市场微观结构的资产定价理论为依据,通过考察市场环境和市场价格行为如何影响公司的融资决策,来明确公司融资行为是否符合基于市场微观结构的资产定价理论的预期,并通过和传统公司资本结构理论相结合,来检验公司融资行为的合理性。

## 1.2 本书研究的意义

本书的研究既有助于从市场价格行为的角度来理解和评价公司的融资行为,同时对于拓展公司资本结构理论又可以提供重要的经验依据。具体来说,本书有以下几个方面的研究意义:

### 1.2.1 对基于市场微观结构的资产定价理论作进一步的延伸

基于市场微观结构的资产定价理论认为,市场环境和市场价格行为影响着公司的资本成本,因此,市场价格行为必定对公司融资行为有不可忽视的影响。然而,关于公司融资行为的传统资本结构理论较多地集中于研究公司面临的税收、破产风险等外部因素及公司特征等内部因素对企业最优融资决策的影响。由于市场微观结构理论起步较晚,该理论目前还较多地集中于研究市场的交易机制及交易机制对市场价格形成、价格行为和资产定价的影响。关于考察市场微观结构视角下市场价格行为如何具体影响公司融资的文献还较少见。该选题将在这方面进行一些探讨,对市场微观结构的资产定价理论作进一步的延伸,这既有利于基于经验证据检验这些理论,又有助于检验企业融资行为的合理性。

### 1.2.2 将市场微观结构理论方法应用于分析公司财务问题

理论结构与实证方法的复杂性使各种研究在今天变得空前细化和科学化,这种复杂性通常源于多种理论方法的有效结合。在财务理论研究中将市场微观结构理论和方法结合进来是一个新的、较有前途的发展方向。以 Modigliani 和 Miller 的资本结构和股利政策无关论为中心的财务理论框架在 20 世纪 70 年代后期发生了重大变化,代理成本和信息不对称理论逐渐成为现代公司财

务理论研究的重点。自 20 世纪 70 年代信息经济学产生和发展以来,关于信息不对称的各种度量指标就开始被提出。发展到目前为止,这些指标主要包括两大类:一类是公司财务理论关于信息非对称的衡量指标,包括公司规模、增长机会、R&D 的投入及无形资产的规模等等;另一类是市场微观结构理论关于信息非对称的衡量指标,这些指标基于股市交易数据而获得,包括价差中的逆向选择因素、交易的价格影响及知情交易的概率等等。现代公司财务理论关于信息不对称的衡量通常是基于财务报表数据,因而只能静态地对信息不对称程度进行反映。由于市场微观结构理论关于信息不对称的衡量是基于市场交易数据,模型的估计不仅需要较长的时间序列数据,而且可以动态地反映信息不对称的变化,因此,将这些微观结构理论和方法应用于公司财务研究,可以使公司财务理论得以补充与完善,一些原来不可验证的公司财务理论也因为方法的拓展而可以得到有效的检验。

### 1.2.3 为补充与完善现代公司资本结构理论提供经验依据

现代资本结构理论集中于研究公司面临的税收、破产风险等外部因素及公司特征等内部因素对企业最优融资决策的影响。然而,基于市场微观结构的资产定价理论认为,市场价格行为影响着公司的资本成本。因此,外部资本市场环境及市场微观结构是影响上市公司融资的重要外部因素,上市公司在进行融资决策时,除了考虑现代资本结构理论所强调的因素外,还应将这些外部市场因素考虑进去。因此,资本结构理论也应不断完善与拓展,以将市场及市场微观结构因素容纳进其理论体系中去。本书的研究可以为补充与完善资本结构理论提供一定的经验依据。

### 1.2.4 为企业降低资本成本和理性地融资提供建议

股票的流动性、波动性和信息结构影响着公司的资本成本,虽

然有些市场共同因素驱动所有股票价格不断发生变化,但总存在一些公司特质的风险因素影响公司的资本成本,因此,企业可以通过降低这些风险因素来减少资本成本以理性地进行融资选择。例如,当投资者观测到股价波动并非由于重大利好或利空消息所导致,也不是由市场整体波动所引起时,这些超常波动性或者“噪声”就会破坏股价作为公司真实价值信号的作用。此时,如果企业能够为其超常波动性进行解释,则可以降低噪声/信号比率,从而降低投资者关于企业的风险预期和资本成本。此外,通过选择会计标准、信息披露策略及承销商等也可以有效降低信息不对称程度,从而吸引投资者,降低资本成本。

### 1.2.5 为监管部门改进监管以规范上市公司融资行为提供有关政策建议

我国股市历经十几年的发展,实现了市场规模的快速扩张,并由此奠定了其在金融体系中的重要地位。然而,在转轨和渐进性改革环境下,在特殊的初始发展动因和不完善交易制度共同约束下,我国股票市场以功能局限为代价,实现的是不完善市场制度架构上简单量的递增,股市正常的融资功能并未得到完全发挥,由此也导致我国上市公司的股市融资行为存在非理性和投机性的一面。这既不利于我国股市的稳定与健康发展,也不利于上市公司形成良好的财务决策。我们以规范研究结论为理论依据,通过实证分析我国上市公司特定市场环境下的融资行为,找出其非理性融资的原因,从而为监管部门改进监管提供有关的政策建议。

## 1.3 本书的研究框架

现代资产定价理论发展的新趋势是开始将市场流动性、非系统波动性和信息非对称等风险因素作为资产价格的重要影响因素加以考虑,从而为资产定价、资本成本度量和公司融资行为的研究开

阔了视野。本书研究的目的在于研究市场波动性、流动性和信息非对称等市场环境和市场价格行为对我国上市公司融资行为的影响。围绕该研究目标,本书将研究内容分为四个部分(共八章),具体结构安排如下:

第一部分,即本书的第 1 章和第 2 章。该部分提出了本书研究的问题和研究意义,并对国内外研究情况进行了文献综述,指出本书的研究内容和创新点。

第二部分,即本书的第 3 章。由于我们是基于市场微观结构视角研究我国上市公司的融资行为,为了对下文进行研究,本章阐述了相关的概念与理论。首先,介绍了证券市场微观结构、相应的微观结构理论和市场微观结构下的市场价格行为。其次,界定了资本成本的概念,并介绍了资本成本的衡量方法及市场价格行为对公司资本成本影响的相关理论,包括流动性资产定价理论、个股波动性定价理论及考虑信息非对称风险的资产定价理论。最后,按照时间发展顺序介绍了主要的公司资本结构理论。

第三部分,即第 4 章至第 7 章,是本书研究的主体部分。该部分围绕公司股票市场价格行为对公司融资的影响这个主线,具体分析了我 国上市公司股票的流动性、波动性和信息非对称对其融资行为的影响情况。具体来说,本书第 4 章分析了上市公司股票流动性对其融资行为的影响。流动性资产定价理论认为,资产流动性影响着公司的融资成本。因此,为了检验其对公司的融资决策是否会带来影响,本章从多个侧面计算了公司股票的流动性指标,并运用面板数据回归分析和 Probit 二元选择模型从静态和动态两个角度研究了上市公司股票流动性与资本结构之间的关系。本书第 5 章检验了我 国上市公司股票波动性对其融资的影响。根据风险定价新的研究结论,个股波动性代表着市场风险和公司性质风险,二者皆影响投资者所要求的收益率,从而影响着上市公司股权融资的资本成本和相应的融资决策。本章运用 VAR 模型、Granger 因果关系检验、脉冲响应分析与方差分解技术检验了我 国上市公司个股波动性

对其融资行为的影响。本书第 6 章和第 7 章基于信息不对称角度研究了我国上市公司的融资行为。其中,第 6 章检验了信息不对称对我国上市公司股权融资和债务融资的具体影响情况。信息不对称是公司资本结构啄序理论的核心假定,啄序理论认为信息不对称是影响公司融资优序的根本动因。为了检验信息不对称对我国上市公司融资偏好的影响,本书第 7 章在对样本根据信息不对称程度大小进行分组的基础上,以有序 Probit 模型和似然比检验法估计了我国上市公司融资选择的最优排序。我们认为,导致我国上市公司融资偏好的原因之一是股权资本成本,股利回报是构成股权资本成本的重要因素之一。因此,本章接下来检验并分析了我国上市公司的股利政策与公司融资偏好之间的关系。

第四部分,即本书的第 8 章。该部分对全文进行了总结,指出了本书的研究不足,并对未来研究进行了展望。

## 1.4 本书的创新点

其一,运用面板数据回归模型,首次从静态和动态两个角度检验了上市公司股票流动性与资本结构之间的关系。研究发现:从静态角度看,上市公司前一期股票流动性越高,其后一期负债相对越少;从动态角度看,股票市场流动性越高,公司越倾向于调低其杠杆率,流动性越低越倾向于调高其杠杆率。基于 Probit 二元选择模型,本书进一步考察了流动性对资本结构及其变化的影响机理,实证结果表明,随流动性增加,上市公司以债务方式进行融资的概率是下降的,以股权进行融资的概率是上升的。

其二,构建 VAR 模型系统,并基于 Granger 因果关系检验、脉冲响应分析与方差分解技术,检验了我国上市公司个股波动性对其融资行为的影响。研究发现:股价波动越大,由于公司股权融资的资本成本相对越高,导致其股权融资水平相对下降;公司股价波动性和外部利率变化对不同规模公司的融资行为有不同影响,即相对

于大公司而言,小规模公司的融资行为对股价波动性和利率变化都更为敏感。

其三,首次检验了时变的信息不对称对我国上市公司股权和债务融资行为的影响。研究表明,增发、配股预案公告集群出现于年报和中报披露较集中的 2—4 月份和 8 月份,说明上市公司倾向于在信息披露之后公告新股发行;基于方差比检验法的研究表明,我国上市公司发行公告前后两个定期报告皆具有信息含量,但发行公告之前的定期报告没有向市场传递更好的信息。基于 Fama-MacBeth 回归方法,我们发现,随着信息不对称程度的增加,我国上市公司外部融资中债务融资所占比重是增加的;当公司财务赤字水平较低时,信息不对称与债务比率较多地表现为负相关,但不显著;当公司财务赤字水平较高时,信息不对称与债务比率较多地表现为正相关,且显著性较好。

其四,针对国内研究的不足,基于有序 Probit 模型和似然比检验法,检验了信息不对称对我国上市公司融资偏好的影响。研究表明,我国上市公司在融资选择方面存在明显的融资偏好,其融资优序表现为内部融资—股权融资—债务融资;我国上市公司的融资优序不受信息不对称程度的影响。关于股利政策与公司融资偏好之间关系的研究表明,我国上市公司不分配或少分配导致股权融资实际成本极低,是促成我国上市公司股权融资偏好的一个重要原因。此外,发放股票、股利有利于上市公司进行股权再融资,市场上投资者对股票、股利的追捧又进一步强化了上市公司的股权融资偏好。



## 第2章 国内外研究综述

资本结构是指企业负债与股权的比例关系。资本结构理论构成了公司融资理论的核心内容。

### 2.1 早期资本结构理论

早期资本结构理论是指1958年之前的理论。根据Durand (1952)<sup>[8]</sup>的总结和归纳,早期资本结构理论主要从收益角度探讨公司融资问题,其中关键的问题是收益资本化,即把收益转化为资本。这一阶段的理论主要包括净收益理论、经营净利润理论和传统折中理论。净收益理论认为收益资本化是对净收益进行资本化。该理论认为,企业的总价值并不是稳定不变的,而会随企业负债在资本结构中的增加而增加。经营净利润理论认为收益资本化是对经营净利润进行资本化。该理论认为,不管企业债券和股票之间是如何组合的,企业债券和股票的总价值是相同的,资本结构与企业价值无关。传统折中理论实质上是对净收益理论和经营净利润理论的折中。尽管债务增加会导致投资者所要求的风险补偿增加,但该理论认为,如果企业采取适度数量的债务融资,影响普通股股东可分配盈利的债务信息支出和资本化因素不会随之同步增加。这样,企业通过提高负债比例来增加融资在一定限度内会提高企业的市场价值,但当超过某个临界点时,利息支出和资本化因素的提髙部分将足以抵消可供股东分配赢利的增加部分,结果导致企业市场价值降低。综上所述可以看出,早期资本结构理论主要研究资本结构是如何影响企业资本成本(亦即所要求的投资收益率)和企业价值的。