

摘 要

近年来,随着现代资本结构理论的发展,西方学者逐步放宽 MM 定理的理论假设,多角度的探索企业资本结构之谜,发展出权衡理论、代理理论、优序融资理论等更具有实践指导意义的结论。随着行为金融研究的发展与深入,西方财务学家们发现许多公司都选择在其股票被高估或股票市场价格整体上涨时实施增发;相反,在其股票价格被低估时选择回购。由此提出了股权融资的市场时机假说(Equity marketing timing)。Baker 和 Wurgler 于 2002 年发表的“市场时机选择和资本结构”一文标志着资本结构的市场时机选择理论的形成,他们提出:资本结构是公司过去进行权益市场时机选择累积的结果,市场时机选择理论能很好地解释资本结构的形成。Baker 和 Wurgler 的论文引起了广泛的关注,目前,资本市场非完全有效下,资产定价偏差对公司融资决策和资本结构的影响,已成为西方行为公司财务研究的一个重要领域。

我国目前处于在转轨经济阶段,由政府主导发展起来的中国股票市场,具有与发达国家市场显著不同的特征。市场方面,股权结构制度性分割使得上市公司近三分之二的国有股和法人股份不可流通,形成了事实上的两个定价体系。非流通股按每股净资产定价,而流通股按市场价格定价。由于流通股的规模偏小和上市资格的稀缺导致了股票供求关系的长期失衡,流通股自身的市价不仅长期被普遍高估,而且显著高于非流通股的每股净资产定价,理论上的市场时机普遍存在。投资主体方面,投资者的心理尚未形成比较成熟的特质,普遍存在政策依赖性心理、过度自信心理以及由此导致的对近期信息的过度反应。这些认知偏差和非理性反应都导致了股票价格的异常波动。监管政策方面,再融资条件的设置,使得企业选择市场融资时机的自由度受到了制度性约束,市场条件对企业融资行为的影响效果取决于股票市价与监管规则双重因素。

本文基于股权融资的市场时机理论,从我国股票市价普遍高估的现状、股权二元结构下的股票定价差异和再融资监管政策所形成的市场融资条件出发,通过对我国上市公司的实证研究,较为深入的考察了我国上市公司所面临的股权融资市场时机对资本结构选择的影响。从而不仅从股权融资的市场时机视角丰富了我国上市公司融资选择和资本结构的相关研究,而且较为深入的探讨了再融资政策对企业选择股权融资时机的限制作用及其导致的资本结构差异。本文的实证研究结论将为监管部门进一步规范上市公司的融资行为、提高股票市场的资源配置效率提供一些经验性的依据。

关键词: 资本结构, 股权融资, 市场时机选择, 再融资政策

ABSTRACT

With the development of modern capital structure theory, many western scholars began to relax the Neo-classical assumption of M-M theorem gradually, and modify the application scope of “irrelevancy” proposition, which produce a lot of new capital structure theories, such as tradeoff theory, agency theory, and the pecking order theory. With the enrichment of modern corporate finance theory, market timing theory of capital structure is developed and tested in Baker and Wurgler (2002). Their research result document that market timing affects capital structure in the short run, but also the effects on capital structure are very persistent, so they suggest that capital structure is the cumulative outcome of past attempts to time the equity market. After that, western scholars pay much attention to this new theory. Now, it is become a very important field of behavioral corporate finance, which is under the condition of capital market non-efficiency, effect of capital mispricing on financing decision and capital structure.

In Transition Economies, China stock market is launched by the government, which has different characters with developed country. To the market, ownership structure is divided by policy, with result in two pricing systems. Nonmarketable shares are priced by net assets per share, and marketable shares are priced by market price. As the small scope of marketable shares and its unbalance supply and demand, the price of marketable shares is high evaluated, which is much higher than net assets per share. So market timing exists theoretically. To the investor, the psychology is not mature enough, such as overconfidence, overreaction, which result in the abnormal fluctuates of the stock price. To the policy, market timing is restricted by the refinancing policy from the government. So that, the effect of market condition on corporate financing depends on market price and policy.

Based on the market timing theory of capital structure, this paper analyzes the reality of over evaluated stock price in China, the different pricing systems under duality structure of stock ownership and the market financing condition under the refinancing policy. With the fact to test empirically information of China listed company's capital structure, the research further studies the effect of equity market timing on capital structure of Chinese listed companies. The paper not only enriches the relative researches of the financing and capital structure, but also deeply discusses the restrictive effects of the refinancing policy to equity financing and the difference of the

induced capital structure. The empirical results of research increase the experience of the supervise department to enhance the financing behavior of listed companies and the effect of resource allocation for the stock market.

Key Words: Capital Structure, Equity Financing, Market Timing, Refinancing Policy

独创性声明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得重庆大学或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示谢意。

学位论文作者签名：李静

签字日期：2007年5月28日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解重庆大学有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权重庆大学可以将学位论文的全部或部分内 容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

保密（☐），在 年解密后适用本授权书。

本学位论文属于

不保密（☒）。

（请只在上述一个括号内打“√”）

学位论文作者签名：李静

导师签名：刘星

签字日期：2007年5月28日

签字日期：2007年5月31日

1 绪 论

1.1 研究问题提出

在传统新古典资本市场理论中,基于有效市场假设下的股票价格应自然表现为与之对应的企业实物投资的本来价值,并准确及时反应股权融资的边际成本。因此,自 Modigliani 和 Miller(1958)^[1]开创性提出著名的 MM 定理以来,在相当长的一段时期内,资本结构理论的研究基本都是在有效市场假设范式下展开。随后,西方学者逐步放宽 MM 定理的理论假设,现代资本结构理论得以丰富和发展。近十年来,随着行为金融研究的发展与深入,西方学者们研究发现:在投资者有限理性和资本市场非完全有效下,由股票误定价(Mispricing)所引发的资本市场融资条件变化显著影响企业的融资选择。基于首次公开发行(IPO)和增发新股(SEO)的大量实证研究均表明:由于股票价格的波动变化,企业面临融资时机的选择。许多公司都选择在其股票被高估或股票市场价格整体上涨时发行股票;相反,在其股票价格被低估时选择回购。由此提出了股权融资的市场时机假说(Equity marketing timing)。资本市场非完全有效下,资产定价偏差对公司融资决策和资本结构的影响,已成为西方行为公司财务研究所关注的一个重要领域。

我国学者对中国上市企业的融资选择及资本结构影响因素,从融资成本,公司经营特征,公司内部治理机制,公司外部治理机制和行业差异等方面进行了大量的理论和实证研究。总体来看,我国学者对企业融资行为的研究仍然是以传统的资本市场有效假设为理论基础,研究范畴均集中在公司融资行为和自身的特质因素方面,尚未从资本市场融资条件的视角系统性的关注上市企业融资行为及其对资本结构的影响。我国上市公司股权融资偏好的普遍存在,对这一现象的解释,目前最具代表性的是围绕股权融资的成本因素和公司特征方面做出的。尽管股票价格的普遍高估是导致股权融资成本偏低的主要因素之一,但目前的研究只是将股票市价作为资本市场条件既定下影响融资成本的外生变量,考察的重点集中于公司单方面的融资动机,并没有从资本市场融资条件角度给予系统全面的解析。

我国股票市场产生在转型经济时期,具有与发达国家显著不同的特征。股权结构被制度性分割为非流通股和流通股两大部分,形成两个定价体系。截至 2004 年 12 月 31 日,沪、深两市上市公司国家股占上市公司总股本的比重为 46.97%,非流通法人股占上市公司总股本的比重为 16.47%,两者合计占上市公司总股本的比重为 63.44%,仍处于绝对控股地位。流通股的规模小和新型市场的高流动性特征,使我国股票市场的市盈率普遍偏高,远高于成熟市场。对于投资者普遍存在政策依赖心理、过度自信心理以及市场的过度反应与反应不足现象。这些认知偏

差和非理性反应都导致了股票价格的异常波动。监管政策方面,再融资条件的设置,使得企业选择市场融资时机的自由度受到了制度性约束,市场条件对企业融资行为的影响效果取决于股票市价与监管规则双重因素。那么在监管约束下,我国资本市场融资条件对上市公司融资行为的影响怎样?其影响机制和成熟市场条件下的融资机理相比有何差异?这样的差异是否源于再融资政策对企业选择融资时机的限制?再融资政策约束下的市场时机对企业融资行为及其资本结构的影响如何?普遍的股权融资主观偏好是否转变为现实的融资结果?本文试图通过对上市公司的实证研究来回答上述问题,为监管部门有效规范上市公司的融资行为、提高股票市场的资源配置效率提供一些经验性的依据,并为国际财务学界的进一步深入研究,提供来自中国上市公司的经验证据。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

自从 Modigliani 和 Miller(1958)在《美国经济评论》上发表具有划时代意义的“资本结构、公司财务和投资理论”一文,创建了现代资本结构理论以来,资本结构理论一直是学术界研究的热点和实务界关注的焦点。学者们在逐步放松 MM 定理假设条件的情况下不断得到更加符合现实的结论,丰富和发展了资本结构理论。如考虑税收因素(Modigliani 和 Miller, 1963)^[2],考虑破产成本(Warner, 1977)^[3]。

随着对资本结构问题研究的深入,理论界进一步放宽 MM 定理的基本假设。以 Jensen, Myers, Ross, Leland, Harris, Hart 等学者为代表的现代资本结构理论的代表人物一改经典资本结构理论以负债税收利益与负债破产风险为重点的研究方法,把信息非对称引入资本结构的研究领域,将资本结构理论向前大大推进了一步。现代资本结构理论更贴近企业资本结构的现实,从而提高了其对企业融资活动的指导意义。现代资本结构理论主要包括代理理论、优序融资理论、信号传递理论、战略公司财务理论等。

代理成本说(Jensen and Meckling, 1976)^[4]是新资本结构理论的一个主要代表,它是通过引入代理成本这个概念来分析企业最优资本结构的决定。詹森和麦克林认为,债权融资和股权融资都存在代理成本,最优资本结构取决于“所有者愿意承担的总代理成本”,包括债务发行和新股发行的代理成本。

以 Ross(1977)^[5], Leland 和 Pyle(1977)^[6]为先驱的信号传递理论将企业资本结构的决定建立在内部人(insiders)与外部人(outsiders)对有关企业真实价值或投资机会的信息的非对称基础上。在信号传递理论看来:信息非对称扭曲企业市场价值,因而导致投资决策无效率;不同的资本结构向市场传递着不同的企业价值信号,经理人员或内部人通过选择适宜的资本结构向市场传递有关企业质量的信号,并

力求避免负面信息的传递。

Myers 和 Majluf(1984)^[7]吸收权衡理论、代理理论以及信号传递理论的研究成果,提出了优序融资理论。他们认为,信息非对称源于控股权与管理权的分离,在非对称信息条件下,经理人员作为内部人比市场或投资者(外部人)更了解企业收益和投资的真实情况。外部人只能根据内部人所传递的信号来重新评价自己的投资决策。企业资本结构、融资决策或股利政策都是内部人传递信号的手段。

近年来,随着资产定价领域对资本市场有效性假说的实证和质疑,产生了行为金融学。西方行为金融学者认为人的心理因素和行为特质影响了这三个假设:人们的行为在实际中通常是有限理性的;资产风险溢价并非完全由资产的 β 决定;资产的市场价值经常偏离基本价值。行为金融学的兴起源自于对行为主体是“理性经济人”这一基本假设的质疑,对“理性经济人”基本假设的否定导致了对有效市场假说的颠覆,并在极大程度上改写了一系列基于理性经济人假设为前提的传统经济理论。行为金融学运用于公司金融领域,相应产生了行为公司财务(Behavioral Corporate Finance)。行为公司财务关注资本市场条件对企业财务决策的影响,也即研究市场投资者的非理性如何影响公司的投融资决策。

Stein(1996)^[8]提供了一个分析框架,认为在公司股价被高估的时候,理性的经理人会倾向于多发行股票以从中牟利,与此相反,当股价被低估的时候,会更倾向于回购股票。这个分析框架被称为“市场融资时机说”(Marketing Timing View)。大量的研究有力地证实了股权融资中存在上述融资时机,并由此推动了行为公司金融(behavioral corporate finance)的兴起和发展。

Graham 和 Harvey(2001)^[9]的研究令人信服的支持了股权融资的市场时机假说。他们对 300 多家美国公司财务总监进行了匿名问卷调查,三分之二的被调查者认为:股票市场对公司股票价格的高估或低估程度是决定发行普通股时的重要依据。

Baker and Wurgler(2002)^[10]最早进行资本结构市场时机选择理论研究。Baker 和 Wurgler 发现那些在公司的市场评价较高(以市场价值/账面价值 M/B 衡量)时募集了资金的公司,其财务杠杆较低,而那些在公司的市场评价较低时募集资金的公司,其财务杠杆较高,因而他们考虑权益市场时机选择是否对资本结构有短期或长期的影响。他们发现,历史的市场评价对资本结构有较大的持久性影响,资本结构是公司过去进行权益市场时机选择累积的结果,市场时机选择理论能很好地解释资本结构的形成。

Baker 和 Wurgler 的论文引起了广泛的关注,许多学者对资本结构的市场时机选择理论进行了进一步的研究。Welch(2003)^[11]以 1962-2000 期间所有公开交易的美国公司股票为样本,按公司股票的收益进行分类。Welch 认为股票收益是影响资本结构和资本结构变化的最主要因素,公司的债务/权益比紧随公司股票价格的波

动而变化。之所以以前的文献都表明其它一些变量与债务比例间接相关,是因为研究中都省略了“股票收益”这一重要变量。

Kayhan 和 Titman(2004)^[12]认为股票收益也可以解释为受市场时机选择的影响。股票价格的变化、金融赤字对资本结构变化有强烈的影响。市场时机选择是决定短期资本结构的重要因素,但它们对资本结构的长期影响不显著,长期来看公司朝权衡理论预测的目标杠杆比率移动。

Hovakimian(2004)^[13]对历史加权平均市场价值/账面价值比的含义提出了不同的见解。通过检验不同类型的公司融资活动的时机选择模式和这些融资模式与杠杆变化的相互影响,他认为历史加权平均市场价值/账面价值比和未来加权平均市场价值/账面价值比都代表了长期增长机会而不是市场时机选择,历史加权平均市场价值/账面价值比与目标杠杆相关是因为它包含了当期的市场价值/账面价值比所没有包括的关于增长机会的信息。

Huang 和 Ritter(2005)^[14]在控制了决定目标杠杆的公司特征后发现,过去的证券发行对资本结构有长期的影响,权益和债务的发行对账面杠杆的影响时间持续 10 年。

1.2.2 国内研究现状

我国上市公司的资本结构虽然也受到比较广泛的关注,但研究成果远远少于国外。总体来看,我国学者对企业融资行为的研究仍然是以传统的资本市场有效假设为理论基础,研究范畴均集中在公司融资行为和自身的特质因素方面。

① 公司特征对资本结构影响研究

彭寿康(2001)^[15]认为,总资产利润率(净利润/总资产)、资本有机构成、总资产增长率、上市公司资产规模、自由现金比率对上市公司资产负债率有显著影响;资产利润率越高,资产负债率越低;资本有机构成越高,资产负债率越低;自由现金比率越高,资产负债率越低;总资产增长率越高,资产负债率越高;公司规模越大,资产负债率越高。施东辉(2001)^[16]认为,公司规模越大,资产负债率越高;盈利能力越强,资产负债率越低。但成长性、资产抵押价值、大股东持股比重等因素对资本结构选择却没有显著的影响。

② 融资行为研究

彭寿康(2001)通过研究我国上市公司的资本结构,发现我国上市公司权益性资本比重较高,且上市公司以外部融资为主,主要资金来源外部融资中又以股权融资为主。这与成熟市场上市公司以内源融资和债务融资为主有明显的区别。陈小悦等(2000)^[17]发现上市公司为达到配股资格实施盈余管理。提云涛(2000)^[18]分析上市公司 2000 年年报分配预案发现,许多上市公司为达到证监会要求的配股资格为每 10 股分红 0.1 元。裴平(2000)^[19]、黄少安和张岗(2001)^[20]研究上市公司配股或增

发后公司盈利下降。魏刚和蒋义宏(2001)^[21]用抽样调查的方式研究上市公司股利分配的影响因素,发现上市公司会综合考虑股利与融资制定股利政策。段培阳(2002)^[22]研究 2002 年高派现的上市公司时发现,有部分高派现的上市公司恰恰是 2001 年配股公司,大股东利用分红套取现金的迹象非常明显。

③ 对上市公司偏好股权融资的原因分析研究

施东辉(2001)认为,上市公司倾向在高价时配股,资金不足是上市公司配股的重要原因。沈艺峰和田静(1999)^[23]、黄少安和张岗(2001)认为上市公司股权融资成本低于债务融资成本股权融资低成本是导致上市公司偏好股权融资的主要原因,陈晓和单鑫(1999)^[24]则认为上市公司股权资本成本远远高于债务资本成本,李康等(2002)^[25]认为大股东可以通过增发新股获得收益是上市公司偏好股权融资的原因。蓝发钦(2001)^[26]在研究沪深证券市场股利政策时对沪深证券市场上市公司偏好股权融资的背景进行了分析,认为沪深证券市场上市公司偏好股权融资源于“高负债经营”、“产业结构升级”、“处于企业生命周期的成长期”、“符合投资者需求”等原因。

我国学者对资本结构的研究,从资本市场融资条件的视角系统性的关注上市公司融资行为及其对资本结构的影响尚还很少。才静涵,刘红忠(2006)^[27]的实证结果证明了中国上市公司择时行为的存在,这一效应不但明显,而且长期持续。他们还认为历史资产市净率对财务杠杆的解释能力远远超过包括当前资产市净率在内的其它解释变量。刘星、郝颖等(2006)^[28]较为深入的分析了市场融资条件对上市公司股权融资和资本结构的影响,研究结果证明了再融资政策是导致股权融资市场条件差异的主要因素。

1.3 本文的研究内容和研究方法

1.3.1 研究内容

本文研究的逻辑框图如下图 1.1 所示:

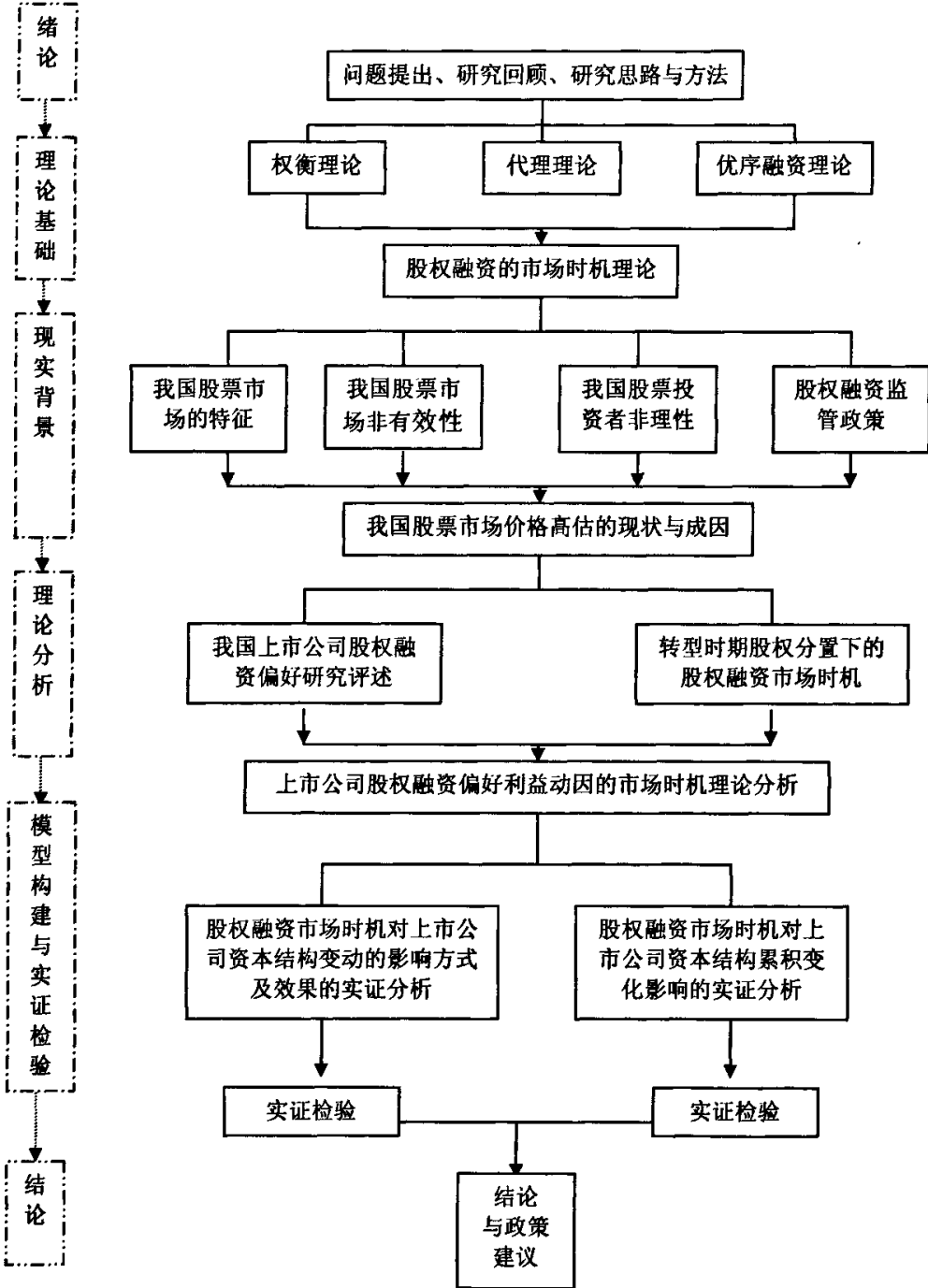


图 1.1 论文的逻辑框图

Fig.1.1 The frame work of contents about this paper

本文共分为八章：

文章第一章绪论部分简要分析西方资本机构理论发展的研究背景，引出目前资本结构理论发展的重要领域——股权融资的市场时机理论。以我国股票市场特点和国内此方面研究的发展入手，提出问题。从而对国内外研究现状进行介绍和分析，并在最后概括介绍了本文的研究框架及主要内容。

文章第二章对资本结构相关理论的回顾与本文研究的理论基础。沿着资本结构理论发展脉络，介绍了权衡理论、代理理论、优序融资理论，并着重介绍市场时机理论较前人相关理论的传成和发展。为后面研究作了理论上的铺垫。

文章第三章我国市场现状分析，即我国股票市场特征与融资条件的分析。分析了我国股票市场的特征，股权结构。结合投资者非理性和市场的非有效性分析了我国股票市场价格高估的现状与成因。最后，从国家政策面，分析了我国上市公司股权再融资政策的演变。为第四章的机理分析提供现实依据。

文章第四章对我国上市公司股权融资偏好的市场时机机理分析。首先，我国上市公司股权融资偏好的研究归类，分析股权融资偏好原因。然后，针对转型时期股权分置，解析股权融资市场时机的产生和表现。最后，基于市场时机假说阐述和推导我国上市公司股权融资偏好的利益动因模型。

文章第五章用实证的方式分析股权融资市场时机对上市公司资本结构变动的影响方式及效果。将股权融资从导致杠杆变动的资金来源构成中分离出来，作为五章实证的基本思想，以独立检验市场时机选择是否通过股权融资渠道影响企业资本结构。同时检验样本公司是否利用了股票市价被普遍高估的市场条件，通过再融资引起资本结构的变化。

文章第六章用实证的方法分析股权融资市场时机对上市公司资本结构累积变化影响，以及检验股票市价是否对企业 IPO 后资本结构的累积变化具有持续的作用。考察监管政策通过对样本公司总体再融资次数的节制，是否了在大多数时间里较为有效的抑制了股价高估市场条件下容易引发的过度股权融资行为。

文章第七章政策建议部分，面对我国上市公司目前的融资现状，就如何规范上市公司的融资行为，从优化上市公司股权结构，大力发展债券市场，培育理性和成熟的投资者三个方面提出相关建议。

文章第八章结论部分，从本文研究出发点，研究现实条件，检验结果等方面简要总结了文章的主要研究结论。

1.3.2 研究方法

在研究方法上，本文选择沪深两市 1992—1997 各年度首次公开发行的 A 股上市公司作为研究样本，主要借鉴了 Baker and Wurgler(2002)研究的基本思想，以样

本公司首次公开发行年份作为研究的起始点,采用一系列 OLS 回归,考察中国上市公司的资本结构在 IPO 后的年度变化和累积演变过程,以检验这样的过程在多大程度上是源于股票市价偏差所形成的市场时机。同时综合考虑再融资监管政策的作用,将考察样本按再融资次数多少分为三类,对比分析,考察我国监管政策对股权融资市场时机的行为的规范效应。

1.4 本文的主要研究特色

本文从股权融资市场时机的角度来分析上市公司融资决策行为和对资本结构选择的影响,其特色在于:

① 选题较新颖。最早进行资本结构市场时机选择理论研究的是 Baker 和 Wurgler。他们于 2002 年发表的“市场时机选择和资本结构”一文标志着资本结构的时机选择理论的形成。国内在该领域的研究尚处于起步阶段,结合我国股票市价状况、股票定价差异和再融资监管政策等市场特征的研究还未展开。本文基于我国股票市场融资条件和上市公司股权融资偏好的市场时机利益动因,研究了市场时机对上市公司资本结构选择的影响,研究的主题和视角较新颖。

② 通过细致的分类描述性统计,解析了我国股权分置下的股权融资市场时机,并运用独立样本 T 检验的计量方法,考察了上市公司股权再融资前后的每股净资产差异。研究结果发现:由于股票市价的普遍高估以及股权二元设置下的差别化定价体系,使上市公司面对十分有利的资本市场融资条件,加之股权融资的成本偏低,无疑强化了上市公司的股权融资偏好。而流通股与非流通股的制度性分割,则使得资本市场融资条件对上市公司的有利程度被进一步扩大。股票市场的高市盈率,使得即使按流通股价折扣确定的配股和增发价格依然远高于发行前的每股净资产,股权融资带来的每股净资产增值大大超过了股本稀释导致的每股权益损失。

③ 研究分类与中国现状结合紧密。转轨经济时期,股权结构与发达国家市场显著的表现出不同的特征。由于股权结构制度性分割,上市公司近三分之二的国有股和法人股不可流通,由于流通股的规模偏小和上市资格的稀缺导致了股票供求关系的长期失衡,流通股自身的市价不仅长期被普遍高估,而且显著高于非流通股的每股净资产定价。再融资政策的出台,使得企业选择股权融资行为的自由度受到了制度性约束。本文研究的主要目的之一是监管政策在高估的市场条件下对企业主观融资行为所产生的现实作用结果。因此,把研究样本按照再融资政策作用效果进行划分。参照组和总体样本公司的股权融资次数之间存在显著的差异,应是由再融资政策导致的。

④ 在运用股权融资市场时机理论对我国股票市场融资条件的分析基础上,结合再融资政策的作用和影响我国上市公司资本结构的其他因素,实证分析了股权融资市场时机对我国上市公司资本结构选择的影响。研究发现:1)股票市价高估的市场时机是通过股权融资引起了资本结构的变动,而非通过留存收益变化和剩余杠杆的变化;2)对于融资次数较多组,股票历史市价对当前资本结果和资本结构的累积有显著的影响;3)然而对融资次数较少组,股票历史市价对资本结构的影响基本无相关性。可见,虽然上市公司都面对股票价格高估的市场时机,但由于再融资监管政策的制度性约束,并非所有公司都能利用股票市价普遍高估的时机进行股权融资,从而通过融资资金来源中权益部分的差异导致了资本结构的差异。

2 资本结构的相关理论基础

西方企业资本结构理论的演进以 1958 年经典的 MM 理论为标志。美国著名经济学家 Modigliani 和金融学家 Miller 于 1958 年 6 月在《美国经济评论》上发表了著名论文“资本成本、公司财务及投资理论”，其主要的内容是：在有效市场和完全套利的假设下，公司的融资结构和股利政策不会影响公司的市场价值(称为“MM 定理”)。

MM 定理实际上是一系列无关性命题的通称，包括在“资本成本、公司财务及投资理论”一文中提出的定理 I、定理 II、定理 III，1961 年 10 月发表于《商业学刊》的“股利政策、增长和股票估价”一文中所提出的一项推论，以及 1963 年 6 月发表于《美国经济评论》的“企业所得税和资本成本：一项修正”一文中的修正结论等。一般在融资决策和公司价值无关性命题中经常被提及的是定理 I、定理 II 以及他们的修正结论。

此后，围绕 MM 理论展开了一系列的讨论，确立了 MM 定理的学术地位，同时对 MM 定理进行扬弃，多角度的探索企业资本结构之谜，发展出权衡理论、代理理论、优序融资理论，以及市场时机理论等很多具有实践指导意义的结论。

2.1 资本结构的权衡理论

MM 定理固然具有开创性，但是现实的资本市场是复杂多变的，严格的条件和完美的假设使得它们缺乏实际的可操作性，由此得出的结论也不具有普遍意义。因此，自 MM 定理提出以后，70 年代前后，权衡理论是企业资本结构理论在当时最重要的发展，现代融资理论的研究便逐步放宽假设条件，即企业利润的课税制度和破产惩罚的存在，而后续的研究基本上沿着如下两个方向发展：

① 税差学派

即企业价值与企业债务成线性关系，债务越多，企业价值越高。而企业的股票收益率模型由于考虑了公司税的影响，此时的股票利益要小于无公司所得税时的股票收益率。以莫迪格利安尼和米勒(Modigliani and Miller, 1958)、贝南(Brennan, 1970)^[29]等人为代表，主要探讨在引入税收制度后，各类税收差异与资本结构的关系。Stapleton(1972)^[30]研究了债券利息和股票收益个人所得税不同对公司融资结构的影响。

② 破产成本主义

以 Baxter(1967)^[31]，Kraus and Litzenberg(1973)^[32]，Stiglitz(1988)^[33]为代表，主要研究破产成本对资本结构的影响。

在此基础上, 20 世纪 70 年代, 这两大学派最后归结到斯科特(Scott, 1977)^[34]、梅耶斯(Myers, 1984)、考斯(Kraus, 1987)等人所倡导的权衡理论, 以及迪安吉罗和马苏里斯(DeAngelo and Masulis, 1980)^[35]和梅耶斯(Myers, 1984)^[38]等主张的后权衡理论。权衡理论完全是建立在纯粹的税收利益和破产成本相互权衡的基础上, 这派理论并且得到实证上的支持。后权衡理论主张企业最优资本结构在于权衡债务与非债务的税收利益与破产成本, 将负债的成本从破产成本进一步扩展到代理成本、财务困境成本和非负债税收引申到非负债税收利益方面, 实际上是扩大了成本和利益所包括的内容, 把企业最优资本结构看成是税收利益与各类与负债相关成本之间的权衡。

2.2 资本结构的代理理论

1976 年, 詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)开创性在《财务经济学报》上发表“企业理论: 管理行为、代理成本和股权结构”, 提出了著名的代理成本理论。自此以来, 研究人员对由代理成本(即委托人与代理人之间的利益冲突)所决定的资本结构模型的研究投入了大量的精力。

Jensen 和 Meckling 将利益冲突划分为两种类型:

① 股东与经理人员之间的利益冲突

这种利益冲突起因于经理人员剩余索取权不足。由于剩余索取权不足, 经理人员承担了增加利润的所有成本, 但却不能得到利润增加的全部。因此, 经理人员很可能在企业经营中偷懒, 或者, 可能通过改善办公条件、建立企业帝国等在职消费手段, 将公司财富转化为个人利益。经理人员承担了抑制上述在职消费的全部成本, 但却只能得到因此而增收的一部分。因此, 他们常常不去追求企业价值最大化, 而是在谋求在职中过度放纵自己。这种经理人员无效率随着经理人员持股比例的增加而减少, 反之, 随着经理人员持股比例的减少而增加。Jensen 将经理人员持股比例的减少所导致的无效率称之为股权代理成本。假定经理人员绝对投资不变, 那么, 企业债务融资比重的增加将增加经理人员持股比例, 减少经理人员与股东利益冲突所造成的损失。此外, 由于债务融资将迫使企业支付现金, 从而使经理人员可以用于在职消费的自由现金流减少。负债融资这种缓解经理人员与股东之间利益冲突的作用称之为债务融资利益。

② 债权人与所有者之间的利益冲突

这种利益冲突产生的原因在于债务契约为所有者提供了一种次优投资激励。具体而言, 依据债务契约, 如果项目投资获得了高于债务面值的投资回报, 所有者将获得其中的绝大部分。然而, 一旦投资失败, 根据有限责任原则, 债权人将承担其后果。在这种制度安排下, 所有者可以从高风险投资中获利, 尽管这些投

资可能导致企业价值的下降。这样,所有者从债权人的损失中获得的利益完全可能超出其不良投资所造成的股票价值损失。然而,一旦债权人预期到所有者的未来行为,所有者就必须承担不良投资的一切后果。这种情况下所有者将面临更高的债务融资成本,甚至是债务筹资困难。这样,债务融资导致了风险投资激励成本。这是债务融资的代理成本效应,一般称之为资产替代效应。

Jensen 和 Meckling 认为,可以通过权衡债务代理成本与债务融资利益确定最优资本结构。随着债务融资比例的提高,负债融资利益(即股权代理成本)将减少;相反,负债融资成本将增加。当负债融资的边际利益与负债融资的边际成本相等时,企业资本结构实现最优。

2.3 资本结构的优序融资理论

现代融资结构理论发展到权衡理论,放松了除信息以外的所有假定,解释了不同融资方式收入索取权的差异,进一步贴近了经济现实。但上述理论只是把融资结构局限在作为企业收入流量的外生变量,而没有说明为什么企业用不同的融资结构作为降低融资成本,提高企业价值的手段。进入 20 世纪 70 年代以后,对信息不对称现象的研究逐渐渗透到各个经济学研究分支领域,信息经济学、博弈论、委托代理理论等不对称信息研究理论得到重大发展和突破。众多学者也开始从不对称信息的角度来研究企业融资结构问题,这些理论研究并不是继续延续以前企业融资结构理论中注意税收、破产等外部因素对企业最优融资结构的影响,而是试图通过信息不对称理论中的信号、动机、激励等概念。从企业融资结构分析,将平衡问题转化位结构或制度设计问题,位企业融资结构理论研究开辟了新的研究方向。通过对企业筹资广泛调研,得出了一般企业的筹资程序是:首先利用内生现金流集资,即优先使用保留盈余和折旧。当内生现金流不能全部支持投资项目,再选择出售有价证券。如果销售证券还不能满足投资需要,就会进行外部筹资。其选择顺序首先是发行普通债券,其次是可转换债券,最后才发行股票。这种先内后外,先债后股的经验筹资次序,与已有的融资理论主张不符。

梅耶斯和麦杰拉夫的优序融资结构理论是最早系统的将不对称信息引入企业融资结构理论研究。梅耶斯和麦杰拉夫(Mayers and Majluf, 1984)吸收了权衡理论、代理理论以及信号传递理论,提出了优序融资理论。该理论主要研究了资本结构作为一种信息在信息不对称情况下会对投资、融资顺序产生影响,同时,不同的融资顺序也会对资本结构的变化产生影响。梅耶斯和麦杰拉夫认为,在信息不对称的条件下,企业的融资结构时内部管理者传递项目质量的手段。在企业需要为新投资项目进行融资时,如果选择股权融资的方式,对投资者来说,则是一个坏消息,因为管理者比潜在的投资者更了解投资项目的真实价值,如果项目的净现

值为正,说明项目具有好的盈利能力,这时,代表原有股东利益的管理者会不愿意发行新股,以免将企业拥有好项目的信息传递给外界,从而将利益转移给新股东,而更愿意发行债券融资。因此,由于逆向选择,企业只可能在股价高估时才愿意发行股票。这样,外部投资者自然不愿意购买股票,从而引起股票价格下跌,股票价格下跌显然会增加企业的融资成本,影响企业的投资决策。所以企业最为稳妥的融资方式是以保留盈余进行内部融资,这样不仅可以避免外部融资所造成的企业价值降低,而且可以确保原有股东的利益。在企业保留盈余不足以满足项目投资的资金需要的情况下,企业外部融资的最优选择应当是债务融资。因为,利用债务融资,一旦项目实现盈利,债权人得到的只是固定利息,得到大部分利益的仍然是原股东。再者,债务融资以企业资产为抵押,通常对企业价值的影响较小。因此,在企业面对良好的投资机会时,所采取的融资顺序是,内源融资、债务融资、发行股票,即企业总是尽可能的利用内部积累来投资,其次是进行债务融资,直到因债务融资导致企业可能发生的财务危机时,最后才考虑发行股票,梅耶斯将其称为企业融资的“啄食顺序”。

另一位优序融资结构学说学者纳拉亚南(Narayanan, 1988)^[36]用一种略微不同的方法得出了与梅耶斯—迈基里夫模型类似的结论,所不同的是,梅耶斯等人认为信息不对称不仅存在于需要融资的项目,而且存在于企业现有的资产中,所以梅耶斯等更为关心企业在资本市场为新项目融资时对企业现有资产的影响,而纳拉亚南则只考虑新投资机会的信息不对称现象,他认为其模型将对没有现有资产、渐成立企业或者从企业分析出来的某一部分头能适用。梅耶斯等人的优序融资结构理论另外一个非常重要的贡献就是将企业融资结构问题通过信号的传递于证券市场的反应充分的直接联系起来,而回避了以前理论中必须通过资本资产定价模型才能间接联系的效果,使得企业融资问题通过证券市场得到大量的实证分析。因此,尽管众多的后续研究对优序融资理论的正确与否争执不下,然而,综合而言,大多数的研究还是认为优序融资理论下的融资顺序是相对合理的。

2.4 资本结构的市场时机理论

近年来,随着资产定价领域对资本市场有效性假说的实证和质疑,产生了行为金融学。行为金融学的兴起源自于对行为主体是“理性经济人”这一基本假设的质疑,对“理性经济人”基本假设的否定导致了对有效市场假说的颠覆,并在极大程度上改写了一系列基于理性经济人假设为前提的传统经济理论。

行为金融学运用于公司金融领域,相应产生了行为公司财务(Behavioral Corporate Finance)。行为公司财务关注资本市场条件对企业财务决策的影响,也即研究市场投资者的非理性如何影响公司的投融资决策。

目前,大量行为公司财务的研究集中于理性的公司管理人员和非理性的投资者假设前提下企业的资本结构、融资决策和投资行为。研究结果显示:投资者的非理性导致股票市场不总是那样的理性,并往往给企业价值错误定价。投资者的非理性行为造成的定价错误对于公司资本结构产生重要影响。

Stein(1996)提供了一个分析框架,认为在公司股价被高估的时候,理性的经理人会倾向于多发行股票而从中牟利,与此相反,当股价被低估的时候,会更倾向于回购股票。这个分析框架被称为“市场融资时机说”(Marketing Timing View)。大量的研究有力地证实了股权融资中存在上述融资时机,并由此推动了行为公司金融发展。

Graham 和 Harvey(2001)的研究令人信服的支持了股权融资的市场时机假说。他们对 300 多家美国公司财务总监进行了匿名问卷调查,三分之二的被调查者认为:股票市场对公司股票价格的高估或低估程度是决定发行普通股时的重要依据。

最早进行资本结构市场时机选择理论研究的是 Baker 和 Wurgler。他们于 2002 年发表的“市场时机选择和资本结构”一文标志着资本结构的市场时机选择理论的形成。Baker 和 Wurgler 发现那些在公司的市场评价较高(以市场价值/账面价值 M/B 衡量)时募集了资金的公司,其财务杠杆较低,而那些在公司的市场评价较低时募集资金的公司,其财务杠杆较高,因而他们考虑权益市场时机选择是否对资本结构有短期或长期的影响。带着这一问题,他们首先研究了市场价值/账面价值比率对杠杆变化的净影响,并将杠杆的变化进行分解,以检验这种影响是否如市场时机选择理论所预言的那样来自于净权益发行。他们将杠杆变化分解为权益发行、留存收益、杠杆变化残值三部分,将这三部分分别与影响资本结构的因素(包括有形资产占比、盈利能力、公司规模、市场价值/账面价值比)进行回归分析,结果证明市场价值/账面价值比对杠杆变化有显著影响,并且这种影响是通过权益发行实现的。Baker 和 Wurgler 构造了“市场价值/账面价值比的外部融资加权平均数”来表示过去的市场评价。比较各个变量对杠杆决定的作用,拟合优度的差异说明历史评价信息越来越与公司相关。短期来看,较高的市场价值/账面价值比将降低杠杆。从横截面来看,历史上较高的市场股价对应着较低的杠杆。接下来还考虑了外部融资加权平均市场价值/账面价值比的影响是否持久这一问题。通过三个回归方程来直接检验过去的市场评价对资本结构影响的持久性,结果表明在不同的检验方式下,“市场价值/账面价值比的外部融资加权平均数”这一变量始终是显著的,并且比别的变量影响更为强烈,这就表明历史的市場评价对资本结构有较大的持久性影响。

权衡理论认为市场价值/账面价值比是投资机会、风险或其他的理想资本结构的代表指标,资本结构最终会适应市场价值/账面价值比的变化,所以市场价值/账

面价值比的短暂波动只会有短暂的影响。但实证发现市场价值/账面价值比有长期持久的影响。优序融资理论认为高投资的阶段将会提高债务比率,但事实是债务比率降低了。因此,无论是权衡理论还是融资优序理论都不能很好地解释这些现象,于是 Baker 和 Wurgler 提出:资本结构是公司过去进行权益市场时机选择累积的结果,市场时机选择理论能很好地解释资本结构的形成。

Baker 和 Wurgler 认为有两种形式的权益市场时机选择。一种是 Myers 和 Majluf(1984)的理性管理者和理性投资者的动态行为学说,逆向选择成本在不同的公司中和不同的时间上均有不同,此时,市场价值/账面价值比的波动衡量了逆向选择的变化。当发布了有利的信息以后,由于减少了公司的管理者和股东之间的信息不对称性,公司通常选择发行权益,信息不对称减少了,同时公司股票价格提高,公司因此为自己创造了可供利用的时机。如果偏离理想资本结构的成本小于发行成本的变化,那么市场价值/账面价值比过去的变化就会有长期持久的影响。第二种学说是管理者认为投资者是非理性的。由于其非理性行为,使得公司的股票错误定价,而且这种错误定价也会随时间变化。当管理者察觉到股票被错误定价,并且当股价被高估时,公司选择发行权益;而当股价被低估时,公司选择回购权益。由于市场价值/账面价值比与未来的权益收益负相关,而市场价值/账面价值比的极值又反映了投资者的极端预期(过度乐观或过度悲观),如果管理者试图利用这种极端的预期,那么净权益发行就会正相关于市场价值/账面价值比。如果没有理想的资本结构,那么当公司被正确定价,权益成本回到正常水平时,管理者并不需要推翻原来的决定,这就导致了市场价值/账面价值比的短期波动对资本结构有持久的影响。

资本结构的市场时机选择理论也存在着很大的争论。其中学者讨论较多的问题之一是市场时机选择对资本结构的影响是否持久的问题。如果公司迅速朝目标杠杆调整,即使市场时机选择是公司融资的重要动机,市场时机选择的影响也是短期的。一些学者承认市场时机选择短期内对资本结构有显著的影响,但长期来看这种影响不显著,长期来看公司的资本结构理论与权衡理论是一致的。

Kayha 和 Titman(2004)^[37]在更长的时间段内检验了资本结构的变化,检验现金流、投资支出和股票价格历史怎样影响公司债务比例。结果表明股票价格的变化、金融赤字对资本结构变化有强烈的影响。市场时机选择是决定短期资本结构的重要因素,但它们对资本结构的长期影响不显著,长期来看公司朝权衡理论预测的目标杠杆比率移动。

Frank 和 Goyal(2004)^[38]在向量自回归(VAR)框架下分别分析了债务和权益的调整而不是以杠杆比率的形式来研究杠杆调整的路径。市场环境(M/B 代表)影响债务调整过程但不影响权益调整。市场环境对杠杆的调整,假如在给定的某年市

场价值/账面价值比较高,那么在下一年债务将减少。较高的 M/B 不能显著预测权益的变化。Frank 和 Goyal 认为债务和权益的长期关系符合权衡理论的预测。

然而,同时有不少文献认为向目标杠杆的调整的速度是缓慢的如 Jalilvand 和 Harris(1984), Fama 和 French(2002)^[39]。Welch(2004)通过公司股票收益对市场杠杆的重要性分析证实调整是缓慢的。Kayhan 和 Titman(2005)虽然认为市场时机选择只有短期的影响,但朝目标杠杆的调整也是缓慢的。Ati(2004), Hovakimian(2005), Leary 和 Roberts(2005)研究表明向目标杠杆调整迅速,但他们没有估计调整的速度。Baker 和 Wurgler(2002)发现市场价值/账面价值比的影响持续 10 年,即使以 10 年前的数据计算的市场价值/账面价值比的历史路径也比当期的市场价值/账面价值比更有影响力,10 年后 73%的初始效应仍然明显。

2.5 本章小结

本章是后面研究的理论铺垫。从经典的具有标志性的 MM 理论为起点,围绕对 MM 定理进行的扬弃,沿着资本结构理论发展脉络,回顾介绍了与本文研究相关的理论:权衡理论、代理理论、优序融资理论,并着重介绍市场时机理论较前人研究理论的传成和发展。无论是权衡理论还是融资优序理论都不能很好地解释:市场价值/账面价值比的长期持久影响;高投资的阶段为何债务比率降低了等资本市场存在的现状。Baker 和 Wurgler 提出的市场时机理论能很好地解释资本结构的形成,资本结构是公司过去进行权益市场时机选择累积的结果。

3 我国股票市场特征与融资条件的现状及成因分析

3.1 我国股票市场的特征分析

3.1.1 股票市场结构特点

我国的上市公司,绝大多数是由原国有企业改制而来。股票市场结构复杂化,上市公司股票种类繁多,主要包括国家股、法人股、内部职工股、转配股、A股、B股、H股七种类型。A股指境内上市的普通股,B股指境内上市的外资股,H股指我国上市公司在香港发行和上市的股票。其中国家股、法人股、内部职工股、转配股是从同一市场中股权的不同归属角度划分的。这类股票不能在股票市场自由转让,只能通过协议在场外转让,但其协议转让价格远远低于同一公司的A股价格。A股、B股和H股是从分割的市场角度划分的。这三种股票能在交易所流通,但它们只能分别在彼此分割的市场上流通,并有着不同的价格。各个不同的股份在投资形式、投资成本和股东收益等方面有着不同的内涵,这就从实质上增加了我国股票市场结构的复杂性。

3.1.2 上市公司股权结构

股权结构是指公司股东的构成,包括股东的类型及各类股东持股所占比例,股票的集中或分散程度,股东的稳定性,高层管理者的持股比例等。

长期以来,由于历史问题的原因,我国上市公司的股权结构既不规范,也不合理,存在着明显的“人为分割”特征,主要表现在:股权结构分割为非流通股和流通股两大部分,其中非流通股分为国有股和法人股等,流通股分为A股、B股和H股等。股权结构的人为割裂造成“同股同权同利”基础的丧失,利益的差别导致非流通股股东和流通股股东各自追求不同的目标。因此,我国上市公司股权结构呈现出以下几个特点:

① 国有股权过于集中,即“一股独大”

在我国上市公司股权结构中,国有股(国家股和国有法人股)占有相当大的比重。截至2004年12月31日,沪、深两市上市公司国家股占上市公司总股本的比重为46.97%,非流通法人股占上市公司总股本的比重为16.47%,两者合计占上市公司总股本的比重为63.44%,仍处于绝对控股地位(见表3.1)。“一股独大”的后果是公司的重大融资、投资和经营决策将由“大股东”控制,充分反映“大股东”的意志,这样,广大中小股东的利益就得不到保护,当“大股东”利益与中小股东利益相悖时,大股东极有可能损害中小股东利益。尤其是我国国有产权管理体制还没有完全理顺的情况下,国有股委托代理链过长,国有产权虚置,国有产权没有形成有效的代理、监督机制,国有股权实为内部人控制,内部人极有可能为了自身利益而损

害中小股东利益。

② “所有者虚位”

非流通股股东因其本身并不是国有资产的终极所有者，并非资产的真正股东，而是代理股东，他们不须最终承担决策成本和权力行使成本。国有股持股主体具有浓厚的行政化色彩。这些国有股东不是按照市场经济的要求，以企业价值最大化为目标行使权力做出决策，而是在很大程度上沿袭了计划经济体制下滥用权力、过多干预企业的做法。不仅如此，国有股东还可以通过补贴、设租、甚至与经营者合谋的方式转嫁其权力行使成本，获得个人收益，使大股东这一制约因素近于失效，不能起到监控经理人员、改善经营业绩的作用。

③ 非流通股本所占比重过大

从股票的流通性来看，我国上市公司的股权结构由流通股和非流通股两部分构成。非流通股约为总股本的 2/3 左右。非流通股主要是国家股和法人股(国有法人股和社会法人股)，其中国家股又占绝大部分。这种股权分裂的格局，导致股东控制权的残缺。股东行使控制权主要有两种方式：一是在股东大会上投票，直接参与企业的经营决策，二是在股票市场上转让股票，通过影响股价而间接地影响企业的经营决策。但是，由于国家股和法人股不允许在股票市场上流通，虽然可以在市场外协议转让，但转让的对象和条件都有严格的限制，并且最终必须通过政府机构审批，这就使非流通股持股主体难以借助股票市场来行使自己的控制权。另一方面，由于“搭便车”效应的影响，大多数持有流通股的小股东无意参加企业的股东大会，他们一般只注重短期盈利，经常采用“用脚投票”方式，股票换手率相当高。

表 3.1 上市公司历年股本结构统计表(亿股)

Table.3.1 Statistics of the listed company's ownership structure(Hundred million)

年度	国家股	发起法人股	外资法人股	募集法人股	内部职工股	其他未流通	A 股	B 股	H 股	合计
1998 年	865.51	528.06	35.77	152.34	51.70	31.47	608.03	133.96	119.95	2526.79
1999 年	1115.52	591.34	40.50	190.36	36.98	35.02	812.90	141.91	124.54	3089.07
2000 年	1473.92	643.75	46.20	214.21	24.29	33.62	1079.62	151.57	124.54	3791.73
2001 年	2410.61	663.17	45.80	245.25	23.75	16.28	1318.13	163.10	331.94	5218.03
2002 年	2774.78	686.92	53.26	282.13	14.73	27.33	1509.49	167.21	360.08	5875.92
2003 年	3029.58	712.30	56.69	326.61	11.03	21.05	1716.95	175.35	377.62	6427.19
2004 年	3931.51	756.66	62.26	380.68	8.20	21.07	2118.22	185.07	516.36	7771.82

资料来源：中国证券监督管理委员会统计资料整理(<http://www.csrc.gov.cn>)

3.1.3 股票投资者非理性

在股权融资中,投资者通常分为个人投资者和机构投资者两大类。前者是指从事股票投资活动的个人,后者是指从事股票投资活动的组织,如自营券商、投资公司、投资信托公司、保险公司和各种基金组织等。与个人投资者相比,机构投资者的资金雄厚,收集和分析信息的能力强,投资对象较为分散,而且拥有专家理财优势,它们在我国已成为股权融资中有较大影响力的投资者。

同大多数新兴市场相似,我国证券市场中也存在大量的投资心理不成熟和交易行为不理性的投资者,而转型经济下的特定背景则使这些非理性行为和心理偏差呈现出显著的中国特色。

李国旺等(2001)^[40]对投资者行为进行研究,进行的问卷调查研究表明,我国投资者普遍存在“过分自信”和“盲目从众”的双重心态,投资者普遍习惯于短线操作,很可能成为受市场人气控制的非理性投资者。

李心丹(2002)^[41]分别采用问卷调查和个人投资者帐户的实际交易数据,对我国证券市场的投资者行为特点进行了实证检验,发现我国个人投资者在投资行为上存在诸多的认知偏差。对问卷调查对象分两组测试,一组对文化层次较高的投资者,另一组对普通的股民。研究结果发现,在面对风险性选择时,两组投资者具有相似的认知偏差。可见,由于文化背景相似,我国证券市场投资者的心理认知偏差没有因为教育程度和文化层次的不同而产生明显的差异。

同时,我国证券市场,受政策面的影响很大,使得投资者普遍存在显著的“政策依赖性偏差”,投资者的交易频率会随政策的出台与政策的导向发生变化。当有利好政策出台时,投资者表现出的“过度自信”偏差会更加明显,从而导致交易的异常活跃与交易频率的明显加快;当利空政策出台时,投资者表现出“过度恐惧”偏差,从而导致其反应会超出政策本身的力度。

学者们发现,在我国证券市场,无论是个人投资者,还是机构投资者都存在明显的非理性投资行为:

对于个人投资者,赵学军等(2001)^[42]通过分析某大型营业部投资者的账户发现:我国投资者更加倾向于卖出盈利股票而不是亏损股票,具有典型的“处置效应”倾向,而且这种投资者的非理性倾向比国外同类研究的发现更加严重。攀登和施东晖等(2003)^[43]对我国投资者“处置效应”的进一步研究表明:投资者通常将前一个月内的最高价和最低价作为买卖时的心理定位,倾向于在买入时采用动量策略,而在卖出时采用反向策略。

对于机构投资者,吴世农和吴育辉(2003)^[44]运用行为金融的投资策略理论,以基金重仓持有的股票过去6个月的累积超常收益构造赢家组合和输家组合,对上述组合在未来12个月内的收益趋势进行了考察,结果发现:赢家组合发生了收益

反转现象,而输家组合发生了收益惯性现象。进一步的研究发现:赢家组合和输家组合未来12个月的累积超常收益与组合形成期股票的流通股市值和基金持有该股票的比例成反比,但与公司每股收益成正比,存在显著的规模效应和基金持股效应。而导致基金组合赢家变输和输家更输现象的原因是机构投资者也存在追涨杀跌心理、短期套利行为和基于自我控制心理的止损行为。

陈浩(2004)^[45]应用LSV方法,发现在中国股市以投资基金为代表的机构投资者之间存在显著羊群行为,投资基金在卖出股票时的羊群行为要强于买入股票时;并且,相比交易历史收益率一般的股票,投资基金在买卖历史收益率极端的股票时羊群行为要更显著,同时投资基金存在追涨杀跌倾向,且追涨倾向要强于杀跌;另外,相对大盘股,以投资基金在买卖小盘股时羊群行为更明显。

周春生和杨云红(2005)^[46]则从交易型价格操纵的视角研究了机构投资者和控市股东的非理性投资行为。他们的研究表明:机构投资者在股价操纵的过程中存在一个建仓期。在操纵期过程中,机构投资者的换手率越高则股价波动越大,从而在建仓期内回报率与换手率,换手率与收益波动率之间存在显著的正相关关系。

在我国目前的资本市场中,大量非理性个人投资者的存在是导致机构投资者采用交易型价格操纵策略并从中获利的重要原因,而无卖空机制设计下的有限套利制约则提高了获利的可能性。

对于以上投资者的认知偏差和非理性行为,部分是在一般新兴市场的研究中已发现的,而在转型经济条件下的政策依赖等认知偏差却具有中国特色。这种认知偏差对投资者的行为有明显导向作用,使得投资者决策常常呈现过度反应和反应不足的倾向。因此,我国投资者的非理性行为,在很大程度上可能会加剧我国证券市场的非有效性。

3.1.4 股票市场非有效性

前面部分对我国投资者的非理性行为作了分析,可以看出投资者的行为对资本市场效率产生了影响。然而,对于影响的效果和程度,还需要通过大量检验市场效率的经验研究来进行详细刻画。到目前为止,我国的实证研究对于证券市场的有效程度也已进行了一些相关的探讨。

冯玉明(2001)^[47]研究发现,中国的证券市场并不是一个有效市场,行为金融在中国证券市场上同样存在中国股市存在一种“轮涨效应”或“补涨效应”,即平均而言,前一段时期内涨幅较小的股票在以后一段时期的表现会比前一段时期内涨幅较高的股票表现更为良好。这个结果同中国证券市场长期以来存在的个股轮番炒作现象是相吻合的。这种“轮涨效应”的存在,是我国市场还不成熟的表现。

徐益华和杨晓明(2002)^[48]通过采集中国证券市场上流通盘较大、操作较规范的证券投资基金的截面数据,构建简化模型检验资本资产定价模型(CAPM),从而检验其成立的假设前提条件中国资本市场是有效的这一命题。检验结果说明以某资产必发报酬率与市场不可分散风险之间必然存在线性关系为主旨内容的资本资产定价模型在国内证券市场上并不成立,即表明我国证券市场仍处于非效率状态。

解保华等(2002)^[49]以上证综指和深证成指的变化行为为研究对象,用单位根、方程比(VR)和序列二阶相关性检验方法(BDS)对其是否服从随机游走过程进行检验,从而判断中国股票市场弱式有效性是否成立。结果发现:虽然两指数行为服从单位根过程,且上证综指和深证成指序列在同方差情形下基本能够满足序列一阶不相关,但异方差情形下却是序列一阶相关,而 BDS 检验说明异方差情形普遍存在。因此得出,中国股票市场弱式有效性并不成立的结论。

有效市场理论认为,对于一个风险中性的理性投资者,股票的基本价值和价格服从随机游动规律,收益率是不可预测和无历史记忆的。但对我国证券市场的经验研究表明,市场的收益率却具有不同程度的长期记忆特征。

赵桂芹和曾振宇(2003)^[50]认为投资者对信息的反应具有非线性特征,当超过临界点时,以往被忽略的信息会以聚集的形式爆发性地表现出来,因此证券市场具有长期记忆特征。同时分析了上海证券交易市场的交易量数据,认为上海市场具有长期记忆特征,长期记忆主要原因是因为市场中存在较多的噪声交易者,而缺乏套期保值工具和信息披露的不完善又放大了投资者对信息反应的集群性。

此外,我国的股市作为转轨经济中的新兴证券市场,其本身的脆弱性也亦十分明显。邹小芃(2003)^[51]通过对我国沪市近 9 年的交易数据进行实证分析,检验过度反应现象。作为新兴证券市场,我国证券市场处于初建之中,交易规则,监管机制以及信息制度等都在逐步完善,制度本身的不完善如缺少做空机制,套利受限,使市场股价的波动容易形成单边走势,而且我国投资者以散户居多,他们大多缺乏投资知识和技能,得不到充分的市场信息,分析市场的能力也有限。这样,投资者不仅面对微观上市公司未来经营收益的不确定,还要面对规则政策出台的不确定性,导致我国证券投资者的认知偏差加剧地在市场交易中表现出来,因而在证券市场中表现出超涨超跌的股价波动,即显著的过度反应。

同时,从西方成熟市场的理论和经验研究中我们发现,完善的市场制度条件是一个相对有效市场的建立与形成应该具备的一个关键性前提。只有在完善的制度供给条件下,投资者才能通过市场运行机制和定价机制使资本市场资源的配置充分有效。

刘波,曾勇等(2004)^[52]分别对沪、深股市的羊群效应进行了独立和联合实证研究,结果表明:沪、深股市及中国股市整体上都存在显著的羊群效应,且市场下降时的羊群效应比市场上升时强,此结论在市场存在规模效应时也具有很好的鲁棒性。中国股市向来被称作“政策市”政策干预频繁,系统风险大,使股价较多的体现了政策干预等系统因素的影响,而使股票市场本身的价格发现功能和资源配置功能遭到破坏,而在信息传递机制上,我国股市的信息披露缺乏及时性,准确性,而且内幕交易很多,这使得投资者的信息严重不对称,这就使投资者构成了“随大流”从众的动机,进而产生羊群效应。同时,国内投资者的投资不成熟,整个股市过度投机,噪声交易严重,也为羊群效应盛行营造了一个大环境。

我国证券市场的建立,实现了传统信用条件下银行主导融资制度向现代市场经济条件下证券融资制度的转换。但是由于经济制度与市场条件的不同,政府主导型证券制度与西方自由发展的证券制度之间在两者制度效率上却存在的显著差别(张宗新 2005)^[53]。随着市场的建立后的启动运行,政府的制度安排和证券市场内在的运作规律之间的差异和摩擦逐步显现,并在这一差异的磨合过程中时常出现市场效率的制度性损耗,市场边界与政府行为边界的界定不清。从而导致市场风险转嫁给国家,并转化为系统性风险;政府的制度风险反应到市场之中,并由市场自身来消化。由此可见,不仅是投资者的非理性行为,而且在市场建立和演进过程中的制度因素也直接导致了我国证券市场的非有效性。

3.2 我国股票市场价格高估的成因分析

表 3.2 1997—2004 年证券市场市盈率的国际比较

Table.3.2 International compare of the price-earnings ratio in security market (1998-2004)

年度	上海	深圳	纽约	伦敦	香港	新加坡	泰国
1997 年	43.1	44.5	23.7	17.9	11.2	14.1	6.1
1998 年	37.1	34.8	33.5	21.6	9.9	17.6	9.6
1999 年	41.2	40.5	28.1	28.3	24.8	17.8	13.6
2000 年	62.8	60.6	22.6	21.6	11.9	19.4	5.1
2001 年	40.3	42.9	23.5	18.8	11.3	15.6	4.5
2002 年	37.2	39.9	24.4	16.4	13.8	19.7	6.5
2003 年	39.5	40.4	24.1	16.1	13.6	19.4	6.4
2004 年	26.2	27.6	24.6	16.5	13.9	19.8	6.6

数据来源:《中国证券期货统计年鉴 2005》;其他国家数据来自 FIBV 年度资料

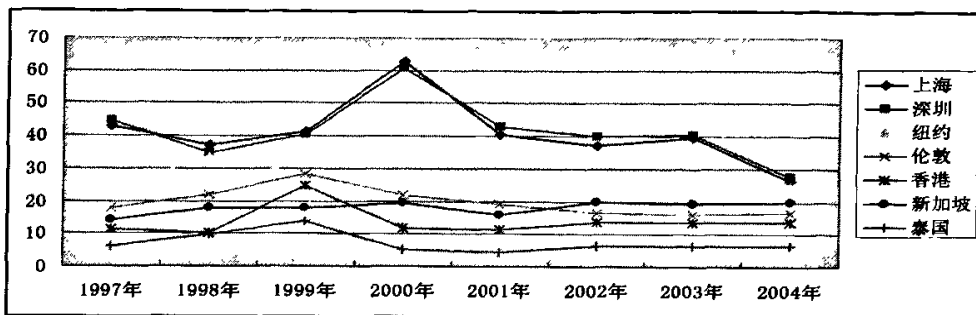


图 3.1 1997—2004 年证券市场市盈率的国际比较

Fig.3.1 Comparative analysis of the price-earnings ratio in security market (1998-2004)

数据来源：由表 3.2 分析而来。

作为资本市场的主要特征，股票市价不仅反映了资本市场的基本供求关系，而且通过对资金供给价格和融资成本的直接作用，成为了影响资本市场融资条件的主要因素。作为转型时期的新兴资本市场，我国资本市场的股票市价长时期处于较高的水平。通过图 3.1 的市盈率国际比较可以明显看到：我国股票市场的整体价格不仅显著高于成熟市场，而且同其他新兴市场相比，也处于较高水平。尽管 2001 年以来我国股市经过了三年多的调整，但 2004 年我国沪深两市的平均市盈率仍分别高达 26.2 和 27.6(表 3.2)。

对于股票市价普遍高估的状况，国内学者进行了较为深入的研究。陈信元和张田余(2002)^[54]的研究表明，股票的价格往往在其发行上市之时就已经被高估了，从而使得股票在二级市场上的价格经常严重超过其基本价值。赵志君(2003)^[55]考察了奥尔森 (Ohlson) 剩余收益定价理论，指出了传统线性信息模型的不足，提出了公司存续期有限和公司存续期无限但剩余收益存续期有限情况下的内净率(内在价值/净资产比率)决定模型。对资本成本、净资产收益率、分红规则和剩余收益存续期对内净率的影响进行了模拟。并根据上市公司近年来的业绩记录，通过内净率与市净率的比较发现，目前中国上市公司的股价大大高于其内在价值，其中 ST 类公司的股价与其内在价值偏离的更多。

徐爱农(2007)^[56]认为测度股市泡沫的关键在于计算股票市场的内在价值，文章运用剩余收益模型对中国 A 股市场 1993~2006 年年初市场内在价值进行的计算，以及对相应年度年初市场泡沫进行的测度表明：长期以来，中国 A 股市场的内在价值保持相对稳定，年度之间变化不大，而股票价格却频繁大幅波动，且股票价格严重偏离内在价值，市场中的泡沫成分较多，其中，1993 年年初股价泡沫高达 85.59%；在 10 多年中，中国 A 股市场出现过两次泡沫高峰期，分别在上世纪 90 年代初期及末期、本世纪初期；不同时期的股价指数与市场泡沫的对比，以及不同时期 20 倍市盈率时股价泡沫的对比表明，股价指数及市盈率指标对股市泡沫大小的揭示能力非常有限。

在股票市价偏离其基础价值的价格泡沫形成过程中, 尽管存在因股票供求关系的短期非均衡所导致的价格偏移, 但价格泡沫的长期存在和膨胀过程则主要源于非理性投资者对市场信息的判断偏差和噪声交易行为, 以及该交易行为的多阶段叠加对市场价格的正反馈作用 (Black(1986)^[57], Froot、Scharfstein and Stein(1992)^[58], Odean(1998)^[59])。

表 3.3 1997—2004 年证券市场换手率的国际比较(单位: %)

Table.3.3 International compare of turnover ratio in security market (1997-2004)

年度	上海	深圳	纽约	伦敦	香港	新加坡	泰国
1997 年	737	857	64	42	89	53	48
1998 年	477	427	68	46	60	61	66
1999 年	494	446	73	55	49	72	75
2000 年	517	534	86	67	59	56	53
2001 年	282	239	85	82	42	56	88
2002 年	224	208	93	95	39	52	87
2003 年	297	237	90	92	38	50	84
2004 年	181	194	97	99	41	54	91

资料来源:《中国证券期货统计年鉴 2005》; 其他国家数据来自 FIBV 年度资料

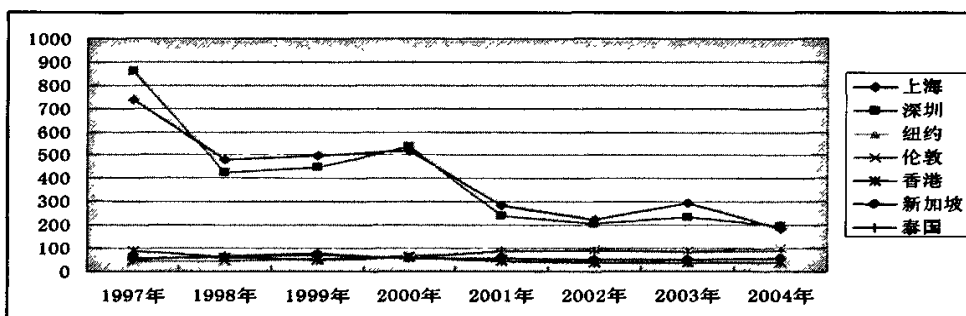


图 3.2 1997—2004 年证券市场换手率的国际比较(单位: %)

Fig.3.2 Comparative analysis of turnover ratio in security market (1997-2004)

数据来源: 由表 3.3 分析而来。

我国有着世界上数量最多的股票投资者, 其中的绝大部分并不具备投资专业知识, 行为表现相当不成熟, 热衷于打探消息, 但又没有渠道获得内幕消息, 本身的预测和分析能力有限, 他们的投资决定很大程度上受各种“消息”影响。普通股民尽管希望能够及时掌握市场的相关信息, 但由于实力弱小, 一般只能从市场价格的变动中进行信息的判断, 而由此得到的信息相当大一部分是噪声, 其交易行为很大程度上正符合噪声交易者的正反馈行为特性。

通过表 3.3 对股票市场换手率的统计比较可以看到: 从 1997 年到 2004 年期间, 我国沪深两市的换手率无论是同成熟市场, 还是同其他新兴市场相比, 都处于较

高的水平。尽管 1998 年后沪深两市的换手率呈整体的下降趋势，但在大多数年份依然高于其他国家市场。这表明：在我国这样转型时期的新兴市场中，长期存在相当程度的噪声交易。由于噪声交易的大量存在，不仅引起了股票价格对基础价值的明显偏离，市场的有效性下降，而且短期投机的知情交易者利用噪声交易者的正反馈行为将从市场交易中获利，从而助长了内幕交易，并使价格波动更加剧烈。

3.3 我国上市公司股权再融资政策的历史演变

我国上市公司股权再融资是随着我国证券市场的产生而产生的，并随着我国证券市场规模的扩大而不断增加，我国上市公司股权再融资的方式主要有配股、增发新股。配股是我国上市公司股权再融资最早的一种方式，在 2002 年以前，也是上市公司股权再融资的主要方式之一，自 1993 年以来，我国上市公司配股募集的资金总额为 2185.43 亿元，占我国上市公司股权融资募集的资金总额的 28.7%，占我国上市公司股权再融资募集的资金总额的 66.68%。真正意义上的增发新股是从 1997 年以后开始的，2001 年以后逐渐成为我国上市公司股权再融资重要的融资方式，从 1993 年到 2003 年，我国上市公司增发新股募集的资金总额为 763.21 亿元，占我国上市公司股权融资募集的资金总额的 10.02%，占我国上市公司股权再融资募集的资金总额的 23.29%。

3.3.1 上市公司配股融资政策的演变

我国上市公司配股政策主要包括《公司法》、《证券法》和证券监管部门有关配股的规定，而具体操作上主要是按照证券监管部门出台的一系列配股政策来执行。我国上市公司的配股政策是随我国证券市场的发展和完善而逐渐演变的。

1990 年，我国证券市场诞生以来，配股就随之产生。1992 年证监会成立以前，配股政策由深沪证券交易所和当地证券管理部门规定，全国无统一的配股政策规定，配股政策相当宽松。

1992 年随着证监会的成立，1993 年 12 月 17 日中国证监会关于全国性的配股政策《证监会关于上市公司送配股的暂行规定》才正式颁布。此《规定》对上市公司的配股条件和配股程序进行了规范，规定上市公司必须“连续两年盈利”和配股公司距前一次发行时间相隔不得少于 12 个月，以及筹集资金符合配股说明书约定的用途。但没有对上市公司的净资产收益率(ROE)、配股比例以及大股东是否配股作出规定，对募集的资金未按配股招股说明书用途使用作出处罚规定。

1994 年 4 月，针对不少上市公司的大股东尤其是国有股、法人股放弃配股资格使得国有资产流失，摊薄了国有股的控制权的现象，国资委发出通知，对上市公司在配股时，国家股应当配股，若国有股没有足额资金或资产参与配股，也应

将配股权有偿转让，转配股也就从此诞生，成为后来的历史问题。

1994年9月28日，又针对上市公司滥“圈钱”现象严重，证监会颁布了《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》，对上市公司配股进行规范，主要表现为：①对净资产收益率做出硬性规定。要求配股公司的3年平均净资产收益率在10%以上，对国家支持的产业如农业、能源、原材料、基础设施、高科技类可以略低于10%；②配股比例规定上限为10:3；③经营业绩上要求配股后预期利润率不低于同期银行存款利率。

1995年7月，针对房地产过热的现象，证监会对配股资金的投向做了规定，禁止配股资金投向高尔夫球场、仿古城、度假村等娱乐项目，并对高档房地产、小型基建等项目进行了限制。

1996年1月24日，证监会颁布《关于1996年上市公司配股工作的通知》，规定上市公司配股的必要条件之一为：最近三年的净资产收益率必须均在10%以上，属于农业、能源、原材料、基础设施、高科技类的公司可以略低，但平均不得低于10%，上述指标计划期内任何一年的净资产收益率不得低于6%。而对配股比例的规定有所放松，规定属于国家重点建设项目所需资金的配股，可以不受配股比例10:3的限制。

1997年，恶性“圈钱”行为越演越烈，中国证监会在《关于做好1997年股票发行工作的通知》中规定：“企业在其招股说明书中的盈利预测应切合实际，凡年度报告的利润实现数低于盈利预测20%以上的，将停止发行公司两年内的配股资格”。

1998年，证监会又对配股的时间间隔作出严格规定，要求上市公司在上市后经过一个完整的会计年度方可配股，距前一次配股的时间不少于1个完整会计年度。1998年还进一步修订了上市公司定向配售股票的标准，规定要配售新股的上市公司最近三年的平均净资产收益率不低于8%，最低年份不低于6%。

1999年3月17日，证监会颁布了《关于上市公司配股工作有关问题的通知》，放宽了配股对净资产收益率的要求。规定净资产收益率3年平均应超过10%，同时任何一年最低不能低于6%，农业、能源、原材料、基础设施、高科技等国家重点行业平均在6%以上即可。

2001年2月25日和3月15日，证监会相继出台了《上市公司新股发行管理办法》和《关于做好上市公司新股发行工作的通知》，进一步降低了配股对净资产收益率的要求，规定净资产收益率3年平均不低于6%，由原来10%的要求降为了6%，但对净资产收益率的计算方法作了新的规定，即将扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，计算后两者的净资产收益率，以低者作为依据。此举主要是防止上市公司通过盈余管理来达到配股资格，使净资产收益率的计算更

加真实。2001 年出台的规定,还要求上市公司在年报中披露配股资金的使用和使用效果情况,对未达到盈利预测的上市公司要求董事长、注册会计师、承销商等中介机构在股东大会及指定报刊上作出解释,强化了配股公司信息披露的要求,加大了注册会计师和承销商等中介机构的责任。

3.3.2 上市公司增发新股政策的演变

1994 年 4 月,上海石化向原 A 股流通股股东增发了 3.2 亿股流通股,从而开辟了上市公司增发新股的先河。但直到 1998 年 6 月,申达股份、龙头股份、太极实业、上海三毛、巴士股份和深惠中等六家公司在资产重组并停牌 1 个月之后进行增发开始,深沪证券市场增发新股才大规模展开。因此,证券界人士把 1998 年作为我国证券市场增发新股开始试点的起点。

1998 年,增发新股的六家公司带有极强的政策倾向,是在国企三年“解困”的大背景下,证券市场支持纺织行业、产业升级的一项重大举措,也充分体现了中国证券市场为国企“解困”服务的思想。由于政策导向明显,增发价格采用市盈率定价方法,增发新股的股价较低,平均增发价为 4.8 元/股,并且采取了向老股东配售和向社会公众股东增发的方式,兼顾了新老流通股股东的利益。

1999 年,有广电电子等 6 家公司增发新股,增发募集资金总达 59.75 亿元,增发价格的确定上采用了国际通行的市场化定价机制,即市价折扣定价法。这种方法是采用二级市场股价按正式签署新股增发的承销协议之前 A 股 20 个交易日收盘价的平均值或以正式签署承销协议前一日该公司 A 股收盘价为基础,在此基础上乘以一定的折扣率来确定新股的发行底价,此举使发行新股定价机制向市场化迈进了一步。

2000 年,增发新股公司开始增加,有 30 家上市公司实施了增发,增发新股定价机制向市场化推进,采用上网竞价发行的方式确定增发价格。这种定价方式由发行人和主承销商先按市价折扣法或市盈率法确定发行底价,然后承销商作为唯一卖方将需发行的股票全部托管转入交易系统,在增发的申报时间内,投资者按自己愿意支付(高于低价)和认购的数量进行申购,交易系统按照价格优先、时间优先的原则,从高价位向低价位累计,刚好达到发行数量的价格确定为本次增发的价格。这种定价方式由投资者确定,体现了公开性和市场化的原则。

2000 年 4 月 30 日和 2001 年 3 月 28 日,针对上市公司增发出现的问题,证监会于相继出台了《上市公司向社会公开募集股份暂行规定》和《上市公司新股发行管理办法》来规范增发新股的行为。2000 年 4 月 30 日颁布的《上市公司向社会公开募集股份暂行规定》对增发公司的条件作了如下规定:1)符合上市公司重大资产重组有关规定的公司;2)具有自主开发核心技术能力、具有行业竞争优势的公司;3)流通股比例小于 25%或 15%(总股本大于 4 亿股)的公司;4)既发行境内上市内资

股,又发行境内或境外上市外资股的公司。但没有对上市公司经营业绩提出要求。

2001年3月28日,证监会颁布的《上市公司新股发行管理办法》,增加了对增发公司经营业绩的要求,进一步提高了增发门槛。对增发公司的要求主要有:1)具有完善的法人治理结构;2)募集资金用途符合国家产业政策;3)募集资金不超过股东大会批准的投资所需的资金;4)不存在资金、资产被控股股东及关联人占用的情形或非公允的关联交易存在;5)最近3年加权平均净资产收益率不低于6%,且预测本次发行完成当年平均净资产收益率不低于6%;6)若3年加权平均净资产收益率低于6%,则应符合如下规定:a.公司及主承销商应当充分说明公司具有良好的经营能力和发展前景。新股发行时,主承销商应向投资者提供分析报告;b.发行完成当年的加权平均净资产收益率不低于发行前一年的水平,并在招股说明书中分析论证;c.公司管理层应在招股书中进行财务状况和经营成果的分析。7)最近3年财务报告均由注册会计师出具标准无保留意见的审计报告。

2001年,在增发新股方式上的另一项改革,中国证监会在股票发行中推出了超额配售选择权的试点。即发行人授予主承销商的一项选择权,获此授权的主承销商按同一发行价格超额发行不超过包销数额15%的股份,即主承销商按不超过包销数额115%的股份向投资者发售。在本次包销部分的股票上市之日起30日内,主承销商有权根据市场情况,以集中竞价交易在市场购买发行人股票,或者要求发行人增发股票,分配给对此超额发售部分提出申购申请的投资者。主承销商在未动用自有资金的情况下,通过行使超额配售选择权,可以平衡市场对该只股票的供求,起到稳定市价的作用。

2002年6月24日,证监会颁布了《关于进一步规范上市公司增发新股的通知》,进一步提高了增发新股的标准。主要有如下几点:1)增发公司最近三个会计年度加权平均净资产收益率不低于10%,且最近一年加权平均净资产收益率不低于10%。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据;2)前次募集资金投资项目的完工进度不低于70%;3)增发数量超过公司股份总额20%的,其增发提案还须获得出席股东大会的流通股股东所持表决权的半数以上通过。另外《规定》还加大了承销商的责任,上市公司增发后业绩下跌50%以上,主承销商将扣减分数或暂停该公司主承销商的推荐通道,促使承销商会协助把好增发新股的质量关。这些措施的出台,有利于提高上市公司的质量,使资源真正向优质上市公司配置。2002年下半年以来增发公司的质量明显提高,增发以后的业绩也得到改善。

2003年以后增发新股政策逐渐趋于稳定,但由于证券市场长期低迷,增发难度加大,上市公司增发新股数量逐渐减少。

3.4 本章小结

文章首先从我国股票市场的现状入手，分析了我国特殊的股权结构。然后，在市场非有效的情况下，分析我国股票市场投资者的非理性行为：在转型经济条件下的政策依赖等认知偏差具有中国特色，它们对投资者的行为交互作用，导致投资者的决策常常呈现过度反应和反应不足的倾向，在相当程度上可能加剧了我国证券市场的非有效性。进而，又分析了导致我国市场非有效的市场自身因素和制度原因，同时兼析我国股票市场价格高估的现状与成因。最后，从国家政策面，研究我国上市公司股权再融资政策的演变。本章为第四章的机理分析提供现实依据。

4 我国上市公司股权融资偏好的市场时机理论分析

4.1 我国上市公司股权融资偏好的研究评述

根据传统的融资理论,公司的融资方式决定了公司的资本结构,公司的资本结构决定了公司的资本成本,公司的资本成本决定了公司的价值,因此要达到股东财务最大化这一目标,一个首要的因素就是选择最优融资方式。有关选择最优融资方式的理论,大多都是基于1958年Modigliani和Miller提出的MM理论发展起来的。梅耶斯和麦杰拉夫(Mayers and Majluf, 1984)吸收了权衡理论、代理理论以及信号传递理论,提出了优序融资理论。梅耶斯和麦杰拉夫认为,在企业面对良好的投资机会时,所采取的融资顺序是,内源融资、债务融资、发行股票。然而,结合中国的实际情况,我国学者们研究发现,我国上市公司有明显的股权融资偏好。

近年来,我国学者对上市公司偏好股权融资原因的研究,主要有以下几个方面:

① 股权结构不合理导致的公司治理问题

我国上市公司有着特殊的股权结构,国有股和法人股“一股独大”,且不能流通,国有股和法人股产权不明晰,委托代理链太长,使上市公司经营者成为企业的实际控制者,即公司治理产生了内部人控制。而在内部人控制的条件下,即使公司没有很好的盈利项目,处于自身利益,即道德风险的缘故,内部管理人员也偏好股权再融资,主要表现在:股权融资既不会稀释它们的股权控制,又可使其控制的资产规模增加;我国上市公司经营者在上市公司的持股比例极低,企业经理的效用依赖于他的经理职位,从而依赖于企业的生存;企业运用负债融资时,会增加企业的财务风险,从而使企业破产的风险增加,而一旦企业破产,经营者将丧失任职的好处,这样,上市公司的经营者就不愿意冒债务融资带来破产导致其控制权丧失的风险。因此,由于公司治理问题中的道德风险,中国上市公司的经营者有着强烈的股权融资偏好,这也是我国上市公司股权融资容易实现的一个主要原因(章卫东、王乔 2003)^[60]。杨运杰和李静洁(2002)^[61]认为股权结构不合理是上市公司股权融资偏好的根本原因。提云涛(2002)认为我国上市公司控制机制的错位和公司治理机制的扭曲是产生公司股票融资偏好的原因之一。施东晖(2001)认为由于国有股的控股地位,上市公司只是大股东的影子,大股东因此可以从股权融资中获利而偏好股权融资。

② 股权融资成本较债权融资成本偏低

股利的发放是股权融资的主要成本。上市公司向银行贷款,要向银行支付固

定的利息；而发行股票，却不必每年都向股东支付红利。上市公司往往采取种种做法，如不分配红利，低比例分配或以送转股形式分配股利，因此，股票分红的股利支出是极低的。由此可见，上市公司支付的股利实际上是很低的，股利支出对上市公司并不构成太大的成本。当上市公司和投资者之间存在信息不对称的时候，投资者根据其对资本市场上企业债券投资的预期收益评价企业债券的价值。在我国，由于公司债券市场不发达，公司债券的安全性较低、收益性较差、流动性较弱等原因，投资者对企业债券的投资预期收益较低，那么投资者对企业债券的市场评价价值也会很低，其对企业债券的需求就很小。另一方面，在我国上市公司现有的融资方式中，相对于股权融资而言，债券融资的预期破产成本很高。这是因为，在债券融资的情况下，企业面临着债权人的监督和到期还本付息的压力，当债务不能偿还时，企业就会破产。提云涛(2002)认为融资的大股东成本与中小股东成本并不相同，在融资中起作用的成本是大股东的成本，因此他计算了上市公司大股东债券融资的成本和配股的成本，结果发现上市公司配股的大股东成本明显低于债权融资的大股东成本。而沈艺峰和田静(1999)、黄少安和张岗(2001)通过对我国上市公司融资成本的计量，股权融资成本与债权融资成本比较，均认为我国上市公司的股权融资成本低于债券融资成本。

③ 企业自身业绩问题

一般情况下,当企业获利能力较强时,企业就有可能保留较多的盈余,较少负债,而采用内源融资。同时,盈利能力强的公司,其财务拮据风险相应较低,从而可以选择较高的资本结构比率,而采用债权融资。施东晖(2001)还以 1999 年实施配股的 60 家沪市上市公司为样本,以配股融资比率(配股融资占长期资金来源比重)为因变量,以股价、资金需求(流动资金需求、投资资金需求、偿债资金需求)、未来业绩预期(1999 年每股收益增长率)为自变量,研究上市公司配股融资的管理动机,认为上市公司倾向在高价时配股,资金不足是公司配股的重要原因之一。胡道勇(2003)认为上市公司偏好股权融资的原因之一是公司业绩不理想、公司现金净流量不足,致使公司缺乏内源融资。

④ 投资者信息不对称

在证券市场上,投资者参与投资的目的是获取适当的回报。投资者在获取有关公司公开信息的基础上,根据自己的风险偏好选择投资的目标公司。我国的股票市场是一个以中小投资者为主的市场,他们大多不直接参与企业的经营决策活动,真正对企业有控制权的是国家股和法人股股东。投资者对企业的了解只能通过上市公司的财务报表、招股说明书及董事会公告等信息的掌握程度,通过理性分析来进行市场竞争。由于投资者特别是中小投资者很难在第一时间获取足够多的信息做出自己的投资判断,往往错失良机,甚至造成损失;而上市公司对自己

的经营状况显然具有信息优势。这样形成上市公司与投资者之间的信息不对称。上市公司与投资者形成委托—代理关系，上市公司为代理人，投资者为委托人，在上市公司与投资者之间的博弈中，由于信息不对称的存在，导致上市公司逆向选择和道德风险问题。吴应运(2003)认为融资者与投资者信息不对称，拥有信息较多的融资者可以通过股权融资获得较多的利益。

⑤ 转型经济时期制度性缺陷

我国上市公司大部分都是国有企业通过改制组建而成的。在改革开放以前，我国实行的是完全的计划经济，国有企业的资金主要由财政拨款构成，辅之以银行的短期贷款。改革开放后，国有企业的融资方式发生了变化，由财政拨款逐渐改变为银行贷款。由于银行对国有企业的“软约束”，致使国有企业选择了高比例负债融资。然而，国有企业却普遍陷入了高负债和低效益恶性循环的困境。但是随着我国商业银行的改革不断深入，银行越来越重视风险防范，原来的“软约束”逐渐硬化，提高了国有企业贷款融资的成本。另一方面，股票市场的建立和发展，为国有企业融资提供了新的机会。我国证券市场是为国企扭亏脱困服务的，造成国企困难的重要原因是我国企业的高负债率，为充实资本金，降低负债率，便允许国企到证券市场圈钱，既然管理层有这一层意思，上市公司便充分用好用足这一政策。、杨运杰和李静洁(2002)通过对我国融资体制改革历史的研究，认为上市公司偏好股权融资的原因是改革中的制度性缺陷，是旧体制下国有企业投资饥渴的延续。而且，黄少安和张岗(2001)认为制度和政策的不合理(如股票发行的额度控制、审批制，股权融资软约束，对上市公司考核制度的不合理，内部人控制等)是股权融资偏好的深层次原因。杨运杰和李静洁(2002)认为股权融资偏好体制上的原因是市场运作机制不规范，监管机构制定的在融资标准过低。

综上所述，可以说这些原因在不同程度上解释了上市公司为何偏好股权融资，但较少从资本市场融资条件的角度做进一步分析，因而其政策建议也难免缺乏说服力，对于结果的解释并不能令人非常信服。因此，本文的从我国股票市场股权结构分析入手，讨论了我国股票投资者非理性、我国股票市场非有效性等市场特征，兼析了我国当前融资条件的现状。鉴于文章目的，是研究股权融资市场时机对我国上市公司资本结构的影响，因此本文是拟以从融资市场的角度，考察我国资本市场是否存在融资的市场时机选择及其影响方式，同时也是对上市公司的股权融资偏好原因又一新探索。

4.2 我国上市公司股权融资市场时机选择的效果解析

从第三章对我国股票市场特征与融资条件的现状分析可以看到，我国证券投资者的非理性行为和资本市场的非效率性直接导致了股票价格对基础价值的偏离，而转型时期的流通股规模偏小和新兴市场显著的“噪声交易”特征，使得我国证

券市场的市盈率居高不下，流通股的市场价格长期被普遍高估。按上市公司股权再融资的发行定价规定：首先基于国有资产保值增值的内在要求，上市公司的再融资均采用溢价放行的方式，即：配股和增发价格不能低于配股前该公司最新公布的财务报告中的每股净资产；在此基础上再融资的发行价格由公司二级市场的市盈率、公司 and 行业的发展前景等几方面决定，公司的股票市价越高，再融资的发行价格也就越高。可见，股票市价的普遍高估客观上已形成了对上市公司十分有利的市场融资条件。

而流通股与非流通股的制度性分割，则使得资本市场融资条件对上市公司的有利程度被进一步扩大。由于上市公司近三分之二的非流通股按每股净资产定价，而流通股按市场价格定价，形成了事实上的两个定价体系。与流通股股东关注股票价格的动机不同，占总股本近 2/3 的国有股和法人股由于非流通性，其控股股东关注的利益标准是每股净资产。而股票市场的高市盈率，使得即使按流通股价折扣确定的配股和增发价格依然远高于发行前的每股净资产，股权融资带来的每股净资产增值大大超过了股本稀释导致的每股权益损失。

4.2.1 配股融资市场时机选择的效果解析

表 4.1 1999-2004 年上市公司配股均价和配股前后每股净资产均值的统计检验
Table.4.1 Statistic analysis of stock allotment average price and net assets per share average value before and after stock allotment in listed company (1999-2004)

年份	配股样本	配股前每股净资产均值	平均配股价格	平均配股市盈率	配股后每股净资产均值	配股后每股净资产增值	配股后每股净资产增值率
1999	122	2.315	8.013	19.978	3.719***	1.404	60.68%
2000	148	3.404	9.548	29.567	4.954***	1.550	45.56%
2001	105	3.075	10.671	33.987	4.941**	1.866	60.67%
2002	23	2.714	8.538	27.279	4.164**	1.450	53.40%
2003	26	2.294	7.014	29.026	3.473***	1.179	51.39%
2004	20	2.109	6.417	19.250	3.391**	1.282	60.70%

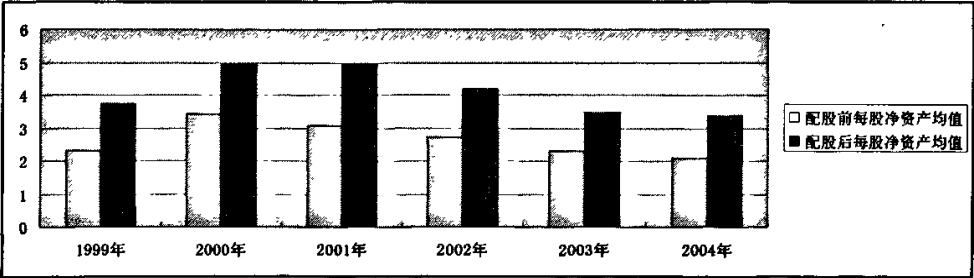


图 4.1 配股前后每股净资产均值比较

Fig.4.1 Comparative analysis of net assets per share average value before and after stock allotment
资料来源：由表4.1分析而来。

对 1999 年—2004 年股权再融资公司的配股价格，配股前后的每股净资产进行了统计分析，并对再融资前后的每股净资产进行了独立样本 T 检验。从表 4.1 的统计检验结果可以看到：配股的平均发售价格都明显高于配股前的平均每股净资产。在所考察的六个年度中，配股均价是配股前每股净资产均值的 3.15 倍，配股融资方式都将使得上市公司每股净资产大幅增值。从独立 T 检验的结果来看，配股后的上市公司每股净资产都显著高于配股前的水平，其中，配股后每股净资产的平均增值水平为 1.45，平均增值率为 55.40%。

4.2.2 增发融资市场时机选择的效果解析

表 4.2 1999-2004 年上市公司增发均价和增发前后每股净资产均值的统计检验

Table.4.2 Statistic analyse of seasoned equity offering average price and net assets per share average value before and after easoned equity offering in listed company (1999-2004)

年份	增发样本	增发前每股净资产均值	平均增发价格	平均增发市盈率	增发后每股净资产均值	增发后每股净资产增值	增发后每股净资产增值率
1999	6	3.308	17.371	22.359	6.836	3.528	106.66%
2000	23	2.796	19.349	33.089	4.974***	2.178	77.90%
2001	28	2.571	16.075	37.431	5.313***	2.742	106.61%
2002	28	2.820	9.772	30.529	5.439**	2.619	92.87%
2003	16	4.147	10.363	32.484	7.757***	3.610	87.03%
2004	22	3.749	13.321	21.544	7.747***	3.998	106.69%

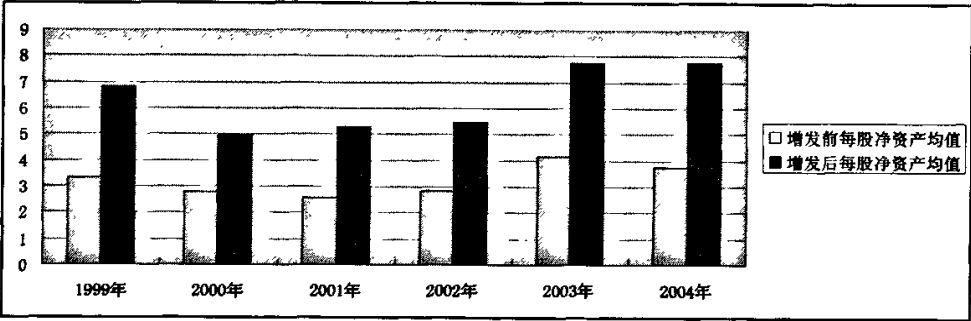


图 4.2 增发前后每股净资产均值比较

Fig.4.2 Comparative analysis of net assets per share average value before and after equity offering

资料来源：由表 4.2 分析而来。

对 1999 年—2004 年股权再融资公司的增发价格，增发前后的每股净资产进行了统计分析，并对再融资前后的每股净资产进行了独立样本 T 检验。从表 4.2 的统

计检验结果可以看到：增发再融资方式的平均发售价格都明显高于增发前的平均每股净资产。在所考察的六个年度中，增发均价是增发前每股净资产均值的 4.45 倍，增发使得上市公司每股净资产大幅增值。从独立 T 检验的结果来看，增发再融资后的上市公司每股净资产都显著高于增发前的水平，增发后每股净资产的平均增值水平为 3.11，平均增值率为 96.29%。

由此可见，由于股票市价的普遍高估和股权二元设置下的差别化定价体系，使得上市公司面对股权融资市场时机而选择股权融资，无论采用配股还是增发的方式，都会带来每股净资产的明显增值，无疑强化了上市公司的股权融资偏好。

4.3 我国上市公司股权融资市场时机的利益动因分析

由于我国上市公司特殊的股权结构，存在大量的国有股和法人股，这部分股份是不流通的，并且占据着控制性的股权比例，具有绝对控股权。本章第一节分析我国学者针对上市公司股权融资偏好的研究，对上市公司融资偏好原因归类评述。接下来，本文将进一步深入考察不同融资方式对各融资主体财富分配机制的影响。通过理论模型讨论基于市场时机选择的上市公司股权融资偏好利益动因。

在研究的时候，依据我国具体情况，将利益相关者分为非流通股股东和流通股股东两个类型。借鉴李康和杨兴君(2003)^[62]的研究方法，分别对增发和配股后非流通股股东和流通股股东的财富价值进行考察。不同的是，本文认为其研究方法采用股权转让的协议价格作为非流通股价格的衡量标准，很可能高估了大多数未进行股权协议交易的上市公司非流通股价格，因为在协议转让价格中包含了控股股东的控制权私有收益。因此，本文采用每股净资产作为衡量非流通股价格的标准，通过分析增发和配股这两种股权再融资的财富分配机制，讨论基于市场时机选择的上市公司股权融资利益动因。

4.3.1 配股融资市场时机的利益动因分析

① 非流通股股东不参加配股的理论模型

假设上市公司的配股 I 全部配售给流通股股东，配股价为 R ，而非流通股股东放弃配股(这是我国证券市场的常见现象)。配股前，假设总股本为 I_0 ，非流通股股本为 I_{02} ，价格为 R_{na} (每股净资产)。流通股股本为 I_{01} ，价格为 R_0 ($R_{na} < R_0$)。配股后，公司募集资金 RI ，总股本为 $I+I_0$ 。

配股后非流通股股东的财富变化为：

$$\Delta E_0 = \frac{I_{01}I_{02}(R_0 - R_{na}) + I_{02}(R - R_{na})}{I + I_0} \quad (\text{式 4.1})$$

公式(4.1)中， $R_{na} < R_0$ ，而配股价格一般低于市价，所以有 $R_{na} < R$ ，因此， ΔE_0 必大于零。也就是说，在非流通股股东放弃配股的情况下，上市公司配股后，非

流通股股东的财富价值得到提高。

同样,流通股股东股票财富价值变化 ΔE_I 为:

$$\Delta E_I = \frac{I_{01}I_{02}(R_{na} - R_0) + I_{02}(R_{na} - R)}{I + I_0} \quad (\text{式 4.2})$$

公式(4.2)中, $R_{na} < R < R_0$, ΔE_I 必为负值,也就是说,在非流通股股东放弃配股的情况下,配股后,流通股股东的股票财富价值减少。

可以看出,公式(4.1)(4.2)之和为零,也就是说,在非流通股不参加配股的情况下,流通股股东财富的减少就是非流通股财富的增加。此外,配股价格越高,非流通股股东财富增值越大。根据我国股票市场的实际情况,深沪两市流通股的市盈率和市净率普遍偏高。当股票价格被高估的市场条件存在时,上市公司利用此市场时机配股融资,将会为公司带来更高财富增值。

②非流通股股东参加配股的理论模型

假设上市公司向流通股股东配售 I_1 , 向非流通股股东配售 I_2 , 配股价为 R 流通股股东股票财富价值变化 $\Delta E'_I$ 为:

$$\Delta E'_I = \frac{I_{01}I_{02}(R_{na} - R_0) + I_{02}I_1(R_{na} - R) + I_{01}I_2(R - R_0)}{I + I_0} \quad (\text{式 4.3})$$

由于 $R_{na} < R < R_0$, 可以证明 $\Delta E'_I$ 是负值,也就是说,配股后流通股股东的股票财富是流失的。

非流通股股东股票财富价值变化 $\Delta E'_0$ 为:

$$\Delta E'_0 = \frac{I_{01}I_{02}(R_0 - R_{na}) + I_{02}I_1(R - R_{na}) + I_{01}I_2(R_0 - R)}{I + I_0} \quad (\text{式 4.4})$$

$\Delta E'_0$ 是正值,配股后非流通股股东财富是增加的。

公式(4.3)(4.4)之和为零,可以看出,配股下,流通股股东财富的减少就是非流通股股东参加配股股东财富的增加。同样,配股价格越高,非流通股股东财富增值越大。从保护流通股股东利益的角度讲,低价配股比高价配股好。可以看出,一旦非流通股股东参加配股,将会存在非流通股股东向流通股股东的财富输送。然而,在我国,作为有绝对控制权的非流通股股东,选择在股票价格偏高的市场时机配股,将会得到更高的财富增值。

③两种配股情况的股东财富转移的比较

在非流通股股东不参加配股的情况下,其财富增加为 ΔE_0 (参见公式 4.2)。在非流通股股东参加配股的情况下,其财富增加为 $\Delta E'_0$ (参见公式 4.4)。比较这两种情况下非流通股股东财富增长高低:

$$\Delta E'_0 - \Delta E_0 = I_{01}I_2(R - R_0) + I_{02}I_2(R_{na} - R) \quad (\text{式 4.5})$$

因为 $R_{na} < R < R_0$, 公式(4.5)的右边是负值,也就是说,如果非流通股股东参

加配股, 非流通股股票财富增加的程度较少, 对于流通股股东来说, 他们的股东财富损失的程度就比较少。这一结果, 可以解释为什么在我国证券市场中, 国有股和法人股股东普遍存在放弃配股的现象。

4.3.2 增发融资市场时机的利益动因分析

假设非流通股股本为 I_{02} , 价格为 R_{na} , 它可以国有股、法人股协议转让的价格为参考, 流通股股本为 I_{01} , 价格为 R_0 , 一般来说 $R_{na} < R_0$ 。公司增发新股的数量为 I , 增发价格为 R 。其中增发部分按一定比率向公司的原流通股股东配售, 配售部分为 I_1 , 其余向社会公开发行, 总量为 I_2 , 即 $I = I_1 + I_2$ 。增发后, 公司募集资金为 $R \cdot I$, 总股本为 $I + I_0$ 。

$$\text{二级市场除权价格 } R_1 = \frac{I_0 R_0 + IR}{I + I_0}。$$

经过公式推导, 就可以得出增发后, 非流通股股东、流通股老股东和流通股新股东的财富变化:

增发后非流通股股东的财富变化为:

$$\Delta E_0 = \frac{I_{01} I_{02} (R_0 - R_{na}) + I I_{02} (R - R_{na})}{I + I_0} \quad (\text{式 4.6})$$

公式(4.6)中, $R_{na} < R_0$, 而新股增发价格是流通股价的一个折扣价格, 肯定大于非流通股价, 所以有 $R_{na} < R$, 因此, ΔE_0 必大于零。就是说, 增发后非流通股股东的财富价值是增加了。同样, 流通股老股东股票财富价值变化 ΔE_1 为:

$$\Delta E_1 = \frac{I_{01} I_{02} (R_{na} - R_0) + I_{01} I_2 (R - R_0) + I_{02} I_1 (R_{na} - R)}{I + I_0} \quad (\text{式 4.7})$$

公式(4.6)中, $R_{na} < R < R_0$, ΔE_1 必为负值, 也就是说, 增发后, 流通股老股东的股票财富价值减少。对流通股新股东而言, 其股票价值财富变化 ΔF 为:

$$\Delta F = \frac{I_1 [I_{01} (I_0 - R) + I_{02} (R_{na} - R)]}{I + I_0} \quad (\text{式 4.8})$$

在公式(4.8)中, 根据 $R_{na} < R < R_0$ 的关系, 以及一般公司的非流通股股本 I_{02} 超过流通股股本 I_{01} 的关系, 还不能判断 ΔF 的正负。因此, 增发后, 流通股新股东的财富增长与否则不确定, 视具体情况而定。

公式(4.6)(4.7)(4.8)之和为零, 新流通股股东的股票财富是否增加虽然不能确定, 但有一点是肯定的, 流通股股东的财富减少, 而非流通股股东财富增加。此外, 还可以分析得出, 增发价格越高, 非流通股股东财富增值越大。总之, 增发新股将会引致非流通股股东财富增加, 流通股老股东财富减少的客观效果。因此, 我们可以看出, 增发新股与非流通股股东参加配股的模型类似, 增发新股将会存在非流通股股东向流通股股东的财富输送现象。同样, 选择在股票价格偏高的市场时机增发, 将会得到更高的财富增值。

4.4 本章小结

本章首先归类分析了我国学者针对上市公司股权融资偏好的研究，并对上市公司融资偏好原因归类评述。接下来，解析转型时期股权分置下的股权融资市场时机，发现由于股票市价的普遍高估以及股权二元设置下的差别化定价体系，使上市公司面对十分有利的资本市场融资条件，加之股权融资的成本偏低，无疑强化了上市公司的股权融资偏好。最后，文章通过理论模型讨论基于市场时机选择的上市公司股权融资偏好利益动因，发现我国上市公司选择在股票价格偏高的市场时机进行股权融资，将会得到更高的财富增值。

5 股权融资市场时机对资本结构变动影响方式及效果的实证分析

前一章是对我国上市公司股权融资偏好的市场时机机理分析,在对我国上市公司股权融资偏好的研究归类的基础上,分析股权融资偏好原因,并针对转型时期股权分置,解析股权融资市场时机的产生和表现,同时,阐述和推导我国上市公司股权融资市场时机的利益动因模型。然而,我国上市公司股权融资市场时机对资本结构的影响如何?国家监管部门的再融资政策对上市公司市场时机行为规范是否有效?本章拟对股权融资市场时机对我国上市公司资本结构变动影响方式及效果进行实证分析。

5.1 研究设计

5.1.1 样本选取

本文研究的样本数据选取遵循以下原则:

- ① 不考虑金融类上市公司,这是鉴于国际上作此类研究时因金融类上市公司自身特性而一般将之剔除样本之外;
- ② 上市年限相对较长,这是为了确保公司行为相对成熟;
- ③ 剔除在研究区间内被 ST 和 PT 的公司和无法获取相关数据的公司。

本文根据上述原则选择沪深两市 1992—1996 各年度首次公开发行的 A 股上市公司作为研究样本。由于 IPO 本身是一个非常重要的财务决策,因此以 IPO 为基准点进行研究,可以清楚地看出企业财务杠杆的演化模式,样本数据均是以各公司自上市年度为起点之后历年的财务杠杆率以及其他各基本指标的统计。研究区间跨度 8 年,到 2004 年为止。最后得到 506 个公司样本和 8 个年度共 4048 个公司年度观察值。在控制相关变量下,股权融资市场时机对我国上市公司资本结构变动影响方式及效果。

5.1.2 数据来源

研究中的相关数据主要来源于上市公司公开披露的信息和相关的数据库资料,而这些信息资料主要通过以下渠道收集:

- ① 巨潮资讯网和巨潮证券信息系统;
- ② 国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR3.0 数据库;
- ③ 中国股票上市公司财务数据库查询系统(CS_MAR_Finacial)和中国股票市场交易数据库查询系统(CS_MAR_Trading);
- ④ 南方证券分析交易系统。

数据统计和分析由 EXCEL2003、SPSS11.5 软件完成。

5.1.3 变量定义

① 资产负债率

关于资本结构指标,可以是企业总负债比例或者长期负债比例,可按账面值或市值计算。在各种负债比率中,总负债比率由于概念简单和容易界定而被国内外大多数研究所采用,本文也采用账面总负债/账面总资产这一指标量度。

② 资产市净率

在研究资本结构决定因素的文献中,资产市净率是一个非常重要的指标。

在权衡理论中,资产市净率反映了公司的破产成本。当企业相对于其净资产的账面价值有较多的增长空间和投资机会时,一旦面临财务危机,就将丧失相应的增长空间和投资机会,因此损失也更大。这意味着,在权衡理论的框架下,资产市净率应该与财务杠杆呈负相关关系。

在啄序理论中,资本市净率被看作是投资机会的代理变量。这种仅在市值中有所反映,而在实际账面价值中没有反映出来的部分是一种投资机会。根据啄序理论,更高的资产市净率意味着更多的投资机会,相应的,公司会发行更多的债务来支持这些投资机会。财务杠杆将与市净率呈正相关关系。

在市场择时理论中,资产市净率是一个反映市场时机的变量。较高的市净率意味着公司价值,特别是权益资产价值更有可能被高估,公司则更有倾向增加权益资产。反之亦然。这意味着公司的财务杠杆与资产市净率呈负相关关系。本文用每股市价/每股净资产量度资产市净率。

③ 有形资产比率

资本结构理论认为资产构成影响着资本结构选择。根据代理成本理论,由于股东和债权人的利益冲突,债权人面临着道德风险和逆向选择问题。当公司将债务投资于风险高的资产,会从债权人那里谋取价值,于是出现资产替代问题。有形资产的担保能在一定程度上降低债务代理成本。因此,资产有形性与杠杆正相关。从资本结构破产观看,带抵押债务减少了债权人在债务人破产时的潜在损失,限制了股东侵占债务人财富数额。在公司破产时有形资产价值比无形资产价值高。从优序融资理论看,无形资产少的公司对信息不对称性更敏感。当需要外部融资时,这些公司将发行债务而不是权益。大部分经验研究都得出资产有形性和杠杆正相关的结论。本文用(固定资产+存货)/总资产度量资产有形性。

④ 企业规模

许多文献认为规模在资本结构选择中起重要作用。根据权衡理论,大公司倾向于多角化经营,具有较稳定的现金流,不易受财务困境影响。因此,规模应与杠杆正相关。从代理成本理论看,对小公司而言,债权人和股东间的冲突更严重,

因为小公司的经理更倾向于大股东,且更能从一个投资项目向另外一个投资项目转移。Fama 和 Jensen(1983)认为大公司比小公司更倾向于向贷款人提供更多信息。因此对大公司的监督成本较少,大公司具有较高借贷能力。而 Rajan 和 Zingales(1995)认为大公司较倾向于向公众提供更多信息,规模可能与内部人和外部投资人信息不对称水平负相关。根据优序融资理论,大公司应倾向于权益融资,因此具有更低杠杆。关于规模与杠杆的经验研究并没获得一致结论。Marsh(1982),Rajan 和 zingales(1995)等研究发现规模与杠杆正相关。而 Kim 和 Sorensen(1986),Titman 和 Wessels(1988)等研究表明规模与杠杆负相关。本文用总资产自然对数度量规模。

⑤ 股权结构

代理理论 Jensen 和 Meckling(1976)认为最优资本结构和股权结构能最大程度地降低代理成本。他们提出了两种利益冲突:股东与管理者的冲突,股东与债权人的冲突。因此认为股权结构与财务杠杆有相关性。在我国上市公司股权结构中,国有股(国家股和国有法人股)占有相当大的比重。非流通股约为总股本的 2/3 左右。肖作平(2004)认为我国上市公司特有的股权结构对资本结构产生影响。本文以国有股比例度量股权结构。

⑥ 非债务税盾

折旧、投资税贷项和税务亏损递延等非债务税盾可作为债务税收优势的替代,在其他情况相同下,拥有较多非债务税盾的公司应更少地使用债务。Bradley et al(1984)研究发现非债务税盾和杠杆正相关。Titman 和 Wessels(1988)的研究并没有发现非债务税盾和杠杆成显著关系。Wald(1999),Kim 和 Sorensen(1986)等研究表明非债务税盾和杠杆负相关。本文用累计折旧/资产度量非债务税盾。

⑦ 成长性

根据代理理论,权益控制型公司倾向于次优投资而将财富从债权人手中剥夺过来。对于成长性较高的公司,与代理相关的成本更高。Myers(1977)认为高成长性公司较低成长性公司对将来投资具有更多的选择权。如果高成长性公司需要外部权益融资来执行将来的选择权,那么拥有大量债务的公司可能会放弃这个机会,因为这样的投资将会使财富从股东转移到债权人身上,即产生投资不足问题。因此,成长性与杠杆负相关。Kim 和 Sorensen(1986),Rajian 和 Zingales(1995)等研究发现成长性与杠杆负相关。Titman 和 Wessels(1988)研究发现成长性与杠杆负相关,但不显著。而 Majluf(1984)等研究发现成长性与杠杆正相关。本文用主营业务增长率来度量成长性。

表 5.1 变量描述

Table.5.1 variable explaining

变量名称	变量注释	变量符号	预期符号
资产负债比率	账面总负债/账面总资产	D/A	
资产市净率	每股市价/每股净资产	M/B	—
有形资产比率	(固定资产+存货)/总资产	Tang	+
企业规模	总资产的自然对数	Size	+
国家股比率	国家股/总股本	SS	+
非债务税盾	累计折旧/总资产	Ndts	—
成长性	主营业务收入增长/主营业务收入	Grow	+

5.1.4 数学模型

本章实证主要是检验我国上市公司是否在我国股票市价被普遍高估的市场条件下，利用此条件，通过股权融资引起资本结构的变化。借鉴 Baker and Wurgler(2002)的研究思想，将企业杠杆变动按照引起其变动的因素分为：股权变化，留存收益变化，以及杠杆剩余变化原因产生的资产负债率变化。

① 以杠杆变动作为被解释变量，以资产市净率为解释变量，综合有形资产比率、企业规模、国家股比率、非债务税盾、成长性变量作为资本结构其他影响因素，以此检验市场时机选择是否影响资本结构，检验模型如下：

$$\begin{aligned} \left(\frac{D}{A}\right)_t - \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{Tang}{A}\right)_{t-1} + \beta_3 \ln(Size)_{t-1} + \beta_4 SS_{t-1} + \beta_5 \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} \\ & + \beta_6 (Ndts)_{t-1} + \beta_7 (Grow)_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (式 5.1)$$

杠杆变动分解为：

$$\left(\frac{D}{A}\right)_t - \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} = - \left[\left(\frac{E}{A}\right)_t - \left(\frac{E}{A}\right)_{t-1} \right] = - \left(\frac{e}{A} \right)_t - \left(\frac{\Delta RE}{A} \right)_t - \left[E_{t-1} \left(\frac{1}{A_t} - \frac{1}{A_{t-1}} \right) \right]$$

其中：D 表示账面负债，A 表示账面资产，E 表示账面权益；

e 表示股权融资数， ΔRE 表示留存收益的变化；

$(e/A)_t$ 表示股权融资变化率，即股权变化引起的企业杠杆变化；

$(\Delta RE/A)_t$ 表示留存收益变化率，即留存收益变化引起的企业杠杆变化；

$E_{t-1}(1/A_t - 1/A_{t-1})$ 表示剩余杠杆变化，即剩余变化引起的企业杠杆变化。

② 以引起杠杆变动的三种影响因素作为被解释变量，以此检验市场时机选择

是否独立通过股权融资渠道影响资本机构, 检验模型表达为:

$$-\left(\frac{e}{A}\right)_t = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{Tang}{A}\right)_{t-1} + \beta_3 Ln(Size)_{t-1} + \beta_4 SS_{t-1} + \beta_5 \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} + \beta_6 (Ndts)_{t-1} + \beta_7 (Grow)_{t-1} + u_t \quad (式 5.2)$$

$$-\left(\frac{\Delta RE}{A}\right)_t = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{Tang}{A}\right)_{t-1} + \beta_3 Ln(Size)_{t-1} + \beta_4 SS_{t-1} + \beta_5 \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} + \beta_6 (Ndts)_{t-1} + \beta_7 (Grow)_{t-1} + u_t \quad (式 5.3)$$

$$-\left[E_{t-1} \left(\frac{1}{A_t} - \frac{1}{A_{t-1}}\right)\right] = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{Tang}{A}\right)_{t-1} + \beta_3 Ln(Size)_{t-1} + \beta_4 SS_{t-1} + \beta_5 \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} + \beta_6 (Ndts)_{t-1} + \beta_7 (Grow)_{t-1} + u_t \quad (式 5.4)$$

5.2 样本分组描述

我国处于在转轨经济时期, 股权结构与发达国家市场显著的表现出不同的特征。中国股票市场在政府主导下发展起来其初始目的主要是为国有企业解困。由于股权结构制度性分割, 上市公司近三分之二的国有股和法人股份不可流通, 形成了两个不同定价体系。非流通股按每股净资产定价, 而流通股按市场价格定价。由于流通股的规模偏小和上市资格的稀缺导致了股票供求关系的长期失衡, 流通股自身的市价不仅长期被普遍高估, 而且显著高于非流通股的每股净资产定价, 理论上的市场时机普遍存在。

监管政策方面, 再融资政策的出台, 使得企业选择股权融资行为的自由度受到了制度性约束, 市场条件对企业融资行为的影响效果取决于股票市价与监管规则双重因素。本文理论部分内容, 分析了我国上市公司普遍面对市价高估的市场供给条件, 只要达到再融资条件的绝大多数公司都不会放弃配股增发机会, 然而没有获得配股融资的公司, 其主要原因是没有达到再融资条件。鉴于本文研究并不将再融资政策本身作为考察的重点, 我们研究的主要目的之一是监管政策在高估的市场条件下对企业主观融资行为所产生的现实作用结果。因此, 我们把研究样本按照再融资政策作用效果进行划分。

在选取研究区间, 我们把全部样本按照融资次数的多少分组。再融资次数较多的 1/3 公司样本组、再融资次数较少的 1/3 公司样本组为总体样本的对比参照组。从平均意义来看, 如果两参照组和总体样本公司的股权融资次数之间存在显著的差异, 那么这样的差异在很有可能是由再融资政策导致的。

表 5.2 再融资次数参照组 One-Sample Test

Table.5.2 One-Sample Test in Referenced Sample of Refinancing more times

Test Value = 1.1611(样本总体平均融资次数)				
	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
再融资次数较多参照组	12.853	102	0.000	0.8889
再融资次数较少参照组	-25.529	101	0.000	-1.0271

表 5.2 是本文对对融资次数较多参照组和融资次数较少参照组进行了 One-Sample T 检验结果。其中我们以全部样本公司的平均融资次数(1.1611 次)作为总体均值。表中可以看出,参照组的融资次数确实同总体平均次数存在显著性的差异。因此,我们将样本按照融资次数多少分为的三类样本组,在分别进行实证检验后,通过对比分析,能够比较直观的反映再融资监管政策对企业选择市场时机的限制作用及其导致的资本结构差异。

5.3 描述性统计分析

对三组样本的负债水平及其影响因素进行了描述性统计分析,并以样本总体中各变量的均值为检验标准值,对融资次数较多组和融资次数较少组中的对应变量进行了 One-Sample T 检验。检验结果见表 5.3。

表 5.3 三类样本的负债水平及其影响因素描述性统计表

Table.5.3 Summary Statistics of Leverage and Its Influencing factors in Three Types of Samples

Year		IPO+2		IPO+4		IPO+6		IPO+8	
Sample	Variable	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D
样本 总体 ARF _M =1.1611	D/A	0.5371	0.1265	0.4943	0.1503	0.4475	0.1546	0.4981	0.1742
	e/A	0.0120	0.0179	0.0339	0.0041	0.0784	0.0094	0.0363	0.0074
	M/B	2.3896	1.1473	3.4566	0.9161	3.0395	0.9497	2.3643	0.7763
	M/B _{own}	2.3896	1.1473	3.0007	1.2063	2.2539	1.0935	3.1511	0.9325
	Tang	0.3268	0.1272	0.3582	0.1388	0.2898	0.1557	0.3308	0.0897
	Size	18.667	0.8317	19.269	1.0895	19.564	0.9579	20.007	0.8466
	SS	0.2631	0.18749	0.2734	0.1704	0.2536	0.1760	0.2778	0.1922
	Ndts	0.0191	0.0313	0.0213	0.0361	0.0172	0.0287	0.0182	0.0259
	Grow	0.3790	0.8919	0.3822	0.7217	0.2683	0.9210	0.2894	0.8205

Year		IPO+2		IPO+4		IPO+6		IPO+8	
Sample	Variable	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D
再融 资次 数较 多组 ARF _H =2.712	D/A	0.5522	0.1679	0.4501**	0.2143	0.3751***	0.1581	0.3912***	0.2063
	e/A	0.0155	0.0054	0.0897***	0.0082	0.1233**	0.0330	0.0729**	0.0086
	M/B	2.2029	0.8864	2.9598	0.8460	2.489	0.8419	3.1776	0.9062
	M/B _{own}	2.3185	0.9329	2.4715	0.9393	3.1739	1.2450	2.9094	1.1618
	Tang	0.3235	0.1096	0.3165	0.0938	0.3037	0.1285	0.3224	0.0918
	Size	19.568	1.1582	20.323	1.0086	21.310	0.9334	21.589	0.8825
	SS	0.2761	0.1831	0.2869	0.1693	0.2682	0.1921	0.2737	0.1848
	Ndts	0.0185	0.0304	0.0207	0.0350	0.0167	0.0278	0.0176	0.0251
	Grow	0.3877	0.9124	0.3909	0.7382	0.2745	0.9421	0.2960	0.8393

Year		IPO+2		IPO+4		IPO+6		IPO+8	
Sample	Variable	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D
再融资次数较少组 ARF _H =0.305	D/A	0.5239	0.1281	0.7062**	0.1522	0.6031***	0.1563	0.6713***	0.1764
	e/A	0.0131	0.0183	0.0105**	4.19E-03	0.0243**	9.61E-03	0.0113***	7.57E-03
	M/B	2.2535	0.9067	3.0278	0.8654	2.5462	0.8612	3.2506	0.9270
	M/B _{own}	2.2767	0.9161	2.4270	0.9223	3.1167	1.2225	2.8570	1.1408
	Tang	0.3309	0.1121	0.3237	0.0959	0.3106	0.1314	0.3298	0.0939
	Size	19.0963	0.8508	19.7121	1.1145	20.0139	0.9799	20.4671	0.8660
	SS	0.2583	0.1841	0.2684	0.1673	0.2490	0.1728	0.2728	0.1887
	Ndts	0.0195	0.0321	0.0217	0.0369	0.0175	0.0293	0.0186	0.0264
	Grow	0.3683	0.8669	0.3714	0.7014	0.2607	0.8952	0.2812	0.7975

注：***表示在 1%的置信水平上显著；**表示在 5%的水平上显著；*表示在 10%的水平上显著

分析表 5.3:

- ① IPO 后，样本总体的平均资产市净率始终维持在一个较高水平，资产负债率呈下降趋势，这说明在股票市价被普遍高估的市场条件下，上市公司总体上利用了高估的市场时机。
- ② 对融资次数较多组，在 IPO 两年后，其资产负债率均值显著低于总体样本的均值，股权融资比率则显著高于总体的均值，而与总体样本的市净率并无显著差异。这表明融资次数较多的公司通过较多的股权融资更大程度的降低了其资产负债水平。表明：该类公司更多时候达到再融资政策的规定条件，更多的利用了股价高估的市场时机。
- ③ 对融资次数较少组，在 IPO 两年后，其资产负债率均值显著高于总体样本的均值，股权融资比率则显著低于总体的均值，而与总体样本的市净率并无显著差异。这表明配股较多的样本公司通过较多的股权融资更大程度的降低了其资产负债水平。表明：该类公司更多时候并未达到再融资政策的规定条件，无法利用股价高估的市场时机，而只能通过债权方式融资。
- ④ 其他影响资本结构的因素在三类公司样本中的均值无显著差异。表明：其他影响资本结构的因素，并未因为公司的融资次数的不同有显著的变化。

统计结果表明：在股票市价普遍高估的市场条件下，再融资政策的制约作用，导致三类样本公司资本结构差异。但再融资政策约束下的资本市场融资条件对三类样本公司资本结构的影响及效果，将在下面部分进行具体检验分析。

5.4 市场时机对资本结构变动影响方式与效果的回归分析

5.4.1 模型一回归分析

运用模型一(式 5.1)，分别对 IPO 后 5 个年份，跨度为 8 年的样本数据进行了回归分析，被解释变量为资产负债率变动，回归结果见表 5.4。

表 5.4 模型一的回归结果(被解释变量： $(D/A)_t-(D/A)_{t-1}$)

Table.5.4 Regressive Result of model 1(Dependent variable: $(D/A)_t-(D/A)_{t-1}$)									
样本分类：融资次数较多组									
变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	0.013	0.022*	5.49 E-03**	-0.034	-0.043*	-0.221	0.022***	0.325	10.882
IPO+2	-0.022**	-0.056	0.019**	0.053	0.067	0.343	0.035**	0.271	8.051
IPO+4	-8.37E-03***	0.221*	7.66 E-03	-0.023**	-0.025	-0.128**	-0.013	0.294	8.125
IPO+6	-0.031**	0.051	2.20E-03***	-0.064	0.019	-0.099**	0.010	0.261	8.167
IPO+8	-0.041*	0.087**	5.87 E-03	-0.053*	0.057	-0.289***	0.032	0.335	7.376

样本分类：融资次数较少组									
变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	-1.12E-04	1.17E-02***	3.16E-04**	-9.18E-03	1.70E-02	0.087	9.04E-03***	0.140	8.181
IPO+2	3.86E-04	-2.98E-02	2.46E-04***	-0.031**	-3.88E-02	-0.199+	-0.021	0.135	7.991
IPO+4	-3.36E-04	1.18E-01**	4.74E-04	2.65 E-03	-1.88E-03**	-0.011	1.02E-03**	0.139	8.062
IPO+6	3.44E-04	2.71E-02***	7.65 E-04	-0.037***	4.09E-03	-0.021**	2.17E-03	0.146	7.123
IPO+8	1.93E-03	4.63E-02	-1.40E-04**	-0.019	2.84E-03	-0.014**	1.51E-03**	0.143	8.167

样本分类：样本总体									
变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	2.10E-04	0.084**	5.16E-04	-0.015	0.032	-0.164	0.017***	0.354	34.872
IPO+2	7.26E-04	-0.082	4.02E-04**	-0.050**	-0.073	-0.374*	0.038	0.381	36.845
IPO+4	-6.31E-03*	0.075**	7.75E-04**	4.33 E-03	-3.54E-03	-0.018***	0.019**	0.366	39.082
IPO+6	-6.46E-03**	0.093	1.25E-03***	0.061*	7.68E-03*	0.039	-4.08E-03	0.295	26.569
IPO+8	3.62E-03	0.036***	-2.21E-04	-0.032***	5.34E-03	-0.027**	2.84E-03**	0.317	27.657

注：***表示估计参数的 t 值在 1%的置信水平上显著；**表示在 5%的水平上显著；*表示在 10%的水平上显著。

分析表 5.4:

- ① 在融资次数较多组中，市净率的回归系数在 IPO 两年以后均为负，4 个年份显著性水平都达到了 10%以上，即股价高估的市场条件在研究区间的大多数年份导致了负债率的负方向变动。
- ② 在融资次数较少组中，市净率的回归系数大多数年份为正，且无显著相关性，即股价高估的市场条件在研究区间，并未对该类样本公司的负债率产生显著影响。
- ③ 在样本总体中，市净率与负债变动 2 个年份为负相关，3 个年份为正相关。

从研究区间整体来看，负相关 2 个年份显著性水平达到 10% 以上，很可能是相关年份，公司股票价格上涨，达到再融资政策的条件的公司较多，且大多数公司都借此融资时机进行股权融资，导致了负债率的负方向运动。而 3 个正相关性年份，很大程度上可能是由于公司发展机会的信息导致股票价格上涨，但由于再融资政策的约束，尽管面对股价上涨的融资时机，未达到股权融资条件的公司只能采用负债融资方式筹集投资所需资金。

④ 对于其他控制变量，三组样本在研究区间的显著性表现类似。有形资产比率、企业规模、国家股比率、成长性变量在绝大多数年份回归系数为正，且显著性水平都在 10% 以上。非债务税盾变量在绝大多数年份回归系数为负，显著性水平都在 10% 以上。而上一年的负债率变量对资本结构变化基本无相关影响。这与本章前面对变量符号预期基本相同。

从三组样本市净率的回归结果可以看出：在相同市场条件下三组样本公司融资选择结果存在差异。其成因很大程度上是三组样本公司获得利用市场条件机会的差异，即再融资次数的差异。

5.4.2 模型二回归分析

运用模型二(式 5.2)，分别对 IPO 后 5 个年份，跨度为 8 年的样本数据进行了回归分析，被解释变量为资产负债率变动，回归结果见表 5.5。

表 5.5 模型二的回归结果(被解释变量： $-(e/A)_t$)

Table.5.5 Regressive Result of model 2(Dependent variable: $-(e/A)_t$)

样本分类：融资次数较多组									
变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	1.61E-03	0.135*	2.92E-04**	-0.011**	-0.355	-1.856	0.172**	0.242	10.588
IPO+2	-1.54E-02***	0.081	-1.66E-03	0.045	-0.145	-0.758**	0.070	0.202	7.833
IPO+4	-2.35E-03**	-0.046	1.80E-03**	-0.069*	-0.213	-1.113	0.103***	0.219	7.905
IPO+6	-4.03E-03**	0.079***	9.62E-04	0.0283	0.050	0.261	0.024**	0.194	7.946
IPO+8	-5.87E-03***	0.127**	6.32E-04	-0.151	-0.152*	-0.794***	-0.073	0.249	7.176

样本分类：融资次数较少组									
变量/系 数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	1.02E-04	0.021**	1.17E-04**	-0.045**	0.016	0.083	0.017***	0.106	7.960
IPO+2	-2.27E-03	0.018	2.68 E-04	0.015	-0.194*	-1.014**	-0.094	0.117	7.775
IPO+4	6.27 E-04**	-0.031	4.36E-04***	1.37E-03	0.126	-0.658**	0.061***	0.113	7.845
IPO+6	-4.60E-04	0.013***	-7.6E-05	9.33E-04*	-0.217	1.134	0.105*	0.118	6.930
IPO+8	2.32E-04	0.011	1.21E-04*	-0.010**	0.018	-0.094*	0.011	0.106	7.946

样本分类：样本总体

变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	2.11E-04	0.066***	3.62E-04	-0.138**	0.051	0.266	0.024***	0.265	33.930
IPO+2	-7.03E-03**	0.057	8.31E-04	0.049*	-0.601	-3.143***	-0.292	0.285	35.851
IPO+4	1.94E-03	-0.019	1.35E-03***	4.26E-03	0.393	-2.055	0.191	0.273	38.026
IPO+6	-1.41E-03*	0.043**	-2.34E-04	2.89E-03	-0.673*	-3.519**	-0.327	0.226	25.851
IPO+8	-6.99E-04	0.036	3.75E-03**	-0.032	0.056	0.292	0.027**	0.236	26.910

注：***表示估计参数的 t 值在 1% 的置信水平上显著；**表示在 5% 的水平上显著；*表示在 10% 的水平上显著。

分析表 5.5:

① 在融资次数较多组中，市净率与导致杠杆变动的股权融资比率(变量在检验中取负号)，在 IPO 两年以后 4 个年份显著性水平都达到了 10% 以上，因此，可以看出市净率与股权融资比率成正相关关系，即市净率越大股权融资比率越大，通过股权融资对资本结构变化的影响就越大。

② 在融资次数较少组中，市净率的回归系数正负相间，且基本无显著相关性，即股价高估的市场条件在研究区间，并未对该类样本公司的股权融资变化产生显著影响。

③ 在样本总体中，市净率的回归结果也是正负相间且大都不显著。回归结果中出现的市净率与股权融资比率负相关，市净率越大股权融资比率反而越小，这与能自由选择市场融资时机的研究结论有着显著的不同(Baker and Wurgler 2002)。我们对市净率和股权融资比率的数据以公司为单位进行了对应比较，结果发现在两者负相关的年份里，很多市净率相对较高的公司股权融资为零，而市净率相对较低的公司则有股权融资。由此认为：在普遍高估的市场条件下，由于再融资政策的限制规则，相当部分市净率相对较高的公司没有获得股权融资，而市净率相对较低的公司却获得了融资。由此导致了在有些年份市净率与股权融资比率负相关。

④ 对于其他控制变量，三组样本在研究区间的显著性表现类似。有形资产比率、企业规模、国家股比率、成长性变量回归系数为正的年份显著，且显著性水平都在 10% 以上。非债务税盾变量在回归系数为负的年份显著，显著性水平都在 10% 以上。而上一年度的负债率变量对资本结构变化基本无相关影响。其他控制变量的回归结果并没有因平均融资次数的不同而存在明显的差异。

上述检验结果表明：融资次数较多的公司更多的利用了股票市价普遍高估的市场时机，多数年份对企业负债水平产生了降低作用；融资次数较少的公司虽然

面对同样的市场时机,然而,由于再融资政策的约束,不能进行股权融资。对于样本公司总体尽管也同样面对普遍高估的市场条件,但股票市价并未对企业的负债率变动产生趋势明显的影响。

5.4.3 模型三回归分析

运用模型三(式 5.3),分别对 IPO 后 5 个年份,跨度为 8 年的样本数据进行了回归分析,被解释变量为资产负债率变动,回归结果见表 5.6。

表 5.6 模型三的回归结果(被解释变量: $-(\Delta RE/A)_t$)

Table.5.6 Regressive Result of model 3(Dependent variable: $-(\Delta RE/A)_t$)

样本分类: 融资次数较多组									
变量/系数	M/B_{t-1}	$Tang_{t-1}$	$Size_{t-1}$	SS_{t-1}	D/A_{t-1}	$Ndts_{t-1}$	$Grow_{t-1}$	Adj-R ²	F
IPO+1	5.52E-04	0.046	1.41E-04	-5.31E-03	-0.121	0.636	0.083	0.117	11.556
IPO+2	5.28E-03*	0.027*	-8.02E-04*	0.021**	-0.049	-0.259	0.034**	0.098	8.550
IPO+4	-8.11E-04	-0.015**	8.69E-04	-0.033	0.073	-0.381*	-0.049	0.106	8.628
IPO+6	1.38E-03	0.027	4.65E-04**	0.013	0.017**	0.089	0.012***	0.094	8.673
IPO+8	-2.01E-03	0.0431	3.05E-04	-0.072**	-0.052	-0.272	0.035**	0.121	7.833
样本分类: 融资次数较少组									
变量/系数	M/B_{t-1}	$Tang_{t-1}$	$Size_{t-1}$	SS_{t-1}	D/A_{t-1}	$Ndts_{t-1}$	$Grow_{t-1}$	Adj-R ²	F
IPO+1	2.94E-03*	-0.084	2.58E-04	-9.72E-03	-0.221	-1.165	0.152**	0.061	8.688
IPO+2	-0.028**	0.050	-1.47E-03	0.039*	-0.091	-0.475**	0.061*	0.059	8.486
IPO+4	4.03E-03	-0.028**	1.59E-03**	-0.061**	0.134	0.698	0.091***	0.061	8.561
IPO+6	-7.37E-03	0.049	8.51E-04**	0.025	0.031**	0.163*	0.021	0.073	7.564
IPO+8	0.011	0.079*	5.58E-04	-0.133	-0.095	-0.498	-0.064	0.051	8.673
样本分类: 样本总体									
变量/系数	M/B_{t-1}	$Tang_{t-1}$	$Size_{t-1}$	SS_{t-1}	D/A_{t-1}	$Ndts_{t-1}$	$Grow_{t-1}$	Adj-R ²	F
IPO+1	7.01 E-04*	0.058	1.79E-04	-6.74E-03	-0.156*	-0.808**	0.105	0.128	37.034
IPO+2	-6.71E-03	0.035**	-1.02E-03	0.027***	-0.063	0.330	0.042***	0.138	39.129
IPO+4	1.03 -03	-0.020	1.10E-03**	-0.042	-0.092	-0.484	0.063***	0.132	41.505
IPO+6	-1.75E-03**	0.034	5.91E-04	0.017**	0.021	0.113*	0.015**	0.107	28.216
IPO+8	-2.55E-03	0.055*	3.87E-04***	-0.092	-0.066	-0.345	-0.045	0.115	29.371

注: ***表示估计参数的 t 值在 1%的置信水平上显著; **表示在 5%的水平上显著; *表示在 10%的水平上显著。

分析表 5.6:

① 市净率, 对于三组样本在研究区间的检验结果类似, 均无显著的相关性。特别是对于融资次数较多组, 仅有一个年份在 10% 水平上显著。这说明即股价高估的市场条件在研究区间, 并未对导致负债变动的样本公司留存收益变化产生显著影响。

② 对于其他控制变量, 检验的结果与模型一、二的回归结果相似。有形资产比率、企业规模、国家股比率、成长性变量回归系数为正的年份显著, 且显性水平都在 10% 以上。非债务税盾变量在回归系数为负的年份显著, 显著性水平都在 10% 以上。而上一年度的负债率变量对资本结构变化基本无相关影响。说明, 其他控制变量, 都在一定程度上对负债率变化产生影响, 但回归结果并没有因平均融资次数的不同而存在明显的差异。

5.4.4 模型四回归分析

运用模型四(式 5.4), 分别对 IPO 后 5 个年份, 跨度为 8 年的样本数据进行了回归分析, 被解释变量为资产负债率变动, 回归结果见表 5.7。

表 5.7 模型四的回归结果(被解释变量: $-(E_{t-1}(1/A_{t-1}/A_{t-1}))$)

Table.5.7 Regressive Result of model 4(Dependent variable: $-(E_{t-1}(1/A_{t-1}/A_{t-1}))$)

样本分类: 融资次数较多组									
变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	1.29E-03**	0.10	3.13E-04	-0.012**	-0.285	-1.489**	0.194*	0.167	8.845
IPO+2	-0.012	0.065***	-1.78E-03**	0.051	0.116*	-0.608	0.079***	0.139	7.982
IPO+4	-1.09E-03	-0.036	2.23E-03	-0.078	-0.170	0.893***	-0.116	0.150	8.860
IPO+6	-3.23E-03**	0.064**	1.18E-03	0.031**	0.041	0.209	0.027**	0.132	8.654
IPO+8	-4.17E-03	0.101	7.14E-04***	-0.171	-0.122	-0.637	-0.082	0.171	8.731
样本分类: 融资次数较少组									
变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	6.84 E-03**	0.198	6.04E-04**	-0.023*	-0.521	2.726	0.355	0.071	6.785
IPO+2	-0.06594	0.118**	-3.34E-03	0.093	-0.213	-1.113**	-0.145***	0.069	8.719
IPO+4	-0.010**	-0.067*	3.72E-03	-0.142	-0.312	-1.634	0.213	0.071	8.799
IPO+6	0.01725	0.116	-1.91E-03*	0.058	0.073	0.383**	0.049**	0.074	7.785
IPO+8	0.02513	-0.186	1.30E-03	0.312**	-0.223*	-1.166	-0.151	0.073	8.719

样本分类：样本总体									
变量/ 系数	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	D/A _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	1.64E-03**	0.137	4.19E-04***	-0.015	-0.361	-1.891	0.246	0.181	37.766
IPO+2	-0.0157	0.082	-2.39E-03	0.064	-0.147*	0.772**	0.101**	0.195	39.903
IPO+4	-2.41E-03	-0.046*	2.83E-03**	-0.099**	0.217	-1.134	0.147	0.187	42.325
IPO+6	4.21E-03	0.080**	-1.30E-03	0.041**	0.051**	0.265	0.034***	0.151	28.774
IPO+8	-5.97E-03*	-0.129	9.06E-04	-0.216	-0.155	-0.809***	-0.105**	0.162	29.952

注：***表示估计参数的 t 值在 1%的置信水平上显著；**表示在 5%的水平上显著；*表示在 10%的水平上显著。

分析表 5.7:

- ① 与模型三回归结果相似，市净率变量，在三组样本在研究区间的检验结果，均无显著的相关性。这同样说明即股价高估的市场条件在研究区间，并未对导致负债变动的样本公司剩余杠杆变化产生显著影响。
- ② 对于其他控制变量，检验的结果与前三个模型的回归结果相似。说明，其他控制变量，都在一定程度上对负债率变化产生影响，但回归结果并没有因平均融资次数的不同而存在明显的差异。

5.5 本章小结

本章是对股权融资市场时机对我国上市公司资本结构变动影响方式及效果进行实证分析。通过对样本的分类，描述性统计分析以及对四个检验模型的回归结果分析，得出：模型一在融资次数较多组中，与其他解释变量对变动的影响作用相比，市净率的对负债率变动的影响在所有年份的回归结果中都是比较突出的。模型二、三、四是对企业杠杆变动分解因素分别的检验模型，对比分析后发现，股票市价高估的市场时机是通过股权融资引起了资本结构的变动，而非通过留存收益变化和剩余杠杆的变化。同时，其他控制变量的回归结果并没有因平均融资次数的不同而存在明显的差异。

6 股权融资市场时机对资本结构累积变化影响的实证分析

通过上一章的对股权融资市场时机对我国上市公司资本结构变动影响方式及效果实证分析,结果证明股票市价通过股权再融资引起了资本结构的变动,但由于再融资政策的约束,尽管面对股价上涨的融资时机,未达到股权融资条件的公司只能采用负债融资方式筹集投资所需资金。在这样的前提下,股权融资市场时机对上市公司资本结构的影响是否具有累积效应成为本章将继续验证的问题。

6.1 检验步骤与模型

上一章的实证,已经证明了我国上市公司股票市价高估的市场时机是通过股权融资引起了资本结构的变动。那么要检验以往实施股权融资年份的股票历史市价是否会影响当前的资本结构。对于股票历史市价的表现指标,本文采用股权融资的加权平均市净率来衡量,对过去实施股权融资年份的市净率赋予相应的权重,而没有股权融资的年份权重为零。即:

$$\left(\frac{M}{B}\right)_{ema,t-1} = \sum_{u=0}^{t-1} \frac{e_u}{\sum_{z=0}^{t-1} e_z} \cdot \left(\frac{M}{B}\right)_u$$

其中: e 表示股权融资量

则检验模型为:

$$\begin{aligned} \left(\frac{D}{A}\right)_t = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{ema,t-1} + \beta_2 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_3 \left(\frac{Ta}{A}\right)_{t-1} + \beta_4 \ln(Size)_{t-1} + \beta_5 SS_{t-1} \\ & + \beta_6 (Ndts)_{t-1} + \beta_7 (Grow)_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (式 6.1)$$

接下来,本文将检验股票市价是否对企业 IPO 后资本结构的累积变化具有持续的作用。检验模型为:

$$\begin{aligned} \left(\frac{D}{A}\right)_t - \left(\frac{D}{A}\right)_{IPO} = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{ema,t-1} + \beta_2 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_3 \left(\frac{Ta}{A}\right)_{t-1} + \beta_4 \ln(Size)_{t-1} + \beta_5 SS_{t-1} \\ & + \beta_6 (Ndts)_{t-1} + \beta_7 (Grow)_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (式 6.2)$$

6.2 描述性统计与差异检验

表 6.1 三类样本的(D/A)_t—(D/A)_{IPO} 变量描述性统计

Table.6.1 Summary Statistics of Variable (D/A)_t—(D/A)_{IPO} in Three Types of Samples

检验变量	(D/A) _{IPO+2} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+4} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+6} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+8} —(D/A) _{IPO}	
	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D	Mean	Std. D
融资次数较多组	-0.0366	0.0103	-0.0601	0.0082	-0.1033	0.0197	-0.1275	0.0246
融资次数较少组	0.0294	0.0171	0.0734	0.0152	0.0607	0.0156	0.0937	0.0137
样本总体	-0.0106	0.0012	-0.0321	0.0052	-0.0479	0.0117	-0.0653	0.0093

对模型六的被解释变量(D/A)_t—(D/A)_{IPO} 进行描述性统计分析，以考察 IPO 后第 t 年的资本结构对 IPO 当年的资本结构的变化情况，结果见表 6.1。统计结果表明，在上市(IPO)后各观测年份的三类样本变量统计值中，融资次数较多组和样本总体组的(D/A)_t—(D/A)_{IPO} 均值都为负值，即资产负债率都较 IPO 时有所降低，而融资次数较少组的均值为正值，即资产负债率较 IPO 时有所上升。这很可能源于融资次数较多组，在股票价格高估的市场时机下，进行了股权融资，从而明显降低了负债率；但是融资次数较少组，虽然同样面对股票价格高估的市场时机，但由于再融资监管政策的限制，不能进行股权融资，只能选择债权融资，使得负债率升高；对与样本总体来讲，负债率均值在研究区间内的都表现为负值，在相当程度上是由于其中获得较多再融资机会的公司吸纳更多融资资金后的平均化结果。分别考察每组样本发现，融资次数较多组和样本总体组负债率均值呈下降趋势，融资次数较少组负债率均值呈上升趋势。

表 6.2 融资次数较多组 VS 融资次数较少组(D/A)_t—(D/A)_{IPO} 变量非参数 Mann-Whitney T 检验

Table.6.2 Mann-Whitney Test of variable (D/A)_t—(D/A)_{IPO} for Refinancing more times VS. less times

检验变量	(D/A) _{IPO+2} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+4} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+6} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+8} —(D/A) _{IPO}	
	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)
融资次数较多组 (VS) 融资次数较少组	6.138	0.000***	-12.835	0.000***	-4.621	0.000***	8.665	0.000***

表 6.3 融资次数较多组 VS 样本总体的(D/A)_t—(D/A)_{IPO} 变量非参数 Mann-Whitney T 检验

Table.6.3 Mann-Whitney Test of variable (D/A)_t—(D/A)_{IPO} for Refinancing more times VS. whole sample

检验变量	(D/A) _{IPO+2} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+4} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+6} —(D/A) _{IPO}		(D/A) _{IPO+8} —(D/A) _{IPO}	
	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)
融资次数较多组 (VS) 样本总体	-2.102	0.036**	2.402	0.017**	-3.579	0.000***	2.212	0.028**

表 6.4 融资次数较少组 VS 样本总体的 $(D/A)_t-(D/A)_{IPO}$ 变量非参数 Mann-Whitney T 检验

Table.6.4 Mann-Whitney Test of variable $(D/A)_t-(D/A)_{IPO}$ for Refinancing less times VS. whole sample

检验变量	$(D/A)_{IPO+2}-(D/A)_{IPO}$		$(D/A)_{IPO+4}-(D/A)_{IPO}$		$(D/A)_{IPO+6}-(D/A)_{IPO}$		$(D/A)_{IPO+8}-(D/A)_{IPO}$	
融资次数较 少组 (VS) 样本总体	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)	Z 值	Sig(2-tailed)
	1.813	0.081**	-1.921	0.066**	2.081	0.039**	-2.584	0.012**

为了进一步考察三类样本公司在上市(IPO)之后的负债率变动是否具有显著性差异,本文对三类样本的 $(D/A)_t-(D/A)_{IPO}$ 变量进行了非参数 Mann-Whitney T 检验,结果如表 6.2—6.4 所示。从融资次数较多组、融资次数较少组和样本总体的两两检验结果来看:上市(IPO)之后的负债率变动 $[(D/A)_t-(D/A)_{IPO}]$ 在四个观测年份均具有显著性差异,其中融资次数较多组与融资次数较少组之间的 $(D/A)_t-(D/A)_{IPO}$ 变量差异性最为显著;融资次数较多组与样本总体之间,样本总体与融资次数较少组之间的 $(D/A)_t-(D/A)_{IPO}$ 变量差异性也均在 10%的水平之上。由上述检验结果可以初步推断:面对股票市价长期普遍高估的市场时机,能否达到再融资的规定,进而获取更多再融资的机会,将是导致上市公司资本结构持续变动的显著性因素。

6.3 股票的历史市价对当前资本结构的持续影响回归分析

运用模型五(式 6.1)分析以往实施股权融资年份的股票历史市价对三类公司当前负债率的影响,分别对 IPO 后 5 个年份,跨度为 8 年的样本数据进行了回归分析,被解释变量为资产负债率变动,回归结果见表 6.5。

表 6.5 模型五的回归结果

Table.6.5 Regressive Result of model 5

样本分类: 融资次数较多组

变量/ 系数	M/B _{cwa}	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	——	-2.51E-03	0.152**	4.38E-03***	-0.269	-0.014**	-0.902	0.351	8.606
IPO+2	-0.014***	0.028	0.204	6.75E-03	0.136	-0.012	0.652***	0.293	7.767
IPO+4	-0.013	-0.024**	0.174***	7.59E-03	-0.256	0.013	0.606*	0.318	8.620
IPO+6	-0.046***	0.033	0.129**	-5.77E-03	-0.337**	-0.017***	0.285	0.282	8.420
IPO+8	-0.015**	0.027	-0.072	2.56E-04**	-0.474*	0.025	0.449***	0.362	8.495

样本分类：融资次数较少组									
变量/ 系数	M/B_{cwa}	M/B_{t-1}	$Tang_{t-1}$	$Size_{t-1}$	SS_{t-1}	$Ndts_{t-1}$	$Grow_{t-1}$	$Adj-R^2$	F
IPO+1	——	3.91E-03	0.441***	1.29E-03***	-0.832*	-0.041	-0.729	0.136	7.205
IPO+2	-2.98E-03	0.029*	0.383	6.96E-04**	0.391	0.021	0.517***	0.131	9.259
IPO+4	0.034	6.61E-03	0.332**	1.03E-03	-0.616	-0.032**	0.247	0.135	9.345
IPO+6	0.017**	-0.039	0.651***	1.37E-03*	0.980	-0.051	0.125**	0.142	8.267
IPO+8	1.41E-03	4.33E-03	0.258	-4.53E-04	-0.709**	-0.037***	0.235***	0.139	9.259

样本分类：样本总体									
变量/系数	M/B_{cwa}	M/B_{t-1}	$Tang_{t-1}$	$Size_{t-1}$	SS_{t-1}	$Ndts_{t-1}$	$Grow_{t-1}$	$Adj-R^2$	F
IPO+1	——	3.07E-03	0.349***	1.01E-03	-0.659*	-0.034**	0.310	0.343	40.901
IPO+2	-2.36E-03	-0.023*	0.304	5.47E-04***	0.310	0.016	0.436**	0.370	43.214
IPO+4	0.027	5.19 E-03	0.263**	8.08E-04	-0.488	-0.025	0.765***	0.356	45.837
IPO+6	-0.014**	-0.031	0.516	1.08E-03**	-0.792**	-0.041**	0.367*	0.287	31.162
IPO+8	1.12E-03	3.40 E-03	0.205*	-3.56E-04**	0.562	0.029	-0.567	0.308	32.438

注：***表示估计参数的 t 值在 1% 的置信水平上显著；**表示在 5% 的水平上显著；*表示在 10% 的水平上显著。

分析表 6.5:

由于 IPO+1 的 M/B_{cwa} 和 M/B_{t-1} 相同，因此对 M/B_{cwa} 的回归检验从 IPO+2 开始。

① 在融资次数较多组，回归结果中：从 IPO 第 2 年起，加权平均市净率与当前的负债率在 3 个年份显著负相关。这说明获得较多股权融资机会的公司，更多的利用了以往股价高估的市场条件，通过股权融资的累积降低了企业当前的资产负债水平。另外，从滞后一期的市净率回归系数可以看到，单期滞后的股票市价并未对公司负债水平产生持续一致的影响作用。对比 M/B_{cwa} 和 M/B_{t-1} 的回归结果，可以发现：股票市价对资本结构的影响更多的体现在以往利用市场时机的累积效应上。

② 在融资次数较少组，回归结果中， M/B_{cwa} 、 M/B_{t-1} 均未对企业负债水平产生相关性影响。在所选 5 个年份截面上， M/B_{cwa} 对当前负债水平作用的方向规律不显著，并未产生累积影响。这表明，该类公司更多时候并未达到再融资政策的规定条件，无法利用股价高估的市场时机，通过股权方式融资方式融资，对负债率产生影响。

③ 在样本总体组，回归结果中，无论是 M/B_{cwa} ，还是 M/B_{t-1} 也均未对企业负债水平产生一致的相关性影响。在所选 5 个年份截面上， M/B_{cwa} 对当前负债水平作用的方向规律同样不显著，未产生累积影响。

综合对比三类样本的检验结果发现， M/B_{cwa} 系数在回归结果中的差异，原因是融资次数导致的，而在在股票市价普遍高估条件下，导致融资次数的差异是监管部门的再融资次数。由此可见，监管政策通过对样本公司总体再融资次数的节制，在大多数时间里较为有效的抑制了股价高估市场条件下容易引发的过度股权融资行为。

6.4 股票市价对 IPO 后资本结构累积变化影响的回归分析

运用模型六(式 6.2)分析以往实施股权融资年份的股票历史市价对三类公司 IPO 后资本结构累积变化的影响，分别对 IPO 后 5 个年份，跨度为 8 年的样本数据进行了回归分析，被解释变量为资产负债率变动，回归结果见表 6.6。

表 6.6 模型六的回归结果

Table.6.6 Regressive Result of model 6									
样本分类：融资次数较多组									
变量/ 系数	M/B _{cwa}	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	——	-5.39E-03*	0.227	1.68E-03***	-0.194	-9.7E-03**	-0.126	0.341	9.320
IPO+2	-6.08E-03***	1.57E-03	0.257***	-2.80E-04	0.322	3.40E-03	0.043**	0.285	8.411
IPO+4	-0.019**	-6.42E-03**	0.403**	3.17E-04	-0.224*	-0.011*	-0.154	0.309	9.335
IPO+6	-5.53E-03**	0.012	-0.063	1.03E-03**	0.276	1.36E-03	0.017***	0.274	9.118
IPO+8	-3.80E-03	0.010	0.321***	1.51E-04**	-0.128*	6.03E-04**	7.85E-03	0.352	9.201

样本分类：融资次数较少组									
变量/ 系数	M/B _{cwa}	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	——	-1.03E-04	0.024***	2.35E-04	-0.170*	-0.033**	0.430	0.143	7.651
IPO+2	2.74 E-03	-1.01E-03	0.069**	5.21E-04***	0.059	0.011	0.154**	0.139	9.833
IPO+4	1.68E-04*	2.41E-04	0.031	3.83E-04**	-0.207	-0.041***	-0.536	0.137	9.924
IPO+6	-1.57E-03	6.89E-04**	-0.073	1.07E-04***	0.023	-4.75E-03	0.061***	0.151	8.779
IPO+8	2.13E-04	1.35E-04	0.027**	-5.02E-04	-0.011**	2.01E-03	0.027*	0.131	9.833

样本分类：样本总体									
变量/ 系数	M/B _{cwa}	M/B _{t-1}	Tang _{t-1}	Size _{t-1}	SS _{t-1}	Ndts _{t-1}	Grow _{t-1}	Adj-R ²	F
IPO+1	——	-2.20E-04**	0.084**	4.69E-04	-0.592**	-0.011**	0.143	0.371	39.796
IPO+2	-9.56E-03*	3.52E-03	-0.242	1.81E-03**	0.208	-0.018	0.239***	0.301	42.047
IPO+4	5.87E-04	8.41E-04*	0.110	6.39E-04	-0.722**	-0.012***	-0.166	0.385	44.598
IPO+6	-5.47E-03**	-2.04E-03	0.256	3.72E-04***	-0.083	0.015	0.205**	0.310	30.320
IPO+8	7.42E-04	4.71E-04	0.096***	-1.11E-03	0.036*	-7.13E-03	-0.095	0.334	31.562

注：***表示估计参数的 t 值在 1%的置信水平上显著；**表示在 5%的水平上显著；*表示在 10%的水平上显著。

分析表 6.6:

① 在融资次数较多组,从 IPO 后第 2 年起的 5 个时段中,负债率的累积变动与 M/B_{cwa} 在的 3 个时段内为显著负相关。这很大程度上是因为再融资次数较多的公司,更多的利用资本市场条件实施了股权融资,累积降低了企业的资产负债水平。

② 在融资次数较少组,回归结果中, M/B_{cwa} 基本未对企业负债率累积变化产生一致的相关性影响。这表明,融资次数较少组的资本结构积累变化与历史股票价格无关。

③ 样本总体组的回归结果来看, M/B_{cwa} 对 IPO2 年后负债率累积变化的影响作用在所选的时段中有 2 个为负相关,影响效果在 10%的水平上显著。可见,高估股票市价对样本公司总体 IPO 后的累积负债变化的有一定影响。这表明样本公司整体也表现出通过股权融资渠道累积降低资产负债率水平的趋势。

6.5 本章小结

本章的主要通过两个回归模型验证,以往实施股权融资年份的股票历史市价是否会影响当前的资本结构,以及以往实施股权融资年份的股票历史市价是否会影响资本结构累积变化。通过分别的回归检验和对回归结果的分析,对于融资次数较多组,股票历史市价对当前资本结果和资本结构的累积有显著的影响;然而对融资次数较少组,股票历史市价对资本结构的影响基本无相关性。其原因很可能源于我国监管的制度性约束,使上市公司虽然都面对股票价格高估的市场时机,然而,并非所有公司都能利用这一时机进行股权融资,从而影响其资本结构。

7 有关政策建议

在转轨经济时期,我国股权结构与发达国家市场显著的表现出不同的特征。中国股票市场在政府主导下发展起来,其初始目的主要是为国企解困。股权结构制度性分割,使得上市公司近三分之二的国有股和法人股份不可流通。由于流通股的规模偏小和上市资格的稀缺导致了股票供求关系的长期失衡,流通股自身的市价不仅长期被普遍高估,而且显著高于非流通股的每股净资产定价,市场时机普遍存在,从而在很大程度上刺激了上市公司股权融资的偏好。由于监管部门再融资政策的限制性影响,在一定程度上对上市公司的股权融资热起到一定的规范作用。然而,监管不足和监管过度的情况同样存在,甚至导致了部分达不到融资监管限制条件但确实需要股权融资的上市公司不能获得股权融资;而一些可能并不真正需要股权融资但达到再融资监管条件的企业,通过编制投资项目盲目融资。

面对我国上市公司目前的融资现状,如何规范上市公司的融资行为,本文提出了以下几点政策建议:

① 解决“股权分置”,优化上市公司股权结构

历史原因,使得我国上市公司国有股、法人股即非流通股与社会公众流通股取得成本不相同,如果按照目前的总股本实行全部流通,必然要损坏社会公众股的利益,是不公平的交易行为。而非流通股长期不能流通,不仅不能盘活非流通股,而且也会成为制约上市公司的治理机制的瓶颈,因此,从长远来讲必须改变现有不合理的股权结构。最有效的途径就是实行股票的全流通。

目前,国家有关部门已出台了上市公司国有股、法人股“全流通”的方案,并实行非流通股对流通股的补偿机制。中国证监会 2005 年 4 月 29 日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中指出:股权分置改革试点须遵循“国九条”¹⁴的总体要求,按照“市场稳定发展、规则公平统一、方案协商选择、流通股东表决、实施分步有序”的操作原则进行。

全流通的含义不只是上市公司国有股份的流通,同时也包括法人股和其他股份的流通。其目标是要真正实现上市公司所有股份在市场上自由流动,而不受任何体制的限制。从本质上讲全流通强调的是一种公平、公正,是流通股股东与国有股股东、法人股股东之间的平等。从而,也可以从一定程度上克服应股权分置产生的股票市价普遍高估的现象。

实行全流通,不仅可以避免国有股股东和法人股股东通过股权融资获得超额收益。其主要的作用是能推进证券市场市场化,使股东的利益与股价密切相关,让外部制衡机制能够有效发挥。

可以看出,实行股票全流通是优化股权结构,完善公司治理结构,从而使上市公司融资行为理性化的重要途径。目前,我国的股权分置改革已经全面铺开,并且进展顺利,有理由相信股权分置改革的完成,将会促进我国证券市场的健康发展。

② 大力发展债券市场

资本市场应当包括债券市场和股票市场,只有股票市场而没有债券市场的资本市场是不完善的。债权融资,作为一种重要的市场化资金积累外源融资方式,在中国发展并不健全。当前,上市公司债务融资基本是通过银行借款。债券市场的发展不仅为社会化市场化的资金提供新品种,而且还能改善证券市场资金供求状况,降低上市公司股票发行市盈率,抑制企业过多的股权融资。同时也拓宽了上市公司融资渠道,减少其对股权融资的依赖性。加快企业债券市场发展,大力提倡融资方式的多样化,鼓励有条件的上市公司发行债券。

1) 政策上放松对企业发行债券的限制,便利企业通过发行债券融资。我国管理部门对上市公司在证券市场发行债券融资有严格的限制,由于限制较严格,自沪深证券市场成立以来,上市公司几乎没有发行债券融资,为给企业提供债务融资渠道,发展债券市场,应放宽上市公司发行债券的要求,鼓励高盈利公司发行债券。

2) 发展交易品种,提高债券市场流动性。当前债券市场品种太少,流动性过低影响了投资者参与债券市场的积极性,进而制约了债券市场发展。为此应扩大债券市场供给,推出符合投资者需要的交易品种,活跃债券市场,增加债券市场资金供给。流动性为投资者提供了转让和买卖债券的机会,是债券市场的生命力所在,市场的流动性越高,交易成本越低,市场越活跃,投资者参与越多。

3) 进一步完善债券交易市场,促进债券市场的发展。打通投资者投资债券的集道,建立健全相关法律法规和破产制度并严格执法和管理,同时对中介机构如证券评级公司、会计师事务所、资产评估所实行严格管理和规范运作。

债券市场的发展不仅为社会化市场化的资金提供新品种,而且还能改善证券市场资金供求状况,降低上市公司股票发行市盈率,抑制企业过多的股权融资。同时也拓宽了上市公司融资渠道,减少其对股权融资的依赖性。因此应加快企业债券市场发展,大力提倡融资方式的多样化,鼓励有条件的上市公司发行债券。

③ 培育机构投资者,发挥理性投资者在治理中的作用

在股权融资中,投资者通常分为个人投资者和机构投资者两大类。同大多数新兴市场相似,我国证券市场中也存在大量的投资心理不成熟和交易行为不理性的投资者,而转型经济下的特定背景则使这些非理性行为和心理偏差呈现出显著的中国特色。我国投资者普遍存在“过分自信”和“盲目从众”的双重心态,习惯于短

线操作的投资者很可能成为受市场人气控制的非理性投资者。在我国,目前绝大多数的投资账户是由个人投资者亲自操作的。由于个人投资者缺乏必要的金融知识和投资技巧,特别是收集和分析信息的能力低下,众多个人投资者不是着眼于公司的长远投资价值而是着眼于股票买卖的资本利得,他们投资决策有较大的随意性和盲目性。助长了上市公司的股权融资偏好。

与个人投资者相比,机构投资者的资金雄厚,收集和分析信息的能力强,投资对象较为分散,而且拥有专家理财优势,它们在我国已成为股权融资中有较大影响力的投资者。培育机构投资者是改善中国上市公司股权再融资的低绩效的重要举措。具体而言,在解决“股权分置”的同时,要大力培育以基金(包括国外基金)为主的机构投资者。同时,机构投资者的增加在一定程度上可以对国有股股东、法人股股东和经理人行行为起到制衡作用,有利于完善上市公司治理,有利于防止非流通股大股东和经理人员侵占上市公司资产、滥用募集资金等现象,有利于促进提高上市公司对募集资金的有效使用。

市场时机理论,就是建立在投资者非理性的基础上展开的。股票市价的高估,在很大程度上,就是由于投资者的非理性行为导致的股票误定价。因此,培育理性和成熟的投资者是治理我国上市公司股权融资偏好的一个重要方面,也是我国证券市场走向成熟所必须的。

8 结 论

国内学者的理论和经验研究均认为我国上市公司普遍具有股权融资偏好,外源融资的顺序与优序融资理论不符。但这些研究都是基于上市公司自身的利益动机角度对融资顺序进行考察所得出的结论,并没有在监管政策和市场条件所形成的现实融资环境中来探讨股权融资的客观实现条件。

本文基于股权融资的市场时机理论,首先对我国股票市场价格普遍高估的现状、股权设置二元结构下的股票定价差异及其形成的资本市场融资条件进行了分析;然后结合我国股票市场的再融资监管政策,较为深入和细致的检验了我国资本市场融资条件对上市公司融资选择和资本结构的现实影响。文章将企业主观的融资偏好和资本市场融资的客观实现条件综合起来分析,从主客观两个方面更为全面深入的反映企业股权融资的现实状况。股权设置的制度性分割形成了同股不同价的现实格局,国有股和法人股定价的显著偏低使得作为融资利益主体的上市公司存在着强烈的股权融资内在冲动,而流通股市价的长期高估,进一步强化了这样的内在冲动。但股权融资主观偏好在转化为现实结果的过程中却存在制度性的约束,即再融资监管政策。

在实证检验部分,文章按研究样本按照再融资政策作用效果进行划分,将再融资次数较多样本组、再融资次数较少样本组作为总体样本的对比参照组。检验结果证明了股票市价长期高估的市场条件客观存在性,但再融资政策对企业的市场时机选择行为产生了制度性约束,高估的股价并未都能通过股权融资渠道引起企业整体负债率的负向持续变动;由于再融资政策的业绩筛选作用,达到业绩条件的公司获得了更多的配股融资机会,高估的市场供给条件对融资较多公司和总体样本公司两者资本结构变动的影响,存在趋势和程度的差异。同时,检验结果还发现股票市价普遍高估的市场条件仅对融资次数较多的公司资本结构产生了较为规律的负向累积作用;对样本公司整体而言,尽管面对着同质的市场时机,但以往高估的股票市价对现时资本结构并未产生类似的累积影响。可见,由于再融资政策的限制,普遍的股权融资偏好动机并没有转化为普遍的股权融资现实结果。

从我国股票市场建立以来,再融资规则的演变在取得资格业绩条件、产业政策、招股说明、融资比例、投资方向、信息披露等方面都充分体现了利用上市公司再融资促进资源优化配置的政策取向。从本文的研究结果可以看到:普遍高估的股票市价只对股权融资次数较多的公司融资选择和资本结构产生了显著持续的影响。可见,对于我国这样转型期的新兴股票市场而言,再融资监管政策较为有效的抑制了股价高估市场条件下可能的过度股权融资行为,对平稳市场和规范各

方的行为确实起到了一定的积极作用。但是由于债券市场发展的相对滞后，股权融资成了较为单一的外源融资渠道。在高估的市场时机驱动下，偏好股权融资便成为了众多上市企业理性而现实的商业选择。因此，现阶段，我国股票市场应该进一步完善融资监管政策体系，正确引导上市公司规范融资，发挥有效资本市场资源配置功能，才能从根本上改变因股票供求失衡导致的非理性融资行为，形成较为有效的股票市场价格信息传导机制。

致 谢

似箭光阴，难忘回首，恍如昨日，感慨万千。在此，我要向所有帮助和鼓励我的所有人表达我最崇高的敬意和深深的谢意！

感谢我尊敬的导师刘星教授在三年中给我的教诲和指导，他的谆谆教诲，使我获益匪浅，让我在思考、解决问题的方法等方面有了长足的进步。本文的研究工作也是在刘星教授的悉心指导之下完成的。刘老师于每一细节之处不厌其烦地给予我详细的指点，从论文选题，研究思路的确定，论文的结构以及对相关研究结果的剖析，无不凝聚着刘老师的心血，终使本文得以顺利完成。在此，我要对刘老师表示由衷的感谢和真诚的敬意。

感谢我的多位任课老师刘斌教授、廖成林教授、汤亚莉副教授，谭利副教授、曾宏副教授、林朝南博士，宋仪博士，曹书军博士等，三年多来，由衷的感谢你们在学习和研究上给了我无数的指点与启发。

感谢我的同门师兄杨亦民博士、彭程博士、安灵博士、豆中强博士，冉戎博士，同门杨楠、杨正伟、曾维维、聂春光同学，难忘大家一起渡过的美好时光，我会永远记住我们的这份友谊。

特别感谢郝颖博士，在研究生学习过程中给予我的支持和帮助，以及在我论文写作过程中提出的许多中肯诚挚的建议。已然流逝的精彩中，难忘怀的却是那一份浓浓的情谊。

特别感谢父母的养育之恩，他们不但在生活上给予我无微不至的照料，还不断的在精神上予我以鞭策和鼓励，希望本文的完成可以给予他们一点小小回报。

感谢审阅这篇论文的各位专家和教授，在百忙之中评审我的论文并提出宝贵的意见。

“雄关漫道真如铁，而今迈步从头跃”——最后，引用一句诗词勉力自己，希望自己在未来的日子里戒骄戒躁、再接再厉，用心去书写人生的新篇章。

赵 静

二〇〇七年四月 于重庆

参考文献

- [1] Modigliani, F., Miller, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review 48. 261-297.1958
- [2] Modigliani, Franco, and M. Miller, Corporate taxes and the cost of capital: A Correction [J], America Economic Review 53, 1963, 433-443
- [3] Warner, J., Bankruptcy costs: some evidence[J], The Journal of Finance 32, 1977,337-347
- [4] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior. Journal of Financial Economics 3. 305-360
- [5] Ross, Stephen A. The determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. The Bell Journal of Economics.8.1977
- [6] Leland, H.,Pyle, D.1997.Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. Journal of Finance.May. 371-387
- [7] Myers, S., Majluf, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. Journal of Financial Economics 13.187-221.1984
- [8] Stein, Jeremy C., 1996, Rational capital budgeting in an irrational world, Journal of Business 69, 429-455
- [9] Graham, John R., and Campbell R. Harvey, 2001, The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, Journal of Financial Economics 60, 187-243
- [10] Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, Market timing and capital structure, Journal of Finance 57, 2002, 1-32
- [11] Welch, Ivo. Stock returns and capital structure, Journal of Political Economy, 2004, (112):106-131
- [12] Kayhan Aula, Sheridan Titman, Firm's histories and their capital structures NBER working paper, 2004
- [13] Hovakimian Armen,. Are observed capital structures determined by equity market timing?, CUNY Baruch working paper, 2004
- [14] Huang,R.and J.R.Ritter.Testing the Market Timing Theory of Capital Structure[Z].Working paper, University of Florida,2005
- [15] 彭寿康. 上市公司资本结构问题研究. 上海财经大学博士学位论文. 2001.4
- [16] 施东晖. 中国股市微观行为理论与实证[M]. 上海远东出版社(2001):123-125
- [17] 陈小悦, 肖星, 过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵[J]. 经济研究. 2000(1):30-36
- [18] 提云涛. 沪深证券市场上市公司配股累计异常收益研究. 深证证券交易所第四届会员研

究成果获奖论文集. 2002.4

- [19] 裴平著. 中国上市公司股权融资研究[M]. 南京大学出版社. 2000
- [20] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究. 2001(11)
- [21] 魏刚, 蒋义宏著. 中国上市公司会计与财务问题研究[M]. 东北财经大学出版社. 2001
- [22] 段培阳. 2002 年上市公司高派现现象研究[J]. 上市公司. 2002(7)
- [23] 沈艺峰, 田静. 我国上市公司资本成本的定量研究[J]. 经济研究. 1999(11)
- [24] 陈晓, 单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本[J]. 经济研究. 1999(9)
- [25] 李康等. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究. 2002. 深圳证券交易所第四届会员研究成果
- [26] 蓝发钦著. 中国上市公司股利政策论[M]. 华东师范大学出版社. 2001
- [27] 才静涵, 刘红忠. 市场择时理论与中国市场的资本结构[J]. 经济科学. 2006(4)
- [28] 刘星, 郝颖, 林朝南. 再融资政策, 市场时机与上市公司资本机构[J]. 科研管理. 2006(6)
- [29] Brennan M. J., Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy, National Taxes Journal, Dec. 1970, 417-427
- [30] Stapleton, R. C. Taxes, the Cost of Capital, and the Theory of Investment Economic Journal 82 (December, 1972): 1273-92
- [31] Baxter, Nevins D. Leverage, risk of ruin and the cost of capital [J], Journal of Finance 22, 1967, 395-004
- [32]. Kraus, Alan, Litzenberger et al. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. The Journal of Finance, 1973, 28, 911-922
- [33] Stiglitz, Joseph, E., Why Financial Structure Matters, Journal of Economic perspectives 2, 1988: 121-126
- [34] Scott, James H. Jr. A theory of Optimal Capital Structure. The Bell Journal of Economics, 1976, 6: 33-53
- [35] DeAngelo .H, R. Masulis. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics, 1980, 8: 3-29
- [36] Narayanan, M.P. (1988), "Debt versus Equity under Asymmetric Information" Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23: 39-51
- [37] Kayhan, Ayla, and Sheridan Titman, 2004, Firms' histories and their capital structures, NBER working paper no. 10526
- [38] Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal. The effect of market conditions on capital structure adjustment. Finance Research Letters, 2004, (1): 47-55
- [39] Fama, E., and K. French, 2000, Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, working paper

- [40] 李国旺等. 中国投资者行为研究[J]. 上证联合研究计划第三期课题报告. 2002
- [41] 李心丹. 中国个体证券投资者交易行为的实证研究[J]. 经济研究. 2002(11)
- [42] 赵学军, 王永宏. 中国股市"处置效应"的实证分析[J]. 金融研究. 2001(7)
- [43] 攀登, 施东晖, 曹敏. 中国个人投资者采用股价趋势交易策略的经验研究[J]. 世界经济. 2003(11):71-78
- [44] 吴世农, 吴育辉. 我国证券投资基金重仓持有股票的市场行为研究[J]. 经济研究. 2003(10)
- [45] 陈浩. 中国股票市场机构投资者羊群行为实证研究[J]. 南开经济研究. 2004(2)
- [46] 周春生, 杨云红, 王亚平. 中国股票市场交易型的价格操纵研究[J]. 经济研究. 2005.10: 70-78
- [47] 冯玉明. 市场的非理性与组合投资策略[J]. 证券市场导报. 2001(3)
- [48] 徐益华, 杨晓明. 中国证券市场效率的实证研究[J]. 财经问题研究. 2002(10)
- [49] 解保华, 高荣兴, 马征. 中国股票市场有效性实证检验[J]. 数量经济技术经济研究. 2002(5)
- [50] 赵桂芹, 曾振宇. 证券市场长期记忆特征的实证分析[J]. 管理科学. 2003(4)
- [51] 邹小芃. 我国证券市场回报率过度反应的实证分析[J]. 经济科学. 2003(4)
- [52] 刘波, 曾勇, 唐小我. 中国股票市场羊群效应的实证研究[J]. 运筹与管理. 2004 (1)
- [53] 张宗新. 2003 经济转型期证券资产价格波动的制度解析[J]. 数量经济技术经济研究. 2005.1: 18-33
- [54] 陈信元, 张田余, 陈冬华. 2002 净资产、剩余收益与市场定价, 会计信息的价值相关性[J]. 金融研究. 2002(4): 59-70
- [55] 赵志君. 股票价格对内在价值的偏离度分析[J]. 经济研究. 2003(10): 66-74
- [56] 徐爱农. 中国股票市场泡沫测度及其合理性研究[J]. 财经理论与实践. 2007(1)
- [57] Black. Fischer. "Noise". Journal of Finance. 1986. 41: 529-543
- [58] Froot. Kenneth A. Scharfstein. David S and Stein. Jeremv C "Herd on the Street. Informational Inefficient in a Market with Short Term Speculation". Journal of Finance 1992.57: 1461-1484
- [59] Odean Terrance Volume ,Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average Journal of Finance, 1998. 6: 187-193
- [60] 章卫东, 王乔. 论上市公司大股东控制下的再融资问题. 会计研究. 2003(11) :44-46
- [61] 杨运杰, 李静洁. 我国上市公司股权融资偏好原因分析[J]. 理论学刊. 2002(6): 61-63
- [62] 李康, 杨兴君等. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究[J]. 经济研究. 2003(3): 79-87

附 录

A. 正式发表(包括待发表)的论文

- [1] 赵静, 郝颖. 基于公司控制权的财务决策文献评述及研究展望, 《经济与管理研究》, 2006 年第 12 期增刊。
- [2] 赵静. 我国股票市场融资条件及其对上市公司资本结构的影响, 《改革》, 2006 年第 12 期增刊。

B. 参加导师课题

- [1] 国家自然科学基金项目, 现代公司治理结构下的企业投资优化理论与方法研究, 项目批准号:70372041, 起止期限: 2004.01-2006.12
- [2] 横向课题: 重庆百货大楼股份有限公司财务会计制度修订, 起止期限: 2004.09-2005.7

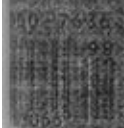
中国经济类核心期刊 ★ 首届全国优秀经济期刊 ★ CSCI 来源期刊

JG



经济与管理研究

*Research on Economics
and Management*



2006/ 增刊

首都经济贸易大学
中国工业经济学会

联合出版

经济与管理研究

1980年7月创刊
2006年12月20日出版(增刊)

主编:郑海航

编辑出版:《经济与管理研究》

编辑部

地址:北京朝外红庙

首都经济贸易大学内

邮编:100026

电话:010-65976484

010-65976610

电子邮箱:jyglyj@cueb.edu.cn

国内统一刊号:CN11-1384/F

国内总发行:北京报刊发行局

邮发代号:2-254

国际标准刊号:ISSN1000-7636

国外总发行:中国图书贸易

总公司

国外代号:BM742

印刷:北京博华印刷有限公司

广告经营许可证:京朝工商

广字第8012号(1-1)

订购处:全国各地邮局

用科学发展观统领基层央行工作全局	范金定 (84)
浅析现代银行业的金融创新	吴彦生 (86)
我国商业银行资产业务创新途径探讨	孔晓源 (88)
商业银行外汇风险的控制与监管	宋广宇 (90)
我国商业银行公司客户信贷风险分析	陈晓京 (92)
银行基层网点存在的风险与防范	刘晨彦 (94)
个人消费类贷款风险的防范	陈骥 (96)
现阶段银行客户服务中心的定位	李娜 (98)
推广综合柜员 再造柜面业务	胡敬红 (100)
中国开放式基金与证券市场发展	张海燕 (102)
行为金融学视角下的开放式基金“赎回悖论”	岳欣欣 (104)
论证券登记结算制度的完善	刘馨蕊 (106)
浅谈境内有价证券托管	段晓菲 (108)
我国住房抵押贷款证券定价问题难点分析	张巍 (110)
关于股票市场运动中自然法则的若干思考	郑洪敏 (112)
论对控股股东占用上市公司资金的监管	刘陈浩 董钰 崔悦 (114)
基于公司控制权的财务决策文献评述及研究展望	赵静 郝颖 (116)
股权超常收益法:一种新的业绩评价方法	钟长军 崔丽 (118)
长期国际资本流动与民营资本	张凤岐 (120)
关于国有资产评估“过程监督”的探讨	杨平 秦瑞齐 (122)
中小企业融资问题浅探	许明华 (124)
中小企业上市公司经营业绩评价方法分析	孙艳 易升云 段谷香 (126)

基于均值-方差的投资组合分析	高中平 (128)
滞后变量模型—资本存量局部调整的应用	贾琨 (130)
关于行政事业单位固定资产管理问题的探讨	武晓颖 (132)
立足经济长足发展 促进税收有效增长	罗霄波 (134)
浅谈个人所得税的改革与完善	张龙飞 (136)
新旧企业会计准则浅析	孟斌 (138)
试论管理会计与企业营销管理的融合对接	李仲丽 (140)
浅论谨慎性原则在企业会计核算中的运用	梁雪姣 (142)
试论会计在反倾销中的作用	王振霞 (144)
浅谈我国企业内部审计	王春茹 (146)

经营与管理

适应时代需要 创建学习型企业	李进 (148)
加强工商行政管理队伍建设探析	柯栋森 (150)
现代管理的新理念—流程管理	王娟 (152)
利用头脑风暴进行项目风险识别	朱秀峰 (154)
中小企业战略管理概论	王丽 (156)
运用平衡计分卡 化战略为行动	吴文 (158)
论制度建设在小企业管理中的重要作用	张军 (160)
论多种经营型小企业的内部业务整合	石磊 (162)
独立董事制度与我国公司治理	王莹 (164)
国有企业民营化改革的路径选择	张兴华 (166)
浅谈我国私营企业管理的七大困境	施林琳 (168)
有关绩效管理的探讨	张智文 (170)
企业绩效考核体系的有效设计	于维政 (172)
企业并购中的价值评估	唐寿土 (174)

基于公司控制权的 财务决策文献评述及研究展望

赵 静 郝 颖

公司控制权通常是在特定的所有权结构安排下,公司的治理结构和治理机制中各利益相关者(股东、债权人和管理者等)的目标冲突和利益分配所形成的均衡结果。上世纪80年代以来,随着公司治理研究从具有典型股权分散结构的美国向其他国家的不断延展,控制性股东与中小股东之间的股权代理冲突逐步取代了股权分散下的传统委托代理关系,已成为公司治理研究中的重点问题。

一、国外研究评述

1. 传统代理问题下公司控制权对财务决策的影响。在Berle和Means(1932)的开创性研究之后的相当长一段时期里,有关公司治理的研究一直集中在传统的代理问题上,即由股权高度分散而导致的管理者与外部股东之间的代理问题。由于高度分散的股东具有“搭便车”的行为,导致股东无法有效地发挥监督管理的功能,从而控制权实际上掌控在公司管理层的手中。管理层在控制权利益驱动下的财务决策行为受到西方学者的普遍关注,并且,许多的理论研究和实证分析均表明:管理层在资本配置决策中存在的过度投资行为、“帝国构建”行为和盲目多元化行为等都来自于管理层为了扩大和巩固自身控制权所实施的典型财务决策行为。

自20世纪80年代末开始,随着公司治理研究的范围逐步扩展到美国以外的其他国家(地区),大量的研究表明,除了美、英、加拿大等少数国家外,大部分国家(地区)的公司都具有较为集中的所有权结构。由于公司控制权在更大程度上由大股东和与大股东同源的内部人占有,从而导致另一类代理问题的产生,即大股东对小股东侵害问题。

可见,在许多国家和地区中,公司治理的核心问题是控制性股东与中小股东之间的利益冲突问题。因而,大股东控制权收益的形成及其对公司财

务决策的影响,随着公司治理的核心问题的逐步转移开始受到越来越多的关注。公司的控制权对其财务行为的影响作为治理结构影响财务决策的主要特征,随着治理结构中不同利益主体的主要矛盾和表现形式的演化而被不断地赋予新的研究内涵。

2. 大股东控制下的公司财务问题研究。在控制权收益度量方面,代表性的研究成果包括:Barclay and Holderness(1989)以大宗股权转让价格为基准的控制权私有收益度量模型;Hanouna, Sarin and Shapiro(2002)提出的以控制权交易价格和小额股权交易价格的差额来衡量控制权价值等。在大股东利益侵占和利益分配方面,Shleifer和Vishny(1997)指出,控股股东可以利用小股东无法分享的控制权,通过侵害小股东利益来获取私利。Johnson等(2000)的研究结果表明,控股股东利用金字塔式的股权结构,将底层公司的资金通过证券回购、资产转移和利用转移定价进行内部交易等方式转移到控股股东手中(tunneling)。

近年来,随着大股东控制权价值问题研究的逐步深入,控制权收益形成和分配中的公司财务决策行为越来越成为现代财务管理的研究焦点。正如Shleifer and Vishny(1997)所指出,当控股股东几乎控制了公司的全部控制权时,他们更倾向于获取企业的控制性资源,从而形成不为中小股东所共享的控制权私有收益。Pagano and Roel(1998)的研究成果认为,货币资本和实物资本投入所形成的、对企业的成长和发展具有决定性影响力的控制性资源,将是产生控制权收益的基本来源。其后,有关控制权收益对公司资本配置行为的影响研究进一步细化,Aggarwal and Samwick(2003)在最优契约框架下研究了控制权对公司的投资和绩效的影响,由于控制权收益和控制权成本(替代风险)的同时存在,控制权私有收益驱动的过度投资和控制

私有权成本导致的投资不足将同时对公司绩效产生不同程度的影响。Erwan Morellec(2004)的研究成果进一步表明,大股东在控制权收益获取中与中小股东形成的利益冲突是影响公司投资决策和资本结构的重要因素。Dyck and Zingales (2004)针对控制权收益的跨国比较研究后发现,控制性资源的聚积规模越大,控股股东就越有可能通过控制更大规模的资源在时间和空间维度上的分配,制定有利于自身利益目标的经营、投资、融资和分配等方面的财务政策,从而在客观上增加了控制权收益的价值。Xueping Wu(2005)将控制权收益作为影响因素导入Myers(1984)的逆向选择模型中,通过构建新模型和规范分析表明,控制权收益是驱动公司过度投资的主要影响因素,但是,少量适度的获取控制权收益则可以缓解控制性股东的投资不足行为并有利于提升公司价值。

二、国内研究现状评述

国内学者在该领域的研究目前尚处于起步阶段。唐宗明、蒋位(2002)、施东晖(2003)、叶康涛(2003)、赵昌文(2004)等分别借鉴并采用了三种定量分析方法,对我国上市公司控制权收益的水平进行了较为细致的度量,并对影响控制权收益的因素进行了实证检验,均证实了我国上市公司控制权收益的存在,并且,具有24%~30%的较高溢价水平。李增泉和孙铮(2004)、李增泉(2005)、江伟(2005)则分别从大股东资金占用、并购动机和投资的融资约束这三个方面,给出了大股东掏空与支持上市公司、侵害中小股东利益的经验证据。

此外,我国上市公司的股权制度安排和治理结构对公司财务决策行为的影响也已受到了国内学者的较多关注,其主要研究结果表明,控制性股东治理下的我国上市公司的财务决策目标普遍偏离公司价值最大化的理论预期(阎达五,2001;李康,2003;陆正飞,2004),并且,在大股东控制下的投资效率问题方面也取得了一些初步的规范性研究成果。刘朝晖(2002)通过建立控股股东与证券市场之间相互博弈的微观经济模型,讨论了控股股东非效率投资决策的动因和模式。其模型研究表明,控股股东通过自身与上市公司之间的关联交易进行外部套利的行为动机来自于实现自身利益最大化,控股股东对外部收益的追求将导致上市公司进行非效率

投资。潘敏(2003)运用股权融资—投资决策模型的研究结果发现,我国股权制度安排导致的内外部股东的目标差异越大,外部股东在项目投资之后的企业资产价值中的分配比例越低,从而企业过度投资发生的可能性就越大。欧阳凌(2005)的模型研究则进一步表明,在股权分置情形下,流通股的流通权价值不仅增加了国有股的折算溢价,而且客观上也增加了国有股的索取权比例,这种高溢价将会激励国有股东进行过度投资。

三、研究展望

综上所述,有关控制权收益形成和分配中的财务决策行为,我国学者当前的主要研究成果主要集中于股权结构和治理结构对公司财务决策的非效率化影响,而以大股东及其内部人控制模式的主要特征——控制权为切入点的深入、系统的研究工作尚未展开。并且,现有的研究成果很少针对我国特有的股权制度状况和股权分置改革进程中的特殊背景,探讨控制权分配和转移中所涉及的财务决策行为问题。在研究思路和研究内容上,国内大多数仍沿用了“传统”的委托代理思路,并依据逆向选择和管理者机会主义的分析框架来研究股权代理冲突下的公司财务决策行为;在研究方法上,大多数的研究成果采用理论模型和定性分析的研究方法,缺少基于我国上市公司的特殊股权结构和大股东归属类型的实证分析,从而使得已有的研究结论对我国上市公司的财务决策行为缺乏应有的解释力。

因此,后续研究不仅应充分借鉴国外学者在控制权价值理论和控制权价值形成中财务决策行为的最新研究成果,而且应立足于我国上市公司特有的股权结构以及国有大股东与同源内部人交替控制的现实状况,在对不同股权主体的利益目标和不同控制主体的控制权收益形成的财务决策行为分析之基础上,力求通过深入、系统的规范研究和实证分析,探索我国上市公司控制权收益形成和分配中的财务决策机理和资本配置行为的选择差异。从控制权这一公司内部治理机制的重要视角,着重考察股权融资偏好、股权融资资金配置效率、企业非效率投资、内部资金配置扭曲化和非公司价值化取向的并购等在我国上市公司中普遍存在但却有悖于经典公司财务理论的财务决策行为。

(作者单位 重庆大学经济与工商管理学院 400030)

改革

区域

等：会

利：我

王晓毅：

● 黄 沁

● 刘 勇

中国工商银行总行及各地分行

中国工商银行总行及各地分行

中国工商银行总行及各地分行

中国工商银行总行及各地分行

中国工商银行总行及各地分行

中国工商银行总行及各地分行

2006 专刊

中国工商银行总行及各地分行



Reform 改革

2006年专刊

资本市场

- 93 我国上市公司股权结构对公司绩效的影响 何 莉
95 交易量与股票收益及价格波动关系研究综述 唐 亮
98 城市房屋拆迁补偿的估价问题 任 宏 柯燕燕
102 房地产投资信托模式与金融创新 曹小琳 袁凡宁
104 我国股票市场融资条件及其对上市公司资本结构的影响 赵 静
106 中国上市公司关联交易及其信息披露 夏 雪 张孝友
108 新股发行中管理溢价系数定价法的运用 王卡敏 吴 奇

公共管理

- 110 信息时代我国政府治理模式变革 孙志军
112 城市道路交通拥挤问题的经济学分析 王春杨
114 我国城市公共项目政府特许经营的 SWOT 分析及对策 叶晓庭 任 蕊 林光明
116 新形势下我国住宅合作社的运作模式 贾朝健
118 现代公共管理视野下的经营城市问题 张千红 李 勇
120 知识缺口与知识战略 郑 寒 张卫国 罗 军
122 生态城市:概念、内涵及其建设 李 青 王益谋
124 非政府组织与和谐社区建设 黄 沁
126 高校机关作风建设:现状及对策 彭晓玲 陈仙歌
128 科学发展观视角下的粮食安全问题 梁艳菊 梁 平 安小凤
130 城市居民社区参与和谐社区的构建 李剑飞 熊 玲 符 晟
132 扶贫资金配置中存在的问题及对策 周 节
134 城市贫困群体监测系统的构建 伍林生 顾剑波
136 我国城镇居民医疗保健消费支出规律的实证研究 马智利 刘金城
138 高校内部审计体系的构建 何 清
140 权力寻租与行政监察的博弈模型及其引申 符 晟

比较与借鉴

- 142 会计准则国际趋同态势及启示 张军华 陈 波 杨冰洁
145 跨国公司并购对我国产业发展的影响与对策 唐 晋 黄启发
147 城乡一体化的国际经验及启示 彭 莹
149 重庆、上海学习型社区科普工作的差距及其成因 段礼祝 彭晓玲
151《企业会计准则——借款费用》的国际比较 李 一 孙 茜
153“重农”思想在中西方制度变迁中的角色转换 毕明山
155 粤、陕环保公众参与度的差异性 张 璞 王 凤

争鸣与探索

- 157“以人为本”思想与新时期思想政治工作 朱勳春 柯艳霞 黄意武
161 大学文化与学科建设 赵修渝 王 庆 汤洪梯
163 转型期经济周期波动及其成因 赵文静 钱佳睿
165 注册会计师行业监管制度的经济学分析 李靖玉
167 我国学位与研究生教育质量与规模的协调发展 马朝晖 常宝龙
169 规范建筑业招投标机制的对策建议 李斐彦 鄢 涓
171 基于人居环境可持续发展的 CBD 建设 彭 荣 樊 宏 曹 迎
173 电子媒介与消费主义文化发展 廖妮娜
175 提高会计信息质量的策略 袁 辉 潘良高
177 现代物流系统的耗散结构分析及测算 林 略 曹悠琦
179 新形势下大学生的情商培养 张 跃
181 系统视角下的水坝建设 陈 霞
183 客源市场调查与博物馆开发 李 璞
185 高校和谐校园的创建 张成功
187 计算机环境下审计风险的分析与控制 董立冬
189 城市化进程中人居环境的可持续发展 邱 凌 于 飞
191 我国矿区废弃地生态恢复:问题及对策 李晚飞

我国股票市场融资条件 及其对上市公司资本结构的影响*

□赵 静

内容摘要 基于股权融资的市场时机理论,首先从股票市价和再融资实施条件两个方面分析了我国股票市场的融资条件,然后以1999~2003年深沪两市的上市公司为样本,采用统计检验的方法研究了市场融资条件对上市公司股权融资和资本结构的影响。结果发现:实施再融资的公司确实利用了我国股票市场价格普遍高估的融资条件,整体上降低了其资产的负债比例。

关键词 股票市场融资条件 行为公司财务 再融资政策 资本结构

作者单位 重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400030

企业资本结构又称为融资结构,是指企业取得长期资金的各项来源、组成以及相互关系。企业资本结构是公司财务理论研究的重要方面。自 Modigliani 和 Miller (1958)的开创性研究以来,学术界先后形成了影响资本结构的权衡理论 (Modigliani and Miller 1963)、代理理论 (Jensen and Meckling 1976)、信息不对称理论 (Myers and Majluf 1984)和战略公司财务理论 (James and Lewis 1986)。然而在相当长的一段时期内,资本结构理论的研究基本都是在有效市场假设的范式下展开的。

随着行为金融研究的发展与深入,大量的研究证实:市场的非有效性和投资者的非理性行为将系统性的影响股票价格。即使不存在信息非对称 (Meyers 1984),股票的误定价仍将使得现实的证券市场中存在着股权融资的市场时机效应 (Morck, Shleifer 1990; Stein 1996)。在宏观层面,当股票价格被高估时,股权融资在总的融资额中所占比例将上升;在微观层面,当公司的股票市值比账面价值和历史价值相对较高时,现实的财务决策将更多的倾向于采用股权融资方式替代债权融资,而在当前市值较低时,回购公司股票 (Korajczyk, Lucas, and McDonald 1991, Loughran, Ritter, and Rydqvist 1994, Pagano, Panetta, and Zingales 1998, Hovakimian, Opler, and Titman 2001)。Baker and Wurgler (2002)进一步的研究表明:市场时机选择对公司资本结构具有持久的影响。企业当前的资本结构不仅是以以往利用市场时机的累积结果,而且公司历史市净率的加权平均值对于预测企业的股权融资行为具有很高的准确性。资本市场非完全有效下,资产定价偏差对公司融资决策和资本结构的影响,已成为西方行为公司

财务研究的一个重要领域。

我国股票市场的融资条件对上市企业的融资行为和资本结构产生了怎样的影响?通过对1999~2003年深沪两市上市公司的样本统计分析,以考察股票市场的融资条件及其对再融资公司的杠杆水平变动趋势的影响。

一、股票市场融资条件和再融资状况分析

在西方的成熟市场中,由于企业可以自由选择融资的机会窗口,再融资 (SEO)的时机选择主要依赖于股票的市场价格因素。而在我国股票市场的融资条件构成中,除了市场自身的定价因素外,还需要达到再融资政策的业绩规定。在市场条件方面,从表1的统计结果可以看到,由于流通股规模偏小所形成的供不应求状况和新兴市场的高流动性溢价特征,我国深沪两市流通股的市盈率和市净率普遍偏高,平均为成熟市场的1.5~2倍。从表1中还可以看出,平均市盈率和市净率越高,实施再融资的公司数量越多。这表明我国上市公司整体上确实存在着利用股票价格被高的市场条件,寻求最佳融资时机的现象。在二元结构的股权设置和股价普遍高估的市场条件下,即使按流通股价折扣确定的配股和增发

表1 我国股票市场市盈率、市净率和再融资次数比较

年度	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
沪市流通股市盈率	37.16	59.73	36.09	36.17	31.13
沪市流通股市净率	4.536	4.727	4.3412	3.132	3.089
深市流通股市盈率	40.84	63.52	49.35	38.71	32.45
深市流通股市净率	5.266	5.432	4.592	3.366	3.263
配股次数	117	157	102	21	28
增发次数	6	24	27	29	17
再融资次数合计	123	181	129	50	45

* 本文系国家自然科学基金项目“现代公司治理结构下的投资行为优化理论与方法研究”(项目批号:70372041)的阶段性成果。

价格依然远高于发行前的每股净资产,股权融资带来的每股净资产增值大大超过了股本稀释导致的每股权益的损失。无论是配股还是增发都将产生流通股股东向非流通股股东的利益输送,这使得处于控制地位的非流通股股东具有更为强烈的股权再融资冲动。

鉴于此,监管部门从规范和稳定市场的角度出发,自1999年来多次修订再融资监管法规,以调控上市公司的再融资行为。尽管通过业绩标准的刚性约束,大多数公司利用股价高估市场条件的渠道被制度性屏蔽,但达到业绩条件的公司大都不会放弃配股和增发的机会。从表2的统计结果可以看到,1999~2003年的五年间,在达到再融资条件的公司中,平均再融资率为81.4%。在2000年和2001两个市盈率较高的年份中,再融资的实施率平均达到了88.5%。这表明:即使存在股权再融资的制度性约束,我国上市公司的再融资行为选择依然存在向更优融资时机集中的趋势,市场整体的融资条件越好,融资的实施率就越高。综合表1和2的分析结果,我们可以看到:我国上市公司在利用股票市场融资条件的过程中,首先是要创造条件获得再融资资格这一稀缺资源,其次才是在普遍高估的市场条件中甄别更优的融资时机。

表2 上市公司再融资实施状况的统计分析

年度	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
达到再融资条件的公司总数	151	207	143	67	53
实施再融资的公司数量	123	181	129	50	39
实施再融资的公司所占比重	0.81	0.87	0.90	0.75	0.74
未实施再融资的公司数量	28	26	14	17	14
未实施再融资的公司所占比重	0.19	0.13	0.10	0.25	0.26

二、再融资公司资本结构及其变化趋势分析

那些公司实施了再融资的公司,其整体的杠杆水平及其变动趋势如何呢?我们对上年度实施股权再融资公司和未实施公司的资产负债率进行了比较分析,分析结果如表3所示。从分析结果可以看到:在1999~2003

表3 再融资公司的杠杆水平机器变动趋势的统计分析

年度	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
上年实施再融资公司的负债率(D/A) _{t-1}	0.4013	0.3860	0.4631	0.4378	0.4822
上年未实施再融资公司的负债率(D/A) _{t-1}	0.5726	0.6374	0.6086	0.5525	0.6503
独立样本检验T值	2.573	3.301	2.897	2.315	1.980
上年实施再融资公司的负债率变动 (D/A) _t - (D/A) _{t-1}	-0.0771	-0.1051	-0.0606	-0.0807	-0.0719
上年未实施再融资公司的负债率变动 (D/A) _t - (D/A) _{t-1}	-0.0039	0.0052	-0.0046	-0.0017	0.0028
独立样本检验T值	3.121	2.739	2.182	1.972	2.433

的五年间,上年实施再融资公司的平均负债率为0.434,而未实施公司的平均负债率为0.605,较实施类公司平均高出17个百分点。在负债率的总体变动趋势上,上年实施了再融资的公司,其负债率在当年一致降低,实施前后的负债率平均降低了7.9个百分点。而未实施类公司的负债率变动则无明显趋势。通过独立样本检验,以

上结果呈现出统计意义上的显著性。从上述分析可以看出,实施了再融资的公司确实利用了我国股票市场价格普遍高估的融资条件,整体上降低了其资产的负债比例。

三、结 论

基于股权融资的市场时机理论,从股票市价和再融资实施条件两个方面分析了我国股票市场的融资条件。统计分析结果发现:平均市盈率和市净率越高,实施再融资的公司数量越多。由此,我们认为我国上市公司整体上确实存在着利用股票价格被高的市场条件,寻求最佳融资时机的现象,即使存在股权再融资的制度性约束,我国上市公司的再融资行为选择依然存在向更优融资时机集中的趋势,市场整体的融资条件越好,融资的实施率就越高。通过独立样本的进一步检验发现,上年实施了再融资的公司,其负债率在当年一致降低,实施前后的负债率平均降低了7.9个百分点,实施了再融资的公司确实利用了我国股票市场价格普遍高估的融资条件,整体上降低了其资产的负债比例。

参考文献

- [1] 邹小芃:《我国证券市场回报率过度反应的实证分析》,《经济科学》2003年4期。
- [2] 李心丹:《中国个体证券投资者交易行为的实证研究》,《经济研究》2002年11期。
- [3] 李康 杨兴君等:《配股和增发的相关者利益分析和政策研究》,《经济研究》2003年3期。
- [4] 阎达五 耿建新等:《我国上市公司配股融资行为的实证研究》,《会计研究》2001年9期。
- [5] 赵志君:《股票价格对内在价值的偏离度分析》,《经济研究》2003年10期。
- [6] Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler, Market timing and capital structure, Journal of Finance 2002, 1~21.
- [7] Stein, Jeremy C., Rational capital budgeting in an irrational world, Journal of Business 1996, 69, 429~455.
- [8] Loughran, Tim, Jay Ritter, and Kristian Rydqvist, 1994, Initial public offerings: International insights, Pacific Basin Finance Journal 2, 165~199.
- [9] Hovakimian, Armen, Tim Opler, and Sheridan Titman, 2001, The debt-equity choice, Journal of Financial and Quantitative Analysis 36, 1~24.
- [10] Graham, John R., and Campbell R. Harvey, 2001, The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, Journal of Financial Economics 60, 187~243.

附 录

A. 正式发表(包括待发表)的论文

- [1] 赵静, 郝颖. 基于公司控制权的财务决策文献评述及研究展望, 《经济与管理研究》, 2006 年第 12 期增刊。
- [2] 赵静. 我国股票市场融资条件及其对上市公司资本结构的影响, 《改革》, 2006 年第 12 期增刊。

B. 参加导师课题

- [1] 国家自然科学基金项目, 现代公司治理结构下的企业投资优化理论与方法研究, 项目批准号:70372041, 起止期限: 2004.01-2006.12
- [2] 横向课题: 重庆百货大楼股份有限公司财务会计制度修订, 起止期限: 2004.09-2005.7