

“价值洼地”还是“市场冲击”？*

——股票融资的市场影响机理辨析

张博^{*1}, 扈文秀¹, 杨熙安²

(1. 西安理工大学经济与管理学院, 陕西 西安 710054;

2. 多伦多大学商学院, 加拿大 多伦多)

内容提要: 本文研究了股票融资对我国股票市场形成影响的机理。通过理论分析建立概念模型, 在变量设定基础上, 以我国 A 股市场为研究对象, 选取 2010 年 1 月—2015 年 3 月间的月度数据, 利用 VAR 模型和 Granger 因果检验对股票融资形成市场冲击的机理进行了实证检验。检验结果印证了股票融资对市场形成冲击的基本假设, 传导路径中的资金流量渠道假设获得了完全证实, 相对供给渠道假设基本成立但需要修正, 而投资者参与渠道假设未获得证实。

关键词: 股票融资; 市场冲击; 价值洼地

中图分类号: F830 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2016)03—0192—08

一、引言

融资功能是股票市场核心功能之一。经过二十余年的快速发展之后, 我国股票市场已成为全球最具影响力的股权融资市场之一。在制度设计层面, 我国股票融资制度的市场化程度不断提升, 2015 年 12 月, 全国人大授权国务院调整适用《证券法》中有关规定, 并为股票发行注册制改革铺平了道路, 市场中存在强烈的股票发行提速预期。在融资规模快速扩张的同时, 股票融资到底是倾向于形成“价值洼地”从而对市场形成正面影响、还是会导致“市场冲击”诱发市场负面波动的争论仍相持不下。追根溯源, 导致这一争论的深层次原因在于, 学术界对股票融资形成市场影响机理的认识仍有待深入, 有必要针对我国股票融资实践对其加以辨析, 这对弥合学术研究中的争论和推进股票融资制度变革具有一定的理论和现实意义。

关于股票融资对市场的影响, 有“价值洼地”“市场冲击”和“折衷影响”三类观点。“价值洼地”

的观点倾向于认为, 股票融资能够在提升上市公司整体质量和盈利能力的基础上形成“价值洼地”, 继而吸引资金进入市场并有助于股票市场的稳定发展。Akhigbe 等 (2003) 基于信息传递视角研究认为, IPO 规模等变量具有积极的信息价值并对股票流通市场形成正向影响; 唐震斌 (2003) 研究认为, 股票融资对市场具有多重正向影响, 是我国股票市场上涨的推动力量; 张金清、刘焯 (2010) 研究发现, 股票市场规模扩张可通过刺激市场需求增加并对股价产生正向影响。

“市场冲击”观点认为, 股票融资 (特别是过度融资) 通过导致市场资金的“失血效应”, 继而对市场形成冲击。Baker & Wurgler (2000) 对美国 1929—1997 年新股发行期间市场收益率进行研究, 发现新股集中发行会导致市场下跌并步入熊市, 而伴随着新股发行节奏放缓, 市场收益率则会显著上升; Braun & Larrain (2009) 考察了 22 个新兴市场, 发现股价指数与 IPO 融资额之间存在显著的负相关关系, 并且在开放程度越低的市场中, 股票融资

收稿日期: 2015-11-23

* 基金项目: 国家自然科学基金项目“不同标的资产价格泡沫生成演化的共性机理研究”(71373204)。

作者简介: 张博^{*} (1974-), 男, 陕西西安人, 副教授, 管理学博士, 研究领域是金融市场, E-mail: zhangbo1974@xaut.edu.cn; 扈文秀 (1964-), 男, 河南长垣人, 教授, 管理学博士, 研究领域是金融工程, E-mail: hwxsxj@xaut.edu.cn; 杨熙安 (1961-), 男, 陕西西安人, 教授, 管理学博士, 研究领域是金融工程, E-mail: yangxian1961@163.com。^{*} 为通讯作者。

所形成的市场冲击越显著;吕江林、曾鹏(2012)研究认为,新股融资规模过大导致的供需失衡是我国A股股票市场与实体经济运行背离的主要原因;张跃文、孙舒杨(2009)从投资者行为视角对我国股票融资的市场冲击效应进行了研究,指出风险厌恶型投资者倾向于通过二级市场套现资金申购新股,继而导致股票融资诱发短期的市场冲击。

“折衷影响”观点认为,股票融资在整体上对市场运行的影响微乎其微。何国华、杨之帆(2001)运用1995—1999年A股数据研究后认为,股票市场扩容并不是造成股价波动主要因素;Coakley & Fuertes(2006)的研究则揭示出,牛市阶段股票融资虽会对市场形成一定的压力,但由于投资者在该牛市中对其他利好消息反应更为强烈,因此,股票融资规模的增加并不会对市场形成显著的影响;Schultz(2008)发现,股价急剧下跌并不能通过股票供给的增加得到解释,而是非供给变动导致了股票市场波动;赵煌程(2011)的研究表明,股票融资在短期内起到改变市场资金流向、加剧股价波动的效果,但在长期内不构成股指持续波动的主要原因,后者的绝大部分变化是由自身冲击所引起;刘德红等(2011)认为,当期股票融资会对未来数期内的指数走势产生极为有限的负向影响,但并不构成股票市场波动的Granger原因,不能将股票市场下跌归咎于股票融资。

本文认为,股票融资对市场的影响并不是由自变量出发直接影响因变量的简单过程,而是在股票融资(输入端)和市场影响(输出端)之间有一个黑箱,承载着诸多中间变量和中间反应,共同构成股票融资形成市场影响的复杂机理。我国股票市场尚处于“新兴+转轨”的特殊发展阶段,市场运行机理仍处在演化进程中。基于以上认识,本文在理论分析基础上建立股票融资形成市场影响的概念模型并提出相应的研究假设,并利用A股市场数据对其进行检验和修正,在前人研究基础上进一步深化了该领域的研究。

二、研究假设

1. “相对供给渠道”假设

股票作为一种商品,从经济学视角出发,其均衡价格取决于供给和需求。在一般情况下,股票融资会导致股票供给增加并形成对股票市场的负向冲击(简称“冲击”,下同)。当然,学术界中对于股票这种特殊商品的需求曲线形状也存在不同观点。

其中,Scholes(1972)提出,当股票和其他投资组合之间存在完美替代时,股票需求曲线因套利机制驱使而呈现水平状态的观点最具代表性,但包括Scholes等随后的实证研究均表明,假设中的完美替代并不存在,股票需求曲线仍旧具有向右下方倾斜的特征。因此,供求理论下的分析框架也成为众多学者认为股票融资对市场具有冲击的主要依据。本文认为,这一论点还可以补充完善:首先,股票市场波动应综合市场供给和需求两个方面,股票融资在增加市场供给的同时,也会对市场需求产生影响,这表现为股票融资规模的扩张能够在增加市场规模基础上提升市场稳定性,继而增加了股票投资在投资者资产组合中的吸引力并诱发市场需求增加;其次,股票融资对市场冲击的力度和持续性不仅取决于融资规模的绝对值,还取决于融资规模相对于现有市场存量规模的相对值,即同等规模的股票融资在不同的市场规模下所形成的冲击存在显著差异,相较于市场存量较小比例的股票融资对市场形成的冲击也相对较小。因此,本文提出如下假设:

H₁:“相对供给渠道”假设,即股票融资的市场影响在供求框架下的路径应当是通过正向影响股票相对供给而对股票市场形成冲击。

2. “资金流量渠道”假设

股票市场涨跌及热点转换具有多重推动力,其中,包括公司投资价值变动所形成的价值驱动,也包括信息在市场中的传播所形成的信息驱动,还包括资金流动所形成的资金驱动。我国股票市场仍处在“新兴+转轨”的特定发展阶段,价值投资体系远未成熟,市场涨跌背后具有明显的资金推动特征。伴随着市场上涨,股票在金融资产配置中的吸引力上升并诱发场外资金进入股票市场,后者进一步推动市场收益水平上升并形成市场上涨、资金流入的正反馈循环;反之,市场下跌过程中,这种正反馈机理会导致市场资金持续流出。股票融资会直接导致资金进出股票市场,融资本身会形成一级市场中资金流出并转入实体经济中,也会在市场供求格局基础上使部分持悲观预期的交易者退出市场。另一方面,股票融资也会带来增量资金进入市场,这当中包括与融资标的公司相关的产业资本和投资资金,也包括因优质公司进入市场而形成“价值洼地”所诱发的持乐观预期的交易者进入市场所带来的增量资金。根据Baker & Wurgler(2000)所倡导的市场择时理论的观点,公司股票融

资行为倾向于发生在公司市值较高时期,也就是股票市场价值高估阶段, Elliot 等(2007)、Henderson 等(2006)、罗琦等(2015)的研究也印证了该观点。在我国,由于现阶段上市公司投资价值整体不高,加之上市公司融资缺乏节制、过度融资屡见不鲜,股票融资对资金流量的综合影响倾向于负面,即会导致资金净流出市场。因此,本文提出如下假设:

H₂:“资金流量渠道”假设,即股票融资可以通过负向影响资金流量并对市场形成冲击。

3. “投资者参与渠道”假设

股票融资作为特定的市场行为,具有一定的信息含量。股票融资的规模和节奏作为能够改变市场供求的重要信息,倾向于对投资者的市场认知和判断产生影响。Kahneman(1973)指出,有限关注是在具有大量信息环境下的必然结果,并会导致其信息处理效率降低;Aboody 等(2010)认为,在股票市场中,有限关注具体表现为基于时间和精力有限性,投资者对信息的分析能力会受到显著约束;Engelher 等(2012)也认为,投资者不具有充分地处理和吸收所有可获得信息的能力和精力,会导致其对影响股票基本面的信息反应不足。在我国股票市场中,有限关注现象尤为突出,股票融资规模扩大、融资频率加快,通常被市场作为利空消息解读,投资者倾向于据此形成悲观的价值判断和价格走势预期。由于市场中投资者(特别是个人投资者)自身决策、交易行为的非完全理性现象普遍存在,交易者之间存在着对信息获取、加工、解读上的偏差,在投资者之间也存在着相互作用的可能,继而使交易者形成群体性的交易行为,这一点已经被李小晗等(2011)和董孝武等(2013)行为金融研究成果所证实。因此,股票融资倾向于在“抽血”的同时,形成并强化投资者的悲观情绪,继而产生群体性的认知偏差并降低投资者市场参与度,最终对市场形成负面影响。因此,本文提出如下假设:

H₃:“投资者参与渠道”假设,即股票融资可以通过抑制投资者市场参与度对市场形成冲击。

综上,本文认为,股票融资对市场形成影响的机理应当是一个以多变量为中间传导变量、存在多条传导路径的复杂过程,并据此建立包含相对供给渠道、资金流量渠道和投资者参与渠道在内的概念模型,如图1所示。综合前述三条路径假设,可以推定股票融资对市场的综合影响机理。本文提出如下假设:

H₄:“市场冲击”假设,即股票融资可以通过多条路径最终形成对市场的负向影响,在整体上形成市场冲击。

本文的概念模型如图1所示。

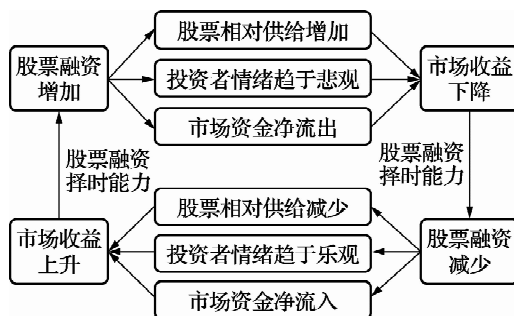


图1 概念模型图
资料来源:本文绘制

三、数据与变量

本文选取我国A股市场2010年1月—2015年3月间共计63个月度数据观测值为研究样本,通过Wind数据库和沪深证券交易所官方网站获取相关数据,使用计量分析软件EViews7.2进行计量建模。在变量选择上,分别选取股票融资和市场影响作为解释变量和被解释变量,进一步选取股票相对供给、投资者情绪、资金净流量作为中间变量,构建计量分析模型对相关假设进行实证检验,所涉及变量列表如表1所示。

表1 变量列表

变量	代理变量	计算公式	属性
股票融资	A股市场月度融资额(RAISE)	月度IPO融资额+月度再融资额	正向指标
股票相对供给	月度融资强度(RS)	月度融资额/月度平均流通市值	正向指标
投资者情绪	封闭式基金折价率(DR)	$DR_{it} = (P_{it} - NAVU_{it}) / NAVU_{it}$	逆向指标*
资金净流量	月度证券保证金净流入额(NI)	月度证券保证金流入额-流出额	正向指标
市场影响	上证综指月收益率(RETURN)	(本月收盘价-上月收盘价)/上月收盘价	正向指标

注:* P_{it} 、 $NAVU_{it}$ 分别为第*i*只基金在*t*月末的收盘价和单位净值。剔除数据不完整、数据异常样本,选取研究期内存续的21只封闭式基金为样本,以基金净资产值为权重计算加权平均的封闭式基金综合折价率DR。根据行为金融学的观点,DR作为逆向指标,取值上升代表市场乐观情绪下降

资料来源:本文整理

选取 *PP* 检验方法对原始数据进行序列平稳性检验,检验结果(略)表明,仅 *DR* 序列不具稳定性,进而对其进行一阶差分获得稳定的 *dDR* 序列。据此,用 *dDR* 作为投资者情绪代理变量,与其他零阶平稳序列变量一起进行计量建模检验。

$$\begin{bmatrix} \text{RETURN}_t \\ \text{NIt} \\ \text{RAISE}_t \\ \text{RSt} \\ \text{DDR}_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -0.014716 \\ -541.2171 \\ 139.4788 \\ 0.000872 \\ 0.425753 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0.228768 & -2.90E-06 & -0.000284 & 55.90244 & -0.000205 \\ -4834.338 & 0.047352 & -3.702946 & 639985.7 & 8.391839 \\ 730.5759 & 0.049601 & -0.600533 & 16347.93 & -9.274654 \\ 0.000242 & 1.67E-07 & -3.18E-07 & 0.515522 & -4.72E-05 \\ -31.88747 & 0.000208 & 0.006007 & -876.9203 & 0.039674 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{RETURN}_{t-1} \\ \text{NIt}_{t-1} \\ \text{RAISE}_{t-1} \\ \text{RSt}_{t-1} \\ \text{DDR}_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0.120943 & 1.96E-05 & -5.53E-05 & -41.64344 & -0.0000470 \\ -1122.010 & 0.205436 & 2.224447 & -959719.5 & -14.63808 \\ 740.2257 & -0.078182 & -0.926990 & 17174.71 & -0.356185 \\ 0.000159 & -4.95E-07 & -1.90E-06 & 0.027550 & 1.72E-06 \\ -1.776160 & -0.000927 & 0.001076 & 434.4923 & -0.203086 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{RETURN}_{t-2} \\ \text{NIt}_{t-2} \\ \text{RAISE}_{t-2} \\ \text{RSt}_{t-2} \\ \text{DDR}_{t-2} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0.362066 & -2.21E-05 & -1.10E-05 & -8.854581 \\ -5829.560 & 0.279758 & -0.039512 & 327606.5 \\ 92.70244 & 0.052417 & -0.270975 & -59527.62 \\ -0.002008 & 2.82E-07 & 1.31E-06 & 0.198982 \\ 3.165674 & 0.000498 & 0.000250 & 316.7536 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{RETURN}_{t-3} \\ \text{NIt}_{t-3} \\ \text{RAISE}_{t-3} \\ \text{RSt}_{t-3} \\ \text{DDR}_{t-3} \end{bmatrix} \quad (1)$$

进行模型稳定性检验。模型的 AR 根图如图 2 所示。从图 2 可以清楚看到,所有单位根的模都小于 1,模型满足稳定条件。

对残差项的序列相关性进行 *LM* 检验,结果

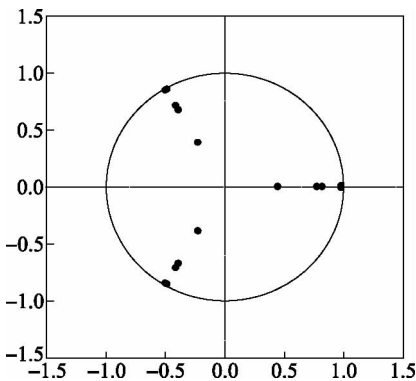


图2 AR特征多项式的根根
资料来源:本文绘制

四、实证检验与分析

1. VAR 模型及检验

使用包括 Log、LR、FPE、AIC、SC、HQ 在内的复合准则确定 VAR 模型滞后阶数为 3 阶(略),VAR 模型输出结果的向量表现形式如下:

(略)表明,直至滞后 10 阶的 *LM* 统计量在 5% 的显著性水平下接受残差序列不存在序列相关性的原假设,表明模型恰当。

2. 脉冲响应函数分析

结合本文研究假设,进行脉冲响应分析,结果如图 3 ~ 图 9 所示。

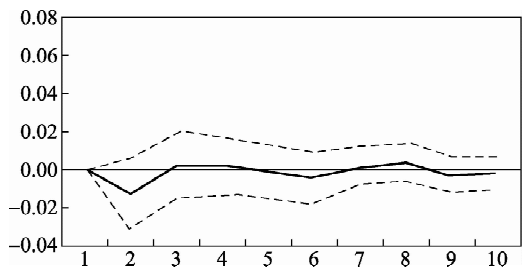


图3 市场收益对股票融资的脉冲响应

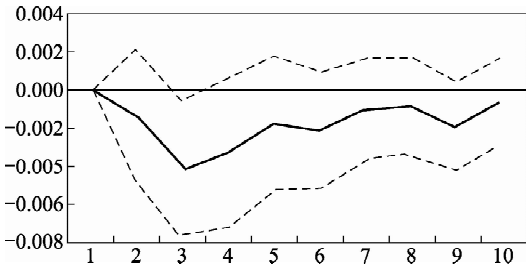


图4 股票相对供给对股票融资的脉冲响应

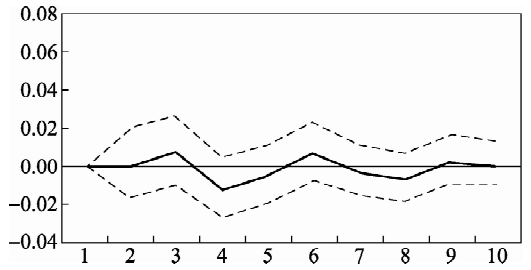


图9 市场收益对资金净流量的脉冲响应

资料来源:图3~图9 本文计算并绘制

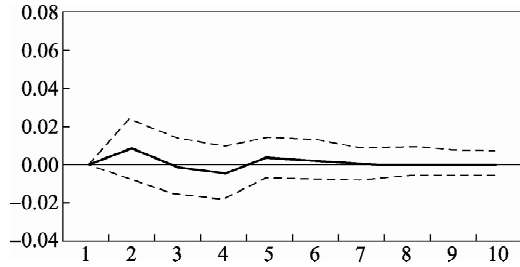


图5 市场收益对股票相对供给的脉冲响应

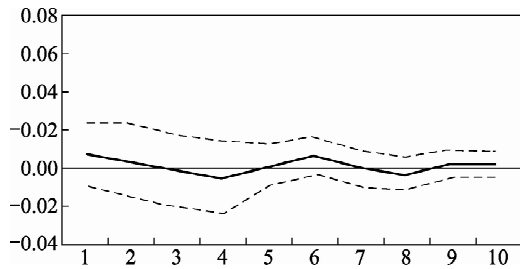


图6 市场收益对投资者情绪的脉冲响应

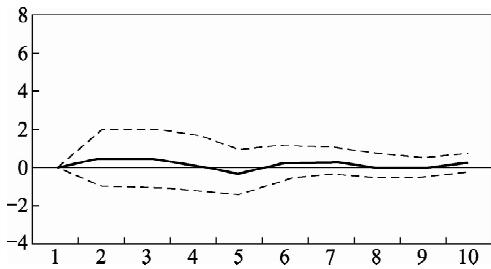


图7 投资者情绪对股票融资的脉冲响应

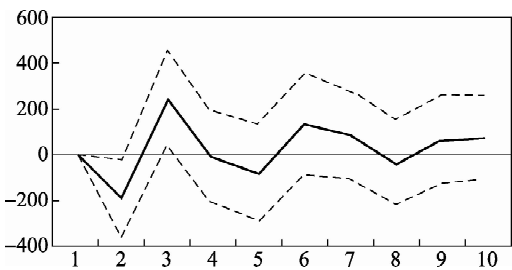


图8 资金净流量对股票融资的脉冲响应

VAR模型表明, *RETURN* 显著受到 *RAISE* 滞后项的负向影响。图3所示的脉冲响应分析显示, *RAISE* 一个单位的正向冲击, 在滞后三期內基本形成对 *RETURN* 的负向冲击, 并在第二期形成最大影响, 在第四期这种影响基本消除。这表明, 股票融资会对股票市场形成显著而持续的冲击, 支持了本文“市场冲击”假设 H_4 的总体观点。VAR模型中, *RAISE* 滞后项对 *RS* 具有负向影响, 这与图4所反映的一个单位 *RAISE* 正向冲击会在长期內对 *RS* 形成持续负向冲击一致, 继而在VAR模型中, *RS* 滞后一期对 *RETURN* 具有显著的负向影响。图5所示的脉冲响应函数分析中揭示出, 一个单位 *RS* 正向冲击会对 *RETURN* 短期内形成显著正向影响, 这表明, 股票融资可以通过股票相对供给中间变量对市场形成负向影响, 预期中的“相对供给渠道”假设 H_1 趋于成立。但值得注意的是, 检验结果在中间变量反应方向上与原假设并不一致。VAR模型中, *RAISE* 滞后项对 *dDR* 产生正向影响, 并继而以其为中间变量, 对 *RETURN* 产生负向影响, 这与图6、图7的脉冲响应分析结果相印证, 表明“投资者参与渠道”假设 H_3 也趋于成立。VAR模型中, *RAISE* 滞后一期和滞后三期对 *NI* 产生负向影响, 与图8的脉冲响应分析中所揭示的一个单位 *RAISE* 正向冲击对 *NI* 产生的短期内负向影响一致, 并继而通过 *NI* 对 *RETURN* 产生正向影响。图9所示的脉冲响应也支持了短期内 *NI* 对 *RETURN* 产生正向影响的结论, 预期中的“资金流量渠道”假设 H_2 同样趋于成立。

3. Granger 因果检验

表2所示的Granger因果检验表明, *RAISE* 是 *RETURN* 的Granger原因; *RAISE* 与 *RS* 互为因果, 后者构成 *RETURN* 的Granger原因; *RAISE* 单向影响 *NI*, 后者继而单向影响 *RETURN*; *RAISE* 不构成 *dDR*

的 Granger 原因,后者受 *RETURN* 的单向影响。

表 2 Granger 因果检验

原假设	F 统计量	P 值
<i>RAISE</i> 不是 Granger 引起 <i>RETURN</i> 的原因	3.39280	0.0060***
<i>RETURN</i> 不是 Granger 引起 <i>RAISE</i> 的原因	0.25372	0.9680
<i>RAISE</i> 不是 Granger 引起 <i>RS</i> 的原因	1.51561	0.0189**
<i>RS</i> 不是 Granger 引起 <i>RAISE</i> 的原因	2.78108	0.0184**
<i>RAISE</i> 不是 Granger 引起 <i>NI</i> 的原因	2.75774	0.0473**
<i>NI</i> 不是 Granger 引起 <i>RAISE</i> 的原因	0.33572	0.7163
<i>RAISE</i> 不是 Granger 引起 <i>dDDR</i> 的原因	0.83968	0.5613
<i>dDDR</i> 不是 Granger 引起 <i>RAISE</i> 的原因	1.19660	0.3269
<i>RETURN</i> 不是 Granger 引起 <i>RS</i> 的原因	0.24347	0.9715
<i>RS</i> 不是 Granger 引起 <i>RETURN</i> 的原因	2.67073	0.0225**
<i>NI</i> 不是 Granger 引起 <i>RETURN</i> 的原因	5.50785	0.0002***
<i>RETURN</i> 不是 Granger 引起 <i>NI</i> 的原因	0.83697	0.5632
<i>RETURN</i> 不是 Granger 引起 <i>dDDR</i> 的原因	2.17621	0.0855*
<i>dDDR</i> 不是 Granger 引起 <i>RETURN</i> 的原因	0.42166	0.7953

注:其中***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下拒绝原假设

资料来源:本文计算整理

4. 实证结果与分析

(1)“市场冲击”假设 H_4 成立。VAR 模型揭示出,股票融资对市场收益形成负向影响,并且构成后者的 Granger 原因,说明股票融资具有市场冲击效应,“市场冲击”假设成立。

(2)“资金流量渠道”假设 H_2 在实证检验中获得了完全证实,即股票融资通过引起资金净流出,从而对市场形成冲击。这表明,股票融资并不能通过在二级市场中形成“价值洼地”为股票市场带来增量资金,反而会形成市场的“失血效应”,这从一个侧面印证了我国股票市场运行存在资金驱动特征的观点。

(3)“投资者参与渠道”假设 H_3 在实证研究中未获得证实。VAR 模型揭示,股票融资对投资者情绪产生负面影响(*dDDR* 为逆向指标),但 Granger 因果检验发现,股票融资并不构成后者的 Granger 原因。同样地,投资者情绪对市场收益虽产生正向影响,但也不构成后者的 Granger 原因,这与杨阳等(2010)的研究结论相一致。这说明,预期中基于投资者情绪的传导机理在统计上并不显著,进而表明,“投资者参与渠道”假设 H_3 并不成立。值得注意的是,*RETURN* 是 *dDDR* 的 Granger 原因,这表明,投资者情绪受市场收益的影响,而对股票融资额的变化并不敏感。究其原因,本文认为,投资者情绪

主要集中于个人投资者,在我国机构投资者不断扩充的背景下,个人投资者所具有的较为显著的情绪因素对市场形成的冲击已经减弱,而个人投资者更多关注市场波动和股价涨跌,即便是对新股发行和再融资信息的解读也主要从市场涨跌中进行过滤,并不具有独立的信息价值判断,因而,股票融资信息对其影响并不显著。

(4)“相对供给渠道”假设 H_1 成立但需修正。股票融资可以通过股票相对供给形成市场冲击,说明“相对供给渠道”假设成立,但就其过程来看,原假设中判定股票融资首先正向作用于股票相对供给(第一环节)并继而负向作用于市场收益(第二环节)。实证中的 Granger 因果检验表明,假设中的因果关系链条成立,但 VAR 检验和脉冲分析发现,股票融资对股票相对供给具有负向影响,而股票相对供给对市场收益却具有正向影响,这与预期中的传导机理在影响正负判定上完全相反。究其原因,本文认为,第一环节出现负向影响的可能解释在于,股票融资增加速度低于市场流通市值增加速度,从而使股票融资所形成的股票相对供给不增反降。在我国现行的核准制发行制度下,监管层有意通过调节融资节奏应对市场涨跌,表现为监管层倾向于在市場上涨中加大融资规模、加快融资节奏,在市場下跌时则相应地减少融资规模、减缓融资节奏,甚至在市场过度下跌后暂停融资。这表明,股票融资加速多发生于牛市背景下,其间,股票市场总市值快速增加,而股票融资也呈现上升趋势但增速不及前者,如果仅从股票融资增速这一动态视角界定,我国股票市场并不具有明显的过度融资特征。第二环节中,由于我国股票市场投机色彩较为浓厚、具有明显的资金推动特征,伴随着市场融资规模扩大,长期存在的 IPO 抑价、炒新现象以及股权再融资背后或多或少出现的重组等概念题材成为市场资金追逐的热点,这势必会通过增量股票的高溢价带动市场流通市值增加并降低股票相对供给,但在市场存量资金有限(甚至减少)的背景下,资金在二级市场中向新股、重组股板块的流动将不可避免造成其余板块股票资金流出,因而股票相对供给减少仍对市场收益产生负面影响。综上,预期中的“相对供给渠道”假设 H_1 成立,但在传导机理上应修正为股票融资可以通过负向影响股票相对供给并对股票市场形成冲击。

五、结论与政策建议

从本文月度数据分析中可以发现,股票融资在

较长时期内对市场收益存在显著的负向影响,即形成市场冲击。通过实证检验,预期中的“资金流量渠道”假设成立,“相对供给渠道”假设修正后成立,而“投资者参与渠道”假设不成立。依据上述实证结果和我国股票市场发展实践,为对冲股票融资所形成的市场冲击,本文建议在如下方面推进我国股票市场变革。

首先,推进股票发行注册制改革并严格退市制度。监管部门虽有意识地调控股票融资节奏,但实际效果不尽如人意,市场机制下的股票融资自发调节功能未能有效发挥作用。股票发行注册制变革将更多的自主权交给上市公司和金融中介,通过市场机制调节公司股票融资规模,如果辅助以严格的退市制度,将提升公司市场融资行为的理性程度,使投资者对市场形成理性认识,并培养其投资意识,降低市场过度投机。

其次,提升上市公司质量和股东回报水平。优质上市公司进入市场融资能够提升上市公司整体盈利能力和市场估值,有利于吸引投资者进入市场并带来市场资金净流入,产生对市场收益的良性推动,使资金驱动的市场运行转变为价值驱动,有效对冲股票融资的市场冲击并增加市场的稳定性。而良好的股东回报率不仅可以提升股票市场的吸引力,形成真正的“价值洼地”,而且能够有效抑制股票融资中的机会主义行为,促使市场功能从融资型向资源配置型转化。

再者,抑制市场过度投机。应当发挥机构投资者和市场中介的市场稳定作用,加大新股、重组股市场炒作中股价操纵惩处力度,减少市场投机氛围,避免二级市场资金异常流动,并与上市公司提升股东回报水平相辅相成,使投资者从投机盈利模式转变为投资盈利模式,继而实现市场收益的稳定增加。

参考文献:

- [1] Akhigbe A, Borde S F, Whyte A M. Does an Industry Effect Exist for Initial Public Offerings? [J]. Financial Review, 2003, (4): 531 - 551.
- [2] Aboody D, Lehavy R, Trueman B. Limited Attention and the Earnings Announcement Returns of Past Stock Market Winners [J]. Review of Accounting Studies, 2010, (2): 317 - 344.
- [3] Baker M, Wurgler J. The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns [J]. Journal of Finance, 2000, (5): 2219 - 2257.
- [4] Braun M, Larrain B. Do IPOs affect the Prices of Other Stocks? Evidence from Emerging Markets [J]. Review of Financial Studies, 2009, (4): 1505 - 1544.
- [5] Elliott W B, Koöter-Kant J, Warr R S. A Valuation-based Test of Market Timing [J]. Journal of Corporate Finance, 2007, (1): 112 - 128.
- [6] Engelberg J, Sasseville C, Williams J. Market Madness? The Case of Mad Money [J]. Management Science, 2012, (2): 351 - 364.
- [7] Henderson B J, Jegadeesh N, Weisbach M S. World Markets for Raising New Capital [J]. Journal of Financial Economics, 2006, (1): 63 - 101.
- [8] Jensen M C, Black F, Scholes M S. The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests [M]. Studies in the Theory of Capital Markets, Praeger Publishers Inc., 1972.
- [9] Kahneman D. Attention and Effort [M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1973.
- [10] Schultz P. Downward-Sloping Demand Curves, the Supply of Shares, and the Collapse of Internet Stock Prices [J]. Journal of Finance, 2008, (1): 351 - 378.
- [11] 董孝武, 张信东, 刘维奇. 投资者情绪与股票市场收益的互动关系——基于分位数回归的研究 [J]. 北京: 经济管理, 2013, (6)
- [12] 何国华, 杨之帆. 中国股市扩容问题研究 [J]. 北京: 金融研究, 2001, (4).
- [13] 李小明, 朱红军. 投资者有限关注与信息解读 [J]. 北京: 金融研究, 2011, (8).
- [14] 刘德红, 党敏, 李骏. 上证指数与 A 股市场融资相关性实证分析 [J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2011, (3).
- [15] 罗琦, 贺娟. 股票市场错误定价与控股股东投融资决策 [J]. 北京: 经济管理, 2015, (1).
- [16] 吕江林, 曾鹏. 中国股票市场适度融资规模研究 [J]. 北京: 金融论坛, 2012, (6).
- [17] 唐震斌. 我国股市扩容与大盘走势实证分析 [J]. 北京: 中央财经大学学报, 2003, (5).
- [18] 杨阳, 万迪昉. 不同市态下投资者情绪与股市收益, 收益波动的异化现象——基于上证股市的实证分析 [J]. 长沙: 系统工程, 2010, (1).
- [19] 张金清, 刘焯. 股市规模与股价波动性的相互影响实证研究 [J]. 北京: 管理评论, 2010, (10).
- [20] 张跃文, 孙舒杨. 中国股市新股发行的市场冲击研究 [J]. 北京: 金融评论, 2009, (1).
- [21] 赵煜程. 新股发行对股市波动的影响分析 [J]. 大连: 财经问题研究, 2011, (2).

“Value Depression” or “Market Shock”?

—Analysis on Mechanism of the Influence on the Stock Market by Equity Financing

ZHANG Bo¹, HU Wen-xiu¹, Allen Yang²

(1. School of Economics and Management, Xi'an University of Technology, Xi'an, Shaanxi, 710054, China;

2. University of Toronto, Toronto, Canada)

Abstract: Under the background of increasing equity financing scale in Chinese stock market, as well as the continuing academic controversy about its influence on the stock market, the study of the mechanism of the influence on the stock market by equity financing is made in this thesis.

First, on the basis of the analysis of relevant research achievements in this field, we summarize the influence on the stock market by equity financing in three academic views as “value depression”, “market shock” and “compromise influence”. The first view is represented by Akhigbe(2003) and Tang(2003), who insist that the equity financing by listed companies can enhance the stock market profitability and form value depression, which induces a positive influence on the stock market. The second view with Baker & Wurgler(2000), as well as Braun & Larrain(2009) represented adhere to the principle of supply and demand based on economics. In their research, equity financing always form a negative influence on the market by increasing market supply. The last view is inclined to believe that there exists little influence on the stock market by equity financing. Another explanation to the last view lies on that both positive and negative effect by equity financing tend to present at the same time, so the comprehensive influence on the stock market is not significant. We hold the opinion that the differences in above-mentioned academic research rooted in that they only focus on the direct relationship between the variables of equity financing and stock market fluctuations, while ignoring the mechanism of the influence on the stock market by equity financing, which performs still as a black box. The black box contains a plurality of intermediate variables, the relationship between these variables constitute the complicated mechanism of the influence on the stock market by equity financing, has yet to be lifted.

Then, based on the above opinion, we establish a conceptual model through theoretical analysis, integrating classic financial theory with behavioral finance theory, and construct research framework system accordingly. We propose that there exists market shock by equity financing as the basic assumptions, and the mechanism of it is further subdivided into relative supply channel, capital flow channel and investors' participation channel. We select 63 groups of monthly data in Chinese A share market as the research sample, which ranges from January 2010 to March 2015. With respect to variables setting, the monthly equity financing amount, including IPO and SEO, and monthly Shanghai Composite Index returns are selected as independent and dependent variables, respectively. On intermediate variables setting, descriptive index of stock market relative supply is constructed by the ratio of monthly equity financing amount to the monthly average market capitalization. Monthly net inflows of securities margin and discount rate of closed-end funds are also used as capital flow and sentiment substitution variable of investors, respectively. Based on data collection and variables setting, by using the VAR model and Granger causality test, the empirical analysis is made to test the actual effect of equity financing on Chinese A share market.

Finally, empirical results show that the basic hypothesis of equity financing have market shock and the hypothesis of cash flow channel are verified, which support the view that equity financing is unable to bring incremental funding the stock market by the formation of “value depression”. The equity financing tends to form a “bleeding effect” in the secondary market instead. It also quotes the opinion that Chinese stock market has the feature of fund-driven instead of value-driven. The empirical results also show that the hypothesis of relative supply channel is basically right while need revise. The revised relative supply channel hypothesis shows that equity financing performs negative influence on the relative market supply under the background of excessive speculation in the market, and performs market shock eventually due to the irrational funds flow in the market. The hypothesis of investors' participation channel, however, is not verified. A reasonable explanation to it is that the individual investors, which constitute the main body of the investors in Chinese stock market, are unable to have independent ability to discriminate the value of information on the whole. The relevant policy proposals to offset the market shock by equity financing are also put forward in this thesis. We hope the study be of value to eliminate the controversy between “value depression” and “market shock”, and to advance the research of the complicated behaviors in equity financing.

Key Words: equity financing; market shock; value depression

(责任编辑:弘毅)