

市场微观结构视角的公司财务 研究前沿综述*

陈 辉 顾乃康 朱雪嫣

〔摘 要〕以往一直处于平行发展状态的市场微观结构理论和公司财务学近来出现了交叉融合的趋势,且这一视角的研究将随着我国股权分置改革的完成而变得日趋重要。文章系统回顾了市场微观结构中的两个重要研究主题股票流动性和信息不对称对公司财务行为影响的学术前沿动态,具体包括股票流动性和信息不对称对资产定价、融资决策、投资决策和公司治理等方面影响的文献。文章在对这些文献做出回顾与评述的基础上进一步指出了未来的研究方向。

关键词:股票流动性 信息不对称 市场微观结构 公司财务 文献回顾

JEL 分类号:G10 G30 G32

一、引 言

随着股权分置改革的完成,我国股票市场的资源配置功能得到了进一步的发挥。作为当前金融学研究的核心议题之一,金融市场的微观结构及其对公司财务的影响也正在受到我国学者们的关注。在以往的研究中,市场微观结构与公司财务学的研究一直处于各自平行发展的状态,但近年来随着研究的深入,人们日趋意识到加强市场微观结构理论与公司财务学的交叉研究至关重要(O'Hara, 1999; Amihud and Mendelson, 2008),且这两个学科也开始呈现出了融合的趋势。按照 Lipson(2003)的观点,市场微观结构的研究成果会对公司财务的研究产生两个方面的重要影响:一是可以借助市场微观结构的方法验证公司财务理论;二是考察市场微观结构对公司财务行为的影响。当然,从公司财务的角度看,公司的财务行为也会反过来对市场微观结构产生重要作用。为了能够清晰地揭示近期在市场微观结构与公司财务交叉融合方面所取得的进展,我们将从基于市场微观结构的公司财务研究这个视角做出文献的回顾与评述,以揭示已取得的研究进展,并指出未来的研究方向。

肇始于 Demsetz(1968)的市场微观结构理论主要集中于探讨证券市场在所有权转移和价格发现这两个方面的重要作用(Lipson, 2003)。前者强调的是交易成本,即流动性问题;而后者强调的是知情投资者如何通过与非知情投资者的交易将私有信息反映在股票价格之中,即信息不对称问题^①。在标准的市场微观结构理论中,反映交易成本和股票流动性的买卖价差的来源问题构成了该

* 陈辉,广东金融学院中国金融转型与发展研究中心,讲师,经济学博士;顾乃康,中山大学管理学院财务与投资系,教授,管理学博士,博士生导师;朱雪嫣,中山大学管理学院。作者感谢匿名审稿人的建设性意见,当然文责自负。

① 信息不对称这一概念在市场微观结构理论和公司财务理论中均得到了广泛的应用(O'Hara, 1999)。然而,在公司财务理论中,信息不对称往往指管理者(内部人)和投资者(外部人)之间的信息不对称(Leland and Pyle, 1977; Ross, 1977; Myers and Majluf, 1984 等),而市场微观结构理论中的信息不对称往往指知情投资者和非知情投资者之间的信息不对称(Glosten and Milgrom, 1985; Kyle, 1985 等),本文所讨论的信息不对称主要指后一类信息不对称。即便如此,两者之间还是存在融合的可能。Diamond(1985)的研究表明,更高的内部人和外部人之间的信息不对称会引起更高的知情投资者和非知情投资者之间的信息不对称。Diamond and Verrecchia(1991)也认为,通过揭示公共信息能够降低不同类型投资者之间的信息不对称程度。因此,有些学者认为,知情和非知情投资者之间的信息不对称程度在一定程度上可以用来测度管理者和投资者之间的信息不对称程度。

理论的主要内容(奥哈拉,2007),而由于知情投资者和非知情投资者之间的信息不对称也是导致买卖价差形成的重要原因(Glosten and Milgrom, 1985; Kyle, 1985),因而信息不对称问题同样成为了市场微观结构理论关注的焦点。基于市场微观结构理论的基本框架,我们使用股票流动性和信息不对称这两个概念作为基于市场微观结构的公司财务研究成果综述的主要切入点。

起源于 Modigliani and Miller(1958)(以下简称 MM)的现代公司财务理论,其核心是在公司价值最大化目标下寻求投资、融资的最优组合,也就是说投资决策与融资决策是公司财务的两大主题。然而,当存在所有者与管理者之间的代理冲突的情况下,公司价值最大化的实现在很大程度上取决于对管理者的监督与约束,所以要理解公司的财务行为无法回避公司治理这个问题。此外,在基于市场微观结构探讨公司财务行为时,另一个无法回避的问题就是市场微观结构的两个关键因素—股票流动性与信息不对称是否真能产生实际的经济效果,也即它们能否对资产定价产生实质性的作用(O'Hara, 1999; Lipson, 2003)。有鉴于此,本文将基于微观市场结构的关注要点—股票流动性与信息不对称,围绕着资产定价、融资决策、投资决策和公司治理等公司财务主题展开回顾与综述研究。

二、股票流动性、信息不对称与资产定价

Amihud and Mendelson(1986)较早对流动性定价问题进行了考察。他们认为,低流动性股票的持有人在未来交易时面临更高的预期交易成本,因而需要更高的回报率以补偿这一交易损失。不仅如此,由于投资者的每一笔交易都需要支付这笔成本,所以即使构造了有效的投资组合也无法降低流动性风险(Amihud and Mendelson, 1988)。Amihud and Mendelson(1989)在 Merton(1987)的框架下,实证检验了流动性和资产回报率之间的关系,其结论支持了 Amihud and Mendelson(1986)的论断。Brennan and Subrahmanyam(1996)在 Fama and French(1992)的三因素模型的基础上,采用多种指标衡量股票流动性,检验了股票流动性和股票月回报率之间的关系,同样发现了市场对流动性定价的证据。总之,流动性定价理论在很大程度上得到了证实,即流动性确实会影响投资者的必要回报率。

然而,信息不对称是否被市场定价则存在较大的争议。Fama(1970)认为,信息风险可以完全被分散,因而无需被定价。Easley and O'Hara(2004)则认为,信息风险是一个不能被分散的系统性风险。在构建了一个多资产理性预期均衡模型基础上,且在信息包含公共信息和私有信息两类、市场参与者由知情投资者和非知情投资者构成的假定下,他们发现,由于知情投资者能够依据其掌握的私有信息而转向持有风险更低的股票,所以私有信息的增加将提高非知情投资者持有股票的风险,从而使其一直持有太多坏消息的股票。由于非知情投资者始终处于信息劣势,分散化投资也就不能降低这一风险,也即信息不对称将表现为一种新的系统风险。由此在均衡状态下投资者要求获得相应的补偿,从而导致了更高的必要回报率。Easley 等(2002)使用基于信息交易的概率(PIN 值)来测度知情投资者与非知情投资者之间的信息不对称程度,并将其纳入到三因素模型中,考察了信息不对称程度对资产回报率的影响。其研究结果表明,信息不对称程度确实影响了资产价格。Chan 等(2008)的研究发现,信息不对称程度能够解释我国 A 股和 B 股之间的价格差异,这也为信息不对称对定价的影响找到了证据。但是,后续的许多研究并没有支持 Easley 等(2002)的实证结论(Hughes et al., 2007; Lambert et al., 2007; Mohanram and Rajgopal, 2009; Duarte and Young, 2009)。不过,他们争论的焦点主要集中于 PIN 值能否反映信息不对称上,这也促使人们去寻找能更好地衡量信息不对称的指标。可见,信息不对称是否被定价的问题并没有得到很好的解决。

三、股票流动性、信息不对称与融资决策

如果股票流动性和信息不对称能够影响权益的必要回报率,且这两者对债务的必要回报率的影响要小于权益,那么从公司融资的权衡理论来看,这两者都将对资本结构造成影响。不过,尽管资本结构问题至关重要,但公司融资还包括股利政策、IPO 和 SEO 等财务行为。在这一部分中,我们将系统回顾股票流动性和信息不对称对这些财务行为的影响。

(一) 资本结构

从 MM 开始,资本结构理论经历了 50 多年的发展,并逐步形成了以权衡理论、融资优序理论和市场时机理论为主流的理论体系。股票流动性与资本结构结合的理论基点是权衡理论。为考察股票流动性和资本结构之间的理论关系,和 MM 的完美情形相比,我们仅放松了股东在交易权益时不存在由买卖价差引致的交易成本的假定。当权益存在预期交易成本时,依照 Amihud and Mendelson(1986)的思路,一个全权益公司的价值就可以表述为经营活动现金流的现值与预期交易成本的现值之差。这就意味着,给定其他条件相同,权益投资者将会对预期交易成本更高的公司要求更高的预期收益率,使得此类公司的权益资本成本相对更高。由于债务的预期交易成本往往要低于权益的预期交易成本,因此使用债务能够降低预期交易成本所带来的价值减损。在其他条件相同的情况下,股票流动性越高,使用债务所带来的预期交易成本的节约额就越小,公司就越缺乏使用债务进行融资的激励,从而使得股票流动性和资本结构之间呈负相关关系。Lipson and Mortal(2009)使用多个测度股票流动性的指标,验证了这个预期。

在检验股票流动性和资本结构之间的关系时,面临的一个挑战是两者之间具有内生关系,例如,使用债务融资的公司可能迫使管理者更好地做出投资决策,从而导致买卖价差的下降或者股票流动性的提高。为了解决检验中的内生性问题,Lipson and Mortal(2009)使用了金融地理学变量作为股票流动性的工具变量,而 Frieder and Martell(2006)则采用了联立方程模型。他们的实证结果均表明,即使在控制了内生性因素的影响之后,股票流动性与资本结构之间的负相关关系仍然存在。

关于知情-非知情投资者的信息不对称与资本结构之间关系的实证检验主要有两项成果。一是 Bharath 等(2009)基于融资优序理论的实证检验。他们使用多个市场微观结构中测度信息不对称程度的指标,采用主成分分析方法,构建了一个反映管理者和投资者之间信息不对称程度的综合指标。他们按照该综合指标的大小将上市公司划分为 10 组,在各组内应用 Shyam-Sunders and Myers(1999)中的融资缺口模型,考察了不同组间融资缺口系数的变化趋势。研究发现,随着信息不对称程度的上升,融资缺口系数越来越接近于 1,即支持了融资优序理论的预期。不过,Bharath 等(2009)的研究并不符合信息不对称的定价理论。二是 Agarwal and O'Hara(2007)基于权衡理论的实证检验。他们认为,一方面在信息不对称的定价理论下,投资者之间的信息不对称程度越高,权益资本成本越高,而另一方面投资者之间的信息不对称同样会导致类似于管理者和投资者之间信息不对称所导致的逆向选择行为。他们使用 PIN 值来衡量知情和非知情投资者之间的信息不对称程度,使用财务报告公告日的市场反应的年度均值来衡量管理者和投资者之间的信息不对称程度,考察了这两类信息不对称对资本结构的影响,结果发现,两类信息不对称程度越高,资本结构水平越高。

(二) 股利政策

在 Miller and Modigliani(1961)的理想世界里,股利政策与公司价值无关。但这一命题成立的前提之一是交易无摩擦,而在现实世界中,交易成本、流动性成本无处不在,投资者不得不面临直

接的交易成本(例如,买卖价差)、交易导致的价格冲击以及延迟或搜寻的成本等(Amihud and Mendelson, 2008)。支付现金股利的公司能够满足投资者的流动性需要,从而使他们免于支付流动性成本。因此,存在交易成本的情况下,股票流动性低的公司比高的公司更倾向于发放现金股利。Banerjee 等(2007)对此做出了实证检验,他们发现,流动性更差的公司确实更倾向于发放现金股利,并且流动性是股利发起和消失的重要决定因素,公司价值对流动性的敏感度在股利发起之后下降了。Brockman 等(2008)考察了股票流动性对股利支付方式决策的影响。他们认为,股票市场流动性对回购决策的影响是第一位的,对现金股利决策的影响是第二位的。管理者在做出支付方式决策前会权衡回购的税收和弹性优势与回购的流动性成本劣势。给定其他条件不变,更高的股票流动性将鼓励管理者进行回购而不是发放现金股利。他们的实证结果表明,管理者的回购决策依赖于股票的流动性,且当流动性上升时,回购成为股利决策的一部分。

与信息不对称问题关系最为密切的股利政策理论当属 Bhattacharya(1979)的信号理论。该理论认为,由于发放现金股利是有成本的,故而现金股利可以作为降低管理者和投资者之间信息不对称程度的信号。因此,给定其他条件相同,信息不对称程度越高的公司将越倾向于发放现金股利。然而,在这一理论中,信息不对称往往指的是管理者和投资者之间的信息不对称。事实上,由于知情和非知情投资者之间的信息不对称程度的减轻同样可以带来资本成本的下降(Easley and O'Hara, 2004; Easley et al., 2002),因此当投资者之间的信息不对称程度较高时,管理者同样会选择使用现金股利作为信号以降低知情投资者的信息优势。由于这两类信息不对称程度在一定程度上是重合的(Diamond, 1985; Diamond and Verrecchia, 1991),这就使得我们很难区分是哪一类信息不对称影响了公司的股利政策。现有的实证研究也并未对此做出严格的区分。

在实证上, Khang and King(2006)使用内部人交易的收益作为信息不对称程度的代理变量,考察了信息不对称和股利政策之间的关系,结果表明,信息不对称程度越高,股利水平越低。这一结论与信号理论的预期正好相反。Li and Zhao(2008)使用分析师预测的误差和分析师预测的离散程度作为信息不对称程度的代理变量,研究结果表明,信息不对称程度与股利支付、发起、增加的概率负相关,同样不支持信号理论。与 Khang and King(2006)和 Li and Zhao(2008)不同, Aggarwal 等(2012)认为,由于这两者的实证研究都以美国公司为样本,而美国公司所处的信息环境大致相同,因而信息不对称程度的变异程度不足以识别出信息不对称程度对股利政策的影响。通过使用那些以美国存托凭证(ADR)的形式在美国上市的外国公司为样本,他们发现,信息不对称程度越高的公司越倾向于使用现金股利发送信号,从而支持了信号理论。此外, Vojtech(2012)还从理论和实证两个角度考察了信息不对称、股利政策和管理者激励之间的交互关系。他认为,管理者可以通过操纵会计信息以提升公司价值,从而增加自身福利,而股东则倾向于通过设定相应的股利水平以迫使管理者提高信息披露质量,但发放股利可能会使公司错失一些有价值的投资机会,因此股东在设定股利水平时必须在这两者之间进行权衡。信息不对称程度越高,股东越有可能设定高股利水平。以萨班斯-奥克利法案(Sarbanes-Oxley Act)的颁布为背景,他发现,那些不支付股利的公司的盈余管理行为在法案颁布之后出现了更大程度的变化,从而支持了其理论推断。

(三) IPO 与 SEO(Seasoned Equity Offerings)

关于 IPO 的研究主要集中在三个方面:一是公司公开上市的原因;二是 IPO 抑价现象的研究;三是 IPO 股票的长期表现(贾春新和刘力, 2006)。有观点认为,公司公开上市在很大程度上是为了获取流动性,但相对于如此高的 IPO 抑价,流动性很难对此做出合理的解释。对 IPO 抑价最为流行的解释是基于信息不对称视角的解释,但此处的信息不对称包含了多个维度,其中与市场微观结构联系最为紧密的当属知情和非知情投资者之间的信息不对称。Rock(1986)所建立的模型认为,知情投资者只会系统性地申购定价偏低的股票,这导致非知情投资者申购到过多的定价偏高

的股票,因此,为吸引到更多的非知情投资者的参与并保证其获得合理的回报,IPO市场不得不普遍进行抑价发行。国外学术界对Rock(1986)的模型及其预期进行了大量的实证检验。Koh and Walter(1989)认为,新加坡的制度安排和数据结构使得对Rock(1986)的模型进行检验成为可能。当他们将与新股发行相关的配给行为纳入分析时,IPO抑价现象消失了,从而支持了Rock(1986)模型的理论预期。Keloharju(1993)使用芬兰的数据对Rock(1986)的模型进行了检验,同样证实了“赢家诅咒”的存在。Amihud等(2003)使用特拉维夫交易所的数据对Rock(1986)的模型进行了检验。他们发现,尽管IPO的首日收益为正,但是非知情投资者的回报率却为负,这进一步地支持了Rock(1986)的理论。

与Rock(1986)有所不同,Ellul and Pagano(2006)认为,IPO过程是一个信息揭示的过程,投资者在对IPO定价的过程中会预期二级市场的股票流动性,IPO过程中的信息揭示越完全,二级市场中的信息不对称程度将越低,股票流动性也就越高,由此他们预期,二级市场的股票流动性将与IPO首日抑价呈负相关性。他们使用英国股票市场的高频交易数据对上述论断进行了检验,实证结果支持了这个论断。

同样的解释可以扩展到SEO的情形。Corwin(2003)同时使用规模、回报率的波动性和加权平均的买卖价差来衡量信息不对称程度,检验发现,信息不对称程度越高,SEO的折价就越大。Bowen等(2008)使用财务分析师跟踪人数来衡量投资者之间的信息不对称程度,经检验发现,分析师跟踪人数越多(信息不对称程度越低),SEO的折价越小。Butler等(2005)发现,股票流动性越高,再融资时的权益发行成本越低。

四、股票流动性、信息不对称与投资决策

如果股票流动性和信息不对称会影响公司的权益资本成本,那么一个很自然的推论就是它们同样会影响公司的投资水平。给定公司可供选择的投资项目服从边际收益递减规律,同时假定这些项目的系统性风险相同^①,当公司的权益不存在预期的交易成本时,公司将投资至项目的边际收益率等于由系统性风险决定的资本成本时为止,此时公司将选择一个相对较高的投资水平。而当公司存在预期的交易成本时,由于权益投资者需要获得相应的补偿,从而推高了公司的资本成本(Amihud and Mendelson, 1986),此时公司将选择一个相对较低的投资水平。这意味着,通过提高股票流动性,可以降低公司的权益资本成本,进而提高公司的投资水平。可见,股票流动性的提升将有助于公司抓住有价值的投资机会,即公司的股票流动性与投资水平正相关。Becker-Blease and Paul(2006)对这一观点进行了实证检验。他们认为,股票被纳入指数统计将外生地提高公司股票流动性,这就为检验流动性和投资水平之间的经验关系提供了可能。基于此,他们使用被纳入标准普尔指数的公司为样本对上述理论进行了检验,其结果支持了两者呈正相关性的理论预期。

除上述股票流动性通过影响权益资本成本而对公司的投资行为产生作用之外,现有研究表明,股票流动性和信息不对称还可以通过其他路径影响到公司投资决策的有效性,但对这一问题的探讨并没有得出一致的结论。例如,Khanna and Sonti(2004)认为,知情投资者意识到其交易行为会对公司投资行为造成影响,因而会有目的地进行更加激进的交易,这将使得股价中包含更多对改善投资决策有价值的信息。股票流动性越高,关键投资者放弃已有信息、改变原有策略时所面临的成本越低,越容易将其掌握的对管理者有益的私有信息注入市场,最终提高投资决策的效率。然而,与此相反的观点是,股票流动性也可能降低公司投资决策的有效性。Goldstein and Guembel(2008)

^① 当这些项目的系统性风险不同时,类似于MM,我们仅需按商业风险等级将项目划分为不同的类型,即可得到相同的结论。

认为,Khanna and Sonti(2004)的模型存在重要的缺陷。通过将股价信息含量和公司投资决策内生化的发现,当金融市场对公司价值具有反馈效应时,非知情投资者同样具有出售股票的激励,这将弱化金融市场的资源配置功能。由于非知情投资者出售股票的价格将高于市场无法改善资源配置时的价值,这使得他们可以采取先建空头尔后卖空的策略来拉低股票价格获利。股票的流动性越高,投机者利用该负反馈交易策略的成本越小,对公司投资决策所造成的扭曲也就越大。

从上面两篇文献的回顾可以看出,股票流动性对投资决策的有效性发挥作用均需要通过股价信息含量这一概念实现。最早用来测度股价信息含量的指标是股价非同步性指标,随后市场微观结构理论中的两个指标也被应用到了对这一变量的测度上,即私有信息交易量指标和 PIN 值。Chen 等(2007)使用股价非同步性和 PIN 值测度股价信息含量,考察了投资和股价之间的关系。他们认为,当股价的信息含量较高时,股价变动能够更好地反映市场中所包含的与公司决策有关的信息,理性的管理者在进行投资决策时会关注股价的变化,从而导致了投资和股价之间较高的敏感性,否则投资和股价之间将呈现出较低的敏感性。这意味着股价非同步性和 PIN 值与投资-股价敏感性之间呈正相关关系。他们的实证结论支持了这一理论预期。

五、股票流动性、信息不对称与公司治理

Berle and Means(1932)认为,所有权和控制权的分离将导致代理问题,管理者可能出于私利的考虑凭借所拥有的自由裁量权做出有损于股东利益的行为。有鉴于此,也就有必要建立公司治理机制以监督和约束管理者的行为。简言之,所谓公司治理就是确保公司出资者获得应有的投资回报的办法(Shleifer and Vishny,1997)。尽管探讨公司治理的文献有很多,但从笔者掌握的文献来看,甚少有人直接考察股票流动性和知情-非知情投资者的信息不对称对公司治理的影响。近来,从股票流动性的视角对公司治理做出研究已受到人们的关注。

股票流动性能够通过影响接管市场的有效性、非控股股东监督的积极性和薪酬契约的有效性等方面来影响公司治理状况。从接管的视角来看,较高的股票流动性因可能提高公司被接管的概率而起到强化公司治理的作用。Kyle and Vila(1991)认为,股票流动性越高,大的外部股东越容易在未被关注之前从噪音交易者手中购得大量股份,这将降低接管的成本,提高接管发生的概率。迫于接管发生后被解雇的压力,管理者将不得不更加努力地工作,从而提高了接管市场的治理效率。

从非控股股东监督的角度来看,较高的股票流动性因可能刺激非控股股东的监管积极性而强化公司治理。Maug(1998)认为,非控股股东是否进行监督依赖于监督成本和监督收益的权衡,其中监督的收益来自原来所持股份的升值以及试图监督前追加购得股份的升值。股票流动性越高,追加购买股份时所造成的价格冲击就越小,监督所产生的资本利得收益相应也就越大。这意味着,股票流动性越高,非控股股东越具有实施监督的激励。但并非所有的学者均持有这一观点,Bhide(1993)即认为,较高的流动性便于股东行使“以脚投票”的权力,而非追加购买股票,这会降低非控股股东的监督积极性,从而弱化公司治理。

从薪酬契约有效性的视角来看,股票流动性能够降低管理者的机会主义行为。Edmans(2009)以及 Adamati and Pfleiderer(2009)认为,较高的股票流动性将降低股东出售股份时的价格冲击成本,从而提高了其采取抛售策略的可信度,此时的管理者会意识到,其机会主义行为将导致知情投资者的抛售行为。当知情投资者的抛售行为在市场中被揭示出来时,股票价格将出现跳水,如果管理者的薪酬体系是以股权为基础的,那么管理者自身报酬也将缩水。不难看出,股票流动性能够通过以股权为基础的薪酬体系制约管理者的机会主义行为。此外,股票流动性还能够影响以股权为基础的薪酬契约设计本身的有效性。Holmstrom and Tirole(1993)认为,较高的流动性提升了私有

信息的边际价值,从而激励投资者投入更多的时间用于监督,并不断地将更多的信息注入市场,其结果导致股价中所体现的信息含量得以增加。这使得公司有可能设计一个更为有效的以股权为基础的管理者薪酬体系,从而提升了薪酬契约本身的有效性。

到目前为止,还没有文献直接从知情-非知情投资者之间的信息不对称出发来研究公司治理问题。但值得关注的是,已有学者开始研究公司治理(例如,股权结构)对买卖价差以及其中的逆向选择成分的影响。在此情况下,买卖价差及以其中的逆向选择成分可被看作是公司治理效果的逆测度。Chiang and Venkatesh(1988)经检验发现,内部人持股比例与买卖价差呈正相关性,而机构持股比例与买卖价差不相关。但 Rubin(2007)的实证检验却给出了相反的结果,即股权结构和流动性的关系更多地是受机构持股比例的驱动而不是受内部人持股比例的驱动,且流动性与机构持股比例呈正相关,而与机构持股集中度呈负相关。Heflin and Shaw(2000)考察了大宗股份持有比例和股票流动性之间的关系。通常而言,大宗股份持有者被认为更容易利用其监督上市公司的便利获取与公司价值有关的私有信息,从而加剧了知情-非知情投资者的信息不对称程度,降低了股票流动性。他们实证结果支持了该理论推断。Attig 等(2006)以加拿大的上市公司为样本,从最终控制权和所有权关系的角度检验了其股票流动性之间的关系,他们发现,两权分离程度越高,买卖价差将越大,买卖价差中的逆向选择成分也越大。Chung 等(2010)则发现,公司治理越好,股票流动性越高。

六、未来的研究方向

本文系统地回顾了市场微观结构的两个研究主题——股票流动性和信息不对称——对公司财务行为的影响。总体而言,这两个领域的交叉研究仍处于初级阶段。在某些方面,现有的研究已基本达成了一致意见,如股票流动性的定价问题(如苏冬蔚和麦元勋,2004)、股票流动性和资本结构之间的关系问题(顾乃康和陈辉,2009;陈辉,2010)、股票流动性对投资水平的影响等(如顾乃康和陈辉,2010)。但是,信息不对称是否被定价?知情和非知情投资者之间的信息不对称是否以及如何影响公司的融资决策?股票流动性和信息不对称如何影响公司的投资效率?股票流动性和信息不对称是否以及如何影响公司的治理效率?这些问题还没有得到很好的解答,需要我们进一步地从理论和实证两个方面予以考察。

此外,我国特殊的制度背景也为我们提供了很好的研究机会。一是,作为典型的指令驱动型市场,我国证券市场中的投资者的交易行为和报价驱动型市场中的投资者的交易行为存在较大的差异,这使得采用我国的证据对上述问题进行考察其本身就是对这一交叉研究的有益补充。二是,股权分置改革为我们提供了一系列的研究契机。一方面,股权分置改革后,我国证券市场的内幕交易问题日趋严重(马元驹等,2009),异质性投资者之间的信息不对称将成为一个值得关注的重要问题,这为我们提供了一个较好的研究信息不对称作用的土壤。另一方面,股权分置改革释放了原有非流通股的流动性,原有非流通股股东也能够分享到资本利得收益,这使得我们可以从接管市场效率、非控股股东的监督以及以股权为基础的薪酬契约有效性等角度考察股票流动性带来的治理效应。三是,新股发行体制的改革也为我们提供了很好的研究机会。例如,询价制的建立为我国考察股票流动性、信息不对称与 IPO、SEO 之间的关系提供了研究可能。

参考文献:

- 奥哈拉(2007):《市场的微观结构理论》,中国人民大学出版社。
- 陈辉、顾乃康、万小勇(2010):《股票流动性与资本结构动态调整——基于时变的股票市场摩擦的视角》,《金融评论》,第4期。
- 顾乃康、陈辉(2009):《股票流动性与企业资本结构的决定——基于中国上市公司的经验证据》,《财经研究》,第8期。
- 顾乃康、陈辉(2010):《股票流动性、股价信息含量与企业投资决策》,《管理科学》,第1期。

- 贾春新、刘力(2006):《首次公开发行:从理论到实证》,《管理世界》,第7期。
- 马元驹、张军、杜征征(2009):《内幕交易与内幕交易监管综述》,《经济学动态》,第9期。
- 苏冬蔚、麦元勋(2004):《流动性与资产定价:基于我国股市资产换手率与预期收益的实证研究》,《经济研究》,第2期。
- Admati, A. and P. Pfleiderer(2009):“The“Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice”, *Review of Financial Studies*, 22, 2645–2685.
- Agarwal, P. and M. O’Hara(2007):“Information Risk and Capital Structure”, working paper, Social Science Research Network, No. 939663.
- Aggarwal, R., J. Cao and F. Chen(2012):“Information Environment, Dividend Changes, and Signaling: Evidence from ADR Firms”, *Contemporary Accounting Research*, forthcoming.
- Amihud, Y., S. Hauser and A. Kirsh(2003):“Allocations, Adverse Selection, and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange”, *Journal of Financial Economics*, 68, 137–158.
- Amihud, Y. and H. Mendelson(2008):“Liquidity, the Value of the Firm, and Corporate Finance”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 20, 32–45.
- Amihud, Y. and H. Mendelson(1986):“Asset Pricing and the Bid-Ask Spread”, *Journal of Financial Economics*, 17, 223–249.
- Amihud, Y. and H. Mendelson(1988):“Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications”, *Financial Management*, 17, 5–15.
- Amihud, Y. and H. Mendelson(1989):“The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns”, *Journal of Finance*, 44, 479–486.
- Attig, N., W. Fong, Y. Gadhoun and L. H. P. Lang (2006):“Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity”, *Journal of Banking & Finance*, 30, 2875–2892.
- Banerjee, S., V. A. Gatchev and P. A. Spindt(2007):“Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 369–397.
- Becker-Blease, J. and D. Paul(2006):“Stock Liquidity and Investment Opportunities: Evidence from Index Additions”, *Financial Management*, 35, 35–51.
- Berle, A. and G. Means(1932):*The Modern Corporation and Private Property*, New York: Commerce Clearing House.
- Bharath, S., P. Pasquariello and G. Wu(2009):“Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?”, *Review of Financial Studies*, 22, 3211–3243.
- Bhattacharya, S.(1979):“Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘the Bird in the Hand’ Fallacy”, *Bell Journal of Economics*, 10, 259–270.
- Bhide, A.(1993):“The Hidden Costs of Stock Market Liquidity”, *Journal of Financial Economics*, 34, 31–51.
- Bowen, R., X. Chen and Q. Cheng(2008):“Analyst Coverage and the Cost of Raising Equity Capital: Evidence from Underpricing of Seasoned Equity Offerings”, *Contemporary Accounting Research*, 25, 657–700.
- Brennan, M. J. and A. Subrahmanyam(1996):“Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, 41, 441–464.
- Brockman, P., J. Howe and S. Mortal(2008):“Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase”, *Journal of Corporate Finance*, 14, 446–459.
- Butler, A., G. Grullon and J. Weston(2005):“Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 331–348.
- Chan, K., A. Menkveld and Z. Yang (2008):“Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount”, *Journal of Finance*, 63, 159–196.
- Chen, Q., I. Goldstein and W. Jiang(2007):“Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price”, *Review of Financial Studies*, 20, 619–650.
- Chiang, R. and P. Venkatesh(1988):“Insider Holdings and Perceptions of Information Asymmetry: A Note”, *Journal of Finance*, 43, 1041–1048.
- Chung, K., J. Elder and J. Kim(2010):“Corporate Governance and Liquidity”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 265–291.
- Corwin, S.(2003):“The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers”, *Journal of Finance*, 58, 2249–2279.
- Duarte, J. and L. Young(2009):“Why is PIN Priced?”, *Journal of Financial Economics*, 91, 119–138.
- Demsetz, H.(1968):“The Cost of Transacting”, *Quarterly Journal of Economics*, 82, 33–55.
- Diamond, D.(1985):“Optimal Release of Information by Firms”, *Journal of Finance*, 40, 1071–1094.
- Diamond, D. and R. Verrecchia(1991):“Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”, *Journal of Finance*, 46, 1325–1359.
- Easley, D., S. Hvidkjaer and M. O’Hara(2002):“Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?”, *Journal of Finance*, 57, 2185–2221.

- Easley, D. and M. O'Hara(2004): "Information and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, 59, 1553-1583.
- Edmans, A.(2009): "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia", *Journal of Finance*, 64, 2481-2513.
- Ellul, A. and M. Pagano(2006): "IPO Underpricing and After-Market Liquidity", *Review of Financial Studies*, 19, 381-421.
- Fama, E.(1970): "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E. and K. French(1992): "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Frieder, L. and R. Martell(2006): "On Capital Structure and the Liquidity of a Firm's Stock", working paper, Social Science Research Network, No. 880421.
- Glosten, L. and P. Milgrom (1985): "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders", *Journal of Financial Economics*, 14, 71-100.
- Goldstein, I. and A. Guembel(2008): "Manipulation and the Allocational Role of Prices", *Review of Economic Studies*, 75, 133-164.
- Heflin, F. and K. Shaw(2000): "Blockholder Ownership and Market Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 621-633.
- Holmstrom, B. and J. Tirole(1993): "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.
- Hughes, J., J. Liu and J. Liu(2007): "Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital", *Accounting Review*, 82, 705-729.
- Keloharju, M.(1993): "The Winner's Curse, Legal Liability, and the Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland", *Journal of Financial Economics*, 34, 251-277.
- Khang, K. and T. King (2006): "Does Dividend Policy Relate to Cross-Sectional Variation in Information Asymmetry? Evidence from Returns to Insider Trades", *Financial Management*, 35, 71-94.
- Khanna, N. and R. Sonti (2004): "Value Creating Stock Manipulation: Feedback Effect of Stock Prices on Firm Value", *Journal of Financial Markets*, 7, 237-270.
- Koh, F. and T. Walter(1989): "A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues", *Journal of Financial Economics*, 23, 251-272.
- Kyle, A. and J. Vila(1991): "Noise Trading and Takeovers", *Rand Journal of Economics*, 22, 54-71.
- Kyle, A.(1985): "Continuous Auctions and Insider Trading", *Econometrica*, 53, 1315-1335.
- Lambert, R., C. Leuz and R. Verrecchia(2007): "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420.
- Leland, H. and D. Pyle(1977): "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Li, K. and X. Zhao(2008): "Asymmetric Information and Dividend Policy", *Financial Management*, 37, 673-694.
- Lipson, M.(2003): "Market Microstructure and Corporate Finance", *Journal of Corporate Finance*, 9, 377-384.
- Lipson, M. and S. Mortal(2009): "Liquidity and Capital Structure", *Journal of Financial Markets*, 12, 611-644.
- Maug, E.(1998): "Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off Between Liquidity and Control?", *Journal of Finance*, 53, 65-98.
- Merton, R.(1987): "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Miller, M. and F. Modigliani(1961): "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Modigliani, F. and M. Miller(1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Mohanram, P. and S. Rajgopal(2009): "Is PIN Priced Risk?", *Journal of Accounting and Economics*, 47, 226-243.
- Myers, S. and N. Majluf (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- O'Hara, M.(1999): "Making Market Microstructure Matter", *Financial Management*, 28, 83-90.
- Rock, K.(1986): "Why New Issues are Underpriced?", *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Ross, S.(1977): "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Rubin, A.(2007): "Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity", *Journal of Financial Markets*, 10, 219-248.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1997): "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shyam-Sunder, L. and S. Myers(1999): "Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 51, 219-243.
- Vojtech, C. (2012): "The Relationship Between Information Asymmetry and Dividend Policy", working paper, Social Science Research Network, No. 2051018.