

收益率差异视角下股票流动性 与资本结构关系的再检验

李延军 史笑迎 葛林洁

(河北工业大学经济管理学院, 天津 300401)

〔摘要〕本文在股票收益率差异视角下,选择2000年1月到2015年12月期间中国沪、深市场307家上市公司数据,采用单方程估计法和联立方程组系统估计法研究我国上市公司股票流动性与资本结构的相互影响;并分别从股权分置改革、股权再融资、牛熊市行情三个方面对二者关系的变化与差异进行深入分析。结果表明:股票流动性与资本结构之间存在显著的负向关系,并且随着股票收益率水平的提高,负向影响越来越明显;股权分置改革后、满足再融资资格的上市公司以及牛市行情下两者的相互影响更显著。

〔关键词〕收益率差异 股票流动性 资本结构 融资成本 股权 股权分置改革

DOI: 10.3969/j.issn.1004-910X.2017.12.010

〔中图分类号〕F424.6 〔文献标识码〕A

引言

合理的资本结构是公司健康稳定发展的重要保障之一。资本结构主要是指债券融资和股权融资的比例,对于公司资本结构的影响因素,传统的资本结构理论大部分是从公司自身如公司规模、盈利能力等几个较为简单的因素来考虑,这已无法解释当今经济中的许多相关问题,股票市场的快速发展使越来越多的学者开始关注股票的流动性与资本结构的关系。股票市场的快速发展使更多的公司选择在股票市场上融资,良好的股票流动性,可以为上市公司减少融资成本,从而影响公司的资本结构。股票流动性与资本结构的关系结合了市场微观结构和公司财务两大学科分支,在理论与应用两个方面都有重要的研究意义。

Butler (2005)^[1]利用美国股票市场的数据,研究发现股票流动性水平较低的公司,在股票增发时投资银行将会收取较高的发行费用,提高了上市公司的融资成本,从而影响公司的融资方式和资本结构;Udomsirikul P (2011)^[2]采用多个流动性指标研究了泰国707家上市公司的股票流动性与资本结构的关系,发现股票流动性越高,

股权融资成本越小,在融资时越倾向于股权融资。国内学者也对上市公司资本结构问题做了大量研究,但是从股票流动性的角度来研究上市公司资本结构问题还处于起步阶段,这涉及到微观市场和公司财务两大领域的交叉研究。现有文献大多是从股票收益率即流动性溢价入手展开研究,如:麦元勋(2008)^[3]研究发现我国A股市场存在流动性溢价问题,由于流动性溢价会影响股票定价,进而通过融资成本影响公司资本结构;朱宏志(2012)^[4]采用Amihud非流动性值和资产负债率两个代理指标研究了二者的关系,得出股票流动性与资本结果成负相关关系;章视(2015)^[5]则运用动态权衡理论研究了股票流动性对资本结构的影响。综合来看,已有文献大多主要研究股票流动性对资本结构的单向影响,较少考虑两者的双向影响;另外,股票流动性测度指标不统一,且较少考虑股权分置改革、股权再融资、市场行情等现象对二者关系的影响。

本文从收益率差异的视角研究股票流动性与资本结构的关系,将样本分为不同的收益率水平:

(1) 首先采用单方程估计法检验股票流动性与

收稿日期: 2017-06-01

基金项目: 河北省社会科学基金项目“证券市场流动性风险测度与组合管理策略研究”(项目编号: HB16YJ030)。

作者简介: 李延军,河北工业大学经济管理学院副教授,博士。研究方向: 资本市场与资产定价。史笑迎,河北工业大学经济管理学院硕士研究生。研究方向: 金融学。葛林洁,河北工业大学经济管理学院硕士研究生。研究方向: 资本市场与资产定价。

公司资本结构之间的双向影响；(2)建立联立方程组采用系统方程估计法进一步研究两者的相互作用以及在不同收益率水平下二者内在关系的系统性表现；(3)分别从股权分置改革、股权再融资、牛熊市交易行情三个角度深入研究两者关系的变化规律和差异性，为上市公司和投资者提供管理和投资决策参考。

1 数据与模型

1.1 数据来源

本文选择2000年1月到2015年12月期间中国沪、深市场上所有A股数据。样本区间数据以月为单位，共包含192个月。为保证数据的连续性和完整性，对研究期间内的股票剔除ST

股、PT股和长期停牌的股票；剔除月交易天数少于10天的数据；剔除2000年1月1日以后新上市的股票以及存在数据缺失的股票。最后筛选得出从2000年到2015年307家上市公司。选择较长时间跨度的数据以及对不完整数据进行剔除有利于提高数据样本的解释能力，使数据具有较强的说服力。所有数据的计算和整理在Matlab和Excel中完成，数据来源于iFinD数据库和CSMAR数据库。

1.2 相关变量

在参考盛明泉(2016)^[6]、原哲(2017)^[7]、李常青(2016)^[8]、熊家财(2016)^[9]等文献的基础上，本文确定的变量与指标如表1和表2所示。

表1 资本结构相关影响变量与计算方法

	变量名称	变量符号	变量计算方法
核心变量	股票流动性	Liq	换手率(Turnover)或Amihud非流动性值(ILLIQ)
控制变量	公司规模	lnSize	公司总资产的对数
	公司盈利能力	Profit	资产利润率(ROA)
	公司成长性	Growth	市场价值与账面价值的比值
	资产担保价值	Assert	存货与固定资产之和与总资产的比值
	非负债税盾	Tax	累计折旧与总资产的比值

表2 股票流动性相关影响变量与计算方法

	变量名称	变量符号	变量计算方法
核心变量	资本结构	Lev	总负债/总资产账面价值
控制变量	公司规模	Ln(Size)	公司总资产的对数
	交易量	Ln(Vol)	股票月平均交易额的对数
	波动性	Volital	股票收益率的方差
	股票交易价格	P	股票月平均收盘价
	股票收益率	Return	月平均股票收益率

1.3 单方程模型构建

为了单独探讨股票流动性对资本结构是否有影响以及资本结构对股票流动性是否有影响，本

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Liq_{it-1} + \beta_2 Ln(Size) + \beta_3 Profit + \beta_4 Growth + \beta_5 Assert + \beta_6 Tax + \mu_{it} \quad (1)$$

在模型(1)中，Liq表示股票流动性，根据李延军、史笑迎(2016)^[10]研究结论，在股票低收益率水平下采用换手率(Turnover)来度量，在股票中高收益率水平下采用Amihud非流动性

$$Liq_{it} = \gamma_0 + \delta_1 Lev_{it} + \delta_2 Ln(Size) + \delta_3 Ln(Vol) + \delta_4 Volital + \delta_5 P + \delta_6 Return + \eta_{it} \quad (2)$$

在模型(2)中，股票流动性Liq代理指标选择方法同上。

另外，为避免变量内生性问题，上述模型(1)

文分别建立如下多元回归模型：

1.3.1 股票流动性对资本结构的影响

指标(ILLIQ)来度量。为了控制各变量间内生性问题，模型采用股票流动性Liq的滞后一阶的数值。

1.3.2 资本结构对股票流动性的影响

(2)采用两阶段最小二乘法(2SLS)来估计，具体如下：(1)重点研究股票流动性对资本结构的影响，同时得到资本结构的拟合值 Lev_{it}^* ；(2)

将拟合值 Lev_{it} 代入模型(2)中,重点研究资本结构对股票流动性的影响。

1.4 系统方程模型构建

为了避免单方程估计法忽略各方程之间联系

$$\begin{cases} Lev_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Liq_{it-1} + \beta_2 Ln(Size) + \beta_3 Profit + \beta_4 Growth + \beta_5 Assert + \beta_6 Tax + \mu \\ Liq_{it} = \gamma_0 + \delta_1 Lev_{it} + \delta_2 Ln(Size) + \delta_3 Ln(Vol) + \delta_4 Volital + \delta_5 P + \delta_6 Return + \eta_{it} \end{cases} \quad (3)$$

测算过程中采取系统方程估计法中的三阶段最小二乘估计法(3SLS),将联立方程组中的两个方程先进行两阶段最小二乘法回归,从而得到对整个系统扰动项的协方差的估计,接着在此基础上对整体进行GLS估计。

2 实证分析

本文样本数据共192个月307家A股上市公司数据,该面板数据每个变量的观测值共有58944个。描述性统计结果显示各个变量统计结果都是平稳的。另外,相关系数矩阵表明两个流动性指标(换手率与Amihud非流动性值)之间存在较强的负相关性(相关系数为-0.64),说明这两个流动性指标能够从两个相反的方向衡量股票流动性的大小。整体上看,相关系数矩阵中数值的绝对值均小于0.5,说明各变量之间共线性水平较弱。

2.1 单方程模型估计

首先对模型(1)~(2)进行Hausman检验,结果表明与随机效应模型相比,固定效应模型更加适合;并且,F检验结果都显著,表明样本面板数据相比较混合模型来说,个体时间固定效应模型更加合适。将样本按照收益率的水平分为低(Low)、中(Middle)、高(High)3组,检验不同收益率水平下各个影响因素的具体表现。

2.1.1 股票流动性对资本结构的影响

模型(1)的第1阶段最小二乘回归结果如表3所示。从回归结果可以得出:当收益率水平低时,股票流动性(Turnover)回归系数显著为负;当收益率处在中高水平时,股票流动性(ILLIQ)回归系数显著为正,但由于ILLIQ为逆向指标,其值越大代表流动性水平越低。因此整体来看股票流动性与资本结构存在显著负相关,即股票流动性越高,股权融资成本越低,财务杠杆率越低;并且随着股票收益率水平的提高,Liq回归系数的绝对值越来越大,说明股票收益率水平越高,

的缺陷,本文进一步采用系统方程估计法,建立联立方程组,将所有的方程看成一个整体,系统研究两者之间的内在相互关系,并且此方法可以有效地克服内生性问题。建立如下联立方程组:

股票流动性对资本结构的影响越大。

表3 股票流动性影响资本结构的回归结果

	Low	Middle	High
Constant	-0.216*** (-6.11)	-0.912*** (-6.21)	-1.162*** (-4.42)
Turnover	-0.721*** (-3.66)		
ILLIQ		1.255*** (9.12)	2.110*** (4.68)
Ln(Size)	0.291*** (2.70)	0.369*** (5.43)	0.362*** (3.46)
Profit	-0.243 (-1.18)	-0.383 (-1.31)	-0.736*** (-2.00)
Growth	0.055 (1.93)	0.036*** (2.54)	0.066** (2.33)
Assert	0.221*** (8.48)	0.317*** (7.36)	0.290*** (6.19)
Tax	0.149 (0.64)	0.193 (1.33)	0.456 (0.77)
R ²	0.772	0.875	0.863
Hausman	456.6***	204.89***	165.09**

注:低收益水平下采用Turnover来测量股票流动性,中高收益率水平下采取ILLIQ来测量股票流动性。表中*、**、***分别表示参数的估计值在1%、5%和10%的水平下显著。括号中的数字为T检验值。

2.1.2 资本结构对股票流动性的影响

接着进行第2阶段最小二乘法回归,将第1阶段中得到的收益率低、中、高3个水平下的资本结构3个拟合值 Lev_{1it} 、 Lev_{2it} 、 Lev_{3it} 代入模型(2),研究资本结构对股票流动性的影响。

表4 资本结构影响股票流动性的回归结果

	Low	Middle	High
Constant	0.231* (1.89)	0.023 (1.12)	0.193 (0.89)
Lev	-0.461*** (-2.85)	0.609*** (2.97)	0.782*** (3.70)

续 表

	Low	Middle	High
Ln (Size)	0.291*** (4.21)	-0.136*** (-6.06)	-0.233*** (-5.34)
Ln (Vol)	0.134** (1.94)	-0.169*** (-22.10)	-0.193*** (-16.31)
Volital	-1.000*** (2.17)	0.705** (1.88)	0.770** (1.91)
P	0.005 (0.23)	-0.009 (-0.16)	-0.013 (-0.03)
Return	1.220*** (11.77)	-2.003*** (-16.64)	-2.311*** (-10.33)
R ²	0.711	0.790	0.692
Hausman	93.22***	100.65***	88.11***

注：表中*、**、***分别表示参数的估计值在1%、5%和10%的水平下显著。括号中的数字为T检验值。

同样将样本按照收益率高低情况分成低中高3个水平，表8回归结果表明：在低收益率水平下资本结构(Lev)显著为负，在中高水平下资本结构(Lev)显著为正。由于ILLIQ是负向指标，因此总体上看财务杠杆率对股票流动性有负向影响，即财务杠杆率越高其股票的流动性越低。同时从回归系数的值来看，随着股票收益率的增加，财务杠杆率对股票流动性的负向影响越大。公司规模对股票流动性有显著的正向影响，公司规模越大，信息披露越充分，投资者的信息不对称程度越低，使得投资者更有信心，进而提高股票的流动性水平。

2.1.3 系统方程模型估计

由单方程估计结果可以初步得出，公司的股票流动性与资本结构之间存在相互影响关系。为了弥补单方程估计法忽略各个方程之间联系的不足，更好地克服内生性问题，接下来采用联立方程组系统估计法进一步检验两者之间的互动关系。采用三阶段最小二乘法对模型(3)进行整体回归，结果如表5所示。

表5 系统方程模型估计结果

	Low	Middle	High
Constant	0.138*** (2.27)	-0.012 (-0.13)	1.560** (1.92)
Liq	-0.317*** (-8.01)	1.140*** (5.49)	2.727*** (10.81)
Ln (Size)	0.235*** (5.16)	0.412*** (12.91)	0.292*** (7.72)
Profit	-0.353 (-0.27)	0.090*** (2.01)	-0.074*** (-12.03)
Growth	0.041*** (13.72)	0.058*** (17.27)	0.078*** (14.74)
Assert	0.089*** (4.80)	0.020*** (5.44)	0.126*** (4.60)
Tax	0.132** (1.77)	0.319*** (9.78)	0.357*** (5.40)
Lev	-0.338*** (-13.44)	0.730*** (8.32)	1.03*** (22.40)
Ln (Size)	0.172 (0.54)	-0.411** (-1.79)	-0.327*** (-7.49)
Ln (Vol)	0.291*** (40.82)	-0.159*** (-52.69)	-0.121*** (-39.01)
Volital	-1.790* (-1.69)	0.873** (2.02)	0.633 (0.37)
P	0.005* (1.85)	-0.014*** (-2.88)	-0.014*** (-3.04)
Return	1.520*** (31.40)	-2.711*** (-26.91)	-3.936*** (-29.36)
R ²	0.691	0.762	0.733

注：表中*、**、***分别表示参数的估计值在1%、5%和10%的水平下显著。括号中的数字为T检验值。

(1) 不同收益率水平下股票流动性与资本结构之间均存在显著的负向影响，并且从回归系数绝对值的大小来看，随着股票收益率水平的提高，两者的相互影响越来越明显；(2) 公司规模、公司成长性、资产担保价值、非负债税盾对资本结构有显著的负向影响，与单方程估计法相比，非负债税盾在系统估计法中回归结果显著；公司规模、交易量、股票价格、收益率都对股票流动性有显著的正向影响，其中从回归系数绝对值的大小上来看股票收益率对流动性的正向影响较大，并且随着收益率的提高，回归系数绝对值

也越大,而股票波动性对股票流动性有负向影响。
3 不同环境下股票流动性与资本结构的关系研究

结合我国股票市场的特点,本文分别从股权分置改革、股权再融资、牛熊市不同行情 3 个方面对股票流动性与资本结构之间的互动关系做进一步深入探讨。

3.1 股权分置改革前后两者的关系

为了探究股权分置改革对我国上市公司股票流动性与资本结构之间关系的影响,我们以 2007 年为分界点将样本分成股权分置改革前样本 (2000 年 1 月 1 日到 2006 年 12 月 31 日) 和股权分置改革后样本 (2007 年 1 月 1 日到 2015 年 12 月 31 日) 两个子样本。

表 6 股权分置改革前后模型 (3) 的估计结果

股改前 / 后	系数	Low	Middle	High
股改前	β_1	-0.211*** (-7.23)	0.853*** (3.32)	1.552*** (8.10)
股改后	β_1	-0.355*** (-8.97)	1.461*** (3.33)	3.560*** (9.62)
Chow test		10.23***	12.57**	23.61***
股改前	δ_1	-0.236*** (-14.79)	0.579*** (6.11)	0.830*** (13.62)
股改后	δ_1	-0.417*** (-16.23)	0.932*** (9.24)	1.329*** (19.03)
Chow test		14.66**	8.99***	11.02***

注:表中*、**、***分别表示参数的估计值在1%、5%和10%的水平下显著。括号中的数字为T检验值。

将两个区间样本数据代入联立方程组模型 (3), 并采用邹至庄检验方法对回归系数差异的显著性进行检验, 结果如表 6 所示: (1) 股票流动性对资本结构的影响。回归系数 β_1 在股权分置改革之前回归系数分别是 -0.211、0.853、1.552, 在股权分置改革之后回归系数分别是 -0.355、1.461、3.560, 并且均通过显著性检验; 邹至庄检验结果均显著, 说明改革前后回归系数存在显著差异, 与改革前相比, 股票流动性对财务杠杆率的负向影响显著提高; (2) 资本结构对股票流动性的影响。回归系数 δ_1 在股改前回归系数为 -0.236、0.579、0.830, 在股改之后回归系数为 -0.417、0.932、1.329, 均通过显著性检验; 股改前后的差异也通过了邹至庄检验, 股改后回归系数的绝对值显著高于股改前系数的绝对值。总而言之, 股权分置改革以后我国上市公司股票流动性与资本结构之间的相互负向影响关系较股

改前显著增强了。

3.2 股权再融资环境下两者的关系

由中国证监会发布的《关于上市公司配股工作有关问题的通知》相关规定可知, 衡量上市公司是否满足股权再融资条件的重要标准为近三年其平均净资产收益率是否达到 10% 以上。满足再融资资格的上市公司既可以选择股权融资也可以选择债权融资, 而不满足再融资的上市公司只能进行债权融资。根据这一标准将样本中 307 家上市公司分为满足股权再融资资格的公司和不满足股权再融资资格的公司。最后得出, 低收益率水平下满足资格的上市公司有 21 家, 不满足资格的有 81 家; 在中收益率水平下满足资格的有 37 家, 不满足资格的有 65 家; 在高收益率水平下满足资格的有 39 家, 不满足资格的有 64 家。将分组后的样本代入联立方程组模型 (3) 中, 估计结果如表 7 所示。

表7 股权再融资环境下模型(3)的估计结果

再融资条件	系数	Low	Middle	High
不满足	β_1	-0.011 (-0.23)	0.119*** (6.33)	0.462*** (8.10)
满足	β_1	-0.401* (-1.67)	1.566*** (2.190)	4.913* (1.97)
Chow test		2.96**	9.79**	13.24***
不满足	δ_1	-0.098 (-1.03)	0.238*** (9.26)	0.663*** (14.22)
满足	δ_1	-0.511 (-1.22)	1.201*** (7.69)	1.976*** (13.01)
Chow test		0.92	13.97***	29.73***

注:表中*、**、***分别表示参数的估计值在1%、5%和10%的水平下显著。括号中的数字为T检验值。

在低收益率水平下,分组以后的回归结果总体上不显著,这可能是由于不满足在融资资格的上市公司较少,数据量偏少。在中高收益率水平下,不满足再融资条件的回归系数小于满足再融资条件的回归系数(β_1),并且差异通过邹至庄检验,说明满足再融资资格的上市公司股票流动性对资本结构的影响作用更强。资本结构影响股票流动性的回归结果也类似(δ_1)。因此,相对于不满足再融资资格的上市公司来说,满足再融资资格的上市公司其股票流动性与资本结构相互

影响关系更强,且在高收益率水平下,这种差异更明显。

3.3 熊牛市不同行情下两者的关系

根据上证综指和深证成指的发展趋势,选择具有代表性的牛市和熊市两个子样本时期,具体为2005年6月1日至2007年10月31日是牛市行情,2007年11月1日至2008年10月31日为熊市行情。将两个时期的样本数据代入联立方程组模型(3)中,估计证结果如表8所示。

表8 熊牛市不同行情下模型(3)的估计结果

行情	系数	Low	Middle	High
熊市	β_1	-0.216** (-1.62)	0.631 (1.15)	0.976*** (7.45)
牛市	β_1	-0.409*** (-4.67)	1.698*** (5.88)	3.880*** (10.26)
Chow test		9.63***	18.07**	33.46***
熊市	δ_1	-0.009 (-0.92)	0.619 (0.33)	0.960*** (10.26)
牛市	δ_1	-0.527*** (-3.37)	1.006 (1.51)	0.597*** (10.99)
Chow test		4.55**	3.44	19.20***

注:表中*、**、***分别表示参数的估计值在1%、5%和10%的水平下显著。括号中的数字为T检验值。

股票流动性对资本结构影响的回归系数 β_1 ,在牛市行情的绝对值显著大于熊市行情的回归结果,并且牛熊市的回归结果差异明显。资本结构

对股票流动性影响的回归系数 δ_1 也类似,牛市时资本结构对股票流动性的影响更大。与熊市相比,在牛市时期股票流动性与资本结构的相互影响更

明显。因此,在市场行情处于牛市时期,上市公司管理者合理地调整股票流动性的大小进而影响资本结构的效果更加明显。

4 结论

本文主要从股票收益率差异的角度检验上市公司股票流动性与资本结构的相互关系:(1)单方程模型估计结果显示,我国上市公司股票流动性与资本结构之间存在显著的负向影响;(2)联立方程组系统估计结果进一步验证了二者之间显著的相互负向影响关系,并且随着股票收益率水平的提高,负向影响越来越明显;(3)不同环境下,二者关系略有差异:①股权分置改革以后股票流动性与资本结构之间的相互负向影响关系显著增强;②满足再融资资格的上市公司其股票流动性与资本结构相互影响更强,且在高收益率水平下,这种差异最明显;③相比熊市行情,牛市行情下股票流动性与资本结构相互影响更显著,并且在高收益率水平下牛熊市差异最明显。

研究结论对于上市公司高层管理者根据公司股票收益率水平、市场行情不同等条件合理有效地调整股票流动性以及公司资本结构提供思路,同时在一定程度上促使上市公司更加关注股票在交易市场的表现,积极采取行动,提高信息披露程度,降低投资者的信息不对称程度,提高股票流动性,从而有利于上市公司降低融资成本,优

化资本结构,达到经验管理目的。

参 考 文 献

- [1] Weston, J. A. Butler, and G. Grullon, Stock Market Liquidity and The Cost of Issuing Equity [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2005, 40 (2): 331 ~ 348.
- [2] Udomsirikul P, Jumreornvong S, Jiraporn P. Liquidity and Capital Structure: The Case of Thailand [J]. Original Research Article Journal of Multinational Financial Management, 2011, 21 (2): 106 ~ 117.
- [3] 麦元勋.我国股票流动性与上市公司资本结构关系研究[D].暨南大学,2008.
- [4] 朱宏志,潘宁宁,朱宏泉.股票流动性与资本结构——基于中国证券市场的分析[J].数学的实践与认识,2012,42(20): 60 ~ 68.
- [5] 章砚.股票流动性对资本结构动态调整速度的影响[J].财经问题研究,2015,(11): 85 ~ 91.
- [6] 盛明泉,张春强,王焯.高管股权激励与资本结构动态调整[J].会计研究,2016,(2): 44 ~ 50.
- [7] 原哲,林丽萍.中小板上市公司股权结构对资本结构的影响研究[J].现代工业经济与信息化,2017,(2): 16 ~ 17.
- [8] 李常青,刘羽中,李茂良.资本结构、产权性质与股票流动性[J].经济管理,2016,(5): 153 ~ 164.
- [9] 熊家财,叶颖玫.股票流动性、企业投资与资本配置效率——来自我国上市公司的经验证据[J].江西财经大学学报,2016,(1): 45 ~ 58.
- [10] 李延军,史笑迎.收益率差异视角下我国股票流动性测度指标的比较研究[J].金融发展研究,2016,(11): 19 ~ 25.

Re-examination of the Relationship Between Stock Liquidity and Capital Structure in Perspective of Different Return

Li Yanjun Shi Xiaoying Ge Linjie

(School of Economics and Management, Hebei University of Technology, Tianjin 300401, China)

[Abstract] In the perspective of different stock return, we select 307 listed companies in Shanghai and Shenzhen stock market data during January 2000 to December 2015, using single equation estimation method and simultaneous equations system estimate method to research the mutual relation between our country listed companies' stock liquidity and capital structure. This paper analyzes the changes and differences of the relationship between the reform of the shareholding, the refunding of equity and the bull bear market. Results show that there is significant negative relationship between the stock liquidity and capital structure, and with the improvement of stock return, the negative influence is more and more obvious; The impact are more significant under the circumstances of the reform of the shareholding, the listed companies that meet the refinancing qualification, and the bull market.

[Key words] different stock return; stock liquidity; capital structure; the cost of financing; stact rights; split-share reform

(责任编辑:史琳)