

中国上市公司融资决策羊群效应的研究

——基于信息技术产业的实证分析

扶青 麦慈敏

中山大学 岭南学院¹

摘要: 本文尝试应用行为公司财务理论中的羊群心理来研究融资决策者的决策行为。基于 LSV 以及 FGP 模型, 构建了检测模仿领导者行为、追随行业平均和总体水平的从众指数, 并引入融资结构因素模型中。本文以 2000 年~2004 年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市公司中的信息技术板块作研究样本, 对模型进行回归分析, 结果发现, 企业在选择最优融资结构时, 显著地受到行业领导者和追随行业平均融资结构的正向影响。

关键词: 融资决策; 羊群效应; 从众指数

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

一、引言

企业在追求价值最大化的目标下, 无论是营运活动、投资计划、扩充产能还是以改善企业财务结构为目的的各项活动, 往往需要长期且庞大的资金注入, 并有不同的融资渠道。不同的融资决策, 其发行成本、净收益、税收以及对企业经营的影响方面各异, 所达到的效果不仅关系着财务决策的成败, 更是企业永续经营的关键考虑因素。

企业资本结构理论正是研究企业在融资决策时如何根据实际情况在不同的融资方式之间进行组合, 以使企业的市场价值达到最大。由此促使了静态平衡理论与优序理论的兴起。然而, 在实际操作中, 企业如何选择最佳的融资结构呢? 就中国上市公司的融资行为而言, 主要有以下两种。

1、公司资金来源逐渐以利润留存为主

2000 年及以前, 中国上市公司的融资顺序为: 股权融资>内源融资>债务融资(吴晓球, 1998)。以 2000 年在深圳和上海证券交易所上市的所有上市公司(除去 ST 和 PT 类)为例, 股权融资是当年最主要的长期资金来源, 占长期资金来源的比重达到 39.15%, 利润留存则为第二大资金来源, 比重为 37.8%, 长期负债最少, 比重仅有 23.05%。中国上市公司确实存在非商业竞争需要的财务保守或过度股权融资行为。

2000 年以后, 中国上市公司的融资偏好逐渐发生了根本性变化, 融资顺序变成: 内源融资>债务融资>股权融资。2003 年和 2004 年, 长期资金来源中利润留存的份额最大, 分别占了 55.06% 和 50.32%; 长期负债次之, 并呈逐年上升趋势, 从 36.89% 上升至 41.75%; 而股权融资最少, 逐年递减到只有 8.05% 和 7.93% 的份额。目前中国上市公司的融资行为与发达国家上市公司²的情况十分相似。

2、融资行为具有非理性, 融资效率低

¹ 广州市 新港西路 135 号 中山大学 岭南学院 510275

² 发达国家上市公司主要依赖内部资金, 约占资金来源的 50%~97%, 其次是负债, 约占 11%~57%, 最后才是发行新股, 约为 3.3%~9%。

以股市融资为例，1999 年至 2000 年间，以新浪、网易和搜狐为首的中国互联网企业异军突起，纷纷到纳斯达克上市，一夜之间财富疯狂暴涨，令纳斯达克成为融资天堂，中国网络题材也鼓噪一时。许多网络企业在巨大财富的诱惑下，不论有没有融资需求，更不用说考虑企业的实际情况，一窝蜂地涌到纳斯达克。企业融资的目的本来是为营运活动、投资计划、扩充产能或者改善财务结构提供资金来源。然而部分企业上市后经营业绩每况愈下，造成了低回报甚至负回报。企业上市融资纯粹是迎合资本市场的短期投机交易偏好，管理层的融资决策非理性，并没有致力于企业的长期健康发展，没有按照企业真实价值的最大化原则理性配置资本。基于中国上市公司融资行为的特征，我们考虑：上市公司在做出最优融资决策时，是否受到行业领导者、行业平均或总体融资决策的影响，即上市公司的融资决策是否存在羊群效应？行业领导者、行业平均或总体融资决策对上市公司的融资行为的影响程度有多大？本文将试图用实证研究方式展开分析。鉴于中国资本市场尚未成熟，上市公司管理者决策的非理性，传统的公司融资理论建基于资本市场有效的假设之上，并没完全解释中国上市公司的融资行为与偏好，论文将引入行为公司财务理论给予解释。并借此研究上市公司融资行为机理，希望为制定有效的监管政策提供依据，避免监管不到位或监管过度，促使公司管理者增强理性。

二、文献综述

羊群行为（herd behavior）通常指在不完全信息环境下，行为主体因受其他人行动的影响，进而忽视自己的私人信息而模仿他人行动的决策行为。由于羊群行为具有传染性，因此存在于多个行为主体之间的羊群行为现象又被称为羊群效应（herding）。羊群效应的这种特性影响着金融系统的安全，引起了学术界和金融监管部门的广泛关注。

Bikhchandni, Hishleifer and Welch（1992）等人认为：假定投资机会对所有投资者均具有同样的价格，即供给是完全弹性的，投资者可以相互观察彼此的行为，但不能直接观察对方的私有信息或者其收到的信号，对信息做出恰当反应的方式是可知的。这样，投资者可以通过对方的行为选择来推断其私有信息。Scharfstein and Stein（1990）、Graham（2001）相继提出了基金经理和分析师基于名誉的羊群效应理论。

实证研究方面，现有的实证研究集中在两大方向：一是以股价分散度为指标，研究整个市场在大幅涨跌时是否存在羊群行为；二是以基金等特定类型的投资者为研究对象，通过分析它们的组合变动和交易信息来判断其是否存在羊群行为。

国外较早对股票市场羊群行为进行检验的是 Lakonishok, Shleifer and Vishny（1992）（简称 LSV 检验）。他们以 1985~1989 年间美国 769 家养老基金为样本，发现这些基金并没有表现出显著的羊群行为，机构投资者采取广泛的投资风格和策略，而这些不同的投资风格和策略的效果彼此抵消，但在小公司股票交易方面具有轻微的羊群行为。Filbeck, Gorman and Preece（1996）的研究目的有两方面：一是用经验数据检验 Patel et.al（1991）关于羊群效应的研究；二是检验他们所提出的“跟随行业领导者融资决策”的假设。他们利用《财富》（Fortune）杂志上每年调查选出的 25 个行业中“最受关注”的企业作为行业领导者，结合美国标准行业分类（SIC），从中挑选出航空、化工、医药等 7 个行业³作为研究对象。回归结果并没有支持 Patel et.al 有关羊群效应的结论。但使用 TDMK 作为被解释变量的回归模型显著地支持了“追随领导者”的假设，然而以 TDTA 作为被解释变量的模型则未能显著地支持该假设。

国内学者宋军和吴冲锋（2001）以 1998 年 10 月~ 2000 年 9 月共 8 个季度期间我国的

³ 行业挑选时必须符合以下条件：（1）具有清晰的行业领导者，行业领导者至少 6 年蝉联《财富》杂志“最受关注”企业；（2）行业同质性。

基金为研究对象，用分散度方法进行了实证分析，结果表明：中国证券市场的羊群行为程度高于美国证券市场的羊群行为程度，且市场收益率低时的羊群行为程度高于在市场收益率极高时的羊群行为程度。施东晖（2001）通过 LSV 方法，对 1999~2000 年投资基金羊群行为进行了检验。认定投资基金对于单个股票的买卖存在显著的羊群行为。对 1999 年第一季度至 2000 年第三季度期间我国的基金进行分组研究，结果都发现我国的基金同样存在着羊群行为现象。孙培源、施东晖（2002）采用了 Chang, Cheng, and Khorana（2000）的分析方法，基于 Sharpe 1964 年提出的 CAPM 建立了模型，采用“Wind 证券导航系统”在 1992 年 1 月 2 日~2000 年 12 月 29 日的沪、深股市所有个股日收盘价数据对中国股市的羊群行为进行了研究，结果表明中国股市存在一定程度的羊群行为，且市场上升时的羊群效应显著比市场下降时的羊群效应强，并认为其原因可能是国内投资者的“追涨”倾向大于“杀跌”倾向。鲁直和何基报（2004）利用实验方法研究证券投资者的羊群行为，因素方差分析结果证明投资者拥有的资金量对其羊群行为倾向有着十分显著的主效应，而投资经验对其羊群行为没有显著的主效应。同时，两个因素之间存在显著的交互作用。

三、理论分析与假设

（一）融资决策羊群效应的存在机理

传统的公司融资行为理论都是建基于有效资本市场假设（EMH）上。然而，大量的实证研究表明，资本市场并非理性，股票定价往往偏离公司的真实价值，高估或者低估公司价值能够对公司资本配置行为做出正确股价。另一方面，传统理论也把决策者假设为“理性人”，然而在现实经济或金融决策过程中，绝大多数的决策者其实是“有限理性”。由于行为主体的认知能力和处理信息的能力有限，存在系统性认知偏差，行为主体之间的认知能力也存在偏差，因此个体决策便带有鲜明的个性心理特征。受到以上两方面的挑战，传统理论未必能完全解释企业的融资决策行为，特别是在新兴的资本市场。

随着行为公司财务理论的兴起，公司融资行为理论以心理学为基础，加入社会学等其它社会科学观点，诠释无法由传统奠基于理性的财务经济理论所能解释的其它现象。关注两种非理性对公司资本配置行为及绩效的影响，即资本市场投资者及分析家非理性和公司管理者非理性。非理性的投资者是否影响理性的管理者资本配置行为，或者说，当股票市场价格明显偏离公司真实价值时，致力于实现公司真实价值最大化的理性管理者将如何反应。管理者非理性对公司资本配置行为的影响以及非理性投资者的反应。

针对中国上市公司的融资决策的特征，市场无效性与管理者非理性并存，因此，在研究企业选择最优融资结构的问题时，有必要在传统融资理论的基础上引入行为公司财务理论，弥补传统理论的不足。行为公司财务理论中的从众心理正是羊群效应的理论基础。国内外有关羊群效应的研究多集中在个人投资者或机构投资者的行为。但除了投资活动存在羊群效应外，企业融资行为，因其活动环境及决策过程与投资行为非常相似，再加上企业数目相对较少，特别是上市公司的融资模式与财务信息较为公开透明，信息搜集容易，致使决策者学习与集群效果更强，羊群效应更加显著。

（二）信息不对称引起融资决策的羊群效应

信息可以减少不确定性，决策者获得准确、及时和有效的信息就意味着可以获得高额利润或者避免重大的经济损失。在信息不完全和不确定的市场环境下，假设融资决策者通过自己研究或私下的渠道获得私有信息；另一方面，即使市场信息完全披露，融资决策者也不能确定这些信息的质量。在这种环境下，融资决策者无法直接获得别人的私有信息，但可以通过观察别

人的融资行为推测其私有信息，这就容易产生羊群效应。假设所有融资决策者是风险中性的，其先验看法相同，并按一定的顺序选择最优融资结构。他们获取正确信息的概率小于1。融资决策者1根据其信号进行决策，如果融资决策者2没有获得信号，就跟随融资决策者1进行选择。这时融资决策者3对于跟随行动还是根据自己的信号行动是无差异的。如果融资决策者2有信号，就根据信号来决策。如果其信号刚好与融资决策者1相同，则两者的选择也是相同的。由于两人获得同样错误信息的概率很小，融资决策者3将总是忽视自己的信号，跟随前面人的行动。直到融资决策者3的决定不包含他的内幕信息，融资决策者4就面临和融资决策者3一样的情况，羊群行为也就产生。在融资决策者1得到错误信号，融资决策者2没有得到信号并跟随行动的情况下，整个决策群的选择就是错误的。

（三）委托代理关系引起融资决策的羊群效应

现代公司制形成了所有权和经营权分离，由此产生了股东与经理人之间的委托代理关系。由于存在不确定性和不完全监督，股东为了促使经理人从事使其利益最大化的行动，构建了激励约束机制。然而，由于不确定性，利润产出受到多种不能人为控制的客观环境因素的影响，不能明确指明经理人的努力程度。其次，再加上信息的不对称性，经理人的努力程度只有经理人自己清楚，所有者无法观察。这时，经理人就有可能利用环境为自己的经营不力找借口，或者利用信息不对称来隐瞒自己的偷懒行为。融资决策者的羊群行为正是在这种情形下产生的：

一方面，融资决策者的报酬依赖于他们相对于其他融资决策者的融资绩效；另一方面，当企业融资绩效不理想时，融资决策者不仅失去声望，更有被解雇的风险。假设融资决策者1在获取市场信息后进行融资决策。由于融资决策者2考虑到解雇风险与自己的声望，无论他是否掌握了市场信息，他也会采取和融资决策者1一样的融资策略。因为，如果决策正确，他的声誉和报酬都会得到增加；如果错误，融资决策者2就可以以市场环境不景气为自己的决策失误找借口，这会大大减小被解雇的风险，并挽回其声誉。相反，如果采取不同的融资策略，股东至少会认为其中一个融资决策者的决策存在失误，这将增加了融资决策者2被解雇的可能，更不要说有损其报酬和声誉了。因此，融资决策者2将忽略与前者的信息差异，一直模仿第一个融资决策者的融资行为。以此类推，后面的融资决策者也将模仿融资决策者1的融资策略，融资的羊群效应随之形成。

（四）融资决策羊群效应的具体表现

追随行业领导者。企业在选择最优融资结构时，往往需要考虑代理成本、破产成本和投资不足等因素。这些因素包含了行业和公司特有的因素。企业在决定最优债务—权益比率时选择因素总成本最小的。因此，经理在做出其融资决策时必须考虑这些因素及其成本。例如，企业在选择最优融资结构时，除了代理成本等因素外，还必须权衡破产的可能性与成本。然而，就单个企业而言，要弄清这些因素对融资结构的影响是低成本且存在着不确定。很多时候，企业的最优债务和权益是事前所不知道的，或永远也无法知道。

企业花费大量的时间和金钱选择最好的融资结构，作为另外一种选择，企业可以简单地模仿行业领导者的融资决策。因为其他企业认为：成功的行业领导者一定知道如何做才能成功，包括选择最优的融资结构。对于跟随的企业来说，这种模仿策略的确比前文提到的通过相关因素及其成本决定最优融资结构的方法更节省成本。跟随者的模仿行为隐含着这么一个非理性的逻辑：行业领导者的最优融资结构也适合其他企业。但实际上，给定企业特有的代理成本、破产成本等因素，适合行业领导者的不一定适合其他企业。企业的这种模仿行业领导者融资行为来改变自身融资结构的策略正体现了跟随者的非理性。

企业在选择最优融资结构时往往需要获取有效信息。而信息的获得需要支付经济成本。不同融资决策者获得信息的途径和能力各不相同。一般而言，行业领导者拥有资金、技术和人才的规模优势，其他企业在信息成本的支付上无法同领导者相比。由此，领导者的融资决策者获得更多的有效信息，其他企业在获取有效信息时处于不利地位。因此，行业领导者根据其私有信息进行融资决策，而其他企业则很可能会忽略自己的私有信息而模仿领导者的融资行为。

追随行业平均或总体水平。企业在融资决策过程中，必须权衡达到最优融资结构的利和“离开羊群”（偏离行业水平）的弊。实现最优融资结构的确会给企业带来益处，而这种益处是企业特有的，并随着时间而变化。但是，企业偏离群体（其他企业）时也可能承担市场成本或者惩罚。例如，银行通常不会借钱给债务权益比率高于行业水平的企业，股票投资者也不愿意投资在债务权益比率高于行业水平的企业。因此，在市场成本和惩罚机制诱导下，企业会模仿行业平均或总体的融资策略，保持与行业平均或总体水平一致，以降低所承担的市场成本和惩罚。

基于以上的理论分析，本文提出以下的假设：

假设一：信息技术企业的融资决策受行业领导者之影响；

假设二：信息技术企业的融资决策受行业平均水平之影响；

假设三：信息技术企业的融资决策受行业总体水平之影响。

四、实证方法设计

（一）研究样本和数据说明

本文从 CSMAR 数据库提取原始数据，选择 2000 年～2004 年共 5 年间上海证券交易所和深圳证券交易所上市交易的信息技术板块的所有上市公司，同时剔除了 ST 和 PT 类企业。2000 年共截取了 58 家公司样本，随着整体经济和金融的蓬勃发展，上市公司的数量逐年增加，至 2004 年达到 76 个样本。总而言之，本实证研究整合了 5 年的数据资料，合计共 329 个样本数据，用来检测信息技术板块上市公司融资决策的羊群效应。

（二）检验融资决策羊群效应的指标计算方法

企业的融资行为与基金经理的投资行为较相似，因此本文在检验融资行为羊群效应时，采用的 H_1 、 H_2 、 H_3 从众指数参考了 LSV 检验法。但是，有别于基金经理的投资行为，企业的融资行为并没有发生买卖行为，因此不能直接照搬 LSV 的方法。所以，本文在原有 LSV 方法的基础上结合了 FGP 模型的研究思路，重新构造了用于检验融资行为羊群效应的 H_1 、 H_2 、 H_3 三个从众指数，分别度量追随行业领导者、行业平均和全部企业的羊群行为。其定义如下：

H_1 ：行业领导者指数，检测行业领导者的融资模式是否影响单个企业的融资决策；

$$H_1 = \frac{\text{资产规模前10\%企业的负债权益比率之和}}{\text{资产规模前10\%企业的数量}}$$

H_2 ：从众指数 2，检测行业平均水平的融资模式是否影响其他企业的融资决策；

$$H_2 = \frac{\text{资产规模前11\%~50\%企业的负债权益比率之和}}{\text{资产规模前11\%~50\%企业的数量}}$$

H_3 ：从众指数 3，检测行业总体的融资模式是否影响其他企业的融资决策；

$$H_3 = \frac{\text{全部企业的负债权益比率之和}}{\text{全部企业的数量}}$$

(三) 变量选择

融资结构的实证研究，一般将融资结构定义为负债权益比率或者负债资产比率。本文选择负债权益比率（记作 D/E ）作为实证模型的被解释变量。将检测羊群效应的从众指标 H_1 、 H_2 、 H_3 定义为解释变量。

企业在选择最优融资结构时，往往需要考虑代理成本、破产成本和投资不足等因素。这些因素包含了行业和公司特有的因素。因此，企业的最优融资结构是多因素共同作用的结果，有必要把这些因素都纳入本文的模型中，作为控制变量。传统的国内外财务学者的研究表明，影响企业融资结构或资本结构的因素（李善民 2003）包括：企业规模、资产担保价值、成长性、非负债税盾、变异性、行业因素、所有权结构、资产性质等。由于本文只对信息技术板块的上市公司进行实证研究，因此主要考虑了影响融资结构的微观因素。选择了以下 7 个指标作为控制变量：资产构成（ TAR ）、公司规模（ $SIZE$ ）、非债务税盾（ $NDTS$ ）、成长性（ $GROW$ ）、产品独特性（ $UNIQ$ ）、资产流动性（ $LIQU$ ）、产生内部资源能力（ $CASH$ ）。

(四) 回归模型的建立

模型 1：同时考虑追随领导者和行业平均水平的羊群效应

$$D/E_{it} = \hat{\alpha}_{it} + \hat{\beta}_1 H_{1t} + \hat{\beta}_2 H_{2t} + \hat{\beta}_3 TAR_{it} + \hat{\beta}_4 SIZE_{it} + \hat{\beta}_5 NDTS_{it} + \hat{\beta}_6 GROW_{it} + \hat{\beta}_7 UNIQ_{it} + \hat{\beta}_8 LIQU_{it} + \hat{\beta}_9 CASH_{it} + \delta_{it}$$

模型 2：同时考虑追随领导者和行业总体的羊群效应

$$D/E_{it} = \hat{\alpha}_{it} + \hat{\beta}_1 H_{1t} + \hat{\beta}_2 H_{3t} + \hat{\beta}_3 TAR_{it} + \hat{\beta}_4 SIZE_{it} + \hat{\beta}_5 NDTS_{it} + \hat{\beta}_6 GROW_{it} + \hat{\beta}_7 UNIQ_{it} + \hat{\beta}_8 LIQU_{it} + \hat{\beta}_9 CASH_{it} + \delta_{it}$$

模型 3：单独考虑追随领导者的羊群效应

$$D/E_{it} = \hat{\alpha}_{it} + \hat{\beta}_1 H_{1t} + \hat{\beta}_3 TAR_{it} + \hat{\beta}_4 SIZE_{it} + \hat{\beta}_5 NDTS_{it} + \hat{\beta}_6 GROW_{it} + \hat{\beta}_7 UNIQ_{it} + \hat{\beta}_8 LIQU_{it} + \hat{\beta}_9 CASH_{it} + \delta_{it}$$

模型 4：单独考虑追随行业平均水平的羊群效应

$$D/E_{it} = \hat{\alpha}_{it} + \hat{\beta}_1 H_{2t} + \hat{\beta}_3 TAR_{it} + \hat{\beta}_4 SIZE_{it} + \hat{\beta}_5 NDTS_{it} + \hat{\beta}_6 GROW_{it} + \hat{\beta}_7 UNIQ_{it} + \hat{\beta}_8 LIQU_{it} + \hat{\beta}_9 CASH_{it} + \delta_{it}$$

模型 5：单独考虑追随行业总体水平的羊群效应

$$D/E_{it} = \hat{\alpha}_{it} + \hat{\beta}_1 H_{3t} + \hat{\beta}_3 TAR_{it} + \hat{\beta}_4 SIZE_{it} + \hat{\beta}_5 NDTS_{it} + \hat{\beta}_6 GROW_{it} + \hat{\beta}_7 UNIQ_{it} + \hat{\beta}_8 LIQU_{it} + \hat{\beta}_9 CASH_{it} + \delta_{it}$$

上述模型中的 i 表示样本数， t 表示时间， $\hat{\alpha}_{it}$ 表示截距项， δ_{it} 表示误差项。

五、实证结果与分析

（一）描述性统计分析

表 1 是模型中各变量的统计描述。其中，领导者指数 H_1 、从众指数 H_2 和 H_3 是以当年的平均值计算。从表中可以看出，领导者指数、从众指数 2、从众指数 3 的 5 年平均值相当接近，领导者指数的平均值较从众指数稍低，从众指数中，全部公司的负债权益比率较公司规模前 11%~50% 的负债权益比率略高。

表 1：研究变量的描述性统计结果

	D/E	H1	H2	H3	TAR	SIZE	NDTS	GROW	UNIQ	LIQU	CASH
Mean	1.423	0.481	0.487	0.499	0.625	21.049	0.054	0.405	0.064	2.000	0.078
Median	0.716	0.522	0.487	0.503	0.341	20.943	0.010	0.195	0.048	1.644	0.022
Maximum	32.260	0.526	0.565	0.535	67.433	25.734	9.868	18.758	0.426	9.112	14.538
Minimum	0.000	0.411	0.430	0.456	0.007	19.435	0.000	-0.828	0.002	0.108	-0.866
Std. Dev.	3.019	0.059	0.050	0.028	4.082	0.924	0.600	1.294	0.061	1.259	0.890

（二）回归结果分析

本文使用 EViews 5.0 统计软件，利用 pool 分别对 5 个回归模型作多元线性回归，各模型的回归结果如表 2 所示。

首先，检测“追随行业领导者”的 3 个回归模型（模型 1、模型 2 和模型 3）中，领导者指数 H_1 一致地与单个企业的融资结构显著正相关。结果表明：中国上市公司，至少对于信息技术板块的上市公司而言，他们在选择最优融资结构时，的确受到行业领导者融资结构的影响，表现出模仿行业领导者的融资行为，假设一的结论比较显著。

其次，检测“追随行业平均水平”的模型 1 和模型 4 中，从众指数 H_2 具有非常显著的正相关性。结果说明了中国上市公司，至少对于信息技术板块的上市公司而言，他们在选择最优融资结构时，也受到行业平均融资结构水平的影响，表现出同向跟随行业平均水平的融资行为，假设二成立。

最后，检测“追随行业总体水平”的从众指数 H_3 ，在模型 2 和模型 5 中都显示出与企业融资结构呈正相关关系。但是，该回归估计系数只有在模型 2 中显著，而在模型 5 中则不显著。可以相信，与领导者指数 H_1 和从众指数 H_2 相比，从众指数 H_3 对企业融资结构决策的影响最小。信息技术板块的上市跟随在融资决策时，存在着同向跟随行业总体水平的可能性，基本符合假设三结论。

表 2：羊群效应检验模型的回归结果⁴

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
H1	0.501757* (0.159997)	0.975695*** (0.159997)	1.004989*** (0.241676)		
H2	0.386817*** (0.076756)			0.556573*** (0.091883)	
H3		0.210234* (0.118649)			0.239617 (0.186611)
TAR	-0.527998*** (0.085648)	-0.537922*** (0.079685)	-0.586031*** (0.085668)	-0.472709*** (0.085742)	-0.428054*** (0.074745)
SIZE	0.041229** (0.018526)	0.026241** (0.011414)	0.036373** (0.017018)	0.061408*** (0.012309)	0.087250*** (0.011046)
NDTS	-0.699630 (0.530499)	-0.668361 (0.534362)	-0.694835 (0.534680)	-0.755988 (0.467725)	-0.852314* (0.464283)
GROW	-0.026713 (0.036060)	-0.030555 (0.033187)	-0.023069 (0.039093)	-0.024365 (0.033241)	-0.017948 (0.029790)
UNIQ	6.791772* (3.973182)	6.764410* (3.959659)	6.953452* (3.887851)	6.641765* (3.961363)	6.464563 (4.058175)
LIQU	-0.584722*** (0.134648)	-0.588434*** (0.133157)	-0.592431*** (0.133445)	-0.576721*** (0.133085)	-0.571904*** (0.136830)
CASH	-1.145523** (0.487088)	-1.151927** (0.505371)	-1.141890** (0.495685)	-1.156380** (0.479067)	-1.185366* (0.504769)
Adjusted R ²	15.84%	15.72%	15.76%	15.96%	14.99%

六、 结语

本文以 2000 年~2004 年（共 5 年间）在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的信息技术板块所有公司（除 ST 和 PT 类，总计 239 个）作为研究样本，在融资结构的因素模型中引入领导者指数和从众指数作为解释变量，借以检测企业融资决策是否具有羊群效应，是否存在非理性行为。

研究发现，中国上市公司，至少对于信息技术板块的上市公司而言，企业在选择最优融资

⁴ （1）*、**、***分别表示估计数在 10%、5%和 1%的置信度水平显著。（2）括号中的数字为标准差。

结构时，除了考虑代理成本、破产成本等企业特有的因素外，显著地受到行业领导者和行业平均融资结构的正向影响，具体表现为模仿行业领导者和追随行业平均水平的融资策略，其中受行业领导者的影响幅度较行业平均水平更大。基于以上结论，本文认为：

1、企业模仿行业领导者的融资结构是因为：融资决策者在选择最优融资结构时，往往需要耗费大量的精力和成本来权衡诸如破产成本、代理成本等因素，加上不确定性的影响，更增加了融资决策的困难。然而，企业可以通过市场上的公开信息，轻易地观察到行业领导者的最优融资结构，并模仿其融资策略，以更低的成本完成决策。跟随者的模仿行为源于其非理性的逻辑思维：“成功的行业领导者必然有成功的秘诀，包括最优的融资结构。领导者最优的融资结构也是其他企业最优的融资结构。”

2、企业追随行业平均融资结构的原因是：企业一旦离开“羊群”，或者说偏离行业的平均水平，就要承受潜在的市场成本和惩罚。例如，银行一般不会借钱给债务权益比高于行业平均水平的公司；投资者也不会投资于这类公司。于是，偏离行业平均融资结构的企业就要承受更高昂的融资成本，或接受融资不足的惩罚。所以，企业必须权衡达到最优融资结构的利和“离开羊群”（偏离行业平均水平）的弊。

综上所述，与传统经济理论的假设所不同，人并不总是理性的。应用羊群心理来研究融资决策者的决策行为具有深远的意义。

参考文献

- 【1】 Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I., “A theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades”, *Journal of Political Economy*, 1992, 100 (5): 992 – 1026.
- 【2】 Chang E. C., J. W. Cheng and A. Khorana, “An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective,” *Journal of Banking & Finance*, 2000, 24, pp.1651-1679.
- 【3】 Filbeck Gerg, Raymond F. Gorman, and Dianna C. Preece, “Behavioral Aspects of the Intra-Industry Capital Structure Decision,” *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 1996, 9, pp.55-67.
- 【4】 Graham, J.R. and Harvey, C.R., “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, *Journal of Financial Economics*, 2001, 60.
- 【5】 Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny, “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, 1992, 32, pp.23-43.
- 【6】 Patel, J., R. Zeckhauser, and D. Hendricks, “The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets,” *American Economic Review Papers and Proceedings*, 1991, pp. 232-236.
- 【7】 Scharfstein, D. and J. Stein, “Herding Behavior and Investment,” *American Economic Review*, 1990, 80, pp.465-479.
- 【8】 李善民，刘智，上市公司资本结构影响因素述评，*会计研究*，2003. 8

- 【9】 陆家骝,《行为金融学的兴起》,2004,广东人民出版社
- 【10】 鲁直,何基报,中国证券投资者追风行为的实研究,心理科学,2004,27(4)
- 【11】 施东晖,证券投资基金的交易行为及其市场影响,世界经济,2001(10)
- 【12】 宋军,吴冲锋,金融市场中羊群行为的成因及控制对策研究,上海交通大学学报.2001(4)
- 【13】 孙培源,施东晖,基于CAPM的中国股市羊群行为研究——兼与宋军、吴冲锋先生商榷,经济研究,2002(2)

Herd Behavior of Listed Company's Financial Decision in China

——An Empirical Analysis of China's IT Industry

FU Qing MAI Cimin

SUN YAT-SEN University Lingnan College

Abstract: The paper tried to apply the herding, reputation-based herding and incentive-system-base herding to analyze the financing decisions of listed companies. Inspired by the models of LSV and FGP, the paper created 3 index detecting herd behaviors in the form of: following the leader, following the average and following the gross, and put them into the factor-based model of capital structure. The paper sampled the companies in information technology industry transacting in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from year 2000 to year 2004. We found that following the financing activities of the leader and the average of industry is significant while the listed companies in IT industry chose the optimal capital structure.

Key Words: Financing Decision, Herding, Following Index

收稿日期: 2008-10-30

作者简介: 扶青,女,中山大学岭南学院副教授,硕士生导师。

麦慈敏,女,中山大学岭南学院硕士生