

# 融资时机选择与资本结构变动

——基于中国上市公司的研究

汤 胜, 陈伟烽

(广东外语外贸大学 财经学院, 广东 广州 510006)

**[摘要]** 利用市场时机选择理论,以中国A股市场进行配股和增发的上市公司作为研究样本,对上市公司在配股和增发过程中是否存在融资时机选择行为以及这种行为对公司的资本结构是否造成持续的影响进行检验,结果表明上市公司存在着股权融资时机选择的行为,这种行为在短期内影响了公司的资本结构,但对公司长期的资本结构没有显著的持续影响。

**[关键词]** 股权再融资<sup>①</sup>; 市场时机选择; 资本结构; 上市公司; 增发; 配股; 上市公司

**[中图分类号]** F830 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2012)01-0012-07

## 一、研究背景与文献回顾

近年来,中国A股市场的上市公司股价经常出现大幅波动,而上市公司的融资行为也随之出现了不同的变化。在股票价格持续上涨时,大量上市公司提出股权融资方案,而这些方案没有对资本市场形成明显的冲击,但当市场逐渐走入弱势时,一些大型企业的再融资方案则对二级市场造成了非常重大的冲击,使得许多公司不得不放弃股权融资。这种现象与近年来兴起的市场时机选择理论(Market Timing Theory)相一致。市场时机选择理论是与传统有效市场假设下的资本结构理论相竞争的一种融资及资本结构理论。市场时机选择理论认为企业在股票价格高估时进行股权融资,低估时选择回购股票或进行债务融资,因此公司当前资本结构是公司过去融资市场时机的累积结果。

市场时机理论在国外已经得到了许多实证研究结果的支持<sup>[1]</sup>。近年来我国也有许多学者关注企业融资的时机选择问题,并对此进行了初步研究。原红旗对中国A股市场1994年至1999年实施配股的上市公司的长期市场回报率进行了检验,发现这些公司的长期市场回报率低于整体市场的回报率<sup>[2]</sup>。曾昭武同样以配股公司为样本,对上市公司融资后的经营业绩进行了研究,结果显示上市公司在实施股权融资后的经营业绩呈逐年下降趋势,说明上市公司存在着股权融资时机选择的行为<sup>[3]</sup>。郑琦与陈鹤飞的研究也发现在增发新股政策相对宽松期间进行股权再融资的公司会计业绩与股价收益并不突出<sup>[4]</sup>。汤海溶和张凤以首次募股(IPO)公司为研究样本,通过分析资本结构与股票价格的关系,发现股票价格对资本结构的影响随着上市时间的增加而变化,在公司上市的初期,股票价格会显著影响资本结构,但在公司上市5年后,股票价格对资本结构的影响不再显著。这说明上市公司存在着股权融资时机选择的行为,但这种市场时机选择对资本结构的影响主要表现在公司上市的初期,

**[收稿日期]** 2011-08-15

**[基金项目]** 教育部人文社会科学青年基金项目(11YJC630191);广东省自然科学基金项目(8451042001001873)

**[作者简介]** 汤胜(1976—),男,广东新会人,广东外语外贸大学财经学院副教授,博士,主要研究方向为财务会计与财务管理;陈伟烽(1988—),男,广东中山人,广东外语外贸大学财经学院硕士生,主要研究方向为财务管理。

<sup>①</sup>本文中的股权再融资(Seasoned Equity Offering, 简称为SEO)主要是指上市公司进行的配股和增发行为。

它对上市公司的资本结构不存在持续的影响<sup>[5]</sup>。李小平等人以股票换手率作为市场时机代理变量,实证检验了市场时机与外部融资方式选择的关系,研究结果显示,换手率在企业权益融资中具有重要作用,换手率较高时,企业选择进行更多的股权融资,这一融资行为对资本结构变动具有显著的负向影响,这表明我国上市公司确实存在着融资时机选择的市场效应<sup>[6]</sup>。这些研究成果为我国企业融资和资本结构的理论研究开启了新的研究方向。但上述研究存在着一定的局限性:一是没有对公司的资本结构进行细分,大多数研究是以公司的资产负债率作为资本结构的替代变量,没有考虑长短期债务融资的区别;二是部分研究以 IPO 作为研究样本,很难剔除其他因素的影响,这是因为中国企业希望通过上市获得所谓的“壳”资源,所以企业在进行 IPO 时未必会以融资时机和成本作为主要的考虑因素。在此背景下,本文在现有研究的基础上以中国 A 股市场上进行配股和增发的上市公司为研究样本,通过对资本结构进行进一步的细分,检验我国上市公司的股权再融资(SEO)是否存在着时机选择行为,同时检验 SEO 时上市公司的融资行为对公司的资本结构是否产生持续影响,以帮助我们更好地理解上市公司的融资行为及其影响。

## 二、上市公司融资时机选择对公司短期资本结构的影响

中国上市公司在进行股权再融资时是否存在着融资时机选择的行为?这种股权融资的时机选择是否可以改善公司的财务状况,并对公司的资本结构产生持续影响呢?本文以 1999 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日进行配股和增发的上市公司作为研究样本对此问题进行研究。研究样本中剔除了金融类公司、B 股增发 A 股和个别数据缺失的公司,有效样本为 546 个。数据来自国泰安 CSMAR 数据库。

上市公司的资本结构关系到公司的偿债能力和企业价值。对于资本结构,学术界主要有两种观点:一种观点认为资本结构是企业全部资金来源的构成及其比例关系,即广义资本结构;另一种观点认为资本结构是企业取得长期资金的组合及其比例关系,即狭义资本结构。在相关的实证研究中, Titman 和 Wessels 把公司的长期借款、短期借款和可转换债券除以公司所有者权益的市场价值或账面价值,作为资本结构的衡量指标<sup>[7]</sup>。Bradley, Jarrell 和 Kim 利用 1962 年至 1981 年间 20 年的企业数据,把企业长期负债的账面价值加总后,除以长期负债和股东权益市场价值的总和,得到公司的资本结构比率<sup>[8]</sup>。在中国学者的相关研究中,既有只考虑长期负债来确定公司的资本结构的,也有直接采用公司整体资产负债率作为公司资本结构替代指标的<sup>[9-12]</sup>。目前中国 A 股市场中的上市公司不少都存在着短期负债长期使用的现象,因此本文分别采用三个比率来度量公司的资本结构,一是总资产负债率(TD) = 总负债/总资产,二是长期债务比率(LTD) = (长期负债)/(长期负债 + 所有者权益账面价值),三是长短期债务比率(SLTD) = (短期借款 + 长期负债)/(短期借款 + 长期负债 + 所有者权益账面价值)。此外根据市场时机选择理论公司会在自身股价被高估时发行更多的股票,因此可以预计股价越高的公司股权融资的规模越大,公司的资本结构也可能发生较大的变化。对于如何衡量公司股价是否被“高估”问题, Baker 和 Wurgler 将公司的市价与面值比(M/B 值)作为衡量公司股价的“溢价”指标<sup>[13]</sup>。当公司的 M/B 值较高时,意味着公司的股价可能存在着被高估的情况,本文也采用 M/B 值作为衡量公司股价是否过高的指标。

本文对股权融资样本公司融资前的 M/B 值与公司股权融资后的财务杠杆变动率进行了相关性分析,结果发现两者呈显著的负相关关系,说明股价较高的上

表 1 SEO 上市公司的 M/B 值与资本结构变动率的 Pearson 相关系数表

|       | $\Delta TD$ | $\Delta LTD$ | $\Delta SLTD$ |
|-------|-------------|--------------|---------------|
| M/B 值 | -0.144 ***  | -0.123 ***   | -0.198 ***    |

注:  $\Delta TD = TD_t - TD_{t-1}$ ,  $LTD = LTD_t - LTD_{t-1}$ ,  $\Delta SLTD = SLTD_t - SLTD_{t-1}$ ; \*\*\* 表示在 0.01 的水平显著。

市公司倾向于发行更多的股票,公司的资产负债率出现显著下降,这种股权融资的时机选择行为在短期对公司的资本结构有一定的影响。

为了进一步检验中国上市公司股权再融资时是否存在市场时机选择行为,并验证公司股权融资对其短期资本结构的影响,本文建立了以下两个回归模型对样本公司进行检验。

$$\Delta(D/A) = \alpha + \beta_1(M/B)_{t-1} + \beta_2(D/A)_{t-1} + \beta_3(ROE)_{t-1} + \beta_4 \logsize + \beta_5 \left(\frac{A-IA}{A}\right)_{t-1} + \beta_6 BS_{t-1} + Industry + u \quad (1)$$

$$(D/A)_t = \alpha + \beta_1(M/B)_{t-1} + \beta_2(D/A)_{t-1} + \beta_3(ROE)_{t-1} + \beta_4 \logsize + \beta_5 \left(\frac{A-IA}{A}\right)_{t-1} + \beta_6 BS_{t-1} + Industry + u \quad (2)$$

其中  $\Delta(D/A) = (\Delta LTD, \Delta SLTD, \Delta TD)$ , 表示各年度间公司资本结构的变化率,  $(D/A)_t = (LTD_t, SLTD_t, TD_t)$ , 表示股权再融资年度公司的资本结构, 模型中的  $u$  为干扰项, 其他变量的定义及说明参见表 2。

表 2 变量说明

|       | 变量             | 符号                                  | 变量说明   |
|-------|----------------|-------------------------------------|--|
| 被解释变量 | 资本结构变化率        | $(D/A)$                             | (股权再融资前一年的负债率 - 股权再融资后一年的负债率) / 股权再融资前一年的负债率 |
|       | 资本结构           | $(D/A)_t$                           | 股权再融资当年年末的负债率                                |
| 解释变量  | 股权融资前一年的 M/B 值 | $MB_{(t-1)}$                        | 融资前一年年末的每股市价/每股净资产                           |
| 控制变量  | 公司的资产负债率       | $(D/A)_{t-1}$                       | 负债总额/资产总额                                    |
|       | 公司的盈利能力        | $(ROE)_{t-1}$                       | 公司的净资产收益率                                    |
|       | 公司规模           | $\text{Log}(\text{size})$           | 公司总资产的对数                                     |
|       | 公司的有形资产比例      | $\left(\frac{A-IA}{A}\right)_{t-1}$ | (总资产 - 无形资产) / 总资产                           |
|       | 第一大股东持股比例      | BS                                  | 第一大股东持股数/总股数                                 |
|       | 行业控制变量         | Industry                            | 虚拟变量   |

本文采用的解释变量与 Baker 和 Wurgler 的研究基本一致,并根据资本结构的相关理论成果选择了公司前一年的资产负债率、盈利能力、公司规模和有形资产比例作为主要控制变量,因为相关的研究证明这些均是影响企业资本结构变化的重要因素。同时本文结合中国特定的情况增加了第一大股东持股比例指标作为控制公司治理影响的控制变量,因为第一大股东持股比例越高越有可能通过融资时机选择增加自身收益。此外本文为了控制行业间的差异,增加了行业控制变量。本文利用 SPSS13.0 统计软件对股权再融资的样本公司进行回归,回归的结果见表 3。从表 3 中的实证分析结果可以发现股权融资公司的 M/B 值均与公司的资本结构变动率呈显著的负相关关系,即进行股权融资前一年 M/B 值较高的公司,融资后财务杠杆比率下降得较快,并且无论是采用总资产负债率(TD)、长期债务比率(LTD),还是长短期债务比率(SLTD)作为公司资本结构的替代变量,这一结果都是显著的。也就是说,公司会在股价较高时利用股权融资筹集较多的权益资本,上市公司的这种股权融资市场时机选择行为在短期内影响了公司的资本结构。

表3 SEO上市公司财务杠杆比率的影响因素分析

|                       | $\Delta TD$         | $\Delta LTD$       | $\Delta SLTD$       | $TD_t$             | $LTD_t$            | $SLTD_t$            |
|-----------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| (Constant)            | 35.27**<br>(2.10)   | 19.02<br>(1.38)    | 50.61***<br>(2.77)  | 35.27**<br>(2.10)  | 19.02<br>(1.38)    | 50.61***<br>(2.77)  |
| $(M/B)_{t-1}$         | -0.72***<br>(-2.52) | -0.51**<br>(-2.27) | -0.88***<br>(-2.87) | -0.72**<br>(-2.52) | -0.51**<br>(-2.27) | -0.88***<br>(-2.87) |
| $TD_{(t-1)}$          | 0.23***<br>(7.15)   | —                  | —                   | 0.76***<br>(23.27) | —                  | —                   |
| $LTD_{(t-1)}$         | —                   | 0.31***<br>(10.57) | —                   | —                  | 0.66***<br>(22.34) | —                   |
| $SLTD_{(t-1)}$        | —                   | —                  | 0.23***<br>(7.78)   | —                  | —                  | 0.75***<br>(24.09)  |
| $ROE_{(t-1)}$         | -0.12<br>(-1.30)    | 0.05<br>(0.64)     | -0.15<br>(-1.48)    | -0.12<br>(-1.30)   | 0.05<br>(0.64)     | -0.15<br>(-1.48)    |
| LOGSIZE               | -0.85<br>(0.50)     | -0.89<br>(0.70)    | -2.49<br>(-1.43)    | -0.85<br>(0.50)    | -0.89<br>(0.70)    | -2.49<br>(-1.43)    |
| $(A-IA)/A$            | -0.22**<br>(-1.99)  | -0.09<br>(-1.02)   | -0.24**<br>(-1.97)  | -0.22**<br>(-1.99) | -0.09<br>(-1.02)   | -0.24**<br>(-1.97)  |
| $BS_{(t-1)}$          | 0.02<br>(0.61)      | 0.01<br>(0.37)     | -0.02<br>(-0.60)    | 0.02<br>(0.61)     | 0.01<br>(0.37)     | -0.02<br>(-0.60)    |
| INDUSTRY              | 控制                  | 控制                 | 控制                  | 控制                 | 控制                 | 控制                  |
| F值                    | 6.74                | 9.38               | 8.69                | 49.42              | 33.12              | 42.59               |
| R <sup>2</sup>        | 0.215               | 0.273              | 0.261               | 0.667              | 0.579              | 0.628               |
| Adjust R <sup>2</sup> | 0.182               | 0.246              | 0.231               | 0.656              | 0.562              | 0.614               |
| DW                    | 1.97                | 2.05               | 1.98                | 1.97               | 2.05               | 1.98                |
| VIF                   | <5                  | <5                 | <5                  | <5                 | <5                 | <5                  |

注:括号中为T值,\*\*\*表示在0.01的水平显著,\*\*表示在0.05的水平显著。

从表3各个控制变量的情况来看,首先可以发现公司原有的资本结构与公司的财务杠杆变动率呈现显著的正相关关系,这似乎与理论存在着矛盾,因为一般资产负债率越高的企业会越倾向于降低自己的负债比率。笔者认为,导致这一现象的原因在于我国股权再融资的制度。中国上市公司进行股权再融资的主要形式是配股,而配股通常是公司根据现有的股本规模等比例配售的,股本规模较大的公司自然配售的金额较大,从而使得股权融资金额占公司总资产的比例较大,所以资产负债率下降得较多,相反股本规模较小的企业,由于其所有者权益本身占公司总资产比例就不高,因此按此规模等比例配股自然会使得资产负债率下降得较少。其他的控制变量,如公司的盈利能力、规模、有形资产比例和第一大股东持股比例等与公司的资本结构变动均不存在显著的相关关系,说明这些因素对中国上市公司资本结构变动的影响不明显。

那么这种时机选择行为是否会影响公司的短期偿债能力呢?本文分别使用公司的速动比率、流动比率和利息保障倍数三个指标来分析这一问题,相关的结果见表4。

表4的分析结果显示,在股权融资当年上市公司的速动比率和流动比率出现显著上升,但在融资1年以后,公司的速动比率和流动比率又基本恢复到融资前的水平,并且随着时间的推移,其短期偿债能力甚至还低于融资前的水平,可见公司的股权融资时机选择行为在短期内可以改善公司的

表4 SEO上市公司的短期偿债能力变动分析

|                   | 流动比率 | 速动比率 | 利息保障倍数 |
|-------------------|------|------|--------|
| SEO <sub>-1</sub> | 1.73 | 1.30 | 13.61  |
| SEO               | 2.07 | 1.62 | 10.78  |
| SEO <sub>+1</sub> | 1.77 | 1.34 | 9.01   |
| SEO <sub>+2</sub> | 1.54 | 1.13 | 7.75   |
| SEO <sub>+3</sub> | 1.57 | 1.16 | 7.84   |

注:由于利息保障倍数受到极端值的影响,因此本文在选取样本时剔除了利息保障倍数为负和利息保障倍数超过100的公司样本。

短期偿债能力,但长期来看公司的财务状况并没有得到本质的改善。此外在表 4 的结果中还可以发现上市公司在股权融资后的利息保障倍数不但没有出现上升,反而一直呈现下滑趋势,这主要是因为利息保障倍数并不取决于公司的所有者权益规模,而取决于公司盈利能力,上市公司利用市场时机进行股权融资只能在短期内增加公司的现金存量,但如果资金缺乏好的投资渠道,这种行为无法提高公司的盈利能力,所以无法提高公司的利息保障倍数。

### 三、融资时机选择对上市公司资本结构的持续影响分析

上市公司股权再融资的时机选择行为影响了公司的短期资本结构,但在对公司短期偿债能力的分析中已经发现随着时间的推移,股权再融资时机选择对公司短期偿债能力的改善作用逐步消失,说明上市公司的股权再融资并不能持续改善公司的短期偿债能力,那么上市公司股权再融资的时机选择行为能否对公司的资本结构产生持续影响呢?这个问题是国外财务理论界研究的重点问题。本文首先对股权再融资公司融资后的资本结构变化趋势进行了统计分析,结果见表 5。

从表 5 中可以发现无论采用何种指标,在股权融资当年公司的长期财务杠杠比率均出现下降,但仅仅 1 年后,公司的财务杠杠比率就开始出现回升,并且在股权融资后第 2 年回升到融资前的水平。这初步显示公司的资本结构受到其股权融资时机选择行为的影响而发生了持续变化。

表 5 SEO 上市公司的资本结构变动趋势分析

|                   | TD     | LTD    | SLTD   |
|-------------------|--------|--------|--------|
| SEO <sub>-1</sub> | 44.66% | 9.21%  | 29.24% |
| SEO               | 40.34% | 8.33%  | 24.57% |
| SEO <sub>+1</sub> | 42.02% | 9.51%  | 30.28% |
| SEO <sub>+2</sub> | 45.03% | 10.77% | 34.16% |
| SEO <sub>+3</sub> | 47.45% | 12.66% | 35.83% |

为了进一步验证这个现象,本文通过引入“股权融资加权平均 M/B 值”来检验上市公司股权融资时机选择行为对公司资本结构的长期影响,“股权融资加权平均 M/B 值”是对 Baker 和 Wurgler 的“外部融资加权平均 M/B 值”的一种变形。Baker 和 Wurgler 在 2002 年的研究中,通过建立“外部融资加权平均 M/B 值” $(M/B)_{efwa,t}$ 来检验上市公司融资时机选择对公司资本结构的长期影响,其计算公式见式(3)。

$$(M/B)_{efwa,t} = \sum_{s=0}^t \frac{e_s + d_s}{\sum_{r=0}^t (e_r + d_r)} (M/B)_s \quad (3)$$

其中  $e$  代表公司的股票融资额,  $d$  代表公司的债务融资额,变量  $(M/B)_{efwa,t}$  代表公司过去的市价与账面价值比的加权平均数<sup>[14]</sup>。

Baker 和 Wurgler 利用“外部融资加权平均 M/B 值”对美国的上市公司进行了检验。但实际上该变量在设计上存在着一定的问题,因为公司的外部融资包括股权融资与债务融资。考虑中国资本市场的特点,由于中国上市公司的债务融资一般主要依靠银行借款,而较少通过发行企业债券方式,因此中国上市公司进行外部股权融资和债务融资所选择的时机肯定是不同的。根据市场时机选择理论,上市公司股价水平较高时,公司会偏向于利用外部股权融资,而当公司股价水平较低时公司会倾向于利用银行借款。如果在中国资本市场的检验中直接使用 Baker 和 Wurgler 的“外部融资加权平均 M/B 值”,将难以发现上市公司股权融资时机选择对公司资本结构的影响。因此本文建立“股权融资加权平均 M/B 值”变量来检验公司股权融资时机选择对公司资本结构的长期影响。“股权融资加权平均 M/B 值” $(M/B)_{efwa,t}$  变量的计算公式如式(4)所示。

$$(M/B)_{efwa,t} = \sum_{s=0}^t \frac{e_s}{\sum_{r=0}^t e_r} (M/B)_s \quad (4)$$

本文通过建立回归模型来检验上市公司股权再融资以后的资本结构变化,如式(5)所示。

$$(D/A)_t = \alpha + \beta_1 (M/B)_{efwa,t} + \beta_2 (M/B)_{t-1} + \beta_3 (ROE)_{t-1} + \beta_4 \left(\frac{A-IA}{A}\right)_{t-1} + \beta_5 \logsize + \beta_6 (D/A)_{t-1} + u \quad (5)$$

其中,  $(D/A)_t = (LTD_t, SLTD_t, TD_t)$ 。

上市公司融资时机选择对资本结构持续影响模型的回归结果见表6。

从表6中可以发现公司的财务杠杆与公司前一期的M/B值呈较显著的负相关关系,而与公司的股权融资加权平均M/B值无显著的相关关系,可见从长期来看上市公司的股权融资时机选择没有对公司的资本结构产生持续的影响。这个研究结果与Baker和Wurgler的研究结论不同。笔者认为,造成这一结果的主要原因在于中国证券市场的监管部门对上市公司的股权再融资行为有严格的限制条件,这些

表6 上市公司融资时机选择对资本结构持续影响模型的回归结果

|                       | LTD           | SLTD           | TD              |
|-----------------------|---------------|----------------|-----------------|
| $(M/B)_{efwa,t}$      | -0.146(-0.52) | -0.239(-0.89)  | -0.181(-0.78)   |
| $(M/B)_{t-1}$         | -0.347(-0.95) | -0.81**(-2.20) | -0.823**(-2.53) |
| 其他控制变量                | 控制            | 控制             | 控制              |
| F值                    | 70.32         | 172.1          | 179.67          |
| R <sup>2</sup>        | 0.545         | 0.734          | 0.749           |
| Adjust R <sup>2</sup> | 0.538         | 0.729          | 0.744           |
| DW                    | 1.92          | 1.86           | 1.92            |

注:表中括号内数字为t值;\*表示在0.1水平显著,\*\*表示在0.05水平显著,\*\*\*表示在0.01水平显著。

限制条件包括对再融资公司净资产收益率的要求及发行新股间隔时间的限制。在本文研究期内证监会对上市公司的股权再融资条件进行了多次的调整。可见,中国上市公司并非可以自主进行股权融资。由于中国上市公司股权再融资限制条件较多且政策多变,因此上市公司往往选择在自身经营业绩和股票市场价格较高时进行股权融资,这可以为今后提供更灵活的财务政策选择。在融资后,由于受到股权再融资政策的时间间隔限制,公司不能连续进行股权融资,因此只能利用债务融资,从而使公司的财务杠杆比例会在公司股权融资后的一段时间内有所回升。此外由于部分进行股权再融资的公司融资后缺乏好的投资项目,经营业绩出现了显著下滑,导致这些公司失去了股权再融资的资格,当公司存在资金需求时只能利用债务融资,从而使这些公司的资产负债率出现持续上升的情况。可见中国上市公司的融资行为正好与Myers所提出的财务拮据假设相反。Myers的财务拮据假设指出公司只有在无法利用债务融资时才会进行股权融资<sup>[15]</sup>,而中国上市公司受制于政府部门所设定的股权融资条件,为了保持未来财务政策的灵活性,会考虑在股价较高时进行股权融资,以避免公司未来受到股权再融资政策以及经营业绩出现下滑等因素的影响而无法筹集到所需要的资金。所以上市公司利用市场时机进行股权融资只对公司的短期资本结构产生影响,而不会对公司的长期资本结构产生持续的影响。

#### 四、结论

本文研究结果表明中国上市公司在进行股权再融资时存在着时机选择的行为,这种行为在短期内影响了公司的资本结构,但对公司的长期资本结构没有持续的影响。原因在于中国证券市场尚未达到半强式有效市场,公司的股票价格经常偏离其实际价值,理性的上市公司管理者发现公司股票价格存在“高估”时,会尽量把握市场机会进行股票融资,从而这一选择影响到公司短期资本结构。但受到股权再融资监管政策限制以及公司经营业绩的影响,公司在股权融资后会较多地利用债务融资,表现在公司股权融资后的一段时间内公司的财务杠杆比例会有所回升。所以上市公司的股权再融资行为对公司的资本结构不会产生持续的影响。

由于进行了股权融资时机选择的上市公司在融资后未必能找到好的投资项目,资本市场资源出现了“错配”。这说明我国目前上市公司的股权再融资制度存在着缺陷,虽然上市公司再融资的门槛

较高,但政府相关的监管部门并没有对符合再融资条件的上市公司的融资计划及其后期的资金使用进行有效的监督,从而使得上市公司只要获得融资资格就可以进行股权融资,这样公司在融资时往往不会考虑资金的使用效率,而是从融资时机的角度出发来进行融资。此外,事前监管政策过严也容易导致上市公司对股权融资机会的滥用。

目前我国对上市公司融资时机选择行为的研究仍处于起步阶段,在某些方面还存在很大的改进空间和拓展空间,例如在研究变量的选择、计量方法的使用等方面还有待于进一步的深入细化,在目前的政策体系和全流通的市场环境下股价波动会对上市公司的融资行为产生什么样的影响等问题还有待于进一步的研究。

#### 参考文献:

- [1] 汤胜. 中国上市公司股权再融资的时机选择行为研究[D]. 暨南大学,2006.
- [2] 原红旗. 上市公司配股行为与经济后果研究[M]. 北京:中国财政经济出版社,2004:87-95.
- [3] 曾昭武. 上市公司股权再融资[M]. 北京:经济管理出版社,2004:133-139.
- [4] 郑琦,陈鹤飞. 上市公司增发新股政策的变更及有效性研究[J]. 审计与经济研究,2009(6):103-108.
- [5] 汤海溶,张凤. 股票市场时机选择与资本结构[J]. 统计与决策,2006(4):110-112.
- [6] 李小平,岳亮,万迪. 基于股票换手率的市场时机与外部融资方式选择研究——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 运筹与管理,2008(1):107-113.
- [7] Titman S, Wessels R. The determinants of capital structure choice[J]. The Journal of Finance, 1988, 43:1-19.
- [8] Bradley M G, Jarrel A, Kim E H. On existence of an optimal capital structure[J]. The Journal of Finance, 1984, 39:857-878.
- [9] 洪锡熙,沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素分析[J]. 厦门大学学报:哲学社会科学版,2000(3):114-120.
- [10] 肖作平,吴世农. 我国上市公司资本结构影响因素实证研究[J]. 证券市场导报,2002(8):39-44.
- [11] 黄贵海,宋敏. 资本结构的决定因素——来自中国的证据[J]. 经济学(季刊),2004(1):395-414.
- [12] 钟宜彬. 资本结构与股权结构、股权性质的关系[J]. 南京审计学院学报,2011(1):66-72.
- [13] Baker M, Wurgler J. The equity share in new issues and aggregate stock returns[J]. Journal of Finance, 2000, 55:2219-2257.
- [14] Baker M, Wurgler J. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance, 2002, 57:1-32.
- [15] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decision: when firm have information that investor do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13:187-221.

[责任编辑:杨凤春]

## **Financing Market Timing and Capital Structure Change: A Study Based on China's Listed Companies**

TANG Sheng, CHEN Wei-feng

**Abstract:** Based on the market timing theory, the paper selects listed firms which raised equity in China's A-share Stock Exchange Market as samples and examines the financing market timing behavior and whether this behavior impact the capital structure of the listed companies. The result shows that the listed companies time the new equity issue. This kind of behavior affects the short-term capital structure of the listed companies but has not long-term effect on the capital structure of the listed companies in China.

**Key Words:** equity refinancing; market timing; capital structure; listed companies; adding new shares; rationed shares; listed companies