

# 上市公司股权再融资的市场时机选择实证研究

牛彦秀 吉玖男

(东北财经大学会计学院、中国内部控制研究中心,辽宁 大连 116025)

**[摘要]** 关于我国上市公司股权再融资的市场时机选择现象,突破传统财务学的基本假设,引入行为金融学相关理论对其进行合理解释,并基于市场时机选择理论和国家发行监管制约提出假设。实证结果表明,由于资本市场的非有效和投资者的非理性,上市公司进行股权再融资时,具有明显的市场时机选择行为,这种行为的发生不仅考虑了股价的影响,同时考虑了政策监管的影响,由此提出相关建议。

**[关键词]** 股权再融资;市场时机选择;政策监管  
**[中图分类号]**F275   **[文献标识码]**A   **[文章编号]**2095-3410(2014)04-0108-08

### 一、引言

公司在发展过程中都离不开资金的支持,上市公司的融资方式选择不仅影响公司本身的经营效益和利益相关者的利益,而且影响资本市场上资源的有效配置。股权再融资是上市公司扩展融资的重要途径,它对于扩大公司的生产经营规模和壮大公司的实力有着重要的作用。一方面,股权再融资增强了公司的信誉,所有者权益的高低决定着公司的信誉水平,实力雄厚的所有者权益有利于公司进一步拓展公司的融资渠道,提高公司的融资能力并降低公司的融资风险,股权再融资的实现充实了公司的所有者权益,同时提高了公司的信誉水平;另一方面,股权再融资可以增强公司负债的基础,股权再融资的自有资金属性加大了公司能够为债权人提供更多资金偿付保障的基础。

实践中,公司为获得更多的资金,一旦允许股权再融资会选择时机,这种现象使得传统财务学面临挑战。传统财务学建立在有效市场假设和理性人假设的基础上,由此形成的资本结构相关理论无法对此做出全面而合理的解释。而行为金融学相关理论的引入突破了传统财务学的研究假设,该理论在市

场非完全有效的前提下,引导人们从非理性角度分析投资者的决策行为,从而弥补了传统财务学的研究不足,拓展了公司融资行为的研究视角。

本文立足于我国A股市场的实际情况,以行为金融学相关理论为出发点,从一个更加贴近中国A股市场现实的角度出发,研究公司股权再融资市场时机选择问题。该研究积累了基于我国制度背景的相关经验证据,有助于丰富国内关于上市公司股权再融资、市场时机选择等方面的相关研究,同时为我国监管部门提出政策建议,这对于我国股权再融资的规范发展具有一定的借鉴意义。

### 二、文献回顾

从行为金融学的角度出发,Stein<sup>[1]</sup>(1996)最早提出了“市场时机选择假说”这一概念:即在非有效市场条件下,公司管理者会在股价被高估时倾向于发行股票,而在股价被低估时回购股票。此后,Loughran和Ritter<sup>[2]</sup>(1997)提出“机会之窗”这一概念,并对此作了系统阐述,认为经理人是理性的,而资本市场却有非理性因素存在,往往造成上市公司的错误定价,即上市公司的市场价格并不总能反映

**[作者简介]**牛彦秀(1962—),女,河北张家口人,东北财经大学会计学院教授,中国内部控制研究中心研究员。主要研究方向:财务管理、管理会计。

其真实价值,市场出现无效率,进而对上市公司的再融资行为产生影响,由此非有效的市场中存在着融资的“机会之窗”,即公司经理会根据最佳的市场时机选择不同的融资方式。当一家公司的价值被高估时,公司会抓住这一机会发行新股票。

在对市场时机选择的实证研究中,Baker 和 Wurgler<sup>[3]</sup>(2002)的研究最具代表性,研究结论表明,再融资第二年的回报率与上一年的股权融资额有显著相关关系,从而支持了“市场时机假说”。Baker 在随后的研究中,采用股票换手率作为市场时机选择的一个衡量标准,同样发现,证券市场的流动性强弱与股权融资额存在显著正相关关系。此外,Hovakimian, Opler, Titman<sup>[4]</sup>发现,公司进行股权融资与市场整体行情相关性很大,会在其股票价格上升或者股票整体市场上涨之后发行股票。

在此基础上,我国学者采用实证方法对这一相关问题进行了研究:刘端,陈收,陈建<sup>[5]</sup>(2006)采用 Baker 和 Wurgler(2002)的研究方法,针对中国资本市场的实际情况进行研究,其研究结论表明,上市公司进行股权融资决策时会依赖于股票价格,存在融资时的市场时机选择行为。吴水亭,徐扬<sup>[6]</sup>(2010)研究了双重上市公司在发行管制条件下的择时行为,结果表明:在 H 股上市的公司回归 A 股市场存在显著的市场时机选择行为,表现为对市场条件和政策的择时行为显著。周业安,周洪荣,孙瑞<sup>[7]</sup>(2011)利用 1998~2009 年的 A 股上市公司面板数据,对偏调整的杠杆方程、杠杆变化方程和投资方程进行了实证分析,研究证实,滞后一期的市账比以及外部加权融资平均市账比指标与财务杠杆之间存在稳定的反向关系,而且证实权益融资时遵循市场择时理论,债务融资并不支持市场择时理论。王衍行,吴明阳<sup>[8]</sup>(2011)选取 1994-2004 年的面板数据进行实证研究,研究结果表明:我国资本市场同样存在市场时机选择行为,并且在当年对资本结构具有显著的影响,但是不具有持续性;由于中国特殊的监管制度,盈利性更好的公司在市场时机的选择上拥有更多的灵活性。

本文借鉴国内外学者的研究,结合我国证券市场的实际情况,加入具有中国特色的变量,利用最新数据,运用实证研究方法检验股权再融资的市场时

机选择行为。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一)市场时机选择理论与研究假设

随着资本市场的不断发展及多种因素的作用,现行的资本市场并非完全有效,这使得建立在有效市场和理性人假设基础上的传统财务学无法对股权再融资的市场时机选择行为做出合理解释。市场时机选择理论建立在行为金融学研究的基础上,它突破了传统财务学的基本假设,关注市场条件对公司融资决策的影响,研究资本市场变化时的融资选择。

从行为金融学的角度出发,投资者存在非理性行为,在证券市场上存在大量的噪音交易者,而且在非有效市场条件下,股票市场存在错误定价行为,使得股价并不能真实地反映公司价值。由于证券市场上存在股票误价现象,相比外部投资者,公司管理人员掌握更多的信息,因此能够发现市场的误价。投资者的非理性决策使得上市公司在面临融资决策时,存在最佳时机选择的机会之窗。公司管理者会按照最佳的市场时机,选择不同的融资方式进行融资。在公司股票被高估时,常常会利用这样的市场时机选择发行股票进行融资。

现实中的大量研究表明,人们的实际投资行为与预期决策存在不一致。市场时机选择理论基于行为金融学的角度对现实中存在的各种现象进行解释,该理论认为由于市场并非有效,并且存在投资者的非理性行为,因此在非有效市场条件下,上市公司倾向于在自身股价被高估的时候对外进行股权再融资活动。以利用较低的融资成本优势获得更多的资金;当理性的管理者认为股价被低估时,则会选择债权融资或回购股票,以避免股权融资成本过高造成的损失。基于此,本文提出假设:

假设 1:上市公司股价在资本市场上的表现影响公司的融资决策:即管理者会选择公司股价表现较好时进行股权融资,且股权再融资规模较大;反之亦然。

#### (二)发行监管制约与研究假设

与成熟的资本市场不同,我国证券市场存在的一个重要差异是:发行监管限制。为了加强证券市场的监督与管理,我国政府相继出台了一系列政策。为了限制上市公司进行再融资时存在种种不合理的

融资行为,监管机构实施了严格的证券发行管制,并且多次进行调整。这些政策的出台与我国股票市场当时及未来的发展趋势有着密切的关系,因而上市公司的股票发行时机选择将在很大程度上受到政策监管的影响。

基于本文研究的主要目的,对再融资政策考察的重点不是政策本身,而是在股价被高估的市场条件下,再融资政策监管对于上市公司的融资决策行为产生的现实作用结果。国内学者阎达五和耿建新<sup>[9]</sup>的研究表明,上市公司在面对市场被高估的条件时,普遍存在以下现象,达到再融资条件的公司大多都不会放弃再融资机会,而没有获得再融资的公司大都是因为没有达到再融资的条件。另外,也有学者王正位、朱武祥和赵冬青<sup>[10]</sup>基于再融资管制环境进行研究,实证结论表明,上市公司在进行股权再融资时,再融资政策监管对于融资的市场时机选择有一定的影响,当再融资监管政策比较严格时,可能会抑制公司利用股权进行再融资。

综上,上市公司在进行融资决策时,并不能完全把握市场时机,政策监管会对我国证券市场中上市公司的决策行为产生影响。再融资条件的设置,使得上市公司进行融资时的市场时机选择受到了制度性的约束。基于此,本文提出假设:

假设2:我国上市公司在进行股权再融资的市场时机选择时,会受到政策监管的影响。

四、研究设计

(一)样本选择与研究设计

由于股权分置改革的实施,我国证券市场上的国有非流通股变为流通股,改变了长期以来的二元股权结构特征,是我国证券市场发展的一个重要里程碑。因此,本文选择了2008年至2012年期间在沪深交易所实施了股权再融资的上市公司作为样本。为了更好地对实证结果进行分析,按照以下步骤进行数据筛选,剔除异常数据:

- (1)剔除财务数据不齐全、样本数据缺失的公司;
- (2)剔除金融行业、保险类企业的上市公司;
- (3)剔除在样本期间内被特殊处理过的上市公司;
- (4)剔除交叉上市的上市公司,以免对实证结

果造成干扰。

根据上述的条件和选择范围,确定的目标样本公司共计771家,其中增发样本数量最多为681家,发行配股和可转换债券的上市公司比较少,分别为50家、40家,筛选后样本详细情况见表1。

表1 筛选后各年样本 单位:家					
年份	2008	2009	2010	2011	2012
增发	110	119	145	168	139
配股	8	8	14	12	8
可转换债券	14	7	6	8	5
样本合计	132	134	165	188	152

本文所使用的样本公司基本信息、各项财务指标,来源于中国证监会网站、WIND数据库以及东方财富网等网站。发行可转换债券的上市公司具体情况、发行规模等信息来源于中国证监会网站和东方财富网。公司行业分类信息来源于《上市分公司行业分类指引》,共分13个行业<sup>①</sup>。本文运用Excel2007及SPASS19.0对数据进行处理。

(二)关键变量定义

1. 被解释变量

根据研究内容,股权再融资作为被解释变量。在综合大量国内外研究的基础上,采用股权再融资额占年末总资产的比例来描述股权再融资这一行为。该指标越高,说明股权再融资的规模越大。

2. 解释变量

根据研究内容,市场时机选择是解释变量。关于市场时机选择变量选取的已有实证研究中,Baker和Wurgler选取市账比作为其衡量指标,研究结论认为:融资决策与市账比显著相关,而且进一步研究发现资本结构是历史融资行为的累积结果。Hovakimia和Bie等人分别针对美国、荷兰的公司进行研究发现,在公司进行融资决策时,考虑的最重要的一个因素是市账比。此外,国内学者刘端,陈健等人以进行股权再融资的我国上市公司为样本,同样采用市账比衡量投资者非理性行为的影响。由此可以将市账比作为市场时机选择的衡量指标。为了确保实证结果的稳定性,本文采用股票换手率作为替代变量进行稳健性检验。

3. 控制变量

(1)政策监管

我国资本市场在不断发展和完善的过程中,为

了保护和培育市场,促进资源的优化配置,监管机构相继出台了一系列关于股权再融资的政策法规。与成熟的资本市场相比,我国证券市场存在较多的政府管制。因此,本文在实证模型中加入股权再融资政策监管变量,检验我国 A 股证券市场上,上市公司进行股权再融资时政策监管是否对市场时机选择行为产生影响。具体检验中,将上市公司从预案公告日到发行日之间的等待天数作为股权再融资政策监管变量。

(2)公司规模

前人的研究表明,公司规模是影响股权融资方式的一个重要控制变量。当公司的发展规模较大时,其经营业务很可能多元化程度较高,具有的现金流比较稳定,而规模较小的公司相对来说由于经营发展业务单一,很可能会陷入财务危机。由此造成规模较大的公司更容易从银行进行负债融资,其负债资本成本相对较低,公司规模与股权再融资呈负相关关系。但是,也有学者持相反观点,认为规模较大的公司相对而言信息披露比较充分,信息不对称程度较低,因而更倾向于发行股票进行融资。综上所述,公司规模与股权融资之间的关系并不确定。本文采用年末总资产的对数  $\ln(\text{size})$  作为控制变量,控制公司规模对股权再融资行为的影响。

(3)资产实物性

一个公司实物资产所占的比例越高,能够承受的破产成本也就越高,为了充分发挥财务杠杆效应,公司可以选择负债融资以保持较高的资产负债率;当公司的实物资产比例较低时,一旦公司陷入财务危机,能够承受的破产成本较低,为了降低财务风险,公司选择股权融资以保持较低的资产负债率。此外,拥有较高实物资产比例的公司产生的代理成本较低,相对而言实物资产更容易获得,而且债权人可能遭受的违约风险较低,所以公司能够获得较高的债务融资额。相对于实物资产比例较低的公司而言,高实物资产比例的公司会选择利用债务进行融资。因此,公司实物资产所占比例与再融资决策之间存在负相关关系。本文采用总资产减去无形资产占总资产的比率来度量资产实物性。

(4)资产负债率

前人的研究表明,公司的资本结构会对融资决

策产生影响。如果公司拥有较高的资产负债率时,为了避免债务而引起的破产成本较高,上市公司会倾向于进行股权再融资;相反,公司拥有低水平的资产负债率时,为了充分利用财务杠杆水平,会倾向于债务筹资。因此,上市公司资产负债率与股权再融资规模呈正相关关系。

(5)盈利能力

盈利能力的强弱在一定程度上能够影响公司的融资决策,在许多学者的研究中,都将盈利能力作为一个重要的控制变量。上市公司盈利能力越强,承受财务破产成本的能力越强,为了充分发挥财务杠杆的作用,可能使用更多的债务融资提高资产负债率;而盈利能力差的公司承受破产成本的能力较弱,因此可能减少债务融资从而降低公司的资产负债率来降低财务风险。因此盈利能力与股权再融资额负相关。本文以息税前利润除以总资产作为盈利能力的代理指标。

(6)股权结构

上市公司的治理结构能够有效降低权益融资成本,股权再融资行为作为一项重大决策,牵涉到许多相关利益者之间的分配问题。相比国外成熟的资本市场,我国资本市场的发展还不完善,存在特殊股权结构特征。一股独大现象仍然存在,大股东为了实现自身利益的最大化,进行股权再融资时存在过度圈钱行为。由于股权结构不合理导致存在公司治理问题,进而对公司的融资决策产生影响,所以股权结构在一定程度上会影响公司的融资决策。本文以第一大股东所占比例作为股权结构的代理指标。

另外,为了控制不同行业之间市场时机选择行为存在的差异,增加了行业控制变量。综上所述,本文采取的指标及其计算见表 2。

(三)模型设定

为了检验提出的假设,借鉴前人的研究成果,根据理论分析构建的总体回归模型如下:

$$\text{Proceed} = \beta_0 + \beta_1 (M/B)_{t-1} + \beta_2 (D/A)_{t-1} + \beta_3 \text{Ebit}_{t-1} + \beta_4 \text{Size}_{t-1} + \beta_5 \text{PPE}_{t-1} + \beta_6 \text{Owner} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_i \quad (\text{模型 1})$$

结合我国证券市场的实际情况,为了进一步检验政策监管对于市场时机选择行为的影响,在上述研究的基础上,加入政策监管变量之后的模型如下:

表2 变量定义与计量一览表

指标类别	变量	符号	变量计量
被解释变量	股权再融资规模	Proceed	再融资金额/总资产
解释变量	市账比	(M/B) <sub>t-1</sub>	(负债的账面价值+流通股市值+非流通股*每股净资产)/总资产账面价值
	股票换手率	Turno <sub>t-1</sub>	Σ(单个交易日成交量*100/当日股票流通总股数)*100%
控制变量	政策监管	Wait	从预案公告日到发行日之间的等待天数
	公司规模	Size <sub>t-1</sub>	年末总资产的对数
	资产实物性	PPE <sub>t-1</sub>	(总资产-无形资产)/总资产
	资产负债率	(D/A) <sub>t-1</sub>	前一年年末的资产负债率
	盈利能力	Ebit <sub>t-1</sub>	息税前利润/总资产
	股权结构	Owner	第一大股东所占比例
	行业	Industry	以WIND数据库中的上市公司证监会行业分类,如果公司属于农、林、牧、渔业,则取值为1,否则取值为0。

$$\text{Proceed} = \beta_0 + \beta_1 (M/B)_{t-1} + \beta_2 \text{Wait} + \beta_3 \text{Ebit}_{t-1} + \beta_4 \text{Owner} + \beta_5 (D/A)_{t-1} + \beta_6 \text{PPE}_{t-1} + \beta_7 \text{Size}_{t-1} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_i$$

(模型2)

表4 总体样本相关性分析

变量	Proceed	(M/B) <sub>t-1</sub>	Size <sub>t-1</sub>	(D/A) <sub>t-1</sub>	PPE <sub>t-1</sub>	Owner	Ebit <sub>t-1</sub>
Proceed	1	0.370***	-0.449***	-0.021	-0.019	0.092**	-0.045
(M/B) <sub>t-1</sub>	0.370***	1	-0.412***	-0.114***	0.064*	-0.055	0.087**
Size <sub>t-1</sub>	-0.449***	-0.412***	1	0.273***	0.078**	0.136***	-0.004
(D/A) <sub>t-1</sub>	-0.021	-0.114***	0.273***	1	0.151***	0.084**	-0.389***
PPE <sub>t-1</sub>	-0.019	0.064*	0.078**	0.151***	1	0.089**	-0.124***
Owner	0.092**	-0.055	0.136***	0.084**	0.089**	1	-0.086**
Ebit <sub>t-1</sub>	-0.045	0.087**	-0.004	-0.389***	-0.124***	-0.086**	1

注:\*\*\*在0.01水平(双侧)上显著相关,\*\*在0.05水平(双侧)上显著相关,\*在0.10水平(双侧)上显著相关。

从表4可以看出,市账比与股权再融资规模在1%水平下显著正相关,说明股价越高并且在资本市场上表现较好时,上市公司倾向于选择股权再融资,这与本文之前的预期相符。控制变量中公司规模与股权再融资规模在1%水平下显著负相关,第一大股东所占比例与被解释变量在5%的水平下显著正相关,说明上市公司股权越集中,越倾向于进行股权再融资。此外,盈利能力、资产负债率、资产实物性等指标与被解释变量相关性不显著。

3. 多元回归分析

基于总体样本,分别将市账比作为解释变量、股

五、实证检验结果与分析

(一) 基于总体样本的市场时机选择存在性检验

1. 描述性统计

为了对样本总体情况进行分析,各变量的描述性统计结果见表3。

表3 总体样本描述性统计结果

变量	样本数	最小值	最大值	中值	平均值	标准差
Proceed	771	0.0097	3.1488	0.1838	0.2423	0.25401
(M/B) <sub>t-1</sub>	771	0.4966	13.6977	1.5987	2.0907	1.5993
Size <sub>t-1</sub>	771	18.1624	26.1563	26.1563	21.9306	1.3232
Ebit <sub>t-1</sub>	771	-50.5124	50.1615	6.7771	7.1757	6.4685
(D/A) <sub>t-1</sub>	771	0.0128	0.9569	0.5493	0.5555	0.2062
PPE <sub>t-1</sub>	771	-12.9027	12.8682	0.9599	0.7860	1.2353
Owner	771	4.5	85.2	38.777	38.150	16.1034

从表3可以看出,总体样本以股权再融资金额除以年末总资产衡量的股权再融资规模的连续变量最大值为3.1488,最小值为0.0097;以市账比计算的连续变量最大值为13.6977,最小值为0.49,说明以市账比衡量的市场时机选择差异比较大;同时,盈利能力最小值为-50.5124,最大值为50.1615,说明样本中上市公司的盈利能力差异较大。

2. 相关性分析

为了说明总体样本,变量之间的相关性分析见表4。

权再融资规模作为被解释变量,带入模型(1)中进行多元线性回归,检验总体样本情况下股权再融资时市场时机选择的存在性,回归结果见表5。

从表5可以看出,R方与调整后的R方均接近30%,说明整体模型的拟合度比较理想,样本数据能够描述资本市场的总体情况。另外,各变量的膨胀因子VIF都小于2(临界值为10),说明回归模型不存在多重共线性问题。

从解释变量来看,衡量市场时机选择的连续变量市账比与股权再融资规模的回归系数为0.035,并且在1%的水平下显著正相关,即市场时机选择

表 5 全样本多元回归结果 (M/B)

变量	非标准化系数		标准化	t	Sig.	VIF
	Beta	标准差	Beta			
(Constant)	1.891***	0.154		12.266	0.000	
(M/B) <sub>t-1</sub>	0.035***	0.005	0.223	6.593	0.000	1.235
Size <sub>t-1</sub>	-0.080***	0.007	-0.417	-11.742	0.000	1.358
(D/A) <sub>t-1</sub>	0.108**	0.043	0.087	2.509	0.012	1.311
PPE <sub>t-1</sub>	-0.009	0.006	-0.044	-1.396	0.163	1.057
Owner	0.002***	0.001	0.121	3.789	0.000	1.093
Ebit <sub>t-1</sub>	-0.001	0.001	-0.014	-0.412	0.681	1.223
Industry	-0.009***	0.002	-0.133	-4.124	0.000	1.124
R <sup>2</sup> = 0.293						
修正 R <sup>2</sup> = 0.286						
DW = 1.917						

与股权再融资规模显著正相关。实证结论表明,在我国证券市场上,进行股权再融资的上市公司存在市场时机选择行为,表现为上市公司的市场情况较好时,股权再融资的规模越大。这与提出的假设 1 相一致。

从控制变量来看,资产实物性与盈利能力等变量不具有显著性,其余变量均与股权再融资规模具有显著性。公司规模变量在 1% 的水平下显著,并且与股权再融资规模呈负相关,说明上市公司的规模越大,现金流越稳定,相对于规模较小的上市公司而言,不易受到财务困境的影响,因此更容易从银行获得负债融资,进行股权再融资的规模就小;反之规模较小的公司更倾向于进行股权再融资。资产负债率这一指标在 5% 的水平下显著,并与被解释变量呈正相关关系,说明上市公司的资产负债率越高,由债务所引起的破产成本也就越高,为了避免公司发生财务危机就会倾向于进行股权再融资。公司第一大股东所占比例在 1% 的水平下显著,并且呈正相关关系,说明上市公司的股权结构越集中,大股东为了追求自身利益的最大化,会倾向于股权再融资。另外,行业控制变量显著,表明不同行业之间存在显著性差异。

综上所述,多元回归的结果很好的验证了假设 1,表明在我国证券市场上,上市公司存在明显的市场时机选择行为。

(二) 基于分组样本的市场时机选择存在性检验

为了更好地检验市场时机选择的存在性,本文进一步采用分组样本再次进行回归分析。然而由于样本期间内发行配股和可转换债券的上市公司数目

较少,因此本文仅采用增发样本进行检验,并加入政策监管变量,考察政策监管因素对市场时机选择的影响。

1. 未考虑股权再融资政策监管条件下的分组样本检验

基于分组样本,在没有考虑政策监管之前,带入模型(2)进行多元线性回归,回归结果见表 6。

表 6 未考虑再融资政策监管回归结果 (分组样本)

变量	非标准化系数		标准化	t	Sig.	VIF
	Beta	标准差	Beta			
(Constant)	1.597***	0.125		12.799	0.000	
(M/B) <sub>t-1</sub>	0.026***	0.004	0.209	5.950	0.000	1.222
Size <sub>t-1</sub>	-0.068***	0.006	-0.432	-11.831	0.000	1.328
(D/A) <sub>t-1</sub>	0.021	0.035	0.022	0.606	0.545	1.304
PPE <sub>t-1</sub>	-0.006	0.005	-0.039	-1.215	0.225	1.049
Owner	0.002***	0.000	0.188	5.849	0.000	1.026
Ebit <sub>t-1</sub>	-0.002	0.001	-0.052	-1.491	0.137	1.220
Industry	-0.001	0.002	-0.023	-0.708	0.479	1.008
R <sup>2</sup> = 0.323						
修正 R <sup>2</sup> = 0.316						
DW = 1.585						

从表 6 可以看出:回归模型 R 的平方大于 30%,能够描述市场的整体情况,市账比与被解释变量在 1% 的水平下显著正相关,说明增发样本中,上市公司融资时存在市场时机选择行为。

在控制变量中,公司规模与第一大股东所占比例在 1% 的水平下与被解释变量显著相关,被解释变量与公司规模显著负相关,与第一大股东所占比例显著正相关。而资产负债率、资产实物性等指标与被解释变量不显著。总之,在控制了其他相关因素以后,市场时机选择变量的系数为 0.026,并且在 1% 的水平下与股权再融资规模显著正相关,说明在增发样本下,我国市场时机选择效应仍然存在。另外,通过检验发现,模型中 VIF 的检验值均远小于 10,说明各个变量之间不存在共线性问题。

2. 考虑股权再融资政策监管条件下的分组样本检验

基于增发样本,加入股权再融资政策监管变量,带入模型(2)进行多元线性回归,检验政策监管对市场时机选择产生的影响,回归结果见表 7。

从表 7 可以看出,加入 R 方与调整后的 R 方均大于 80% 左右,与没有考虑政策监管影响相比,该模型的拟合程度提高了许多,说明再融资政策监管对融资方式选择产生了影响。另外各变量的膨胀因

表7 考虑再融资政策监管回归结果(分组样本)

变量	非标准化系数		标准化	t	Sig.	VIF
	Beta	标准差	Beta			
(Constant)	-0.569***	0.077		-7.359	0.000	
(M/B)t-1	0.009***	0.002	0.075	4.274	0.000	1.257
Wait	0.002***	0.000	0.934	45.998	0.000	1.697
Size <sub>t-1</sub>	0.013***	0.003	0.081	3.841	0.000	1.842
(D/A)t-1	0.063***	0.017	0.065	3.649	0.000	1.307
PPE <sub>t-1</sub>	-0.003	0.003	-0.019	-1.161	0.246	1.050
Owner	0.001***	0.000	0.062	3.844	0.000	1.057
Ebit <sub>t-1</sub>	-0.001	0.001	-0.022	-1.300	0.194	1.221
Industry	-4.477E-5	0.001	-0.001	-0.051	0.959	1.009
R <sup>2</sup> = 0.837 修正 R <sup>2</sup> = 0.835 DW = 1.214						

子 VIF 都小于 5(临界值为 10),说明整体模型不存在多重共线性问题。

从解释变量来看,采用增发分组样本进行回归分析后的实证结果表明:市账比仍然在 1%的水平上显著,并且与股权再融资规模呈显著正相关关系。与未考虑政策监管时的市账比系数 0.026 相比,考虑政策监管的市账比系数为 0.009,说明融资的市场时机选择有一部分被政策监管解释,使得原本融资时的市场时机选择程度下降。另外政策监管变量在 1%的显著性水平上与被解释变量显著相关。综上所述,上市公司在进行股权再融资时,不仅受到股票错误估价的影响,还受到再融资政策监管的影响,这与我们预期的假设相一致。

在控制变量中,公司规模与被解释变量在 1%的水平下显著正相关,与之前未考虑政策监管影响时的结果不相同,表明上市公司规模越大,由于信息披露比较充分,信息不对称程度就越低,就会越倾向于进行股权再融资。盈利能力、资产实物性等与被解释变量不显著相关,说明这些因素对融资时机选择的影响不显著。此外,行业控制变量并不显著,说明在增发样本中,不同行业之间进行股权再融资时的市场时机选择没有显著差异性。

综上所述,分组后增发样本的多元线性回归结果进一步验证了假设 1,即在我国证券市场上,上市公司进行股权再融资时具有市场时机选择行为,并且市场时机越好,上市公司会倾向于进行股权再融资。另外考虑政策监管变量之后,市场时机选择变量仍然显著,说明上市公司在进行股权再融资时,不仅考虑了股票错误估价的市场时机选择,还考虑了再融资政策监管的影响,与假设 2 相一致。此外,检

验了公司规模、盈利能力、资产实物性、股权集中度等因素对公司股权再融资市场时机选择的影响,对现有文献也具有验证作用。

(三)稳健性检验

为了进一步验证所得结论,在上述研究的基础上进行稳健性检验。关于市场时机选择变量的选取,不同学者采用的衡量指标不同。本文采用股票换手率作为市场时机选择的替代变量来测试其稳健性,重新进行回归的结果见表 8。

表8 稳健性检验结果

变量	非标准化系数		标准化	t	Sig.	VIF
	Beta	标准差	Beta			
(Constant)	2.626***	0.147		17.845	0.000	
(Turno) <sub>t-1</sub>	-1.0E-4***	0.000	-0.168	-5.138	0.000	1.123
Size <sub>t-1</sub>	-0.107***	0.006	-0.558	-16.496	0.000	1.209
(D/A) <sub>t-1</sub>	0.119***	0.043	0.097	2.751	0.006	1.311
PPE <sub>t-1</sub>	-0.009	0.007	-0.044	-1.396	0.163	1.066
Ebit <sub>t-1</sub>	-5.260E-6	0.001	0.000	-0.004	0.997	1.213
Owner	0.002***	0.001	0.114	3.547	0.000	1.093
Industry	-0.009***	0.002	-0.133	-4.083	0.000	1.125
R <sup>2</sup> = 0.278 修正 R <sup>2</sup> = 0.271 DW = 1.87						

由表 8 可知,股票换手率与股权再融资规模呈负相关,并且通过了显著性 T 检验,证明我国证券市场上存在市场时机选择行为。通过改变衡量指标进行的稳健性检验与上述实证结论相一致,这就是说,无论采用何种指标对其进行计量,股权再融资的市场时机选择变量系数都是显著的,这意味着实证结果稳健而可靠。

六、实证结论及建议

(一)研究结论

本文基于总体样本、分组样本两个角度,分别对上市公司进行股权再融资的市场时机选择行为和政策法规影响进行实证研究,结论如下:

1. 上市公司进行股权再融资时,具有明显的市场时机选择行为

在我国证券市场上,由于市场并非有效,投资者高度分散,存在非理性行为,由此产生股票误价现象,这些为公司融资的市场时机选择创造了条件。本文不论是基于总体样本还是基于分组样本进行检验,市场时机选择变量都与股权再融资规模呈显著正相关关系。基于总体样本和分组样本的回归分析结果都表明,市账比所代表的市场时机选择变量与

股权再融资规模在 1% 的水平下显著正相关,说明我国上市公司股权再融资决策时考虑了市场时机因素,公司股票在资本市场上的表现能够影响公司的融资决策,其融资顺序常常有悖于传统的优序融资理论。

## 2. 上市公司进行股权再融资时考虑了政策监管的影响

由于监管是我国研究资本市场区别于发达资本市场的一个十分重要方面,在引入政策哑变量后,市场时机选择变量与股权再融资规模的回归结果可以看出,不仅市场时机选择变量对股权再融资规模具有显著的正向影响,而且再融资政策监管变量与再融资规模之间也存在显著的相关关系,这说明我国证券市场存在极为关键的政府管制行为。由于政府通过出台相关政策对上市公司融资形成制约,因此减弱了公司融资行为选择的自主权。综上,股权再融资的市场时机选择不仅是基于股价的时机选择,而且是基于融资监管政策的时机选择。

### (二) 对策建议

我国股票市场的发展,需要各个方面通力配合。根据本文的实证结论,提出以下对策建议:

1. 公司应合理预测股权再融资的市场时机,从而获得更多的资金

既然在非有效市场条件下,由于存在股票误价现象而导致公司融资的市场时机选择行为成为客观必然,因此当公司需要资金且可以进行股权再融资时,应合理预测股票价格的走势,并抓住股价上涨时期,努力争取实现较高价格时的股权再融资。为实现此目的,公司一方面应注重公司自身人才的培养,不断增加对专职人员的人力资本投资,从而提高其素质;另一方面可以聘请专门咨询机构人员为其合理预测。

2. 监管部门应充分发挥作用,加强对投资者和上市公司行为的正确引导

作为监管部门,应当制定一系列规范市场与各方参与者行为的政策法规,以减少市场投资者和上市公司管理层的非理性行为发生。首先应规范公司股权再融资的条件。虽然股权再融资公司可以获得自有资金,并增强信誉,但股权再融资不是免费的午餐,较其他融资方式相比,其资本成本最高,因此如

果没有良好的投资项目作支撑,公司就不能股权再融资,否则就会变成仅仅为圈钱目的的融资行为;其次应引入优质的机构投资者。从理论上讲,机构投资者属于金融专家,其投资行为相对理性,其较高的投资额以及较长远的发展目光和较正确的判断分析力,一定程度上会影响中小股东避免非理性投资,从而促使资本市场稳健发展;另外机构投资者可以创新金融产品,提供多样化的筹资方式,从而为企业合理筹资提供有效途径。

### 【注】

① 13 个行业为:A 农、林、牧、渔业,B 采掘业,C 社会服务业,D 电力、煤气及水的生产和供应业,E 建筑业,F 交通运输、仓储业,G 信息技术业,H 批发和零售贸易,J 房地产业,K 社会服务业,传播与文化产业,M 综合类。

### 参考文献:

- [1] Jeremy C. Stein. Rational Capital Budgeting in an irrational World[J]. Journal of Business, 1996, (4): 429 - 455.
- [2] Loughran Tim, Jay Ritter. The Operating Performance of Firm Conducting Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Finance, 1997.
- [3] Baker M, Wurgler. J. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance, 2002, (57): 1 - 32.
- [4] Hovakimian A, T. Opler, and S. Titman. The Debt Equity Choice[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001, (36): 1 - 24.
- [5] 刘端,陈收,陈建. 市场时机对资本结构影响的持续度研究[J]. 管理学报, 2006, (01).
- [6] 吴水亭,徐扬. 管制条件下的跨境上市公司市场时机研究[J]. 华东经济管理, 2010, (11).
- [7] 周业安,周洪荣,孙瑞. 市账率: 权衡还是择时? [J]. 管理世界, 2011, (04).
- [8] 王衍行,吴明阳. 论市场时机理论对资本结构影响的持续性[J]. 学术交流, 2012, (04).
- [9] 阎达五,耿建新等. 我国上市公司配伍融资行为的实证研究[J]. 会计研究, 2001, (09).
- [10] 王正位,朱武祥,赵冬青. 发行管制条件下的再融资市场时机行为及其对资本结构的影响[J]. 南开管理评论, 2007, (06).

(责任编辑: 郝 涛)