

# 公司证券投资、所有权类型与资本结构决策关系研究

吴文莉

(华中科技大学管理学院)

**摘要:** 考察了股市收益波动与公司资本结构决策之间的关系, 以此分析上市公司是否存在违规举债炒股行为。研究发现: 股市收益波动与公司负债水平正相关, 即上市公司会根据市场收益情况举债进行证券投资决策, 这种正相关关系在非国有企业更为显著; 政府的监管政策效果不明显。研究结果证实了上市公司存在违规举债炒股行为, 检验了政策效果并明确了监管的重点与方向。

**关键词:** 股市收益波动; 资本结构; 证券投资; 股市周期

**中图分类号:** C93; F832.48 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-884X(2012)07-1046-06

## Security Investment, Ownership Type and the Capital Structure Decision of Chinese Listed Firms

WU Wenli

(Huazhong University of Science and Technology, Wuhan, China)

**Abstract:** In this paper, listed firms' financing decision is exported by studying the relationship between return variance of stock market and firms' capital structure decision. The empirical study shows that the level of firm's debt ration is positively correlated with return variance of stock markets, especially for non-state-owned firms. We also find out that the state-owned firms prefer to make stock investments by their own cash flows because they have light external financing constraints and are easy to bypass the government supervision.

**Key words:** return variance of stock market; capital structure; security investment; stock market cycle

据统计, 2006~2009年, 参与证券投资的上市公司逐年递增<sup>①</sup>。截至2011年上市公司公布半年报时, 有517家公司出现交叉持股, 持股数达到或超过10只的有50家<sup>②</sup>。令人堪忧的是上市公司用募集资金与借贷资金投资股市来博取超额回报, 这不仅会在一定程度上加速股市价格泡沫的产生, 还会挤占实体投资所需资金, 从而影响国家整体经济基础。2007年5月, 深圳证券交易所为此发布的《深圳证券交易所上市公司信息披露工作指引第4号——证券投资》明确规定, 上市公司不得炒作自己的股票, 不得使用募集资金炒股以及不得使用银行贷款炒股。尽管政府有明文规定, 但由于我国股票市场仍不成熟、完善, 上市公司可以绕开政府监管, 进行一些违规操作。

本文采用上证指数的季度收益变动数据, 实证研究了股票市场收益波动与上市公司资本结构决策的关系, 证实股市收益波动是影响公

司资本结构的重要因素。

## 1 文献回顾、制度背景与研究假设

### 1.1 资本结构的影响因素

早期的有关资本结构影响因素的研究中, 影响较大的是TITMAN等<sup>[1]</sup>的研究。他们发现影响企业资本结构的因素包括8个方面, 即企业的盈利性、非负债类税盾、成长性、独特性、盈利的波动性、行业因素、企业规模、抵押资产价值比例。之后的相关研究都是由此扩展而来, 并更多地关注企业微观特征的影响。但也有许多研究认为宏观经济因素是影响企业资本结构的重要变量。如GRAHAM等<sup>[2]</sup>发现, 约1/3的美国制造公司财务总监在做财务决策时考虑了如利率、通货膨胀等宏观经济因素, 认为负债与权益成本为潜在在宏观经济因素的函数。KORAJCZYK等<sup>[3]</sup>通过实证研究发现, 宏观经济良好且股票市场景气时, 资金充足的上

市公司负债率较低且股权融资偏好较强,而资金紧缺的公司则负债率较高且债权融资偏好较强。HACKBARTH等<sup>[4]</sup>在权衡理论成立且公司存在最优目标结构的假设基础上,发现公司资本结构的调整速度是非对称性的,宏观经济上行时其调整速度较快。BHAMRA等<sup>[5]</sup>发现,宏观经济因素的时变性导致公司资本结构有很强的路径依赖性,且财务杠杆和宏观信用风险密切相关。

国内学术界也从不同角度对资本结构影响因素进行了实证研究。如企业所处行业、企业盈利能力、企业规模、发展战略等都会影响其融资方式的选择<sup>[6~9]</sup>。肖作平<sup>[9]</sup>从动态视角研究了资本结构的影响,研究发现,宏观经济因素对上市公司资本结构的决策有显著影响,有形资产比率、规模、产品独特性与财务杠杆正相关,资产流动性、现金流量、自由现金流量、成长性与财务杠杆负相关。此外,还有些学者的研究表明,企业外部因素和宏观经济环境也是重要的影响因素。肖作平<sup>[10]</sup>发现,制度因素是企业资本结构选择非常重要的因素。苏冬蔚等<sup>[11]</sup>研究表明,我国上市公司的资本结构呈现非常显著的反经济周期变化。

总体而言,从企业内部盈利能力、企业规模、融资成本、行业性质,到企业外部宏观经济环境、市场竞争环境,再到政府各项融资政策和监管约束,企业资本结构受众多因素的综合影响,且国内外相关实证研究也证实了这些因素对资本结构的影响。

## 1.2 中国上市公司证券投资分析

我国股票市场尚不成熟,其突出表现便是股票价格的异常波动,股票市场中投资者的非理性程度远高于发达国家投资者的非理性程度。这种非理性一定程度上伴随着大量的投机机会,导致某些上市公司为了获取高额利润,也进行大量的证券投资。为实现股东利益最大化,进行一定的证券投资,原本是无可厚非的。而近几年间,上市公司的股票投资收益比重越来越大,参与证券投资的上市公司也越来越多,其投资行为也从原有的被动的闲置资金的增值保值,转变为主动投资。据统计,以2006~2009年为例,参与证券投资的上市公司逐年递增。2009年上市公司整体证券投资规模为1 651.54亿元,而2008年末,该规模仅为792.90亿元,增幅达108.29%;同时,上市公司总资产从119 754.94亿元增长为146 774.51亿元,增幅只有22.56%,可见证券投资在总资产

中所占比例不断上升<sup>[12]</sup>。

上市公司过度地证券投资,会挤占公司实体投资的资金,从而影响公司核心竞争力的提升和未来业绩的增长,削弱国民经济整体运行和增长的基础。这种不良影响在上市公司违规利用募集资金和信贷资金进行证券投资时更为严重。目前,我国上市公司利用自有资金甚至信贷资金进行证券投资的现象已逐渐引起市场各方的关注<sup>③</sup>,这会带来股市虚假繁荣,妨碍市场的健康运行。目前我国对此现象尚未进行全面、严谨的研究,本文采用大样本实证分析,试图弥补此缺陷。

## 1.3 公司证券投资与资本结构决策

公司进行证券投资的目的是追逐高额利润,当股市收益高时,股市收益和借款成本之间存在着利差,上市公司利用财务杠杆能大幅提高其投资收益,导致公司会借债进入市场,从而表现为整体资产负债率上升;当股市处于熊市时,公司进入股市不仅会遭受投资损失且需要负担利息支出,因而会从股市撤出资金来偿还借款,表现为整体资产负债率下降。总之,股市收益波动与上市公司资产负债率之间存在正相关关系。

关于股市收益波动和公司资产负债率之间关系的解释,除了从上市公司证券投资决策角度外,还可以从与经济周期相关的竞争性假说角度:股市收益高的牛市,通常也是整体经济繁荣时期,这一时期公司通常投资热情高涨,银行信贷政策亦较宽松,从而导致较高的资产负债率。至于从哪个角度更能准确地解释股市收益波动与公司资产负债率之间的相关关系,为此,笔者考察了股市收益波动和公司流动负债率及债务期限结构的关系。如果证券投资假说更具解释力,则上市公司投资股市主要是为了获取资本利得带来的短期投机收益,资金运用上也

① 据WIND统计,2006年共有57家上市公司参与证券投资;2007年,参与证券投资的上市公司为72家;2008年股市一路下挫,参与证券投资的公司有98家;2009年股市的回温又燃起了上市公司股票投资热情,截至2010年3月公布年报时,共有175家上市公司涉足证券投资。

② 517家上市公司交叉持股第3季度持股市值再缩水逾8%,资料来源:《第一财经日报》。

③ 2009年7月,财政部会计司发布报告称2008年各银行共向1 597家非金融上市公司发放贷款人民币3.9万亿元,但截至2008年底,上述贷款中仍有1.3万亿元左右资金留在银行账户中。报告分析认为,上市公司资金拥有充裕的流动性,但这些流动性资金可能流入到了股市和房市,并可能导致股市和房市形成泡沫。与多数上市公司充足的流动性形成鲜明对比的是,约40%的中小型企业已因缺乏资金而被迫停产或申请破产。资料来源: [http://house.focus.cn/newscenter/dispatch\\_content.php?news\\_id=722596](http://house.focus.cn/newscenter/dispatch_content.php?news_id=722596)。

会快进快出,因此,证券投资的借款主要应该为短期负债的形式,所以股市收益波动会影响公司流动负债率,对非流动负债率则影响不大。反映在债务期限结构上,则为股市收益高时,公司长期负债占总负债比例下降。由公司财务理论可知,非流动资产的资金来源一般主要靠非流动性融资,如权益融资与非流动负债融资。如果经济周期假说更具解释力,则在经济繁荣时期,公司会大量举借长期负债,来匹配其资本投资的需求,即表现为股市收益波动影响公司非流动负债率,但对流动负债率影响则不显著。在债务期限结构上,则表现为股市收益高时,长期负债占总负债比例上升。本文的逻辑推理与理论演绎源于对我国资本市场制度背景的讨论和上市公司证券投资的案例分析,因而认为证券投资假说更具有解释力。由此,提出如下假设:

假设 1a 股市收益越高,公司资产负债率越高;

假设 1b 股市收益越高,公司流动资产资产负债率越高;

假设 1c 股市收益越高,公司非流动资产资产负债率无显著变化;

假设 1d 股市收益越高,公司长期负债占总负债的比例越低。

如果以上假设成立,上市公司的确通过举债炒股以获取超额利润,则其融资渠道的多样性和债务融资约束程度均会对其举债炒股行为产生影响,即股市收益与公司资本结构决策之间的关系会受到融资渠道和债务融资约束的影响。如果公司融资渠道较单一,更多地依赖负债融资,应该能观察到股市收益与资本决策之间的关系更为显著;如果公司的债务融资约束程度较小,则容易从银行或商业伙伴处融资,同样,外部股市收益和公司资本决策之间的关系更显著。

现有文献采用规模<sup>[13]</sup>、股利支付率、Z 指数等指标来研究公司融资约束问题,而本文选用所有权类型(国企与非国企)来刻画公司融资渠道和债务融资约束,并探讨其对股市收益波动和资本结构决策的影响,理由如下:①二元所有的结构依然是中国转轨经济和资本市场重要的制度特征,上市公司中大约 60% 为国有企业;②我国依然存在对不同企业类型较严重的融资歧视,不管融资渠道还是债务融资约束程度,国有企业相比非国有企业都有更大优势<sup>[14]</sup>,因而所有权类型能够清楚刻画公司的融资约束

影响;③在融资渠道与市场准入等方面,民营企业受到更多限制。如 BRANDT 等<sup>[15]</sup>的研究指出,在中国当前制度环境下,民营企业在外部融资中处于劣势地位。尽管自改革开放以来,民营经济已迅速发展成为国民经济中的重要部分,但在当前尚不完善的市场环境下,民营企业在融资方面仍然受到了更多的体制性歧视,这是一个不争的事实。

2009 年,中国政府为了应对金融危机带来的经济衰退而采取宽松的货币政策,新增贷款 4 万亿,这些贷款绝大部分都流向了国有企业,非国有企业仅获得些残杯冷炙,这充分说明存在债务融资约束的差异<sup>①</sup>。此外,一些国有企业还利用政府提供担保而成功发行公司债券,但民营企业在该市场仍未有任何进展。与非国有企业相比,国有企业显然有着更低的债务融资约束和更广泛的融资渠道。本文认为融资渠道所涵盖的问题更为广泛,其重要性可能比债务融资约束更高。由此推断,当股市收益好时,国有企业拥有更广泛的融资渠道,不需单纯依靠债务融资来炒股,因此,股市收益波动和公司资本结构之间的关系相对较弱。由此,提出如下假设:

假设 2a 相比非国有企业,外部股市收益波动与国有企业的资产负债率的相关关系更弱;

假设 2b 相比非国有企业,外部股市收益波动与国有企业的流动资产资产负债率的相关关系更弱;

假设 2c 相比非国有企业,外部股市收益波动与国有企业的非流动资产资产负债率的相关关系无显著差异;

假设 2d 相比非国有企业,外部股市收益波动与国有企业的长期负债占总负债比例的相关关系更强。

上市公司举债炒股行为显然会给市场运行与经济增长带来许多危害。上市公司将募集的资金或银行贷款用于炒股以博取收益,尽管可在短期内提高净资产收益率,但这种非实体盈利短期内会刺激股价,增加市场泡沫,长期则会影响实体经济基础<sup>②</sup>。监管部门对此出台了相关政策,但似乎上市公司举债炒股的热情难以

① 我国 4 万亿的经济刺激计划相当于国内生产总值的 13%,政府投资和新增贷款大部分流向了国有及国有控股企业,民营企业特别是中小企业无法获得投资机会,融资困难,存在着被边缘化的倾向。资料来源: [http://whb.news365.com.cn/ly/200912/t20091215\\_2559454.htm](http://whb.news365.com.cn/ly/200912/t20091215_2559454.htm)

② 通过杠杆效应,银行信贷资金能够迅速地吹胀资产价格大幅上扬的泡泡,一旦市场有了不利的风吹草动,信贷资金的收缩又会引起股票价格的大幅下挫。

抑制,特别是在信贷政策宽松时期。由此,监管部门不得不持续发布规章来规范银行信贷资金流向。在2009年6月,中国银监会办公厅就发布《关于进一步加强信贷管理的通知》,要求“要深入细致地做好贷后检查,坚决防止信贷资金违规流入资本市场、房地产市场等领域”<sup>①</sup>。可见监管部门已意识到上市公司存在举债炒股现象,且有意识地在加强规范与监管。

2007年5月,中国政府首次出台相关监管规范,且后续针对银行信贷的不同环节和不同对象陆续发布监管政策。若监管措施有效,应当可以观察到自2007年第3季度起,上市公司违规举债炒股行为的减少,而外部股市收益波动与公司资本结构决策之间的关系变弱。由此,提出以下假设:

假设3 与2007年第3季度前相比,2007年第3季度后外部股市收益与公司资产负债率的相关性更弱。

## 2 研究设计与样本

### 2.1 样本选择

本文以沪、深两市A股所有上市公司为研究样本,选择2005年第1季度~2009年第4季度为数据窗口,分析了股市收益波动与上市公司的资本结构决策行为。样本筛选遵循如下原则:①剔除了金融类上市公司;②剔除了总资产或者所有者权益小于0的公司;③剔除了相关数据缺失的公司。最后得到了1579家公司的26334个季度观测值,且对所有连续变量上下1%分位数进行了winsorize处理。本文财务和市场数据均来源于CCER财务数据库。

### 2.2 模型选择和变量定义

参考已有研究,本文采用资产负债率、流动资产资产负债率、非流动资产资产负债率以及非流动负债占总负债比例来描述公司资本结构决策。参考文献[16],本文以上证指数每季度的购买-持有收益来衡量股市的收益状况。文献回顾部分指出,公司众多特征会影响其资本结构决策,但把所有的公司特征变量纳入回归是不科学的。由此,本文在回归方程中加入公司固定效应,构建本文的回归基本模型如下:

$$L = \alpha_0 + \alpha_1 B + \alpha_2 T + \alpha_3 S_1 + \alpha_4 C + E_C + E_Y + \epsilon, (1)$$

式中, $L$ 为公司资本结构; $E_C$ 为公司效应; $E_Y$ 为年度效应。为进一步验证所有权性质对股市收益波动与公司资本结构决策之间关系的影响,在基本模型中加入了所有权类型的相关变量,建立模型如下:

$$L = \alpha_0 + \alpha_1 B + \alpha_2 S + \beta_3 BS + \alpha_4 T + \alpha_5 S_1 + \alpha_6 C + E_C + E_Y + \epsilon. (2)$$

模型中主要变量定义见表1。

表1 主要变量定义

变量类型	变量名及符号	变量的含义
被解释变量	资产负债率	$D$ 公司季度末总负债除以公司季度末总资产
	短期负债率	$S_T$ 公司季度末流动负债除以公司季度末总资产
	长期负债率	$L_T$ 公司季度末非流动负债除以公司季度末总资产
	负债结构	$D_M$ 公司季度末非流动负债除以公司季度末总负债
解释变量	股市收益波动	$B$ 每季度上证指数的购买-持有收益,计算公式为 $\prod_{i=1}^3 (1+R_{ji}) - 1$ , $R$ 为上证指数的月度收益率
	所有权类型	$S$ 虚拟变量,当公司的最终控制人为国有性质取1,否则取0
控制变量	公司季度末的托宾 $Q$ 值	$T$ 公司季度末的(总市值+总负债)除以总资产
	公司规模	$S_1$ 取公司季度末总资产的自然对数
	经营活动现金率	$C$ 公司季度经营活动现金流量净额除以上一季度末总资产

### 2.3 描述性统计

从表2可知,我国上市公司资产负债率平均为53.6%,总体负债水平较高,其中绝大部分是流动负债,短期负债率平均为45.2%,长期负债率平均仅为8.3%。其中, $D_M$ 的均值为15%,同样说明在我国上市公司中,非流动负债的比例较低,可能存在短债长用的现象。总体而言,2006~2009年间中国股市每季度收益率为7.1%,但标准差为22.1%,说明股市收益波动较大。

表2 描述性统计( $N=26334$ )

变量	均值	中位数	标准差	最小值	Q1	Q3	最大值
$D$	0.536	0.527	0.258	0.070	0.385	0.653	1.971
$S_T$	0.452	0.431	0.242	0.054	0.301	0.561	1.758
$L_T$	0.083	0.039	0.108	0.000	0.005	0.122	0.507
$D_M$	0.150	0.078	0.177	0.000	0.011	0.229	0.737
$B$	0.071	0.069	0.221	-0.340	-0.085	0.247	0.527
$S$	0.646	1.000	0.478	0.000	0.000	1.000	1.000
$T$	2.227	1.719	1.579	0.861	1.274	2.547	10.499
$S_1$	21.383	21.303	1.087	18.767	20.650	22.032	24.583
$C$	0.026	0.018	0.070	-0.177	-0.009	0.059	0.255

## 3 实证研究结果

### 3.1 基本回归结果

从表3可知,在控制了公司固定效应和其他重要影响因素以后,第1列回归结果中 $B$ 的系数显著为正,说明当该季度股市收益较高时,上市公司的资产负债率较高,假设1a得到支持;第2列回归结果中 $B$ 的系数在1%的水平

① 资料来源:世华财讯资讯中心 <http://content.caixun.com/NE/01/e7/NE01e7hn.shtm>

上显著为正,说明当该季度股市收益较高时,上市公司流动资产负债率较高,假设 1b 得到支持;第 3 列中,  $B$  和  $L_T$  之间没有显著的相关关系,假设 1c 同样得到支持;第 4 列结果则说明,  $B$  和  $D_M$  是显著负相关的,验证了假设 1d。实证检验结果表明,上市公司确实存在着利用借款来进行证券投资的行为,这不仅会在一定程度上影响企业的财务行为,而且会进一步影响整个市场的运行机制与发展状况。

表 3 股市收益波动与公司资本结构决策

变量	$D$	$S_T$	$L_T$	$D_M$
常量	0.345*** (6.14)	0.832*** (15.61)	-0.496*** (-18.34)	-0.823*** (-18.85)
$B$	0.0178*** (3.13)	0.0184*** (3.41)	-0.0029 (-1.08)	-0.0089** (-2.03)
$T$	0.0208*** (24.09)	0.0173*** (21.19)	0.0046*** (11.11)	$-3.93 \times 10^{-6}$ (-0.01)
$S_1$	0.0064** (2.43)	-0.0197*** (-7.89)	0.0264*** (20.85)	0.0452*** (22.09)
$C$	-0.0377*** (-2.82)	0.0247* (1.95)	-0.0729*** (-11.33)	-0.1070*** (-10.33)
公司效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
$R^2$	0.034	0.032	0.055	0.054

注:括号内数值为  $t$  检验值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 0.01、0.05、0.1 水平上显著(下同)

### 3.2 股市收益波动、所有权类型和公司资本结构决策

为考察所有权类型是否对股市收益波动与公司资本结构决策产生影响,模型(2)进行了相应分析,结果见表 4。观察  $B$  以及  $B \times S$  的系数,以反应所有权类型不同对公司举债炒股产生的影响。从表 4 中可知,  $B$  系数同表 3 中的

表 4 股市收益波动、所有权类型和公司资本结构决策

变量	$D$	$S_T$	$L_T$	$D_M$
常量	0.337*** (5.99)	0.823*** (15.44)	-0.494*** (-18.26)	-0.820*** (-18.76)
$B$	0.0353*** (4.77)	0.0374*** (5.34)	-0.0056 (-1.57)	-0.0139** (-2.42)
$S$	0.0136*** (2.74)	0.0161*** (3.43)	-0.0036 (-1.49)	-0.0070* (-1.82)
$B \times S$	-0.0271*** (-3.69)	-0.0296*** (-4.25)	0.0041 (1.16)	0.0077 (1.35)
$T$	0.0208*** (24.09)	0.0173*** (21.21)	0.0046*** (11.10)	$-1.18 \times 10^{-5}$ (-0.02)
$S_1$	0.0063** (2.40)	-0.0198*** (-7.93)	0.0265*** (20.87)	0.0453*** (22.12)
$C$	-0.0368*** (-2.76)	0.0257** (2.03)	-0.0730*** (-11.36)	-0.1080*** (-10.36)
公司效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
$R^2$	0.035	0.033	0.056	0.054

结果基本一致,但第 1 列和第 2 列的  $B$  系数都远大于表 3 中的结果,说明非国有企业可能会更依赖债务融资来进行股票投资。表 4 中第 1 列与第 2 列  $B \times S$  的系数都显著为负,支持了假设 2a 和假设 2b,说明非国有企业比国有企业确实更依赖举债炒股。第 3 列、第 4 列  $B \times S$  的系数并不显著,验证了假设 2c,而假设 2d 未得到支持。

### 3.3 政策监管的效果检验

为检验监管政策的效果,本文以 2007 年第 3 季度为分界点,将整个样本分作 2 个子样本:监管前样本,从 2005 年第 1 季度~2007 年第 2 季度;监管后样本,从 2007 年第 3 季度~2009 年第 4 季度。若监管政策产生效果,可以预期监管后样本中股市收益与公司资本结构之间的关系应当变弱(见表 5)。表 5 中结果表明,对于资产负债率与流动资产负债率,监管后样本  $B$  的系数较监管前确实有大幅度的下降,表明对于非国有企业而言,政府出台的监管措施可能产生了一定效果,一定程度上约束了举债炒股的行为。但若将  $B$  系数和  $B \times S$  系数相加,单独考察国有企业中的股市收益波动与资本结构决策关系,则发现监管前两者系数之和为负,但监管后系数之和却为正,说明监管政策出台后,国有企业举债进行证券投资的倾向绝对未减弱,监管政策对国有企业约束效果不明显,假设 3 未能得到支持。

## 4 结果与讨论

本文在现有研究基础上,从我国转轨经济制度特征出发,考察了股市收益波动和上市公司资本结构决策之间的关系,对现有资本结构的研究文献是有益的补充,且为分析上市公司的财务决策行为提供了新视角。本文研究发现:①股市收益波动与上市公司负债水平正相关,上市公司会根据股市收益情况举债进行证券投资决策,这影响了公司的资本结构;②这种正相关关系在非国有企业中更显著,说明国有企业因融资渠道多样性而不单纯依赖负债融资进行证券投资;③监管部门为了应对上市公司违规举债炒股而出台的政策效果对国有企业并不显著,相关部门应注意此现象并加强对国有企业监管。

本文的研究结论具有重要的政策含义。首先,本文从资本市场的整体角度出发,提供了上市公司存在违规举债炒股的证据,这应当成为相关部门对市场监管的重点。假如中国优质的

表 5 股市变动、牛熊市对公司现金持有量的影响

变量	D		S <sub>T</sub>		L <sub>T</sub>		D <sub>M</sub>	
	监管前	监管后	监管前	监管后	监管前	监管后	监管前	监管后
常量	0.337** (2.07)	0.105* (1.69)	1.019*** (6.44)	0.450*** (7.57)	-0.817*** (-12.08)	-0.395*** (-11.50)	-0.897*** (-7.56)	-0.578*** (-10.38)
B	0.0345*** (3.47)	0.0149** (2.10)	0.0388*** (4.02)	0.0159** (2.36)	-0.0083** (-2.02)	-0.0033 (-0.84)	-0.0060 (-0.83)	-0.0126** (-1.99)
S	0.0277*** (3.80)	-0.0068 (-0.98)	0.0313*** (4.42)	-0.0028 (-0.42)	-0.0044 (-1.45)	-0.0002 (-0.05)	-0.0077 (-1.45)	0.0002 (0.02)
B×S	-0.0540*** (-5.08)	-0.0011 (-0.17)	-0.0492*** (-4.78)	-0.0044 (-0.69)	-0.0003 (-0.07)	0.0024 (0.66)	-0.0093 (-1.21)	0.0059 (0.98)
T	0.0722*** (32.84)	0.0179*** (21.24)	0.0627*** (29.40)	0.0166*** (20.65)	0.0052*** (5.72)	0.0026*** (5.52)	0.0019 (1.19)	-0.0026*** (-3.50)
S <sub>I</sub>	0.0029 (0.38)	0.0183*** (6.39)	-0.0322*** (-4.34)	-0.0017 (-0.63)	0.0417*** (13.14)	0.0222*** (13.97)	0.0488*** (8.78)	0.0343*** (13.35)
C	-0.0150 (-0.77)	-0.0236* (-1.77)	0.0529*** (2.79)	0.0146 (1.15)	-0.0631*** (-7.79)	-0.0550*** (-7.49)	-0.1020*** (-7.17)	-0.0753*** (-6.32)
公司效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 313	16 021	10 313	16 021	10 313	16 021	10 313	16 021
R <sup>2</sup>	0.145	0.033	0.132	0.031	0.027	0.035	0.015	0.037

上市公司都过度地投资证券,那么非但证券投资的基础会不复存在,整个国家的经济基础也会受到严重影响。其次,相关部门在制定监管政策与实施监管时,应当确立监管重点,不同类型企业应当区别对待,如此才能有助于提高监管效果。总体而言,目前非国有企业更依赖于举债证券投资,但若不能严格监管,随着时间推移,在国有企业中这一现象也会更加严重。

参 考 文 献

[1] TITMAN S, WESSELS R. The Determinants of Capital Structure Choice [J]. Journal of Finance, 1988,43(1):1~20.

[2] GRAHAM J R, HARVEY C R. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field [J]. Journal of Financial Economics,2001, 60 (2/3):187~243.

[3] KORAJCZYK R A, LEVY A. Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(1):75~109.

[4] HACKBARTH D, MIAO J, MORELLEC E. Capital Structure, Credit Risk and Macroeconomic Conditions [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(3): 519~550.

[5] BHAMRA H S, KUEHN L A, STREBULAIEV I A. The Aggregate Dynamics of Capital Structure and Macroeconomic Risk [R]. Vancouver: University of British Columbia, 2008.

[6] 陆正飞, 辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998(8): 34~37.

[7] 吕长江, 韩慧博. 上市公司资本结构特点的实证分析 [J]. 南开管理评论, 2001,4(5): 1~6.

[8] 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.

[9] 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的新证据[J]. 经济评论, 2004(2): 98~103.

[10] 肖作平. 制度因素对资本结构选择的影响分析——来自中国上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报, 2009(12): 40~47.

[11] 苏冬蔚, 曾海舰. 宏观经济因素与公司资本结构变动[J]. 经济研究, 2009(12): 52~65.

[12] 孙旭东. 疯狂的投资[J]. 新理财, 2010(7): 52.

[13] ALMEIDA H, CAMPELLO M, WEISBACH M S. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. Journal of Finance, 2004, 59(4): 1 777~1 804.

[14] ALLEN F, QIAN M. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57~116.

[15] BRANDT L, LI H. Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives? [J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31 (3): 387~413.

[16] 祝继高, 陆正飞. 货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J]. 管理世界, 2009(4): 151~157.

(编辑 杨妍)

作者简介: 吴文莉(1971~),女,湖北黄梅人。华中科技大学(武汉市 430074)管理学院讲师。研究方向为公司金融。E-mail: wuwenli@mail. hust. edu. cn